



ΕΘΝΙΚΟ ΜΕΤΣΟΒΙΟ ΠΟΛΥΤΕΧΝΕΙΟ - ΣΧΟΛΗ
ΗΛΕΚΤΡΟΛΟΓΩΝ ΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΜΗΧΑΝΙΚΩΝ
ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ - ΤΜΗΜΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗΣ
ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΔΙΠΛΩΜΑ ΣΤΑ
ΤΕΧΝΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ

***ΠΟΛΙΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ***

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
της Πούντζας Ζωής-Σεμίνας

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: Ματσόπουλος Γεώργιος Καθηγητής ΕΜΠ

Αθήνα, Ιανουάριος 2024

Επιβλέπων: Ματσόπουλος Γεώργιος Καθηγητής ΕΜΠ

Εγκρίθηκε από την τριμελή επιτροπή την 26/01/2024:

Ματσόπουλο Γ.

Παναγόπουλος Α.

Παπαβασιλείου Σ.

Αθήνα, Ιανουάριος 2024

Πούντζα Ζωή-Σεμίνα

© 2024 – Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved

Απαγορεύεται η αντιγραφή, αποθήκευση και διανομή της παρούσας εργασίας, εξολοκλήρου ή τμήματος αυτής, για εμπορικό σκοπό. Επιτρέπεται η ανατύπωση, αποθήκευση και διανομή για σκοπό μη κερδοσκοπικό, εκπαιδευτικής ή ερευνητικής φύσης, υπό την προϋπόθεση να αναφέρεται η πηγή προέλευσης και να διατηρείται το παρόν μήνυμα. Ερωτήματα που αφορούν τη χρήση της εργασίας για κερδοσκοπικό σκοπό πρέπει να απευθύνονται προς τον συγγραφέα. Οι απόψεις και τα συμπεράσματα που περιέχονται σε αυτό το έγγραφο εκφράζουν τον συγγραφέα και δεν πρέπει να ερμηνευθεί ότι αντιπροσωπεύουν τις επίσημες θέσεις του Εθνικού Μετσόβιου Πολυτεχνείου.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στα πλαίσια της συγκεκριμένης εργασίας γίνεται μία προσπάθεια να παρουσιαστεί ο πολιτικός κίνδυνος που αντιμετωπίζουν παγκοσμίως οι επιχειρήσεις.

Αρχικά, στο πρώτο κεφάλαιο ορίζεται ο πολιτικός κίνδυνος και πραγματοποιείται μία εκτενής βιβλιογραφική ανασκόπηση της έννοιας του πολιτικού κινδύνου. Έτσι, εμβαθύνουμε σε έννοιες όπως η πολυπλοκότητα, τα μέτρα και η αβεβαιότητα του πολιτικού κινδύνου.

Στο δεύτερο κεφάλαιο ο πολιτικός κίνδυνος συνδυάζεται με την εμπορική πίστωση που είναι πολύ σημαντική διαχρονικά για τις επιχειρήσεις. Παράλληλα, στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η σημασία των ταμειακών διαθεσίμων που μπορούν να σώσουν τη βιωσιμότητα της επιχείρησης εάν υπάρξει σοβαρός πολιτικός κίνδυνος.

Το τέταρτο κεφάλαιο εμπεριέχει τη μελέτη περίπτωσης της επίδρασης ενός νέου μέτρου πολιτικού κινδύνου σε επίπεδο επιχείρησης στην παροχή εμπορικών πιστώσεων. Παρουσιάζουμε δύο ανταγωνιστικές υποθέσεις που συνδέουν την πολιτική με την εμπορική πίστωση και βασίζονται σε διάφορες θεωρίες σχετικά με το πώς η εμπορική πίστωση μπορεί να ανταγωνιστεί ή να υποκαταστήσει άλλες πηγές χρηματοδότησης σε δύσκολους πολιτικούς καιρούς.

ΛΕΞΕΙΣ ΚΛΕΙΔΙΑ:

Πολιτικός κίνδυνος σε επίπεδο επιχείρησης, πολιτική αβεβαιότητα, παροχή εμπορικών πιστώσεων, διαχείριση μετρητών, ανάληψη διαχειριστικού κινδύνου.

Abstract

In the context of this thesis, an attempt is made to present the political risk faced by businesses worldwide.

Initially, in the first chapter, political risk is defined and an extensive literature review of the concept of political risk is conducted. Thus, we delve into concepts such as the complexity, measures and uncertainty of political risk.

In the second chapter, political risk is combined with trade credit, which is very important over time for firms. At the same time, the third chapter presents the importance of cash that can save the viability of the firm if there is serious political risk.

Chapter four contains a case study of the effect of a new firm-level political risk measure on the provision of trade credit. We present two competing cases linking politics to trade credit based on various theories about how trade credit can compete with or substitute for other sources of finance in difficult political times.

Key Words:

Firm-level political risk, political uncertainty, trade credit provision, cash, management; managerial risk-taking

Περιεχόμενα

Περιεχόμενα	6
Περιεχομένων Πινάκων	7
Κεφάλαιο 1: Θεωρίες και Βιβλιογραφική Ανασκόπηση Πολιτικού Κινδύνου	8
1.1 Εισαγωγή-Ο Πολιτικός Κίνδυνος	8
1.2 Ορισμοί του Πολιτικού Κινδύνου	9
1.3 Η πολυπλοκότητα του πολιτικού κινδύνου	11
1.4 Θεωρίες και μέτρα του πολιτικού κινδύνου	14
1.5 Εμπειρικές μελέτες για τον πολιτικό κίνδυνο και την αβεβαιότητα.....	20
Κεφάλαιο 2: Ο Πολιτικός Κίνδυνος σε επίπεδο επιχείρησης και η Εμπορική Πίστωση	28
2.1 Πολιτικός Κίνδυνος και Επιχείρηση	28
2.2 Η Εμπορική Πίστωση	29
2.3 Βιβλιογραφική Ανασκόπηση	32
Κεφάλαιο 3: Ο Πολιτικός Κίνδυνος σε Επίπεδο Επιχείρησης και τα Εταιρικά Ταμειακά Διαθέσιμα.....	35
3.1 Εισαγωγή.....	35
3.2 Τα εταιρικά ταμειακά διαθέσιμα	36
3.3 Βιβλιογραφική Ανασκόπηση	37
3.4 Η πολυπλοκότητα του πολιτικού κινδύνου	38
Κεφάλαιο 4: Μελέτη Περίπτωσης	41
4.1 Εισαγωγή.....	41
4.2 Μεθοδολογία.....	42
4.2.1 Δειγματοληψία	42
4.2.2 Μεταβλητές	42
4.2.3 Περιγραφική Στατιστική	48
Κεφάλαιο 5: Συμπεράσματα-Μελλοντικές Επεκτάσεις	61
Βιβλιογραφία-Αναφορές	72

Περιεχομένων Πινάκων

Πίνακας 1: Το περιβάλλον της επιχείρησης γίνεται ευρύτερο και πιο πολύπλοκο (πηγή: Harvard Business Review (Jan-Feb 2016). “The biology of corporate survival.”)	12
Πίνακας 2: Πέντε επίπεδα δράσης που δημιουργούν πολιτικό κίνδυνο (πηγή: Rice and Zegart (2018))	13
Πίνακας 3: Πολιτικός κίνδυνος σε επίπεδο επιχείρησης και διακράτηση μετρητών ανά οικονομικό έτος	49
Πίνακας 4: Πολιτικός κίνδυνος σε επίπεδο επιχείρησης ανά κλάδο	52
Πίνακας 5: Συνοπτικά στατιστικά στοιχεία	56
Πίνακας 6: Συσχετίσεις	57

Κεφάλαιο 1: Θεωρίες και Βιβλιογραφική Ανασκόπηση Πολιτικού Κινδύνου

1.1 Εισαγωγή-Ο Πολιτικός Κίνδυνος

Ο πολιτικός κίνδυνος αποτελεί έναν σημαντικό παράγοντα που επηρεάζει την σταθερότητα και την ασφάλεια σε διεθνές και εθνικό επίπεδο. Αναφέρεται στον κίνδυνο που συνδέεται με πολιτικά γεγονότα, αλλαγές στην πολιτική πραγματικότητα, και την επίδρασή τους στις κοινωνίες, τις επιχειρήσεις και τις κυβερνήσεις. Ο πολιτικός κίνδυνος μπορεί να περιλαμβάνει πολιτικές αναταραχές, εθνικιστικές αντιπαραθέσεις, διεθνείς συγκρούσεις, αλλαγές στην νομοθεσία και πολιτικές αποφάσεις που επηρεάζουν την οικονομία και την εξωτερική πολιτική.

Ο πολιτικός κίνδυνος απαιτεί προσεκτική ανάλυση, προβλεψιμότητα και δράση για την αντιμετώπισή του. Σε αυτήν την εισαγωγή, θα εξερευνήσουμε τις διάφορες πτυχές του πολιτικού κινδύνου, τις συνέπειές του στον κόσμο, καθώς και τα μέτρα που μπορούν να ληφθούν για την αντιμετώπισή του. Πρόκειται για έναν πολύπλοκο και δυναμικό τομέα που απαιτεί συνεχή παρακολούθηση και αξιολόγηση, καθώς έχει ευρείες επιπτώσεις σε πολλούς τομείς της κοινωνίας και της οικονομίας.

Ο πολιτικός κίνδυνος αποτελεί σύνθετο φαινόμενο που περιλαμβάνει πολλά σημαντικά στοιχεία και παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν τη σταθερότητα και την ασφάλεια σε μια περιοχή, χώρα ή παγκόσμιο επίπεδο. Κάποια από τα σημαντικά στοιχεία του πολιτικού κινδύνου περιλαμβάνουν [1]:

1. **Πολιτικές Αναταραχές:** Προκαλούνται από διαμαρτυρίες, διαδηλώσεις, επεισόδια, εξεγέρσεις και άλλες μορφές κοινωνικού αντιδραστικού κινήματος, που μπορούν να οδηγήσουν σε αστάθεια και αναταραχή στη χώρα.

2. **Κρίσεις Κυβέρνησης:** Αλλαγές στην ηγεσία της χώρας, πολιτικές αντιπαραθέσεις, απολύσεις και πειθαρχικά μέτρα στον δημόσιο τομέα μπορούν να δημιουργήσουν ανασφάλεια.
3. **Εθνικιστικές Αντιπαραθέσεις:** Οι συγκρούσεις μεταξύ εθνοτικών, θρησκευτικών ή πολιτιστικών ομάδων μπορούν να οδηγήσουν σε εμπόλεμες καταστάσεις.
4. **Διεθνείς Συγκρούσεις:** Οι διεθνείς διαφορές, τοπικές διαμάχες και διακυβερνητικά ζητήματα μπορούν να προκαλέσουν συγκρούσεις ανάμεσα σε χώρες.
5. **Αλλαγές στην Νομοθεσία:** Επικείμενες ή ξαφνικές αλλαγές στο νομικό πλαίσιο μπορούν να επηρεάσουν την επιχειρηματικότητα, τα συμφέροντα και τη λειτουργία των επιχειρήσεων.
6. **Οικονομικές Αντιξοότητες:** Οι οικονομικές κρίσεις, η αυξημένη ανεργία και η ύφεση μπορούν να δημιουργήσουν κοινωνική ανασφάλεια και αντιδράσεις.
7. **Εξωτερικές Παρεμβάσεις:** Οι παρεμβάσεις άλλων χωρών στις εσωτερικές υποθέσεις μιας χώρας μπορούν να πυροδοτήσουν συγκρούσεις και αναταραχές.
8. **Διαφθορά και Ανομία:** Η υψηλή διαφθορά, η ανομία και η έλλειψη κανονιστικής διαφάνειας μπορούν να δημιουργήσουν πολιτικό κίνδυνο.

Ο πολιτικός κίνδυνος απαιτεί την προσεκτική ανάλυση του περιβάλλοντος, την πρόβλεψη των πιθανών επιπτώσεων και την υιοθέτηση στρατηγικών για τη μείωση του κινδύνου και την αντιμετώπισή του.

1.2 Ορισμοί του Πολιτικού Κινδύνου

Η εξέλιξη του συνόλου των γνώσεων που σχετίζονται με τον ορισμό και την αξιολόγηση του πολιτικού κινδύνου δεν είναι συνεπής, επειδή πρόκειται για μια νεφελώδη έννοια. Παρόλο που ο ρόλος της πολιτικής στη λήψη αποφάσεων των επιχειρήσεων στην πράξη αναγνωρίζεται εδώ και πολύ καιρό σιωπηρά, το

ακαδημαϊκό ενδιαφέρον έχει δώσει προσοχή σε αυτή την αλληλεπίδραση μόλις την τελευταία δεκαετία. Ο πολιτικός κίνδυνος ρίχνει φως στο χάσμα μεταξύ επιστήμης και πρακτικής. Αυτό αντικατοπτρίζεται στο ευρύ φάσμα ορισμών του πολιτικού κινδύνου.

Στις μέρες μας, ο πολιτικός κίνδυνος συνδέεται γενικά με τον κίνδυνο οικονομικών, αγοραίων ή προσωπικών απωλειών λόγω πολιτικών αποφάσεων ή διαταραχών. Ωστόσο, δεν έχει υπάρξει πραγματική συναίνεση σχετικά με την ακριβή έννοια του τι περιλαμβάνει ο πολιτικός κίνδυνος. Οι ορισμοί κυμαίνονται από τους γενικούς έως τους ειδικούς. Το 1962, η πρωταρχική περιγραφή του πολιτικού κινδύνου μεταφέρθηκε από την Αμερικανική Επιτροπή Ξένων Επενδύσεων ως κάθε απώλεια ελέγχου της ιδιοκτησίας ή απώλεια οφελών λόγω κυβερνητικής δράσης. Ο Truitt (1970) είναι από τις πρώτες ακαδημαϊκές μελέτες που ασχολήθηκαν με το φάσμα των ορισμών του πολιτικού κινδύνου.⁶ Ο Truitt θεωρεί τους "μη επιχειρηματικούς" κινδύνους ως πολιτικούς κινδύνους και εστιάζει ιδιαίτερα στους κινδύνους απαλλοτρίωσης και εθnikοποίησης, αναφέροντας ότι ο πολιτικός κίνδυνος είναι "μια ευρεία ζώνη πολιτικών/οικονομικών επιλογών που είναι διαθέσιμες σε μια κυβέρνηση υποδοχής με πρόθεση να περιορίσει τη δραστηριότητα του ξένου επενδυτή [...]. Η απαλλοτρίωση είναι μόνο μία από μια ποικιλία πολιτικών κινήσεων που μπορεί να κάνει μια κυβέρνηση υποδοχής εναντίον ενός ξένου επενδυτή" (1970, σ. 22). Το μέγεθος των κυβερνητικών ενεργειών μπορεί να είναι περιορισμένο, όπως ένα περιστασιακά εφαρμοζόμενο σύνολο κανόνων, ή αυστηρό, όπως η άμεση δήμευση. Στη συνέχεια, αναπτύχθηκε ένα τμήμα της βιβλιογραφίας που ορίζει τον πολιτικό κίνδυνο με όρους κυβερνητικής ή κρατικής δράσης [2, 3].

Μια άλλη κατηγορία βιβλιογραφίας απεικονίζει τον πολιτικό κίνδυνο σε σχέση με την εκδήλωση πολιτικών γεγονότων ή περιορισμών πολιτικής φύσης. Ως πολιτικά γεγονότα νοούνται οι αλλαγές κυβερνήσεων ή αρχηγών κρατών και κάθε είδους βίαιη αναταραχή, όπως οι ταραχές (Robock, 1971). Οι περιορισμοί ωστόσο μπορούν να επιβληθούν σε επίπεδο κλάδου ή επιχείρησης και περιλαμβάνουν κινδύνους απαλλοτρίωσης, περιορισμούς στον επαναπατρισμό κερδών, φορολόγηση με διακρίσεις και ανταγωνισμό του δημόσιου τομέα.

Όσο περισσότερες σκέψεις και έρευνες γίνονται σχετικά με τον πολιτικό κίνδυνο, τόσο περισσότερο βελτιώνεται και επαναπροσδιορίζεται η λειτουργικότητα της πολιτικής αβεβαιότητας. Η πολιτική αβεβαιότητα θεωρείται ως η πιο επιδραστική από όλες τις πηγές αβεβαιότητας. Χρησιμοποιώντας μια μοναδική έρευνα σχετικά με την αποστροφή των στελεχών προς τον κίνδυνο, οι Giambona, Graham και Harvey (2017) τεκμηριώνουν ότι ο πολιτικός κίνδυνος είναι πιο σημαντικός από τον κίνδυνο εμπορευμάτων και εισροών για τις επιχειρήσεις. Δείχνουν επίσης ότι σχεδόν το 50% των επιχειρήσεων όχι μόνο μειώνουν αλλά και αποφεύγουν τις άμεσες ξένες επενδύσεις λόγω του πολιτικού κινδύνου [4]. Οι πολιτικοί θεσμοί και η διάταξή τους στη διαδικασία λήψης πολιτικών αποφάσεων αντικατοπτρίζουν τα συμφέροντα διαφορετικών ομάδων. Η συμπεριφορά αυτών των ομάδων αποτελεί πηγή τυχαιότητας που μπορεί να οδηγήσει σε ποικίλους πολιτικούς κλυδωνισμούς. Αυτά τα σοκ συνδέονται πολύ συχνά με υψηλό επίπεδο αβεβαιότητας, καθώς οι ομάδες συμφερόντων προσπαθούν να προστατεύσουν τα δικά τους οφέλη με τη βοήθεια εκλογών, νομικών τροποποιήσεων και διαδηλώσεων, καθώς και ένοπλων συγκρούσεων και πολέμων. Πολλές οξύτερες συγκρούσεις στην πολιτική, γύρω από την περίοδο των εκλογών για παράδειγμα, οδηγούν συχνά σε σημαντική αλλαγή της οικονομικής πολιτικής της κυβέρνησης. Ως εκ τούτου, η πολιτική αναταραχή αυξάνει τον κίνδυνο οικονομικών δράσεων και αλλαγών που μπορούν να μεταβάλουν τις εταιρικές δραστηριότητες. Στις επόμενες ενότητες προσπαθούμε στη συνέχεια να απαντήσουμε στα ερωτήματα που προκύπτουν: Πόσο σύνθετος είναι ο πολιτικός κίνδυνος; Ποιο και πόσο σημαντικό είναι το οικονομικό και χρηματοοικονομικό κόστος της πολιτικής αβεβαιότητας;

1.3 Η πολυπλοκότητα του πολιτικού κινδύνου

Ο σημερινός κόσμος είναι πολύ πιο πολυπληθής, ρευστός και αβέβαιος από ποτέ. Αυτός ο μακρύτερος και λιτότερος κόσμος και οι παγκόσμιες αλυσίδες εφοδιασμού αφήνουν τις εταιρείες σε μεγαλύτερη ευπάθεια απέναντι σε διαταραχές. Εκτός από τα ζητήματα που βασίζονται στην αγορά, οι επιχειρήσεις είναι επίσης εκτεθειμένες σε πολιτικές αποφάσεις. Όπως συζητήθηκε στην προηγούμενη ενότητα, το περιβάλλον των επιχειρήσεων είναι ευρύτερο και πιο πολύπλοκο και οι

γεννήτριες του πολιτικού κινδύνου που επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα είναι πολυάριθμες. Για παράδειγμα, η τεχνολογία μειώνει μαζικά και ολόένα και περισσότερο το κόστος της συλλογικής δράσης. Με περισσότερο από το 48% του κόσμου να είναι συνδεδεμένο, έχει γίνει πολύ πιο εύκολο να ενταχθεί κανείς σε έναν κοινό σκοπό και να κλιμακώσει τα ζητήματα παγκοσμίως. Στον πίνακα 1 που ακολουθεί φαίνεται μία αντιστοιχία της φύσης με την επιχείρηση και το πώς το περιβάλλον και των δύο γίνεται ευρύτερο.

Πίνακας 1: Το περιβάλλον της επιχείρησης γίνεται ευρύτερο και πιο πολύπλοκο (πηγή: Harvard Business Review (Jan-Feb 2016). "The biology of corporate survival.")

Επίπεδο	Φύση	Επιχείρηση
1 ^ο	Ο πληθυσμός Μεμονωμένοι οργανισμοί του ίδιου είδους	Η εταιρεία Μεμονωμένοι εργαζόμενοι
2 ^ο	Το φυσικό οικοσύστημα Πληθυσμοί ειδών που εξαρτώνται και ανταγωνίζονται μεταξύ τους	Το επιχειρηματικό οικοσύστημα Εταιρείες που εξαρτώνται και ανταγωνίζονται μεταξύ τους
3 ^ο	Το ευρύτερο φυσικό περιβάλλον Γειτονικά οικοσυστήματα και μη βιολογικά στοιχεία, όπως το κλίμα	Το επιχειρηματικό περιβάλλον Επικαλυπτόμενα οικοσυστήματα και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη, όπως ΜΚΟ, κυβερνητικοί φορείς και κοινωνία των πολιτών

Στον Πίνακα 2 παρουσιάζονται παραδείγματα και η ταξινόμηση των διαφόρων παραγόντων πολιτικού κινδύνου. Στον ορισμό τους για τον πολιτικό κίνδυνο του 21ου αιώνα, οι Rice και Zegart (2018) επέλεξαν τη φράση "πολιτική δράση" και όχι "κυβερνητική δράση" για να τονίσουν τον αυξανόμενο αντίκτυπο των γενεσιουργών κινδύνων που δεν είναι κυβερνήσεις και αρχηγοί κρατών. Αναφέρουν στο βιβλίο τους ότι "αυτές τις μέρες, οι πολιτικές δραστηριότητες που επηρεάζουν τις

επιχειρήσεις συμβαίνουν σχεδόν παντού μέσα στα σπίτια, στους δρόμους και στο σύννεφο- σε δωμάτια συνομιλίας, δωμάτια φοιτητικών εστιών και αίθουσες συνεδριάσεων- σε μπαρ της γειτονιάς και στα περιθώρια των συνόδων κορυφής". Οι εταιρείες που θέλουν να παραμείνουν ανταγωνιστικές πρέπει να αντιμετωπίσουν το αυξανόμενο δυναμικό του πολιτικού κινδύνου που προέρχεται από μια διευρυνόμενη σειρά παραγόντων κινδύνου.

Πίνακας 2: Πέντε επίπεδα δράσης που δημιουργούν πολιτικό κίνδυνο (πηγή: Rice and Zegart (2018))

Επίπεδο	Πρόσωπα
Ιδιώτες	Χρήστες του Twitter, σκηνοθέτες ντοκιμαντέρ, ακτιβιστές, συνήγοροι των καταναλωτών, διασημότητες, απλοί πολίτες και παρευρισκόμενοι
Τοπικές οργανώσεις	Ενώσεις γειτονιάς, πολιτικές ομάδες και τοπικές κυβερνήσεις
Εθνικοί κυβερνητικοί φορείς και τα θεσμικά τους όργανα	Πρόεδροι, εκτελεστικές υπηρεσίες, νομοθετικά σώματα και δικαστικές αρχές.
Διακρατικές ομάδες	Ακτιβιστές, τρομοκράτες, χάκερ, εγκληματίες, πολιτοφυλακές και εθνοτικές ή θρησκευτικές κοινότητες
Υπερεθνικοί και διεθνείς θεσμοί	Ευρωπαϊκή Ένωση και Ηνωμένα Έθνη

Αυτό που καθιστά την πολιτική αβεβαιότητα μια σύνθετη έννοια είναι το πλήθος των τύπων κινδύνων που μπορεί να αποκαλύψει. Οι εξωτερικές προκλήσεις των επιχειρήσεων ή όπως ονομάζονται οι "έξωθεν" κίνδυνοι μπορεί να είναι πολλών ειδών [5]:

1. Κανονιστικές αλλαγές: Οι αλλαγές στη νομοθεσία και τον ρυθμιστικό πλαίσιο μπορούν να επηρεάσουν τις επιχειρηματικές δραστηριότητες και τις πρακτικές.

2. Φορολογικοί κίνδυνοι: Οι αλλαγές στη φορολογική πολιτική μπορούν να αυξήσουν τη φορολογική επιβάρυνση για τις επιχειρήσεις.
3. Συμφωνίες ελεύθερου εμπορίου: Αλλαγές στις συμφωνίες ελεύθερου εμπορίου μπορούν να επηρεάσουν τη διεθνή εμπορική δραστηριότητα.
4. Γεωπολιτικοί κίνδυνοι: Συγκρούσεις, πολιτικές αναταραχές και γεωπολιτικές αντιφάσεις μπορούν να επηρεάσουν τη διεθνή παρουσία και τις προμήθειες.
5. Ρύθμιση περιβαλλοντικών ζητημάτων: Οι περιβαλλοντικές πολιτικές και οι προσδοκίες των πελατών σχετικά με την βιωσιμότητα μπορούν να επηρεάσουν την επιχειρηματική δραστηριότητα.
6. Πολιτικές εμπορικού προστατευτισμού: Εμπορικά περιοριστικά μέτρα και επανεθνικοποιήσεις μπορούν να επηρεάσουν το διεθνές εμπόριο.
7. Κοινωνική αστάθεια: Η αστάθεια στην κοινωνία μπορεί να έχει επιπτώσεις στην ασφάλεια των επιχειρήσεων και στην παραγωγικότητα.
8. Κίνδυνοι κυβερνοασφάλειας: Οι κυβερνοαπειλές και οι παραβιάσεις ασφάλειας δεδομένων μπορούν να προκαλέσουν σημαντικές ζημιές στις επιχειρήσεις.
9. Πολιτικά αποτελέσματα: Οι εκλογές και οι πολιτικές εξελίξεις μπορούν να επηρεάσουν το κλίμα επιχειρηματικής βιωσιμότητας.
10. Κοινωνικοί και πολιτισμικοί κίνδυνοι: Οι επιχειρήσεις πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους τον πολιτισμικό και κοινωνικό περίγυρο στον οποίο λειτουργούν και να διαχειρίζονται τυχόν προκλήσεις.

Η διαχείριση αυτών των πολιτικών κινδύνων απαιτεί προορατικότητα, καλή κατανόηση του πολιτικού περιβάλλοντος και στρατηγικό σχεδιασμό.

1.4 Θεωρίες και μέτρα του πολιτικού κινδύνου

Το θεμελιώδες έργο των Jensen και Meckling (1976) ορίζει την επιχείρηση ως ένα πλέγμα συμβάσεων. Με βάση αυτή την έννοια, η σύγχρονη οικονομική επιστήμη

ανέπτυξε την επικρατούσα άποψη ότι οι συμβατικές υποχρεώσεις επιλύουν ζητήματα σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των συμβαλλομένων μερών. Η άποψη αυτή μπορεί να εξακολουθεί να ισχύει για πολύ μικρές ιδιωτικές απομακρυσμένες επιχειρήσεις, αλλά σίγουρα δεν ισχύει επαρκώς για μεγάλες επιχειρήσεις. Το θεμελιώδες έργο των Nordhaus (1975) και Hibbs (1977) έρχεται να προσθέσει την πολιτική διάσταση στους προσδιοριστικούς παράγοντες των επιχειρηματικών κύκλων και της οικονομικής δραστηριότητας των επιχειρήσεων. Οι κυβερνήσεις μπορούν να επιτύχουν πολιτικά οφέλη πριν από τις εκλογές με δύο τρόπους: (i) χρησιμοποιώντας οικονομικά μέσα που δημιουργούν καιροσκοπικούς πολιτικούς επιχειρηματικούς κύκλους και (ii) ικανοποιώντας τις προσδοκίες των εκλογικών βάσεων δημιουργώντας έτσι κομματικούς επιχειρηματικούς κύκλους [6].

Χρησιμοποιώντας πολιτικοοικονομικά υποδείγματα, οι Frey (1978) και Frey και Schneider (1978b) υποστηρίζουν ότι οι κυβερνήσεις με ισχυρή ιδεολογία έχουν πιο καιροσκοπικές και κοντόφθαλμες οικονομικές πολιτικές σε περιόδους εκλογών. Η προεκλογική δημοτικότητα του εκάστοτε κρατούντος τονίζει έντονα τις κυβερνητικές πολιτικές. Στην ίδια κατεύθυνση, οι Alesina και Rosenthal (1989- 1995) αναπτύσσουν μια θεωρία ορθολογικών κομματικών επιχειρηματικών κύκλων, όπου οι προοδευτικοί και συντηρητικοί ψηφοφόροι προβλέπουν το νικητήριο κόμμα και τη μεταβολή των οικονομικών δεικτών αναλόγως. Δείχνουν ότι υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ της μακροοικονομίας και της μικροπολιτικής. Για παράδειγμα, οι αγορές αναμένουν υψηλότερο πληθωρισμό και επομένως υψηλότερα επιτόκια όταν ένα προοδευτικό κόμμα είναι πιθανότερο να κερδίσει τις εκλογές.

Πιο πρόσφατα, πολυάριθμοι συγγραφείς εξετάζουν θεωρητικά τις πολιτικές επιπτώσεις των θεσμών. Ο Bachman (1992), μεταξύ λίγων άλλων, χρησιμοποιεί ένα υπόδειγμα που βασίζεται στην προσέγγιση του Krasker για το "πρόβλημα του πέσο" για να εξετάσει τις επιπτώσεις των εκλογών στις ανεπτυγμένες χώρες στο επιτόκιο της προθεσμιακής μεροληψίας.⁸ Ο Fowler (2006) αναπτύσσει μια θεωρία του πολιτικού κινδύνου και επεκτείνει την ορθολογική κομματική θεωρία που επικεντρώνεται στην αβεβαιότητα που προέρχεται μόνο από τις εκλογές. Μεταξύ των ουσιαστικών μελετών, οι Acemoglu και Robinson (2006a; 2006b) αναπτύσσουν ένα θεωρητικό υπόδειγμα για την αξιολόγηση της επίδρασης της πολιτικής στην

ανάπτυξη και την μεγέθυνση των χωρών. Το υπόδειγμα των Acemoglu και Robinson (2006a), για παράδειγμα, εξηγεί τους λόγους πίσω από τη βιομηχανική ανάπτυξη της Γερμανίας, της Βρετανίας και των ΗΠΑ και την εμποδισμένη ανάπτυξη στη Ρωσία και την Αυστροουγγαρία τον 19ο αιώνα. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι οι πολιτικά ισχυρές ομάδες ή όπως τις αποκαλούν οι πολιτικές ελίτ μπορούν να έχουν "φαινόμενο πολιτικής αντικατάστασης" και να διαβρώνουν τον ανταγωνισμό και την καινοτομία εντός μιας οικονομίας. Το υπόδειγμά τους δείχνει επίσης ότι όσο υψηλότερα είναι τα πολιτικά διακυβεύματα, τόσο πιο σημαντικά θα είναι τα κίνητρα αυτών των ελίτ να μπλοκάρουν την οικονομία.

Η άποψη αυτή συνεπάγεται ότι οι οικονομολόγοι αναζητούν λύσεις για τις αποτυχίες της αγοράς που δεν λαμβάνουν υπόψη την πολιτική. Οι Acemoglu και Robinson (2013) ορίζουν ένα νέο θεωρητικό πλαίσιο το οποίο συγκρίνει δύο περιόδους λήψης αποφάσεων οικονομικής πολιτικής χωρίς οικονομικές συνδέσεις μεταξύ των δύο περιόδων. Στην πρώτη περίοδο, η επιλογή της οικονομικής πολιτικής γίνεται ανεξάρτητα από την πολιτική ισορροπία. Στη δεύτερη περίοδο, ωστόσο, οι πολιτικοί έχουν ένα "παράθυρο ευκαιρίας πολιτικής". Δείχνουν ότι οι πολιτικές πτυχές της οικονομικής πολιτικής είναι σημαντικές. Η οικονομική πολιτική που επικεντρώνεται μόνο στη μείωση των στρεβλώσεων της αγοράς, αφήνοντας έξω την πολιτική διάσταση, είναι ανεπαρκής.

Ο Simon (1984) καταγράφει τις δυσκολίες της ανάπτυξης μιας θεωρίας της πολιτικής αβεβαιότητας, συμπεριλαμβανομένης της πολύ διεπιστημονικής φύσης μιας τέτοιας ανάλυσης και του συνεχιζόμενου σκεπτικισμού των επιχειρήσεων και των επενδυτών όσον αφορά την ποσοτικοποίηση των μη οικονομικών μεταβλητών. Οι Rice και Zegart (2018) εξηγούν ότι ο πολιτικός κίνδυνος είναι δύσκολο να μετρηθεί. Ακόμη και όταν τίθεται σε ποσοτικούς όρους (π.χ. δημοσκοπήσεις για το Brexit), εξακολουθεί να μην είναι εύκολα κατανοητός. Σε αντίθεση με τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο που μπορεί να λειτουργήσει μέσω μετρήσεων όπως τα επιτόκια, η προσφορά εργασίας και το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν, ο πολιτικός κίνδυνος παραμένει υποκειμενικός και ποιοτικός. Η πολιτική αναταραχή απαιτεί μια λεπτή ερμηνεία και μια αίσθηση του τι είναι πολιτική σταθερότητα, διαφθορά, πολιτισμικά πρότυπα, γεωπολιτική κ.λπ. Ωστόσο, και παρά τα εμπόδια αυτά, αρκετοί συγγραφείς έχουν

προσπαθήσει να διατυπώσουν μια θεωρία της πολιτικής αβεβαιότητας. Έχουν εντοπιστεί και αναλυθεί ορισμένα μοτίβα και συχνές τάσεις.

Ο Brennglass (1983), για παράδειγμα, αναπτύσσει δύο θεωρητικές ταξινομήσεις. Η πρώτη ταξινόμηση αφορά την αλληλεπίδραση μεταξύ του κερδοσκοπικού κινδύνου (δηλαδή της πιθανότητας ζημιών και κερδών) και του καθαρού κινδύνου (δηλαδή της πιθανότητας ζημιών ή μη ζημιών). Η δεύτερη ταξινόμηση είναι μεταξύ του θεμελιώδους πολιτικού κινδύνου (δηλαδή των κοινωνικοοικονομικών σοκ) και του ειδικού κινδύνου (δηλαδή μιας συγκεκριμένης προέλευσης πολιτικού κινδύνου). Αρκετοί άλλοι συγγραφείς καθιερώνουν μια θεωρία του πολιτικού κινδύνου που βασίζεται στη διάκριση μεταξύ μικρο- και μακρο-κινδύνου (π.χ. Robock, 1971- Grosse, 1996). Ο μικροπολιτικός κίνδυνος επηρεάζει ορισμένους κλάδους ή ορισμένους τύπους επενδύσεων ή επιχειρήσεων. Ο μακροπολιτικός κίνδυνος όμως επηρεάζει όλους τους κλάδους και τις επενδύσεις. Άλλες ταξινομήσεις προτείνουν μια θεωρία του πολιτικού κινδύνου που βασίζεται σε μια σειρά πηγών από τις οποίες πηγάζει η πολιτική αβεβαιότητα (π.χ. Haner, 1979- Simon, 1982- Alon and Martin, 1996). Ο πολιτικός κίνδυνος μπορεί να προέρχεται από: (i) εσωτερικές πηγές ή εξωτερικές πηγές (π.χ. παγκόσμιο περιβάλλον- (ii) κυβέρνηση ή κοινωνία- και (iii) οικονομικούς ή μη οικονομικούς παράγοντες.

Η τρέχουσα βιβλιογραφία βασίζεται στην τελευταία θεωρητική εργασία για την εξεύρεση ενός αρκετά αξιόπιστου μέτρου του πολιτικού κινδύνου ή της πολιτικής αβεβαιότητας. Όπως αναφέρθηκε στη συζήτηση της προηγούμενης ενότητας, η πολιτική αβεβαιότητα μετρήθηκε αρχικά με βάση τα μεγάλα πολιτικά γεγονότα, κυρίως τις εκλογές. Διαφορετικές μελέτες αξιολογούν τον πολιτικό κίνδυνο ή την αβεβαιότητα πολιτικής με βάση τις εθνικές ή κυβερνητικές εκλογές. Ένας μεγάλος και αυξανόμενος κλάδος της βιβλιογραφίας χρησιμοποιεί το χρονοδιάγραμμα γύρω από τις εθνικές εκλογές ή συγκεκριμένα πολιτικά γεγονότα για να υπολογίσει την πολιτική αβεβαιότητα και τον πολιτικό κίνδυνο (π.χ. Bachman, 1992- Pantzlis, Stangeland, and Turtle, 2000- Fowler, 2006- Białkowski, Gottschalk, and Wisniewski, 2008- Floros, 2008- Repousis, 2016- Kelly, Pástor, and Veronesi, 2016- Jens, 2017).

Χρησιμοποιούνται μελέτες γεγονότων γύρω από πολιτικά γεγονότα ή ψευδομεταβλητές που αντιπροσωπεύουν περιόδους πολιτικής αναταραχής. Για παράδειγμα, η μελέτη των Pantzlis, Stangeland και Turtle (2000) χρησιμοποιεί μελέτη γεγονότων γύρω από 129 εβδομαδιαίες εθνικές εκλογές σε 33 χώρες σε όλο τον κόσμο από το 1975 έως το 1995. Στο πλαίσιο των ΗΠΑ, ο Fowler (2006) διερευνά εμπειρικά τις προβλέψεις της θεωρίας του ορθολογικού κομματισμού και της θεωρίας του πολιτικού κινδύνου. Ο συγγραφέας διεξάγει μια μελέτη γεγονότων γύρω από τις προεδρικές εκλογές και τις εκλογές του Κογκρέσου κατά την περίοδο 1988-2000. Πρόσφατα, ο Jens (2017) διερευνά την επίδραση της πολιτικής αβεβαιότητας στις επενδύσεις. Η πολιτική αβεβαιότητα μετράται με μια ψευδομεταβλητή ίση με ένα όταν διεξάγονται εκλογές κυβερνήτη στις ΗΠΑ σε μια συγκεκριμένη πολιτεία και ένα συγκεκριμένο έτος, ξεκινώντας από το 1984 και καταλήγοντας στο 2008.

Ένα άλλο σκέλος της βιβλιογραφίας παρέχει άλλες μεθοδολογίες για τη μέτρηση του πολιτικού κινδύνου. Μία από αυτές τις μεθοδολογίες είναι η κατασκευή δεικτών με βάση τους παράγοντες κινδύνου. Ένας δείκτης πολιτικού κινδύνου μπορεί να είναι ένα άθροισμα βαθμολογιών (ή σταθμισμένων βαθμολογιών) που αποδίδονται σε διάφορες υποκατηγορίες αβεβαιότητας. Για παράδειγμα, ο Howell (2011) ανέπτυξε ένα μέτρο για την πολιτική αβεβαιότητα γνωστό ως International Country Risk Guide (ICRG). Ο οδηγός περιλαμβάνει 22 παράγοντες που ανήκουν σε τρεις υποκατηγορίες κινδύνου: πολιτικό, χρηματοπιστωτικό και οικονομικό. Υπάρχει ένας δείκτης για κάθε υποκατηγορία ξεχωριστά. Η βαθμολογία του δείκτη πολιτικού κινδύνου κυμαίνεται από 0 έως 100, του δείκτη χρηματοοικονομικού κινδύνου από 0 έως 50 και του οικονομικού κινδύνου από 0 έως 50. Ο συνολικός κίνδυνος χώρας κατασκευάζεται με βάση το άθροισμα των τριών δεικτών διαιρούμενο διά του δύο και η βαθμολογία του κυμαίνεται από 0 έως 100 (το εύρος 80-100 είναι η κατηγορία του πολύ χαμηλού κινδύνου και το εύρος 0-50 είναι η κατηγορία του πολύ υψηλού κινδύνου).

Ο δείκτης πολιτικού κινδύνου σύμφωνα με τον Howell (2011) αποτελείται από 12 κύριους παράγοντες κινδύνου και 17 επιμέρους συνιστώσες, σταθμισμένες ανάλογα με τις επιπτώσεις τους. Οι δώδεκα μεταβλητές είναι: κυβερνητική σταθερότητα, κοινωνικοοικονομικές συνθήκες, επενδυτικό προφίλ, εσωτερικές

συγκρούσεις, εξωτερικές συγκρούσεις, διαφθορά, στρατός στην πολιτική, θρησκευτικές εντάσεις, νόμος και τάξη, εθνοτικές εντάσεις, δημοκρατική λογοδοσία, ποιότητα γραφειοκρατίας.

Μια άλλη παρόμοια μελέτη που πρέπει να σημειωθεί είναι η μελέτη των Muñoz, García Verdugo και San-Martín (2015). Οι συγγραφείς χρησιμοποιούν μια πολυμεταβλητή στατιστική και μια τεχνική ανάλυσης παραγόντων για να κατασκευάσουν ποσοτικά έναν δείκτη της γεωπολιτικής διάστασης του ενεργειακού κινδύνου για 122 χώρες που καλύπτουν την περίοδο 2000-2010. Ο δείκτης ονομάζεται δείκτης γεωπολιτικού κινδύνου ενεργειακού εφοδιασμού (GESRI) και αποτελείται από μεταβλητές που χωρίζονται σε τέσσερα μεγάλα διανύσματα με βάση τη συσχέτιση και τα υποκείμενα κοινά χαρακτηριστικά μεταξύ τους. Τα διανύσματα του κινδύνου είναι τα οικονομικά, τα ειδικά για την ενέργεια, τα κοινωνικοπολιτικά και οι σχέσεις με την ΕΕ. Οι συγγραφείς είχαν ξεκινήσει αρχικά με 143 μεταβλητές πριν καταλήξουν σε έναν δείκτη που αποτελείται από 47 επιλεγμένες μεταβλητές.

Τα τελευταία χρόνια, και με την ανάπτυξη της επιστήμης των υπολογιστών και των υπολογιστικών τεχνικών, αρκετοί συγγραφείς έχουν αναπτύξει μέτρα πολιτικής αβεβαιότητας και πολιτικού κινδύνου που βασίζονται σε προσεγγίσεις ανάλυσης κειμένου και υπολογιστικής γλωσσολογίας. Για παράδειγμα, οι Loughran και McDonald (2011) είναι μία από τις πρώτες εργασίες που κατασκεύασαν ένα μέτρο πολιτικής αβεβαιότητας με βάση την ανάλυση κειμένου του τόνου σε 50.115 εταιρικές εκθέσεις 10-K που κατατέθηκαν μεταξύ 1994 και 2008. Πριν από την παρούσα μελέτη, η πιο συχνά χρησιμοποιούμενη πηγή για την ταξινόμηση του τόνου των λέξεων ήταν το λεξικό Harvard-IV-4 TagNeg (H4N), το οποίο σύμφωνα με τους συγγραφείς της παρούσας μελέτης ταξινομεί λανθασμένα σχεδόν τα τρία τέταρτα (73,8%) των λέξεων κατά την αξιολόγηση του τόνου σε χρηματοοικονομικούς τομείς. Οι συγγραφείς καταλήγουν σε μια νέα ταξινόμηση 2.337 λέξεων με αρνητικό τόνο με την οικονομική έννοια (δηλ. λεξικό Fin-Neg), από τις οποίες περίπου οι μισές (1.121) συμπίπτουν με το H4N και σχετίζονται εν μέρει με τον πολιτικό κίνδυνο. Ένα άλλο ευρέως χρησιμοποιούμενο μέτρο είναι ο δείκτης αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής των Baker, Bloom και Davis (2016). Στην εργασία τους, οι συγγραφείς

αναλύουν 12.000 άρθρα εφημερίδων που εξάγονται από τα ψηφιακά αρχεία, καλύπτοντας αρχικά την περίοδο από το 1985 έως το 2014. Ο δείκτης είναι μια μηνιαία καταμέτρηση των άρθρων που έχουν τον συνδυασμό των ακόλουθων λέξεων: "αβεβαιότητα" ή "αβέβαιη", "οικονομική" ή "οικονομία" και τους ακόλουθους όρους πολιτικής: "Κογκρέσο", "έλλειμμα", "Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ", "νομοθεσία", "ρύθμιση" ή "Λευκός Οίκος" (με άλλες παραλλαγές όπως "αβεβαιότητες", "ρυθμιστικές" ή "Fed").

Όλα τα παραπάνω μέτρα προσπαθούν να παρέχουν ποσοτικά μέτρα για τον πολιτικό κίνδυνο. Είναι συμπληρωματικά και όχι ανταγωνιστικά. Παρέχουν σταδιακά πρόσθετες πληροφορίες, καθώς ο πολιτικός κίνδυνος είναι σύνθετος στη φύση του. Ωστόσο, θα πρέπει να ερμηνεύονται με προσοχή. Πρώτον, τα περισσότερα από αυτά τα μέτρα παρέχουν γενικά χρονικά ασυνεχή στιγμιότυπα πολιτικών γεγονότων που μπορεί να αποκρύπτουν ουσιαστικές παγκόσμιες τάσεις. Δεύτερον, συνήθως αξιολογούν εθνικά μέτρα, ενώ ο πολιτικός κίνδυνος, όπως συζητήθηκε στην προηγούμενη ενότητα, μπορεί να προέρχεται από πολύ τοπικό επίπεδο. Τέλος, υπάρχουν πολλά πολιτικά γεγονότα που είναι λιγότερο πιθανό να συμβούν, αλλά όταν συμβούν, έχουν σημαντικές συνέπειες στην οικονομική δραστηριότητα. Τέτοια γεγονότα με χαμηλή πιθανότητα/μεγάλες επιπτώσεις είναι πολύ δύσκολα, καθώς είναι επιρρεπή σε σφάλματα ακραίων τιμών. Ένα άλλο παράδειγμα είναι όταν μια επιχείρηση εκτίθεται σε απειλή στον κυβερνοχώρο. Μπορεί να γνωρίζει την πιθανότητα να συμβεί ένα τέτοιο γεγονός, αλλά δεν μπορεί να εκτιμήσει το κόστος και τις συνέπειές του.

1.5 Εμπειρικές μελέτες για τον πολιτικό κίνδυνο και την αβεβαιότητα

Η πολιτική αβεβαιότητα έχει μελετηθεί εδώ και καιρό σε αλληλεπίδραση με τα γενικά οικονομικά αποτελέσματα. Η πολιτική επηρεάζει αναπόφευκτα τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Οι Frey και Schneider (1978), για παράδειγμα, δείχνουν εμπειρικά την αλληλεξάρτηση μεταξύ της πολιτικής και της οικονομικής σφαίρας και η σχέση αυτή αντικατοπτρίζεται στη συνάρτηση δημοτικότητας. Χρησιμοποιώντας

τριμηνιαία στοιχεία από τις ΗΠΑ για την περίοδο 1953-1975, οι Frey και Schneider (1978) επισημαίνουν ότι οι κυβερνήσεις κατευθύνουν τις οικονομίες όταν η δημοτικότητα του προέδρου είναι χαμηλή λόγω υψηλών ποσοστών ανεργίας και πληθωρισμού. Η πολιτική αβεβαιότητα αποδεικνύεται ότι συνδέεται με συρρίκνωση της οικονομικής παραγωγής, απότομη μείωση των επενδύσεων και των κεφαλαιουχικών δαπανών. Οι Alesina και Tabellini (1989) δείχνουν ότι η αβεβαιότητα που απορρέει από τις δημοσιονομικές πολιτικές σε στιγμές αλλαγής καθεστώτος προκαλεί φυγή κεφαλαίων, μείωση των εγχώριων επενδύσεων και σημαντική αύξηση του εξωτερικού χρέους. Οι συγγραφείς χρησιμοποιούν στοιχεία από τέσσερις χώρες της Λατινικής Αμερικής για να δείξουν επίσης ότι η πολιτική πόλωση συνδέεται επίσης με την πόλωση της αναδιανεμητικής πολιτικής.

Πιο πρόσφατα και ιδίως με την αύξηση των πολιτικών αναταραχών κατά την τελευταία δεκαετία, ένας αυξανόμενος όγκος βιβλιογραφίας έχει επίσης εμβαθύνει εμπειρικά στη σχέση μεταξύ του πολιτικού κινδύνου και των δεικτών οικονομικής ανάπτυξης. Οι Julio και Yook (2012) παρέχουν αποδείξεις ότι σε περιόδους εκλογών, οι επενδυτικές δαπάνες μειώνονται κατά μέσο όρο κατά 4,8% και ότι οι χώρες με αστικό δίκαιο προέλευσης υποφέρουν περισσότερο από αυτή την προσωρινή μείωση των επενδύσεων. Οι συγγραφείς αντλούν τα αποτελέσματά τους από ένα μεγάλο δείγμα 248 εκλογών που περιλαμβάνει δεδομένα από 31 χώρες με βουλευτικές εκλογές, 16 χώρες με προεδρικές εκλογές και 1 χώρα με πρωθυπουργικές εκλογές. Χρησιμοποιώντας υποδείγματα χρονολογικών σειρών για την περίοδο 1985-2012, οι Jones και Olson (2013) δείχνουν ότι η σχέση μεταξύ της αβεβαιότητας πολιτικής και της οικονομικής παραγωγής είναι σταθερά αρνητική, ενώ η επίδραση της αβεβαιότητας στον πληθωρισμό εξαρτάται αναλογικά από τις τιμές του αργού πετρελαίου.

Η διάσημη και πιο επιδραστική μελέτη των Baker, Bloom και Davis (2016) αναπτύσσει νέους δείκτες πολιτικής αβεβαιότητας για τις ΗΠΑ και έντεκα οικονομίες και αναδεικνύει τις σημαντικές επιπτώσεις της σε διάφορα χαρακτηριστικά της οικονομίας. Με βάση τη θεωρία των πραγματικών δικαιωμάτων προαίρεσης, τα ευρήματα δείχνουν ισχυρή θετική σχέση μεταξύ του δείκτη και της μεταβλητότητας των τιμών των μετοχών σε επίπεδο επιχείρησης που υπονοείται από τα δικαιώματα

προαίρεσης επί μετοχών και μια σημαντικά σημαντική και αρνητική επίδραση στους ρυθμούς αύξησης της απασχόλησης, τις επενδύσεις και το συνολικό συνολικό οικονομικό προϊόν. Στο ίδιο πνεύμα, οι Gulen και Ion (2016) χρησιμοποιούν τον ίδιο δείκτη και δείχνουν εμπειρικά ότι η αβεβαιότητα που σχετίζεται με την πολιτική συνδέεται αρνητικά με τις επενδύσεις κεφαλαίου σε επίπεδο επιχείρησης στις ΗΠΑ και σε επίπεδο κλάδου στον Καναδά, το Ηνωμένο Βασίλειο, τη Γερμανία, τη Γαλλία και την Ιταλία. Το αποτέλεσμα αυτό μπορεί να εξηγηθεί από το αυξανόμενο κόστος δανεισμού και τις προληπτικές καθυστερήσεις που προκαλεί η μη αντιστρεψιμότητα των επενδύσεων.

Επιπλέον, και σε μακροοικονομικό επίπεδο, η πολιτική αβεβαιότητα, ιδίως η προερχόμενη από τους φόρους, τις κρατικές δαπάνες και τις κανονιστικές ρυθμίσεις, έχει σημαντική αρνητική επίδραση στην ικανότητα εξαγοράς των επιχειρήσεων και επιμηκύνει σημαντικά τον χρόνο ολοκλήρωσης των συμφωνιών συγχωνεύσεων και εξαγορών (Bonaime, Gulen and Ion, 2018). Σε μια πολύ πρόσφατη παγκόσμια μελέτη, οι Acemoglu, Naidu, Restrepo και Robinson (2019) αναπτύσσουν ένα νέο ενοποιημένο διχοτομικό υποκατάστατο για τη δημοκρατία συνδυάζοντας δεδομένα από διαφορετικές πηγές για τα έτη μεταξύ 1960 και 2010. Η μελέτη παρέχει στοιχεία από 174 χώρες ότι η δημοκρατία συνδέεται θετικά με την ανάπτυξη, επειδή οι δημοκρατικές χώρες επενδύουν γενικά περισσότερο στην εκπαίδευση, την υγειονομική περίθαλψη και τις κοινωνικές υποδομές.

Ο πολιτικός κίνδυνος μπορεί επίσης να μεταβάλλει τους όρους και τις αποφάσεις χρηματοδότησης. Η πολιτική αβεβαιότητα στρεβλώνει τη σχέση μεταξύ επενδύσεων και κόστους κεφαλαίου. Χρησιμοποιώντας τον δείκτη οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας των Baker, Bloom και Davis μεταξύ 1990 και 2010, οι Francis, Hasan και Zhu (2014) διαπιστώνουν ότι οι δανειστές επιβάλλουν υψηλότερα περιθώρια δανεισμού και ότι οι επιχειρήσεις με υψηλότερη ιδιοσυγκρασιακή πολιτική έκθεση δανείζονται με αυξημένο κόστος 5%. Πρόσθετες μελέτες παρέχουν περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τις επιδράσεις των μη συμβατικών νομισματικών πολιτικών που σχετίζονται με την αβεβαιότητα στο κόστος δανεισμού που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά (π.χ. Gilchrist, López-Salido και Zakrajšek, 2015). Οι έρευνες δείχνουν ότι οι μη συμβατικές νομισματικές πολιτικές

μειώνουν τα μακροπρόθεσμα ονομαστικά επιτόκια. Χρησιμοποιώντας ένα υπόδειγμα γενικής ισορροπίας, οι Gilchrist, Sim και Zakrajsek (2014) δείχνουν ότι η αβεβαιότητα που απορρέει από χρηματοπιστωτικούς κλυδωνισμούς συνδέεται με αντικυκλικά πιστωτικά περιθώρια και προκυκλική μόχλευση και αυτό οφείλεται στην απόκριση των επενδύσεων σε κλυδωνισμούς μεταβλητότητας. Αυτή η δυναμική στα εταιρικά πιστωτικά περιθώρια είναι το αποτέλεσμα της υπόθεσης της επένδυσης-αβεβαιότητας.

Άλλες μελέτες δείχνουν ότι η πολιτική αβεβαιότητα συνδέεται με αυστηρότερη πρόσβαση στις αγορές χρηματοδότησης (π.χ. Cao, Duan, Uysal, 2013- Waisman, Ye και Zhu, 2015- Gungoraydinoglu, Çolak και Öztekin, 2017- Çolak, Gungoraydinoglu και Öztekin, 2018- Gad, Nikolaev, Tahoun και van Lent, 2020). Χρησιμοποιώντας τον μηνιαίο δείκτη πολιτικής αβεβαιότητας των Baker, Bloom και Davis (2016) για την περίοδο 1980-2012, οι Waisman, Ye και Zhu (2015) διαπιστώνουν ότι οι χρόνοι των προεδρικών και περιφερειακών εκλογών επηρεάζουν την έκδοση και την τιμολόγηση των εταιρικών ομολόγων των ΗΠΑ. Τα ευρήματα υποστηρίζονται από την υπόθεση ότι οι κάτοχοι ομολόγων ενσωματώνουν πρόσθετους κινδύνους όταν τα επίπεδα πολιτικής αβεβαιότητας είναι εμφανή και αυτό αντανακλά στα υποδείγματα τιμολόγησης. Επιπλέον, οι Gungoraydinoglu, Çolak και Öztekin (2017) και Çolak, Gungoraydinoglu και Öztekin (2018) δείχνουν σταθερά ότι η πολιτική αβεβαιότητα επηρεάζει θετικά το ασφάλιστρο κινδύνου των επενδυτών και το οριακό κόστος διάθεσης και νέων εκδόσεων. Οι συγγραφείς επισημαίνουν επίσης ότι ο πολιτικός κίνδυνος έχει δραστικές και αρνητικές επιπτώσεις στα επίπεδα μόχλευσης των επιχειρήσεων και στην ταχύτητα προσαρμογής προς τη βέλτιστη κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Συνολικά, ο πολιτικός κίνδυνος σχετίζεται με υψηλότερο κόστος συναλλαγών, υψηλότερο κόστος μετοχών και χρέους, μεγαλύτερη διάρκεια μεταξύ των εκδόσεων χρέους, μικρότερη μόχλευση, μεγαλύτερη διαδικασία προσαρμογής της μόχλευσης και μειωμένη συχνότητα καθώς και όγκο έκδοσης κεφαλαίων.

Οι μελετητές ενδιαφέρονται εδώ και καιρό να διερευνήσουν σε ποιο βαθμό η πολιτική μπορεί να επηρεάσει τις χρηματοπιστωτικές αγορές και τις κινήσεις των τιμών των μετοχών. Η θεωρία των πολιτικών κύκλων αποτελεί στέρεο υπόβαθρο για

ερευνητικές εργασίες που συνδέουν την πολιτική επιστήμη με τη χρηματοοικονομική και τη μακροοικονομική (π.χ. Niederhoffer, Gibbs και Bullock, 1970- Agmon και Findlay, 1982- Billingsley και Trucker, 1987). Η θεωρία αυτή διακρίνει μεταξύ (i) του εκλογικού κύκλου και (ii) της κομματικής θεωρίας. Από τη μία πλευρά, ο εκλογικός κύκλος χαρακτηρίζεται από τον καιροσκοπισμό των εν ενεργεία πολιτικών που προσπαθούν να κατευθύνουν την οικονομία μιλώντας για κίνητρα για να κερδίσουν τις εκλογές. Από την άλλη πλευρά, η κομματική θεωρία καθοδηγείται από τις ιδεολογίες των πολιτικών που μπορούν να επηρεάσουν τις κεφαλαιαγορές με διαφορετικούς τρόπους.

Στο πλαίσιο αυτής της σκέψης, η εμπειρική βιβλιογραφία σχετικά με τη σχέση μεταξύ της συμπεριφοράς της χρηματιστηριακής αγοράς και του πολιτικού κινδύνου είναι εκτεταμένη και χρονολογείται από τη μελέτη των Niederhoffer, Gibbs και Bullock (1970). Οι Allivine και O'Neill (1980), για παράδειγμα, μελετούν τη συμπεριφορά της αγοράς γύρω από τις αμερικανικές εκλογές και επισημαίνουν ότι οι κινήσεις των τιμών των μετοχών δεν είναι τυχαίες και ακολουθούν τον εκλογικό κύκλο. Το αποτέλεσμα αυτό οφείλεται στην αλλαγή της μακροοικονομικής πολιτικής εν μέσω προεδρικών εκλογών στις ΗΠΑ. Ο Foerster (1994) τεκμηριώνει το ίδιο αποτέλεσμα στην καναδική χρηματιστηριακή αγορά. Οι καναδικές αγορές ακολουθούν τον τετραετή εκλογικό κύκλο και αντιδρούν στις κυβερνητικές αλλαγές. Επιπλέον, οι Foerster και Schmitz (1997) εξετάζουν τη διεισδυτικότητα του προεδρικού εκλογικού κύκλου στις ΗΠΑ και δείχνουν ότι οι προεδρικές εκλογές στις ΗΠΑ κατά την περίοδο 1957-1996 και σε 18 χώρες επηρεάζουν αρνητικά τα κέρδη κεφαλαίου της χρηματιστηριακής αγοράς κατά το δεύτερο έτος του εκλογικού κύκλου. Επιπλέον, οι Reilly και Luksetich (1980) προσπαθούν να ελέγξουν την υπόθεση "οι Δημοκρατικοί είναι το κόμμα της εργασίας, οι Ρεπουμπλικανοί το κόμμα των επιχειρήσεων" και παρέχουν αποδείξεις ότι η Wall Street προτιμά το Ρεπουμπλικανικό Κόμμα τουλάχιστον κατά τους μήνες μετά τις προεδρικές εκλογές.

Ένα άλλο σκέλος της βιβλιογραφίας έχει μελετήσει την αντίδραση των χρηματιστηριακών αγορών, αλλά από την οπτική γωνία των δημοσκοπήσεων των ψηφοφόρων κυρίως στην αγορά των ΗΠΑ και βρίσκει μικτά αποτελέσματα σχετικά με την επίδραση των εκλογών (π.χ. Gwilym and Buckle, 1994- Thompson and

Ioannidis, 1987- Gemmill, 1992). Για παράδειγμα, σε μια προσπάθεια επικαιροποίησης της μελέτης του Gemmil (1992), οι Gwilym και Buckle (1994) διαπιστώνουν ότι υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ των δημοσκοπήσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο και της κίνησης του δείκτη των αγορών μετοχών και δικαιωμάτων προαίρεσης.

Τα περισσότερα διαθέσιμα μέτρα για τον πολιτικό κίνδυνο έχουν συμβάλει στον πολλαπλασιασμό των πρόσφατων μελετών σχετικά με τον αντίκτυπο του πολιτικού κινδύνου στις τιμές των μετοχών και την αποτίμηση των επιχειρήσεων. Η πολιτική αβεβαιότητα δημιουργεί ασυμμετρία πληροφοριών- οι επενδυτές ενημερώνονται λιγότερο, οι τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων αντανακλούν λιγότερες πληροφορίες και οι διαχειριστές διστάζουν να χρησιμοποιήσουν τις πληροφορίες αυτές για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Η ασυμμετρία πληροφόρησης εντείνεται καθώς οι τιμές των μετοχών γίνονται πιο θορυβώδεις, επειδή οι εσωτερικοί μέτοχοι είναι περισσότερο ενημερωμένοι από τους εξωτερικούς μετόχους (π.χ. Bachmann, Elstner and Sims, 2013- Bloom, 2014- Scotti, 2016). Μελέτες όπως οι Bachmann, Elstner και Sims (2013) και Bloom (2014) τεκμηριώνουν ότι η αβεβαιότητα είναι άμορφη και ότι όταν οι μακροοικονομικές προβλέψεις είναι θορυβώδεις, οι προβλέποντες είναι λιγότερο σίγουροι για τις προβλέψεις τους, οι οποίες είναι συνήθως πιο αισιόδοξες από τα πραγματικά αποτελέσματα σε περιόδους υψηλής αβεβαιότητας.

Οι Rástor και Veronesi (2012, 2013) υποστηρίζουν ότι η αβεβαιότητα της πολιτικής αυξάνει την αβεβαιότητα όσον αφορά τις αναμενόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές των επιχειρήσεων και, ως εκ τούτου, μειώνει την ποιότητα των πληροφοριών που περιέχονται στις τιμές των μετοχών. Χρησιμοποιώντας ένα υπόδειγμα γενικής ισορροπίας για την επιλογή κυβερνητικής πολιτικής, οι συγγραφείς δείχνουν ότι η πολιτική αβεβαιότητα αυξάνει τη μεταβλητότητα των μετοχών, μειώνει την τιμή τους και μεταβάλλει τη συσχέτιση μεταξύ των επιμέρους μετοχών. Παρόμοια μοτίβα παρουσιάζονται στις εργασίες των Goodell και Vähämaa (2013), Brogaard και Detzel (2015) και Kim, Pantzalis και Park (2012). Οι Pasquariello και Zafeiridou (2014) βρίσκουν επίσης μειωμένο όγκο συναλλαγών πριν από τις εθνικές εκλογές στις ΗΠΑ, καθώς οι επενδυτές γίνονται επιφυλακτικοί ως προς την

ποιότητα των πληροφοριών, που λαμβάνουν κατά τη διάρκεια της προεκλογικής περιόδου, σύμφωνα με την υπόθεση της ασάφειας.

Επιπλέον, οι Kelly, Pástor και Veronesi (2016) διερευνούν κατά πόσον η αγορά δικαιωμάτων προαίρεσης συγκρατεί την πολιτική αβεβαιότητα που απορρέει από μεγάλα πολιτικά γεγονότα, όπως οι σύνοδοι κορυφής και οι εκλογές. Τα αποτελέσματά τους είναι συνεπή με το βασικό υπόδειγμα, καθώς η πολιτική αβεβαιότητα που εκφράζεται από την αβεβαιότητα μιας αλλαγής στην κυβέρνηση αυξάνει την τιμή των εργαλείων χρηματοοικονομικής προστασίας έναντι της αβεβαιότητας, δηλαδή των δικαιωμάτων προαίρεσης. Οι τιμές των μετοχών είναι πιο πιθανό να αποκλίνουν από την "αποτελεσματικότητα των τιμών αποκάλυψης" και να περιλαμβάνουν λιγότερες ιδιωτικές πληροφορίες. Επιπλέον, η τιμή των δικαιωμάτων προαίρεσης, η διακύμανση και οι κίνδυνοι ουράς είναι οι πιο ακριβοί πριν από μια πολιτική αναταραχή που χαρακτηρίζεται από υψηλή αβεβαιότητα. Στο ίδιο πνεύμα, ο Jens (2017) χρησιμοποιεί τις κυβερνητικές εκλογές ως υποκατάστατο του πολιτικού κινδύνου και επισημαίνει ότι οι επιχειρήσεις επηρεάζονται περισσότερο από την πολιτική αβεβαιότητα παρά από την οικονομική αβεβαιότητα και ότι ο πολιτικός κίνδυνος συνδέεται με μείωση των επενδύσεων κατά 5% και περισσότερες αιχμές μεταβλητότητας των μετοχών.

Αρκετές εμπειρικές μελέτες ρίχνουν επίσης φως στις επιπτώσεις του πολιτικού κινδύνου στην αποτίμηση των επιχειρήσεων και σε άλλα θέματα που σχετίζονται με τη χρηματοοικονομική διάρθρωση των επιχειρήσεων (π.χ. Henisz, Dorobantu και Nartey, 2014). Σε περιόδους πολιτικής αναταραχής, οι επιχειρήσεις χαμηλότερες αξίες μετρητών, χωρίς την υποστήριξη των ενδιαφερομένων μερών, μπορούν να οδηγήσουν σε μείωση της αξίας των μετόχων. Οι Nguyen και Phan (2017) παρέχουν ισχυρά στοιχεία για την αρνητική σχέση μεταξύ της πολιτικής αβεβαιότητας και των συμφωνιών συγχωνεύσεων και εξαγορών (Σ&Ε) τόσο από άποψη αριθμού όσο και αξίας. Επιπλέον, οι συγγραφείς δείχνουν ότι οι συμφωνίες χρειάζονται περισσότερο χρόνο για να ολοκληρωθούν λόγω της αυξημένης σύνεσης των αγοραστών σε περιόδους υψηλού κινδύνου, καθώς και της προτίμησής τους για πληρωμή μετοχών και χαμηλότερα ασφάλιστρα προσφοράς. Διαπιστώνουν επίσης ότι οι συμφωνίες που αναλαμβάνονται σε περιόδους υψηλής πολιτικής

αβεβαιότητας είναι πιθανό να βελτιώσουν τις λειτουργικές επιδόσεις των αγοραστών και να δημιουργήσουν μεγαλύτερη αξία για τους μετόχους στο μέλλον. Στο ίδιο μήκος κύματος, οι Bonaime, Gulen και Ion (2018) δείχνουν ότι οι πολιτικοί και κανονιστικοί κίνδυνοι επηρεάζουν αρνητικά τόσο τον αριθμό όσο και τον όγκο των συναλλαγών συγχωνεύσεων και εξαγορών τόσο σε συνολικό επίπεδο όσο και σε επίπεδο επιχείρησης. Σύμφωνα με την υπόθεση της θεωρίας των πραγματικών δικαιωμάτων προαίρεσης, η επίδραση αυτή είναι ισχυρότερη όταν η συμφωνία είναι λιγότερο αναστρέψιμη ή όταν οι αποδόσεις των μετοχών είναι πιο ευαίσθητες στην αβεβαιότητα της πολιτικής. Οι συγγραφείς δείχνουν επίσης ότι δεν υπάρχει αναστροφή του μέσου όρου, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι συμφωνίες εξαγορών χάνονται και όχι απλώς καθυστερούν.

Οι Cao, Li και Liu (2019) χρησιμοποιούν ένα δείγμα 47 χωρών και διαπιστώνουν ότι οι επιχειρήσεις χρονομετρούν στρατηγικά τις διασυννοριακές τους δραστηριότητες συγχωνεύσεων και εξαγορών σύμφωνα με το χρόνο διεξαγωγής των εθνικών εκλογών για να μετριάσουν τον πολιτικό κίνδυνο. Η μελέτη δείχνει επίσης ότι οι αγοραστές σε διασυννοριακές συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών λαμβάνουν υψηλότερες αποδόσεις ανακοίνωσης σε σύγκριση με τις τοπικές συμφωνίες. Πολύ πρόσφατα, οι Chatjuthamard, Jiraporn, Sarajoti και Singh (2020) χρησιμοποιούν το νέο μέτρο του πολιτικού κινδύνου σε επίπεδο επιχείρησης των Hassan, Hollander, van Lent και Tahoun (2019) και παρουσιάζουν εμπειρικές αποδείξεις για τη μετριοπαθή επίδραση της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης στη σχέση μεταξύ πολιτικού κινδύνου και πλούτου των μετόχων.

Κεφάλαιο 2: Ο Πολιτικός Κίνδυνος σε επίπεδο επιχείρησης και η Εμπορική Πίστωση

2.1 Πολιτικός Κίνδυνος και Επιχείρηση

Ο πολιτικός κίνδυνος επηρεάζει σημαντικά τη λειτουργία και την ασφάλεια των επιχειρήσεων. Επειδή ο πολιτικός κίνδυνος αναφέρεται σε αλλαγές στο πολιτικό περιβάλλον, πολιτικές αναταραχές, διαφορές στη νομοθεσία και άλλες πολιτικές εξελίξεις, οι επιχειρήσεις πρέπει να είναι εξαιρετικά επιφυλακτικές και να λαμβάνουν υπόψη τα ακόλουθα στοιχεία:

1. **Ασφάλεια του Προσωπικού:** Οι επιχειρήσεις πρέπει να προστατεύουν το προσωπικό τους από πιθανές απειλές που προκύπτουν από πολιτικές αναταραχές, κοινωνικές εξεγέρσεις και άλλα γεγονότα. Αυτό περιλαμβάνει τη λήψη μέτρων ασφαλείας στις εγκαταστάσεις και την ενημέρωση του προσωπικού για τυχόν κινδύνους.
2. **Διακυβέρνηση και Κανονιστική Συμμόρφωση:** Οι επιχειρήσεις πρέπει να παρακολουθούν τις αλλαγές στη νομοθεσία και τις πολιτικές αποφάσεις που μπορούν να επηρεάσουν τις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες και να εξασφαλίζουν τη συμμόρφωσή τους.
3. **Σχέσεις με την Κυβέρνηση:** Οι επιχειρήσεις πρέπει να διατηρούν καλές σχέσεις με την τοπική και εθνική κυβέρνηση, καθώς αυτές οι σχέσεις μπορούν να επηρεάσουν την άδεια λειτουργίας, την πρόσβαση σε αγορές και άλλες επιχειρηματικές δυνατότητες.
4. **Πολιτικές Αναλύσεις και Προβλέψεις:** Οι επιχειρήσεις πρέπει να διενεργούν συστηματικές αναλύσεις του πολιτικού περιβάλλοντος και να προβλέπουν πιθανούς κινδύνους και ευκαιρίες.
5. **Κρίσιμες Υποδομές:** Οι επιχειρήσεις πρέπει να διαχειρίζονται τον κίνδυνο για τυχόν διακοπές στις κρίσιμες υποδομές, όπως η προμήθεια ενέργειας, νερού και υποδομών πληροφορικής.

6. **Κρίσεις και Έκτακτες Καταστάσεις:** Οι επιχειρήσεις πρέπει να έχουν σχεδιασμένα σχέδια αντιμετώπισης κρίσεων και εκτάκτων καταστάσεων που σχετίζονται με τον πολιτικό κίνδυνο.

Συνοψίζοντας, ο πολιτικός κίνδυνος απαιτεί από τις επιχειρήσεις να είναι επαγρύπνηση, προσεκτικές και να διαχειρίζονται τις πολιτικές αβεβαιότητες με στρατηγικό τρόπο για να διασφαλίσουν την συνεχή λειτουργία τους.

2.2 Η Εμπορική Πίστωση

Η εμπορική πίστωση αναφέρεται στη δυνατότητα που παρέχεται σε μια επιχείρηση ή έναν πελάτη να αγοράσει προϊόντα ή υπηρεσίες με την υπόσχεση ότι θα καταβάλει τον ποσό της αγοράς σε μελλοντική ημερομηνία. Σε άλλα λόγια, η εμπορική πίστωση αφορά την πώληση εμπορευμάτων ή υπηρεσιών με αναβολική πληρωμή, όπου ο πελάτης λαμβάνει τα αγαθά ή τις υπηρεσίες αμέσως και δεσμεύεται να πληρώσει αργότερα.

Η εμπορική πίστωση είναι συχνά σημαντική για τις επιχειρήσεις, καθώς μπορεί να επιτρέψει την αύξηση των πωλήσεων και την επέκταση της πελατειακής βάσης. Ωστόσο, ενέχει επίσης κινδύνους για τους προμηθευτές και τους πωλητές, καθώς υπάρχει πάντα ο κίνδυνος μη πληρωμής από τον πελάτη.

Κάποια κύρια σημεία σχετικά με την εμπορική πίστωση περιλαμβάνουν[2]:

1. **Προθεσμία Πληρωμής:** Αναφέρεται στο χρονικό διάστημα που παρέχεται στον πελάτη για να πληρώσει το χρέος του. Οι προθεσμίες πληρωμής μπορεί να κυμαίνονται από λίγες ημέρες έως πολλούς μήνες, ανάλογα με τη συμφωνία.
2. **Πιστωτικοί Όροι:** Ορίζουν τους όρους της εμπορικής πίστωσης, συμπεριλαμβανομένου του επιτοκίου, των προστίμων για καθυστερημένη πληρωμή, και άλλων σχετικών όρων.

3. **Αξιολόγηση Πιστωτικής Ικανότητας:** Οι προμηθευτές πρέπει να αξιολογούν την πιστωτική ικανότητα των πελατών τους πριν παράσχουν εμπορική πίστωση, χρησιμοποιώντας πληροφορίες όπως πιστωτικές αναφορές.
4. **Διαχείριση Πιστωτικού Κινδύνου:** Οι επιχειρήσεις πρέπει να διαχειρίζονται τον πιστωτικό κίνδυνο, περιορίζοντας τον κίνδυνο μη πληρωμής μέσω συστηματικής παρακολούθησης και διαχείρισης των ανοικτών ισολογισμών.
5. **Ευελιξία και Συμβιβασμός:** Κάποιες επιχειρήσεις μπορεί να προσφέρουν ευέλικτους όρους πίστωσης ή να συμφωνούν σε συμβιβασμούς με τους πελάτες για να διατηρήσουν την επιχειρηματική σχέση.

Η εμπορική πίστωση είναι ένα σημαντικό εργαλείο για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων, αλλά πρέπει να χειρίζεται με προσοχή για να μειωθούν οι κίνδυνοι που συνδέονται με αυτήν.

Η παροχή εμπορικών πιστώσεων έχει αρκετά συγκριτικά πλεονεκτήματα έναντι άλλων πηγών χρηματοδότησης, όπως ο τραπεζικός δανεισμός. Οι προμηθευτές (δηλ. οι δανειστές) μπορούν να αποκτήσουν ευκολότερα πληροφορίες, να επανακτήσουν τα αγαθά και να αποτρέψουν τις απειλές ηθικού κινδύνου. Η προηγούμενη βιβλιογραφία δείχνει ότι οι εμπορικοί πιστωτές μπορούν να αποκτήσουν πληροφορίες σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης με χαμηλότερο κόστος και μπορούν να βασιστούν σε συλλογική τιμωρία σε περίπτωση που ένας πελάτης αθετήσει τις υποχρεώσεις του. Πρώτον, όσον αφορά την ασυμμετρία των πληροφοριών, ο Smith (1987) υποστηρίζει ότι τα επιτόκια λειτουργούν ως συσκευή διαλογής. Οι εμπορικοί πιστωτές μπορούν να προσφέρουν στους πελάτες τους εκπτώσεις για πρόωρες πληρωμές και μπορούν επίσης να χρεώνουν περισσότερους τόκους για καθυστερημένες πληρωμές.

Οι καθυστερημένες πληρωμές από τους πελάτες σηματοδοτούν τον υψηλότερο κίνδυνο αθέτησης και οι εμπορικοί πιστωτές μπορούν να αυξήσουν την παρακολούθηση ή να παρατείνουν την πίστωση με αυστηρότερους όρους. Επιπλέον, οι Mian και Smith (1992) εξηγούν ότι οι προμηθευτές βρίσκονται σε συνεχή σχέση με τους πελάτες τους, γεγονός που καθιστά ευκολότερη και αποτελεσματικότερη την

απόκτηση πληροφοριών σχετικά με την οικονομική κατάσταση των πελατών τους- για παράδειγμα, οι αντιπρόσωποι πωλήσεων μπορούν να επισκέπτονται πολύ συχνά τους πελάτες. Οι Ng, Smith και Smith (1999) υποστηρίζουν ότι οι εμπορικοί πιστωτές είναι καλύτεροι από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όσον αφορά τη συλλογή πληροφοριών και τη δημιουργία προοπτικών για τις επιχειρήσεις, δεδομένου ότι οι διαμορφωτές λειτουργούν μέσα σε ένα δίκτυο παρόμοιων πελατών και μπορούν συνεπώς να διακρίνουν μεταξύ μιας επιχείρησης που αθετεί ατομικά τις υποχρεώσεις της και μιας γενικής πτώσης σε έναν συγκεκριμένο κλάδο. Στο ίδιο πνεύμα, ο Jain (2001) δείχνει ότι η παροχή εμπορικών πιστώσεων μπορεί να θεωρηθεί ως ένα δεύτερο επίπεδο χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης. Οι τράπεζες με ασύμμετρη πληροφόρηση σχετικά με έναν δανειολήπτη που έχει ως αποτέλεσμα υψηλό κόστος παρακολούθησης είναι πιθανότερο να παρέχουν πίστωση στους καλύτερα ενημερωμένους προμηθευτές του εν λόγω δανειολήπτη και ο προμηθευτής μπορεί με τη σειρά του να επεκτείνει την πίστωση στον πελάτη/δανειολήπτη.

Δεύτερον, όσον αφορά τα πλεονεκτήματα κόστους, η εμπορική πίστωση μπορεί να είναι φθηνότερη από τα κεφάλαια που χορηγούνται από άλλους ανταγωνιστικούς δανειστές για διάφορους λόγους. Ένας από τους κυριότερους λόγους είναι η δυνατότητα των προμηθευτών να επανακτήσουν το εμπόρευμα και να το μεταπωλήσουν με ευνοϊκότερους όρους, οι οποίοι μπορεί να είναι πιο συμφέρουσες από τις εξασφαλίσεις (π.χ. Mian and Smith, 1992). Σε μια πιο πρόσφατη μελέτη, οι Frank και Maksimovic (2005) υποστηρίζουν ότι η δυνατότητα επανάκτησης και μεταπώλησης εμπορευμάτων καθιστά τους προμηθευτές λιγότερο πιθανό να υποστούν ζημία από ό,τι μια τράπεζα. Επιπλέον, οι Ng, Smith και Smith (1999) δηλώνουν ότι η επίδραση της φήμης μπορεί να εξηγήσει αυτό το πλεονέκτημα κόστους: (i) η φήμη του πελάτη μπορεί να μειώσει τις ανησυχίες για τη μη αποπληρωμή και (ii) η φήμη του προμηθευτή μπορεί να μειώσει τις ανησυχίες για την ποιότητα των αγαθών. Η φήμη συμβάλλει στον μετριασμό των ανησυχιών, στην ενίσχυση της σχέσης μεταξύ προμηθευτών και πελατών και στον περιορισμό κάθε πιθανότητας καιροσκοπισμού.

Τέλος, όσον αφορά τον ηθικό κίνδυνο, αρκετές προηγούμενες μελέτες παρέχουν μια εικόνα του μηχανισμού επιβολής που ενσωματώνεται στην εμπορική πίστωση. Οι Burkart και Ellingsen (2004), για παράδειγμα, επισημαίνουν ότι σε σχέση με τις παραδοσιακές πιστώσεις που χορηγούνται από τις τράπεζες, οι εμπορικοί πιστωτές είναι σε θέση να ελέγχουν καλύτερα τον ηθικό κίνδυνο. Οι τράπεζες δανείζουν μετρητά, ενώ οι προμηθευτές δανείζουν αγαθά (δηλ. μη ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία) και είναι συνήθως πιο δύσκολο για έναν καιροσκόπο δανειολήπτη να εκτρέψει εισροές παρά μετρητά. Επιπλέον, πολλές προηγούμενες μελέτες δίνουν έμφαση στο ρόλο επιβολής και τιμωρίας της εμπορικής πίστωσης (π.χ. Greif, 1993, 1994- McMillan and Woodruff, 1999). Οι εμπορικοί πιστωτές, ως κοινωνικό δίκτυο, μπορούν να προβούν σε συλλογική τιμωρία σε περίπτωση καιροσκοπικού δανειολήπτη ή δανειολήπτη που αθετεί τις υποχρεώσεις του. Αυτό το "φαινόμενο κύρωσης" απορρίπτει πελάτες χαμηλής ποιότητας από το δίκτυο και πειθαρχεί τους δανειολήπτες αφού φοβούνται τη συλλογική τιμωρία.

2.3 Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

Ο γεωπολιτικός κίνδυνος έχει γίνει πρόσφατα ένας σημαντικός παράγοντας που κινεί τις αγορές και τις εταιρείες. Μεταφέρει σημαντικές διακυμάνσεις του επιχειρηματικού κύκλου που μπορεί να αποδειχθούν αποσταθεροποιητικές. Για παράδειγμα, τόσο το οικονομικό δελτίο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας του Απριλίου 2017 όσο και οι Παγκόσμιες Οικονομικές Προοπτικές του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου του Οκτωβρίου 2017 υποστηρίζουν ότι οι αβεβαιότητες που απορρέουν από γεωπολιτικές αναταραχές αποτελούν εξέχοντα κίνδυνο για τα οικονομικά αποτελέσματα. Οι πολιτικές και ρυθμιστικές αναταραχές που οδηγούν σε οικονομική αστάθεια δεν βοηθούν γενικά την ανάπτυξη και τη δημιουργία αξίας, ιδίως με την αυξανόμενη διασύνδεση των επιχειρήσεων και της πολιτικής που προκαλεί ταχύτερη εξάπλωση των διαταραχών.

Τα τελευταία χρόνια, οι οικονομικές συνέπειες της πολιτικής αβεβαιότητας και της πολιτικής αβεβαιότητας αποτελούν ένα ερευνητικό θέμα αυξημένου ενδιαφέροντος. Μια μελέτη που διεξήχθη από τους Baker, Bloom και Davis (2016),

για παράδειγμα, δείχνει ότι οι πολιτικές κρίσεις συρρικνώνουν την παραγωγή και την απασχόληση. Αρκετές άλλες μελέτες επισημαίνουν ότι η πολιτική αβεβαιότητα συνδέεται με απότομη μείωση των επενδύσεων και των κεφαλαιουχικών δαπανών σε επίπεδο επιχείρησης (π.χ. Bernanke, 1983- Rodrik, 1991- Julio and Yook, 2012- Jens, 2017) και σε επίπεδο κλάδου (π.χ. Gulen and Ion, 2015). Οι Nguyen και Phan (2017) και οι Bonaime, Gulen και Ion (2018) δείχνουν επίσης ότι η αβεβαιότητα που απορρέει από την πολιτική επηρεάζει αρνητικά την ικανότητα εξαγοράς των επιχειρήσεων και επιμηκύνει σημαντικά τον χρόνο ολοκλήρωσης των συμφωνιών συγχωνεύσεων και εξαγορών (Σ&Ε).

Ένα άλλο σκέλος της βιβλιογραφίας συνδέει την αβεβαιότητα της πολιτικής με τις αποφάσεις χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Η αβεβαιότητα συνδέεται με αυστηρότερη πρόσβαση στις αγορές χρηματοδότησης. Σε περιόδους αστάθειας, το κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης αυξάνεται (π.χ. Gilchrist, Sim, and Zakrajsek, 2013, 2014- Francis, Hasan, and Zhu, 2013- Çolak, Flannery, and Öztekin, 2014) και οι επενδυτές απαιτούν συνεπώς υψηλότερα ασφάλιστρα κινδύνου (Pástor and Veronesi, 2012- Kelly, Pástor, and Veronesi, 2016). Επιπλέον, οι επιχειρήσεις σε καταστάσεις έκθεσης σε υψηλή πολιτική και οικονομική αβεβαιότητα προτιμούν να διατηρούν χρηματοοικονομική ευελιξία παραμένοντας υπομόχλευτες για παρατεταμένες περιόδους (π.χ. Cao, Duan, and Uysal, 2013).

Ο βαθμός των πολιτικών διαταραχών είναι πολύ πιθανό να μεταβάλλει τις αποφάσεις χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Η αβεβαιότητα που εμπεριέχεται σε αυτήν μπορεί να δημιουργήσει χρηματοοικονομικούς τριβές, να αυξήσει το κόστος του χρέους και να επιμηκύνει τη διάρκεια μεταξύ των εκδόσεων χρέους. Οι Gilchrist, Sim και Zakrajsek (2013, 2014) επισημαίνουν ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ της αβεβαιότητας και του κόστους της εξωτερικής χρηματοδότησης, καθώς αυξάνει την έκθεση των επιχειρήσεων στον κίνδυνο αθέτησης πληρωμών. Στο ίδιο μήκος κύματος, οι Çolak, Flannery, και Öztekin (2014) και οι Gungoraydinoglu, Çolak, και Öztekin (2017) διαπιστώνουν ότι το κόστος χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης τόσο για την έκδοση μετοχών όσο και για την έκδοση χρέους είναι υψηλότερο, ο χρόνος της διαδικασίας προσαρμογής της μόχλευσης είναι μεγαλύτερος και η

συχνότητα και ο όγκος των κεφαλαίων που εκδίδονται μειώνονται σε καταστάσεις πολιτικής αβεβαιότητας.

Οι Francis, Hasan και Zhu (2013) δείχνουν ότι η αύξηση της πολιτικής αβεβαιότητας κατά μία τυπική απόκλιση οδηγεί σε αύξηση κατά δέκα μονάδες βάσης του περιθωρίου των τραπεζικών δανείων στις ΗΠΑ και ότι τα ιδρύματα μειώνουν σημαντικά τις κοινές μετοχές τους κατά τη διάρκεια των εκλογικών περιόδων. Κατά συνέπεια, οι επενδυτές απαιτούν μεγαλύτερα ασφάλιστρα κινδύνου και το εταιρικό κόστος κεφαλαίου γίνεται υψηλότερο, υποδηλώνοντας ότι η πολιτική αβεβαιότητα είναι δαπανηρή (π.χ. Pástor and Veronesi, 2012, 2013- Kelly, Pástor, and Veronesi, 2016). Εκτός από την αύξηση του κόστους χρηματοδότησης, ο πολιτικός κίνδυνος επηρεάζει τη διαχρονική κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων και τη δυναμική της. Οι Cao, Duan και Usyal (2013), για παράδειγμα, επισημαίνουν ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ της πολιτικής αβεβαιότητας και της μόχλευσης, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι επιχειρήσεις τείνουν να παραμένουν υπομόχλευτες και να διατηρούν τη χρηματοοικονομική τους ευελιξία για παρατεταμένες περιόδους. Επιπλέον, όταν αντιμετωπίζουν υψηλή πολιτική αβεβαιότητα, οι επιχειρήσεις προτιμούν πηγές χρηματοδότησης που προστατεύουν τη χρηματοοικονομική τους ευελιξία, τείνουν να καθυστερούν τις εκδόσεις χρέους και μετοχών που συνδέονται με επενδύσεις (π.χ. Jens, 2017). Παρομοίως, η μελέτη των Çolak, Durney και Qian (2017) αναφέρει ότι ο αριθμός των αρχικών δημόσιων εγγραφών (IPO) που προέρχονται από μια πολιτεία μειώνεται όταν προγραμματίζονται εκλογές κυβερνήτη. Συνολικά, η προηγούμενη συζήτηση υποστηρίζει πώς η πολιτική αβεβαιότητα μπορεί να επηρεάσει τις αποφάσεις χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και τις αγορές χρηματοδότησης με αποτέλεσμα αυστηρότερους όρους και δυσκολότερη πρόσβαση σε κεφάλαια.

Κεφάλαιο 3: Ο Πολιτικός Κίνδυνος σε Επίπεδο Επιχείρησης και τα Εταιρικά Ταμειακά Διαθέσιμα

3.1 Εισαγωγή

Ο πολιτικός κίνδυνος σε επίπεδο επιχείρησης αναφέρεται στον κίνδυνο που συνδέεται με πολιτικές αλλαγές, αποφάσεις ή γεγονότα που μπορούν να επηρεάσουν τη λειτουργία και την απόδοση μιας επιχείρησης. Αυτό μπορεί να συμπεριλαμβάνει πολιτικές αποφάσεις που αφορούν τον φορολογικό κανονισμό, τη ρύθμιση της αγοράς, την εμπορική πολιτική, τις εμπορικές σχέσεις με άλλες χώρες, τη νομοθεσία περί εργασίας και άλλες παρόμοιες παραμέτρους.

Για να αντιμετωπίσει μια επιχείρηση τον πολιτικό κίνδυνο, μπορεί να λάβει μέτρα όπως η πολιτική ανάλυση κινδύνου, η διαφοροποίηση του πολιτικού ρίσκου μέσω διαφορετικών αγορών ή χωρών, και η χρήση επαγγελματικών συμβούλων για την παρακολούθηση και τη διαχείριση αυτού του κινδύνου.

Τα εταιρικά ταμειακά διαθέσιμα αναφέρονται στα χρήματα που μια επιχείρηση έχει διαθέσιμα στην τραπεζική της λογαριασμό και μπορεί να χρησιμοποιήσει για διάφορους σκοπούς. Τα εταιρικά ταμειακά διαθέσιμα είναι σημαντικά για την καθημερινή λειτουργία της επιχείρησης και για τη διαχείριση των ρευστών της.

Ο πολιτικός κίνδυνος μπορεί να επηρεάσει τα εταιρικά ταμειακά διαθέσιμα μιας επιχείρησης, καθώς πολιτικές αλλαγές μπορεί να επηρεάσουν τις οικονομικές συνθήκες και το περιβάλλον επιχειρήσεων. Για παράδειγμα, αν οι πολιτικές αλλαγές οδηγήσουν σε αύξηση των φόρων ή σε περιορισμούς στις εμπορικές συναλλαγές, μπορεί να μειωθούν τα εταιρικά ταμειακά διαθέσιμα.

Για να αντιμετωπίσει μια επιχείρηση αυτόν τον κίνδυνο, μπορεί να λάβει μέτρα όπως η διαφοροποίηση των επενδύσεών της, η διαχείριση αποταμιεύσεων, και η δημιουργία αποθεματικών για την αντιμετώπιση απρόβλεπτων πολιτικών αλλαγών.

Συνοψίζοντας, ο πολιτικός κίνδυνος μπορεί να επηρεάσει τα εταιρικά ταμειακά διαθέσιμα μιας επιχείρησης και, για τον λόγο αυτό, η διαχείριση του πολιτικού κινδύνου είναι σημαντική για την επιχείρηση και τη διατήρηση της οικονομικής της σταθερότητας.

3.2 Τα εταιρικά ταμειακά διαθέσιμα

Τα εταιρικά ταμειακά διαθέσιμα αναφέρονται στα χρήματα που μια επιχείρηση έχει διαθέσιμα στην τραπεζική της λογαριασμό και μπορεί να χρησιμοποιήσει για διάφορους σκοπούς. Αυτά τα κεφάλαια είναι συνήθως ετοιμοπόρα για να καλύψουν καθημερινές λειτουργικές ανάγκες της επιχείρησης και να αντιμετωπίσουν απρόβλεπτες δαπάνες ή προκλήσεις.

Τα εταιρικά ταμειακά διαθέσιμα μπορεί να προέρχονται από διάφορες πηγές, όπως:

1. Καθαρά κέρδη: Τα κέρδη που παράγει η επιχείρηση από τη λειτουργία της μετά από την καλύπτουσα φορολογία.
2. Προσωρινές δανειακές γραμμές: Οι εταιρίες μπορούν να έχουν προσωρινές πιστωτικές γραμμές από τις τράπεζες, οι οποίες τους παρέχουν πρόσβαση σε επιπλέον χρηματοδότηση σε περίπτωση ανάγκης.
3. Κεφάλαια αποθεματικού: Επιχειρήσεις που διατηρούν αποθεματικά μπορούν να χρησιμοποιήσουν αυτά τα κεφάλαια ως εταιρικά ταμειακά διαθέσιμα.

Τα εταιρικά ταμειακά διαθέσιμα είναι σημαντικά για τη λειτουργία της επιχείρησης, καθώς τα χρησιμοποιεί για να καλύψει τις εκκρεμότητές της, να πληρώσει τους προμηθευτές της, να διαχειριστεί τις αποδοχές των εργαζομένων και να αντιμετωπίσει οποιαδήποτε απρόβλεπτη οικονομική κατάσταση. Επιπλέον, η διαχείριση των εταιρικών ταμειακών διαθέσιμων είναι σημαντική για τη διασφάλιση της οικονομικής σταθερότητας και της οικονομικής αντοχής της επιχείρησης.

3.3 Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

Οι ανησυχίες των αγορών για την αβεβαιότητα αυξομειώνονται με την πάροδο του χρόνου. Η έρευνα διερευνά ερωτήματα σχετικά με τις επιπτώσεις για τις επιχειρήσεις και τις χρηματοπιστωτικές αγορές όταν οι επενδυτές και οι διευθυντές δεν είναι σίγουροι για το μέλλον. Παρόλο που οι αγορές μπορούν να προβλέψουν τη μεταβολή του κινδύνου, η αβεβαιότητα μπορεί να επηρεάσει τους επιχειρηματικούς κύκλους. Η αντιλαμβανόμενη πολυπλοκότητα της αβεβαιότητας στο οικονομικό, νομικό και πολιτικό περιβάλλον μπορεί να μεταβάλει τον τρόπο με τον οποίο οι επενδυτές και οι επιχειρήσεις λαμβάνουν μελλοντικές αποφάσεις. Οι ανησυχίες σχετικά με την πολιτική αβεβαιότητα και τον πολιτικό κίνδυνο αυξήθηκαν μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 και έκτοτε έχουν προσελκύσει περισσότερο την προσοχή των μελετητών (π.χ. Pástor and Veronesi, 2013- Baloria and Mamo, 2014- Lee, Pittman, and Saffar, 2016- Jens, 2017).

Η οικονομική και χρηματοοικονομική βιβλιογραφία ασχολείται εδώ και καιρό με τους περιορισμούς χρηματοδότησης και την αβεβαιότητα, η οποία εξακολουθεί να αποτελεί εξέχον θέμα στα εταιρικά χρηματοοικονομικά. Ένα μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας εξετάζει πώς οι διάφορες μορφές αβεβαιότητας, συμπεριλαμβανομένου του κινδύνου, της ασάφειας και του επακόλουθου σκεπτικισμού τους σχετικά με τα μελλοντικά αποτελέσματα επηρεάζουν τις χρηματοοικονομικές επιδόσεις των επιχειρήσεων. Η πρώτη θεωρητική εργασία για την αβεβαιότητα χρονολογείται τουλάχιστον από τον Bernanke (1983), η έρευνα του οποίου δείχνει ότι οι επιχειρήσεις έχουν κίνητρο να καθυστερούν τις επενδύσεις και τις προσλήψεις υπό συνθήκες αβεβαιότητας. Άλλοι λόγοι για τις υπονομευτικές επιδράσεις των σοκ αβεβαιότητας συνίστανται στην υψηλότερη αποστροφή των διευθυντικών στελεχών προς τον κίνδυνο (π.χ. Panousi and Papanikolaou, 2012), στις πιο ευμετάβλητες μετοχές (π.χ. Pástor and Veronesi, 2013), στις προληπτικές περικοπές από τα νοικοκυριά, στις αυξανόμενες χρηματοπιστωτικές στρεβλώσεις (π.χ. Gilchrist, Sim, and Zakrajšek, 2014) και στην αυξημένη ανεργία (π.χ. Leduc and Liu, 2015).

Ένας αυξανόμενος όγκος ακαδημαϊκών ερευνών έχει επικεντρωθεί ειδικά στην αβεβαιότητα της πολιτικής. Οι Friedman (1968), Rodrik (1991), Higgs (1997) και Hasset and Metcalf (1999), μεταξύ άλλων, δείχνουν ότι οι επιπτώσεις των ρυθμιστικών, δημοσιονομικών και νομισματικών πολιτικών και η αβεβαιότητα που εμπεριέχουν είναι σημαντικές. Πιο πρόσφατα και με βάση τις τελευταίες μελέτες, οι Pastor και Veronesi (2012, 2013) εξετάζουν θεωρητικά τη σχέση μεταξύ της κυβερνητικής πολιτικής και των διακυμάνσεων των τιμών των μετοχών. Οι Fernández Villaverde, Guerrón-Quintana, Rubio-Ramírez και Uribe (2011) και οι Born και Pfeifer (2014) χρησιμοποιούν δυναμικά μοντέλα στοχαστικής γενικής ισορροπίας (DSGE) για να μελετήσουν την επίδραση της αβεβαιότητας της πολιτικής.

Σε συνέχεια των θεμελιωδών εργασιών για τις επενδύσεις υπό συνθήκες αβεβαιότητας, ορισμένες μελέτες επικεντρώνονται ρητά στο πώς η πολιτική αβεβαιότητα και, συνεπώς, η αστάθεια μειώνει τις επενδυτικές εκροές (π.χ. Bittlingmayer, 1998). Στην ίδια γραμμή σκέψης, οι Julio και Yook (2012) και Jens (2017), για παράδειγμα, δείχνουν ότι οι διαχειριστές αναλαμβάνουν λιγότερο επικίνδυνες επενδύσεις γύρω από τη χρονική στιγμή των εθνικών εκλογών. Οι μάνατζερ χρειάζονται επίσης περισσότερο χρόνο για να ολοκληρώσουν συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών (Nguyen and Phan, 2017), συμμετέχουν σε λιγότερες εξαγορές (Chen, Cihan, and Jens, 2018), έχουν χαμηλότερα κίνητρα ανάληψης κινδύνου (π.χ. Tan, 2001- Boubakri, Mansi, and Saffar, 2013) και διατηρούν χαλαρούς πόρους (Lee, Pittman, and Saffar, 2016). Περισσότερες εμπειρικές μελέτες τεκμηριώνουν ότι ο πολιτικός κίνδυνος επηρεάζει τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, τις διεθνείς ροές κεφαλαίων, τις επενδύσεις, την αύξηση της απασχόλησης και τον επιχειρηματικό κύκλο (Belo, Gala και Li, 2013- Gourio, Siemer και Verdelhan, 2015- Handley και Limao, 2015- Kelly, Pastor και Veronesi, 2016- Besley και Mueller, 2017).

3.4 Η πολυπλοκότητα του πολιτικού κινδύνου

Ο κόσμος της πολιτικής γίνεται όλο και πιο πολύπλοκος και πολυπρόσωπος. Τις τελευταίες τρεις δεκαετίες, πολλές τεκτονικές μετατοπίσεις στη γεωπολιτική είχαν

σημαντικές επιπτώσεις στο διεθνές οικονομικό τοπίο. Η ανάπτυξη της Κίνας και άλλων αναδυόμενων χωρών με απροσδόκητους ρυθμούς, το κύμα αποβιομηχάνισης, ο νέος τεχνολογικός πόλεμος και οι επαναστάσεις έχουν αναδιαμορφώσει τις παγκόσμιες επιχειρηματικές ευκαιρίες και προκλήσεις. Σε αυτόν τον παγκοσμιοποιημένο και διασυνδεδεμένο κόσμο, ο πολιτικός κίνδυνος του 21ου αιώνα συμβαίνει παντού πέρα από τους τοίχους των κυβερνητικών κτιρίων, γεγονός που έχει ως εκ τούτου καταστήσει τη διασταύρωση των παγκόσμιων επιχειρήσεων και της πολιτικής άξια διερεύνησης. Στο νέο τους βιβλίο, οι Rice και Zegart (2018) (επανα)ορίζουν τον πολιτικό κίνδυνο ως "την πιθανότητα ότι μια πολιτική ενέργεια θα μπορούσε να επηρεάσει σημαντικά την επιχειρηματική δραστηριότητα μιας εταιρείας" και υποστηρίζουν ότι επέλεξαν τις λέξεις "πολιτικές ενέργειες" και όχι "κυβερνητικές ενέργειες" για να "τονίσουν τον αυξανόμενο ρόλο των παραγόντων κινδύνου εκτός των συνηθισμένων τόπων, όπως οι πρωτεύουσες και οι στρατώνες και τα κεντρικά γραφεία των κομμάτων".

Τα καθήκοντα που ανατίθενται στους εκλεγμένους αντιπροσώπους είναι πιο περίπλοκα. Θα πρέπει να αποφασίζουν για τη φορολογική, την εξωτερική, την υγειονομική, την εκπαιδευτική, τη μεταναστευτική, την κοινωνική πολιτική, και μεταξύ άλλων. Κάθε μία από αυτές τις πολιτικές περιλαμβάνει πολυάριθμα ζητήματα που είναι και τα ίδια πολύπλοκα και πολυδιάστατα. Έτσι, είναι δύσκολο να βρεθεί ένας κατάλληλος τρόπος μέτρησης της πολιτικής αβεβαιότητας και του πολιτικού κινδύνου. Αρκετά ιδρύματα και ακαδημαϊκοί έχουν αρχίσει να αναπτύσσουν ειδικές μεθόδους για την αξιολόγησή του, προσπαθώντας να ευθυγραμμιστούν με την ταχέως μεταβαλλόμενη δυναμική της διεθνοποίησης του εμπορίου και των επενδύσεων. Όταν ο πολιτικός κίνδυνος απέκτησε για πρώτη φορά μεγαλύτερη σημασία πριν από μερικά χρόνια, πολλές μελέτες άρχισαν να χρησιμοποιούν βασικά μέτρα που υποδεικνύουν τη χρονική στιγμή των εθνικών ή των κυβερνήσεων (π.χ. Bachman, 1992- Pantzalis, Stangeland, and Turtle, 2000- Fowler, 2006- Białkowski, Gottschalk, and Wisniewski, 2008- Jens, 2017).

Πρόσφατα, ένας αυξανόμενος αριθμός μελετών εντοπίζει διακυμάνσεις σε συγκεντρωτικές μετρήσεις του πολιτικού κινδύνου σε επίπεδο χώρας και τομέα, όπως δείκτες αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής (EPU), τη διαφορετική έκθεση

συγκεκριμένων τομέων σε αλλαγές στις κυβερνητικές συμβάσεις ή τα επίπεδα πολιτικής βίας. Οι περισσότερες από αυτές τις πρόσφατες μελέτες έχουν αναπτύξει μέτρα με βάση την ανάλυση κειμένου εφημερίδων, εκθέσεων, διαδικτυακών ιστότοπων και φόρουμ και εταιρικών γνωστοποιήσεων ως πηγών κειμένου (Gentzkow and Shapiro, 2010- Wiesen and Wyszocki, 2015- Baker, Bloom, and Davis, 2016- Koijen, Philipson, and Uhlig, 2016- Mueller and Rauh, 2018). Έχουν εφαρμόσει μεθόδους που χρησιμοποιούν τεχνικές υπολογιστικής γλωσσολογίας και επεξεργασίας φυσικής γλώσσας. Αντίστοιχα, χρησιμοποιούν προκαθορισμένα λεξικά σημαντικών λέξεων για την επεξεργασία των πηγαίων εγγράφων (π.χ. Loughran and McDonald, 2011- Baker, Bloom, and Davis, 2016).

Εν μέρει λόγω του εγγενώς διεπιστημονικού χαρακτήρα του, η μέτρηση και η πρακτική που διέπει τους υφιστάμενους δείκτες πολιτικού κινδύνου αμφισβητείται και εξελίσσεται συνεχώς. Ελλείψει άμεσων υποκατάστατων, οι εργασίες για την εννοιολόγηση και τη μέτρηση της πολιτικής αβεβαιότητας φαίνονται όλο και πιο επίκαιρες. Σε αυτό το κεφάλαιο, ακολουθούμε το έργο των Hassan, Hollander, van Lent και Tahoun (2019), το οποίο παρέχει μια νέα μέτρηση του πολιτικού κινδύνου σε επίπεδο επιχείρησης. Είναι αποτέλεσμα κειμενικής ανάλυσης των πρακτικών των τηλεδιασκέψεων των αμερικανικών επιχειρήσεων. Η μέθοδος αυτή αποσκοπεί στην ενδογενή καταγραφή συνδυασμών λέξεων που είναι ενδεικτικοί πολιτικού λόγου ή θεμάτων σχετικά με τον πολιτικό κίνδυνο. Οι πολυάριθμες και συχνές αλλαγές στην πολιτική μεταβάλλουν επίσης τις πρακτικές και την ταχύτητα με την οποία οι επιχειρήσεις προσπαθούν να τις περιηγηθούν. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο χρησιμοποιούμε το συγκεκριμένο μέτρο, καθώς είναι το μοναδικό που περιλαμβάνει την αξιολόγηση του πολιτικού κινδύνου από τη σκοπιά της διοίκησης της επιχείρησης και των εσωτερικών προσώπων. Επιπλέον, το μέτρο αυτό επιτρέπει μια ουσιαστική διάκριση μεταξύ συνολικής έκθεσης, έκθεσης σε επίπεδο τομέα και έκθεσης σε επίπεδο επιχείρησης. Εκτός αυτού, παρέχει μια ευέλικτη αποσύνθεση του συνολικού δείκτη σε επίπεδο επιχείρησης σε συνιστώσες που αφορούν συγκεκριμένο θέμα.

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Περίπτωσης

4.1 Εισαγωγή

Μια μελέτη περίπτωσης πολιτικού κινδύνου είναι ένας τρόπος ανάλυσης και αξιολόγησης του πολιτικού περιβάλλοντος που επηρεάζει μια χώρα, μια επιχείρηση ή έναν οργανισμό. Σκοπός της μελέτης περίπτωσης πολιτικού κινδύνου είναι να αναγνωριστούν πιθανοί πολιτικοί κίνδυνοι που μπορεί να επηρεάσουν τις δραστηριότητες ή τα συμφέροντα του ενδιαφερομένου φορέα και να αναπτυχθούν στρατηγικές για τη διαχείρισή τους.

Η μελέτη περίπτωσης πολιτικού κινδύνου μπορεί να περιλαμβάνει τα εξής στοιχεία:

1. **Ανάλυση του πολιτικού πλαισίου:** Συμπεριλαμβάνει την αξιολόγηση των πολιτικών δομών, των νομικών και ρυθμιστικών πλαισίων, και των πολιτικών προτεραιοτήτων που ισχύουν στη χώρα ή την περιοχή που εξετάζεται.
2. **Αναγνώριση πολιτικών κινδύνων:** Αναζητήστε πιθανούς κινδύνους όπως πολιτική αστάθεια, αλλαγές στην πολιτική ηγεσία, διεθνείς συγκρούσεις, οικονομικές κυρώσεις και άλλα γεγονότα που μπορεί να επηρεάσουν τη σταθερότητα και την ασφάλεια.
3. **Αξιολόγηση επιπτώσεων:** Κατανοήστε πώς αυτοί οι πολιτικοί κίνδυνοι μπορεί να επηρεάσουν τον ενδιαφερόμενο φορέα. Ποιες είναι οι δυνητικές επιπτώσεις στην ασφάλεια, την οικονομία, τις επιχειρηματικές ευκαιρίες και τη γεωστρατηγική θέση;
4. **Ανάπτυξη στρατηγικών διαχείρισης:** Ανάλογα με τα ευρήματα της μελέτης, αναπτύξτε στρατηγικές για την αντιμετώπιση ή τη μείωση των πολιτικών κινδύνων. Αυτό μπορεί να περιλαμβάνει τη διαμόρφωση πολιτικών σχέσεων, την ανάπτυξη εκτάκτων σχεδίων, ή ακόμα και την αναδιοργάνωση των δραστηριοτήτων.

5. Παρακολούθηση και αναθεώρηση: Η διαχείριση πολιτικών κινδύνων είναι διαδικασία που πρέπει να επανεξετάζεται και να προσαρμόζεται τακτικά, καθώς το πολιτικό περιβάλλον εξελίσσεται.

Οι μελέτες περίπτωσης πολιτικού κινδύνου είναι σημαντικές για επιχειρήσεις, κυβερνητικούς φορείς και άλλους οργανισμούς που λειτουργούν σε διεθνές περιβάλλον και εξαρτώνται από το πολιτικό πλαίσιο. Η διαχείριση των πολιτικών κινδύνων μπορεί να συμβάλει στη διατήρηση της σταθερότητας και της ασφάλειας και να διασφαλίσει την επιτυχία των δραστηριοτήτων ενός φορέα.

4.2 Μεθοδολογία

4.2.1 Δειγματοληψία

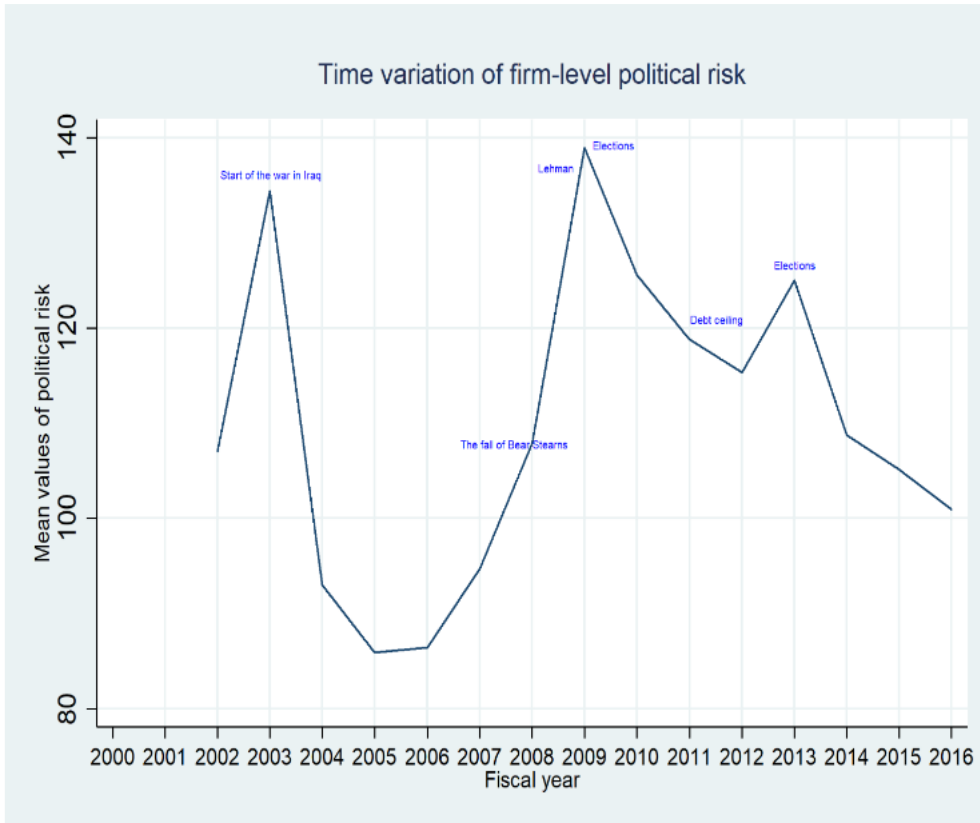
Για να ελέγξουμε τις υποθέσεις μας, εξετάζουμε ένα μεγάλο δείγμα αμερικανικών εισηγμένων επιχειρήσεων κατά την περίοδο 2002-2016. Η περίοδος του δείγματος περιορίζεται από τη διαθεσιμότητα των υπολογισμών του νέου μέτρου του πολιτικού κινδύνου σε επίπεδο επιχείρησης. Ξεκινάμε με όλες τις επιχειρήσεις που εμφανίζονται στη βάση δεδομένων Compustat, όπου συλλέγουμε τα διαθέσιμα οικονομικά στοιχεία και τα αντιστοιχίζουμε με τα μέτρα του πολιτικού κινδύνου που εφαρμόζουμε. Για να αποφύγουμε κάθε πιθανή επίδραση της ρύθμισης, αποκλείουμε τις εταιρείες στους χρηματοπιστωτικούς κλάδους (κωδικοί SIC 6000-6999). Τέλος, αποκλείουμε τα έτη των επιχειρήσεων με μη θετικές τιμές για το σύνολο του λογιστικού ενεργητικού ή των ταμειακών διαθεσίμων. Αυτοί οι περιορισμοί οδηγούν σε ένα τελικό δείγμα 33.618 παρατηρήσεων εταιρικών ετών που αντιστοιχούν σε 5.481 μοναδικές επιχειρήσεις κατά την περίοδο 2002-2016.

4.2.2 Μεταβλητές

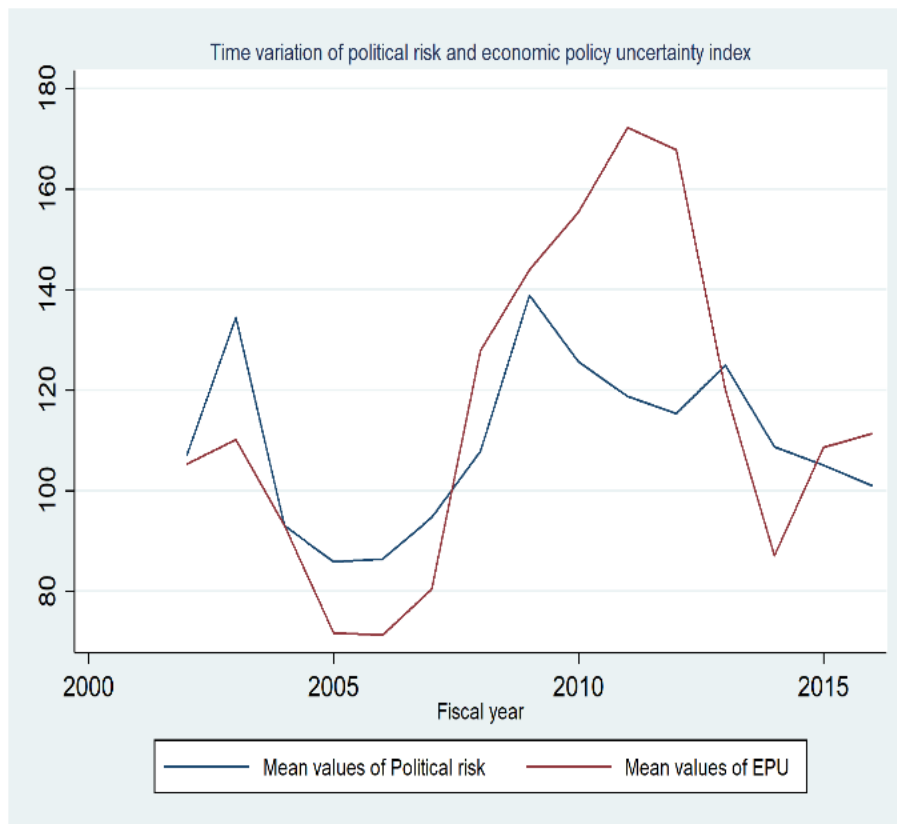
Η βιβλιογραφία έχει προτείνει διάφορους τρόπους για τον προσδιορισμό του επιπέδου του πολιτικού κινδύνου που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις. Ωστόσο, δεν υπάρχει γενική συμφωνία σχετικά με το ποιο μέτρο είναι το καλύτερο υποκατάστατο του πολιτικού κινδύνου. Στην παρούσα μελέτη, χρησιμοποιούμε το νέο μέτρο που κατασκευάστηκε από τους Hassan, Hollander, van Lent και Tahoun (2019). Το μέτρο

συνίσταται στη χρήση εργαλείων ανάλυσης κειμένου σε 175.797 πρακτικά τριμηνιαίων τηλεδιασκέψεων για τα κέρδη για την κατασκευή δεικτών σε επίπεδο επιχείρησης σχετικά με την έκταση και το είδος του πολιτικού κινδύνου που αντιμετωπίζουν 9.478 μεμονωμένες επιχειρήσεις εισηγμένες στις ΗΠΑ και τον τρόπο με τον οποίο αυξομειώνεται με την πάροδο του χρόνου. Οι απομαγνητοφωνήσεις προέρχονται από τη βάση δεδομένων StreetEvents της Thomson Reuters από το έτος 2002 έως το 2016. Ακολουθώντας το έργο των Song και Wu (2008) και Manning κ.ά., (2008), οι συγγραφείς προσαρμόζουν μια απλή μέθοδο ταξινόμησης ακολουθιών βάσει προτύπων που αναπτύχθηκε στην υπολογιστική γλωσσολογία και την επεξεργασία φυσικής γλώσσας.²¹ Στόχος είναι να μετρηθεί το μερίδιο των συνομιλιών μεταξύ της διοίκησης των επιχειρήσεων και άλλων ενδιαφερόμενων μερών που αφορούν την πολιτική και τον κίνδυνο που συνδέεται με κάθε μία από τις οκτώ συνιστώσες του πολιτικού κινδύνου (π.χ. οικονομική πολιτική και προϋπολογισμός, περιβάλλον κ.λπ.) και να γίνει διάκριση μεταξύ πολιτικής και μη πολιτικής γλώσσας.

Για το σκοπό αυτό, χρησιμοποιούν σύνολα εκπαίδευσης σε βιβλιοθήκες πολιτικών και μη πολιτικών κειμένων και εντοπίζουν τους περισσότερους συνδυασμούς bigram που χρησιμοποιούνται σε πολιτικά κείμενα. Το βασικό μέτρο είναι το μερίδιο του κειμένου που συνδέεται με πολιτικούς κινδύνους. Είναι αποτέλεσμα της καταμέτρησης του αριθμού των εμφανίσεων αυτών των bigrams στα κείμενα των συνομιλιών-κλήσεων σε συνδυασμό με τα συνώνυμα του κινδύνου και της αβεβαιότητας, διαιρούμενο με το συνολικό μήκος της συνομιλίας. Στην παρούσα μελέτη, αθροίζουμε τα τριμηνιαία μετρούμενα επίπεδα σε ετήσια βάση. Πρώτον, οι περισσότερες αλλαγές στην πολιτική και την τεχνολογία γενικότερα συμβαίνουν κάθε έξι έως δεκαοκτώ μήνες. Δεύτερον, οι επιχειρήσεις αναθεωρούν τις επιλογές και τις αποφάσεις τους κάθε χρόνο κατά μέσο όρο. Το μέτρο αποτελεί ακριβή δείκτη του πολιτικού κινδύνου: η διαισθητική διακύμανσή του με την πάροδο του χρόνου ταιριάζει με την πραγματική διακύμανση της πολιτικής αβεβαιότητας και των πολιτικών γεγονότων και ευθυγραμμίζεται με άλλα μέτρα, όπως η συνολική αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής των Baker, Bloom και Davis (2016).



Εικόνα 1: Χρονική διακύμανση του πολιτικού κινδύνου και της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής (EPU)



Εικόνα 2: Χρονική διακύμανση του πολιτικού κινδύνου και της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής (EPU)

Οι παραπάνω εικόνες παρέχουν στοιχεία που ενισχύουν την ερμηνεία ότι οι συνολικές αυξήσεις του πολιτικού κινδύνου που καταγράφονται από αυτό το μέτρο επικαλύπτουν σημαντικά πολιτικά γεγονότα, όπως οι ομοσπονδιακές εκλογές, ο πόλεμος στο Ιράκ κ.λπ. Επιπλέον, οι εικόνες δείχνουν ότι το μέτρο του πολιτικού κινδύνου σε επίπεδο επιχείρησης συσχετίζεται σε μεγάλο βαθμό με τον δείκτη της συνολικής αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής (EPU).

Η εξαρτημένη μεταβλητή στη μελέτη μας, τα ταμειακά διαθέσιμα, μετράται ως φυσική λογαριθμική συνάρτηση του λόγου των μετρητών και των εμπορεύσιμων χρεογράφων (che) προς το συνολικό καθαρό ενεργητικό που υπολογίζεται ως το συνολικό ενεργητικό μείον τα μετρητά και τα εμπορεύσιμα χρεόγραφα ($at - che$), σύμφωνα με τους Opler, Pinkowitz, Stulz και Williamson (1999) και Harford, Mansi και Maxwell (2008). Αποπληθωρίζουμε τα εταιρικά ρευστά διαθέσιμα με τη λογιστική αξία του συνολικού ενεργητικού, αφαιρουμένων των ρευστών διαθεσίμων (εφεξής "καθαρό ενεργητικό") με την άποψη ότι η ικανότητα μιας επιχείρησης να παράγει μελλοντικά κέρδη είναι συνάρτηση των υφιστάμενων περιουσιακών στοιχείων της.

Τα αποτελέσματά μας είναι ανθεκτικά στη χρήση εναλλακτικών μέτρων που χρησιμοποιούνται στη βιβλιογραφία σχετικά με τη διακράτηση μετρητών, συμπεριλαμβανομένων του λόγου των μετρητών προς το καθαρό ενεργητικό, του λόγου των μετρητών προς το συνολικό λογιστικό ενεργητικό, του λογαρίθμου του λόγου των μετρητών προς το συνολικό ενεργητικό και του λόγου των μετρητών προς τις πωλήσεις. Ακολουθώντας τις τελευταίες μελέτες που αναφέρθηκαν παραπάνω και τους Bates, Kahle και Stulz (2009), ελέγχουμε τα ακόλουθα ειδικά χαρακτηριστικά της επιχείρησης στις παλινδρομήσεις μας:

(i) Μέγεθος: μετράται ως ο λογάριθμος της λογιστικής αξίας του καθαρού ενεργητικού της επιχείρησης σε δολάρια. Οι Opler, Pinkowitz, Stulz και Williamson (1999) δείχνουν ότι τα ταμειακά διαθέσιμα μειώνονται με το μέγεθος. Το επιχείρημα είναι ότι το μέγεθος αποτελεί αποτρεπτικό παράγοντα για τις εξαγορές και υποκαθιστά το ρόλο των ταμειακών διαθεσίμων. Συνεπώς, αναμένουμε ότι το μέγεθος και τα ταμειακά διαθέσιμα θα σχετίζονται αρνητικά.

(ii) Μόχλευση: μετριέται ως μακροπρόθεσμο χρέος συν το χρέος στις τρέχουσες υποχρεώσεις, όλα κλιμακωμένα με τη λογιστική αξία του καθαρού ενεργητικού. Αναμένουμε ο συντελεστής της μόχλευσης να είναι επίσης αρνητικός. Αυτό είναι συνεπές με το υπόδειγμα της ιεραρχίας της χρηματοδότησης και τα στοιχεία που υποστηρίζουν το υπόδειγμα στατικών ανταλλαγών.

(iii) Capex: μετριέται ως ο λόγος των κεφαλαιουχικών δαπανών προς το σύνολο του καθαρού ενεργητικού.

(iv) E&A: μετράται ως ο λόγος των δαπανών E&A προς τις καθαρές πωλήσεις και τίθεται ίσος με μηδέν όταν οι δαπάνες E&A απουσιάζουν.

Αναμένουμε ότι οι επιχειρήσεις με υψηλότερες δαπάνες κεφαλαίου και E&A θα διατηρούν περισσότερα μετρητά. Στο βαθμό που υπάρχουν καλές επενδυτικές ευκαιρίες και αν αντιμετωπίσουν έλλειψη μετρητών, η επιχείρηση πρέπει να παραιτηθεί από τέτοια κερδοφόρα έργα (π.χ. Opler, Pinkowitz, Stulz και Williamson, 2001). Ως εκ τούτου, οι επενδυτές θα προτιμούσαν οι επιχειρήσεις να είναι σε θέση να τις εκμεταλλευτούν. Οι Myers και Majluf (1984) αποδεικνύουν ότι η χρηματοοικονομική χαλαρότητα είναι πιο πολύτιμη σε επιχειρήσεις με καλές επενδυτικές ευκαιρίες και ότι η αξία των ταμειακών διαθεσίμων θα πρέπει να είναι το σύνολο των επενδυτικών ευκαιριών της επιχείρησης. Αναμένουμε η σχέση να είναι θετική κατά τρόπο ώστε οι επιχειρήσεις με καλύτερες προοπτικές για επενδύσεις να έχουν υψηλότερα επίπεδα ρευστών διαθεσίμων.

(v) Ταμειακές ροές: μετρούνται ως κέρδη μετά από τόκους, μερίσματα και φόρους, αλλά πριν από τις αποσβέσεις, κλιμακούμενα προς το σύνολο του καθαρού ενεργητικού. Οι Bliss, Cheng και Denis (2015) επισημαίνουν ότι η παραγωγή περισσότερων ταμειακών ροών επιτρέπει στις επιχειρήσεις να διατηρούν περισσότερα μετρητά.

(vi) Καθαρό κεφάλαιο κίνησης: μετράται ως κεφάλαιο κίνησης μείον τα μετρητά, όλα κλιμακωμένα με το συνολικό καθαρό ενεργητικό. Το καθαρό κεφάλαιο κίνησης (NWC) χρησιμοποιείται εδώ και καιρό ως μέτρο υποκατάστασης ρευστών περιουσιακών στοιχείων (π.χ. Opler, Pinkowitz, Stulz και Williamson, 1999). Ως εκ

τούτου, η σχέση μεταξύ του NWC και των ταμειακών διαθεσίμων αναμένεται να είναι αρνητική.

(vii) Market-To-Book: ορίζεται ως η λογιστική αξία των καθαρών περιουσιακών στοιχείων συν την αγοραία αξία των κοινών μετοχών μείον τη λογιστική αξία των κοινών μετοχών, όλα κλιμακωτά με τη λογιστική αξία των καθαρών περιουσιακών στοιχείων. Σε διάφορες μελέτες διαπιστώνεται ότι ο δείκτης market-to-book αποτελεί σημαντικό προσδιοριστικό παράγοντα των εταιρικών χρηματοδοτικών επιλογών που θεωρείται ότι εξαρτώνται από το χαρτοφυλάκιο επιλογών ανάπτυξης μιας επιχείρησης (π.χ. Smith and Watts, 1992- Jung, Kim, and Stulz, 1996- Barclay and Smith, 1995). Οι ευκαιρίες ανάπτυξης, οι οποίες εκφράζονται από τον δείκτη αγοράς προς λογιστική αξία, θα πρέπει να σχετίζονται θετικά με τα ταμειακά διαθέσιμα.

(viii) Εξαγορές: ορίζεται ως ο λόγος των εξαγορών προς το συνολικό καθαρό ενεργητικό, με τις εξαγορές να αντανakλούν μόνο τις σχετικές ταμειακές εκροές. Σύμφωνα με τις θεωρίες για το κόστος αντιπροσώπευσης της διακράτησης μετρητών και τις ελεύθερες ταμειακές ροές, οι Harford, Mansi και Maxwell (2008) διαπιστώνουν ότι οι επιχειρήσεις δαπανούν μετρητά για κεφαλαιουχικές δαπάνες και εξαγορές, ιδίως όταν έχουν αδύναμη διακυβέρνηση.

(ix) Μεταβλητότητα CF του κλάδου: υπολογίζεται ως ο μέσος όρος της τυπικής απόκλισης των ταμειακών ροών σε επίπεδο επιχείρησης σε κάθε κλάδο που ορίζεται με διψήφιο κωδικό SIC, ενώ η εν λόγω τυπική απόκλιση είναι η τυπική απόκλιση του λόγου των ταμειακών ροών προς το ενεργητικό σε επίπεδο επιχείρησης για τα προηγούμενα πέντε έτη. Τα στοιχεία που παρουσιάζονται στους Opler, Pinkowitz, Stulz και Williamson (1999, 2001) υποστηρίζουν ότι η μεταβλητότητα των ταμειακών ροών σε επίπεδο κλάδου αποτελεί βασικό θετικό προσδιοριστικό παράγοντα των εταιρικών ταμειακών διαθεσίμων. Η μεταβλητότητα των ταμειακών ροών του κλάδου σημαίνει μεγαλύτερη αβεβαιότητα και οι επιχειρήσεις είναι πιθανότερο να διατηρούν προληπτικά μετρητά.

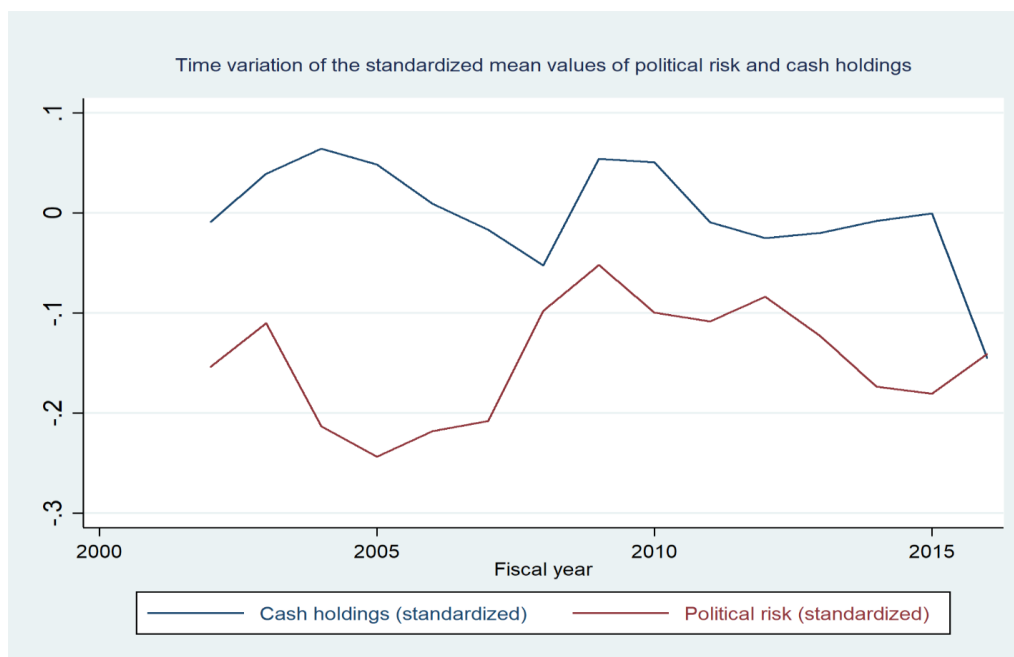
(x) Μέρισμα: ορίζεται ως ψευδομεταβλητή, η οποία τίθεται ίση με ένα στα έτη κατά τα οποία η επιχείρηση καταβάλλει κοινό μέρισμα και μηδέν σε αντίθετη περίπτωση. Όταν οι εταιρικές πληρωμές αυξάνονται, αυτό σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις

διανέμουν μετρητά στους μετόχους αντί να τα κρατούν (π.χ. Harford, Mansi, and Maxwell, 2008- Bliss, Cheng, and Denis, 2015). Αναμένουμε τα μερίσματα να συνδέονται αρνητικά με τη διακράτηση μετρητών.

Στα υποδείγματά μας, κάνουμε παλινδρόμηση του λόγου των ταμειακών διαθεσίμων στη μεταβλητή του πολιτικού κινδύνου σε επίπεδο επιχείρησης (PRisk) και στο σύνολο των μεταβλητών ελέγχου. Όλες οι συνεχείς μεταβλητές ελέγχου είναι winsorized σε επίπεδο 1% και 99% για να μετριάσουμε την επίδραση των ακραίων τιμών. Δεδομένου ότι τα ταμειακά διαθέσιμα είναι συγκεκριμένα για τη χρονική περίοδο και τον κλάδο, καθώς σχετίζονται με τις οικονομικές συνθήκες, περιλαμβάνουμε ψευδομεταβλητές για τις επιχειρήσεις και τόσο για τη χρονική περίοδο όσο και για τον κλάδο χρησιμοποιώντας μια διψήφια ταξινόμηση SIC. Αναφέρουμε τα αποτελέσματά μας χρησιμοποιώντας κυρίως δύο προδιαγραφές, το μοντέλο σταθερών επιδράσεων για τις ακατέργαστες μετρήσεις και το μοντέλο συνήθων ελαχίστων τετραγώνων για τις τυποποιημένες τιμές του πολιτικού κινδύνου και όλες τις μεταβλητές αντίστοιχα.

4.2.3 Περιγραφική Στατιστική

Η εικόνα που ακολουθεί και ο πίνακας 3 αναφέρουν τη συνολική χρονική διακύμανση ανά οικονομικό έτος της μεταβλητής που μας ενδιαφέρει και της κύριας εξαρτημένης μεταβλητής. Δείχνουμε ότι ο πολιτικός κίνδυνος σε επίπεδο επιχείρησης συσχετίζεται με τα αποτελέσματα σε επίπεδο επιχείρησης όσον αφορά τα ταμειακά αποθέματα, υποδεικνύοντας σαφώς την αντίστοιχη αντίδραση των επιχειρήσεων στις διακυμάνσεις των επιπέδων πολιτικού κινδύνου. Η συσχέτιση αυτή είναι θετική, καθώς κάθε κορύφωση των επιπέδων πολιτικού κινδύνου ακολουθείται από κορύφωση των εταιρικών ταμειακών διαθεσίμων και αντίστροφα. Ο πίνακας αυτός παρουσιάζει τη μέση τιμή, την τυπική απόκλιση και τη συχνότητα ως προς τον αριθμό των παρατηρήσεων του πολιτικού κινδύνου σε επίπεδο επιχείρησης και το επίπεδο των εταιρικών ταμειακών διαθεσίμων ανά οικονομικό έτος. Το δείγμα περιλαμβάνει 33.618 παρατηρήσεις που καλύπτουν 5.481 μοναδικές επιχειρήσεις για την περίοδο από το 2002 έως το 2016. Ο PRisk είναι ο ετήσιος μέσος όρος του πολιτικού κινδύνου, ο οποίος υπολογίζεται όπως στους Hassan et al. (2019), για όλες τις επιχειρήσεις σε ένα δεδομένο έτος. Ταμειακά διαθέσιμα είναι ο ετήσιος μέσος όρος του λόγου των μετρητών και των εμπορεύσιμων τίτλων προς το καθαρό ενεργητικό για όλες τις επιχειρήσεις σε ένα δεδομένο έτος.



Εικόνα 3: Διαχρονική μεταβολή των τυποποιημένων τιμών του πολιτικού κινδύνου και των διαθεσίμων σε μετρητά

Fiscal year	PRisk		Cash holdings		PRisk (standardized)		Cash holdings (standardized)		Freq. %
	Mean	Std. Dev.	Mean	Std. Dev.	Mean	Std. Dev.	Mean	Std. Dev.	
All	98.0798	89.0391	-2.1394	1.8833	-0.0803	0.5298	0.0000	1.0000	100
2002	96.5600	90.2679	-2.1563	1.9235	-0.0893	0.5371	-0.0089	1.0213	4.0425
2003	104.1902	92.4396	-2.0657	1.8764	-0.0439	0.5500	0.0392	0.9963	5.4316
2004	87.2589	80.0237	-2.0183	1.8101	-0.1447	0.4762	0.0643	0.9611	5.7618
2005	82.1876	78.2463	-2.0481	1.8270	-0.1748	0.4656	0.0485	0.9701	6.3656
2006	86.1364	82.8803	-2.1223	1.9029	-0.1514	0.4932	0.0091	1.0104	6.7137
2007	87.1436	83.6608	-2.1710	1.9230	-0.1454	0.4978	-0.0167	1.0211	7.0795
2008	105.9161	87.6579	-2.2387	1.8782	-0.0337	0.5216	-0.0527	0.9973	7.4157
2009	113.7226	90.0761	-2.0377	1.7910	0.0128	0.5360	0.0540	0.9510	7.1718
2010	105.4929	94.4837	-2.0445	1.8239	-0.0362	0.5622	0.0504	0.9685	6.9665
2011	104.3817	92.2643	-2.1573	1.8729	-0.0428	0.5490	-0.0095	0.9945	7.9303
2012	107.9328	96.3727	-2.1866	1.8443	-0.0217	0.5734	-0.0250	0.9793	7.8619
2013	101.3356	92.0667	-2.1766	1.8502	-0.0609	0.5478	-0.0197	0.9824	7.0349
2014	93.3377	88.8762	-2.1547	1.9972	-0.1085	0.5288	-0.0081	1.0605	7.7845
2015	92.3193	86.1449	-2.1404	2.0095	-0.1146	0.5126	-0.0005	1.0670	7.8291
2016	98.9051	89.1452	-2.4121	1.8468	-0.0754	0.5304	-0.1448	0.9806	4.6106

Πίνακας 3: Πολιτικός κίνδυνος σε επίπεδο επιχείρησης και διακράτηση μετρητών ανά οικονομικό έτος

Στον πίνακα 4 παρουσιάζονται ο μέσος όρος και η τυπική απόκλιση του κύριου μέτρου του πολιτικού κινδύνου που χρησιμοποιήθηκε στη μελέτη μας σε κάθε

κλάδο, όπου οι κλάδοι ορίζονται από την ταξινόμηση κλάδων 48 των Fama και French. Ο πίνακας αυτός παρουσιάζει τη μέση τιμή, την τυπική απόκλιση και τη συχνότητα ως προς τον αριθμό των παρατηρήσεων του πολιτικού κινδύνου σε επίπεδο επιχείρησης σε κάθε κλάδο, ταξινομημένο σύμφωνα με τις 48 βιομηχανικές κατηγορίες των Fama και French. Το δείγμα περιλαμβάνει 33.618 παρατηρήσεις που καλύπτουν 5.481 μοναδικές επιχειρήσεις για την περίοδο από το 2002 έως το 2016. Ο PRisk είναι οι μέσοι όροι των χρονολογικών σειρών του πολιτικού κινδύνου του κλάδου, που υπολογίζονται όπως στους Hassan et al. (2019), για όλες τις επιχειρήσεις εντός ενός συγκεκριμένου κλάδου.

	PRisk		PRisk (standardized)		Freq. %
	Mean	Std. Dev.	Mean	Std. Dev.	
All sample	97.9766	88.9379	-0.0809	0.5291	100
1 Agriculture	77.7058	78.6275	-0.2015	0.4679	0.2040
2 Food Products	66.4727	68.4012	-0.2684	0.4070	1.5990
3 Candy & Soda	62.5265	46.2437	-0.2918	0.2752	0.1770
4 Beer & Liquor	68.3240	75.0830	-0.2573	0.4468	0.3840
5 Tobacco Products	148.7977	102.8634	0.2215	0.6121	0.2640
6 Recreation	67.6709	62.8513	-0.2612	0.3740	0.5880
7 Entertainment	104.2047	91.4590	-0.0438	0.5442	1.6290
8 Printing and Publishing	85.4832	84.9197	-0.1552	0.5053	0.7740
9 Consumer Goods	86.1840	85.9057	-0.1511	0.5112	1.3530
10 Apparel	67.0594	77.4705	-0.2649	0.4610	1.2330
11 Healthcare	139.8066	110.3937	0.1680	0.6569	1.8960
12 Medical Equipment	98.0692	86.7298	-0.0803	0.5161	3.6749
13 Pharmaceutical Products	144.1475	100.1461	0.1938	0.5959	8.1988
14 Chemicals	98.4317	85.6261	-0.0782	0.5095	2.5829
15 Rubber and Plastic Products	73.1982	80.3784	-0.2283	0.4783	0.5550
16 Textiles	85.8541	82.4315	-0.1530	0.4905	0.3060
17 Construction Materials	87.2886	80.8055	-0.1445	0.4808	2.0640
18 Construction	147.9754	101.2160	0.2166	0.6023	0.9300
19 Steel Works Etc.	94.8364	81.0857	-0.0996	0.4825	1.5030
20 Fabricated Products	100.9766	80.3517	-0.0630	0.4781	0.2310
21 Machinery	85.2599	76.5819	-0.1566	0.4557	3.7169
22 Electrical Equipment	92.5633	86.1405	-0.1131	0.5126	1.7610
23 Automobiles and Trucks	88.2921	82.4153	-0.1385	0.4904	1.5720
24 Aircraft	142.0709	113.0942	0.1815	0.6729	0.6570
25 Shipbuilding, Railroad Equipment	129.3018	109.3695	0.1055	0.6508	0.1920
26 Defense	162.3226	119.2948	0.3020	0.7098	0.1470
27 Precious Metals	110.8698	101.9509	-0.0042	0.6066	1.2630

28	Non-Metallic and Industrial Metal Mining	117.2423	97.0544	0.0337	0.5775	1.0950
29	Coal	98.4807	76.3181	-0.0779	0.4541	0.4230
30	Petroleum and Natural Gas	95.6395	79.8820	-0.0948	0.4753	6.4799
31	Utilities	142.6432	99.5773	0.1849	0.5925	2.9009
32	Communication	79.5414	76.0779	-0.1906	0.4527	4.4129
33	Personal Services	91.4853	83.5624	-0.1195	0.4972	1.3980
34	Business Services	100.8881	92.0219	-0.0636	0.5475	13.0437
35	Computers	99.0893	91.3304	-0.0743	0.5434	3.8279
36	Electronic Equipment	86.1280	80.2858	-0.1514	0.4777	7.4459
37	Measuring and Control Equipment	97.6576	81.4012	-0.0828	0.4844	2.0190
38	Business Supplies	76.4382	70.0475	-0.2091	0.4168	1.3620
39	Shipping Containers	71.0138	73.9795	-0.2413	0.4402	0.4110
40	Transportation	93.8621	80.7915	-0.1054	0.4807	4.0319
41	Wholesale	78.8842	78.8715	-0.1945	0.4693	3.0839
42	Retail	65.5485	69.2401	-0.2739	0.4120	5.8349
43	Restaurants, Hotels, Motels	78.3231	78.8080	-0.1978	0.4689	1.9830
48	Almost Nothing	128.9596	102.3397	0.1035	0.6089	0.7920

Πίνακας 4: Πολιτικός κίνδυνος σε επίπεδο επιχείρησης ανά κλάδο

Τα αποτελέσματα του Πίνακα 4 δείχνουν ότι ορισμένοι συγκεκριμένοι κλάδοι είναι πιο ευαίσθητοι στον πολιτικό κίνδυνο από άλλους και έχουν συνολικά υψηλό κίνδυνο που σχετίζεται με την πολιτική. Διαπιστώνουμε ότι οι επιχειρήσεις, οι οποίες αφιερώνουν υψηλό ποσοστό των τηλεδιασκέψεών τους για να μιλήσουν για τον πολιτικό κίνδυνο, ανήκουν σε βαριές βιομηχανίες (π.χ. φαρμακευτικές, αεροσκαφών, πλοίων και σιδηροδρόμων κτίριο) και σε κλάδους που συνήθως συνδέονται πολιτικά, όπως η άμυνα, η υγειονομική περίθαλψη και ο καπνός. Παρουσιάζουν επίπεδα PRisk που είναι περίπου 45% πάνω από το συνολικό μέσο όρο του πολιτικού κινδύνου. Τα ευρήματα αυτά επιβεβαιώνουν τα αποτελέσματα των Floyd, Li και Skinner (2015), αν και δεν είναι η πρώτη εστίαση στη μελέτη τους, διαπιστώνουν ότι η πιστωτική κρίση έχει ισχυρότερο αντίκτυπο στην επαναγορά και τις περικοπές μερισμάτων για τις βαριά βιομηχανικές επιχειρήσεις. Τα επίπεδα πολιτικού κινδύνου είναι τα χαμηλότερα για τις βιομηχανίες λιανικού εμπορίου, τροφίμων και ποτών.

Ο Πίνακας 5 παρουσιάζει περιγραφικά στατιστικά στοιχεία για τις κύριες μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στην εμπειρική μας εργασία. Τα αναφερόμενα στατιστικά στοιχεία δείχνουν ότι όλα τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων βρίσκονται εντός λογικών επιπέδων και συμφωνούν σε μεγάλο βαθμό με προηγούμενες μελέτες όσον αφορά το μέγεθος (π.χ. Hassan, Hollander, van Lent, and Tahoun, 2019- Ghaly, Dang, and Stathopoulos, 2017). Για παράδειγμα, διαπιστώνουμε ότι ο πολιτικός κίνδυνος είναι διαδεδομένος στο πλαίσιο των ΗΠΑ,

καθώς η μέση τιμή του PRisk για τις επιχειρήσεις του δείγματός μας είναι 98,08. Χρησιμοποιούμε επίσης τυποποιημένες τιμές του πολιτικού κινδύνου, όπως στην εργασία των Hassan, Hollander, van Lent και Tahoun (2019) και αναφέρουμε περιγραφικά στατιστικά στοιχεία που έπεσαν κοντά στη μέση τιμή που ανέφεραν οι τελευταίοι συγγραφείς.

Αυτός ο πίνακας παρουσιάζει συνοπτικά στατιστικά στοιχεία για την εξαρτημένη μεταβλητή (ταμειακά διαθέσιμα), τη βασική μας μεταβλητή του πολιτικού κινδύνου σε επίπεδο επιχείρησης (PRisk) και ένα σύνολο μεταβλητών ελέγχου. Το δείγμα μας αποτελείται από 33.618 παρατηρήσεις εταιρικών ετών που καλύπτουν την περίοδο 2002-2016. Τα ταμειακά διαθέσιμα είναι ο φυσικός λογάριθμος του λόγου των ταμειακών διαθεσίμων και των βραχυπρόθεσμων επενδύσεων προς το σύνολο του καθαρού ενεργητικού. Το PRisk είναι ένα μέτρο του πολιτικού κινδύνου σε επίπεδο επιχείρησης που αναπτύχθηκε από τους Hassan et al. (2019). Το μέγεθος μετράται ως ο λογάριθμος της λογιστικής αξίας του καθαρού ενεργητικού σε δολάρια του 1999. Η μόχλευση είναι το μακροπρόθεσμο χρέος συν το χρέος στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, κλιμακούμενο προς το σύνολο του καθαρού ενεργητικού. Capex είναι ο λόγος των κεφαλαιουχικών δαπανών προς το σύνολο του καθαρού ενεργητικού. Οι ταμειακές ροές είναι τα κέρδη μετά από τόκους, μερίσματα και φόρους αλλά πριν από τις αποσβέσεις, κλιμακωμένα με τη λογιστική αξία του συνολικού καθαρού ενεργητικού. Το καθαρό κεφάλαιο κίνησης μετράται ως κεφάλαιο κίνησης μείον τα μετρητά, κλιμακωμένο προς το σύνολο των καθαρών περιουσιακών στοιχείων. E&A είναι ο λόγος των δαπανών E&A προς τις καθαρές πωλήσεις και τίθεται ίσος με μηδέν όταν δεν υπάρχουν δαπάνες E&A. Ο δείκτης αγοράς προς λογιστική αξία ορίζεται ως η λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων συν την αγοραία αξία των κοινών μετοχών μείον τη λογιστική αξία των κοινών μετοχών, κλιμακωμένη με τη λογιστική αξία των καθαρών περιουσιακών στοιχείων. Οι εξαγορές ορίζονται ως ο λόγος των εξαγορών προς το συνολικό καθαρό ενεργητικό. Για να μετρήσουμε τη μεταβλητότητα των ταμειακών ροών του κλάδου, υπολογίζουμε για κάθε έτος-εταιρεία την τυπική απόκλιση των ταμειακών ροών (σε επίπεδο επιχείρησης) προς το ενεργητικό για τα προηγούμενα πέντε έτη. Στη συνέχεια, η μεταβλητότητα της CF του κλάδου υπολογίζεται ως ο μέσος όρος των τυπικών αποκλίσεων των ταμειακών ροών των επιχειρήσεων για κάθε κλάδο,

ταξινομημένο με διψήφιους κωδικούς SIC. Το ψευδομέρισμα είναι μια ψευδομεταβλητή που τίθεται ίση με ένα στα έτη κατά τα οποία η επιχείρηση καταβάλλει κοινά μερίσματα και μηδέν σε αντίθετη περίπτωση.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Panel A					
<i>Political risk</i>					
PRisk	33,618	98.0798	89.0391	5.4884	340.0621
Policy	33,618	7202.7660	1786.3380	4890.9520	11495.1800
Defense	33,618	53.2569	43.1435	0.0000	160.8028
Taxes	33,618	11.0544	10.5462	0.0000	37.5469
Technology	33,618	11.9390	11.3854	0.0000	40.7162
Institutions	33,618	15.4742	13.9334	0.0000	50.4216
Trade	33,618	9.5023	10.5364	0.0000	37.7613
Economic	33,618	38.3588	30.6710	0.0000	112.6610
Health	33,618	25.5513	28.1983	0.0000	110.9970
Environment	33,618	35.0210	34.4440	0.0000	129.8135
<i>Independent variables</i>					
Cash holdings	33,618	-2.1394	1.8833	-13.2391	6.2695
Size	33,618	6.4387	2.2120	1.0417	11.3891
Leverage	33,618	0.3020	0.3466	0.0000	2.2654
Capex	33,618	0.0692	0.0727	0.0009	0.3951
Cash flows	33,618	-0.1103	0.8836	-6.4745	0.5061
Net working capital	33,618	-0.0076	0.3387	-1.9877	0.5226
R&D	33,618	0.1677	0.5692	0.0000	4.2428
Market-To-Book	33,618	2.7134	4.3087	-13.7079	24.9807
Acquisitions	33,618	0.0311	0.0739	-0.0062	0.4122
Industry CF volatility	33,618	0.2550	0.3831	0.0032	1.8326
Dividend	33,618	0.3850	0.4866	0.0000	1.0000
Panel B: standardized variables					
<i>Political Risk</i>					
PRisk	33,618	-0.0803	0.5298	-0.6312	1.3596
Policy	33,618	-0.0375	0.7982	-1.0674	1.8699
Defense	33,618	-0.1657	0.5284	-0.6919	1.4321
Taxes	33,618	-0.1304	0.8237	-0.9210	3.8416
Technology	33,618	-0.0772	0.7148	-0.6104	3.6515

Institutions	33,618	-0.1626	0.6456	-0.9059	1.6726
Trade	33,618	-0.1572	0.7114	-0.9217	3.8633
Economic	33,618	-0.0625	0.6964	-0.5212	3.9107
Health	33,618	-0.0855	0.7630	-0.7788	3.5006
Environment	33,618	-0.0837	0.5145	-0.6068	1.3323
<i>Independent variables</i>					
Cash holdings	33,618	0.0000	1.0000	-5.8937	4.4650
Size	33,618	0.0000	1.0000	-4.0506	2.8755
Leverage	33,618	0.0000	1.0000	-0.3584	77.2557
Capex	33,618	0.0000	1.0000	-1.3660	74.2729
Cash flows	33,618	0.0000	1.0000	-147.7971	5.2911
Net working capital	33,618	0.0000	1.0000	-64.6139	1.0665
R&D	33,618	0.0000	1.0000	-0.4725	152.7480
Market-To-Book	33,618	0.0000	1.0000	-98.4905	136.0348
Acquisitions	33,618	0.0000	1.0000	-94.0691	13.2797
Industry CF volatility	33,618	0.0000	1.0000	-0.6572	4.1176
Dividend	33,618	0.0000	1.0000	-0.7913	1.2638

Πίνακας 5: Συνοπτικά στατιστικά στοιχεία

Ο πίνακας 6 παρέχει τους συντελεστές συσχέτισης Pearson μεταξύ των επεξηγηματικών μεταβλητών στην κύρια παλινδρόμησή μας. Από αυτόν τον πίνακα συσχέτισης, είναι προφανές ότι η πολυσυγγραμμικότητα μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών είναι απίθανη, δεδομένου ότι οι συντελεστές συσχέτισης είναι σχετικά μικροί. Ένα άλλο αξιοσημείωτο αποτέλεσμα στον πίνακα 6 είναι η αρχικά θετική και σημαντική συσχέτιση μεταξύ του πολιτικού κινδύνου και των εταιρικών ταμειακών διαθεσίμων.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Cash holdings (1)	1.0000											
PRisk (2)	0.0794	1.0000										
Size (3)	-0.4804	-0.0252	1.0000									
Leverage (4)	-0.0380	0.0324	0.0436	1.0000								
Capex (5)	0.0277	-0.0242	-0.0306	0.0500	1.0000							
Cash flows (6)	-0.3815	-0.1131	0.4290	-0.2839	-0.1087	1.0000						
Net working capital (7)	-0.3329	-0.0885	0.2380	-0.3559	-0.1751	0.6315	1.0000					
R&D (8)	0.4865	0.1086	-0.4492	0.2116	0.1111	-0.8676	-0.6287	1.0000				
Market-To-Book (9)	0.1584	0.0044	-0.0601	-0.0448	0.0374	-0.0313	-0.0670	0.0896	1.0000			
Acquisitions (10)	-0.0741	-0.0284	0.0576	-0.0049	-0.1395	0.0818	0.0478	-0.0740	0.0137	1.0000		
Industry CF volatility (11)	0.3395	0.1264	-0.2500	0.1536	-0.0131	-0.4002	-0.2677	0.4647	0.1026	-0.0192	1.0000	
Dividend (12)	-0.2910	-0.0030	0.5072	-0.0254	-0.0508	0.1685	0.1212	-0.2025	-0.0017	-0.0088	-0.1308	1.0000

Πίνακας 6: Συσχετίσεις

Αυτός ο πίνακας παρουσιάζει τους συντελεστές συσχέτισης μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής (ταμειακά διαθέσιμα), της βασικής μας μεταβλητής του πολιτικού κινδύνου σε επίπεδο επιχείρησης (PRisk) και των μεταβλητών ελέγχου. Το δείγμα μας αποτελείται από 33.618 παρατηρήσεις εταιρικών ετών που καλύπτουν την περίοδο 2002-2016. Τα ταμειακά διαθέσιμα είναι ο φυσικός λογάριθμος του λόγου των ταμειακών διαθεσίμων και των βραχυπρόθεσμων επενδύσεων προς το σύνολο του καθαρού ενεργητικού. Το PRisk είναι ένα μέτρο του πολιτικού κινδύνου σε επίπεδο επιχείρησης που αναπτύχθηκε από τους Hassan et al. (2019). Το μέγεθος μετράται ως ο λογάριθμος της λογιστικής αξίας του καθαρού ενεργητικού σε δολάρια του 1999. Η μόχλευση είναι το μακροπρόθεσμο χρέος συν το χρέος στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, κλιμακούμενο προς το σύνολο του καθαρού ενεργητικού. Capex είναι ο λόγος των κεφαλαιουχικών δαπανών προς το σύνολο του καθαρού ενεργητικού. Οι ταμειακές ροές είναι τα κέρδη μετά από τόκους, μερίσματα και φόρους αλλά πριν από τις αποσβέσεις, κλιμακωμένα με τη λογιστική αξία του συνολικού καθαρού ενεργητικού. Το καθαρό κεφάλαιο κίνησης μετράται ως κεφάλαιο κίνησης μείον τα μετρητά, κλιμακωμένο προς το σύνολο των καθαρών περιουσιακών στοιχείων. E&A είναι ο λόγος των δαπανών E&A προς τις καθαρές πωλήσεις και τίθεται ίσος με μηδέν όταν δεν υπάρχουν δαπάνες E&A. Ο δείκτης αγοράς προς λογιστική αξία ορίζεται ως η λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων συν την αγοραία αξία των κοινών μετοχών μείον τη λογιστική αξία των κοινών μετοχών, κλιμακωμένη με τη λογιστική αξία των καθαρών περιουσιακών

στοιχείων. Οι εξαγορές ορίζονται ως ο λόγος των εξαγορών προς το συνολικό καθαρό ενεργητικό.

Για να μετρήσουμε τη μεταβλητότητα των ταμειακών ροών του κλάδου, υπολογίζουμε για κάθε έτος-εταιρεία την τυπική απόκλιση των ταμειακών ροών (σε επίπεδο επιχείρησης) προς το ενεργητικό για τα προηγούμενα πέντε έτη. Στη συνέχεια, η μεταβλητότητα της CF του κλάδου υπολογίζεται ως ο μέσος όρος των τυπικών αποκλίσεων των ταμειακών ροών των επιχειρήσεων για κάθε κλάδο, ταξινομημένο με διψήφιους κωδικούς SIC. Το ψευδομέρισμα είναι μια ψευδομεταβλητή που τίθεται ίση με ένα για τα έτη κατά τα οποία μια επιχείρηση καταβάλλει κοινά μερίσματα, και μηδέν σε αντίθετη περίπτωση. Οι αριθμοί με έντονη γραφή αναφέρονται σε σημαντικότητα στο όριο του 1%.

Το κύριο κλειδί για την κατανόηση της εταιρικής ζήτησης μετρητών είναι η θεωρία της προληπτικής αποταμίευσης που εισήγαγε πρώτος ο Keynes (1936) και ανέπτυξε ο Jensen (1986). Από τη σκοπιά αυτής της θεωρίας, το κυρίαρχο κίνητρο για τις επιχειρήσεις να διατηρούν περισσότερα μετρητά είναι η προστασία τους από δυσμενείς διαταραχές των ταμειακών ροών. Πολλές μελέτες δείχνουν εμπειρικά και θεωρητικά ότι τα σοκ που προέρχονται από το πολιτικό σύστημα μεταβάλλουν σημαντικά τη συμπεριφορά των επιχειρήσεων και προκαλούν πολλές διακυμάνσεις στις επενδύσεις, τις ταμειακές ροές, την τιμή της μετοχής (π.χ. Belo, Gala, and Li, 2013- Gourio, Siemer, and Verdelhan, 2015- Handley and Limao, 2015- Kelly, Pastor, and Veronesi, 2016- Besley and Mueller, 2017). Μια πολιτική κρίση αυξάνει την αβεβαιότητα σχετικά με τη μελλοντική προσφορά κεφαλαίων και τις προϋποθέσεις πρόσβασης στις αγορές χρηματοδότησης. Ως εκ τούτου, μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση της ζήτησης για εσωτερικά κεφάλαια. Συγκεκριμένα, το παρόν κεφάλαιο διαπιστώνει μια σχέση μεταξύ των πολιτικών σοκ που δημιουργούν υψηλά επίπεδα κινδύνου και των εταιρικών ταμειακών διαθεσίμων. Υποστηρίζουμε ότι οι επιχειρήσεις έχουν το κίνητρο να δημιουργήσουν χρηματοδοτικό κενό συσσωρεύοντας μετρητά για να αποφύγουν τις δυσμενείς συνέπειες που συνδέονται με τα σοκ και την αβεβαιότητα που προέρχονται από την πολιτική.

Χρησιμοποιούμε ένα μεγάλο πάνελ δημόσιων επιχειρήσεων των ΗΠΑ για την περίοδο 2002-2016. Σύμφωνα με την ιδέα των προφανών οφελών από τη διατήρηση μεγαλύτερων ταμειακών αποθεμάτων σε στιγμές δυσπραγίας, δείχνουμε ότι η έκθεση των επιχειρήσεων στον πολιτικό κίνδυνο αυξάνει τα ταμειακά αποθέματα, την αποτίμηση των μετρητών και τη διατήρηση των ταμειακών ροών. Αυτά τα πρόσθετα αποθέματα μετρητών εδράζονται κυρίως στη μείωση των επενδύσεων, στην αύξηση του καθαρού κεφαλαίου κίνησης και στις μεγαλύτερες διάρκειες στην έκδοση χρέους. Το κίνητρο της διακράτησης μετρητών σε περιόδους πολιτικών κρίσεων είναι ισχυρότερο για τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε ανταγωνιστικές αγορές και λιγότερο έντονο για τις καινοτόμες επιχειρήσεις και τις επιχειρήσεις που βρίσκονται πιο κοντά στα πολιτικά κέντρα της Ουάσινγκτον. Η παρούσα μελέτη προσθέτει σε διάφορα βιβλιογραφικά θέματα που διερευνούν την αλλαγή στη συμπεριφορά και τη λήψη αποφάσεων των επιχειρήσεων υπό συνθήκες αβεβαιότητας και ανήκει σε ένα αυξανόμενο θεωρητικό και εμπειρικό σώμα βιβλιογραφίας που εξετάζει την αλληλεπίδραση μεταξύ πολιτικής και εταιρικών χρηματοοικονομικών αποφάσεων. Ωστόσο, η κύρια συνεισφορά είναι ότι χρησιμοποιούμε ένα νέο μέτρο πολιτικού κινδύνου σε επίπεδο επιχείρησης που αναπτύχθηκε από τους Hassan, Hollander, van Lent και Tahoun (2019). Ελλείψει ενός άμεσου μέτρου πολιτικού κινδύνου στη βιβλιογραφία, το μέτρο αυτό είναι το μόνο που παρέχει μια ιδιοσυγκρασιακή αξιολόγηση της πολιτικής αβεβαιότητας όπως την βλέπει η επιχείρηση. Είναι αποτέλεσμα ανάλυσης κειμένου εταιρικών τηλεδιασκέψεων μεταξύ της διοίκησης της επιχείρησης και των αναλυτών και μετρά το μερίδιο της συζήτησης που αφιερώνεται σε συζήτηση για πολιτικά θέματα.

Η μέτρηση του πολιτικού κινδύνου είναι συχνά πολύ περίπλοκη. Ακόμα και αν τέτοιες μετρήσεις αποκαλύπτουν συναρπαστικά και προσφέρουν σχετικά μοτίβα της δυναμικής του πολιτικού κινδύνου, μπορούμε να εντοπίσουμε μερικούς περιορισμούς που κληρονομούνται σε αυτές. Πρώτον, παρόλο που η συσχέτιση μεταξύ της μεταβολής του πολιτικού κινδύνου σε επίπεδο επιχείρησης και των ταμειακών διαθεσίμων της επιχείρησης είναι στατιστικά και οικονομικά σημαντική, δεν συγκρίνουμε σε βάθος την επίδραση αυτής της μεταβολής σε επίπεδο επιχείρησης με την επίδραση των συνολικών ή κλαδικών υποκατάστατων του

πολιτικού κινδύνου. Δεύτερον, αυτό το μέτρο του πολιτικού κινδύνου ενσωματώνει ποιοτικές αντιλήψεις των διευθυντών και των συμμετεχόντων για το πολιτικό περιβάλλον στο οποίο βρίσκονται. Συνεπώς, θα πρέπει να ερμηνεύεται ως ενδεικτικό του κινδύνου όπως αυτός είναι εμφανής στις επιχειρήσεις και τους εμπλεκόμενους και επίσης ως ενδεικτικό του συναισθήματός τους, διότι οι αντιλήψεις τους μπορεί να διαφέρουν από τον πραγματικό κίνδυνο. Τέλος, η διοίκηση μπορεί να χρησιμοποιήσει προσχήματα για να δικαιολογήσει τις κακές επιδόσεις της. Για παράδειγμα, τα διευθυντικά στελέχη μπορεί να έχουν κίνητρα να συζητούν τους κινδύνους που συνδέονται με πολιτικά θέματα και να κατηγορούν τους πολιτικούς χρησιμοποιώντας "φτηνά λόγια" όταν έχουν χαμηλότερες επιδόσεις.

Κεφάλαιο 5: Συμπεράσματα-Μελλοντικές Επεκτάσεις

Η κατανόηση του κατά πόσον ο πολιτικός κίνδυνος έχει επιπτώσεις στη συμπεριφορά των επιχειρήσεων ως προς την αναζήτηση κινδύνου είναι σημαντική για τη διαμόρφωση των διαδικασιών χάραξης πολιτικής και των πλαισίων εταιρικής διακυβέρνησης (π.χ. Mihet, 2013). Ο κίνδυνος αποτελεί θεμελιώδη προσδιοριστικό παράγοντα των διοικητικών αποφάσεων και έχει μελετηθεί ουσιαστικά στους τομείς της στρατηγικής και της χρηματοοικονομικής διαχείρισης (Ruefli, Collins and Lacugna, 1999). Στο παρελθόν, πολυάριθμες μελέτες έχουν επικεντρωθεί στους προσδιοριστικούς παράγοντες της ανάληψης κινδύνου από την οπτική γωνία των χαρακτηριστικών των φορέων λήψης αποφάσεων, όπως η αισιοδοξία, η υπερβολική εμπιστοσύνη, το φύλο, η ετερογένεια της εκτελεστικής ομάδας κ.λπ. (π.χ. Hambrick, Cho και Chen, 1996- Yung και Chen, 2018). Άλλες μελέτες έχουν διερευνήσει τους καθοριστικούς παράγοντες της συμπεριφοράς κινδύνου εστιάζοντας στις πολιτικές και τις οργανωτικές δομές των επιχειρήσεων (π.χ. Bromiley, 1991- McNamara and Bromiley, 1999- Das and Teng, 2001).

Το προφίλ των διευθυντών και τα διευθυντικά κίνητρα έχουν σημαντικές επιπτώσεις στα αποτελέσματα που επιτυγχάνουν οι επιχειρήσεις. Από τη σκοπιά της θεωρίας των ανώτερων κλιμακίων, οι Hambrick και Mason (1984) και Hambrick (2007), μεταξύ πολλών άλλων, υποστηρίζουν ότι οι ερμηνείες των διευθυντών για την πολυπλοκότητα των πραγματικών καταστάσεων λήψης αποφάσεων που αντιμετωπίζουν, και συνεπώς οι επιλογές τους, εξαρτώνται από τις ιδιοσυγκρασιακές εμπειρίες και αξίες τους. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, οι Bertrand και Schoar (2003) ότι ένας μεγάλος βαθμός ετερογένειας στις πρακτικές των επιχειρήσεων εξηγείται από την παρουσία σταθερών επιδράσεων των στελεχών. Ένα μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας εμβαθύνει στην κεντρική παραδοχή των κινήτρων των διευθυντών στη διαμόρφωση του προφίλ επικινδυνότητας των αποφάσεών τους (π.χ. Raith, 2003- Coles, Daniel και Naveen, 2006- Low, 2009- Agarwal, Daniel και Naik, 2009- Kini και Williams, 2012- Milidonis και Σταθόπουλος, 2014- Baixauli-Soler, Belda-Ruiz και Sanchez-Marin, 2015).

Πιο πρόσφατα, ένα αυξανόμενο σύνολο βιβλιογραφίας εξέτασε τις επιδράσεις εξωγενών και εξωτερικών παραγόντων που είναι πέρα από τον έλεγχο του διαχειριστή στην ανάληψη κινδύνων από την επιχείρηση. Το νομικό και πολιτικό περιβάλλον στο οποίο λειτουργούν οι επιχειρήσεις μπορεί να περιορίσει ή να ενισχύσει τα κίνητρα των διευθυντών για ανάληψη κινδύνου και, επομένως, για τα οικονομικά αποτελέσματα των επιχειρήσεων αυτών. Το πολιτικό κλίμα καθορίζει τις επιχειρήσεις και τις διοικητικές πρακτικές (π.χ. Tan, 2001- Boubakri, Mansi, and Saffar, 2013- Ashraf, 2017- Akey and Lewellen, 2017). Η μελέτη μας παρακινείται από το σύνολο των εργασιών σχετικά με την επίδραση της πολιτικής στην επιλογή των διαχειριστικών κινδύνων. Πιο συγκεκριμένα, εξετάζουμε τη σχέση μεταξύ του πολιτικού κινδύνου σε επίπεδο επιχείρησης και της ανάληψης διαχειριστικού κινδύνου και σε ποιο βαθμό τα διαχειριστικά κίνητρα που βασίζονται σε μετοχές μπορούν να επηρεάσουν αυτή τη σχέση.

Μέχρι σήμερα, η σχέση μεταξύ του πολιτικού κινδύνου και των επιλογών κινδύνου των επιχειρήσεων παραμένει σχετικά ανεπαρκώς κατανοητή, ιδίως με την αυξανόμενη πολυπλοκότητα της πολιτικής αβεβαιότητας. Μετά την άνοδο της πολιτικής αναταραχής την τελευταία δεκαετία, διερευνούμε τη σχέση μεταξύ ενός νέου μέτρου ιδιοσυγκρασιακής αντίληψης του πολιτικού κινδύνου και της ανάληψης επιχειρηματικού κινδύνου από τη διοίκηση. Η προηγούμενη ερευνητική εργασία συμβάλλει στην κατανόηση του γιατί οι μάνατζερ λαμβάνουν αποφάσεις που υιοθετούν εν μέσω μεταβαλλόμενων επιχειρηματικών συνθηκών λόγω μεταβαλλόμενων περιβαλλόντων.

Για παράδειγμα, ο Tan (2001) δείχνει ότι η πολιτική αλλαγή κατά τη διάρκεια της κινεζικής οικονομικής μετάβασης διεύρυνε τη διαφορά μεταξύ των διευθυντών και των επιχειρηματιών όσον αφορά την προθυμία λήψης ριψοκίνδυνων αποφάσεων. Λίγες άλλες μελέτες διερευνούν τη σχέση μεταξύ της ευρωστίας των πολιτικών θεσμών και της επικινδυνότητας των επιχειρήσεων. Για παράδειγμα, οι Boubakri, Mansi και Saffar (2013) δείχνουν ότι η σχέση αυτή είναι συνεπής με την υπόθεση ότι οι καλύτεροι πολιτικοί θεσμοί ενθαρρύνουν την ανάληψη κινδύνου μέσω της ενίσχυσης του ανταγωνισμού στην πιστωτική αγορά και των διασώσεων σε περιόδους αβεβαιότητας που δημιουργούν ζητήματα ηθικού κινδύνου.

Το δείγμα μας περιλαμβάνει 3.095 αμερικανικές εισηγμένες επιχειρήσεις για την περίοδο από το 2002 έως το 2016, για τις οποίες είναι διαθέσιμος ο δείκτης πολιτικού κινδύνου σε επίπεδο επιχείρησης. Η εμπειρική μας ανάλυση διαπιστώνει ότι υπάρχει ισχυρή θετική συσχέτιση μεταξύ του πολιτικού κινδύνου και της επικινδυνότητας των διοικητικών επιλογών κατά τη διάρκεια των δύο πρώτων ετών μετά την έκθεσή τους σε πολιτική αναταραχή και πριν προσαρμόσουν τη συμπεριφορά ανάληψης κινδύνου προς λιγότερο επικίνδυνες επιλογές. Εκτός αυτού, οι μάνατζερ δρουν στην ανάληψη ιδιοσυγκρασιακού κινδύνου, ενώ έχουν μικρή επίδραση στον συστηματικό κίνδυνο. Αυτή η χρονική υστέρηση μπορεί να εξηγηθεί από διάφορους λόγους, όπως τα προβλήματα αντιπροσώπευσης, η αδράνεια των στελεχών απέναντι στον κίνδυνο ή/και ο ηθικός κίνδυνος που απορρέει από τις κυβερνητικές διασώσεις.

Στόχος μας είναι να μελετήσουμε την αλληλεπίδραση μεταξύ της ευαισθησίας των επιχειρήσεων στην πολιτική αβεβαιότητα και της ανάληψης κινδύνων από τις επιχειρήσεις. Η υποκείμενη υπόθεση μπορεί να συσχετιστεί με δύο σημαντικά σκέλη της υπάρχουσας βιβλιογραφίας. Πρώτον, προστίθεται στην αυξανόμενη βιβλιογραφία που εξετάζει τις επιπτώσεις της συνολικής πολιτικής αβεβαιότητας στα αποτελέσματα των επιχειρήσεων και στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων (Durnev, 2010- Boutchkova, Doshi, Durnev and Molchanov, 2012- Julio and Yook, 2012- Pástor and Veronesi, 2012, 2013- Brogaard and Detzel, 2015- Gulen and Ion, 2015- Baker, Bloom and Davis, 2016- Kelly, Pástor, and Veronesi, 2016- Jens, 2017). Αυτές οι εργασίες επισημαίνουν συνήθως ότι η ανάληψη συνολικού κινδύνου μειώνεται σε περιόδους υψηλής αβεβαιότητας. Επιπλέον, προσθέτουν μια πρόσθετη στήριξη για τη σημασία του νομικού και πολιτικού θεσμικού πλαισίου στη διαμόρφωση των εταιρικών αποφάσεων (π.χ. Tan, 2001- Boutchkova, Doshi, Durnev και Molchanov, 2012- Durnev, Enikolopov, Petrova και Santarosa, 2015- Boubakri, El Ghouli, Guedhami και Hossain, 2020).

Δεύτερον, συνεισφέρουμε στη βιβλιογραφία για την ανάληψη κινδύνων από τις επιχειρήσεις και υποδεικνύουμε ότι η ανάληψη κινδύνων από τους μάνατζερ επηρεάζει τη συμπεριφορά των οργανισμών πέρα από το χρόνο και τα ειδικά χαρακτηριστικά της επιχείρησης, ιδίως σε δύσκολες οικονομικές περιόδους. Η μελέτη

μας προσθέτει στη βιβλιογραφία σχετικά με τους προσδιοριστικούς παράγοντες της ανάληψης κινδύνου από τις επιχειρήσεις, όπως η αλλαγή της νομοθεσίας (π.χ. Low, 2009), η ετερογένεια των διευθυντικών στελεχών και των μελών του διοικητικού συμβουλίου (π.χ. Yung and Chen, 2017- Sila, Gonzalez, Hagendorff, 2015), η θρησκευτικότητα (π.χ. Adhikari and Agrawal, 2016) και η αβεβαιότητα (π.χ. Palmer and Wiseman, 1999- Popescu and Rafael Smets, 2010- Akey and Lewellen, 2017). Μέχρι σήμερα, ωστόσο, αυτά τα σκέλη της βιβλιογραφίας δεν έχουν εξετάσει τον τρόπο με τον οποίο ο πολιτικός κίνδυνος του εικοστού πρώτου αιώνα αλληλεπιδρά με την ανάληψη διαχειριστικού κινδύνου.

Σε μια διαρκώς περίπλοκη και παγκοσμιοποιημένη αγορά, η κατανόηση των διοικητικών αποφάσεων και των επιλογών κινδύνου έχει κερδίσει ολοένα και μεγαλύτερη προσοχή. Οι υποστηρικτές της θεωρίας της αντιπροσώπευσης υποστηρίζουν ότι οι μάνατζερ είναι καιροσκόποι και συχνά συμμετέχουν σε δραστηριότητες για να μεγιστοποιήσουν τον δικό τους πλούτο (Jensen και Meckling, 1976). Ένα άλλο ρεύμα έρευνας που συνάδει με την παραδοχή της θεωρίας αντιπροσώπευσης υποστηρίζει ότι οι εντολείς είναι ουδέτεροι ως προς τον κίνδυνο, ενώ οι μάνατζερ (πράκτορες) τείνουν να αποστρέφονται τον κίνδυνο. Προηγούμενες μελέτες σχετικά με τον κίνδυνο, όπως οι Hoskisson, Hitt και Hill (1993) και οι Beatty και Zajac (1994), υποδηλώνουν ότι οι προσανατολισμοί των μετόχων και των διευθυντών στον κίνδυνο είναι διαφορετικοί. Επομένως, εάν θα υπήρχε μια δραστηριότητα που συνεπάγεται υψηλά επίπεδα κινδύνου, τα διευθυντικά στελέχη μπορεί να είναι απρόθυμα να αναλάβουν ριψοκίνδυνες επιλογές επειδή τα οφέλη τους από την ανάληψη κινδύνου είναι περιορισμένα, ενώ οι εντολείς αναμένουν από αυτούς να εμπλακούν σε τέτοιες ριψοκίνδυνες δραστηριότητες και να μεγιστοποιήσουν τις επενδυτικές αποδόσεις των μετόχων. Επιπλέον, οι μέτοχοι είναι ουδέτεροι ως προς τον κίνδυνο, δεδομένου ότι μπορούν εύκολα να διαφοροποιήσουν τα χαρτοφυλάκια των επενδύσεών τους για να μειώσουν τους κινδύνους (π.χ. Baysinger, Kosnik and Turk, 1991).

Επιπλέον, οι μάνατζερ συνήθως ανησυχούν για την πτώση των επιδόσεων της επιχείρησης ή την αύξηση του κινδύνου πτώχευσης, ιδίως όταν οι δεσμοί μεταξύ της επιχείρησης και του ανθρώπινου κεφαλαίου της είναι ισχυροί (π.χ. Baysinger και

Hoskisson, 1990). Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης, η βασική υπόθεση είναι ότι οι μάνατζερ δίνουν προτεραιότητα στην επιβίωση, στη σταθερή ροή εισοδήματος έναντι της μεγιστοποίησης του κέρδους για να προστατεύσουν τα οφέλη τους και να μειώσουν τους κινδύνους που σχετίζονται με το ανθρώπινο κεφάλαιο (Baysinger και Hoskisson, 1989). Ως εκ τούτου, για την ευθυγράμμιση αυτών των διαφορών, συνήθως προκύπτουν κόστη αντιπροσώπευσης (π.χ. Baysinger, Kosnik και Turk, 1991- Beatty και Zajac, 1994). Οι έρευνες που επικεντρώνονται στις επιλογές επενδύσεων E&A των επιχειρήσεων δείχνουν ότι, όταν τα έργα εμπεριέχουν αβεβαιότητα, οι διευθυντές είναι λιγότερο πιθανό να δαπανήσουν για E&A (π.χ. Hansen and Hill, 1991- Laverty, 1993- Ettlie, 1998). Όταν τα έργα συνδέονται με υψηλούς κινδύνους και υψηλά ποσοστά αποτυχίας και χρειάζονται μεγαλύτερη διάρκεια για την πραγματοποίηση κερδών, οι υποστηρικτές της θεωρίας της αντιπροσώπευσης υποστηρίζουν το επιχείρημα ότι οι μάνατζερ είναι πιθανότερο να υποεπενδύσουν και να αποφύγουν την ανάληψη κινδύνων.

Ο πολιτικός κίνδυνος αυξάνει την αβεβαιότητα και την πολυπλοκότητα του περιβάλλοντος στο οποίο δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις. Οι επιχειρήσεις αναμφισβήτητα δεν έχουν εκτεθεί ποτέ σε τόσο μεγάλο εύρος προκλήσεων όσο σήμερα. Οι επενδυτικές και εμπορικές αποφάσεις είναι σημαντικά ευάλωτες στον πολιτικό κίνδυνο, αποτελώντας σοβαρές απειλές για τα αποτελέσματα και τα συμφέροντα των επιχειρήσεων (π.χ. Rice and Zegart, 2018).²⁷ Η αυξανόμενη βιβλιογραφία που συζητά την επίδραση της πολιτικής αβεβαιότητας στις χρηματοοικονομικές αποφάσεις των επιχειρήσεων αναφέρει ότι η ανάληψη κινδύνου και οι επιδόσεις των επιχειρήσεων είναι ιδιαίτερα ευαίσθητες στην έκβαση των εκλογών. Οι (Akey and Lewellen, 2016), για παράδειγμα, διαπιστώνουν ότι οι επιχειρήσεις με υψηλή ευαισθησία στην κυβερνητική πολιτική αναλαμβάνουν λιγότερο κίνδυνο, επενδύουν λιγότερο και συνεισφέρουν περισσότερο στις εκστρατείες των πολιτικών υποψηφίων πριν από τις εκλογές. Λίγες άλλες μελέτες δείχνουν ότι οι υψηλότεροι πολιτικοί περιορισμοί και οι κυβερνητικές ληστρικές πολιτικές (δηλ. απαλλοτριώσεις και διαφθορά) κάνουν τους μάνατζερ να αποφεύγουν την ανάληψη κινδύνου (π.χ. John, Liton και Yeung, 2008- Popescu και Smets, 2010- Caprio, Faccio και Parsley, 2011). Ο πολιτικός κίνδυνος που προέρχεται

από κυβερνητικές ενέργειες επηρεάζει τη συμπεριφορά ανάληψης κινδύνου από τα διοικητικά στελέχη και ενθαρρύνει τις επιχειρήσεις να διοχετεύσουν τα μετρητά τους σε λιγότερο ρευστά περιουσιακά στοιχεία, ώστε να καταστήσουν την απαλλοτρίωση από τους πολιτικούς και τους γραφειοκράτες πιο δύσκολη και πιο δαπανηρή.

Η χρηματοοικονομική βιβλιογραφία υποστηρίζει ότι τα διοικητικά κίνητρα της αποζημίωσης με βάση τις μετοχές χρησιμοποιούνται για να ξεπεραστεί η αποστροφή των διοικητικών στελεχών προς τον κίνδυνο και να μειωθούν οι διαφορές κινδύνου μεταξύ των διοικητικών στελεχών και των επενδυτών στη στρατηγική διαχείριση. Για παράδειγμα, οι Smith και Stulz (1985) και ο Guay (1999) υποστηρίζουν ότι τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών αυξάνουν σημαντικά την ευαισθησία του πλούτου των μάνατζερ στον κίνδυνο των μετοχών. Αυτά τα κίνητρα (δηλαδή, το Delta ή η ευαισθησία αμοιβής-απόδοσης και το Vega ή τα κίνητρα ανάληψης κινδύνου) χορηγούνται στους μάνατζερ προκειμένου να ελεγχθούν τα προβλήματα κινήτρων που σχετίζονται με τον κίνδυνο και να διαχειριστούν καλύτερα την κυρτότητα και την κλίση της σχέσης μεταξύ απόδοσης και πλούτου των μάνατζερ. Μπορούν να μειώσουν την καιροσκοπική αποστροφή των μάνατζερ προς τον κίνδυνο που συνήθως οδηγεί σε μειωμένο κίνδυνο της επιχείρησης εις βάρος της μεγιστοποίησης του κέρδους των μετόχων.

Ορισμένες μελέτες έχουν ασχοληθεί με τη σχέση μεταξύ της αποζημίωσης των στελεχών με βάση τα ίδια κεφάλαια και της ανάληψης κινδύνου. Οι Coles, Daniel και Naveen (2006) διαπιστώνουν ότι η ευαισθησία του πλούτου του CEO στη μεταβλητότητα των μετοχών (δηλαδή η Vega) σχετίζεται σημαντικά και θετικά με πιο ριψοκίνδυνες διοικητικές επιλογές, συμπεριλαμβανομένης της επενδυτικής πολιτικής και της πολιτικής χρέους.²⁸ Στο ίδιο πνεύμα, προηγούμενες μελέτες που εξετάζουν την επίδραση της στη λήψη αποφάσεων των επιχειρήσεων διαπιστώνουν θετική συσχέτιση μεταξύ της Vega και των λόγων χρέους (π.χ. Cohen, Hall και Viceira, 2000- Florackis και Ozkan, 2009), αβέβαιες επενδυτικές δραστηριότητες όπως η εξερεύνηση πετρελαίου (Rajgoral και Shevlin, 2002), και τη μεταβλητότητα των αποδόσεων των μετοχών (π.χ. Guay, 1999) και την εταιρική απάτη (π.χ. Johnson, Ryan και Tian, 2009). Η εργασία των Hoskisson, Hitt, Hill (1993) ωστόσο υποστηρίζει ότι τα κίνητρα που βασίζονται στις βραχυπρόθεσμες χρηματοοικονομικές επιδόσεις

συνδέονται αρνητικά με την ανάληψη κινδύνου όσον αφορά την ένταση της Δ&Α της επιχείρησης και τις στρατηγικές διαφοροποίησης.

Η αλληλεπίδραση μεταξύ πολιτικής και επιχειρήσεων έχει συζητηθεί επί μακρόν. Είναι σημαντικό να κατανοήσουμε αυτή την αλληλεπίδραση και πώς διαμορφώνει τις διοικητικές αποφάσεις και την επικινδυνότητα των επιχειρήσεων. Ένα μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας αναδεικνύει το ρόλο που μπορούν να διαδραματίσουν οι πολιτικοί θεσμοί στην καθοδήγηση της συμπεριφοράς ανάληψης κινδύνου από τους μάνατζερ, επηρεάζοντας το περιβάλλον λειτουργίας (Stulz, 2005). Από τη μία πλευρά, ο αυξημένος πολιτικός κίνδυνος στο πλαίσιο μιας αυταρχικής κυβέρνησης που χαρακτηρίζεται από λίγους ελέγχους και ισορροπίες ή πολιτικούς περιορισμούς, οι μάνατζερ είναι πιο πιθανό να μειώσουν την ανάληψη κινδύνου για να μειώσουν την έκθεσή τους σε κυβερνητική υπερρύθμιση, απόσπαση δωροδοκιών και απαλλοτρίωση (Caprio, Faccio and McConnell, 2011). Η άποψη αυτή συμπληρώνει επίσης την παραδοχή της θεωρίας αντιπροσώπευσης σχετικά με τις διαφορές κινδύνου μεταξύ των μετόχων και των αντιπροσώπων τους. Από την άλλη πλευρά, η προσδοκία μιας διάσωσης που δημιουργεί ηθικό κίνδυνο μπορεί να ενθαρρύνει την ανάληψη περισσότερου κινδύνου από τους διευθυντές (π.χ. Durnev, 2012- Cukierman, 2013).

Στην παρούσα ερευνητική διατριβή ξεκινήσαμε να εξετάζουμε τη φύση του πολιτικού κινδύνου και τις πιθανές επιπτώσεις του στη λήψη διοικητικών και εταιρικών αποφάσεων, ιδίως όταν οι αποφάσεις αυτές σχετίζονται με την εταιρική χρηματοοικονομική διαχείριση. Θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι η πολιτική και οι επιχειρήσεις είναι αλληλένδετες από την αυγή του πολιτισμού. Μας φάνηκε όμως ότι οι διασυνδέσεις και η πολυπλοκότητα που δημιουργούν όλες αυτές οι δυνάμεις για τη λήψη διοικητικών αποφάσεων δεν ήταν ποτέ στο παρελθόν τόσο διαδεδομένες, τόσο έντονες και τόσο άμεσα εκδηλωμένες. Ο ταχύς ρυθμός της καινοτομίας και της υιοθέτησης των τεχνολογιών της πληροφορίας και της επικοινωνίας, η παγκοσμιοποίηση και τα μέσα κοινωνικής δικτύωσης, έχουν αναμφίβολα συμβάλει στην εντατικοποίηση αυτών των δυνάμεων. Η θεμελιώδης αντίληψη, ωστόσο, είναι ότι οι πολιτικές εξελίξεις έπαιζαν ολοένα και πιο σημαντικό ρόλο στην έκβαση των

επιχειρηματικών αποτελεσμάτων και ότι ο ρυθμός αυτών των εξελίξεων εντείνεται σε όλο τον κόσμο.

Μπροστά σε αυτές τις προκλήσεις, το ερώτημα που είχαμε στο μυαλό μας ήταν πώς οι διευθυντές επιχειρήσεων προβλέπουν ή εντοπίζουν τις πολιτικές εξελίξεις, πώς μετρούν τον αντίκτυπό τους στις επιχειρήσεις τους, πώς διαχειρίζονται τους κινδύνους που δημιουργούνται, και ποιες ιδέες ή διδάγματα θα μπορούσαμε να αντλήσουμε και ποια θα μπορούσαν να είναι χρήσιμα για τις επιχειρήσεις, τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής και, ενδεχομένως, για πρόσθετη ακαδημαϊκή έρευνα.

Καθώς προσπαθούσαμε να διαμορφώσουμε το αντικείμενο και την πορεία της έρευνάς μας, βρεθήκαμε αντιμέτωποι με δύο οριακά ζητήματα. Το πρώτο αφορούσε τον ίδιο τον ορισμό του "πολιτικού κινδύνου". Διαπιστώνουμε ότι η χρηματοοικονομική και οικονομική βιβλιογραφία κατακλύστηκε από διάφορες περιγραφές, αλλά δεν υπήρξε σαφής συναίνεση για μια συνολική κατανόηση του τι συνιστά πολιτικό κίνδυνο. Αντιλαμβανόμαστε ότι παρά την ευρεία χρήση του σήμερα, ο πολιτικός κίνδυνος εξακολουθεί να είναι μια άμορφη και συνεχώς εξελισσόμενη έννοια. Ως εκ τούτου, για τους σκοπούς της έρευνάς μας θα πρέπει να ασχοληθούμε με αυτό το θέμα ως σημείο εκκίνησης για να δημιουργήσουμε ένα σαφέστερο πλαίσιο για τις συζητήσεις μας.

Το δεύτερο ζήτημα κατωφλίου ήταν κατά πόσον ήταν δυνατόν να μετρηθούν με ακρίβεια τα στοιχεία του πολιτικού κινδύνου ως βάση για τη βαθμονόμηση των διοικητικών αντιδράσεων που εξετάζουμε. Σε αυτό το σημείο, η αναζήτησή μας μας οδήγησε σε ένα νέο εργαλείο που αναπτύχθηκε από τους Hassan, Hollander, van Lent και Tahoun (2019). Αυτό το καινοτόμο εργαλείο μας επέτρεψε να μετρήσουμε αξιόπιστα την αντίληψη σε επίπεδο επιχείρησης για διάφορους τύπους πολιτικών κινδύνων προσαρμόζοντας τεχνικές υπολογιστικής γλωσσολογίας σε απομαγνητοφωνημένα κείμενα των τριμηνιαίων τηλεδιασκέψεων για τα κέρδη των εισηγμένων στο χρηματιστήριο επιχειρήσεων στις Ηνωμένες Πολιτείες.

Χρησιμοποιούμε αυτό το εργαλείο για να εξετάσουμε τρία βασικά ζητήματα της εταιρικής χρηματοδότησης ενόψει της αντίληψης των διευθυντών για μετρήσιμη αύξηση ή μείωση του πολιτικού κινδύνου: εμπορική πίστωση, διαχείριση μετρητών

και συμπεριφορά ανάληψης κινδύνων από τους διευθυντές. Έτσι, ενώ το πρώτο κεφάλαιο της παρούσας διατριβής είναι αφιερωμένο στα ευρήματά μας σχετικά με τη φύση και τη σύνθεση του πολιτικού κινδύνου, τα υπόλοιπα τρία κεφάλαια τεκμηριώνουν την προσέγγισή μας και τα ευρήματά μας σε αυτά τα τρία ζητήματα που έχουν σημασία τόσο για τους επαγγελματίες της εταιρικής χρηματοδότησης όσο και για τους ακαδημαϊκούς.

Όσον αφορά τη φύση του πολιτικού κινδύνου, παρακολουθούμε την εξέλιξη της έννοιας αυτής και τις διάφορες προσπάθειες ορισμού των παραμέτρων της κατά τις τελευταίες έξι δεκαετίες. Καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι, επειδή η κατανόηση του τι συνιστά πολιτικό κίνδυνο παραμένει άμορφη και ευμετάβλητη, η συμβολή μας πρέπει να περιλαμβάνει ένα πιο ολοκληρωμένο πλαίσιο που θα αντικατοπτρίζει τη σύγχρονη πραγματικότητα και θα αποτελέσει μια χρήσιμη επικαιροποιημένη προσθήκη στην κατανόηση και τη διαχείριση του πολιτικού κινδύνου. Ως εκ τούτου, εκτός από μια ευρεία ανασκόπηση της μέχρι σήμερα βιβλιογραφίας, αυτό το νέο πλαίσιο αποτελεί σημαντικό στοιχείο των όσων παρουσιάσαμε στο Κεφάλαιο 1 της παρούσας διατριβής. Οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν όλο και περισσότερο την αβεβαιότητα που σχετίζεται με τον χρόνο και το περιεχόμενο της κυβερνητικής πολιτικής και των αλλαγών του καθεστώτος, καθώς και με τη λανθάνουσα επίδραση που έχουν οι πολιτικές αυτές στα οικονομικά αποτελέσματα των επιχειρήσεων. Παρόλο που κατά την περίοδο της μελέτης μας, οι ΗΠΑ απολαμβάνουν ένα σταθερό και δημοκρατικό πολιτικό περιβάλλον (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny, 1997), η πολιτική αβεβαιότητα δεν μειώνεται. Αυτό εξηγείται από τις κομματικές διαφοροποιήσεις στους φόρους, τις κοινωνικές παροχές, τα συστήματα υγειονομικής περίθαλψης και τους κανονισμούς που μπορεί να επηρεάσουν τους επιχειρηματικούς κύκλους (βλ. π.χ. Alesina, 1987- Alesina and Roubini, 1992).

Η έρευνά μας σχετικά με την αλληλεπίδραση μεταξύ των αντιλήψεων των διαχειριστών για τον πολιτικό κίνδυνο (όπως μετράται μέσω του Hassan, Hollander, van Lent και Tahoun (2019)) και της εμπορικής πίστωσης καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η ενδοεπιχειρησιακή πίστωση μπορεί να υποκαταστήσει άλλες πηγές εξωτερικής χρηματοδότησης σε περιόδους αναταραχής, καθώς οι περίοδοι αυτές χαρακτηρίζονται από πιο αυστηρή πρόσβαση στις πιστωτικές και κεφαλαιαγορές. Τα

αποτελέσματα αυτά είναι ανθεκτικά σε διάφορους ελέγχους και δείχνουμε επιπλέον ότι η παροχή εμπορικής πίστωσης αυξάνεται σε περιόδους υψηλής κοινωνικής εμπιστοσύνης.

Όσον αφορά τη διαχείριση μετρητών, η εξέταση της επίδρασης του πολιτικού κινδύνου σε επίπεδο επιχείρησης μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις διατηρούν υψηλότερα ταμειακά αποθέματα και ρευστούς πόρους όταν αντιμετωπίζουν υψηλή πολιτική αβεβαιότητα. Οι επιχειρήσεις διατηρούν περισσότερα μετρητά για λόγους προφύλαξης και χρηματοοικονομικής ευελιξίας σε περιόδους πολιτικών αναταραχών, σύμφωνα με τη θεωρία του Jensen (1989). Δείχνουμε επίσης ότι η διατήρηση των ταμειακών ροών και η αγοραία αξία ενός δολαρίου διακράτησης μετρητών αυξάνονται για τις επιχειρήσεις με υψηλότερο συνολικό πολιτικό κίνδυνο και εξηγούμε πώς διοχετεύονται αυτά τα ταμειακά αποθέματα.

Όσον αφορά τη συμπεριφορά ανάληψης κινδύνου από τα στελέχη, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι ο πολιτικός κίνδυνος σε επίπεδο επιχείρησης προκαλεί αναλογικά την ανάληψη κινδύνου από τα στελέχη σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα. Ωστόσο, οι διευθυντές προσαρμόζουν την προτίμησή τους για ανάληψη κινδύνου μειώνοντάς την με την πάροδο του χρόνου. Οι επιχειρήσεις που χορηγούν στα στελέχη τους δικαιώματα προαίρεσης και κίνητρα με βάση τις μετοχές είναι πιο πιθανό να βιώσουν αυτή τη θετική συσχέτιση μεταξύ του επιπέδου κινδύνου στην πολιτική σφαίρα και του επιπέδου ανάληψης κινδύνου εντός της επιχείρησης. Ωστόσο, τα διευθυντικά στελέχη παρουσιάζουν μεγαλύτερη αποστροφή προς τον κίνδυνο όταν διευθύνουν πολυεθνικές εταιρείες και δραστηριοποιούνται σε ένα πολιτικά ταραγμένο περιβάλλον.

Καθ' όλη τη διάρκεια της παρούσας διατριβής, οι μελέτες μας συμβάλλουν σε διάφορα πεδία της βιβλιογραφίας. Συγκεκριμένα, προσθέτουμε στη σειρά ερευνών που εξετάζουν την επίδραση της αβεβαιότητας που προέρχεται από την πολιτική. Επιπλέον, η μελέτη μας προσθέτει στοιχεία για την κατανόηση των καθοριστικών παραγόντων των εταιρικών χρηματοδοτικών, στρατηγικών και οργανωτικών αποφάσεων. Ωστόσο, αξίζει να τονιστεί ότι ο ορισμός του πολιτικού κινδύνου που

χρησιμοποιούμε δεν μπορεί να είναι εξαντλητικός. Το μέτρο αυτό αντανακλά την αντίληψη της διοίκησης των επιχειρήσεων και των ενδιαφερόμενων μερών για τον πολιτικό κίνδυνο και μπορεί να διαφέρει ποσοτικά από τα πραγματικά επίπεδα πολιτικού κινδύνου. Δεν μπορούμε να βασιστούμε μονοσήμαντα σε αυτόν τον ορισμό για να ταξινομήσουμε τα γεγονότα και τους κινδύνους ως πολιτικά ή μη. Αυτός ο δείκτης περιλαμβάνει κάποια κρίση, επομένως απαιτείται προσοχή τόσο στην κατασκευή όσο και στην ερμηνεία του δείκτη.

Ωστόσο, η κατανόησή μας για το εύρος του σημερινού πολιτικού κινδύνου, την πολυπλοκότητά του και τις διάφορες δυνάμεις - που διαμορφώνουν τις διάφορες εκφράσεις του - είναι βαθύτερη, πιο διαφοροποιημένη και εξελίσσεται. Η παρούσα διατριβή χρησιμοποίησε τη διάφορη βιβλιογραφία και τη δική μας εμπειρική ανάλυση για να μεταφέρει μια διαφορετική ή πρόσθετη εικόνα των διαφόρων διαστάσεων του πολιτικού κινδύνου του 21ου αιώνα και των επιπτώσεών του στις επιχειρήσεις και τις οικονομίες. Η βελτιωμένη γνώση σχετικά με το νέο περιβάλλον και τις αποφάσεις των επιχειρήσεων σε ένα τέτοιο περιβάλλον έχει σημαντικές επιπτώσεις. Τέτοιες μεταβατικές εποχές μπορούν να προσφέρουν στους ερευνητές, τους επαγγελματίες και τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής μια ευκαιρία για μια πραγματική αλλαγή παραδείγματος, ώστε να ελεγχθεί η εγκυρότητα των υφιστάμενων οργανωτικών θεωριών και πρακτικών και να αναπτυχθούν νέες. Η εγκυρότητα των σημερινών πολιτικών διακυβεύεται.

Βιβλιογραφία-Αναφορές

- [1] Agarwal, V., Daniel, N. D., & Naik, N. Y. (2009). Role of managerial incentives and discretion in hedge fund performance. *The Journal of Finance*, 64(5), 2221-2256.
- [2] Aggarwal, R. K., & Samwick, A. A. (1999). Executive compensation, strategic competition, and relative performance evaluation: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 54(6), 1999-2043.
- [3] Akey, P., & Lewellen, S. (2017). Policy uncertainty, political capital, and firm risk-taking. *Political Capital, and Firm Risk-Taking (March 22, 2017)*.
- [4] Antzoulatos, A. A., & Tsoumas, C. (2014). Institutions, moral hazard and expected government support of banks. *Journal of Financial Stability*, 15, 161-171.
- [5] Ashraf, B. N. (2017). Political institutions and bank risk-taking behavior. *Journal of Financial Stability*, 29, 13-35.
- [6] Audia, P. G., & Greve, H. R. (2006). Less likely to fail: Low performance, firm size, and factory expansion in the shipbuilding industry. *Management science*, 52(1), 83-94.
- [7] Baixauli-Soler, J. S., Belda-Ruiz, M., & Sanchez-Marin, G. (2015). Executive stock options, gender diversity in the top management team, and firm risk taking. *Journal of Business Research*, 68(2), 451-463.
- [8] Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The quarterly journal of economics*, 131(4), 1593-1636.
- [9] Baysinger, B. D., Kosnik, R. D., & Turk, T. A. (1991). Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy. *Academy of Management journal*, 34(1), 205-214.
- [10] Baysinger, B., & Hoskisson, R. E. (1989). Diversification strategy and R&D intensity in multiproduct firms. *Academy of Management journal*, 32(2), 310-332.
- [11] Baysinger, B., & Hoskisson, R. E. (1990). The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. *Academy of Management review*, 15(1), 72-87.
- [12] Beatty, R. P., & Zajac, E. J. (1994). Managerial incentives, monitoring, and risk bearing: A study of executive compensation, ownership, and board structure in initial public offerings. *Administrative Science Quarterly*, 313-335.

- [13] Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance? *The Review of financial studies*, 22(2), 783-827.
- [14] Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of financial economics*, 37(1), 39-65.
- [15] Bertrand, Marianne, and Antoinette Schoar. "Managing with style: The effect of managers on firm policies." *The Quarterly journal of economics* 118.4 (2003): 1169-1208.
- [16] Bettis, R. A., & Mahajan, V. (1985). Risk/return performance of diversified firms. *Management Science*, 31(7), 785-799.
- [17] Boubakri, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Hossain, M. (2020). Post-privatization state ownership and bank risk-taking: Cross-country evidence. *Journal of Corporate Finance*, 101625.
- [18] Boubakri, N., Mansi, S. A., & Saffar, W. (2013). Political institutions, connectedness, and corporate risk-taking. *Journal of International Business Studies*, 44(3), 195-215.
- [19] Boutchkova, M., Doshi, H., Durnev, A., & Molchanov, A. (2012). Precarious politics and return volatility. *The Review of Financial Studies*, 25(4), 1111-1154.
- [20] Brogaard, J., & Detzel, A. (2015). The asset-pricing implications of government economic policy uncertainty. *Management Science*, 61(1), 3-18.
- [21] Bromiley, P. (1991). Testing a causal model of corporate risk taking and performance. *Academy of Management journal*, 34(1), 37-59.
- [22] Bushman, R. M., Piotroski, J. D., & Smith, A. J. (2004). What determines corporate transparency? *Journal of accounting research*, 42(2), 207-252.
- [23] Caprio, L., Faccio, M., & McConnell, J. J. (2013). Sheltering corporate assets from political extraction. *The Journal of Law, Economics, & Organization*, 29(2), 332-354.
- [24] Chen, C. R., Steiner, T. L., & Whyte, A. M. (2006). Does stock option-based executive compensation induce risk-taking? An analysis of the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, 30(3), 915-945.
- [25] Cohen, R. B., Hall, B. J., & Viceira, L. M. (2000). Do executive stock options encourage risk-taking. *Unpublished manuscript, Harvard University*.
- [26] Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2006). Managerial incentives and risk-taking. *Journal of financial Economics*, 79(2), 431-468.

[27] Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2006). Managerial incentives and risk-taking. *Journal of financial Economics*, 79(2), 431-468.

[28] Cool, K., Dierickx, I., & Jemison, D. (1989). Business strategy, market structure and risk-return relationships: A structural approach. *Strategic Management Journal*, 10(6), 507-522.

[29] Cukierman, A. (2013). Monetary policy and institutions before, during, and after the global financial crisis. *Journal of Financial Stability*, 9(3), 373-384.

[30] Dam, L., & Koetter, M. (2012). Bank bailouts and moral hazard: Evidence from Germany. *The Review of Financial Studies*, 25(8), 2343-2380.

[31] Das, T. K., & Teng, B. S. (2001). Trust, control, and risk in strategic alliances: An integrated framework. *Organization studies*, 22(2), 251-283.

[32] Dimson, E. (1979). Risk measurement when shares are subject to infrequent trading. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 197-226.

[33] Durnev, A. (2010). The real effects of political uncertainty: Elections and investment sensitivity to stock prices. *Available at SSRN 1549714*.

[34] Durnev, A., Enikolopov, R., Petrova, M., & Santarosa, V. (2015). Politics, instability, and composition of international investment flows. *Journal of Corporate Finance*, 30, 299-324.

[35] Ettl, J. E. (1998). R&D and global manufacturing performance. *Management Science*, 44(1), 1-11.

[36] Faccio, M., Marchica, M. T., & Mura, R. (2011). Large shareholder diversification and corporate risk-taking. *The Review of Financial Studies*, 24(11), 3601-3641.

[37] Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.

[38] Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of financial economics*, 116(1), 1-22.

[39] Florackis, C., & Ozkan, A. (2009). Managerial incentives and corporate leverage: evidence from the United Kingdom. *Accounting & Finance*, 49(3), 531-553.

[40] Frésard, L., & Valta, P. (2016). How does corporate investment respond to increased entry threat? *The Review of Corporate Finance Studies*, 5(1), 1-35.

[41] Friend, I., & Lang, L. H. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *the Journal of Finance*, 43(2), 271-281.

- [42] Guay, W. R. (1999). The sensitivity of CEO wealth to equity risk: an analysis of the magnitude and determinants. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 43-71.
- [43] Gulen, H., & Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 29(3), 523-564.
- [44] Hambrick, D. C. (2007). Upper echelons theory: An update.
- [45] Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of management review*, 9(2), 193-206.
- [46] Hambrick, D. C., Cho, T. S., & Chen, M. J. (1996). The influence of top management team heterogeneity on firms' competitive moves. *Administrative science quarterly*, 659-684.
- [47] Hansen, G. S., & Hill, C. W. (1991). Are institutional investors myopic? A time-series study of four technology-driven industries. *Strategic management journal*, 12(1), 1-16.
- [48] Hassan, T. A., Hollander, S., van Lent, L., & Tahoun, A. (2019). Firm-level political risk: Measurement and effects. *The Quarterly Journal of Economics*, 134(4), 2135-2202.
- [49] Haugen, R. A., & Senbet, L. W. (1981). Resolving the agency problems of external capital through options. *The Journal of Finance*, 36(3), 629-647.
- [50] Hoskisson, R. E., Hitt, M. A., & Hill, C. W. (1993). Managerial incentives and investment in R&D in large multiproduct firms. *Organization Science*, 4(2), 325-341.
- [51] Jens, C. E. (2017). Political uncertainty and investment: Causal evidence from US gubernatorial elections. *Journal of Financial Economics*, 124(3), 563-579.
- [52] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- [53] John, K., Litov, L., & Yeung, B. (2008). Corporate governance and risk-taking. *The journal of finance*, 63(4), 1679-1728.
- [54] Johnson, S. A., Ryan, H. E., & Tian, Y. S. (2009). Managerial incentives and corporate fraud: The sources of incentives matter. *Review of Finance*, 13(1), 115-145.
- [55] Julio, B., & Yook, Y. (2012). Political uncertainty and corporate investment cycles. *The Journal of Finance*, 67(1), 45-83.
- [56] Kahneman, D. (1979). Tversky, A. (1979). *Prospect theory: an analysis of decision under risk*, 263-292.

- [57] Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The quarterly journal of economics*, 112(1), 169-215.
- [58] Kelly, B., Pástor, L., & Veronesi, P. (2016). The price of political uncertainty: Theory and evidence from the option market. *The Journal of Finance*, 71(5), 2417-2480.
- [59] Kini, O., & Williams, R. (2012). Tournament incentives, firm risk, and corporate policies. *Journal of Financial Economics*, 103(2), 350-376.
- [60] Laverty, K. J. (1993, August). how valid are r&d measures in empirical tests of "short-termism"? *Academy of Management Proceedings* (Vol. 1993, No. 1, pp. 27-31). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.
- [61] Leland, H. E. (1998). Agency costs, risk management, and capital structure. *The Journal of Finance*, 53(4), 1213-1243.
- [62] Lewellen, K. (2006). Financing decisions when managers are risk averse. *Journal of Financial Economics*, 82(3), 551-589.
- [63] Low, A. (2009). Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 470-490.
- [64] McNamara, G., & Bromiley, P. (1999). Risk and return in organizational decision making. *Academy of Management Journal*, 42(3), 330-339.
- [65] Mendeloff, J., Nelson, C., Ko, K., & Haviland, A. (2006). Are small businesses riskier than larger ones?
- [66] Mihet, R. (2013). Effects of culture on firm risk-taking: a cross-country and cross-industry analysis. *Journal of Cultural Economics*, 37(1), 109-151.
- [67] Milidonis, A., & Stathopoulos, K. (2014). Managerial incentives, risk aversion, and debt. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 453-481.
- [68] Palmer, T. B., & Wiseman, R. M. (1999). Decoupling risk taking from income stream uncertainty: A holistic model of risk. *Strategic Management Journal*, 20(11), 1037-1062.
- [69] Pastor, L., & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about government policy and stock prices. *The journal of Finance*, 67(4), 1219-1264.
- [70] Popescu, A., & Rafael Smets, F. (2010). Uncertainty, risk-taking, and the business cycle in Germany. *CESifo Economic Studies*, 56(4), 596-626.
- [71] Raith, M. (2003). Competition, risk, and managerial incentives. *American Economic Review*, 93(4), 1425-1436.

- [72] Rajgopal, S., & Shevlin, T. (2002). Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking. *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), 145-171.
- [73] Rice, C., & Zegart, A. B. (2018). *Political risk: How businesses and organizations can anticipate global insecurity*. Twelve.
- [74] Ruefli, T. W., Collins, J. M., & Lacugna, J. R. (1999). Risk measures in strategic management research: auld lang syne? *Strategic management journal*, 20(2), 167-194.
- [75] Shin, H. H., & Stulz, R. M. (2000). Shareholder wealth and firm risk. *Working Paper*.
- [76] Shin, H. H., & Stulz, R. M. (2000). *Firm value, risk, and growth opportunities* (No. w7808). National bureau of economic research.
- [77] Smith, C. W., & Stulz, R. M. (1985). The determinants of firms' hedging policies. *Journal of financial and quantitative analysis*, 20(4), 391-405.
- [78] Stein, J. C. (1988). Takeover threats and managerial myopia. *Journal of political economy*, 96(1), 61-80.
- [79] Stulz, René M. "The limits of financial globalization." *The journal of finance* 60.4 (2005): 1595-1638.
- [80] Tan, Justin. "Innovation and risk-taking in a transitional economy: A comparative study of Chinese managers and entrepreneurs." *Journal of business venturing* 16.4 (2001): 359-376.
- [81] Tong, T. W., & Reuer, J. J. (2007). Real options in multinational corporations: Organizational challenges and risk implications. *Journal of International Business Studies*, 38(2), 215-230.
- [82] Wiseman, R. M., & Bromiley, P. (1996). Toward a model of risk in declining organizations: An empirical examination of risk, performance and decline. *Organization Science*, 7(5), 524-543.
- [83] Yung, K., & Chen, C. (2018). Managerial ability and firm risk-taking behavior. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 51(4), 1005-1032.