

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΙΓΑΙΟΥ
ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ



**«Η Σχέση Μεταξύ Εγχώριων Επενδύσεων και Παγκοσμιοποίησης της
Παραγωγής στην Εποχή της Χρηματιστικοποίησης: Οι Μη
Χρηματοοικονομικές Κεφαλαιουχικές Εταιρείες των ΗΠΑ κατά την περίοδο
2000-2017»**

ΤΙΓΚΙΝΗ ΙΩΑΝΝΑ

ΑΜ: 2312013120

ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΕΣ:

ΛΙΑΓΚΟΥΡΑΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

ΣΥΡΜΟΣ ΘΩΜΑΣ

ΧΙΟΣ, Φεβρουάριος 2019

Ιωάννα Τιγκίνη, 2019

Έχω διαβάσει και κατανοήσει τους κανόνες για τη λογοκλοπή και τον τρόπο σωστής αναφοράς των πηγών που περιέχονται στον Οδηγό συγγραφής διπλωματικών εργασιών του ΤΜΟΔ. Δηλώνω υπεύθυνα ότι, από όσα γνωρίζω, το περιεχόμενο της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι προϊόν δικής μου δουλειάς και υπάρχουν αναφορές σε όλες τις πηγές που χρησιμοποίησα.

Πίνακας Περιεχομένων

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	5
ABSTRACT	7
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	8
1. ΜΙΑ ΓΕΝΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΙΚΟΠΟΙΗΣΗΣ	12
1.1 Η έννοια της χρηματιστικοποίησης	12
1.2 Οι ρίζες της χρηματιστικοποίησης	16
1.3 Οι συνέπειες της χρηματιστικοποίησης	20
2. ΤΟ ΧΑΣΜΑ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΤΑ ΚΕΡΔΗ	25
2.1 Οι ερμηνείες που βασίζονται στη χρηματιστικοποίηση	26
2.2 Επισκόπηση της μελέτης του Orhangazi (2008)	29
2.3 Εναλλακτικές ερμηνείες για το χάσμα επενδύσεων- κερδών	33
3. ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΧΡΟΝΟΛΟΓΙΚΩΝ ΣΕΙΡΩΝ (PANEL DATA)	38
3.1 Χρήση Panel Data και πλεονεκτήματα	38
3.2 Μεθοδολογία	41
3.3 Μοντέλο Ελαχίστων Τετραγώνων (pooled OLS).....	43
3.4 Έλεγχος Hausman	44
3.5 Δεδομένα	45
4. ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΕΛΕΓΧΟΙ ΚΑΙ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ	47
4.1 Έλεγχος πολυσυγγραμικότητας.....	47
4.2 Έλεγχος αυτοσυσχέτισης (Serial Autocorrelation).....	47
4.3 Έλεγχος μοναδιαίας ρίζας σε δεδομένα panel.....	48
4.4 Έλεγχος Fisher – ADF.....	50
4.5 Έλεγχος Hausman	50
4.6 Τροποποιημένος έλεγχος Wald κατά Greene για ετεροσκεδαστικότητα... ..	51
4.7 Έλεγχος Breusch-Pagan για αλληλοσυσχέτιση (cross-correlation)	52
5. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΙΣ ΞΕΝΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΣΤΙΣ ΕΓΧΩΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΥΠΟ ΤΟ ΠΡΙΣΜΑ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΙΚΟΠΟΙΗΣΗΣ	53
5.1 Περιγραφή Δεδομένων	54
Πίνακας I. Περιγραφική Στατιστική	56
Πίνακας II. Συσχετίσεις κατά ζεύγη	57
6. ΕΠΙΛΟΓΟΣ	65

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα εκ των προτέρων να ευχαριστήσω τους ανθρώπους που με βοήθησαν και με στήριξαν καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών μου αλλά και συνέβαλαν στην εκπόνηση αυτής της εργασίας.

Θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένειά μου και τους επιβλέποντες καθηγητές μου κ. Λιάγκουρα Γεώργιο και κ.Σύρμο Θωμά για τη βοήθειά τους. Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον κ. Μπαλτά Ιωάννη για τη τιμή που μου έκανε να συμμετάσχει στην επιτροπή εξέτασης της διπλωματικής μου εργασίας.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η χρηματοπιστικοποίηση, ως έννοια περιγράφει τη σχετική μετατόπιση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων από τον πραγματικό στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Εμφανίστηκε κατά τη δεκαετία του 1980 και συνέβαλε στην επέκταση του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η ανεξέλεγκτη μεγέθυνση των επιχειρησιακών ομίλων (conglomerates), η είσοδος νέων ανταγωνιστών, κυρίως της Ιαπωνίας αλλά και οι δύο πετρελαϊκές κρίσεις που εμφανίστηκαν τη δεκαετία του 1970, αποτέλεσαν τους κύριους λόγους εμφάνισης της χρηματοπιστικοποίησης (financialisation). Το φαινόμενο αυτό έχει σημαντικές συνέπειες τόσο μακροοικονομικές όσο και μικροοικονομικές. Ειδικότερα, στον τομέα των μη-χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων έχει παρατηρηθεί μια μεταστροφή προς τη στρατηγική της “συρρίκνωσης και διανομής των κερδών”, με κύριο στόχο τη “μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων”. Η αλλαγή στη δομή της εταιρικής διακυβέρνησης, ωστόσο συνδέθηκε με αλλαγές στην επενδυτική συμπεριφορά των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Την ίδια περίοδο σημειώθηκε μείωση των επενδυτικών δαπανών και παράλληλα αύξηση των κερδών, το οποίο αναφέρεται στη βιβλιογραφία ως το παράδοξο των επενδύσεων-κερδών. Στην παρούσα εργασία εστιάζουμε αν η παγκοσμιοποίηση της παραγωγής μέσω του offshoring (αύξηση των ξένων άμεσων επενδύσεων αλλά και της ανάθεσης εργασιών σε τρίτους) αποτελεί επίσης καθοριστικό παράγοντα για τη μείωση των εγχώριων επενδύσεων στις ΗΠΑ κι επομένως για την ερμηνεία του παραδόξου επενδύσεων-κερδών. Η μελέτη είναι βασισμένη στις μη χρηματοοικονομικές κεφαλαιουχικές εταιρείες (Non-Financial Corporations) των ΗΠΑ κατά την περίοδο 2000-2017. Η εμπειρική διερεύνηση βασίζεται στις οικονομετρικές μεθόδους των panel data. Οι εγχώριες επενδύσεις (domestic investment) στις ΗΠΑ, όπως προκύπτει από την εμπειρική διερεύνηση, επηρεάζονται από τις ξένες κεφαλαιακές δαπάνες (foreign capital expenditures). Το γεγονός αυτό επιβεβαιώνεται ότι οι μη-χρηματοπιστωτικές εταιρείες (Non-Financial Corporations) εστιάζουν σε ξένες επενδύσεις, με στόχο τη μείωση του κόστους, με αποτέλεσμα τη μείωση των εγχώριων επενδύσεων (domestic investment). Τέλος, η επίδραση της χρηματοπιστικοποίησης παρουσιάζει διαφορετικά αποτελέσματα στις παλινδρομήσεις και δεν εμφανίζει κάποια σημαντική συσχέτιση (correlation). Η σχέση μεταξύ εγχώριων επενδύσεων και χρηματοπιστικοποίησης χρειάζεται περαιτέρω διερεύνηση για να εξαχθούν ασφαλή συμπεράσματα.

Λέξεις κλειδιά: Χρηματοστικοποίηση, κέρδη, επενδύσεις, παγκοσμιοποίηση, offshoring

ABSTRACT

Financialisation, as a meaning describes the conventional translocation of businesses movements from the real to the financial sector. It appeared in 1980 and contributed in the expanding in the financial sector. The uncontrollable magnification of the conglomerates, the entry of new competitive, mainly the Japan's 'but the two oil crisis that showed up in 1970, and it constitutes the main reasons of financialisation. This phenomenon has significant consequences such macroeconomic and microeconomic. Particularly, in the sector of non-financial corporations noticed one revulsion to the strategy of the "downsize and distribute". With the main goal the "maximizing of the shareholder value". The change in the structure of corporate governance, nevertheless it connected with changes in the investment behavior of the non-financial corporations. In the same period it has been noticed that there is a reduction in expenditures investment and at the same time increase of profits, that it is referred in the literature as paradox of investment-profits. In the present work we focus if the globalization of the production via offshoring (increase of foreign direct investment and outsourcing) constitutes determinant factor for the reduction of domestic investment in the USA and afterwards for the interpretation of the paradox of investments-profits. This study is based in the non-financial corporations of USA in the period 2000-2017. The empirical expansion is based on econometric methods of panel data. Domestic investment in USA as it arises from the empirical investigation that they are negatively affected by foreign expenditures. This fact confirms that the non-financial corporations focus on foreign investments with the aim to reduce the cost and as a result to reduce the domestic investments. Lastly, the impact of financialisation presents different regression results and it is not showing any significant relation. The relation between domestic investments and financialisation needs further investigation to export safe conclusions.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παρούσα εργασία έχει ως σημείο εκκίνησης το ρόλο που διαδραμάτισε η χρηματοπιστικοποίηση, στην πραγματική οικονομία, και ειδικότερα στη συμπεριφορά των αμερικανικών μη χρηματοπιστωτικών κεφαλαιουχικών επιχειρήσεων (Non-Financial Corporations, NFCs) στις ΗΠΑ. Η εμφάνισή της χρονολογείται στα τέλη της δεκαετίας του 1970 και προκάλεσε τη σταδιακή υπεροχή του χρηματοπιστωτικού τομέα έναντι του πραγματικού, αλλά και πυροδότησε κοινωνικοοικονομικές ανισότητες και ανεργία. Με άλλα λόγια, σημαντική θεωρείται η επίδρασή της σε ό,τι αφορά τις αλλαγές στη στρατηγική των αμερικανικών επιχειρήσεων κατά τις τελευταίες δεκαετίες, καθώς και στον τρόπο με τον οποίο επενδύουν τα διαθέσιμα κεφάλαιά τους.

Η σύγκριση της περιόδου 1950-1980 με την περίοδο από το 1980 και μετά, αναδεικνύει μια σημαντική διαφορά σχετικά με τη στρατηγική, των επιχειρήσεων στις ΗΠΑ. Αρχικά, οι εταιρείες ακολουθώντας τη στρατηγική “παρακράτησης και επανεπένδυσης” (retain and reinvest), ενθάρρυναν τις επενδύσεις σε φυσικό κεφάλαιο, ενώ τις τελευταίες δεκαετίες υιοθέτησαν τη στρατηγική “συρρίκνωσης και διανομής των κερδών” (downsize and distribute). Με βάση αυτή τη στρατηγική, πρωτεύων σκοπός της διοίκησης της επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση της αξίας για τους μετόχους, με αποτέλεσμα μεγάλο μέρος των κερδών να καταβάλλεται σε εκείνους με τη μορφή μερίσματος. Ως εκ τούτου, η διανομή μερίσματος συνεπάγεται την αναγκαιότητα ενίσχυσης της κερδοφορίας μιας επιχείρησης, προκειμένου να μπορεί να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της. Για αυτό το λόγο, τα διευθυντικά στελέχη των επιχειρήσεων, ενεργούν με ποικίλους τρόπους για την ενίσχυση της κερδοφορίας τους.

Ένας από αυτούς τους τρόπους, είναι η μείωση των δαπανών της επιχείρησης σε φυσικό κεφάλαιο. Οι επιχειρήσεις προχώρησαν επίσης σε μείωση του ανθρώπινου δυναμικού τους, προκειμένου να διαθέσουν αλλού τα κεφάλαιά τους. Μια τέτοια ενέργεια είχε ως αποτέλεσμα η μακροπρόθεσμη ανάπτυξη της επιχείρησης να αντικατασταθεί με προσπάθειες για τόνωση της βραχυπρόθεσμης κερδοφορίας της.

Ένας δεύτερος τρόπος είναι η ολοένα και αυξανόμενη επένδυση της εκάστοτε εταιρείας σε χρηματοπιστωτικά περιουσιακά στοιχεία, προκειμένου οι επενδύσεις αυτές να αποφέρουν άμεσα κέρδη για την διεκπεραίωση των υποχρεώσεων της. Επίσης, αυξήθηκαν θεαματικά οι επαναγορές των ιδίων μετοχών ώστε να αυξηθεί τεχνητά η τιμή τους και να γίνουν ελκυστικές για τους επενδυτές. Αυτή η διαδικασία

αποδόθηκε από πολλούς ερευνητές με τον όρο χρηματιστικοποίηση. Με λίγα λόγια, η χρηματιστικοποίηση είναι μία διαδικασία, που έχει ευνοήσει την επέκταση των χρηματοπιστωτικών αγορών, καθώς και την ευρεία χρήση των χρηματοπιστωτικών μέσων, προκαλώντας αλλαγές, τόσο στην οικονομική ζωή των ΗΠΑ (π.χ. νοικοκυριά), όσο και στην επενδυτική συμπεριφορά των αμερικανικών επιχειρήσεων.

Ειδικότερα, από τη δεκαετία του 1980 με την εμφάνιση της χρηματιστικοποίησης, έχει παρατηρηθεί μία πρωτοφανής απόκλιση, καθώς τα κέρδη των NFCs, έπαψαν να κινούνται παράλληλα με τις επενδύσεις σε φυσικό κεφάλαιο. Αυτός ήταν ένας λόγος για τον οποίο η χρηματιστικοποίηση στοχοποιήθηκε από πολλούς ως ένας από τους κυριότερους παράγοντες που οδήγησαν στην εμφάνιση αυτής της απόκλισης. Το φαινόμενο αυτό ονομάστηκε από τον Stockhammer (2005-2006) ως “πάζλ επενδύσεων κερδών”. Όπως είναι αναμενόμενο έχουν πραγματοποιηθεί πολλές έρευνες, οι οποίες προσπαθούν να μελετήσουν την επενδυτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων και συγκεκριμένα των NFCs, καθώς σε αυτό το είδος επιχείρησης η επιρροή της χρηματιστικοποίησης είναι ιδιαίτερα εμφανής.

Η βιβλιογραφία σχετικά με την αρνητική επίδραση της χρηματιστικοποίησης στις επενδύσεις των NFCs διακρίνει δύο αιτίες. Η πρώτη αιτία αναφέρεται στην αύξηση της συμμετοχής των NFCs σε χρηματοπιστωτικές επενδύσεις, από τις οποίες οι NFCs αποκτούν ένα αυξανόμενο χρηματοπιστωτικό εισόδημα (Crotty 2005, Krippner 2005, Stockhammer 2004). Η δεύτερη αιτία της βιβλιογραφίας περιλαμβάνει τη λεγόμενη “μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων”, όπου η συμμετοχή τους στην εταιρική διακυβέρνηση αυξάνεται όλο και περισσότερο, με αποτέλεσμα οι μέτοχοι να πιέζουν τα διευθυντικά στελέχη για την αύξηση των χρηματοπιστωτικών τους πληρωμών με τη μορφή μερίσματος (Lazonick and O’Sullivan 2000, Stockhammer 2005-2006). Αξίζει να σημειωθεί ότι στην παρούσα εργασία θα δοθεί ιδιαίτερη έμφαση στην εμπειρική εργασία του Orhangazi (2008), ο οποίος συμπεριλαμβάνει στην έρευνα του και τα δύο μέρη της βιβλιογραφίας (κανάλια) σχετικά με τη χρηματιστικοποίηση, προκειμένου να ερευνησει τον αντίκτυπο αυτών των καναλιών στην πραγματική οικονομία με τη χρήση της οικονομετρικής μεθόδου των panel data.

Υπάρχουν όμως και δύο εναλλακτικές ερμηνείες, οι οποίες ενδέχεται να συμβάλλουν στην εξήγηση της απόκλισης μεταξύ κερδών και επενδύσεων. Συγκεκριμένα, η πρώτη ερμηνεία αναφέρεται στην άνοδο των άυλων επενδύσεων και την αλλαγή στην επενδυτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων, καθώς οι εταιρείες συχνά διαθέτουν μέρος των κερδών τους για τη χρηματοδότηση επενδύσεων σε άυλα περιουσιακά στοιχεία, όπως Έρευνα και Ανάπτυξη, διαφήμιση, λογισμικό,

δικαιώματα ευρεσιτεχνίας κ.ά., με σκοπό να ενισχυθεί η μακροπρόθεσμη ανάπτυξη της επιχείρησης.

Η δεύτερη ερμηνεία, αφορά την προοδευτική παγκοσμιοποίηση της “πραγματικής” οικονομίας και στις επακόλουθες αλλαγές στη στρατηγική των εταιρειών. Με την παγκοσμιοποίηση της παραγωγής, οι επιχειρήσεις πέτυχαν μείωση του εργατικού κόστους και σημείωσαν υψηλά ποσοστά κέρδους. Αυτά συνέπεσαν με τη μειωμένη εγχώρια παραγωγή και την άνοδο της μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων, με αποτέλεσμα να επωφεληθούν οι μέτοχοι λόγω της αύξησης των μερισμάτων τους και τις εισροές κεφαλαίου από το εξωτερικό. Ως εκ τούτου η αύξηση των κερδών αυτών των επιχειρήσεων και η ταυτόχρονη μείωση των εγχώριων επενδύσεων τους δικαιολογεί το χάσμα, που παρατηρείται μεταξύ κερδών και επενδύσεων.

Στην παρούσα εργασία θα επικεντρωθούμε στη δεύτερη εξήγηση για να εξετάσουμε αν η παγκοσμιοποίηση της παραγωγής μέσω του offshoring (αύξηση των ξένων άμεσων επενδύσεων αλλά και της ανάθεσης εργασιών σε τρίτους) αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για την μείωση των επενδύσεων στις ΗΠΑ. Για την εξέταση αυτής της ερμηνείας θα χρησιμοποιηθεί στο εμπειρικό μέρος της εργασίας, η οικονομετρική μέθοδος των panel data με ετήσια εισηγμένα δεδομένα για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις των ΗΠΑ κατά την περίοδο 2000-2017.

Η παρούσα εργασία στο σύνολο της στοχεύει στη διερεύνηση της επίδρασης της παγκοσμιοποίησης της παραγωγής στο χάσμα που έχει δημιουργηθεί μεταξύ επενδύσεων και κερδών. Το πρώτο κεφάλαιο εμβαθύνει στην έννοια της χρηματιστικοποίησης με τη χρήση ορισμών και στη συνέχεια αναφέρονται οι ρίζες της χρηματιστικοποίησης με ιδιαίτερη έμφαση στη μετάβαση των επιχειρήσεων από τη στρατηγική “παρακράτησης και επανεπένδυσης” στη στρατηγική “συρρίκνωσης και διανομής των κερδών”. Στο τέλος του ίδιου κεφαλαίου αναφέρονται οι συνέπειες της χρηματιστικοποίησης σε μακροοικονομικό και μικροοικονομικό επίπεδο.

Εν συνεχεία, το δεύτερο κεφάλαιο επικεντρώνεται στο χάσμα μεταξύ επενδύσεων και κερδών και παρουσιάζονται οι διάφορες ερμηνείες, οι οποίες προσπαθούν να εξηγήσουν αυτή την απόκλιση. Στην αρχή αναλύεται η υπόθεση-ερμηνεία της χρηματιστικοποίησης, με εκτενή αναφορά στην εμπειρική έρευνα του Orhangazi (2008) όπου χρησιμοποιεί τη μέθοδο των panel data. Τέλος, παρατίθενται οι δύο εναλλακτικές ερμηνείες, που αναφέρθηκαν παραπάνω, η άνοδος των επενδύσεων σε άυλο κεφάλαιο και η παγκοσμιοποίηση της παραγωγής.

Το επόμενο και τελευταίο κεφάλαιο αποτελεί το εμπειρικό μέρος της εργασίας με τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται και τα αποτελέσματα να προκύπτουν μέσα από την οικονομετρική μέθοδο των panel data.

1. ΜΙΑ ΓΕΝΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΙΚΟΠΟΙΗΣΗΣ

Σε αυτό το κεφάλαιο, θα ασχοληθούμε με το φαινόμενο της χρηματιστικοποίησης (financialisation). Το φαινόμενο αυτό, έκανε την εμφάνισή του, στα τέλη της δεκαετίας του 1970 και έχει βρεθεί στο επίκεντρο πολλών ερευνητών. Αρχικά, στην ενότητα 1.1 περιγράφεται, τόσο η έννοια της χρηματιστικοποίησης, όσο και οι ορισμοί που έχουν δοθεί για τον όρο αυτό, καθώς επίσης και οι αλλαγές που έχει επιφέρει σε διάφορους τομείς. Στη συνέχεια, στην ενότητα 1.2 θα παρουσιαστούν οι ρίζες του φαινομένου της χρηματιστικοποίησης, οι οποίες διαφαίνονται μέσα από τη διαφορετική λειτουργία του οικονομικού συστήματος στην πάροδο των δεκαετιών. Τονίζεται η μετάβαση από τη στρατηγική “παρακράτησης και επανεπένδυσης” (“retain and reinvest”), καθώς και τα σοβαρά προβλήματα που είχε προκαλέσει στη στρατηγική “συρρίκνωσης και διανομής των κερδών” (“downsizing and distribute”). Τέλος, στην ενότητα 1.3 θα αναφερθούν οι κυριότερες συνέπειες της χρηματιστικοποίησης τόσο σε μακροοικονομικό επίπεδο όσο και σε μικροοικονομικό.

1.1 Η έννοια της χρηματιστικοποίησης

Ο όρος “χρηματιστικοποίηση” επισημαίνεται ως «ο αυξανόμενος ρόλος των οικονομικών κινήτρων, των χρηματοπιστωτικών αγορών, των χρηματοπιστωτικών φορέων και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στη λειτουργία των εγχώριων και διεθνών οικονομιών» (Epstein 2005, σελ. 3). Ουσιαστικά, πρόκειται για μια οικονομική διαδικασία, στην οποία οι οικονομικές επιχειρηματικές δραστηριότητες έχουν μετατοπιστεί από τον παραγωγικό τομέα στον χρηματοπιστωτικό. Χαρακτηριστικό στοιχείο της χρηματιστικοποίησης αποτελεί το γεγονός ότι ενισχύει τη θέση και την επιρροή του χρηματοπιστωτικού τομέα στο σύνολο της οικονομίας μιας χώρας. Η διαδικασία της χρηματιστικοποίησης έχει οδηγήσει στην αύξηση των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών, στην εξάρτηση των οικονομικών οντοτήτων από τον χρηματοπιστωτικό τομέα -είτε μέσω της επένδυσης σε χρηματοπιστωτικά περιουσιακά στοιχεία, είτε μέσω του δανεισμού- και στην αναζήτηση υψηλού κέρδους από χρηματοπιστωτικές πηγές. Σύμφωνα με την Kirchner η χρηματιστικοποίηση είναι « ένα πρότυπο συσσώρευσης στο οποίο τα κέρδη προέρχονται περισσότερο από χρηματοοικονομικά κανάλια παρά από το εμπόριο και την εμπορευματική παραγωγή» (Kirchner, 2005, σελ. 174). Μία άλλη προσέγγιση σχετικά με την

εμφάνιση της διαδικασίας της χρηματοπιστικοποίησης αποτελεί η κρίση της κερδοφορίας και η στασιμότητα, που αντιμετώπιζαν οι αμερικανικές εταιρείες στη δεκαετία του 1970 και είχε ως αποτέλεσμα να αναζητήσουν κέρδη στις χρηματοπιστωτικές αγορές και να περιορίσουν τις “πραγματικές” τους επενδύσεις.

Ειδικότερα, στην αμερικανική οικονομία φαίνεται το σκηνικό να αλλάζει στη δομή του οικονομικού συστήματος από τα τέλη της δεκαετίας του 1970, όπου εμφανίζεται η χρηματοπιστικοποίηση. Η διαδικασία αυτή έχει επηρεάσει διάφορους τομείς της οικονομίας προκαλώντας αλλαγές στη λειτουργία τους.

- τον χρηματοπιστωτικό τομέα
- τη συμπεριφορά των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (NFCs)
- τα νοικοκυριά

Σε ότι αφορά τον χρηματοπιστωτικό τομέα, η επίδραση της χρηματοπιστικοποίησης ήταν ιδιαίτερα εμφανής. Από τη δεκαετία του 1980, το μερίδιο του χρηματοπιστωτικού τομέα έχει αυξηθεί σε μεγάλο βαθμό και πλέον κατέχει το μεγαλύτερο μέρος των κερδών στο σύνολο της αμερικανικής οικονομίας. Ο χρηματοπιστωτικός τομέας αποτελείται από θεσμικούς επενδυτές όπως οι επενδυτικές εταιρείες, τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου, οι ασφαλιστικές εταιρείες κ.ά., οι οποίοι λειτουργούν ως μη τραπεζικοί χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές, που συμπεριφέρονται με παρόμοιο τρόπο όπως οι τραπεζικοί οργανισμοί. Το σύστημα αυτό που αποτελείται από μη τραπεζικά ιδρύματα αναφέρεται ως “σκιάδης τραπεζική” (shadow banking). Αυτοί οι οργανισμοί, παρόλο που λειτουργούν όπως τα τραπεζικά ιδρύματα δηλαδή δανείζονται και δανείζουν κεφάλαια, διαφέρουν ως προς τον βαθμό εποπτείας τους. Συγκεκριμένα, η “σκιάδης τραπεζική” είναι λιγότερο ρυθμισμένη από την “παραδοσιακή τραπεζική”, που ελέγχεται από τις αρχές. Η επέκταση του χρηματοπιστωτικού τομέα και της σκιάδους τραπεζικής διευκολύνθηκε ακόμη περισσότερο από την χρηματοπιστωτική καινοτομία που χαρακτήρισε αυτόν τον τομέα, με αποτέλεσμα να προκύψουν νέα χρηματοπιστωτικά μέσα και τεχνικές που συντέλεσαν σε πιο “χαλαρή” ρύθμιση και εποπτεία. Ως αποτέλεσμα της ύπαρξης της σκιάδους τραπεζικής, οι τράπεζες είχαν περιορισμένο ρόλο και παρουσίασαν χαμηλή κερδοφορία και γι’ αυτό έπρεπε να αναζητήσουν άλλες πηγές κερδών. Έτσι, ενίσχυσαν τη συμμετοχή τους στις χρηματοπιστωτικές αγορές και χρησιμοποίησαν διάφορους τρόπους αντιμετώπισης του κινδύνου με καινοτομίες όπως η τιτλοποίηση – η μετατροπή περιουσιακών στοιχείων σε εμπορεύσιμους τίτλους, κυρίως δάνεια – και παράγωγα, προκειμένου οι τράπεζες να ενισχύσουν τα κέρδη τους.

Στο επίπεδο των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, ο στρατηγικός προσανατολισμός της διοίκησης στράφηκε στη μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων. Η άνοδος των θεσμικών επενδυτών, οι οποίοι κατείχαν μεγάλο μερίδιο εταιρικών μετοχών, ασκούσε πίεση στην ανώτερη διοίκηση των εταιρειών, ώστε να ικανοποιήσει τις απαιτήσεις τους. Στη σύγκρουση που προέκυψε μεταξύ διοίκησης και μετόχων (πρόβλημα αντιπροσώπευσης), οι μέτοχοι κατάφεραν να δελεάσουν τους διαχειριστές να δράσουν προς όφελός τους, παραχωρώντας τους δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών. Ως αποτέλεσμα οι μάντζερ, δεδομένου ότι είχαν προσωπικό όφελος από τις μετοχές, προσπάθησαν όσο το δυνατόν περισσότερο για την επίτευξη υψηλών αποδόσεων. Πέρα από τις αποζημιώσεις των διοικητικών στελεχών, οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις χρησιμοποιούσαν τα έσοδα τους, είτε για να επαναγοράσουν τις μετοχές τους, είτε για να πληρώσουν μερίσματα στους μετόχους. Έτσι λοιπόν, είναι αναμενόμενο ότι οι αποφάσεις της κατανομής των πόρων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων επηρεάζονται από τις αυξημένες αποδοχές που λαμβάνει η διοίκηση, η οποία συνδέεται άμεσα με τις εταιρικές αποδόσεις αλλά και με τις πληρωμές των επενδυτών. Η άνοδος της μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων αντανάκλα την προτίμηση σε επενδύσεις χρηματοπιστωτικών περιουσιακών στοιχείων, προκειμένου να επιτυγχάνονται γρήγορα κέρδη.

Στο επίπεδο των νοικοκυριών και δεδομένου ότι η χρηματιστικοποίηση επέφερε, μεταξύ άλλων, εισοδηματικές ανισότητες και αδυναμία εξεύρεσης εργασίας, ο τρόπος με τον οποίο δρουν τα νοικοκυριά άλλαξε σημαντικά. Με άλλα λόγια, τις τελευταίες δεκαετίες, τα νοικοκυριά έχουν αυξήσει τις συναλλαγές τους στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Αυτή τους η συμμετοχή οφείλεται, είτε σε καταναλωτικούς σκοπούς λόγω της ανάγκης για κατανάλωση αγαθών και υπηρεσιών, είτε για επενδυτικούς σκοπούς (π.χ. κατοικίες) είτε σε κερδοσκοπικούς σκοπούς εξαιτίας της ανάπτυξης του χρηματιστηρίου και των χρηματοπιστωτικών μέσων. Γι' αυτούς τους λόγους τα νοικοκυριά οδηγήθηκαν σε πίστωση, η οποία με τη σειρά της αύξησε τα επίπεδα κατανάλωσης στις ΗΠΑ και μείωσε το ύψος της αποταμίευσης των νοικοκυριών. Ακόμα, η αύξηση της πίστωσης στα νοικοκυριά ενίσχυσε τις επενδύσεις τους σε χρηματοπιστωτικά περιουσιακά στοιχεία, προκειμένου να εκμεταλλευτούν όσο το δυνατόν περισσότερο την ύπαρξη των χρηματοπιστωτικών μέσων και να επιτύχουν υψηλές αποδόσεις και γρήγορο κέρδος.

Ωστόσο, αυτές οι αλλαγές που εμφανίστηκαν με τη διαδικασία της χρηματιστικοποίησης από τη δεκαετία του 1970, ήταν οι λύσεις στα προβλήματα που αντιμετώπιζε το αμερικανικό οικονομικό σύστημα μέχρι εκείνη την εποχή. Πιο συγκεκριμένα, η επικράτηση των μεγάλων εταιρικών συγκροτημάτων

(conglomerates) και η αδυναμία των διοικήσεων τους να διαχειριστούν τις πολλές και διαφορετικές τους δραστηριότητες ήταν η αιτία των κακών εταιρικών αποδόσεων της δεκαετίας του 1970. Επιπλέον, το σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών Bretton Woods, στο οποίο οι χώρες που συμμετείχαν σε αυτό έπρεπε να διατηρούν σταθερές τις ισοτιμίες των εθνικών τους νομισμάτων σε σχέση με το δολάριο. Το σύστημα αυτό φαίνεται πως ξεκίνησε να κλονίζεται εξαιτίας της εξόδου κεφαλαίων από τις ΗΠΑ προς το εξωτερικό. Γι' αυτό τον λόγο το ισοζύγιο πληρωμών των ΗΠΑ παρουσίαζε έλλειμμα. Η μεγάλη κυκλοφορία των δολαρίων σε άλλες χώρες αμφισβήτησε τη δυνατότητα των ΗΠΑ να μετατρέψουν τα δολάρια τους σε χρυσό. Έτσι, οι χώρες άρχισαν να ανταλλάσσουν τα δολάρια τους με χρυσό, με αποτέλεσμα οι ΗΠΑ να προχωρήσουν στην κατάργηση του συστήματος το 1971. Η κατάρρευση του συστήματος Bretton Woods σε συνδυασμό με τις πετρελαϊκές κρίσεις των 1973-1974 και 1979-1980, εκτόξευσαν τα επίπεδα του πληθωρισμού και της ανεργίας σε υψηλά επίπεδα. Η αμερικανική οικονομία, κατά τη δεκαετία του 1970, ήρθε αντιμέτωπη με μια μεγάλη οικονομική ύφεση.

Η αμερικανική οικονομία, που βρισκόταν σε σοκ μετά από μία σειρά γεγονότων τη δεκαετία του 1970, χρειαζόταν να ακολουθήσει μία νέα πολιτική που θα αντιμετώπιζε τα υψηλά επίπεδα πληθωρισμού, όπου ήταν και το κυρίαρχο πρόβλημα. Για τον λόγο αυτό, η αμερικανική κυβέρνηση προχώρησε σε μία νεοφιλελεύθερη προσέγγιση και σε μια σειρά οικονομικών μεταρρυθμίσεων. Η νέα μορφή του καπιταλισμού υποστήριζε την απορρύθμιση της οικονομίας, την απελευθέρωση των αγορών, τη μείωση των φόρων και ειδικότερα των ανώτερων οικονομικών τάξεων, τη μείωση των κρατικών δαπανών και την ιδιωτικοποίηση. Σκοπός όλων αυτών των αλλαγών ήταν να περιοριστεί ο ρόλος του κράτους και να μετατοπιστεί το οικονομικό ενδιαφέρον στις αγορές, προκειμένου η οικονομία να φθάσει στα επιθυμητά της επίπεδα. Οι υποστηρικτές του νεοφιλελευθερισμού πίστευαν επίσης, ότι η αγορά είναι ο ανώτερος θεσμός στο σύνολο της οικονομίας, η οποία θα ενίσχυε τις επιχειρηματικές δραστηριότητες και τα επίπεδα παραγωγής. Μετά την εφαρμογή των πολιτικών του νεοφιλελευθερισμού το 1983, ο πληθωρισμός των ΗΠΑ βρισκόταν σε χαμηλά επίπεδα και σε συνδυασμό με την υποτίμηση του δολαρίου το 1985, ευνοήθηκαν τα αμερικανικά προϊόντα και το ΑΕΠ αυξήθηκε.

Η εμφάνιση του νεοφιλελευθερισμού, που χρονολογείται στα τέλη της δεκαετίας του 1970 στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, επέφερε την απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών και συντέλεσε στην ανάπτυξη της χρηματοπιστωτικοποίησης. Ουσιαστικά, η χρηματοπιστωτική απελευθέρωση ώθησε τις επενδύσεις σε χρηματοπιστωτικά περιουσιακά στοιχεία, φέρνοντας τους επενδυτές αντιμέτωπους

με την αβεβαιότητα και τον υψηλό κίνδυνο. Λόγω της έκθεσης στον κίνδυνο, η αγορά με τη βοήθεια της τεχνολογίας δημιούργησε χρηματοπιστωτικά μέσα (π.χ. παράγωγα, ΣΜΕ, ομόλογα κ.ά.), που θα μπορούσαν να περιορίσουν τον κίνδυνο. Ως αποτέλεσμα, οι συμμετοχές στον χρηματοπιστωτικό τομέα αυξήθηκαν, όπως επίσης και τα κέρδη από αυτές τις δραστηριότητες.

1.2 Οι ρίζες της χρηματιστικοποίησης

Το φαινόμενο της χρηματιστικοποίησης φαίνεται να έχει τις ρίζες του στη διαφορά της λειτουργίας του οικονομικού συστήματος μέσα στην πάροδο των δεκαετιών. Από τη δεκαετία του 1950 έως τη δεκαετία του 1970 οι αμερικανικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ακολουθούσαν μια στρατηγική “παρακράτησης και επανεπένδυσης των κερδών” (“retain and reinvest”). «Με βάση αυτή τη στρατηγική οι εταιρείες διατηρούσαν τα κέρδη τους όσο και το εργατικό τους δυναμικό και παράλληλα διοχέτευαν τα έσοδα τους για την απόκτηση εξοπλισμού, ανθρώπινου δυναμικού αλλά και σε άλλες φυσικές επενδύσεις. Παρόλο που η αξιοποίηση και η ανάπτυξη των παραγωγικών πόρων οδήγησε στην επιτυχία των επενδύσεων σε εγκαταστάσεις, εξοπλισμό και ανθρώπινο κεφάλαιο και αποτέλεσε τα θεμέλια της οικονομικής ανάπτυξης των αμερικανικών επιχειρήσεων, η στρατηγική “παρακράτησης και επανεπένδυσης” εμφάνισε σοβαρά προβλήματα λόγω των προκλήσεων που κλήθηκαν να αντιμετωπίσουν οι αμερικανικές εταιρείες» (Lazonick and O’Sullivan, 2000, σελ.14).

Πιο συγκεκριμένα, στη δεκαετία του 1970 παρουσιάστηκε μία ανεξέλεγκτη μεγέθυνση των επιχειρήσεων, γνωστή και ως “conglomerate mania”. Κατά αυτή την περίοδο, οι εταιρείες άρχισαν να μεγαλώνουν πάρα πολύ και να καλύπτουν πάρα πολλά και διαφορετικά είδη επιχειρηματικής δραστηριότητας. Η μεγέθυνση αυτή ήταν αποτέλεσμα των εξαγορών και συγχωνεύσεων μεταξύ των επιχειρήσεων, λόγω των χαμηλών επιτοκίων που παρείχαν καλές ευκαιρίες ώστε να αποκτηθούν άλλες εταιρείες. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα οι μεγάλες εταιρείες να εκμεταλλευτούν τις διογκωμένες τιμές των μετοχών τους, προχωρώντας σε εξαγορές και δημιουργώντας μεγαλύτερα συμπλέγματα (conglomerates). Λόγω των διογκωμένων τιμών των μετοχών τους, οι μεγάλες επιχειρήσεις έδειξαν την “ισχυρή” πλευρά τους, η οποία κατάφερε να προσελκύσει το ενδιαφέρον επίδοξων επενδυτών που θέλησαν να αγοράσουν τις μετοχές τους. Η υπερβολική συγκέντρωση των εταιρειών δεν επέφερε τα αποτελέσματα που προσδοκούσαν και σε συνδυασμό με την αύξηση των

επιτοκίων το 1970 πολλοί από τους ομίλους αναγκάστηκαν να υποχωρήσουν ή να πωλήσουν πολλές από τις εταιρείες τους εξαιτίας των κακών τους αποδόσεων.

Πέρα από τη μαζική επέκταση των επιχειρήσεων στη δεκαετία του 1970, μία νέα πρόκληση για την αμερικανική οικονομία εμφανίστηκε στο προσκήνιο. Η είσοδος νέων ανταγωνιστών σε παγκόσμιο επίπεδο, και κυρίως της Ιαπωνίας ήταν ένα ακόμη πρόβλημα που έπρεπε να αντιμετωπίσουν οι αμερικανικές επιχειρήσεις. Η ανάπτυξη της Ιαπωνίας και η εξέλιξή της στον κλάδο των βιομηχανιών μαζικής παραγωγής αυτοκινήτων, μηχανημάτων και ηλεκτρονικών ειδών απέδειξαν ότι αποτελούσε τον πιο ισχυρό ανταγωνιστή για τις ΗΠΑ. Οι καινοτομίες που ενσωμάτωσαν στα προϊόντα τους αλλά και οι ολοκληρωμένες βάσεις δεξιοτήτων που χρησιμοποιούσαν τους οδήγησαν στην κυρίαρχη θέση του κλάδου, εκτοπίζοντας τις αμερικανικές επιχειρήσεις από την πρωτιά που κατείχαν σε αυτόν από τη δεκαετία του 1920.

Τα δύο σοβαρά προβλήματα που είχαν προκύψει από τη στρατηγική “παρακράτησης και επανεπένδυσης των κερδών” δεν ήταν τα μόνα που είχε να αντιμετωπίσει η αμερικανική οικονομία. Οι δύο πετρελαϊκές κρίσεις που ξέσπασαν τη δεκαετία του 1970 μεγένθυαν ακόμη περισσότερο τα προβλήματα της αμερικανικής οικονομίας και επιπλέον θεωρήθηκαν βασικοί παράγοντες της παγκόσμιας οικονομικής αποσταθεροποίησης. Η πρώτη πετρελαϊκή κρίση καταγράφηκε την περίοδο 1973 - 1974 με αφορμή τον αραβο-ισραηλινό πόλεμο. Οι χώρες – μέλη του Οργανισμού Εξαγωγών Πετρελαιοπαραγωγών Κρατών (ΟΠΕΚ), το 1971 και της αποτίμησης του δολαρίου. Όλα αυτά και σε συνδυασμό με το “κραχ” του χρηματιστηρίου το 1973– 1974, καθώς και η πετρελαϊκή κρίση του 1973 αποτέλεσαν γεγονότα που επηρέασαν την παγκόσμια οικονομία.

Έξι χρόνια αργότερα, το 1979, η πολιτική αναταραχή και η επανάσταση στο Ιράν, που αποτελούσε μέλος του ΟΠΕΚ, επέφεραν την δεύτερη πετρελαϊκή κρίση. Παρόλο που το νέο καθεστώς του Ιράν συνέχισε τις εξαγωγές πετρελαίου, αυτές ήταν περιορισμένες με αποτέλεσμα η τιμή του αργού πετρελαίου να φτάσει στα 35 με 40 δολάρια το βαρέλι. Από την απότομη αύξηση της τιμής του πετρελαίου, τα επίπεδα της ανεργίας και του πληθωρισμού έφτασαν σε τρομακτικά υψηλά επίπεδα και συντέλεσαν στην τεράστια ύφεση της παγκόσμιας οικονομίας.

Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1970, παρόλο που οι μεγάλες αμερικανικές εταιρείες προσπάθησαν να διαφοροποιηθούν μέσω της ανεξέλεγκτης μεγέθυνσης τους δεν απέφεραν τα επιθυμητά αποτελέσματα και συνάμα ο καινοτόμος ανταγωνισμός της Ιαπωνίας επιδείνωσε ακόμη περισσότερο τις αποδόσεις τους. Με αφορμή τις κακές αποδόσεις των εταιρειών, οι αμερικανοί οικονομολόγοι ανέπτυξαν

μια θεωρία, γνωστή ως “θεωρία αντιπροσώπευσης” (agency theory). Η θεωρία αυτή αναφέρεται στη σχέση του μετόχου, ή αλλιώς του εντολέα (principal) και του διαχειριστή ή εντολοδόχου (agent), στην οποία ο εντολέας αναθέτει εξουσία στον εντολοδόχο με σκοπό να υπερασπιστεί τα συμφέροντά του. Από την ανάθεση αυτή όμως, προκύπτει το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης (principal – agent problem), όπου οι εντολοδόχοι μπορεί να επιλέξουν να μην υπερασπιστούν τα συμφέροντα του εντολέα τους και να δράσουν με γνώμονα το προσωπικό τους συμφέρον. Η αντιμετώπιση του προβλήματος αυτού, δημιουργεί την ανάγκη μιας αγοράς για εταιρικό έλεγχο, η οποία θα είναι ικανή να πειθαρχήσει τη διοίκηση των επιχειρήσεων μέσω των εχθρικών εξαγορών. Το κίνημα των εχθρικών εξαγορών του 1980 λειτούργησε ως μηχανισμός για τον έλεγχο των στρατηγικών των ανώτατων διοικητικών στελεχών. Το σημαντικότερο εργαλείο αυτού του κινήματος ήταν το ομόλογο υψηλού κινδύνου “junk bond”, που υποσχόταν υψηλή απόδοση αλλά με χαμηλές εξασφαλίσεις. Οι εταιρείες λειτούργησαν με βάση τη χρηματοδότηση από junk bond, προκειμένου να προχωρήσουν σε μια κίνηση εξαγοράς σε βάρος μιας εταιρείας- στόχου. Ουσιαστικά, οι επιχειρήσεις εξέδιδαν ομόλογα υψηλού κινδύνου, ώστε να αντλήσουν τα απαραίτητα κεφάλαια που χρειάζονταν για την εξαγορά των μετοχών της εταιρείας- στόχου. Στη συνέχεια, το χρέος της εταιρείας που πραγματοποίησε την εξαγορά, θα αποπληρωνόταν από τα περιουσιακά στοιχεία της αποκτηθείσας εταιρείας. Όπως ήταν αναμενόμενο η χρήση των junk bond στις εξαγορές ήταν η επικρατέστερη τακτική των επιχειρήσεων εκείνης της εποχής. Κύριοι συμμετέχοντες του κινήματος των εχθρικών εξαγορών ήταν οι θεσμικοί επενδυτές. Ως θεσμικοί επενδυτές νοούνται τα αμοιβαία κεφάλαια, τα συνταξιοδοτικά ταμεία, οι εταιρείες ασφάλισης ζωής, που εξαιτίας των αλλαγών στους νομικούς περιορισμούς τη δεκαετία του 1970, κατέστησαν δυνατές τις εξαγορές εταιρικών μετοχών στα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια. Έτσι, οι θεσμικοί επενδυτές λόγω του μεγάλου αριθμού των μετοχών που κατέχουν κατάφεραν να ασκήσουν πίεση στα ανώτατα διοικητικά στελέχη, ώστε να επιδιώξουν τη μεγιστοποίηση των οικονομικών τους απολαβών.

Σύμφωνα με το πρόβλημα αντιπροσώπευσης, οι διαχειριστές των εταιρειών πρέπει να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη για λογαριασμό των μετόχων και να στοχεύσουν στις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις των μετοχών. Για να ευθυγραμμιστούν τα συμφέροντα τους με αυτά των μετόχων, οι διαχειριστές ανταμείβονταν με δικαιώματα προαίρεσης¹

¹ Τα δικαιώματα προαίρεσης (stock options) αποτελούν μια από τις πιο γνωστές κατηγορίες παραγώγων. Είναι συμβάσεις που δίνουν στον αγοραστή το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση, έναντι καταβολής τιμήματος να αγοράσει ή να πουλήσει μία υποκείμενη αξία σε μία συγκεκριμένη τιμή (τιμή εξάσκησης) έως μία καθορισμένη ημερομηνία λήξης. Από την άλλη ο πωλητής του δικαιώματος, είναι

(stock options) ήδη από τη δεκαετία του 1950, όμως από το 1970 και μετά, η άνοδος των θεσμικών επενδυτών αύξησε ακόμη περισσότερο τις αποδοχές τους. Οι ελκυστικές αποδοχές των διαχειριστών ενίσχυσαν το ενδιαφέρον τους για την ενίσχυση της αξίας των μετόχων. Καθώς επίσης, η άνοδος του χρηματιστηρίου το 1980 συνέβαλε στην επιδίωξη του στόχου αυτού, με αποτέλεσμα οι ανώτατες διοικήσεις να αλλάξουν τις προτεραιότητες τους και να προσανατολίζονται στη βραχυπρόθεσμη κερδοφορία με βάση τις αποδόσεις των μετόχων. Τις τελευταίες δεκαετίες, η “μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων” (ή “maximizing shareholder value”) έχει γίνει η ολοένα και πιο κυρίαρχη “ιδεολογία” της εταιρικής διακυβέρνησης (Lazonick and O’ Sullivan, 2000). Οι διαχειριστές των επιχειρήσεων έπρεπε πλέον να σκεφτούν αν η υπάρχουσα στρατηγική θα ήταν ικανή να επιφέρει τα κέρδη που προσδοκούσαν οι μέτοχοι και παράλληλα να αντιμετωπίσει το μεταβαλλόμενο οικονομικό περιβάλλον λόγω των προκλήσεων. Ξεκίνησαν να μειώνουν σημαντικά το εργατικό δυναμικό τους και να καταργούν θέσεις εργασίας, ώστε να μπορέσουν να ανταπεξέλθουν στην πρόκληση του ανταγωνισμού. Παράλληλα, οι διαχειριστές επικεντρώθηκαν στην κατανομή των πόρων και των κερδών για να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις των μετόχων και να κρατήσουν τη τιμή της μετοχής τους σε υψηλά επίπεδα. Συνεπώς, «η αλλαγή στον στρατηγικό προσανατολισμό των διευθυντικών στελεχών από τη στρατηγική “παρακράτησης και επανεπένδυσης των κερδών” (retain and reinvest) αντικαθιστάται από την προσανατολισμένη προς το μέτοχο στρατηγική της “συρρίκνωσης και διανομής των κερδών” (downsizing and distribute)» (Lazonick and O’ Sullivan 2000, σελ.18).

Η αλλαγή στον στρατηγικό προσανατολισμό των επιχειρήσεων ωθεί τις επιχειρήσεις να αναζητούν κέρδη περισσότερο από τις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες τους παρά από τις παραγωγικές. Για αυτό τον λόγο, παρατηρείται μείωση στις πάγιες επενδύσεις και εστίαση στις αποδόσεις των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Οι ανταμοιβές των διευθυντικών στελεχών, οι οποίοι εξαρτώνται από τους χρηματοοικονομικούς στόχους της επιχείρησης, τους παρέχουν κίνητρα για να ενεργήσουν υπέρ των βραχυπρόθεσμων μετοχών, αναζητώντας γρήγορες αποδόσεις και κερδοφορία, παρά μακροπρόθεσμη ανάπτυξη για την επιχείρηση. Όπως αναφέρει και ο Orhangazi «οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις εμπλέκονται όλο και περισσότερο στην επένδυση σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, με αποτέλεσμα να προκύπτει ολοένα και μεγαλύτερο μερίδιο του εισοδήματος τους από χρηματοπιστωτικές πηγές» (Orhangazi 2008a, σελ.865). Πέρα από τα υψηλά κέρδη

που πέτυχαν από τις χρηματοπιστωτικές αγορές, πραγματοποίησαν μεγάλα ποσοστά χρηματοοικονομικών πληρωμών με τη μορφή μερισμάτων, επαναγοράς μετοχών και τόκων. Επομένως, οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ασχολούνται περισσότερο με χρηματοοικονομικές δραστηριότητες και αυτό οφείλεται στις αλλαγές της εταιρικής διακυβέρνησης.

1.3 Οι συνέπειες της χρηματιστικοποίησης

Με την ανάπτυξη της χρηματιστικοποίησης και την είσοδο της σε κάθε πτυχή της οικονομικής ζωής των ΗΠΑ, συνέβαλε σε πολλές αλλαγές σε ό,τι αφορά τη δομή του οικονομικού συστήματος, αλλά και στον επαναπροσδιορισμό των στρατηγικών στοχεύσεων των εταιρειών, κυρίως, των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (NFCs). Ένα στοιχείο της χρηματιστικοποίησης είναι η εξάπλωση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, οι οποίες αντλούν κέρδη προερχόμενα από χρηματοπιστωτικές επενδύσεις σε αντίθεση με τις παραγωγικές τους δραστηριότητες.

Για την επιχείρηση, παλιότερα, η οικονομική της ανάπτυξη ταυτιζόταν με την ύπαρξη νέων θέσεων απασχόλησης, καθώς και με την αύξηση της παραγωγικής της δυνατότητας. Αντίθετα, στην εποχή της χρηματιστικοποίησης η ανάπτυξη μίας εταιρείας εξαρτάται από την αξία των μετοχών που κατέχει και από την απόκτηση αποδοτικών χρηματοπιστωτικών περιουσιακών στοιχείων. Είναι αναμενόμενο, ότι η χρηματιστικοποίηση, εκτός από τις λύσεις που έδωσε σε πολλά προβλήματα που ταλάνιζαν την αμερικανική οικονομία, επέφερε και σημαντικές επιπτώσεις σε οικονομικό, αλλά και σε κοινωνικό επίπεδο.

Οι κυριότερες συνέπειες της χρηματιστικοποίησης είναι:

1. Η ενίσχυση του χρηματοπιστωτικού τομέα σε βάρος του “πραγματικού”.
2. Η μεταφορά κεφαλαίων από τον παραγωγικό τομέα στον χρηματοπιστωτικό.
3. Η αλλαγή στον τρόπο επένδυσης των εταιρειών, από τις φυσικές επενδύσεις στα χρηματοπιστωτικά περιουσιακά στοιχεία.
4. Η αύξηση της ανεργίας και των κοινωνικών ανισοτήτων.
5. Η αύξηση του ιδιωτικού χρέους.

Μέσω της χρηματιστικοποίησης, τις τελευταίες τρεις δεκαετίες, παρατηρείται σημαντική υπεροχή του χρηματοπιστωτικού τομέα έναντι του παραγωγικού. Το γεγονός αυτό δικαιολογεί την αύξηση του μεριδίου του χρηματοπιστωτικού τομέα στα συνολικά κέρδη των επιχειρήσεων. Σημαντικός παράγοντας που βοήθησε στην εξάπλωση του χρηματοπιστωτικού τομέα αποτελεί η χρηματοπιστωτική

απορρύθμιση, η οποία συντέλεσε στην απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών, προσφέροντας περισσότερες ευκαιρίες για κερδοφορία και προώθησε περισσότερο τα συμφέροντα των μετόχων. Με αυτόν τον τρόπο, οι επιχειρήσεις είναι πρόθυμες να απομακρυνθούν από τις επενδύσεις σε εξοπλισμό, εργατικό δυναμικό και άλλες υλικές επενδύσεις και να δραστηριοποιηθούν στις χρηματοπιστωτικές αγορές με τη χρήση διάφορων χρηματοπιστωτικών μέσων.

Η άνοδος της χρηματιστικοποίησης έχει επηρεάσει την καθημερινή ζωή των αμερικανών πολιτών. Ιδιαίτερα, η “δημιουργία αξίας για τους μετόχους”, που καθιερώθηκε από τις αμερικανικές επιχειρήσεις πιο ένθερμα από τη δεκαετία του 1990, οδήγησε στην κατάργηση εκατομμυρίων θέσεων εργασίας, σε εργασιακή ανασφάλεια, αλλά και σε κατώτατα επίπεδα μισθών των εργαζομένων. Τα νοικοκυριά βρίσκονταν αντιμέτωπα με ένα νέο τρόπο ζωής, ο οποίος βασιζόταν στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η παρουσία της χρηματιστικοποίησης οδήγησε στην αύξηση της πρόσβασης των νοικοκυριών σε πίστωση, με αποτέλεσμα οι καταναλωτικές τους δαπάνες και οι ευκαιρίες για μία καλύτερη ποιότητα ζωής να στηρίζονται στο χρέος. Όπως αναφέρει ο Goldstein «από το 1989-2007 ο μέσος λόγος του χρέους προς το εισόδημα των νοικοκυριών αυξήθηκε πάνω από 100%» (Goldstein, 2013, σελ.1). Ωστόσο, για την ολοένα και μεγαλύτερη αύξηση του χρέους των νοικοκυριών δίνονται δύο βασικές εξηγήσεις. Η πρώτη εξήγηση αναφέρεται στην προσπάθεια των νοικοκυριών για την κάλυψη των καταναλωτικών τους αναγκών και βελτίωση του βιοτικού τους επιπέδου, προκειμένου να ανταπεξέλθουν στη στασιμότητα του εισοδήματος και τις οικονομικές τους υποχρεώσεις. Για τον λόγο αυτό, τις τελευταίες δεκαετίες παρατηρήθηκε μία αλόγιστη χρήση πιστωτικών καρτών, λήψη δανείων και διάφορες άλλες μορφές δανεισμού, γεγονός που οδήγησε στην αύξηση του χρέους των νοικοκυριών.

Η δεύτερη εξήγηση βασίζεται στο γεγονός ότι τα νοικοκυριά αντιμετωπίζουν την πίστωση ως μέσο για να αυξήσουν την κερδοφορία τους. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα τα νοικοκυριά, εκμεταλλευόμενα την επέκταση των χρηματοπιστωτικών αγορών που επέφερε η χρηματιστικοποίηση, να αυξάνουν τον δανεισμό τους και να τοποθετούνται σε χρηματοπιστωτικές επενδύσεις κερδοσκοπικού χαρακτήρα. Σε αυτή την περίπτωση, το εισόδημα δεν παίζει σημαντικό ρόλο στην αύξηση της πίστωσης και τα νοικοκυριά στοχεύουν σε μία καλύτερη κοινωνική και οικονομική θέση.

Ωστόσο, η εμφάνιση της χρηματιστικοποίησης έχει προκαλέσει μεγάλο ενδιαφέρον για τις συνέπειες που έχει επιφέρει, τόσο στην ευημερία της αμερικανικής οικονομίας

σε μακροοικονομικό επίπεδο, όσο και στην πορεία των αμερικανικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σε μικροοικονομικούς όρους. Σε μακροοικονομικό επίπεδο, η χρηματοπιστωτική απελευθέρωση προσφέρει στις επιχειρήσεις τη δυνατότητα να επενδύουν σε χρηματοπιστωτικά περιουσιακά στοιχεία, ενώ παράλληλα αυξάνει τη μακροοικονομική αβεβαιότητα που διέπει τις φυσικές επενδύσεις. Με αυτό τον τρόπο η χρηματοπιστωτική απελευθέρωση λειτουργεί ως ανασταλτικός παράγοντας στην προτίμηση των εταιρειών για τις υλικές επενδύσεις. Αυτή η επικράτηση του χρηματοπιστωτικού τομέα έναντι του παραγωγικού, οδηγεί στη μείωση των κεφαλαίων, που οι επιχειρήσεις είναι διατεθειμένες να τοποθετήσουν στις φυσικές τους επενδύσεις, με αποτέλεσμα να μειώνεται ολοένα και περισσότερο η πραγματική οικονομική ανάπτυξη. Όπως επισημαίνει ο Palley «η εποχή της χρηματιστικοποίησης έχει συνδεθεί με χλιαρή πραγματική οικονομική ανάπτυξη και η ανάπτυξη φαίνεται επίσης να δείχνει μια τάση επιβράδυνσης» (Palley, 2007,σελ.2). Με την προτίμηση των επιχειρήσεων στα χρηματοπιστωτικά περιουσιακά στοιχεία, μειώθηκε το ενδιαφέρον για παραγωγή και έτσι, προέκυψε λιγότερη ανάγκη για την ύπαρξη εργατικού δυναμικού, γεγονός που προκάλεσε την αύξηση του ποσοστού της ανεργίας.

Επίσης, μέσα από την επικράτηση του χρηματοπιστωτικού τομέα στο σύνολο της οικονομίας, τα κέρδη των επιχειρήσεων δεν επανεπενδύονταν σε υλικά περιουσιακά στοιχεία. Αυτή η τακτική οδήγησε σε στασιμότητα /ή και σε μείωση των μισθών, που προορίζονταν για τους απλούς εργαζόμενους. Με αυτόν τον τρόπο, η μείωση του εισοδήματος των απασχολούμενων επέφερε χαμηλότερα επίπεδα κατανάλωσης, εφόσον οι εργαζόμενοι δεν ήταν πλέον σε θέση να δαπανούν τα ίδια χρήματα με παλιότερα για την κάλυψη των αναγκών τους. Σε πολλές περιπτώσεις καταγράφηκε ακόμη και αύξηση του χρέους των εργαζομένων. Επιπλέον στο πλαίσιο της μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων, η οποία προκάλεσε αλλαγή στην δομή της εταιρικής διακυβέρνησης, οι μέτοχοι και τα ανώτατα διοικητικά στελέχη συγκέντρωσαν τον πλούτο σε βάρος του προσωπικού και η ανισότητα του εισοδήματος πυροδοτήθηκε, αφού ο μισθός των μάντζερ αυξήθηκε με την παραχώρηση των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών, προκειμένου να διασφαλιστεί η διεκδίκηση των συμφερόντων των μετόχων. Μέσα από τα πλήγματα που δέχθηκε η εργασία και η πραγματική οικονομική ανάπτυξη, η διαπραγματευτική δύναμη των εργαζομένων υπονομεύθηκε, με αποτέλεσμα να καθίσταται δύσκολη η διεκδίκηση των εργατικών τους δικαιωμάτων, μιας και ο ρόλος τους δεν έχει πλέον την ίδια σημασία με την αξία των μετοχών που κατέχει μια επιχείρηση. Έτσι, οι ΗΠΑ έπαψαν να εμφανίζουν ένα ποιοτικό επίπεδο απασχόλησης και το βιοτικό επίπεδο να

βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα. Τέλος, η εξάρτηση της αμερικανικής οικονομίας από τις αποδόσεις των μετοχών, που χαρακτηρίζονται από βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα και αβεβαιότητα, καθιστούν το οικονομικό σύστημα πιο εύθραυστο και ευμετάβλητο, τόσο σε οικονομικό, όσο και σε κοινωνικό επίπεδο.

Σε μικροοικονομικό επίπεδο, η χρηματοπιστικοποίηση ωθεί τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις να απομακρυνθούν από τις βασικές τους λειτουργίες (παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών), αλλά και να παραγκωνίσουν τις φυσικές τους επενδύσεις, προκειμένου να στραφούν στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ο λόγος που παρατηρήθηκε αυτή η μεταστροφή, έγκειται στο γεγονός ότι οι χρηματοπιστωτικές επενδύσεις αποφέρουν βραχυπρόθεσμες αποδόσεις και άμεσα κέρδη, σε αντίθεση με τις υλικές επενδύσεις, οι οποίες προσφέρουν αποδόσεις σε μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα και με μεγαλύτερη αβεβαιότητα. Αυτή η τάση προς τα χρηματοπιστωτικά περιουσιακά στοιχεία περιόρισε την αναγκαιότητα ύπαρξης πολλών εργαζομένων στις αμερικανικές επιχειρήσεις, με αποτέλεσμα οι συνθήκες εργασίας να αλλάζουν σε βάρος του εργατικού δυναμικού, αλλά και η πορεία των εργαζομένων μέσα στην επιχείρηση να κρίνεται αβέβαιη. Επίσης, οι μέτοχοι ασκούν πίεση στους μάνατζερ τους για αύξηση του μερίσματός τους από τα κέρδη της εταιρείας, τα οποία επιτυγχάνονται μέσω των αποδόσεων των μετοχών που κατέχουν. Αυτό οδήγησε σε μείωση των μισθών των απλών εργαζομένων αλλά και σε χειρότερες συνθήκες στην απασχόλησή τους. Ωστόσο, για να μπορέσουν οι επιχειρήσεις να επιτυγχάνουν ολοένα και πιο υψηλές αποδόσεις, θα πρέπει οι τιμές τους να αυξάνονται συνεχώς. Για τον λόγο αυτό, οι επιχειρήσεις πολλές φορές προβαίνουν σε δανεισμό κεφαλαίων, προκειμένου να επαναγοράσουν τις μετοχές τους. Αυτό συνεπάγεται αύξηση του εταιρικού τους χρέους. Όλες αυτές οι τακτικές λόγω της επιρροής της χρηματοπιστικοποίησης, δεν άφησαν περιθώριο στις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις να ασχοληθούν με καινοτόμες και άλλες βελτιστοποιημένες δραστηριότητες, οι οποίες θα τις βοηθούσαν να γίνουν περισσότερο ανταγωνιστικές, αλλά αρκέστηκαν να δεσμεύουν χρήματα για να επαναγοράσουν τις εταιρικές τους μετοχές. Λιγότερες επενδύσεις σημαίνει λιγότερες ευκαιρίες για την καλλιέργεια γνώσης και τη βελτίωση των δυνατοτήτων παραγωγικότητας του εργατικού δυναμικού τους.

Οι περισσότερες αποφάσεις που λαμβάνει μια εταιρεία έχουν ως γνώμονα το ποσοστό κινδύνου που αναλαμβάνει. Η σημασία του κινδύνου για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις καθορίζεται σε μεγάλο βαθμό από το μέγεθός τους. Με άλλα λόγια, οι μικρές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις αναλαμβάνουν λιγότερο κίνδυνο σε συνθήκες οικονομικής αστάθειας, καθώς αποφεύγουν τη συμμετοχή τους

σε επικίνδυνες συναλλαγές, αφού το ρίσκο γι' αυτές είναι μεγάλο. Σε αντίθεση με τις μεγάλες μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, οι οποίες επιδιώκουν όλο και μεγαλύτερο κέρδος, λαμβάνουν αποφάσεις που χαρακτηρίζονται από υψηλό κίνδυνο. Η χρηματοπιστωτική απελευθέρωση έχει ευνοήσει την ανάπτυξη των μεγάλων επιχειρήσεων, οι οποίες υποεπενδύουν σε καινοτομικές δραστηριότητες. Αυτή η έλλειψη καινοτομίας οφείλεται στην επιδίωξη των διευθυντικών στελεχών να ικανοποιούν τα συμφέροντα των μετόχων.

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η συμβολή της χρηματιστικοποίησης στην αύξηση του χρέους των νοικοκυριών ήταν καθοριστική. Η χρηματιστικοποίηση συνέβαλε στη χρήση της πίστωσης από τα νοικοκυριά, προκειμένου να συμβαδίσουν με την ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού τομέα. Ως συνέπεια, τα νοικοκυριά χρησιμοποίησαν δάνεια κυρίως στεγαστικά και άλλες μορφές δανεισμού, αυξάνοντας το χρέος τους. Μέσα σε αυτές τις συνθήκες ξέσπασε η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 στις ΗΠΑ, η οποία ξεκίνησε αρχικά στην αγορά των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων. Σύμφωνα με τον Stockhammer «ένας από τους βασικούς παράγοντες της κρίσης ήταν η φούσκα των ακινήτων, δεδομένου ότι η ακίνητη περιουσία είναι αποδεκτή από τις τράπεζες ως εξασφάλιση» (Stockhammer, 2009, σελ.17). Από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 οι δανειστές ενυπόθηκων δανείων στις ΗΠΑ άρχισαν να χορηγούν ολοένα και περισσότερα στεγαστικά δάνεια. Επίσης, οι τράπεζες έγιναν πιο ελαστικές στα πρότυπα δανεισμού τους, με αποτέλεσμα να αυξάνονται οι τιμές των ακινήτων. Αυτή η κατάσταση παρακίνησε τα νοικοκυριά να λάβουν μεγαλύτερη πίστωση στα ενυπόθηκα δάνεια τους, ενώ η πιστοληπτική τους ικανότητα δεν ελεγχόταν σε τόσο μεγάλο βαθμό με παλιότερα. Μέσω της διαδικασίας της τιτλοποίησης, πώλησαν τα ήδη υπάρχοντα δάνεια που είχαν στην κατοχή τους σε άλλες τράπεζες και αυτές με τη σειρά τους σε επενδυτικές τράπεζες, προκειμένου οι δανειστές για να είναι σε θέση να χορηγήσουν και άλλα χρήματα στους δανειολήπτες. Ο συνδυασμός υψηλής πίστωσης και ο χαλαρός έλεγχος της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειοληπτών οδήγησε στην αδυναμία πληρωμής των δόσεων για το ύψος των δανείων, που τους χορηγήθηκε. Ωστόσο, η παρούσα εργασία δεν θα ασχοληθεί με το θέμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης, αλλά με την επίδραση της χρηματιστικοποίησης στην επενδυτική συμπεριφορά των NFCs των ΗΠΑ.

2. ΤΟ ΧΑΣΜΑ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΤΑ ΚΕΡΔΗ

Το κεφάλαιο αυτό έχει σκοπό να εξετάσει το χάσμα που δημιουργήθηκε ανάμεσα στις επενδύσεις και τα κέρδη. Το χάσμα αυτό εμφανίστηκε στις αρχές της δεκαετίας του 1980, παράλληλα με την άνοδο της χρηματιστικοποίησης. Στην αρχή του κεφαλαίου, και συγκεκριμένα στην ενότητα 2.1 γίνεται μια ανασκόπηση στη βιβλιογραφία, που μελετά την επενδυτική συμπεριφορά των NFCs. Έπειτα, στην ενότητα 2.2 πραγματοποιούμε μια επισκόπηση της μελέτης του Orhangazi (2008) και δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στην εμπειρική του έρευνα, διότι θα χρησιμοποιηθεί η ίδια μέθοδος και στην παρούσα εργασία. Τέλος, η ενότητα 2.3 θα εξετάσει μια εναλλακτική ερμηνεία με σκοπό να διερευνήσει πως η παγκοσμιοποίηση της παραγωγής μέσω του offshoring επηρεάζει την επενδυτική συμπεριφορά των NFCs κι αν αποτελεί την εξήγηση της δυσανάλογης σχέσης επενδύσεων- κερδών. Η παρούσα εργασία επικεντρώνεται στις NFCs των ΗΠΑ, κατά την περίοδο 2000-2017 και η εμπειρική διερεύνηση πραγματοποιείται με την οικονομετρική μέθοδο των panel data.

Με την άνοδο της χρηματιστικοποίησης παρατηρήθηκε επέκταση του χρηματοπιστωτικού τομέα, ενώ ταυτόχρονα σημειώθηκε μια μετατόπιση στον προσανατολισμό των εταιρειών προς τη μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων. Η ενασχόληση με τις χρηματοπιστωτικές δραστηριότητες αύξησε τα κέρδη των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων από τον χρηματοπιστωτικό τομέα, γεγονός που οδήγησε σε όλο και μεγαλύτερη συμμετοχή τους και αύξηση των πληρωμών τους στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ωστόσο, παρόλο που τα χρηματοπιστωτικά κέρδη είχαν αυξηθεί και μπορούσαν να συμβάλουν στην ανάπτυξη πραγματικών επενδύσεων, κάτι τέτοιο δε συνέβη. Από τις αρχές της δεκαετίας του 1980, η οικονομία των ΗΠΑ χαρακτηρίστηκε από χαμηλά επίπεδα συσσώρευσης και ταυτόχρονη αύξηση των κερδών. Σύμφωνα με τις Καλετσκιανές αντιλήψεις², οι επενδύσεις καθορίζουν τα κέρδη, ενώ οι Μαρξιστικές αντιλήψεις υποστηρίζουν ότι τα κέρδη επανεπενδύονται. Υπάρχει μία αμφίδρομη σχέση μεταξύ κερδών και

² Σύμφωνα με τον Kalecki (1899-1970), δεν μπορεί να υπάρξει κέρδος αν δεν πραγματοποιηθούν επενδύσεις. Το ποσοστό των επενδυτικών αποφάσεων καθορίζεται από τα συνολικά κέρδη, τα οποία έχουν θετική επίδραση σε ό,τι αφορά αποφάσεις σχετικά με τις επενδύσεις. Οι οικονομικές οντότητες μπορούν να αποφασίσουν σχετικά με το ποσό που θα καταναλώσουν και εκείνο που θα επενδύσουν σε μια συγκεκριμένη περίοδο, αλλά όχι να αποφασίσουν το ύψος των κερδών, που θα αποκομίσουν από τις επενδύσεις τους.

επενδύσεων, αλλά η αποσύνδεσή τους κρίνεται παράδοξη. Αυτό το φαινόμενο ονομάστηκε από τον Stockhammer «παζλ επενδύσεων – κερδών» (Stockhammer, 2005-2006). Ο ίδιος, προκειμένου να εξηγήσει αυτό το χάσμα που δημιουργήθηκε, διατύπωσε τις ακόλουθες ερωτήσεις:

- Γιατί οι εταιρείες δεν επανεπενδύουν τα κέρδη τους;

Χαρακτηρίστηκε ως Μαρξιστικό ερώτημα, γιατί ο Μαρξ και οι άλλοι κλασικοί οικονομολόγοι έπαιρναν ως δεδομένο ότι τα κέρδη επανεπενδύονται. Ωστόσο για τους Κευνσιανούς, που δεν το θεωρούσαν δεδομένο, η ερώτηση επαναδιατυπώθηκε με τον ακόλουθο τρόπο:

- Τι συστηματική αλλαγή συνέβη στην επενδυτική συμπεριφορά έτσι ώστε ολόένα και μικρότερο μερίδιο των κερδών να επανεπενδύεται;

Ο πτωτικός λόγος των επενδύσεων – κερδών για τους υποστηρικτές του Κέυνς εγείρει άλλο ένα ερώτημα:

- Πως μπορούν να πραγματοποιηθούν υψηλά κέρδη ενόψει χαμηλών επενδυτικών δαπανών;

Το ερώτημα αυτό ονομάστηκε από τον Stockhammer Καλετσκιανό.

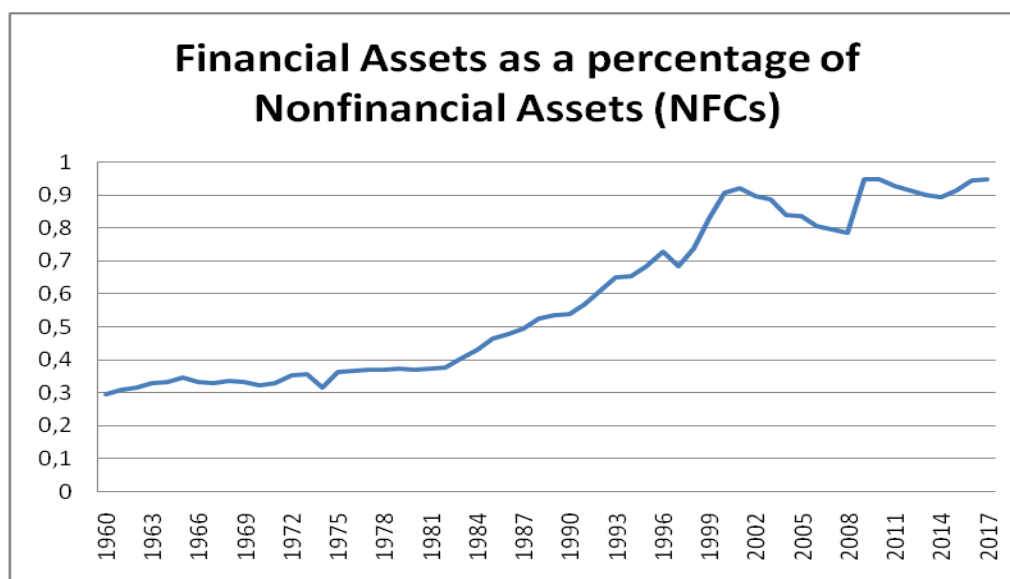
2.1 Οι ερμηνείες που βασίζονται στη χρηματιστικοποίηση

Αξίζει να σημειωθεί ότι οι περισσότερες έρευνες, που έχουν πραγματοποιηθεί σε σχέση με τη χρηματιστικοποίηση, μελετούν την επενδυτική συμπεριφορά των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (NFCs), χωρίζοντας τη σε δύο μέρη. Τα δύο φαινόμενα που περιγράφουν την χρηματιστικοποίηση των NFCs, παρόλο ότι αναφέρονται ως ξεχωριστά στην βιβλιογραφία, αυτό δεν σημαίνει ότι δεν υπάρχει σύνδεση μεταξύ τους.

Το πρώτο μέρος, αναφέρεται στην αύξηση της συμμετοχής σε χρηματοπιστωτικές επενδύσεις, από τις οποίες οι NFCs αποκτούν ένα αυξανόμενο χρηματοπιστωτικό εισόδημα (Crotty 2005, Krippner 2005, Stockhammer 2004, κ.ά.). Μια σειρά εμπειρικών αναλύσεων, αναφέρεται στην αυξανόμενη απόκτηση των χρηματοπιστωτικών περιουσιακών στοιχείων και εισοδημάτων. Οι αναλύσεις αυτές περιγράφουν με ποιον τρόπο η μετατόπιση προς τα χρηματοπιστωτικά περιουσιακά στοιχεία έχει συρρικνώσει τις πραγματικές επενδύσεις.

Από τα μέσα τα μέσα της δεκαετίας του 1970, παρατηρείται μια αλλαγή της προτίμησης των NFCs σε χρηματοπιστωτικά περιουσιακά στοιχεία. Συγκεκριμένα,

από το διάγραμμα 1, οι NFCs φαίνεται να έχουν αυξήσει την προτίμησή τους σε χρηματοπιστωτικές επενδύσεις από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 και μετά. Σε μια περίοδο που χαρακτηρίζεται έντονα από την εμφάνιση της χρηματιστικοποίησης.

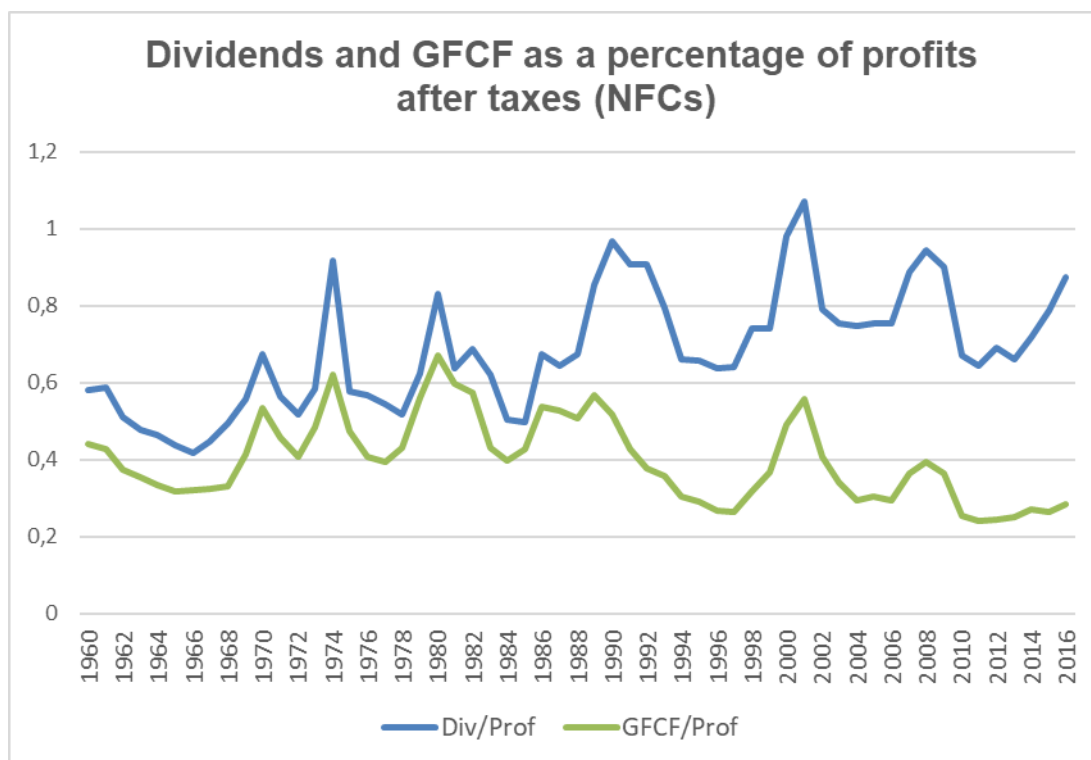


Διάγραμμα 1. Financial Assets as a percentage of Nonfinancial Assets, Nonfinancial Corporate Business, United States, 1960-2017 (Annual Data), Data: Federal Reserve Economic Data. Note: Total financial assets, Flow, Millions of Dollars, Annual, Not Seasonally Adjusted.

Όπως παραθέτει η Krippner (2005), καταγράφεται μια αύξηση του εισοδήματος του χαρτοφυλακίου από τόκους, μερίσματα και πραγματοποιηθέντα κεφαλαιακά κέρδη σε σχέση με τα εταιρικά έσοδα, που κερδίζει ο μη χρηματοπιστωτικός τομέας. Τονίζει ότι αυτή η αναλογία αποτελεί μία αυξανόμενη έκταση στην οποία οι NFCs αντλούν έσοδα από χρηματοπιστωτικές επενδύσεις, σε αντίθεση με τις παραγωγικές δραστηριότητες» (Krippner, 2005, σελ. 182). Επιπλέον, ο Crotty (2005) επισήμανε ότι οι NFCs αύξησαν τις χρηματοπιστωτικές επενδύσεις και αγόρασαν ή δημιούργησαν θυγατρικές, ύστερα από τις χαμηλές αποδόσεις που καταγράφηκαν στις δεκαετίες 1980 και 1990. Αναφέρει ότι οι διοικήσεις των NFCs στράφηκαν σε βραχυπρόθεσμους στόχους (short-termism) σε βάρος της μακροπρόθεσμης επένδυσης. Το γεγονός αυτό είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση της συσσώρευσης κεφαλαίου, αλλά και τη μείωση των πραγματικών περιουσιακών στοιχείων σε σχέση με τις προηγούμενες δεκαετίες.

Ακόμη, σημαντική είναι η συμβολή του Stockhammer (2004) στο πρώτο μέρος της βιβλιογραφίας. Ο ίδιος αναφέρει ότι τις τελευταίες δεκαετίες παρατηρήθηκε μία αύξηση των χρηματοπιστωτικών επενδύσεων από τις NFCs, καθώς και μία ταυτόχρονη επιβράδυνση στη συσσώρευση των πραγματικών περιουσιακών στοιχείων.

Το δεύτερο μέρος της βιβλιογραφίας, εστιάζει στη “μεγιστοποίηση της αξίας για τους μετόχους” (Lazonick and O’ Sullivan 2000, Stockhammer 2005-2006 κ.ά.). Η αλλαγή στην εταιρική διακυβέρνηση και συγκεκριμένα η αυξημένη κυριαρχία των μετόχων αναφέρεται σε πολλές μελέτες για να ορίσει την έννοια της χρηματιστικοποίησης. Στα πλαίσια της μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων, τα διευθυντικά στελέχη των NFCs προκειμένου να υπερασπιστούν τα συμφέροντα των μετόχων αύξησαν τις χρηματοπιστωτικές τους πληρωμές προς τους μετόχους. Ο Stockhammer, υιοθετεί την άποψη των Lazonick και O’ Sullivan (2000), όσον αφορά την αλλαγή της συμπεριφοράς των NFCs, με την εδραίωση της “ιδεολογίας” σχετικά με την αξία των μετόχων. Μέσω εμπειρικών δοκιμών και χρήσης χρονολογικών σειρών, ο Stockhammer θέλησε να εξετάσει πώς η χρηματιστικοποίηση προκάλεσε επιβράδυνση στη συσσώρευση κεφαλαίων, με δεδομένα επιχειρηματικού τομέα για τις χώρες: Γερμανία, Γαλλία, Ηνωμένο Βασίλειο, ΗΠΑ. Τελικά, τα αποτελέσματα επισημαίνουν ότι η χρηματιστικοποίηση προκάλεσε μείωση της συσσώρευσης στις ΗΠΑ και τη Γαλλία. Διαπιστώνει ότι “τα κέρδη των εισοδηματιών (rentiers) εξηγούν το 1/3 περίπου της επιβράδυνσης της κεφαλαιακής συσσώρευσης στις ΗΠΑ” (Stockhammer, 2004, σελ.736). Όπως, ανέφερε στη συνέχεια κι ο Orhangazi (2008, σελ.868), “η χρηματιστικοποίηση χαρακτηρίστηκε από αυξανόμενα ποσοστά χρηματοπιστωτικών πληρωμών, με τη μορφή πληρωμής τόκων, μερισμάτων και επαναγοράς μετόχων”.



Διάγραμμα 2. Dividends and GFCF as a percentage of profits after taxes, Nonfinancial Corporate Business, United States, 1960-2016 (Annual Data), Data: Federal Reserve Economic Data and U.S.

Federal Reserve Bank, Flow of Funds Account, Schedule Z.1. Note: Dividend received, Flow, Millions of dollars, Annual, Not Seasonally Adjusted, GFCF = Gross Fixed Capital Formation, IVA = Inventory Valuation Adjustment, CCAAdj = Capital Consumption Adjustment.

Το διάγραμμα 2 απεικονίζει το βάσιμο αυτής της ερμηνείας. Από τα μέσα της δεκαετίας του 1980 οι συνολικές επενδύσεις (στο διάγραμμα: Gross Fixed Capital Formation= Ακαθάριστες Επενδύσεις Πάγιου Κεφαλαίου) ως ποσοστό του κέρδους (Profits after taxes with IVA and CCAAdj) έχουν πτωτική τάση. Αντίθετα τα μερίσματα (χωρίς τα buybacks) έχουν ανοδική τάση. Με άλλα λόγια, από το 1985 και μετά, παρατηρείται πιο έντονα η αρνητική σχέση μεταξύ συνολικών επενδύσεων και μερισμάτων. Το γεγονός αυτό συνάδει με τα χαρακτηριστικά της χρηματοπιστικοποίησης των NFCs.

2.2 Επισκόπηση της μελέτης του Orhangazi (2008)

Ο Orhangazi(2008) πραγματοποιεί μία καινοτόμα εμπειρική έρευνα σχετικά με την αμερικανική οικονομία. Συγκεκριμένα, χρησιμοποιεί ένα μεγάλο δείγμα NFCs για την περίοδο 1972-2003. Ο σκοπός της έρευνάς του έγκειται στην εξέταση των επιπτώσεων της αυξημένης χρηματοπιστικοποίησης στις πραγματικές επενδυτικές αποφάσεις των NFCs. Σε αντίθεση με τις άλλες εμπειρικές έρευνες, που πραγματοποιούνται σε επίπεδο εθνικών λογαριασμών με τη χρήση χρονολογικών σειρών, ο Orhangazi χρησιμοποιεί τις οικονομετρικές μεθόδους των panel data. Ο λόγος που θα δοθεί ιδιαίτερη έμφαση στην εμπειρική έρευνα του Orhangazi αποτελεί το γεγονός ότι η ίδια μέθοδος θα χρησιμοποιηθεί στην παρούσα εργασία. Ο ίδιος επιλέγει τη μέθοδο των panel data, προκειμένου να λάβει υπόψη του την ετερογένεια των επιχειρήσεων. Τα δεδομένα, που περιλαμβάνει η ανάλυσή του, προέρχονται από την ετήσια βιομηχανική βάση δεδομένων της Standard and Poor's Compustat. Τα panel data παρέχουν ένα σημαντικό πλεονέκτημα σε ό,τι αφορά τον διαχωρισμό των επιχειρήσεων, οι οποίες χαρακτηρίζονται από διαφορετικές συμπεριφορές.

Στην εξίσωση που παραθέτει ο Orhangazi, χρησιμοποιεί ως εξαρτημένη μεταβλητή τις επενδύσεις και ως ανεξάρτητες μεταβλητές εισάγει την κερδοφορία, τις πωλήσεις, το μακροπρόθεσμο χρέος, τις χρηματοπιστωτικές πληρωμές και τα χρηματοπιστωτικά κέρδη. Όλες οι μεταβλητές της εξίσωσης είναι διαιρεμένες με το απόθεμα φυσικού κεφαλαίου. Ειδικότερα, τα χρηματοπιστωτικά κέρδη και οι χρηματοπιστωτικές πληρωμές χρησιμοποιούνται από τον Orhangazi ως τα δύο προσεγγιστικά μέτρα (proxies) της χρηματοπιστικοποίησης, που μπορούν να επηρεάσουν τις πραγματικές επενδύσεις. Τα δύο κανάλια, στα οποία βασίζεται η

ανάλυσή του, έχουν αναφερθεί προηγουμένως στη βιβλιογραφία της χρηματοπιστικοποίησης των NFCs.

Με βάση την υπάρχουσα βιβλιογραφία περί χρηματοπιστικοποίησης, οι αυξημένες χρηματοπιστωτικές πληρωμές αναμένεται να έχουν αρκετές αρνητικές επιπτώσεις στις επενδύσεις, γεγονός που ώθησε τον Orhangazi στη χρήση των χρηματοπιστωτικών πληρωμών ως μία ακόμα ερμηνευτική μεταβλητή στην εξίσωσή του. Αξίζει να σημειωθεί ότι η αυξημένη αναλογία των χρηματοπιστωτικών πληρωμών από τις NFCs, ικανοποιεί τις απαιτήσεις των μετόχων βραχυπρόθεσμα. Σε περίπτωση που οι επιχειρήσεις δεν ικανοποιούν τα συμφέροντα τους, τότε μπορεί να απειληθούν από το ενδεχόμενο μιας εξαγοράς. Επίσης, οι αυξημένες χρηματοπιστωτικές πληρωμές εξυπηρετούν και τα προσωπικά συμφέροντα των ίδιων των διαχειριστών. Ως αποτέλεσμα, οι NFCs επικεντρώνονται περισσότερο στην εκπλήρωση αυτών των υποχρεώσεων, γεγονός που τις απομακρύνει από επενδυτικά σχέδια, τα οποία ενδέχεται να αποφέρουν αποτελέσματα μακροπρόθεσμα.

Επίσης με βάση την υπάρχουσα βιβλιογραφία περί χρηματοπιστικοποίησης, τα διαθέσιμα κεφάλαια μιας επιχείρησης μπορεί να αυξηθούν από οποιαδήποτε πηγή, είτε από χρηματοπιστωτικές, είτε από πραγματικές δραστηριότητες, γεγονός το οποίο μπορεί να έχει θετικό αντίκτυπο στις επενδύσεις. Τα αυξημένα κέρδη από χρηματοπιστωτικές δραστηριότητες θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν στις πραγματικές επενδύσεις. Τα παρελθοντικά επίπεδα των χρηματοπιστωτικών κερδών θα εξετασθούν οικονομικά από τον Orhangazi, προκειμένου να διαπιστωθεί αν έχουν κάποια σχέση με τη χρηματοδότηση των πραγματικών επενδύσεων. Επισημαίνει επίσης, ότι οι μικρότερες επιχειρήσεις είναι χρηματοοικονομικά περιορισμένες σε σχέση με τις μεγάλες επιχειρήσεις.

Τα χρηματοπιστωτικά κέρδη για τις μικρές επιχειρήσεις μπορούν να χρηματοδοτήσουν τις πραγματικές επενδύσεις λόγω του χρηματοοικονομικού περιορισμού. Αντίθετα, τα χρηματοπιστωτικά κέρδη, τα οποία σημειώνουν οι επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους, λόγω των πιέσεων που δέχονται από τους διαχειριστές, είτε χρησιμοποιούνται για την απόκτηση χρηματοπιστωτικών περιουσιακών στοιχείων, είτε για να ανακυκλωθούν στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Σύμφωνα με τον Orhangazi, τα αναμενόμενα κέρδη είναι αυτά τα οποία καθορίζουν αν μια επιχείρηση θα δρομολογήσει ή όχι ένα επενδυτικό σχέδιο. Για τον λόγο αυτό, συμπεριλαμβάνει στην ανάλυσή του την ανεξάρτητη μεταβλητή της κερδοφορίας. Ο ίδιος υποστηρίζει ότι η ανάλυση μιας επενδυτικής απόφασης

πραγματοποιείται κάτω από συνθήκες “αληθινής” αβεβαιότητας. Ως επί το πλείστον η απόφαση για μελλοντική επένδυση και η εκτίμηση των αναμενόμενων κερδών που θα αποφέρει, βασίζεται σε παρελθοντικά κέρδη. Ως αποτέλεσμα, η κερδοφορία του παρελθόντος χρησιμοποιείται ως προσεγγιστική μεταβλητή (proxy) του βαθμού χρησιμοποίησης της παραγωγικής ικανότητας. Σύμφωνα με τον Orhangazi, ο ρυθμός απόδοσης ενός επενδυτικού σχεδίου μπορεί να επηρεαστεί από τις μεταβολές του βαθμού χρησιμοποίησης της παραγωγικής δυναμικότητας μιας επιχείρησης, με αποτέλεσμα παρελθοντικοί ρυθμοί αποδοτικότητας να μην καθίστανται καλοί δείκτες για μια ενδεχόμενη νέα επένδυση. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι ο βαθμός χρησιμοποίησης της παραγωγικής δυναμικότητας μιας επιχείρησης μπορεί να μην είναι ίδιος στην πάροδο των ετών. Μια επιχείρηση με χαμηλό βαθμό χρησιμοποίησης της παραγωγικής δυναμικότητας αναμένει να αυξήσει τις πωλήσεις της, αν δεν το επιτύχει πρέπει να αυξήσει την παραγωγική της δυναμικότητα. Για αυτόν τον λόγο, ο Orhangazi χρησιμοποιεί στην έρευνά του τη μεταβλητή των πωλήσεων ως προσεγγιστική μεταβλητή (proxy), καθώς δεν υπάρχουν μετρήσεις για τον βαθμό χρησιμοποίησης της παραγωγικής δυναμικότητας μιας επιχείρησης.

Ο δείκτης μακροπρόθεσμου χρέους, που λαμβάνει υπόψη του στην ανάλυσή του ο Orhangazi, αποτελεί μια πολύ σημαντική μεταβλητή, καθώς υποδηλώνει τη μακροπρόθεσμη ευρωστία της επιχείρησης. Το επίπεδο χρέους, που μπορεί να αναλάβει μια επιχείρηση, έχει διαφορετικές επιπτώσεις σε μία επένδυση. Η ανάληψη ενός συγκεκριμένου επιπέδου χρέους εξαρτάται από το επίπεδο που έχουν θέσει οι διαχειριστές ως ασφαλές. Η ανάληψη αυξημένου χρέους πάνω από το “ασφαλές” επίπεδο, που έχει οριστεί, θα έχει αρνητικές επιπτώσεις στις επενδύσεις, ενώ κάτω από αυτό το επίπεδο αναμένονται, είτε θετικές, είτε ασήμαντες επιπτώσεις στις επενδύσεις. Να σημειωθεί ότι ένας υψηλός δείκτης χρέους υποδηλώνει υψηλότερες απαιτήσεις προς τους πιστωτές. Αν η επιχείρηση είναι ασυνεπής απέναντι σε τέτοιες υποχρεώσεις, μπορεί να οδηγηθεί ακόμα και στην πτώχευση.

. Για την εξέταση των επιπτώσεων της χρηματοπιστικοποίησης στις πραγματικές επενδύσεις των NFCs, ο Orhangazi χρησιμοποιεί για την παλινδρόμηση του υποδείγματός του τη μέθοδο GMM (Generalized Method of Moments). Αρχικά, η επίδραση της πρώτης υστέρησης της επένδυσης δίνει μία θετική και στατιστικά σημαντική συσχέτιση σε όλες τις παλινδρομήσεις. Ειδικότερα, για τις μεγάλες επιχειρήσεις και στους τρεις διαφορετικούς κλάδους, η συσχέτιση αυτή είναι μεγαλύτερη. Άρα, από τα αποτελέσματα προκύπτει ότι αν στις προηγούμενες περιόδους σημειώθηκαν υψηλές επενδύσεις, τότε θα σημειωθούν και στη τρέχουσα περίοδο.

Όσον αφορά τη μεταβλητή της κερδοφορίας, όπως φαίνεται στα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων, υπάρχει θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση για όλες τις επιχειρήσεις. Παρόλα αυτά, παρατηρείται ότι η επίδραση αυτή είναι υψηλότερη σε όλες τις μεγάλες επιχειρήσεις. Οι μεγάλες μεταποιητικές επιχειρήσεις παρουσιάζουν την υψηλότερη επίδραση, έπειτα οι μεγάλες μη μεταποιητικές επιχειρήσεις και οι μεγάλου μεγέθους NFCs. Συνεπώς, η θετική συσχέτιση μεταξύ κερδοφορίας και επενδύσεων υποδηλώνει ότι οι επιχειρήσεις θα πραγματοποιήσουν πραγματικές επενδύσεις.

Στη συνέχεια, παρατηρώντας τα αποτελέσματα της μεταβλητής των πωλήσεων φαίνεται μια υψηλά θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση σε όλες τις παλινδρομήσεις. Παρόλα αυτά, για όλες τις μικρές επιχειρήσεις τα αποτελέσματα που προκύπτουν είναι πιο σημαντικά.

Ωστόσο, οι χρηματοπιστωτικές πληρωμές ασκούν αρνητική επίδραση σε όλα τα είδη επιχειρήσεων, που περιγράφονται από το υπόδειγμα. Ιδιαίτερα, μεταξύ των διαφορετικών κλάδων παρατηρείται ότι τα αποτελέσματα διαφέρουν. Για όλες τις NFCs προκύπτει μια σημαντικά αρνητική συσχέτιση, ενώ η συσχέτιση αυτή είναι λιγότερο σημαντική για όλες τις μεταποιητικές και μη μεταποιητικές επιχειρήσεις. Η υψηλή αρνητική επίδραση διαφαίνεται καλύτερα στις μεγάλου μεγέθους επιχειρήσεις και των τριών κλάδων. Το γεγονός αυτό συμφωνεί με τη θεωρία της χρηματιστικοποίησης, που αναφέρει ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις εμπλέκονται περισσότερο στον χρηματοπιστωτικό τομέα, με αποτέλεσμα οι αυξημένες χρηματοπιστωτικές πληρωμές να μειώνουν τις πραγματικές επενδύσεις.

Ακόμα, από τη μεταβλητή του χρέους παρουσιάζεται μια αρνητική συσχέτιση για όλες τις παλινδρομήσεις. Για όλες τις NFCs, η αρνητική συσχέτιση μεταξύ χρέους και επενδύσεων είναι μεγαλύτερη σε σχέση με τις μη μεταποιητικές και μεταποιητικές επιχειρήσεις. Επίσης, το χρέος για τις μικρές επιχειρήσεις έχει μεγαλύτερη αρνητική επίδραση στις επενδύσεις. Αυτό υποδηλώνει ότι η ανάληψη ενός ορισμένου επιπέδου χρέους, το οποίο για κάθε επιχείρηση ξεπερνά το δικό της ασφαλές επίπεδο, θα μειώσει τις πραγματικές επενδύσεις. Επομένως, είναι προφανές ότι το αυξημένο χρέος δε θα αφήσει περιθώριο, προκειμένου να χρηματοδοτηθούν νέα επενδυτικά σχέδια, καθώς ενισχύεται η ευπάθεια των επιχειρήσεων.

Τα χρηματοπιστωτικά κέρδη, τα οποία αποτελούν την άλλη μεταβλητή της χρηματιστικοποίησης, παρουσιάζουν αποτελέσματα που ποικίλουν ανάλογα με τη διάσταση των επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, για όλες τις NFCs, τα χρηματοπιστωτικά κέρδη έχουν θετική επίδραση στις επενδύσεις και μικρότερη για

όλες τις παραγωγικές και μη παραγωγικές επιχειρήσεις. Ωστόσο, τόσο για τις μεγάλες NFCs, όσο και για τις μεγάλες μεταποιητικές επιχειρήσεις προκύπτει μια στατιστικά σημαντική αρνητική συσχέτιση, αλλά για τις μη μεταποιητικές επιχειρήσεις η αρνητική συσχέτιση δεν είναι στατιστικά σημαντική. Αντίθετα, για τις μικρές NFCs και τις μικρές παραγωγικές επιχειρήσεις η συσχέτιση αυτή είναι θετική.

Οι μεγάλες επιχειρήσεις εμπλέκονται όλο και περισσότερο στον χρηματοπιστωτικό τομέα, σε αντίθεση με τις μικρές επιχειρήσεις, οι οποίες είναι χρηματοπιστωτικά περιορισμένες, δέχονται πιέσεις, είτε για να επενδύσουν τα κέρδη τους στις χρηματοπιστωτικές αγορές, είτε για να αποκτήσουν και άλλα χρηματοπιστωτικά περιουσιακά στοιχεία, όπως αναφέρεται και στη βιβλιογραφία της χρηματιστικοποίησης. Λαμβάνοντας υπόψη τα αποτελέσματα που προκύπτουν να συμφωνούν με αυτή τη θεωρία, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι δύο μεταβλητές της χρηματιστικοποίησης, τόσο τα χρηματοπιστωτικά κέρδη, όσο και οι χρηματοπιστωτικές πληρωμές μειώνουν τις επενδύσεις σε φυσικό κεφάλαιο. Συγκεκριμένα, η μεταβλητή των χρηματοπιστωτικών κερδών παρουσιάζει αυξημένη αρνητική επίδραση στις μεγάλες επιχειρήσεις. Η εμφάνιση της χρηματιστικοποίησης δρα κατασταλτικά στην ανάληψη επενδυτικών σχεδίων από τις NFCs, όπως μας δείχνουν τα οικονομετρικά αποτελέσματα.

2.3 Εναλλακτικές ερμηνείες για το χάσμα επενδύσεων- κερδών

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία της χρηματιστικοποίησης, η εκτόπιση των πραγματικών επενδύσεων από τις χρηματοπιστωτικές, αλλά και η επανάσταση των μετόχων αποτελούν τις δύο πιο πιθανές εξηγήσεις για το χάσμα που έχει δημιουργηθεί ανάμεσα στις επενδύσεις και τα κέρδη. Ωστόσο θα πρέπει να εξετάσουμε αν η χρηματιστικοποίηση είναι η μοναδική εξήγηση αυτού του χάσματος. Με βάση το ερώτημα του Stockhammer (2005 – 2006, σελ.197):

Πώς μπορούν τα υψηλά κέρδη να πραγματοποιηθούν ενόψει χαμηλών επενδυτικών δαπανών;

Οι ακαδημαϊκές έρευνες που διεξήχθησαν μέχρι τώρα για τη χρηματιστικοποίηση δε δίνουν σαφείς απαντήσεις στο ερώτημα αυτό. Παρόλο που οι επενδύσεις κινούνται σε χαμηλά επίπεδα δε φαίνεται πως συμβαδίζουν με την αύξηση των κερδών. Η αποσύνδεση μεταξύ κερδών και επενδύσεων χαρακτηρίζεται παράδοξη. Το ζήτημα εδώ είναι πως ο καπιταλισμός που οδηγείται από το χρηματοπιστωτικό σύστημα

στηρίζει μακροπρόθεσμα τα κέρδη του από τα μέσα της δεκαετίας του 1980 έως τώρα. Η προέλευση και η χρήση των κερδών σε χρηματοπιστωτικές επενδύσεις έναντι των πραγματικών χρειάζεται περαιτέρω έρευνα.

Για τον λόγο αυτό, θα υπάρχουν δύο εναλλακτικές ερμηνείες, προκειμένου να εξηγήσουν το παράδοξο κέρδους – επένδυσης. Η πρώτη εξήγηση αφορά την άνοδο των άυλων επενδύσεων και την αλλαγή στην επενδυτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων³. Η δεύτερη εξήγηση αναφέρεται στην προοδευτική παγκοσμιοποίηση της “πραγματικής” οικονομίας και στις επακόλουθες αλλαγές στη στρατηγική των εταιρειών. Όσον αφορά τη πρώτη εξήγηση, οι εταιρείες διαθέτουν κεφάλαια για άυλες επενδύσεις, όπως δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης, ενίσχυση ανθρώπινου δυναμικού μέσω εκπαίδευσης και κατάρτισης, διαφήμιση, δημιουργία άυλου οργανωτικού κεφαλαίου και αγορές πατεντών, λογισμικού, δεδομένων, κτλ. Οι άυλες επενδύσεις, ωστόσο είναι δύσκολο να μετρηθούν και γίνονται έρευνες ώστε να υπολογιστούν και τα άυλα περιουσιακά στοιχεία. Θα εστιάσουμε περαιτέρω στην δεύτερη εξήγηση, με σκοπό να διερευνήσουμε πως η παγκοσμιοποίηση της παραγωγής έχει επηρεάσει την επενδυτική συμπεριφορά των NFCs.

Από τη δεκαετία του 1980, με την απελευθέρωση των αγορών και των κεφαλαιακών ροών, αλλά και με την κατάργηση των φραγμών του εμπορίου δημιουργήθηκαν νέες συνθήκες στην οικονομία. Οι συνθήκες αυτές, ενθάρρυναν ακόμη περισσότερο τον διεθνή ανταγωνισμό μεταξύ των επιχειρήσεων. Οι NFCs προκειμένου να ανταπεξέλθουν στη νέα κατάσταση, να επιβιώσουν και να αποκτήσουν ένα ανταγωνιστικό πλεονέκτημα έναντι των άλλων επιχειρήσεων, χρειάστηκε να εφαρμόσουν νέες εταιρικές στρατηγικές.

Οι στρατηγικές που εφαρμόζονται από τις επιχειρήσεις στα πλαίσια ενός παγκοσμιοποιημένου περιβάλλοντος, αφορούν τη λήψη αποφάσεων σχετικά με την διεθνοποίηση των δραστηριοτήτων τους, με σκοπό να αξιοποιήσουν τα ανταγωνιστικά τους πλεονεκτήματα. Κατά τις τελευταίες δεκαετίες, η παγκοσμιοποίηση της παραγωγής οργανώνεται γύρω από τις Παγκόσμιες Αλυσίδες Αξίας (Global Value Chains, GVCs)⁴. Οι Gereffi, Humphrey and Sturgeon (2005) διατύπωσαν τη θεωρία γύρω από την διακυβέρνηση των GVCs, στην οποία αναφέρουν ότι οι επιχειρήσεις διασπούν μέρος της παραγωγικής τους διαδικασίας

³ Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με την εξήγηση που αφορά την άνοδο των άυλων επενδύσεων και την αλλαγή στη επενδυτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων βλέπε την εργασία της Φωτακοπούλου (2019).

⁴ GVCs: Δείχνει τις δραστηριότητες που απαιτούνται, προκειμένου ένα αγαθό να φτάσει από τη διαδικασία της παραγωγής στην κατανάλωση, καθώς επίσης, οι δραστηριότητες αυτές είναι διασκορπισμένες σε διαφορετικές γεωγραφικές περιοχές.

και κυρίως αποσύρονται από διαδικασίες που είναι χαμηλής προστιθέμενης αξίας. Επικεντρώνονται περισσότερο σε δραστηριότητες όπως η καινοτομία και στο σχεδιασμό του προϊόντος, που αποτελούν τις πιο επικερδείς δραστηριότητες και αναθέτουν (outsourcing) τις υπόλοιπες παραγωγικές δραστηριότητες σε αναπτυσσόμενες χώρες λόγω χαμηλού κόστους. Όπως αναφέρουν στην ερευνά τους, είναι σημαντικό για τις επιχειρήσεις να επιλέξουν ποιες δραστηριότητες θα διατηρήσουν στο εσωτερικό τους και ποιες θα αναθέσουν σε άλλες επιχειρήσεις, καθώς και που θα τοποθετούνται οι δραστηριότητες αυτές (σελ.79).

Η διάσπαση της παραγωγής σε διαφορετικές γεωγραφικές περιοχές πραγματοποιείται είτε μέσω της μετεγκατάστασης των επιχειρηματικών λειτουργιών και διαδικασιών (offshoring) σε μια άλλη χώρα (κυρίως σε επιχειρήσεις του αναπτυσσόμενου κόσμου), είτε μέσω της ανάθεσης των λειτουργιών σε εξωτερικούς συνεργάτες (outsourcing), είτε μέσω της σύναψης στρατηγικών συμμαχιών και διαρθρώνεται ουσιαστικά γύρω από τις GVCs. Συχνά, οι έννοιες offshoring και outsourcing χρησιμοποιούνται με τον ίδιο τρόπο, αλλά στην ουσία εμφανίζουν σημαντικές διαφορές. Η εξωτερική ανάθεση (outsourcing) αφορά την απόκτηση προϊόντων ή υπηρεσιών από ανεξάρτητους εξωτερικούς προμηθευτές (από μια τρίτη εταιρεία). Αυτό δεν σημαίνει ότι απαραίτητα η εξωτερική ανάθεση πραγματοποιείται από μια επιχείρηση σε διαφορετική χώρα, αν και μπορεί να ισχύει και αυτό. Οι βασικοί λόγοι που έχει μια εταιρεία για να προβεί σε εξωτερική ανάθεση είναι τα χαμηλά κόστη, η εξειδίκευση που απαιτείται σε ορισμένα προϊόντα ή υπηρεσίες, καθώς και η ευελιξία που αποκτούν από μια τέτοια στρατηγική, δηλαδή να πληρώνουν μόνο για τις υπηρεσίες που χρειάζονται και να μην δεσμεύονται περαιτέρω.

Αντίθετα, το offshoring περιλαμβάνει τη μετεγκατάσταση των παραγωγικών διαδικασιών σε μια άλλη χώρα αλλά και τη σύναψη σχέσεων outsourcing με εταιρείες του εξωτερικού. Το offshoring έχει ως κύριο σκοπό να επωφεληθεί η εταιρεία από τις ευνοϊκότερες συνθήκες σε μια ξένη χώρα, όπως είναι τα πλεονεκτήματα κόστους, οι χαμηλότεροι φόροι και δασμοί, καθώς επίσης να συνεχίζει να διατηρεί τον έλεγχο της παραγωγικής τους διαδικασίας ακόμη και αν πραγματοποιείται σε μια διαφορετική χώρα.

Τα offshoring και outsourcing αποτελούν διαφορετικές στρατηγικές των επιχειρήσεων και εξυπηρετούν διαφορετικά κίνητρα. Υπάρχει μια σημαντική μεταξύ αυτών των δύο στρατηγικών, το offshoring συνεπάγεται μια απόφαση σχετικά με την τοποθεσία (σε μια άλλη χώρα) ενώ το outsourcing συνεπάγεται μια απόφαση σχετικά

με την κυριότητα (σε μια άλλη εταιρεία). Παρόλο που αποτελούν διαφορετικές στρατηγικές, σε πολλές περιπτώσεις συνδυάζονται, δηλαδή η εξωτερική ανάθεση μπορεί να γίνει σε εταιρείες που βρίσκονται σε διαφορετικές τοποθεσίες (outsourcing). Με αποτέλεσμα το offshoring και το διεθνές outsourcing οδηγούν στον κατακερματισμό των παραγωγικών διαδικασιών και τη δημιουργία των GVCs⁵.

Επιπλέον, ο Milberg (2008) στην ερευνά του, εστίασε στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα των ΗΠΑ, την περίοδο 1998-2006 και ειδικότερα στην μετατόπιση των παραγωγικών δραστηριοτήτων εκτός της εγχώριας οικονομίας (offshoring), κυρίως μέσω της Κίνας. Τόνισε ότι οι αμερικανικές εταιρικές στρατηγικές, από τη δεκαετία του 1980 και περισσότερο την δεκαετία του 1990, έχουν εστιάσει στο παγκόσμιο offshoring και σε ένα νέο μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης που οργανώνεται μέσω των GVCs. Κύριος στόχος του νέου μοντέλου ήταν η μείωση του κόστους παραγωγής αλλά και η μείωση του κινδύνου της παραγωγής.

Μέσω του offshoring, σημειώθηκε αύξηση των εισαγωγών από τις αναπτυσσόμενες χώρες λόγω του αυξημένου ανταγωνισμού στις τιμές των προϊόντων στις ΗΠΑ. Σύμφωνα με τον Milberg, η εξάπλωση του offshoring κατέγραψε τα υψηλότερα επίπεδα εταιρικών κερδών ακόμη και από τα επίπεδα που σημειώθηκαν στα μέσα της δεκαετίας του 1960. Παρόλο που πραγματοποιήθηκαν υψηλά εταιρικά κέρδη, οι NFCs μείωσαν την ανάγκη για εγχώριες επενδυτικές δαπάνες. Την ίδια περίοδο, η αυξημένη χρηματιστικοποίηση από τις NFCs και οι απαιτήσεις των μετόχων για περισσότερες χρηματοπιστωτικές πληρωμές δεν επέτρεψαν την ανάπτυξη και την επανεπένδυση αυτών των κερδών. Η στρατηγική της διανομής των κερδών εμπόδισε την δημιουργία νέων επενδύσεων με αποτέλεσμα να σχηματιστεί μια δυσανάλογη σχέση κερδών- επενδύσεων.

Προκειμένου να εξετάσει την σχέση αυτή ο Milberg (2013), αλλά και πως οι εταιρείες αξιοποιούσαν τα κέρδη τους εξέτασε το φαινόμενο της χρηματιστικοποίησης. Στην εμπειρική του διερεύνηση εξέτασε αν η χρηματιστικοποίηση και η μείωση των επενδύσεων συσχετίζονται με το offshoring στις ΗΠΑ. Τα οικονομετρικά του αποτελέσματα κατέληξαν ότι η αύξηση του offshoring, την περίοδο 1998-2006 μείωσε σημαντικά την συσσώρευση κεφαλαίου στην οικονομία των ΗΠΑ. Επίσης, τα αποτελέσματά δείχνουν ότι το offshoring των υλικών αγαθών σχετίζεται θετικά με την χρηματιστικοποίηση, ενώ αντίθετα το offshoring των υπηρεσιών συνδέεται αρνητικά. Διαπίστωσε ότι τα κέρδη από το offshoring δεν χρησιμοποιήθηκαν για

⁵ Βλέπε τους Strange and Magnani (2017) για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τις στρατηγικές offshoring και outsourcing.

επανεπένδυση, αλλά χρησιμοποιήθηκαν για να ενισχύσουν τις πληρωμές των μετόχων.

Η αύξηση των κερδών από τις ξένες ροές κεφαλαίων ενίσχυσε τη διαδικασία της χρηματοοικονομικής αμερικανικής οικονομίας. Ο Milberg κατέληξε ότι η παγκοσμιοποίηση της παραγωγής και η χρηματοοικονομική αλληλοεξαρτώνται, όπως επίσης και ότι οι παγκόσμιες στρατηγικές παραγωγής στηρίζουν τη βιωσιμότητα της διαδικασίας της χρηματοοικονομικής.

Στην παρούσα εργασία θα εξετάσουμε αν η παγκοσμιοποίηση της παραγωγής αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για τη μείωση των επενδύσεων. Θα χρησιμοποιήσουμε ετήσια εισηγμένα δεδομένα επιπέδου επιχείρησης από τις Bloomberg και Thomson Reuters/ Data Stream. Πιο συγκεκριμένα, η μελέτη μας θα είναι βασισμένη στις μη χρηματοοικονομικές κεφαλαιουχικές εταιρείες των ΗΠΑ κατά την περίοδο 2000-2017. Θα εστιάσουμε στη σχέση μεταξύ εγχώριων και ξένων επενδύσεων στην εποχή της χρηματοοικονομικής, και θα ελέγξουμε την υπόθεση ότι παραπάνω σχέση αποτελεί μία αξιόπιστη εναλλακτική ερμηνεία αναφορικά με το χάσμα κερδών-επενδύσεων.

3. ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΧΡΟΝΟΛΟΓΙΚΩΝ ΣΕΙΡΩΝ (PANEL DATA)

Σε αυτό το κεφάλαιο θα ασχοληθούμε με τα διαστρωματικά στοιχεία χρονολογικών σειρών (panel data), τα οποία θα χρησιμοποιήσουμε για την εμπειρική μας διερεύνηση. Θα παρατεθούν τα πλεονεκτήματά τους και ο λόγος που προτιμάται η χρήση τους έναντι των χρονολογικών σειρών και των διαστρωματικών στοιχείων μεμονωμένα, καθώς τα panel δεδομένα παρέχουν εκτιμήσεις για τον τρόπο με τον οποίο μεταβάλλονται τα χαρακτηριστικά των οντοτήτων στο πέρασμα του χρόνου. Παρακάτω, θα εξηγήσουμε τη μορφή του βασικού υποδείγματος των panel δεδομένων και εν συνεχεία θα παρουσιάσουμε τις δύο βασικές μεθόδους επιδράσεων, τη μέθοδο σταθερών (fixed effects) και τυχαίων επιδράσεων (random effects) αντίστοιχα.

Στο υπόλοιπο μέρος αυτού του κεφαλαίου, θα αναφερθούμε στη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων, η οποία είναι μια κατάλληλη μέθοδος για την εκτίμηση ενός οικονομετρικού μοντέλου και βασίζεται σε διαστρωματικά δεδομένα με τις ατομικές επιδράσεις να είναι κοινές για όλα τα i . Τέλος, θα περιγραφεί ο έλεγχος Hausman, ο οποίος στη συνέχεια θα χρησιμοποιηθεί, προκειμένου να επιλεγεί η καταλληλότερη μέθοδος επιδράσεων (είτε η μέθοδος σταθερών, είτε τυχαίων επιδράσεων), ενώ θα παρουσιαστούν κάποιες λεπτομέρειες για τα δεδομένα που θα χρησιμοποιηθούν στην εμπειρική μας ανάλυση.

3.1 Χρήση Panel Data και πλεονεκτήματα

“Η οικονομετρία αναφέρεται κυρίως στην ποσοτική πλευρά της οικονομικής επιστήμης και προσπαθεί να δώσει εμπειρικό περιεχόμενο στις «αφηρημένες» σχέσεις της οικονομικής θεωρίας. Ουσιαστικά, είναι ο συνδυασμός της Μαθηματικής Οικονομικής και της Στατιστικής” (Χρήστου, 2011). Αποτελεί έναν σημαντικό κλάδο της Οικονομικής Επιστήμης, αλλά και των Χρηματοοικονομικών.

Για έναν ερευνητή, η οικονομετρία αποτελεί χρήσιμο εργαλείο, όπου με τη βοήθεια κατάλληλων οικονομετρικών μεθόδων, χρησιμοποιώντας εμπειρικά δεδομένα και έχοντας δημιουργήσει ένα υπόδειγμα, έχει ως στόχο να ελέγξει αν η θεωρία μπορεί να εξηγήσει το φαινόμενο.

Υπάρχουν δύο βασικές κατηγορίες στατιστικών στοιχείων: οι χρονολογικές σειρές (time series) και τα διαστρωματικά στοιχεία (cross - sectional data). Τα τελευταία χρόνια όμως, σε πολλές μελέτες χρησιμοποιείται μια ειδική περίπτωση

στατιστικών στοιχείων, που αποτελούν έναν συνδυασμό διαστρωματικών στοιχείων χρονολογικών σειρών (cross – sectional time series), τα οποία ονομάζονται panel data.

Σε αυτό το κεφάλαιο, θα αναφερθούμε στα panel data, στα οποία θα βασιστεί η εμπειρική μας διερεύνηση. Τα δεδομένα αυτά περιλαμβάνουν επαναλαμβανόμενες παρατηρήσεις, οι οποίες συλλέγονται για μια σειρά χρονικών περιόδων για το ίδιο διαστρωματικό επίπεδο, π.χ. εταιρείες, χώρες, κτλ. Μπορεί να αποτελούν, είτε ένα short panel, δηλαδή να είναι δεδομένα με μικρό αριθμό χρονικών περιόδων (T) και μεγάλο αριθμό διαστρωματικών στοιχείων (N), είτε να είναι long panel, δηλαδή δεδομένα με μικρό αριθμό διαστρωματικών στοιχείων (N) και με μεγάλο αριθμό χρονικών περιόδων (T). Τα panel data παρουσιάζουν σημαντικά πλεονεκτήματα σε σχέση με τις χρονοσειρές και τα διαστρωματικά στοιχεία.

Είναι αναμενόμενο ότι η χρήση των panel data παρουσιάζει βασικά πλεονεκτήματα. Αρχικά, τα panel data δίνουν τη δυνατότητα στον ερευνητή να λάβει υπόψη του τα διαφορετικά χαρακτηριστικά που παρουσιάζουν οι εκάστοτε οντότητες, όπου παραμένουν διαχρονικά σταθερά. Η χρήση του δείχνει ότι τα άτομα, οι επιχειρήσεις, τα κράτη ή οι χώρες είναι ετερογενείς. Ωστόσο, οι μελέτες που βασίζονται είτε σε διαστρωματικά στοιχεία, είτε σε χρονολογικές σειρές, δεν ελέγχουν την ετερογένεια που είναι πιθανό να υπάρχει, με αποτέλεσμα να υπάρχει υψηλός κίνδυνος για μεροληπτικά αποτελέσματα. Επίσης, ένα πολύ σημαντικό χαρακτηριστικό των panel data είναι ότι αποτελούν την πιο κατάλληλη μέθοδο για τη μελέτη δυναμικών φαινομένων, δηλαδή είναι ικανά να εξηγήσουν πώς μεταβάλλονται τα χαρακτηριστικά μιας οντότητας με την πάροδο του χρόνου. Αυτό το χαρακτηριστικό των panel data έρχεται σε αντίθεση με τα διαστρωματικά στοιχεία, που δεν μπορούν να εξηγήσουν τέτοιου είδους δυναμικά φαινόμενα, αλλά και με τις χρονοσειρές, που εκφράζουν δυναμικές σχέσεις αλλά δεν εξάγουν αξιόπιστες εκτιμήσεις, λόγω της ύπαρξης της πολυσυγγραμικότητας και αντιμετωπίζουν το πρόβλημα της μεροληψίας. Ακόμη, τα panel data είναι ικανά να εντοπίζουν και να εξάγουν αποτελέσματα, τα οποία σε περιπτώσεις χρονοσειρών και διαστρωματικών δεδομένων, δεν είναι ανιχνεύσιμα. Επιπλέον, τα panel data μπορούν να εξηγούν ακριβείς εκτιμήσεις για ένα μεγάλο αριθμό παρατηρήσεων. Συγκεκριμένα, στην παρούσα εργασία το πλήθος των επιχειρήσεων είναι $N=3229$ επιχειρήσεις για μία περίοδο $T= 17$ ετών. Άρα θεωρητικά, το συνολικό πλήθος των παρατηρήσεων, που θα χρησιμοποιηθεί για την έρευνα είναι $N*T = 3229* 17 = 54893$ παρατηρήσεις. Αξίζει να αναφερθεί ότι

το πλήθος των παρατηρήσεων, που χρησιμοποιούν τα panel data είναι πολύ μεγαλύτερο από το πλήθος των παρατηρήσεων, που χρησιμοποιούν τα δεδομένα χρονοσειρών, καθώς και τα διαστρωματικά δεδομένα. Τέλος, τα panel data δίνουν περισσότερα στοιχεία για πληροφόρηση και εκτιμήσεις με μεγαλύτερη ακρίβεια, καθώς και μεγαλύτερη μεταβλητότητα και περισσότερους βαθμούς ελευθερίας. Ως εκ τούτου, παρουσιάζουν λιγότερη πολυσυγραμμικότητα σε σχέση με τους άλλους δύο τύπους δεδομένων, καθώς και χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα και αυξανόμενη διακύμανση των ερμηνευτικών μεταβλητών.

Ωστόσο, η χρήση των panel data, εκτός από πλεονεκτήματα διέπεται και από κάποιους σημαντικούς περιορισμούς. Αρχικά, τα panel data χαρακτηρίζονται για τη δυσκολία σχεδιασμού και συλλογής δεδομένων, εξαιτίας του μεγάλου πλήθους παρατηρήσεων που χρησιμοποιούν. Ακόμη, είναι πιθανό να προκύψουν σφάλματα στις μετρήσεις των μεταβλητών εξαιτίας ασαφών ερωτήσεων, ελαττωματικών απαντήσεων κ.ά. Ένας επιπλέον περιορισμός σχετικά με τα panel data, έγκειται στα προβλήματα επιλεκτικότητας: Ειδικότερα, στην περίπτωση των διαστρωματικών δεδομένων παρατηρείται η αυτό-επιλεκτικότητα, όπου επικεντρώνεται η έρευνα σε ένα συγκεκριμένο χαρακτηριστικό της οντότητας, την οποία εξετάζει, χωρίς να λαμβάνονται υπόψη όλα τα δεδομένα για αυτή την οντότητα, με αποτέλεσμα το δείγμα να είναι ελλιπές. Στον ίδιο περιορισμό, εντάσσεται η μη ανταπόκριση σε διάφορες περιπτώσεις, π.χ. λόγω άρνησης συμμετοχής, αλλά και η φθορά, π.χ. θάνατος ερωτηθέντων. Παρόλα αυτά, η χρήση των panel data δεν αποτελεί έναν τρόπο διεκπεραίωσης όλων των προβλημάτων, τα οποία δεν μπορούν να επιλυθούν με τη βοήθεια των διαστρωματικών δεδομένων και των δεδομένων χρονοσειρών.

Ένας τρόπος κατανόησης των panel data είναι το παρακάτω παράδειγμα χρήσης του.

year	company	ta	mv	bv
2007	AAA	1358	955	850
2008	AAA	1413	1035	865
2009	AAA	1386	999	893
2010	AAA	1895	1020	na
2007	BBB	2041	na	1455
2008	BBB	2136	1309	1220
2009	BBB	2042	1362	1318
2010	BBB	2341	1722	1497
2007	CCC	2684	1984	1780
2008	CCC	2749	1899	na
2009	CCC	2612	1823	1554
2010	CCC	2526	2224	2022
2007	DDD	3327	2454	2277
2008	DDD	3368	2323	na
2009	DDD	2780	2035	1964
2010	DDD	2980	2795	2260

Παρατηρούμε ότι για κάθε διαστρωματική μονάδα, που στην προκειμένη περίπτωση έχουμε την εταιρεία, παρουσιάζονται τιμές για τρεις ξεχωριστές μεταβλητές για κάθε χρονιά. Με άλλα λόγια, τα panel data παρουσιάζουν την πορεία των τιμών αυτών των μεταβλητών από το 2007 έως και το 2010 για τέσσερις διαφορετικές οντότητες. Αντίθετα, τα δεδομένα χρονοσειρών δείχνουν την εξέλιξη μέσα στον χρόνο, αλλά για μία συγκεκριμένη οντότητα, καθώς επίσης και τα διαστρωματικά δεδομένα, που αναφέρονται σε διαφορετικές οντότητες, αλλά για την ίδια χρονική περίοδο.

Εκτός από αυτή τη διαφορά που παρατηρείται μεταξύ αυτών των τύπων δεδομένων, μία άλλη διαφορά εντοπίζεται στο γεγονός ότι τα panel data μειώνουν την πολυσυγραμμικότητα, λόγω του μεγάλου πλήθους παρατηρήσεων, έναντι των δεδομένων χρονοσειράς και των διαστρωματικών δεδομένων.

3.2 Μεθοδολογία

Τα panel data, όπως ήδη έχουμε αναφέρει, είναι κατάλληλα για την εξήγηση δυναμικών σχέσεων. Με άλλα λόγια, παρέχουν εκτιμήσεις για τον τρόπο με τον οποίο μεταβάλλονται τα χαρακτηριστικά των οντοτήτων στο πέρασμα του χρόνου, αλλά και μεταξύ των οντοτήτων που περιλαμβάνει το δείγμα.

Το κλασικό υπόδειγμα panel έχει την εξής μορφή:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \beta_1 X_{it} + \dots + \alpha_i + u_{it} \quad (1)$$

Όπου Y_{it} είναι η εξαρτημένη μεταβλητή και το X_{it} είναι η ανεξάρτητη μεταβλητή για $i = 1, 2, \dots, N$ που συμβολίζει την διαστρωματική μονάδα και $t = 1, 2, \dots, T$ που συμβολίζει την χρονική περίοδο. Ο όρος α_0 καλείται σταθερός όρος, το u_{it} είναι το τυχαίο σφάλμα και το α_i είναι η μη παρατηρούμενη μεταβλητή, η οποία δε μεταβάλλεται διαχρονικά για $i = 1, 2, \dots, N$.

Τα Y_{it} , X_{it} και u_{it} , τόσο μεταξύ των διαστρωματικών μονάδων, όσο και μεταξύ των περιόδων τα α_0 και β δε μεταβάλλονται ως προς το t , όπως επίσης και το i . Αυτοί οι τρεις συντελεστές είναι κοινοί για όλες τις χρονικές περιόδους και όλες τις διαστρωματικές μονάδες. Επίσης, η α_i δεν έχει δείκτη t , διότι είναι ανεξάρτητη του χρόνου και είναι η μεταβλητή με την οποία μοντελοποιείται η μη παρατηρήσιμη ετερογένεια

Για να εισάγουμε τη σχέση της ανεξάρτητης μεταβλητής και των ερμηνευτικών μεταβλητών, θα χρησιμοποιήσουμε τη μέθοδο pooled OLS regression. Στα δυναμικά υποδείγματα μεταξύ των ερμηνευτικών μεταβλητών, περιλαμβάνονται οι καθυστερήσεις (υστερήσεις) της εξαρτημένης μεταβλητής Y , ή και τις ερμηνευτικές μεταβλητές X χρονικής υστέρησης, οπότε ισχύει μόνο ασθενώς η υπόθεση εξωγένειας. (Δημέλη, 2013). Αρχικά πρέπει να καθοριστεί η φύση της μεταβλητής α_i ώστε να γίνει η επιλογή μία εκ των δύο βασικών μεθόδων επιδράσεων.

- **Μέθοδος σταθερών επιδράσεων (Fixed Effects)**

Γενική Μορφή: $Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + u_{it}$, όπου το Y_{it} είναι η εξαρτημένη μεταβλητή, το X_{it} είναι η ανεξάρτητη, το u_{it} είναι το σφάλμα, το α_i είναι ο σταθερός όρος και τα β_i είναι ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ ανεξάρτητης και εξαρτημένης μεταβλητής, όπου δείχνει πόσο μεταβάλλεται η Y όταν το X αυξάνεται κατά 1 μονάδα. Ο δείκτης i αντιπροσωπεύει την οντότητα και το t τον χρόνο.

Αυτή η μέθοδος χρησιμοποιείται, όταν οι μεταβλητές που ελέγχουμε δε μεταβάλλονται με το πέρασμα του χρόνου, καθώς ο σκοπός της είναι να εξετάζει τις αιτίες που προκαλούν τις αλλαγές μέσα σε μια οντότητα. Χαρακτηριστικό αυτής της μεθόδου αποτελεί το γεγονός ότι ο σταθερός όρος a_i είναι διαφορετικός μεταξύ των διαστρωματικών μονάδων και περιλαμβάνει τους παράγοντες που παραμένουν διαχρονικά αμετάβλητοι και τους μη παρατηρούμενους που επηρεάζουν την εξαρτημένη μεταβλητή Y_{it} . Σκοπός της μεθόδου είναι η εκτίμηση της παραμέτρου β , που είναι ίδια για κάθε οντότητα. Στην περίπτωση της μεθόδου των σταθερών επιδράσεων, μόνο οι οντότητες, των οποίων η κατάσταση μεταβάλλεται κατά τη διάρκεια της περιόδου ανάλυσης (μόνο εκείνες για τις οποίες το X_{it} είναι διαφορετικό από το X_i) συμβάλλουν στη εκτίμηση του συντελεστή παλινδρόμησης, β .

- **Μέθοδος τυχαίων επιδράσεων (Random Effects)**

Η μέθοδος τυχαίων επιδράσεων σε σχέση με αυτή των σταθερών επιδράσεων έχει ως βασικό χαρακτηριστικό τη τυχαία φύση του όρου a_i . Αυτός ο όρος δεν συσχετίζεται με τις επεξηγηματικές μεταβλητές και οι παράμετροι εκτίμησης β για κάθε οντότητα.

Γενική Μορφή: $Y_{it} = a_i + \beta X_{it} + e_{it}$, όπου $e_{it} = a_i + u_{it}$. Άρα υπάρχουν δύο τυχαία σφάλματα: το a_i και το u_{it} και ονομάζεται υπόδειγμα με δύο συνιστώσες λαθών (two - error component model). Χρησιμοποιούμε τη μέθοδο αυτή, αν οι διαφορές των οντοτήτων έχουν επίδραση στην εξαιρούμενη μεταβλητή. Στο μοντέλο αυτό είναι δυνατό να συμπεριλαμβάνονται μεταβλητές που διαχρονικά παραμένουν σταθερές (π.χ. φύλο). Αντίθετα, στο μοντέλο τυχαίων επιδράσεων οι μεταβλητές αυτές, που είναι διαχρονικά αναλλοίωτες απορροφώνται από τον σταθερό όρο.

Προκειμένου να αποφασιστεί πώς θα γίνει η εκτίμηση των panel data, πρέπει να επιλέξουμε ποιο μοντέλο ανάμεσα στους εκτιμητές τυχαίων και σταθερών επιδράσεων, είναι το καταλληλότερο, το οποίο θα προκύψει μέσω της εφαρμογής στατιστικών ελέγχων.

3.3 Μοντέλο Ελαχίστων Τετραγώνων (pooled OLS)

Μια μέθοδος για την εκτίμηση ενός οικονομετρικού μοντέλου αποτελεί το μοντέλο ελαχίστων τετραγώνων, η οποία βασίζεται σε διαστρωματικά δεδομένα και οι ατομικές επιδράσεις είναι κοινές για όλα τα i .

Γενική Μορφή: $y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + u_{it}$, όπου $i=1, \dots, N$ και $t=1, \dots, T$

Με βάση την υπόθεση της αυστηρής εξωγένειας των $(X_{it}, u_{it}) = 0$, καθώς και υπό την υπόθεση ότι η συνδιακύμανση των ερμηνευτικών μεταβλητών και του σταθερού όρου είναι μηδέν των $(X_{it}, \alpha) = 0$, οι Pooled OLS εκτιμητές που προκύπτουν είναι συνεπείς και αμερόληπτοι. Αν όμως δεν ισχύει η τελευταία υπόθεση, τότε οι εκτιμητές χαρακτηρίζονται από μεροληψία και ασυνέπεια. Στην περίπτωση αυτή, έχουμε το πρόβλημα της σφάλματος ετερογένειας (heterogeneity bias). Αυτό έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση της ακρίβειας των Pooled OLS εκτιμητών, το οποίο όμως, μπορεί να βελτιωθεί αν το N είναι αρκετά μεγάλο.

3.4 Έλεγχος Hausman

Ένας από τους ελέγχους, για την επιλογή του κατάλληλου μοντέλου μεταξύ των σταθερών ή των τυχαίων επιδράσεων, αποτελεί το Hausman Test.

Το τεστ Hausman είναι μια γενική δοκιμή, που χρησιμοποιείται για τη σύγκριση δύο διαφορετικών εκτιμητών – τη σύγκριση του εκτιμητή σταθερών επιδράσεων και αυτού των τυχαίων επιδράσεων.

Ο Hausman (1978) πρότεινε την εφαρμογή ενός τεστ στο οποίο ιδιαίτερη σημασία έχει η ύπαρξη ή όχι συσχέτισης των ατομικών χαρακτηριστικών (individual effects) των οντοτήτων ενός μοντέλου παλινδρόμησης με τους συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών. Στην περίπτωση που δεν υπάρχει συσχέτιση, τότε το καλύτερο μοντέλο που μπορεί να εφαρμοστεί για να πραγματοποιηθεί η παλινδρόμηση σχετικά με τη συγκεκριμένη εργασία, είναι το μοντέλο των τυχαίων επιδράσεων. Αντιθέτως, αν υπάρχει συσχέτιση, τότε το μοντέλο προς εφαρμογή που προτείνεται είναι αυτό των σταθερών επιδράσεων. Ουσιαστικά, με τον έλεγχο Hausman ελέγχεται το ενδεχόμενο σχετικά με τη μη ύπαρξη σημαντικών διαφορών μεταξύ των εκτιμώμενων συντελεστών των δύο μοντέλων:

$$m = q' (\text{var}\beta_{FE} - \text{var}\beta_{RE})^{-1} q, \text{ όπου } q = \beta_{FE} - \beta_{RE}$$

όπου β_{FE} είναι οι εκτιμήσεις των συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών με την μέθοδο των σταθερών επιδράσεων (Least Squares Dummy Variables – LSDV) και β_{RE} είναι οι εκτιμήσεις των συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών με την μέθοδο των τυχαίων επιδράσεων (Generalized Least Squares – GLS) και $q = \beta_{FE} - \beta_{RE}$ είναι η διαφορά των εκτιμημένων μητρών συνδιακύμανσης μεταξύ της μεθόδου σταθερών επιδράσεων (FE) και της μεθόδου τυχαίων επιδράσεων (RE).

Συνεπώς και με βάση όσα αναφέρθηκαν, θα πρέπει αρχικά να εκτελεστεί ο έλεγχος Hausman για να επιλεγεί ποιο από τα δύο μοντέλα επιδράσεων θα χρησιμοποιηθεί. Ο έλεγχος αυτός θα πραγματοποιηθεί, εισάγοντας τις τιμές των διάφορων δεδομένων στο πρόγραμμα και διαχωρίζοντας την εξαρτημένη μεταβλητή από τις ανεξάρτητες. Στη συνέχεια, θα πραγματοποιηθούν οι παλινδρομήσεις για το κάθε μοντέλο επιδράσεων ξεχωριστά και θα επιλεγεί το πιο κατάλληλο για εφαρμογή. Ως αρχική υπόθεση αυτού του τεστ, έχει οριστεί ότι το προτιμώμενο μοντέλο είναι εκείνο των τυχαίων επιδράσεων λόγω αποδοτικότητας.

3.5 Δεδομένα

Για τη διερεύνηση της σχέσης που τίθεται προς εξέταση στη συγκεκριμένη εργασία, χρησιμοποιούνται ετήσια δεδομένα σε επίπεδο εισηγμένης επιχείρησης, τα οποία προέρχονται από τη βάση δεδομένων Thomson Reuters/ DataStream. Συγκεκριμένα, τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται καλύπτουν τη χρονική περίοδο από το 1999 έως το 2015, χρονολογίες οι οποίες χαρακτηρίζονται από ολόένα και μεγαλύτερη εμφάνιση της χρηματοπιστικοποίησης στην οικονομική ζωή των ΗΠΑ. Ο λόγος για τον οποίο η συλλογή στοιχείων ξεκινά από το 1999, αποτελεί το γεγονός ότι από αυτή τη χρονολογία και μετά υπάρχουν περισσότερες παρατηρήσεις σχετικά με τις αμερικανικές επιχειρήσεις. Στο επίκεντρο, όπως έχει ήδη αναφερθεί, βρίσκονται οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, διότι είναι το είδος της επιχείρησης, στο οποίο η επίδραση της χρηματοπιστικοποίησης είναι ιδιαίτερα εμφανής, ιδίως στην επενδυτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων.

Το δείγμα, που χρησιμοποιείται για την εκτέλεση των απαραίτητων παλινδρομήσεων, είναι μη ισορροπημένο, καθώς δεν υπάρχει ο ίδιος αριθμός παρατηρήσεων για κάθε επιχείρηση. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι δεν απαιτείται από τις επιχειρήσεις να παρέχουν παρατηρήσεις για όλα τα χρόνια

δραστηριότητάς τους. Παρόλο που δεν υπάρχει πλήρης αριθμός παρατηρήσεων σε πολλές επιχειρήσεις, κρίνεται αναγκαία η συμπερίληψη όλων των εταιρειών, χωρίς την απόκλιση τους. Με αυτή τη τακτική είναι πιο πιθανό να προκύψουν εμπειρικά αποτελέσματα, που θα είναι πιο αξιόπιστα. Δεδομένου ότι μπορεί να παρουσιαστεί υψηλός βαθμός ετερογένειας μεταξύ των επιχειρήσεων, δηλαδή υψηλή μεταβλητότητα, μπορεί να προκύψουν μεγάλες αποκλίσεις, οι οποίες είναι πιθανό να επηρεάσουν τα εμπειρικά αποτελέσματα και να οδηγήσουν σε λανθασμένα συμπεράσματα. Για τον λόγο αυτόν κρίνεται απαραίτητη η εξάλειψη αυτών των ακραίων τιμών.

4. ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΕΛΕΓΧΟΙ ΚΑΙ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ

Στην παρούσα εργασία θα πραγματοποιηθεί μία εμπειρική διερεύνηση μεταξύ της σχέσης ξένων επενδύσεων και εγχώριων επενδύσεων υπό το πρίσμα της χρηματιστικοποίησης. Τα δεδομένα που θα χρησιμοποιηθούν, όπως αναφέραμε και στο προηγούμενο κεφάλαιο είναι πάνελ δεδομένα. Η εκτίμηση των πάνελ δεδομένων μπορεί να γίνει με την Μέθοδο Ελαχίστων τετραγώνων (pooled OLS) και με την Μέθοδο των Σταθερών Επιδράσεων ή με την Μέθοδο των Τυχαίων Επιδράσεων.

Για να πραγματοποιηθεί η εκτίμηση με τη Μέθοδο Ελαχίστων Τετραγώνων (OLS) πρέπει να ικανοποιούνται κάποιες βασικές υποθέσεις, ώστε τα αποτελέσματα της εκτίμησης να είναι αξιόπιστα. Τα σημαντικότερα προβλήματα που μπορούν εμφανιστούν είναι η ύπαρξη της ετεροσκεδαστικότητας, της πολυσυγγραμικότητας και της αυτοσυσχέτισης. Για να διαγνωστούν αν υπάρχουν τέτοιου είδους προβλήματα πρέπει να γίνουν ορισμένοι στατιστικοί έλεγχοι.

4.1 Έλεγχος πολυσυγγραμικότητας

Μία από τις βασικές υποθέσεις που πρέπει να ικανοποιούνται πριν την εκτίμηση είναι η μη ύπαρξη πολυσυγγραμικότητας, δηλαδή να μην υπάρχουν σχέσεις μεταξύ των ερμηνευτικών μεταβλητών. Η εμφάνιση της πολυσυγγραμικότητας θα επηρεάσει την αξιοπιστία αλλά και την ερμηνεία των αποτελεσμάτων της εκτίμησης. Σημαντικές συνέπειες θα επιφέρει στην ακρίβεια των συντελεστών, επειδή οι διακυμάνσεις μπορεί να είναι σχετικά μεγάλες, στην σταθερότητα των συντελεστών και στη δυνατότητα σφάλματος εξειδικεύσεως. Ένας τρόπος για να ελέγξουμε αν υπάρχει πολυσυγγραμικότητα είναι ο πίνακας συσχετίσεων κατά ζεύγη (correlation matrix). Αν από τον πίνακα αυτό προκύψουν μεγάλες θετικές ή αρνητικές τιμές έχουμε ένδειξη ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στο μοντέλο έχουν ισχυρό βαθμό συσχέτισης.

4.2 Έλεγχος αυτοσυσχέτισης (Serial Autocorrelation)

Ακόμη μια βασική υπόθεση είναι να μην υπάρχει αυτοσυσχέτιση μεταξύ των διαταρακτικών όρων. Η υπόθεση αυτή δηλώνει ότι οι τιμές των διαταρακτικών όρων είναι ανεξάρτητες μεταξύ τους. Αν η υπόθεση αυτή δεν ισχύει τότε παρουσιάζεται το πρόβλημα της αυτοσυσχέτισης. Για να ελέγξουμε την ύπαρξη αυτοσυσχέτισης θα πραγματοποιήσουμε τον έλεγχο κατά Wooldridge στο απλό pooled OLS regression μας. Ο έλεγχος Wooldridge είναι ένας ημιπαραμετρικός έλεγχος με μηδενική υπόθεση $H_0: \sigma^2_\mu=0$, δηλαδή ότι δεν υπάρχουν μη παρατηρούμενες επιδράσεις στα υπολείμματα.

4.3 Έλεγχος μοναδιαίας ρίζας σε δεδομένα panel

Ο έλεγχος για την ύπαρξη στασιμότητας είναι επιτακτικός σε μια μεταβλητή πριν αυτή χρησιμοποιηθεί στην παλινδρόμηση. Πραγματοποιείται με τη μέθοδο Unit Root test (έλεγχος ύπαρξης μοναδιαίας ρίζας) και εξετάζει αν η μεταβλητή έχει τη τάση να επιστρέφει στο μέσο (mean reversion). Όταν υπάρχουν μη στάσιμες μεταβλητές στην παλινδρόμηση εντοπίζεται μεγάλο πρόβλημα γιατί τα τυπικά σφάλματα είναι μεροληπτικά.

Ας θεωρήσουμε το ακόλουθο αυτοπαλίνδρομο panel υπόδειγμα: $y_{it} = \alpha_i + \gamma_i y_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$ (1)

Όπου y_{it} είναι σε αποκλίσεις από το συνολικό μέσο ($y_{it} = Y_{it} - \mu$). Στο υπόδειγμα αυτό αν $|\gamma_i| < 1$, τότε y_i είναι (ασθενώς) στάσιμη, ενώ για $|\gamma_i| = 1$, η y_i έχει μοναδιαία ρίζα. Αφαιρώντας κατά μέλη το $y_{i,t-1}$ λαμβάνουμε:

$$\Delta y_{it} = \alpha_i + \mu_i y_{i,t-1} + \varepsilon_{it}, \quad i=1, \dots, N \quad (2)$$

Όπου $\mu_i = \gamma_i - 1$ και ο έλεγχος μοναδιαίας ρίζας με τη σχέση (2) αφορά στο κατά πόσο η παράμετρος μ_i διαφέρει σημαντικά από το μηδέν ($\mu_i = 0$).

Σε αντίθεση με τους ελέγχους μοναδιαίας ρίζας σε υποδείγματα χρονολογικών σειρών, στους ελέγχους μοναδιαίας ρίζας υπάρχουν κάποιες διαφορές. Μία από τις διαφορές αυτές έγκειται στο βαθμό ετερογένειας που μπορεί να παρουσιάζουν οι παράμετροι γ_i μεταξύ των διαστρωματικών μονάδων. Αν τα $\gamma_1 = \dots = \gamma_N$ δε διαφοροποιούνται, τότε επβάλλουμε την υπόθεση της ομοιογένειας και ελέγχουμε την ύπαρξη κοινής παραμέτρου γ σε όλα τα στρώματα.

Αν κάποια από τα y_i είναι διαφορετικά, δηλαδή υπάρχει ετερογένεια τότε ο έλεγχος επιβάλλει ότι η παράμετρος γ_i θα διαφέρει σε τουλάχιστον μία διαστρωματική μονάδα.

Ανάλογα με την υπόθεση που κάνουμε για τα γ_i ή αλλιώς για τα $\mu_i = \gamma_i - N$, διατυπώνονται οι εξής έλεγχοι:

A. Υπόθεση ομοιογένειας (Homogeneity)

$H_0: \mu_i = 0$ έναντι $H_{1A}: \mu_i \neq 0$, για κάθε $i = 1, \dots, N$

B. Υπόθεση ετερογένειας (Heterogeneity)

$H_0: \mu_i = 0$ έναντι $H_{1B}: \mu_i < 0$, για τουλάχιστον ένα i

Η μηδενική υπόθεση είναι ίδια και για τις δύο περιπτώσεις και υποθέτει ότι οι χρονολογικές σειρές είναι ανεξάρτητες τυχαίες διαδρομές. Η H_{1A} εναλλακτική θεωρεί ότι όλες οι σειρές είναι στάσιμες με την ίδια αυτοπαλίνδρομη παράμετρο γ . Αυτό σημαίνει ότι θεωρούμε το ίδιο υπόδειγμα για τον έλεγχο μοναδιαίας ρίζας σε όλες τις διαστρωματικές μονάδες. Αντίθετα, η εναλλακτική H_{1B} θεωρεί ότι οι διαστρωματικές μονάδες διέπονται από διαφορετικές δυναμικές και επομένως επιτρέπει τον έλεγχο μοναδιαίας ρίζας με διαφορετικό αυτοπαλίνδρομο υπόδειγμα.

Όπως είχαμε αναφέρει και στα πλεονεκτήματα των panel δεδομένων, σημαντικό στοιχείο της ανάλυσης παλινδρόμησης με τη μέθοδο των panel είναι ότι λαμβάνουν υπόψη την ετερογένεια.

Μια άλλη διαφορά που υπάρχει στους ελέγχους μοναδιαίας ρίζας με panel δεδομένα είναι η υπόθεση της εξάρτησης μεταξύ των διαστρωματικών μονάδων. Η υπόθεση αυτή διακρίνει τους ελέγχους σε 1^{ης} και 2^{ης} γενιάς. Στην 1^η γενιά υπάρχει ανεξαρτησία μεταξύ των τυχαίων σφαλμάτων των διαστρωματικών μονάδων (Lenin και Lin, 1992 και Lenin, Lin και Chu, 2002, Breitung, 2000, IM, Pearson και Shin, 2003, Maddala και Wu, 1999, Choi, 2001, Hadri, 2000) και του Fisher.

Ενώ στους ελέγχους 2^{ης} γενιάς επιτρέπεται η πιθανότητα αλληλεξάρτησης μεταξύ των μονάδων (Bai and Ng, 2004, Moon and Perron, 2004, Pesoran, 2007 κ.ά.).

Οι Maddala και Wu (1999) και Choi (2001) ακολουθούν μια άλλη προσέγγιση για τον συνδυασμό των ελέγχων μοναδιαίας ρίζας μεταξύ των

διαστρωματικών μονάδων. Επιτρέπουν την ύπαρξη διαδικασιών ελέγχου ατομικής μοναδιαίας ρίζας. Προτείνουν τον συνδυασμό των οριακών πιθανοτήτων (p-values) από τους N διαστρωματικούς ελέγχους. Αυτός ο τύπος ελέγχου ονομάζεται τύπος Fisher (Δημέλη, 2013, σελ.491-494).

4. 4 Έλεγχος Fisher – ADF

Ο έλεγχος Fisher έχει το πλεονέκτημα ότι επιτρέπει τη χρήση διαφορετικών ελέγχων ADF και διαφορετικό μήκος για τις χρονολογικές σειρές ανά διαστρωματική μονάδα. Ο έλεγχος Fisher χρησιμοποιεί τα p-values από τους ελέγχους μοναδιαίας ρίζας για κάθε διαστρωματική μονάδα i .

Υποθέτουμε ότι έχουμε το παρακάτω υπόδειγμα:

$$y_{it} = d_{it} + X_{it} \text{ με } i=1,2,\dots,N, \quad t=1,\dots,T$$

$$\text{και } d_{it} = \alpha_{i0} + \alpha_{i1} + \dots + \alpha_{im} t^m$$

$$X_{it} = \rho_i X_i(t-1) + \varepsilon_{it}$$

Οι υποθέσεις που κάνουμε είναι:

H_0 : $\rho_i = 1$ για όλα τα i που υποδηλώνει ότι όλες οι χρονολογικές σειρές είναι μη στάσιμες

H_1 : $|\rho_i| < 1$, για τουλάχιστον ένα i για το πεπερασμένο N , δηλαδή ότι οι χρονολογικές σειρές είναι στάσιμες

Όπου ρ_i ορίζουμε τα p-values για έναν έλεγχο μοναδιαίας ρίζας για τα διαστρωματικά στοιχεία i .

4.5 Έλεγχος Hausman

Εφαρμόζοντας τα μοντέλα σταθερών επιδράσεων (FE) και τυχαίων επιδράσεων (RE), ο έλεγχος Hausman συγκρίνει δύο εκτιμητές – έστω τους A και B.

Οι υποθέσεις είναι:

H_0 : Οι A και B εκτιμητές είναι συνεπείς

H_1 : Ο A εκτιμητής είναι συνεπής και αποτελεσματικός, αλλά ο B είναι μη συνεπής

Α υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά μεταξύ των δύο εκτιμητών A και B, τότε η H_0 δεν αληθεύει. Για να ελέγξουμε την καταλληλότερη μέθοδο μεταξύ FE και RE εξαρτάται από την υπόθεση συσχέτισης των ερμηνευτικών μεταβλητών X_i με τις (μη παρατηρούμενες) επιδράσεις α_i των διαστρωματικών μονάδων. Υποθέτουμε ότι οι ερμηνευτικές μεταβλητές είναι αυστηρά εξωγενείς ως προς τα τυχαία σφάλματα ε_{it} . Σε αυτή την περίπτωση ο εκτιμητής FE είναι συνεπής εκτιμητής του β ανεξάρτητα από τη σχέση που έχουν οι X_i με τις ατομικές επιδράσεις α_i , ενώ ο εκτιμητής RE θα είναι συνεπής και αποτελεσματικός, αν ισχύει $E(\alpha/X_i)=0$ (υπόθεση αυστηρής εξωγένειας μεταξύ X και α_i)

Άρα H_0 : προτιμώμενο μοντέλο RE

H_1 : αλλιώς FE μοντέλο

Έχοντας δεδομένα ότι ο εκτιμητής FE θα ήταν κατάλληλος, ο έλεγχος Hausman εξετάζει κατά πόσο ο εκτιμητής RE είναι εξίσου καλός. Η μηδενική υπόθεση ελέγχει ότι οι δύο εκτιμητές δε διαφέρουν ασυμπτωτικά:

$$\text{plim} (\beta_{FE} - \beta_{RE}) = 0$$

Γίνεται με το στατιστικό κριτήριο:

$$H = (\beta_{FE} - \beta_{RE})' [V(\beta_{FE}) - V(\beta_{RE})]^{-1} (\beta_{FE} - \beta_{RE}),$$

Που ακολουθεί τη χ^2 κατανομή με βαθμούς ελευθερίας τον αριθμό των παραμέτρων β που εκτιμούμε. Τα $V(\cdot)$ συμβολίζουν τις μήτρες διακυμάνσεων-συνδιακυμάνσεων των παραμέτρων αυτών (Δημέλη, 2013, σελ. 485-486).

4.6 Τροποποιημένος έλεγχος Wald κατά Greene για ετεροσκεδαστικότητα

Ένας ακόμη έλεγχος που πρέπει να πραγματοποιήσουμε αφορά την ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας (heteroskedasticity). Δηλαδή, όταν παραβιάζεται η υπόθεση της σταθερής διακύμανσης του όρου σφάλματος (δηλαδή όταν δεν ισχύει ο διαταρακτικός όρος είναι ομοσκεδαστικός). Αυτό σημαίνει ότι οι εκτιμητές OLS δε θα έχουν την ελάχιστη διακύμανση από όλους τους αμερόληπτους εκτιμητές, άρα σταματούν να είναι άριστοι. Τα τυπικά σφάλματα των εκτιμητών παύουν να είναι αμερόληπτα και συνεπή, με αποτέλεσμα να επηρεάζουν την αποτελεσματικότητα του υποδείγματος. Η ετεροσκεδαστικότητα είναι το πιο συνηθισμένο

φαινόμενο σε παλινδρομήσεις, που χρησιμοποιούνται διαστρωματικά στοιχεία.

4.7 Έλεγχος Breusch-Pagan για αλληλοσυσχέτιση (cross-correlation)

Ο έλεγχος Breusch- Pagan Lagrange Multiplier (LM - 1979) εξετάζει αν η διακύμανση των καταλοίπων εξαρτάται από τις τιμές των ανεξάρτητων μεταβλητών. Αν υπάρχει εξάρτηση, τότε το panel χαρακτηρίζεται από ετεροσκεδαστικότητα. Σε αντίθετη περίπτωση, χαρακτηρίζεται από ομοσκεδαστικότητα. Οι δύο υποθέσεις είναι:

H_0 : δεν υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών και τα κατάλοιπα είναι ομοσκεδαστικά ($H_0=0$).

H_1 : υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα ($H_1 \neq 0$.)

Ο έλεγχος αυτός ακολουθεί την χ^2 κατανομή με έναν βαθμό ελευθερίας και αποτυπώνεται στην παρακάτω μαθηματική σχέση:

$$LM_u = \frac{nT}{2(T-1)} \left[\frac{T \sum \bar{e} e}{e' e} - 1 \right]^2 \sim \chi^2 \quad (1)$$

Όπου \bar{e} είναι ένα διάνυσμα $n \times 1$ διαστάσεων της μέσης τιμής των καταλοίπων, που προέρχεται από το μοντέλο ελαχίστων τετραγώνων (pooled OLS model).

Επίσης, το $e'e$ είναι το άθροισμα τετραγώνων των καταλοίπων (error sum of squares -SSE), το οποίο προέρχεται από το μοντέλο ελαχίστων τετραγώνων.

5. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΙΣ ΞΕΝΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΣΤΙΣ ΕΓΧΩΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΥΠΟ ΤΟ ΠΡΙΣΜΑ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΙΚΟΠΟΙΗΣΗΣ

Στο κεφάλαιο αυτό θα ασχοληθούμε με την εμπειρική διερεύνηση της θεωρητικής προσέγγισης που πραγματοποιήσαμε στο αρχικό μέρος της εργασίας. Έπειτα, από την παρουσίαση της ειδικής περίπτωσης των στατιστικών στοιχείων που θα χρησιμοποιηθούν στην ανάλυσή μας (panel data) αλλά και της μεθοδολογίας που θα ακολουθηθεί, θα επιχειρήσουμε να εξετάσουμε εμπειρικά το μοντέλο με την χρήση των οικονομετρικών μεθόδων. Σκοπός αυτού του κεφαλαίου είναι να διερευνήσει την σχέση μεταξύ των εγχώριων κεφαλαιακών δαπανών (Domestic Capital expenditures) με τις ξένες κεφαλαιακές δαπάνες (Foreign Capital Expenditures) υπό το πρίσμα της Χρηματιστικοποίησης (Financialization) αλλά και κατά πόσο τα κέρδη (Net Income), οι Καθαρές πωλήσεις (Net Sales), το μέγεθος (natural logarithm of Total Assets) και το συνολικό Χρέος (Total Debt) επηρεάζουν τις εγχώριες κεφαλαιακές μας δαπάνες.

Αρχικά γίνεται η παρουσίαση των δεδομένων μας και το χρονικό διάστημα για το οποίο θα χρησιμοποιήσουμε panel δεδομένα είναι η περίοδος 1999-2015. Πρώτα από όλα παρουσιάζονται τα κυριότερα μέτρα περιγραφικής στατιστικής για τις μεταβλητές που έχουν χρησιμοποιηθεί αλλά και έναν πίνακα συσχετίσεων κατά ζεύγη.

Εν συνεχεία θα πραγματοποιήσουμε τον έλεγχο αυτοσυσχέτισης (Serial Autocorrelation), τον έλεγχο Fisher (Στασιμότητας) για να ελέγξουμε την ύπαρξη μοναδιαίων ριζών και τον έλεγχο Wald κατά Greene για ετεροσκεδαστικότητα.

Η μέθοδος που χρησιμοποιείται στην αρχή για την εκτίμηση μας είναι η μέθοδος Ελαχίστων Τετραγώνων (pooled OLS). Επιπλέον, εκτιμήθηκε το μοντέλο με τις μεθόδους σταθερών (fixed effects) και τυχαίων επιδράσεων (random effects). Για να επιλέξουμε ποια είναι το καταλληλότερο μοντέλο πραγματοποιήθηκε ο έλεγχος Hausman.

5.1 Περιγραφή Δεδομένων

Τα δεδομένα μας αποτελούνται από ετήσια λογιστικά στοιχεία σε ενοποιημένο επίπεδο ομίλου για το σύνολο των εισηγμένων αμερικανικών μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων (public U.S. non financial companies), για την περίοδο 1999–2015 από τις βάσεις δεδομένων Thomson Reuters Datastream και Thomson Reuters Eikon.

Αφορούν, τις Εγχώριες Κεφαλαιακές Δαπάνες (Domestic Capital Expenditures), τις Ξένες Κεφαλαιακές Δαπάνες (Foreign Capital Expenditures), την Κερδοφορία (Profit), τις Πωλήσεις (Sales), την Χρηματοπιστικοποίηση (Financialization) και είναι σταθμισμένες ως προς το Συνολική Αγοραία Αξία (Market Value of Equity) την προηγούμενη χρονιά.

Οι μεταβλητές που θα εξετάσουμε συμβολίζονται ως εξής:

$Dom.Investment_t / MV_{t-1}$: Εγχώριες Κεφαλαιακές Δαπάνες (Domestic Capital expenditures) ως προς την συνολική αγοραία αξία του προηγούμενου έτους (Market Value of Equity)

$For.Investment_t / MV_{t-1}$: Ξένες Κεφαλαιακές Δαπάνες (Foreign Capital expenditures) ως προς την συνολική αγοραία αξία του προηγούμενου έτους (Market Value of Equity)

$Sales_t / MV_{t-1}$: Καθαρές πωλήσεις/Έσοδα (Net Sales/Revenues) ως προς την συνολική αγοραία αξία του προηγούμενου έτους (Market Value of Equity)

$Profit_t / MV_{t-1}$: Κέρδη (Net Income) ως προς την συνολική αγοραία αξία του προηγούμενου έτους (Market Value of Equity). Πρόκειται για τα καθαρά κέρδη που υπολογίζονται ως πωλήσεις μείον το κόστος πωληθέντων, πωλήσεων, γενικών και διοικητικών εξόδων, λειτουργικών εξόδων, αποσβέσεων, τόκων, φόρων και λοιπών εξόδων

$Financialisation / MV_{t-1}$: Μερίσματα (Dividends) κα επαναγορές, αποσύρσεις μετοχών ως προς την συνολική αγοραία αξία του προηγούμενου έτους (Market Value of Equity)

$logsize_t$: Μέγεθος (natural logarithm of Total Assets)

$Financial leverage$: Συνολικό Χρέος (Total Debt) ως προς το άθροισμα συνολικού χρέους και αγοραίας αξίας του προηγούμενου έτους (Market Value of Equity + Total Debt)

Οι μεταβλητές είναι σταθμισμένες με την συνολική αγοραία αξία του προηγούμενου έτους.

Στο μοντέλο παλινδρόμησης που τρέχουμε, η εξαρτημένη μεταβλητή είναι οι εγχώριες κεφαλαιακές επενδύσεις και ως ανεξάρτητες μεταβλητές έχουμε τις ξένες κεφαλαιακές επενδύσεις, την κερδοφορία, τις πωλήσεις, τη Χρηματιστικοποίηση, το μέγεθος και τη χρηματοοικονομική μόχλευση.

Έχουμε επιλέξει αυτές τις μεταβλητές βασιζόμενοι στην έρευνα του Othangazi. Η μόνη διαφορά είναι ότι οι μεταβλητές αυτές είναι σταθμισμένες ως προς τη συνολική αγοραία αξία (MV) του προηγούμενου έτους. Επιλέγουμε να σταθμίσουμε με την MV, διότι παρουσιάζει την αξία μιας εταιρείας στη χρηματιστηριακή αγορά και συγκεκριμένα το MV_{t-1} αποτελεί τον μέσο όρο της προηγούμενης χρονιάς και παρουσιάζει την πορεία της εταιρείας. Η απόφαση μιας επιχείρησης για το αν θα επιλέξει να κάνει επενδύσεις είναι αποτέλεσμα που εξαρτάται από την πορεία της MV.

Ξένες Κεφαλαιακές δαπάνες

Οι ξένες κεφαλαιακές δαπάνες που αποτελούν τη βασική μεταβλητή του μοντέλου μας, αναμένεται να σχετίζεται αρνητικά με τις εγχώριες επενδύσεις σύμφωνα με τη βιβλιογραφία μας. Οι επιχειρήσεις επιλέγοντας να κάνουν επενδύσεις εκτός των συνόρων των ΗΠΑ, με κύριο στόχο να μειώσουν το κόστος, έχει ως αποτέλεσμα να πραγματοποιούν λιγότερες εγχώριες επενδύσεις.

Κερδοφορία και πωλήσεις

Τα πρόσημα της κερδοφορίας και των πωλήσεων περιμένουμε να έχουν θετική συσχέτιση με τις εγχώριες επενδύσεις. Οι επενδυτικές αποφάσεις των εταιρειών εξαρτώνται από τα μελλοντικά κέρδη, αλλά και από τις πωλήσεις. Ειδικότερα, ο δείκτης κερδοφορίας αποτελεί έναν πολύ σημαντικό παράγοντα της επενδυτικής απόφασης, με βάση τον οποίο θα επιλέξει η διοίκηση αν θα αναλάβει κάποιο επενδυτικό σχέδιο, από το οποίο περιμένει να είναι κερδοφόρο.

Χρηματιστικοποίηση

Η μεταβλητή της χρηματιστικοποίησης αντικατοπτρίζει τις χρηματοοικονομικές πληρωμές που αντανakλούν τα μερίσματα από τις επαναγορές και τις αποσύρσεις μετοχών. Από την υπόθεση της βιβλιογραφίας αναμένουμε να

υπάρξουν αρνητικές επιπτώσεις της χρηματοοικονομικής στασιμότητας στις επενδύσεις. Οι αυξημένες χρηματοοικονομικές πληρωμέςόπως έχουμε αναφέρει και στο θεωρητικό μέρος της εργασίας ετκοπίζου την πραγματοποίηση επενδύσεων, που θα αποφέρουν κέρδη μακροπρόθεσμα, διότι εξυπηρετούν τα συμφέροντα των μετόχων, αλλά και της διοίκησης, τα οποία ικανοποιούνται βραχυπρόθεσμα.

Χρηματοοικονομική Μόχλευση

Η χρηματοοικονομική μόχλευση είναι το άθροισμα του συνολικού χρέους και της αγοραίας αξίας του προηγούμενου έτους. Η χρηματοοικονομική μόχλευση αποτελεί έναν δείκτη, με τον οποίο μια επιχείρηση επιλέγει αν θα αναλάβει χρέος, με σκοπό να χρηματοδοτήσει μία επιχειρηματική δραστηριότητα. Δε γνωρίζουμε πώς θα κινηθούν τα πρόσσημα αυτής της μεταβλητής και αναμένουμε τα αποτελέσματα της εκτίμησης.

Μέγεθος

Το μέγεθος είναι μία μεταβλητή που υποδηλώνει τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης. Όσο περισσότερα περιουσιακά στοιχεία έχει μια επιχείρηση, τόσο λιγότερες κεφαλαιακές δαπάνες χρειάζεται να πραγματοποιήσει. Για τον λόγο αυτό, αναμένουμε αρνητική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους και των κεφαλαιακών δαπανών.

Στον πίνακα I παρουσιάζονται τα μέτρα περιγραφικής στατιστικής των μεταβλητών του υποδείγματος. Λαμβάνουμε πληροφορίες για τη μέση τιμή, τη τυπική απόκλιση, τη μέγιστη και την ελάχιστη τιμή, που λαμβάνει κάθε μεταβλητή, αλλά και για το πλήθος των παρατηρήσεων. Παρατηρούμε ότι υπάρχουν ελλειπούσες τιμές (missing values) διότι το πλήθος των παρατηρήσεων δεν είναι ίδιο.

Πίνακας I. Περιγραφική Στατιστική

Ο πίνακας αναφέρει τα κυριότερα στοιχεία περιγραφικής στατιστικής για τις μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στην οικονομετρική μας ανάλυση. Αναλυτική περιγραφή των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται είναι διαθέσιμη στο Πίνακα ???. Τα δεδομένα αφορούν το σύνολο των εισηγμένων μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων των ΗΠΑ για την περίοδο 1999–2015 σε ετήσια βάση. Όλες οι μεταβλητές είναι σταθμισμένες ως προς την αγοραία αξία του προηγούμενου έτους (MV_{t-1}).

Μεταβλητές	Πλήθος	Μέσος	Τυπ.Απ.	Ελάχ.	Μεγ.
Ξεν.Κεφ.Δαπάνες $ForI_t / MV_{t-1}$	34,433	0.0394	0.0674	0.0000	0.4247

Ξεν.Κεφ.Δαπάνες $DomI_t / MV_{t-1}$	34,433	0.0287	0.0499	0.0000	0.3049
Πωλήσεις S_t / MV_{t-1}	50,043	1.6005	2.5398	0.0000	17.1287
Χρηματιστικ. F_t / MV_{t-1}	49,951	0.0235	0.0365	0.0000	0.1989
Κέρδη P_t / MV_{t-1}	50,051	0.0000	0.3669	-2.2693	0.8766
Μέγεθος $\log Size_t$	57,820	12.2071	3.0051	2.3979	17.9037
Χρημ. Μόχλευση $FinLev_t$	53,029	0.1965	0.2175	0.0000	0.8869

Πίνακας II. Συσχετίσεις κατά ζεύγη

Μεταβλητές			S_t / MV_t	F_t / MV_{t-1}	P_t / MV_{t-1}		
	fl_t / MV_{t-1}	dl_t / MV_{t-1}	1			$\log Size_t$	$FinLev_t$
Κεφ.Δαπάνες fl_t / MV_{t-1}	1.0000						
Κεφ.Δαπάνες dl_t / MV_{t-1}	0.7061	1.0000					
Πωλήσεις S_t / MV_{t-1}	0.3513	0.3850	1.0000				
Χρηματιστικ. F_t / MV_{t-1}	0.0191	0.0210	0.0493	1.0000			
Κέρδη P_t / MV_{t-1}	0.1131	0.1423	0.1108	0.1850	1.0000		
Μέγεθος $\log Size_t$	0.1665	0.1212	0.0696	0.3252	0.3770	1.0000	
Χρημ. Μόχλευση $FinLev_t$	0.4256	0.4244	0.4117	0.0873	0.0178	0.2162	1.0000

Στον πίνακα II παρουσιάζονται οι συσχετίσεις κατά ζεύγη των μεταβλητών, που έχουν χρησιμοποιηθεί στην ανάλυση. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του πίνακα οι τιμές των συντελεστών συσχέτισης των εγχώριων κεφαλαιακών δαπανών (fl_t / MV_{t-1}), των πωλήσεων ($Sales_t / MV_{t-1}$), καθώς και της χρηματοοικονομικής μόχλευσης ($FinLev_t$) είναι σχετικά μεγάλες, δηλαδή παρουσιάζεται υψηλή θετική συσχέτιση ανάμεσα σε ορισμένες ερμηνευτικές μεταβλητές. Για αυτό τον λόγο είναι πιθανό να εμφανιστεί το φαινόμενο της πολυσυγγραμικότητας.

Σύμφωνα με τον πίνακα III στην πρώτη περίπτωση εμφανίζονται τα αποτελέσματα του pooled OLS. Ο αριθμός παρατηρήσεων του δείγματος είναι 23486. Ο προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού (adjusted R, R^2) είναι 0,64 ή 64%. Ουσιαστικά, ο adjusted R δείχνει ότι οι ερμηνευτικές μεταβλητές (ξένες κεφαλαιακές δαπάνες, καθαρές πωλήσεις, χρηματοοικονομική μόχλευση, χρηματοοικονομική μόχλευση) προσδιορίζουν την εξαρτημένη μεταβλητή (εγχώριες κεφαλαιακές δαπάνες) κατά 64%.

Στην πρώτη περίπτωση (παλινδρόμηση I), εμφανίζονται τα αποτελέσματα μιας απλής από Pooled OLS με χρονικές επιδράσεις (time effects). Οι περισσότεροι συντελεστές συσχέτισης εμφανίζονται στατιστικά σημαντικοί και με το ίδιο πρόσημο όπως η βασική παλινδρόμηση του υποδείγματός μας (παλινδρόμηση V, Πίνακας III).

Linear regression Number of obs = 23424
F(6, 1808) = 377.80
Prob > F = 0.0000
R-squared = 0.4908
Root MSE = .02544

(Std. Err. adjusted for 1809 clusters in firmid)

D.IdomMVtr	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SMVtr D1.	.0021303	.0002454	8.68	0.000	.0016491	.0026116
FMVtr D1.	.0065276	.0052684	1.24	0.215	-.0038051	.0168604
PMVtr D1.	.0041578	.0014241	2.92	0.004	.0013647	.0069508
IforMVtr D1.	.4973201	.0130646	38.07	0.000	.4716969	.5229434
logsizetr D1.	-.0034621	.0008239	-4.20	0.000	-.0050779	-.0018463
finlevtr D1.	.0281886	.0026343	10.70	0.000	.023022	.0333551

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F(1, 1747) = 411.993

Prob > F = 0.0000

Τα δεδομένα, αποκλείουν το ενδεχόμενο ύπαρξης αυτοσυσχέτισης. Παρά ταύτα τα τυπικά σφάλματα της παλινδρόμησης μας να μοντελοποιηθούν κατά συστάδες (clustered standard errors) για επιπλέον ασφάλεια.

Στη συνέχεια (παλινδρόμηση II), εμφανίζονται τα αποτελέσματα με τη μόνη διαφορά πως τα τυπικά σφάλματα είναι robust και κατά συστάδες (clustered) σε επίπεδο επιχειρήσεων, παρότι τα αποτελέσματα του Ελέγχου Wooldridge δεν έδειξαν ύπαρξη αυτοσυσχέτισης. Παρατηρούμε πως, σε σχέση με την παλινδρόμηση I, δεν υπάρχουν ουσιώδεις διαφορές.

Για να ελέγξουμε την ύπαρξη μοναδιαίων ριζών και επειδή έχουμε μη ισορροπημένο panel και μεγάλο αριθμό N διαστρωματικών μονάδων θα πραγματοποιήσουμε τον έλεγχο Fisher, βασισμένο στους επαυξημένους ελέγχους Dickey – Fuller. Στον παρακάτω πίνακα φαίνεται ο έλεγχος που πραγματοποιούμε για τις εγχώριες κεφαλαιακές δαπάνες.

Όπως παρατηρούμε από το $p\text{-value}=0,0000 < 1$ σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5%, άρα υπάρχουν σημαντικές ενδείξεις ύπαρξης στασιμότητας. Απορρίπτουμε τη μηδενική υπόθεση.

Fisher-type unit-root test for IdomMVtr			
Based on augmented Dickey-Fuller tests			
Ho: All panels contain unit roots		Number of panels	= 2990
Ha: At least one panel is stationary		Avg. number of periods	= 11.52
AR parameter: Panel-specific		Asymptotics: T -> Infinity	
Panel means: Included			
Time trend: Not included			
Drift term: Not included		ADF regressions: 1 lag	
		Statistic	p-value
Inverse chi-squared(4824) P		2.02e+04	0.0000
Inverse normal Z		-68.9373	0.0000
Inverse logit t(10874) L*		-107.5543	0.0000
Modified inv. chi-squared Pm		156.2172	0.0000
P statistic requires number of panels to be finite.			
Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.			

Μετά την εκτίμηση της παλινδρόμησης με τη μέθοδο OLS, θα εφαρμόσουμε τη μέθοδο σταθερών επιδράσεων (fixed effects) για να διερευνήσουμε την σχέση της εξαρτημένης και των ανεξάρτητων μεταβλητών.

ΠΙΝΑΚΑΣ III
Ο Ρόλος των Ξένων επενδύσεων στις εγχώριες επενδύσεις υπό το πρίσμα της
Χρηματιστικοποίησης – Διαγνωστικοί Έλεγχοι

Εξαρτημένη μεταβλητή: Εγχ.Κεφ.Δαπάνες $doml_{t+1}/$ MV_t	I Pooled OLS	II P. OLS (VCE)	III Panel FE	IV Panel RE	V Panel FE (VCE)
Ξεν.Κεφ.Δαπάνες $forl_t/$ MV_{t-1}	0.007 (1.396)	0.007 (0.696)	-0.157*** (-26.959)	0.007 (1.396)	-0.157*** (-12.930)
Εγχ. Κεφ.Δαπάνες $doml_t/$ MV_{t-1}	0.648*** (101.814)	0.648*** (43.874)	0.489*** (70.353)	0.648*** (101.814)	0.489*** (26.046)
Πωλήσεις S_t/ MV_{t-1}	-0.001*** (-13.364)	-0.001*** (-6.351)	-0.001*** (-4.074)	-0.001*** (-13.364)	-0.001* (-1.918)
Χρηματιστικ. F_t/ MV_{t-1}	-0.016*** (-3.153)	-0.016*** (-2.603)	-0.001 (-0.134)	-0.016*** (-3.153)	-0.001 (-0.113)
Κέρδη P_t/ MV_{t-1}	0.001 (0.960)	0.001 (0.387)	-0.001 (-1.410)	0.001 (0.960)	-0.001 (-0.527)
Μέγεθος $logSize_t/ MV_{t-1}$	-0.001*** (-5.356)	-0.001*** (-4.431)	-0.004*** (-9.793)	-0.001*** (-5.356)	-0.004*** (-5.380)
Χρημ. Μόχλευση $FinLev_t$	0.045*** (39.041)	0.045*** (19.202)	0.071*** (40.848)	0.045*** (39.041)	0.071*** (19.043)
Παρατηρήσεις Cross-sections	23,486 1,812	23,486 1,812	23,486 1,812	23,486 1,812	23,486 1,812

Τα τυπικά σφάλματα παρουσιάζονται εντός των παρενθέσεων. *Στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%, ** σε 5%, *** σε 1%.

Μετά την εκτίμηση της παλινδρόμησης με τη μέθοδο OLS, τα αποτελέσματα της οποίας φαίνονται παραπάνω, θα εφαρμόσουμε τη μέθοδο σταθερών επιδράσεων (fixed effects) για να διερευνήσουμε την σχέση της εξαρτημένης και των ανεξάρτητων μεταβλητών.

Από τα αποτελέσματα της εκτίμησης των σταθερών επιδράσεων (Πίνακας III) προκύπτει ότι οι ξένες κεφαλαιακές δαπάνες, οι πωλήσεις και το μέγεθος παρουσιάζουν αρνητική συσχέτιση με τις εγχώριες κεφαλαιακές δαπάνες, με την μεγαλύτερη αρνητική συσχέτιση να προέρχεται από τις ξένες κεφαλαιακές δαπάνες. Παρατηρούμε θετική συσχέτιση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης με την εξαρτημένη μεταβλητή (περίπτωση III).

Στη συνέχεια, χρησιμοποιώντας τη μέθοδο των τυχαίων επιδράσεων θα εκτιμήσουμε το υπόδειγμα.

Το μέγεθος, η χρηματιστικοποίηση και οι πωλήσεις συσχετίζονται αρνητικά με τις εγχώριες κεφαλαιακές δαπάνες, ενώ η χρηματοοικονομική μόχλευση συσχετίζεται θετικά.

Προκειμένου να αποφασισθεί αν το κατάλληλο υπόδειγμα είναι Fixed Effects (FE) ή Random Effects (RE), πραγματοποιούνται οι παλινδρομήσεις III και IV, απαραίτητες για να πραγματοποιηθεί ο έλεγχος Hausman που θα μας υποδείξει την ορθότερη προσέγγιση. Σημειώνουμε πως στις παλινδρομήσεις III και IV, δεν υπάρχουν κατάλοιπα κατά συστάδες, καθότι δε θα ήταν δυνατός ο έλεγχος Hausman. Συγκρίνοντας όμως τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων I έως και IV, κατανοούμε πως είναι πολύ μικρή η επίδραση αυτή.

	Coefficients									
	(b) III	(B) IV	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.						
IdomMVtr	.4886595	.6481787	-.1595193	.0027776						
IforMVtr	-.1569757	.0065306	-.1635063	.0034671						
SMVtr	-.000523	-.0011135	.0005905	.0000977						
FMVtr	-.0007828	-.016484	.0157012	.0026254						
PMVtr	-.0013934	.0009392	-.0023326	.0001423						
logsize <tr> <td>finlevtr</td> <td>-.004216</td> <td>-.0005366</td> <td>-.0036795</td> <td>.0004187</td> </tr> <tr> <td></td> <td>.0707098</td> <td>.0447484</td> <td>.0259614</td> <td>.0012972</td> </tr>	finlevtr	-.004216	-.0005366	-.0036795	.0004187		.0707098	.0447484	.0259614	.0012972
finlevtr	-.004216	-.0005366	-.0036795	.0004187						
	.0707098	.0447484	.0259614	.0012972						

b = consistent under H_0 and H_a ; obtained from xtreg
 B = inconsistent under H_a , efficient under H_0 ; obtained from xtreg

Test: H_0 : difference in coefficients not systematic

chi2(7) = (b-B)' [(V_b-V_B)^(-1)] (b-B)
 = 6648.49
 Prob>chi2 = 0.0000
 (V_b-V_B is not positive definite)

Τα αποτελέσματα που εμφανίζονται στον πίνακα δείχνουν ότι η τιμή της p-value είναι 0.0000, επομένως προκύπτει το συμπέρασμα ότι το μοντέλο των τυχαίων επιδράσεων είναι κατάλληλο για εμπειρική ανάλυση.

Απορρίπτουμε την H_0 υπόθεση ότι η διαφορά στους συντελεστές δεν είναι συστηματική, επομένως, το πλέον ενδεδειγμένο κατά Hausman υπόδειγμα είναι το Fixed Effects (FE) έναντι του Random Effects (RE).

Οφείλουμε να παρατηρήσουμε όμως, πως το Hausman test δεν εξασφαλίζει ότι οι εκτιμητές μας είναι αποτελεσματικοί. Υπάρχει η πιθανότητα τα δεδομένα μας να είναι clustered αλλά και misspecified. Για αυτό το λόγο, σαφώς και θα συμπεριλάβουμε στη βασική παλινδρόμηση αναφοράς μας (Παλινδρόμηση V) τυπικά σφάλματα κατά συστάδες (robust, clustered standard errors).

Αφού τρέξουμε το κύριο μοντέλο μας (Panel FE), θα εξετάσουμε αν είναι απαραίτητα τα time dummies (time effects) θέτοντας τον απλό έλεγχο αν από κοινού είναι ίσα με το μηδέν.

```
( 1) 2000.date = 0
( 2) 2001.date = 0
( 3) 2002.date = 0
( 4) 2003.date = 0
( 5) 2004.date = 0
( 6) 2005.date = 0
( 7) 2006.date = 0
( 8) 2007.date = 0
( 9) 2008.date = 0
(10) 2009.date = 0
(11) 2010.date = 0
(12) 2011.date = 0
(13) 2012.date = 0
(14) 2013.date = 0
(15) 2014.date = 0

      F( 15, 1811) =    61.44
      Prob > F =    0.0000
```

Τα αποτελέσματα απορρίπτουν την μηδενική υπόθεση H_0 ότι είναι ίσα με το μηδέν, επομένως είναι απαραίτητη η ύπαρξη time effects.

```
Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model
```

```
H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i
```

```
chi2 (1812) = 2.2e+14
Prob>chi2 = 0.0000
```

Τα αποτελέσματα απορρίπτουν την ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας στα κατάλοιπα. Σαφώς όμως, λόγω μεγάλου N και μικρού T που έχουν τα δεδομένα panel μας, τα αποτελέσματα λαμβάνονται με επιφύλαξη.

ΠΙΝΑΚΑΣ IV
Ο Ρόλος των Ξένων επενδύσεων στις εγχώριες επενδύσεις υπό το πρίσμα της Χρηματιστικοποίησης

Εξαρτημένη μεταβλητή: Εγχ.Κεφ.Δαπάνες $DomI_{t+1}/MV_t$	I	II	III
$\Xi\epsilon\nu.$ Κεφ.Δαπάνες $ForI_t/MV_{t-1}$		-0.157*** (-12.930)	-0.154*** (-12.358)
Εγχ.Κεφ.Δαπάνες $DomI_t/MV_{t-1}$	0.395*** (23.263)	0.489*** (26.046)	0.488*** (26.054)
Πωλήσεις S_t/MV_{t-1}	-0.001*** (-4.940)	-0.001* (-1.918)	-0.001* (-1.922)
Χρηματιστικ. F_t/MV_{t-1}	0.008 (1.134)	-0.001 (-0.113)	0.005 (0.540)
Κέρδη P_t/MV_{t-1}	-0.002 (-0.823)	-0.001 (-0.527)	-0.001 (-0.508)
Μέγεθος $\log Size_t/MV_{t-1}$	-0.005*** (-5.687)	-0.004*** (-5.380)	-0.004*** (-5.415)
Χρημ. Μόχλευση $FinLev_t$	0.069*** (18.555)	0.071*** (19.043)	0.071*** (19.065)
$(ForINT_t/MV_{t-1}) - (F_t/MV_{t-1})$			-0.111 (-0.838)
Παρατηρήσεις	23,486	23,486	23,486
Cross-sections	1,812	1,812	1,812

*Τα τυπικά σφάλματα παρουσιάζονται εντός των παρενθέσεων. *Στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%, ** σε 5%, *** σε 1%.*

Στον Πίνακα IV που παρουσιάζεται παραπάνω συνοψίζεται όλη η εμπειρική μελέτη που έχουμε δημιουργήσει. Το υπόδειγμα που έχουμε φτιάξει είναι ένα κλασικό FE μοντέλο, όπου τα τυπικά σφάλματα των αποτελεσμάτων της εκτίμησης είναι clustered robust. Έχουμε να παρουσιάσουμε τρεις παραλλαγές.

Η πρώτη μελέτη που κάνουμε είναι το μοντέλο χωρίς την βασική μεταβλητή που εξετάζουμε, δηλαδή τις ξένες κεφαλαιακές δαπάνες. Στην απλοϊκή μορφή όλες οι μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές έκτος από την χρηματιστικοποίηση. Οι εγχώριες κεφαλαιακές δαπάνες του προηγούμενου έτους (εξαρτημένη μεταβλητή με χρονική υστέρηση) συσχετίζονται θετικά με τις εγχώριες κεφαλαιακές δαπάνες της τρέχουσας περιόδου. Το αποτέλεσμα

αυτό σημαίνει ότι αν είχαμε αυξημένες εγχώριες επενδύσεις στο προηγούμενο έτος και στο τρέχον έτος θα κινηθούν θετικά. Επίσης, η χρηματοοικονομική μόχλευση ή συνολικό χρέος αποτελεί σημαντικό παράγοντα και παρουσιάζει θετική συσχέτιση. Οι πωλήσεις και το μέγεθος όπως φαίνεται έχουν αρνητική επίδραση στις εγχώριες επενδύσεις.

Στην δεύτερη περίπτωση προστίθεται η βασική μεταβλητή. Η επίδραση της μεταβλητής των ξένων επενδύσεων όπως αναμέναμε έχει στατιστικά σημαντική αρνητική επίδραση στις εγχώριες επενδύσεις. Το γεγονός αυτό υποδηλώνει ότι αν αυξηθούν οι επενδύσεις σε άλλες χώρες εκτός των ΗΠΑ τότε οι εγχώριες δαπάνες θα μειωθούν. Αυτό το αποτέλεσμα επιβεβαιώνει την υπόθεση της βιβλιογραφίας. Επιπλέον τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων παραμένουν τα ίδια σχεδόν για όλες τις μεταβλητές, με την μόνη διαφορά ότι η επίδραση της χρηματιστικοποίησης έχει αλλάξει πρόσημο και είναι αρνητική αλλά όχι στατιστικά σημαντική.

Στην τρίτη περίπτωση πάλι τα αποτελέσματα είναι σχεδόν ίδια για όλες τις περιπτώσεις. Οι διαφορές αυτής της μελέτης σε σχέση με την προηγούμενη ότι υπάρχει μια κοινή επίδραση της χρηματιστικοποίησης και των ξένων επενδύσεων στην εξαρτημένη μεταβλητή αλλά και η συσχέτιση της χρηματιστικοποίησης είναι θετική, άρα φαίνεται να υπάρχει κάποια σχέση ανάμεσα στις εγχώριες επενδύσεις και την χρηματιστικοποίηση. Η κοινή επίδραση είναι ο πολλαπλασιασμός της χρηματιστικοποίησης επί τις ξένες επενδύσεις (interaction term) και όπως διαφαίνεται στον πίνακα συσχετίζεται αρνητικά με τις εγχώριες δαπάνες.

Κοιτάζοντας τις παλινδρομήσεις II και III, και συγκρίνοντας τους συντελεστές τους παρατηρούνται ορισμένες ιδιαιτερότητες. Οι μεταβλητές της χρηματιστικοποίησης και το μείγμα εγχώριων και διεθνών επενδύσεων διαφέρουν στα στις δύο παλινδρομήσεις. Γι αυτό χρειάζεται επιπλέον διερεύνηση ώστε να εξαχθούν αποτελέσματα για την σχέση που έχει η χρηματιστικοποίηση με τις εγχώριες κεφαλαιακές δαπάνες.

6. ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Αντικείμενο της παρούσας διπλωματικής εργασίας ήταν να εξεταστεί αν η παγκοσμιοποίηση της παραγωγής μέσω του offshoring αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για την μείωση των εγχώριων επενδύσεων των ΗΠΑ αλλά και αν αποτελεί εξήγηση του παραδόξου των επενδύσεων- κερδών. Πιο συγκεκριμένα, εξετάστηκε η σχέση ανάμεσα στις εγχώριες και ξένες κεφαλαιακές δαπάνες. Επίσης, ελέγχθηκε η επίδραση της χρηματιστικοποίησης, των πωλήσεων, των κερδών, του μεγέθους και του συνολικού χρέους στις εγχώριες επενδύσεις.

Για να πραγματοποιηθεί η εμπειρική διερεύνηση χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα της μορφής πάνελ από ένα δείγμα 3229 μη χρηματοοικονομικών κεφαλαιουχικών επιχειρήσεων των ΗΠΑ για το χρονικό διάστημα 1999-2015. Κατά την περίοδο αυτή, ο ρόλος της χρηματιστικοποίησης ήταν ιδιαίτερα εμφανής, κυρίως, στην επίδραση της επενδυτικής συμπεριφοράς των NFCs.

Στο θεωρητικό μέρος αναφέρθηκε η αυξημένη τάση των επιχειρήσεων να επενδύουν σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, αναμένοντας υψηλότερες αποδόσεις αλλά και ο αυξημένος δείκτης χρηματοοικονομικών πληρωμών με τη μορφή επαναγοράς μετοχών και διανομής μερισμάτων λόγω της εμφάνισης χρηματιστικοποίησης. Από την βιβλιογραφική ανασκόπηση προσπαθήσαμε να ερευνήσουμε αν η χρηματιστικοποίηση αποτελεί την πιθανή εξήγηση για το παράδοξο επενδύσεων κερδών.

Οι έρευνες που έχουν διεξαχθεί ως τώρα δεν έχουν δώσει σαφείς εξηγήσεις για το ερώτημα αυτό. Στην εργασία αυτή θα δοκιμάσουμε μια εναλλακτική ερμηνεία που θα εξετάζει αν η παγκοσμιοποίηση της παραγωγής έχει επηρεάσει την επενδυτική συμπεριφορά των NFCs.

Από τα αποτελέσματα της εμπειρικής μας διερεύνησης που προέκυψαν με την μέθοδο των σταθερών επιδράσεων (fixed effects), όπως αναμέναμε προέκυψε ότι οι ξένες επενδύσεις έχουν στατιστικά σημαντική αρνητική συσχέτιση με τις εγχώριες επενδύσεις. Το γεγονός αυτό, υποδηλώνει ότι η εστίαση των NFCs ξένες επενδύσεις, με σκοπό τη μείωση του κόστους αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για τη μείωση των εγχώριων επενδύσεων στις ΗΠΑ, που επιβεβαιώνει και την υπόθεση της βιβλιογραφίας μας.

Επίσης, σύμφωνα με την έρευνα του Orhangazi (2008), οι μεταβλητές κέρδους και πωλήσεων αναμέναμε να σχετίζονται θετικά με τις εγχώριες επενδύσεις. Ωστόσο,

κάτι τέτοιο δεν αποδεικνύεται από τα εμπειρικά μας αποτελέσματα. Η μεταβλητή των πωλήσεων εμφανίζει μια στατιστικά σημαντική αρνητική συσχέτιση με τις εγχώριες κεφαλαιακές δαπάνες, όπως επίσης και η μεταβλητή των κερδών άλλα όχι στατιστικά σημαντική συσχέτιση. Η εμφάνιση των αρνητικών προσήμων συνδέεται με τους μειωμένους ρυθμούς πωλήσεων και κερδών που εμφανίζουν οι επιχειρήσεις τα τελευταία χρόνια.

Επιπλέον, η μεταβλητή του μεγέθους που χρησιμοποιείται στις παλινδρομήσεις παρουσιάζει αρνητικούς και σημαντικούς συντελεστές. Αυτό παρέχει μια ισχυρή εμπειρική υποστήριξη, ότι όσο περισσότερα περιουσιακά στοιχεία έχουν στην κατοχή τους οι εταιρείες τόσο λιγότερες επενδύσεις χρειάζεται να πραγματοποιήσουν. Μία ακόμη σημαντική μεταβλητή είναι αυτή της χρηματοοικονομικής μόχλευσης για την εμπειρική μας διερεύνηση. Από τα αποτελέσματα που προκύπτουν για αυτή τη μεταβλητή σε όλες τις παλινδρομήσεις, παρατηρούμε μια στατιστικά σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ της χρηματοοικονομικής μόχλευσης και των εγχώριων επενδύσεων.

Η χρηματοοικονομική μόχλευση αποτελεί έναν χρήσιμο δείκτη με τον οποίο οι επιχειρήσεις αποφασίζουν αν θα αναλάβουν χρέος με σκοπό να χρηματοδοτήσουν μία επένδυση. Άρα, από την εκτίμησή μας παρέχονται ισχυρές ενδείξεις ότι η αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης αυξάνει παράλληλα και τις επενδύσεις στις ΗΠΑ.

Τέλος, η χρηματιστικοποίηση που αποτελεί μία εκ των βασικών μεταβλητών δεν παρουσιάζει στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα, όπως αναμέναμε από την υπόθεση της βιβλιογραφίας. Εμφανίζει μια αρνητική αλλά όχι σημαντική συσχέτιση, όπως και η από κοινού επίδραση των ξένων επενδύσεων και της χρηματιστικοποίησης είναι αρνητική, η χρηματιστικοποίηση παρουσιάζει μια θετική συσχέτιση (Παλινδρομήσεις II και III του πίνακα IV). Επειδή τα αποτελέσματα διαφέρουν στις παλινδρομήσεις αυτές, χρειάζεται περαιτέρω διερεύνηση, ώστε να εξαχθούν ασφαλή συμπεράσματα για την σχέση που έχει η χρηματιστικοποίηση με τις εγχώριες επενδύσεις.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξενογλωσση Βιβλιογραφία

1. Baltagi, Badi H. (2013) *Econometric Analysis of Panel Data*, 5th ed., John Wiley and Sons.
2. Crotty, J. (2005) *The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Modern' Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era*, in Epstein, G. (ed.), *Financialization and the World Economy*, Northampton, MA, Edward Elgar.
3. Epstein, G. (2005) *Introduction: financialization and the world economy*. In G. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy* (pp. 1–16). Northampton, MA: Edward Elgar.
4. Gereffi, G., Humphrey, J., Sturgeon, T. (2005) *The governance of global value chains*. *Review of International Political Economy*, 12: 78–104.
5. Goldstein, A. (2013) *Inequality, Financialization, and the Growth of Household Debt in the U.S., 1989-2007*. University of California, Berkeley.
6. Krippner, G. (2005) *The financialization of the American economy*. *Socio-Economic Review* 3(2): 173– 208.
7. Lazonick, W. and O'Sullivan, M. (2000) *Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance*. *Economy and Society* 29(1): 13–35.
8. Milberg, W. (2008) *'Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining US Financialization with Global Value Chains'*, *Economy and Society*, 37, 420 – 451.
9. Milberg, W., and Winkler, D. 2013. *Outsourcing economics: Global value chains in capitalist development*. Cambridge: Cambridge University Press.
10. Orhangazi, O. (2008a) *Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector*. *Cambridge Journal of Economics* 32(6): 863–886.
11. Palley, T. (2007) *Financialization: what it is and why it matters*. Political Economy Research Institute Working Paper #153.
12. Simonetta Longhi, Alita Nandi (2014) *A Practical Guide to Using Panel Data*- SAGE Publications Ltd.
13. Stockhammer, E. (2004) *Financialization and the slowdown of accumulation*, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, 719–41.
14. Stockhammer, E. (2005) *Shareholder value-orientation and the investment-profit puzzle*. *Journal of Post Keynesian Economics* 28, 2: 193-216.

15. Strange, R. and Magnani, G. (2017). 'Outsourcing, offshoring and the global factory.' In G. Cook and F. McDonald (eds), *The Routledge companion on international business and economic geography*. London: Routledge.

Ελληνική Βιβλιογραφία

1. Δημέλη, Σοφία, 2013, *Σύγχρονες μέθοδοι ανάλυσης χρονολογικών σειρών*, Εκδόσεις - Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Εταιρεία Ο.Π.Α. Α.Ε.
2. Χρήστου, Κ. Γεώργιος, 2011, *Εισαγωγή Στην Οικονομετρία*, Εκδόσεις - Gutenberg, Τόπος Έκδοσης- Αθήνα.

