



Επιστημονική Εργασία υπό Εξέλιξη (Working Paper) No. 828

Η χρηματιστικοποίηση και οι εταιρικές επενδύσεις: Η περίπτωση της Ινδίας

Των

Sunanda Sen

Levy Economics Institute of Bard College

Zico DasGupta

Jamia Mallia Islamia, Academy of International Studies

Ιανουάριος 2015

The Levy Economics Institute Working Paper Collection presents research in progress by Levy Institute scholars and conference participants. The purpose of the series is to disseminate ideas to and elicit comments from academics and professionals.

Levy Economics Institute of Bard College, founded in 1986, is a nonprofit, nonpartisan, independently funded research organization devoted to public service. Through scholarship and economic research it generates viable, effective public policy responses to important economic problems that profoundly affect the quality of life in the United States and abroad.

Levy Economics Institute
P.O. Box 5000
Annandale-on-Hudson, NY 12504-5000
<http://www.levyinstitute.org>

Copyright © Levy Economics Institute 2015. All rights reserved

Περίληψη

Η χρηματιστικοποίηση ανοίγει χώρο στις οικονομίες για την επέκταση του χρηματοοικονομικού τομέα και, με αυτόν τον τρόπο, συμβάλλει στην αύξηση του μεριδίου των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων στα χαρτοφυλάκια που κατέχονται από τους συμμετέχοντες στην αγορά. Η διαδικασία της χρηματιστικοποίησης, που καθοδηγείται σε μεγάλο βαθμό από την απορρύθμιση, λειτουργεί με το να καθιστά τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία σχετικά ελκυστικά σε σύγκριση με άλλα περιουσιακά στοιχεία, προσφέροντας τόσο καλύτερες αποδόσεις όσο και πιθανά κεφαλαιακά κέρδη. Η τάση προς τη χρηματιστικοποίηση της οικονομίας και οι αναμενόμενες αποδόσεις σε χρηματοοικονομικές επενδύσεις παρέχουν κίνητρα στους εταιρικούς διαχειριστές να επενδύουν μεγαλύτερα ποσά σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, με αποτέλεσμα να αυξάνεται το μερίδιο των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων σε σχέση με τα άλλα περιουσιακά στοιχεία που διακρατούν στα χαρτοφυλάκια τους. Ωστόσο, τα περιουσιακά στοιχεία που κατέχει ο χρηματοοικονομικός τομέας δεν απέφερε αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού για τις μεγάλες εταιρείες. Η ανάγκη για την απόκτηση οικονομικών πόρων μέσω δανεισμού για την κάλυψη των τρεχουσών υποχρεώσεων αντανakλά ένα πρότυπο χρηματοδότησης «πόνζι» από την πλευρά των επιχειρήσεων. Η παρούσα εργασία σκιαγραφεί το παραπάνω πρότυπο για τα εταιρικά περιουσιακά στοιχεία και τις συνέπειές τους, με έμφαση στην οικονομία της Ινδίας.

1. Εισαγωγή

Είναι κοινή γνώση ότι οι νέες επενδύσεις σε μια οικονομία σχετίζονται με τις μετοχές που εκδίδονται στην πρωτογενή αγορά ως Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές (ΑΔΕ). Τα υπόλοιπα αποθέματα, τα οποία συνήθως διατηρούνται στη δευτερογενή αγορά, στην πραγματικότητα αντιπροσωπεύουν συναλλαγές σε παλιά αποθέματα που είχαν εκδοθεί νωρίτερα στην πρωτογενή αγορά ως ΑΔΕ. Η διάκριση αυτή είναι σημαντική για τον εντοπισμό νέων επενδύσεων σε μια οικονομία.

2. Εταιρικές επενδύσεις στις προηγμένες οικονομίες

Προηγούμενες έρευνες σχετικά με τις επενδυτικές αποφάσεις των μεγάλων επιχειρήσεων στις προηγμένες οικονομίες αποκάλυψαν ένα πρότυπο σύγκρουσης «ιδιοκτήτη-διαχειριστή» στις επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων. Η σύγκρουση αυτή χαρακτηρίζεται από τους μετόχους, από τη μία πλευρά, οι οποίοι συνήθως προτιμούν τη βραχυπρόθεσμη κερδοφορία και τη χαμηλή επένδυση σε μετοχικό κεφάλαιο. Ωστόσο, αυτή στρατηγική είναι σε αντίθεση με τις μακροπρόθεσμες επενδύσεις και την ανάπτυξη. Αυτή η προτίμηση επενδυτικής στρατηγικής είναι επίσης υπεύθυνη γι' αυτό που στη βιβλιογραφία αναφέρεται ως το trade-off της αύξησης του κέρδους στις επιχειρηματικές αποφάσεις από μεγάλες επιχειρήσεις (Crotty 1990).

Κοιτάζοντας την εταιρική συμπεριφορά, είναι αξιοσημείωτο ότι τα εταιρικά διευθυντικά στελέχη συχνά ευθυγραμμίζονται με τις προτιμήσεις των μετόχων (δηλαδή, βραχυπρόθεσμα κέρδη αντί μακροπρόθεσμη ανάπτυξη). Οι διευθυντές των επιχειρήσεων ανταποκρίνονται επίσης στα σημερινά δημοφιλή, προσανατολισμένα προς την αγορά συστήματα, με τις αποδοχές από επιχορηγήματα ή/και τους μισθούς που καταβάλλονται σε δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από τους εργαζόμενους στο πλαίσιο των σχεδίων κυριότητας μετοχών από τους εργαζόμενους με βάση την απόδοση του ισολογισμού των επιχειρήσεων τους. Κατά συνέπεια, «... η παραδοσιακή διευθυντική πολιτική του 'retain and invest' αντικαθίσταται από την προσανατολισμένη προς τον μέτοχο στρατηγική του 'downsize and distribute'» (Hein, 2009).

Σε σχέση με την αυξημένη ισχύ των μετόχων τις τελευταίες δεκαετίες, η προσοχή έχει εστιαστεί στην τάση της ταυτόχρονης μείωσης των εταιρικών επενδύσεων και της συσσώρευσης. Παραδόξως, στις προηγμένες οικονομίες, αυτή η τάση έχει συνοδευτεί από αυξημένη κερδοφορία για τις επιχειρήσεις που προτιμούν τις χρηματοοικονομικές επενδύσεις.

Όπως προαναφέρθηκε, «... ο προσανατολισμός της αξίας για τους μετόχους είχε σημαντική επίδραση στη συμπεριφορά των επιχειρήσεων» (Stockhammer 2005-2006, σελ., 199). Αυτή η αλλαγή στον προσανατολισμό συνεπάγεται «... μια έντονη στροφή στον στρατηγικό προσανατολισμό των διευθυντών κορυφαίων εταιριών, σχετικά με την κατανομή των εταιρικών πόρων και των αποδόσεων, από το 'retain and invest' προς το 'downsize and distribute'» (Lazonic και O'Sullivan, 2000, σελ., 18). Ακολουθώντας αυτή τη στρατηγική, οι εταιρικές επιχειρήσεις έχουν ανταμειφθεί από τις χρηματοοικονομικές αγορές με υψηλότερες αποδόσεις (αξία) για τους μετόχους (στο ίδιο).

Όσον αφορά τη μετα-κεϋνσιανή θεωρία των επιχειρήσεων, η οποία τοποθετεί τις επιχειρήσεις σταθερά μέσα στο θεσμικό τους πλαίσιο, έχει επισημανθεί ότι η απόφαση των επιχειρήσεων σχετικά με το πώς θα επενδύσουν ένα ποσοστό των κερδών τους εξαρτάται από το σχετικό βάρος τριών μεγάλων συμφερόντων στο εσωτερικό των επιχειρήσεων, που είναι (1) οι μέτοχοι (που ενδιαφέρονται για υψηλά κέρδη και αύξηση στην τιμή της μετοχής), (2) οι εργαζόμενοι (οι οποίοι επιθυμούν αύξηση της παραγωγής με απασχόληση) και (3) οι διευθυντές (οι οποίοι λαμβάνουν σταθερές αποδοχές συν πληρωμές που αφορούν τις επιδόσεις που συνδέονται με την τιμή της μετοχής και τα κέρδη).

Επιστρέφοντας στην «επανάσταση των μετόχων», στην οποία οι μέτοχοι κατέχουν μεγαλύτερη επιρροή, δεν είναι δύσκολο να εξηγήσει κανείς γιατί οι επιχειρήσεις, υπό την ηγεσία των διευθυντών, υιοθετούν μια επιχειρηματική στρατηγική που είναι λιγότερο εστιασμένη στις μακροπρόθεσμες επενδύσεις και περισσότερο στη «βραχυπρόθεσμικότητα» (δηλαδή στην αύξηση της τιμής της μετοχής και στα κέρδη) (Stockhammer 2005-2006). Οι παρατηρήσεις γύρω από αυτή την τάση υπάρχουν εν αφθονία στη βιβλιογραφία και έχουν επίσης έχουν επαληθευτεί με τη χρήση στατιστικών στοιχείων που αφορούν τις προηγμένες οικονομίες. Όπως έχει παρατηρηθεί από τον Stockhammer (2004) και άλλους «... η χρηματιστικοποίηση έχει προκαλέσει επιβράδυνση της συσσώρευσης» (βλ Stockhammer 2004, Van Treeck 2008, Organhazi

2006). Οι επιπτώσεις αυτής της τάσης είναι επίσης ορατές στην «...αύξηση του μεριδίου των τόκων, των μερισμάτων και των κερδών των μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων», επιβεβαιώνοντας την εμφάνιση των ραντιέρηδων οι οποίοι ζουν από δραστηριότητες του παρελθόντος αντί του παρόντος» (Power et al., 2003).

Αυτές οι εξελίξεις αποτελούν «... ένα δείκτη της κυριαρχίας του βραχυπρόθεσμου κέδρους στις επιχειρήσει» ή τις προτιμήσεις των διευθυντών των εταιριών» (στο ίδιο). Και, όπως μπορεί να γίνει αντιληπτό, αυτά τα μερίδια που οικειοποιούνται από τους ραντιέρηδες «...συνδέονται αρνητικά με τις πραγματικές επενδύσεις» (Hein, 2009). Τα εμπειρικά στοιχεία από τις προηγμένες οικονομίες (Power et al., 2003) καθιστούν σαφές ότι η αύξηση του εισοδηματικού μεριδίου των ραντιέρηδων από κέρδη που αποκόμισαν οι εταιρείες δεν παράγουν κατ' ανάγκη «ανάπτυξη καθοδηγούμενη από τον χρηματοοικονομικό τομέα» για την πραγματική οικονομία, εκτός κι αν οι ραντιέρηδες έχουν ροπή κατανάλωσης που είναι υψηλότερη από τον εθνικό μέσο όρο, κάτι το οποίο είναι απίθανο (Boyer 2000).

Παρατηρούμε ότι τα γενικά συμπεράσματα όσον αφορά την εννοιολογική και την εμπειρική περιγραφή της συμπεριφοράς των επιχειρήσεων στις προηγμένες χώρες στο πλαίσιο της χρηματιστικοποίησης είναι συνεπή με τις τάσεις που επικρατούν στις αναπτυσσόμενες χώρες, όπου οι μεγάλες εταιρείες διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της βιομηχανικής απόδοσης. Ωστόσο, ενώ η προηγούμενη ανάλυση εξηγεί τις τρέχουσες τάσεις των επιχειρήσεων να επενδύουν ένα μικρότερο ποσοστό των κερδών τους στην πραγματική οικονομία, αυτό δεν εξηγεί τι γίνεται με το υπόλοιπο μέρος των κερδών. Ούτε θεωρεί την αβεβαιότητα ως σημαντικό παράγοντα προκειμένου να δοθεί εξήγηση στην κατεύθυνση των επενδύσεων σε εναλλακτικούς δίαυλους, οι οποίοι σε μεγάλο βαθμό επικεντρώνονται σε κερδοσκοπικές επενδύσεις (Stockhammer 2005-2006, σελ., 208). Η ανάλυσή μας προσπαθεί να αντιμετωπίσει αυτά τα κενά με τον εντοπισμό της κατεύθυνσης των εν λόγω υπολειμματικών επενδύσεων. Οι υπολειμματικές επενδύσεις αποτελούνται κυρίως από βραχυπρόθεσμα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία που προσφέρουν την προοπτική υψηλότερων αποδόσεων και κεφαλαιακής ανατίμησης. Αυτό το πρότυπο είναι συνεπές με την παράδοση του έργου των ακολούθων του Minsky στην μετα-κεϋνσιανή βιβλιογραφία, η οποία αντιμετωπίζει την αβεβαιότητα στις απελευθερωμένες αγορές ως σημαντικό παράγοντα της κερδοσκοπίας στις κεφαλαιακές αγορές και τις σχετικές βραχυπρόθεσμες επενδύσεις. Το υπόλοιπο μέρος της παρούσας εργασίας εξετάζει το πρότυπο των εταιρικών επενδύσεων, ειδικά στο πλαίσιο της χρηματιστικοποίησης της ινδικής οικονομίας, χρησιμοποιώντας την ανάλυσή μας για τις προηγμένες οικονομίες και την επέκταση της παράδοσης του έργου των ακολούθων του Minsky που προτείνονται παραπάνω.

3. Η χρηματοπιστικοποίηση στην ινδική οικονομία

Η χρηματοπιστικοποίηση έχει έντονη παρουσία στην Ινδία, ιδίως με το σταθερό άνοιγμα του χρηματοοικονομικού τομέα τις τελευταίες δεκαετίες (βλ Sen 2014, σελ., 318-320). Όπως μπορεί εύκολα να παρατηρηθεί, η Ινδία έχει ξεκινήσει σημαντικές αλλαγές στον τρόπο διεξαγωγής της εταιρικής διακυβέρνησης, αναπαράγοντας με πολλούς τρόπους τις αλλαγές που παρατηρούνται στις προηγμένες οικονομίες. Για παράδειγμα, οι ινδικές επιχειρήσεις έχουν την τάση να διακρατούν χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία σε αυξανόμενο ποσοστό του χαρτοφυλακίου τους. Οι εταιρικές επιχειρήσεις στην Ινδία φανερώνουν επίσης την τάση να επενδύουν περισσότερο σε κερδοσκοπικά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και, ως εκ τούτου, να απομακρύνονται από τις μακροπρόθεσμες προοπτικές ανάπτυξης και να επιδιώκουν βραχυπρόθεσμα κέρδη.

Οι ίδιες τάσεις παρατηρούνται στις τοποθετήσεις του χαρτοφυλακίου των ινδικών ανωνύμων εταιρειών («επιχειρήσεις»). Όπως δείχνουν τα στοιχεία από την Αποθεματική Τράπεζα της Ινδίας, υπήρξε μια σταθερή αύξηση των χρηματοοικονομικών τίτλων ως ποσοστό του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων που κατέχουν οι ινδικές επιχειρήσεων την δεκαετία που έληξε το 2011-2012, καθώς και αναλογική μείωση των μετοχών που κατέχονται σχετικά με τους βιομηχανικούς τίτλους. Οι βιομηχανικοί τίτλοι συρρικνώθηκαν στο 15% από το 2011-2012 και μετά από 40% την περίοδο μεταξύ 2002-2003. Σε πλήρη αντίθεση με αυτή τη μείωση, το ποσοστό των χρηματοοικονομικών τίτλων ως ποσοστό του ενεργητικού που κατέχουν οι επιχειρήσεις αυξήθηκε από λιγότερο από 60% στο 70% (και άνω) κατά την ίδια περίοδο.

Σε αντίθεση με τη συρρίκνωση των βιομηχανικών τίτλων που κατέχουν οι επιχειρήσεις, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, το ποσοστό των χρηματοοικονομικών τίτλων σε περιουσιακά στοιχεία που βρίσκονται στα χέρια των επιχειρήσεων έχει αυξηθεί, ξεπερνώντας το 70% από 60% κατά τη διάρκεια της ίδιας χρονικής περιόδου (διάγραμμα 1). Οι χρηματοοικονομικοί τίτλοι, όπως αναφέρεται παραπάνω, περιλαμβάνουν τίτλους που εκδίδονται από το κράτος και από τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, καθώς και ομόλογα χωρίς εξασφαλίσεις.

Η μεταβολή στον τρόπο διεξαγωγής των επενδύσεων από τις ινδικές επιχειρήσεις αντανάκλαται επίσης στον σχηματισμό των πάγιων περιουσιακών στοιχείων και των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου από τις επιχειρήσεις. Το μερίδιο των κεφαλαίων που χρησιμοποιείται από τις μεγάλες επιχειρήσεις για επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία και ο σχηματισμός κεφαλαίου έχουν σαφώς μειωθεί κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας.

Όσον αφορά τις πηγές κεφαλαίων, οι επιχειρήσεις δανείζονται τελευταία περισσότερο από εξωτερικές πηγές και αναλογικά λιγότερο από τις εγχώριες τράπεζες. Το αυξανόμενο μερίδιο του εξωτερικού δανεισμού (διάγραμμα 2) αντισταθμίζει την μείωση του μεριδίου του τραπεζικού δανεισμού και οδηγεί σε αναλογίες χρέους προς ίδια κεφάλαια που έχουν παραμείνει σχεδόν στα ίδια επίπεδα τα τελευταία πέντε χρόνια.

Chart 1 Investments by Indian Corporates

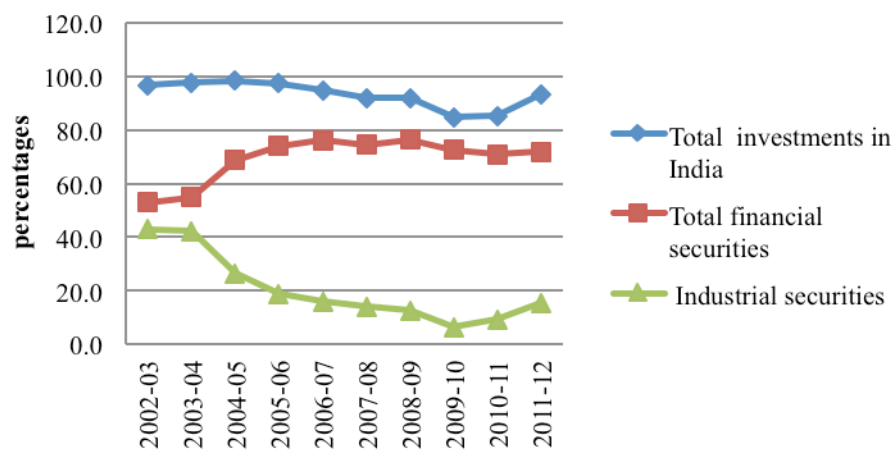
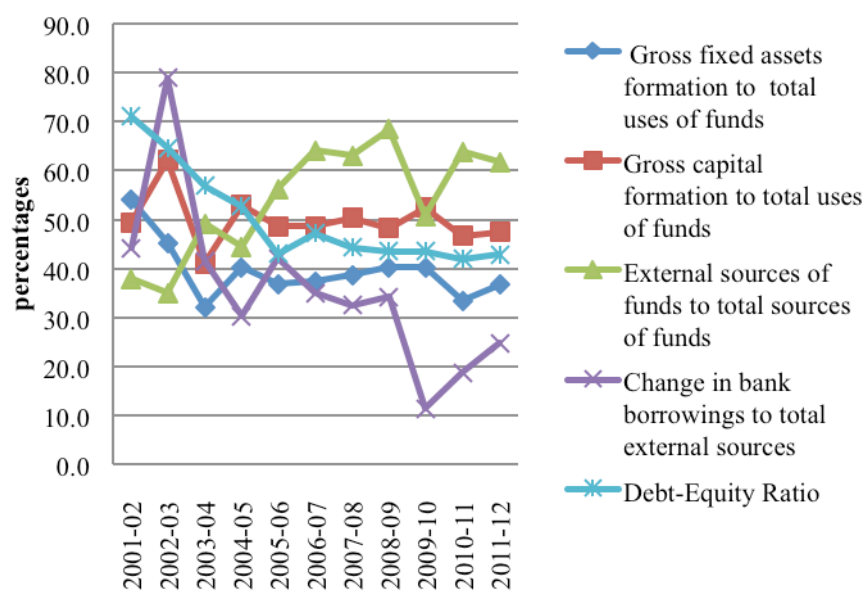


Chart 2 Sources and Use of Funds and Debt/Equity Ratios for Corporates



Source, charts 1-2: Reserve Bank of India bulletins, various issues.

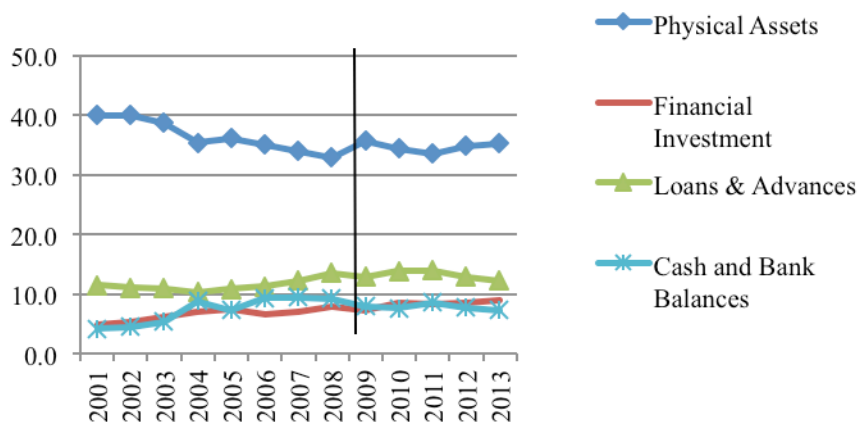
Table 1 Coverage of Prowess Data

Year	Number of Companies
2001	3968
2002	4420
2003	5612
2004	6181
2005	6731
2006	6865
2007	6906
2008	6869
2009	6929
2010	6750
2011	5644
2012	4794
2013	2630

Source: <https://www.prowess.cmie.com>

Τα παραπάνω στατιστικά στοιχεία (διαγράμματα 1 και 2) σχετικά με τη ροή των εταιρικών επενδύσεων που προέρχονται από πηγές στοιχείων της Αποθεματικής Τράπεζας της Ινδίας ταιριάζουν με τα στοιχεία που σχετίζονται με την αλλαγή των αποθεμάτων για παρόμοιες κατηγορίες που σχετίζονται με τις ινδικές επιχειρήσεις. Έχουμε πάρει αυτά τα στατιστικά στοιχεία από τις ηλεκτρονικές πηγές δεδομένων Prowess με έδρα το Κέντρο Παρακολούθησης της Ινδικής Οικονομίας στο Μουμπάι (CMIE). Παρουσιάζουμε παρακάτω (πίνακας 1) την κάλυψη αυτών των στοιχείων από την άποψη του αριθμού των επιχειρήσεων που περιλαμβάνονται στις στατιστικές Prowess για κάθε έτος. Παρά το γεγονός ότι η κάλυψη των στοιχείων ποικίλει με την πάροδο του χρόνου, χρησιμοποιούμε το σύνολο δεδομένων ως μεγέθη χρονοσειρών.

Chart 3 Share of Various Components in Total Assets
(as percentage)

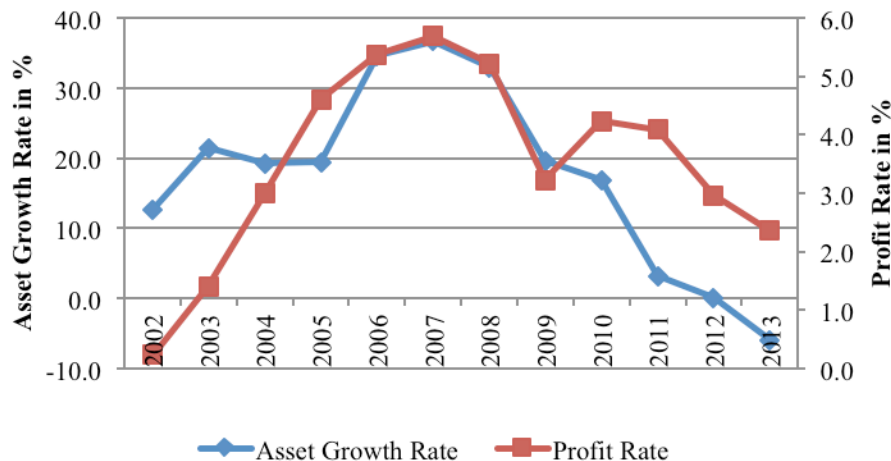


Source: Author's calculation from Prowess Database

Μπορούμε να παρατηρήσουμε στο διάγραμμα 3 ότι οι πηγές δεδομένων Prowess φανερώνουν επίσης πτώση στις μετοχές των πάγιων περιουσιακών στοιχείων που κατέχονται από τις επιχειρήσεις. Ωστόσο, η πτώση στα υλικά περιουσιακά στοιχεία από το 40% το 2001 στο 35,3% το 2013 (διάγραμμα 3) φαίνεται να είναι μικρότερη σε σύγκριση με την πτώση στις ακαθάριστες επενδύσεις παγίου ενεργητικού, όπως τεκμηριώνεται από πηγές της Αποθεματικής Τράπεζας της Ινδίας στο διάγραμμα 2. Η διαφορά μπορεί να είναι το αποτέλεσμα μεθοδολογικών διαφορών που είναι εγγενείς στις δύο πηγές δεδομένων, ειδικά σχετικά με την κάλυψη των επιχειρήσεων για κάθε έτος (δεδομένου ότι οι πηγές της Αποθεματικής Τράπεζας της Ινδίας δεν αποκαλύπτουν μεταβολές ως προς την κάλυψη, τις αντιμετωπίζουμε ως ομοιόμορφες, ενώ το σύνολο των δεδομένων Prowess ποικίλλει όσον αφορά την κάλυψη). Σε γενικές γραμμές, αν κρίνουμε από το μικρό και μειωμένο ποσοστό των υλικών περιουσιακών στοιχείων που κατέχουν οι εταιρείες στις δύο πηγές, η συνεισφορά των εν λόγω περιουσιακών στοιχείων προς την συσσώρευση στον τομέα της βιομηχανίας φαίνεται να κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα στην ινδική οικονομία.

Το σχετικά μικρό μερίδιο των πάγιων περιουσιακών στοιχείων που εμφανίζεται σε αυτές τις πηγές δεδομένων συνοδεύεται από ένα μεγάλο και αυξανόμενο μερίδιο χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων στα χαρτοφυλάκια των επιχειρήσεων. Είναι φανερό ότι οι αλλαγές στην ινδική οικονομία μαρτυρούν ένα πρότυπο μονής κατεύθυνσης στο οποίο η επένδυση στον πραγματικό τομέα αποτελεί χαμηλότερη προτεραιότητα για τις επιχειρήσεις του ιδιωτικού τομέα.

Chart 4 Growth Rates: Gross Assets and Profit rates on Assets



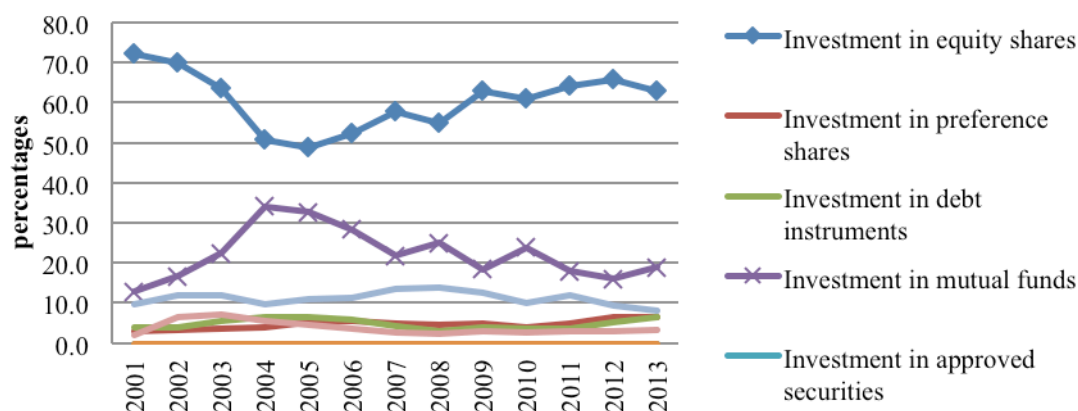
Source: Author's calculation from Prowess Database

Παραδόξως, παρά τις τάσεις των επιχειρήσεων να βασίζονται στον χρηματοοικονομικό τομέα ως τον κύριο επενδυτικό τους δίαυλο, οι ρυθμοί αύξησης των περιουσιακών στοιχείων που κατέχουν οι μεγάλες εταιρείες παρουσιάζουν πτωτική τάση τα τελευταία χρόνια. Σύμφωνα με τις πηγές δεδομένων Prowess, τα ποσοστά αύξησης των περιουσιακών στοιχείων για τις επιχειρήσεις έχουν μειωθεί αισθητά, από 32,8% το 2008 σε 0% το 2012, ενώ υποχώρησαν στο -6% το 2013. Η αποδοτικότητα των στοιχείων ενεργητικού έχει ακολουθήσει μια παρόμοια πορεία (διάγραμμα 4) και, με εξαίρεση το 2010, το ποσοστό κέρδους σημειώνει σταθερή πτώση, από το 5,7% το 2008 στο 2,4% το 2013. Η απόδοση του επιχειρηματικού τομέα έχει σαφώς φθίνουσα πορεία, όχι μόνο όσον αφορά τη συνεισφορά του στην πραγματική επένδυση αλλά και από την άποψη της αύξησης των συνολικών περιουσιακών στοιχείων και της κερδοφορία τους.

Η πτώση του ρυθμού ανάπτυξης των περιουσιακών στοιχείων και των ποσοστών κέρδους των περιουσιακών στοιχείων που κατέχονται από τις ιδικές επιχειρήσεις απαιτεί μια εξήγηση, ιδιαίτερα στο πλαίσιο του μεγάλου μεριδίου των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων που διακρατούνται στα χαρτοφυλάκιά τους. Με άλλα λόγια, ποιες είναι οι επιδόσεις των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων; Και, κυρίως, γιατί απέτυχαν αυτές οι εκμεταλλεύσεις να συμβάλουν σε ρυθμούς ανάπτυξης και στα κέρδη των περιουσιακών στοιχείων;

Για να αποκαλυφθεί η αιτιώδης συνάφεια που διέπει αυτά τα ερωτήματα, θα πρέπει να εξετάσουμε τη σύνθεση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων που κατέχονται. Θα πρέπει επίσης να δώσουμε προσοχή στις αλλαγές που λαμβάνουν χώρα στις υποχρεώσεις που κατέχονται έναντι των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, που θα μπορούσαν πιθανώς να συρρικνώσουν τους ρυθμούς ανάπτυξης των περιουσιακών στοιχείων.

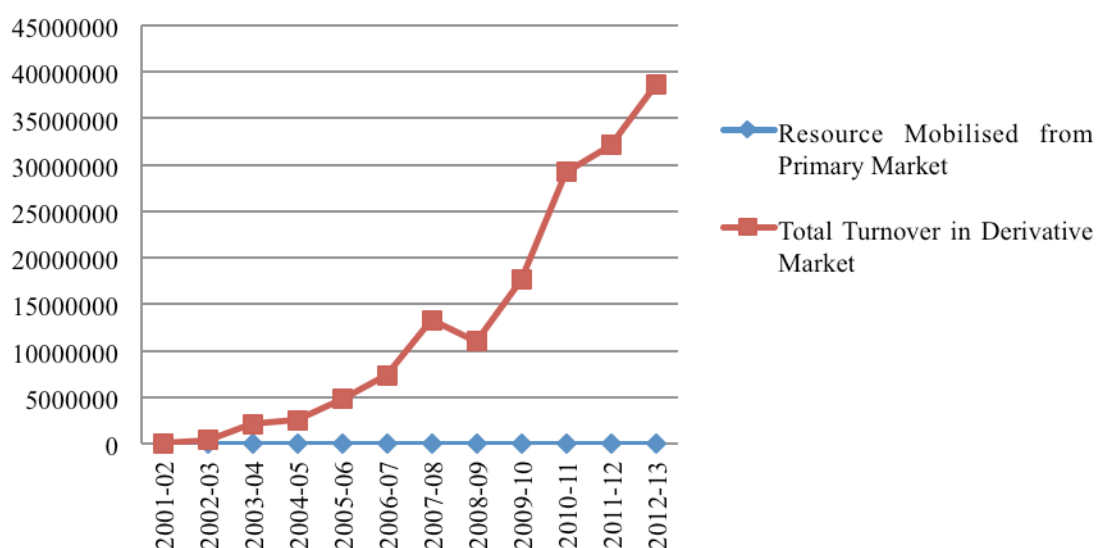
Chart 5 Share of Various Components in Financial Investment by Corporates



Source: Author's calculation from Prowess Database

Εξετάζοντας τη σύνθεση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων που κατέχουν οι μεγάλες εταιρείες, μέχρι το 2004 η αύξηση του μεριδίου οφείλεται κυρίως στα αμοιβαία κεφάλαια, όταν το ποσοστό τους έφτασε στο 34,3% του συνόλου. Μετά το 2004, η άνοδος στα ίδια κεφάλαια ήταν αυτή που συνέβαλε στο μερίδιο των χρηματοοικονομικών επενδύσεων που κατέχονται από τις μεγάλες εταιρείες. Μέχρι το 2013, τα δύο αυτά είδη επενδύσεων (μετοχές και αμοιβαία κεφάλαια) συνέβαλαν στο 82% των εταιρικών επενδύσεων σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία (διάγραμμα 5).

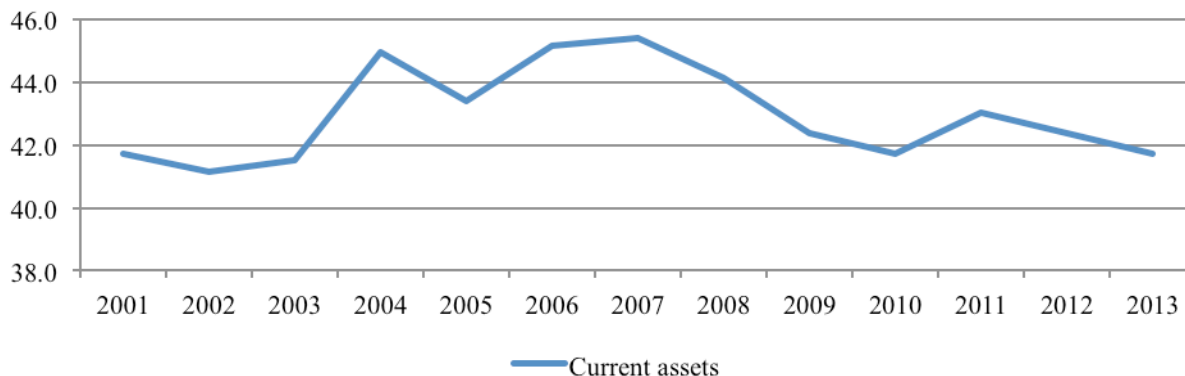
Chart 6 Investments in Primary market and in Derivatives (Rs Crores)



Source: SEBI annual report, various years

Οι εταιρικές επενδύσεις σε ίδια κεφάλαια, συμπεριλαμβανομένων των παραγώγων, συναλλάσσονται κατά κύριο λόγο στη δευτερογενή αγορά μετοχών. Οι απότομες αυξήσεις στις συναλλαγές παραγώγων στη δευτερογενή αγορά μετοχών έχει επισκιάσει το ρόλο της πρωτογενούς αγοράς σε ίδια κεφάλαια στην κεφαλαιακή αγορά της Ινδίας (διάγραμμα 6).

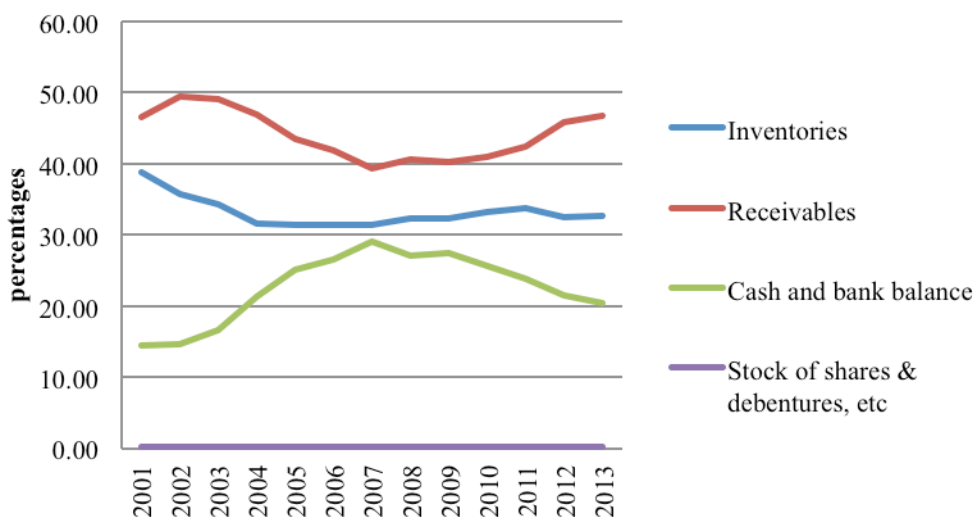
Chart 7 Share of Current Assets (with Less than 1-Year Duration) in Total Financial Assets Held by Corporates



Source: Author's calculation from Prowess Database

Note: Current assets as calculated here capture the value of all amounts due to the company as of the date of the balance sheet, and consist primarily of cash and bank balances.

Chart 8 Composition of "Current assets"

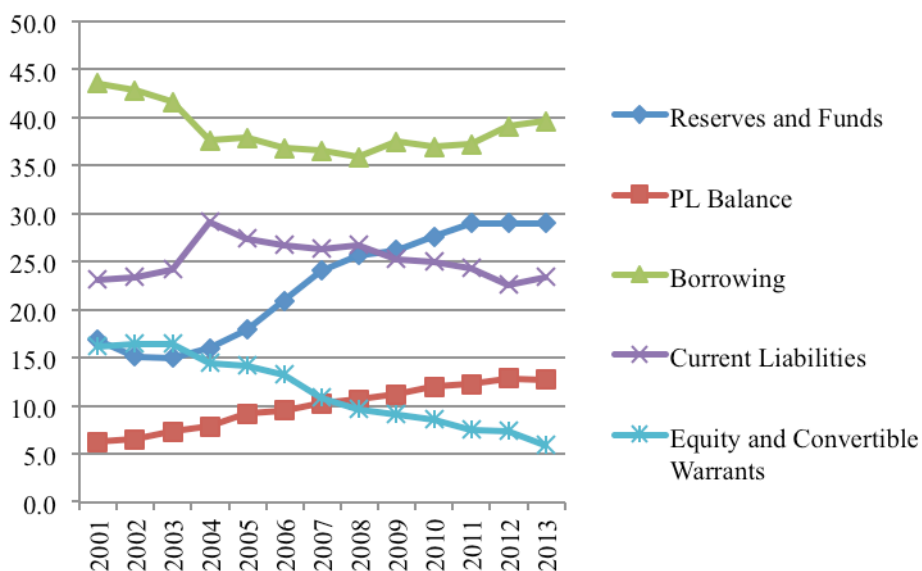


Source: Author's calculation from <https://prowess.cmie.com/>

Note: Data on 'receivables' captures the value of all amounts due to the company as of the date of the balance-sheet, and typically, on goods and services.

Τα στοιχεία Prowess δεν παρέχουν περαιτέρω πληροφορίες σχετικά με τη φύση των χρηματοοικονομικών επενδύσεων που αναφέρθηκαν παραπάνω, ωστόσο μέσα από τις ίδιες πηγές μπορεί κανείς να περιγράψει τα ποσά για τα τρέχοντα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, όπως εκείνα που παρέχουν αποδόσεις κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου 1 έτους ή λιγότερο (διάγραμμα 7). Τα περισσότερα από αυτά τα περιουσιακά στοιχεία όμως αποτελούνται από «μετρητά και τραπεζικούς ισολογισμούς». Αυτό συμβαίνει επειδή τα παράγωγα δεν λαμβάνονται υπόψη επαρκώς για τον υπολογισμό των τρεχόντων περιουσιακών στοιχείων, ενώ οι μετοχές, όπως ήταν αναμενόμενο, έχουν μικρό μερίδιο στα τρέχοντα περιουσιακά στοιχεία. Έτσι, η αύξηση του μεριδίου των βραχυπρόθεσμων επενδύσεων συνδέεται συνήθως με την αύξηση των ταμειακών και των τραπεζικών ισολογισμών στο σύνολο των περιουσιακών στοιχείων. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι καθημερινές συναλλαγές σε βραχυπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία απαιτούν περισσότερη ρευστότητα. Έτσι, το άθροισμα των «τρέχόντων χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων» μπορεί να αντιμετωπίζεται ως υποκατάστατο για τα βραχυπρόθεσμα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, το ποσοστό των οποίων έχει αυξηθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια. Επιπλέον, θα πρέπει να υπενθυμίσουμε ότι τα ίδια κεφάλαια και τα αμοιβαία κεφάλαια (και τα δύο χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία) υπόκεινται επίσης σε συναλλαγές βραχυπρόθεσμου χρονικού ορίζοντα.

Chart 9 Shares of Various Components in Total Liabilities



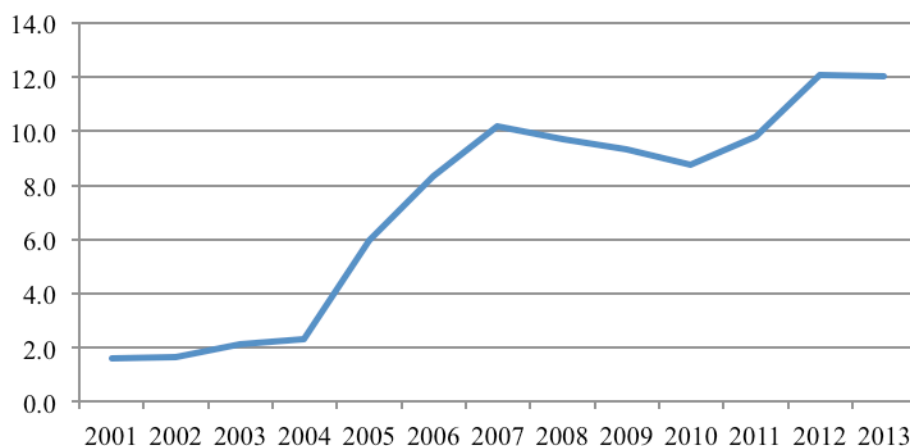
Source: Author's calculation from <https://prowess.cmie.com/>

Για να εξηγήσουμε τη συρρίκνωση της βάσης των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων, θα εξετάσουμε το πρότυπο των ανεξόφλητων υποχρεώσεων τους. Αυτό παρέχει ουσιαστικά μια ένδειξη των πηγών κεφαλαίων, συμπεριλαμβανομένου του δανεισμού, της χρήσης των αποθεμάτων συν των εταιρικών κεφαλαίων και της έκδοσης μετοχών, κοκ. Από αυτές τις πηγές κεφαλαίων (και την αύξηση των υποχρεώσεων), τα

πιο σημαντικά στοιχεία περιλαμβάνουν τα αποθεματικά και τα κεφάλαια των επιχειρήσεων και στη συνέχεια τον δανεισμό τους. Αυτό αντανακλάται στην αύξηση του μεριδίου των υποχρεώσεων μεταξύ δανεισμού και αποθεματικών συν κεφαλαίων (διάγραμμα 9). Η αύξηση στα αποθεματικά και τα κεφάλαια καθοδηγούνταν με τη σειρά τους από τις θετικές κινήσεις στο ισοζύγιο κέρδους/ζημιών (ένα κύριο συστατικό των αποθεματικών και των κεφαλαίων) στους ισολογισμούς των εταιρειών. Η συνεχιζόμενη αύξηση του μεριδίου τους από το 2004 έως και το 2011 κατέληξε ωστόσο σε κατάσταση στασιμότητας από το 2012. Οι μετοχές, οι οποίες θα μπορούσαν να ήταν μια σημαντική πηγή για την απόκτηση κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις, δεν ήταν σε θέση να συνεισφέρουν πολλά πράγματα, όπως φαίνεται από την πτώση στο αντίστοιχο μερίδιο των μετοχών για τις συνολικές υποχρεώσεις κατά τη διάρκεια της περιόδου 2001- 2013. Οι μετοχές απέτυχαν να παρέχουν πόρους κατά τη διάρκεια ολόκληρης της δεκαετίας, με το μερίδιό τους στις εκκρεμείς υποχρεώσεις να μειώνεται στο 5,9% το 2013 από 16,2% το 2001. Με αμείωτη την πτώση του μεριδίου της χρηματοδότησης ιδίων κεφαλαίων, σε συνδυασμό με ένα στάσιμο μερίδιο αποθεμάτων κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, το αποτέλεσμα ήταν να οδηγηθούν οι επιχειρήσεις στην ενίσχυση των περιουσιακών τους στοιχείων μέσω της αύξησης του δανεισμού.

Ερχόμαστε τώρα στη χρήση των κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις, ένα μεγάλο μέρος των οποίων έχει χρησιμοποιηθεί για την κάλυψη τρεχουσών υποχρεώσεων, οι οποίες περιλαμβάνουν μερίσματα, τόκους, κ.λπ. Με την αυξανόμενη τάση των επιχειρήσεων να αποκτούν κεφάλαια μέσω δανεισμού, η χρήση αυτών των δανειακών κεφαλαίων σαφώς κατευθύνεται προς την κάλυψη του είδους των υποχρεώσεων που αναφέρονται παραπάνω.

Chart 10 Percentage of Foreign Currency Borrowing in Total Borrowing



Source: Author's calculation from <https://prowess.cmie.com/>

Η αύξηση του μεριδίου του δανεισμού, που τελευταία αποτελεί μια σημαντική πηγή οικονομικών πόρων για τις μεγάλες επιχειρήσεις, άρχισε να αυξάνεται την περίοδο 2010-2011 και η οποία συνεχίζεται μέχρι και σήμερα. Το μερίδιό του, που κυμαίνεται μεταξύ 43,6% το 2001 και 39,6% των συνολικών υποχρεώσεων το 2013, φαίνεται να παρείχε μια σχετικά εύκολη επιλογή για τις επιχειρήσεις προκειμένου να καλύψουν τις υποχρεώσεις τους. Προφανώς, αυτή η αλλαγή διευκολύνθηκε από το καθεστώς των απελευθερωμένων κανόνων για εξωτερικό δανεισμό. Απόδειξη αυτού αποτελεί (διάγραμμα 10) η σταθερή ανοδική πορεία τόσο στον εξωτερικό εμπορικό δανεισμό όσο και στην προσφορά πιστώσεων ως μερίδια του συνολικού δανεισμού από τη χώρα. Καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι το μεγαλύτερο ποσοστό αυτού του εξωτερικού δανεισμού έγινε από τον επιχειρηματικό τομέα. Είναι επίσης αξιοσημείωτο ότι ο ρυθμός αύξησης των τραπεζικών πιστώσεων προς τη βιομηχανία, με βάση τα στοιχεία της Αποθεματικής Τράπεζας της Ινδίας, μειώθηκε σταθερά από το 24,4% μεταξύ 2009-2010 στο 14,9% μεταξύ 2012-2013 (RBI 2013). Ένας βασικός παράγοντας μπορεί να είναι οι ενδιάμεσες αυξήσεις των τραπεζικών επιτοκίων από την Αποθεματική Τράπεζα της Ινδίας.

Με τον δανεισμό να δημιουργεί ένα μεγάλο μερίδιο των τρεχουσών υποχρεώσεων που αναφέρθηκαν παραπάνω, παρατηρούμε ένα μοτίβο που μπορεί να ερμηνευτεί ως μορφή χρηματοδότησης «πόνζι», όπου τα φρέσκα δάνεια χρησιμοποιούνται για την κάλυψη των υποχρεώσεων που σχετίζονται με προηγούμενο δανεισμό και την πώληση των μετοχών. Πρέπει επίσης να τονίσουμε και μια άλλη πτυχή της εταιρικής χρηματοδότησης, την οποία αναφέραμε νωρίτερα, και η οποία σχετίζεται με την τάση εκ μέρους των ινδικών επιχειρήσεων να διακρατούν βραχυπρόθεσμα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία ως την πιο ελκυστική μορφή επένδυσης, πράγμα που αντικατοπτρίζει τις αποφάσεις του κερδοσκοπικού προσανατολισμού των διευθυντών των επιχειρήσεων. Λαμβάνοντας υπόψη αυτά τα κίνητρα, δεν αποτελεί έκπληξη ότι το trade-off μεταξύ ανάπτυξης και βραχυπρόθεσμου κέρδους στο επίπεδο των επιχειρήσεων στην Ινδία γέρνει ξεκάθαρα υπέρ του τελευταίου.

4. Συμπέρασμα

Κάτω από το πλαίσιο της χρηματιστικοποίησης, η τάση των επιχειρήσεων να προτιμούν τα βραχυπρόθεσμα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία (σε αντίθεση με τις μακροχρόνιες πάγιες επενδύσεις) προσφέρει μια σοβαρή ερμηνεία για την βιομηχανική στασιμότητα που επικρατεί σήμερα στην πλειονότητα των χωρών στην παγκόσμια οικονομία. Οι ερμηνείες των οικονομολόγων σχετικά με το trade-off μεταξύ ανάπτυξης και κερδοφορίας στο πλαίσιο της χρηματιστικοποίησης ασχολούνται με την τρέχουσα κατάσταση στις προηγμένες οικονομίες.

Η παρούσα εργασία ενισχύει προηγούμενες αναλύσεις με την επέκταση της ανάλυσης στην Ινδία, μια χώρα πλήρως ενταγμένη στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Όπως παρατηρούμε, οι ινδικές επιχειρήσεις φαίνεται να ακολουθούν μια διαδρομή «βραχυπρόθεσμικότητας» ενώπιον της αβεβαιότητας που επικρατεί στις απελευθερωμένες χρηματοπιστωτικές αγορές. Την ίδια στιγμή, η αναζήτηση για

γρήγορες αποδόσεις από βραχυπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία υψηλού κινδύνου αποθαρρύνει τις επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία. Το τελικό αποτέλεσμα, ωστόσο, ήταν ότι οι μεγάλες εταιρείες έχουν βιώσει χαμηλά ποσοστά ανάπτυξης στα ακαθάριστα στοιχεία του ενεργητικού τους. Δεν σημαίνει αυτό ότι τα βραχυπρόθεσμα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία είχαν λιγότερες δυνατότητες να συμβάλουν στην περαιτέρω ανάπτυξη των περιουσιακών στοιχείων;

Εξετάζοντας περαιτέρω τις σχετικές αλλαγές στην Ινδία, βλέπουμε την τάση των επιχειρήσεων να δανείζονται σε μεγάλο βαθμό από τις κεφαλαιακές αγορές τόσο στο εσωτερικό της χώρας όσο και εκτός αυτής. Ο δανεισμός από διεθνείς δανειστές, σε συνδυασμό με τη χρήση κεφαλαίων και αποθεμάτων σε εταιρικό επίπεδο, παρέχει την κύρια πηγή των κεφαλαίων τους. Αυτό ήταν αποτέλεσμα της αποτυχίας της πρωτογενούς χρηματιστηριακής αγοράς να παρέχει επαρκείς πόρους μέσω ΑΔΕ.

Ο δανεισμός, όπως προαναφέρθηκε, και η χρήση των κεφαλαίων σε συνδυασμό με τα αποθεματικά παρέχουν τους αναγκαίους πόρους για την κάλυψη των τρεχουσών υποχρεώσεων, συμπεριλαμβανομένων των μερισμάτων, των τόκων, κλπ., που πρέπει να εξυπηρετούνται σε κάθε χρονική περίοδο. Παρατηρούμε, περαιτέρω, ότι η τάση των επιχειρήσεων να στηρίζονται για δανεισμό στον χρηματοπιστωτικό τομέα για την κάλυψη άλλων υποχρεώσεων, δημιουργεί μια δομή χρηματοδότησης «πόνζι» ανάλογη με αυτή που είχε περιγράψει ο Minsky (Minsky 2008) και η οποία είναι εγγενώς ασταθής. Το πρόβλημα επιτείνεται περαιτέρω από τον εξωτερικό δανεισμό, που προσθέτει στις σχετικές υποχρεώσεις σε ξένο συνάλλαγμα. Το πρόβλημα επομένως δεν είναι μόνο ο συνεχιζόμενος δανεισμός για την εξόφληση προηγούμενου χρέους, αλλά και η αναντιστοιχία των νομισμάτων όσον αφορά την εκπλήρωση των υποχρεώσεων του χρέους.

Η οικονομία της Ινδίας είναι συνεπώς όλο και περισσότερο εκτεθειμένη σε προβλήματα που είναι πολύ βαθύτερα από αυτά που φαίνονται στην επιφάνεια. Εκτός από τη συνεχιζόμενη στασιμότητα στην πραγματική οικονομία, η οποία, όπως έχουμε επισημάνει, έχει επηρεαστεί άμεσα από το πρότυπο της εταιρικής χρηματοδότησης στο πλαίσιο της χρηματιστικοποίησης, ο εκτεταμένος δανεισμός που χρησιμοποιείται για την κάλυψη των τρεχουσών υποχρεώσεων έχει σπείρει τους σπόρους της δυνητικής οικονομικής αστάθειας ως αποτέλεσμα της αυξανόμενης τάσης προς μια μορφή χρηματοδότησης στυλ «πόνζι».

Μπορεί κανείς να παρατηρήσει τις πηγές αστάθειας, κυρίως λόγω του υφιστάμενου προτύπου στην εταιρική χρηματοδότηση, με την αποτίμηση των σχετικά υψηλών επιπέδων χρηματοοικονομικής δραστηριότητας μέσω κερδοσκοπικών δραστηριοτήτων σε χρηματιστήρια, νομίσματα και αγορές εμπορευμάτων και ακινήτων. Σε συνδυασμό με την στασιμότητα του πραγματικού τομέα της οικονομίας και την ορατή απροθυμία των επιχειρήσεων να επενδύσουν σε αυτόν, η ινδική οικονομία δεν μπορεί να προσδοκά ανάκαμψη στο εγγύς μέλλον. Η όποια πραγματικά ανάκαμψη στην οικονομία της Ινδίας απαιτεί αναθεώρηση της τρέχουσας δημόσιας πολιτικής, που συνεπάγεται απομάκρυνση από την χρηματιστικοποίηση και την υιοθέτηση πολιτικών προς όφελος της πραγματικής οικονομίας.

Πηγές

Boyer, R. (2000) "Is a Finance-led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism: A Preliminary Analysis," *Economy and Society*, pp. 111–45.

Crotty, J. (1990) "Owner-manager Conflict and Financial Theories of Investment Instability: A Critical Assessment of Keynes, Tobin and Minsky," *Journal of Post-Keynesian Economics*, pp. 519–42. Cited in Philip Arestis and Malcolm Sawyer, *21st Century Keynesian Economics*, Palgrave-Macmillan, 2009, p.123.

Hein, E. (2009) "A (Post-) Keynesian Perspective on Financialisation," in Philip Arestis and Malcolm Sawyer, *21st Century Keynesian Economics*, Palgrave-Macmillan, 2009. Also in http://www.ipe-berlin.org/fileadmin/downloads/Papers_and_Presentations/Hein_Post-Keynesian_perspective_on_financialisation.pdf.

Lazonic, M. and O'Sullivan, W. (2000) "Maximising Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance," *Economy and Society*, 29(1). Cited in Stockhammer, 2005–2006, p. 200.

Minsky, H.P. (2008) *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill.

Organhazi, O. (2006) "Financialisation and Capital Accumulation in the Non-financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973–2003," *Cambridge Journal of Economics*, pp. 863–86. Cited in Philip Arestis and Malcolm Sawyer, *21st Century Keynesian Economics*, Palgrave-Macmillan, 2009, p. 125.

Power, D., Epstein, G., Abrena, M. (2003) "Trends In The Rentier Income Share In OECD Countries, 1960–2000," PERI (Amherst) Working Paper 58a, November, http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_51-100/WP58a.pdf.

Reserve Bank of India (2013) *HandBook of Statistics on Indian Economy*

Sen, S. (2014) "Dominant Finance and Stagnant Economies," OUP Delhi, pp. 318–320.

Stockhammer, E. (2005–2006) "Shareholder Value Orientation and the Investment-profit Puzzle," *Journal of Post-Keynesian Economics*, 28(2), p. 199.

_____ (2004) "Financialisation and the Slowdown of Accumulation," *Cambridge Journal of Economics*, pp. 719–741. Cited in Philip Arestis and Malcolm Sawyer, *21st Century Keynesian Economics*, Palgrave-Macmillan, 2009, p. 125.

van Treeck, T. (2008) "Reconsidering the Investment-profit Nexus in Finance-led Economies: An ARDL-based Approach," *Metroeconomica*, pp. 371–404. Cited in Philip

Arestis and Malcolm Sawyer, *21st Century Keynesian Economics*, Palgrave-Macmillan, 2009, p. 125.