

# **ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΣΟΓΕΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ**



**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

**Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

**«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»**

**Ιδιοκτησιακό Καθεστώς και Επενδύσεις σε Έξοδα Ανάπτυξης**

**Διπλωματική Εργασία**

Που υποβλήθηκε στο Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του  
**ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΜΕΣΟΓΕΙΑΚΟΥ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟΥ**

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στην Λογιστική και Ελεγκτική από τον

**Ζαργιανάκη Γεώργιο**

Ηράκλειο

Φεβρουάριος 2020

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

*« Η παρούσα διπλωματική εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την τριμελή εξεταστική επιτροπή η οποία ορίστηκε από την ΓΣΕΣ του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης, σύμφωνα με το νόμο και τον εγκεκριμένο Οδηγό Σπουδών του ΠΜΣ «Λογιστική και Ελεγκτική». Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:*

- *Αρβανίτης Σ. (Επιβλέπων)*
- *Σταματόπουλος Θ. (Μέλος)*
- *Τερζάκης Δ. (Μέλος)*

*Η έγκριση της διπλωματικής εργασίας από το Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης δεν υποδηλώνει αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα.»*

ΚΕΦΑΛΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ: 2. ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑΣ .....	3
2.1 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΤΩΝ ΓΑΛΑΖΙΩΝ ΩΚΕΑΝΩΝ.....	5
2.2 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΤΩΝ ΚΟΚΚΙΝΩΝ ΩΚΕΑΝΩΝ.....	7
2.3 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ (ΓΑΛΑΖΙΩΝ ΚΑΙ ΚΟΚΚΙΩΝΩΝ ΩΚΕΑΝΩΝ)..	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ, ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	11
3.1 ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	11
3.2 ΘΕΣΜΙΚΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ, ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	18
3.3 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	25
3.4 ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΑΞΙΑΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ .....	35
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.:ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ .....	38
4.1 ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΔΑΠΑΝΩΝ ΕΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ.....	38
4.2 ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ, ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΔΑΠΑΝΕΣ ΣΕ Ε&Α .....	41
4.3 ΘΕΣΜΙΚΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΚΑΙ ΔΑΠΑΝΕΣ R&D.....	43
4.4.ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΔΑΠΑΝΕΣ ΣΕ Ε&Α.....	46
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5:ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ .....	50
5.1 ΔΕΙΓΜΑ .....	50
5.2 ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΚΑΙ ΒΑΣΙΚΕΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΕΣ .....	53
5.3 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....	58
5.3.1. <i>ΕΞΙΔΙΚΕΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ</i> .....	58
5.3.2 <i>ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΕΣ ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ</i> .....	59
5.4. ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΕΡΕΥΝΑΣ .....	63
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	64
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	67

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1. Αρχές και κίνδυνοι στρατηγικής γαλάζιων ωκεανών .....	6
Πίνακας 2. Στρατηγική κόκκινων ωκεανών σε σύγκριση με την στρατηγική γαλάζιων ωκεανών.....	7
Πίνακας 3. Δύο τύποι συμπεριφοράς θεσμικών επενδυτών .....	19
Πίνακας 4. Μέσος χρόνος διακράτησης μετοχών (σε έτη) ανά τύπο επενδυτή στο χρηματιστήριο του Τόκιο.....	20
Πίνακας 5. Πληροφορίες που οφείλει να δίδει η εταιρία. ....	34
Πίνακας 6. Κατανομή παρατηρήσεων ανά χώρα.....	50
Πίνακας 7. Κατανομή παρατηρήσεων ανά κλάδο.....	51
Πίνακας 8. Κατανομή παρατηρήσεων ανά κλάδο τεχνολογικής αιχμής.....	52
Πίνακας 9. Μεταβλητές και ορισμοί.....	53
Πίνακας 10. Βασικές στατιστικές μεταβλητών δείγματος.....	54
Πίνακας 11. Συσχέτιση μεταβλητών κατά Pearson.....	57
Πίνακας 12. Εκτιμήσεις υποδειγμάτων παλινδρόμησης της έντασης των εξόδων για έρευνα και ανάπτυξη (LSDVC with Blundell and Bond estimator).....	60

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΧΗΜΑΤΩΝ

Σχήμα 1. Επισκόπηση της διαδικασίας της καινοτομίας.....	4
Σχήμα 2. Καινοτομία αξίας.....	5
Σχήμα 3. Ευκαιρίες εταιρικής ανάπτυξης.....	9
Σχήμα 4. Ποσοστό συμμετοχής και περίοδος διακράτησης μετοχών από θεσμικούς επενδυτές.....	21
Σχήμα 5. Είδη Κόστους Συναλλαγών.....	23
Σχήμα 6. Μοντέλο αποδοτικότητας Διοικητικού Συμβουλίου.....	26
Σχήμα 7. Οι παράμετροι του εσωτερικού ελέγχου.....	28
Σχήμα 8. Απαραίτητες ενέργειες προέδρου διοικητικού συμβουλίου.....	29
Σχήμα 9. Σχέση μεταξύ εσωτερικού ελέγχου, ποιότητας διοικητικού συμβουλίου και αξιοπιστίας οικονομικών καταστάσεων.....	32
Σχήμα 10. Προσδιοριστικοί παράγοντες αξίας επιχείρησης.....	36
Σχήμα 11. Διαδικασία δημιουργίας αξίας για τους μετόχους.....	38
Σχήμα 12. Ανταλλαγή μεταξύ κερδών και μεριδίου αγοράς.....	39

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η μελέτη αυτή εξετάζει τη σχέση μεταξύ δομής ιδιοκτησίας και των δαπανών σε E & A. Τα δειγματοληπτικά δεδομένα ελήφθησαν από τη βάση δεδομένων Reuters και αναφέρονται σε 95 εισηγμένες εταιρείες στα χρηματιστήρια της Νότιας Ευρώπης για την περίοδο 2004-2018. Η μελέτη δείχνει ότι υπάρχει μια μη γραμμική θετική επίδραση του κύριου μετόχου στη διαμόρφωση του κόστους για έρευνα και ανάπτυξη των επιχειρήσεων. Καθώς, δηλαδή, αυξάνεται το ποσοστό του κύριου μετόχου, τόσο αυξάνονται και οι δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη των επιχειρήσεων. Επιπλέον, η οικονομετρική ανάλυση δεν έδειξε κανένα θετικό αποτέλεσμα του ρόλου των θεσμικών επενδυτών ως μεγαλομετόχου στη διαμόρφωση του ύψους των δαπανών σε E & A για το δείγμα των επιχειρήσεων που χρησιμοποιήθηκε. Επίσης, οι εταιρείες κατηγοριοποιήθηκαν ανά τομέα εντάσεως τεχνολογίας και εξετάστηκαν οι επιπτώσεις τους στις δαπάνες σε E & A. Παρατηρήθηκε ότι σε επιχειρήσεις που ταξινομούνται ως υψηλής τεχνολογίας οι δαπάνες τους για E & A τείνουν να μειώνονται σε σύγκριση με τις επιχειρήσεις χαμηλής τεχνολογίας, ενώ στις μεσαίες προς υψηλές το επιχειρηματικό κόστος για E & A τείνει να αυξάνεται σε σχέση με τις εταιρείες χαμηλής τεχνολογίας. Από την άλλη πλευρά, η εικονική μεταβλητή που αντιπροσωπεύει τις μεσαίες προς χαμηλή τεχνολογία εταιρείες διαπιστώθηκε ότι δεν είναι στατιστικά σημαντική, έτσι ώστε ο κλάδος αυτών των επιχειρήσεων δεν επηρέασε τη διαμόρφωση του κόστους σε E & A σε σχέση με τις εταιρείες χαμηλής τεχνολογίας

**Λέξεις-κλειδιά:** Έρευνα και ανάπτυξη, ιδιοκτησία, κύριος μέτοχος, θεσμικοί επενδυτές

## **ABSTRACT**

This study examines the relationship between ownership structure and R&D spending. The sample data were obtained from the Reuters database and refer to 95 listed companies in Southern European stock exchanges for the period 2004-2018. The study shows that there is a non-linear positive effect of the major shareholder in shaping the costs of research and business development. That is, as the percentage of the major shareholder increases, so do the costs of research and business development. Furthermore, the econometric analysis did not show any positive effect of the role of institutional investors as a large shareholder in shaping the amount of R&D expenditure on my sample of businesses at all times. Moreover, I divided the companies by technology sectors and tested their impact on R&D spending. We observe that in companies classified as high-tech R&D costs tend to decrease compared to low-tech businesses, whereas medium-to-high business costs tend to increase compared to low-technology companies. On the other hand, the dummy variable representing medium companies was found to be non-statistically significant, so that the shape of these firms had no effect on the formulation of R&D costs in relation to low-tech firms.

**Keywords:** Research and development, ownership, major shareholder, institutional investors



## ΚΕΦΑΛΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η προώθηση της καινοτομίας αποτελεί μια βασική παράμετρο για την επιβίωση και την ανάπτυξη των επιχειρήσεων. Στις παρούσες συνθήκες του αυξανόμενου διεθνούς ανταγωνισμού και των ταχέων τεχνολογικών εξελίξεων, η ικανότητα μιας εταιρίας να αναπτύσσει νέους πόρους και να αυξάνει την προστιθέμενη αξία των προϊόντων και των υπηρεσιών της, χωρίς απλά να παρακολουθεί τις εξελίξεις αλλά καθορίζοντάς τις, αποτελεί ζήτημα στρατηγικής επιλογής. Μιας επιλογής μάλιστα που εμπεριέχει πλειάδα παραμέτρων: το ανθρώπινο δυναμικό, το επιστημονικό και τεχνολογικό υπόβαθρο, αλλά κυρίως το κεφάλαιο, το οποίο αποτελεί την αναγκαία συνθήκη για την υλοποίηση των προγραμμάτων έρευνας και ανάπτυξης, δια μέσου των οποίων θα υπάρξει η καινοτομία.

Σύμφωνα με τους GuellecandVanPottelsberghe, (2003), η καινοτομία συνδέεται θετικά με τρεις βασικές πηγές γνώσης: την έρευνα και ανάπτυξη που συντελείται από τον κλάδο, τον δημόσιο τομέα και τις τεχνολογικές και γνωστικές εξελίξεις στις εταιρίες του εξωτερικού. Σύμφωνα με την ίδια ανάλυση, εάν η καινοτομία θα μεταφραστεί σε αύξηση της παραγωγικότητας εξαρτάται από μια σειρά παραμέτρων, όπως η ικανότητα απορρόφησης της γνώσης από την εταιρία, το είδος των δημοσίων οργανισμών που ασχολούνται με την έρευνα και ανάπτυξη καθώς και οι κοινωνικό-οικονομικοί στόχοι της, οι κρατικές ενισχύσεις –κυρίως δια μέσου της παροχής κίνητρων, ειδικών προγραμμάτων ενίσχυσης καινοτομίας και της φορολογικής μεταχείρισης των επενδύσεων σε έρευνα και ανάπτυξη.

Σειρές αναλύσεων (Fatas, 2000; WaldeandWoitek, 2004) καταδεικνύουν ότι οι δαπάνες για την έρευνα και ανάπτυξη είναι προκυκλικές, υπό την έννοια ότι προηγούνται του οικονομικού κύκλου, σε αντίθεση με την κλασική άποψη του Shumpeter (1939), ότι η καινοτομία αυξάνεται σε περιόδους ύφεσης. Έτσι, καταγράφεται μια μείωση της καινοτομίας, λόγω της προκυκλοκότητας στις δαπάνες έρευνας. Σύμφωνα με τον Barlevy (2007), η προκυκλικότητα στις επενδύσεις έρευνας και ανάπτυξης οφείλεται στο γεγονός ότι οι επιχειρηματίες θεωρούν ότι, λόγω της δυναμικής εξωτερικότητας (dynamicexternality) της καινοτομίας –όπου όλες οι επιχειρήσεις ωφελούνται από την καινοτομία της μιας εταιρίας διότι υπάρχει

διάχυση της γνώσης (ColouvatianosandMirman, 2003) και όπου οι αποδέκτες της καινοτομίας (receivingagents) έχουν την δυνατότητα να δημιουργήσουν νέες καινοτομίες και να αποκτήσουν συγκριτικό πλεονέκτημα δεν θα επωφεληθούν όσο αναμένουν από την επένδυση στην καινοτομία (CarlolandLipsey, 2001)

Όπως καταδεικνύει η ανάλυση των Aghionetal. (2005), όταν οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν συνθήκες περιορισμένης ρευστότητας, με μείωση της παροχής δανεισμού, τότε οι μακροχρόνιες επενδύσεις μειώνονται, με αποτέλεσμα να είναι προ-κυκλικές. Η μείωση των μακροχρόνιων επενδύσεων αυξάνει την μεταβλητότητα των κερδών και μειώνει την μέση απόδοση των επενδύσεων, ενώ ταυτόχρονα η οικονομία γίνεται πιο ευάλωτη σε εξωγενή σοκ.

Στα παραπάνω θα πρέπει να προστεθεί ένα επιπλέον στοιχείο: η έρευνα και ανάπτυξη αποτελούν άυλο στοιχείο, το οποίο έχει κόστος –μάλιστα, σύμφωνα με τον Damodaran (1999), οι δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης δεν θα έπρεπε να καταγράφονται στις λειτουργικές δαπάνες, αλλά στις κεφαλαιακές. Σημαντικοί είναι, επιπροσθέτως, και οι κίνδυνοι που ελλοχεύουν, που σχετίζονται με το χρονικό σημείο υλοποίησής της, τις συμπληρωματικές δαπάνες που θα απαιτηθούν για να υλοποιηθεί, και το απαιτούμενο χρονικό διάστημα. Όλα αυτά τα στοιχεία δυσχεραίνουν την εύρεση δανειακών κεφαλαίων.

Εκτός από τις προαναφερθείσες παραμέτρους, τίθεται ένα ακόμη εξαιρετικά κρίσιμο ζήτημα. Πρόκειται για την επίδραση της ιδιοκτησιακής δομής των εταιριών στις δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης, δηλαδή τη στρατηγική καινοτομίας των επιχειρήσεων.

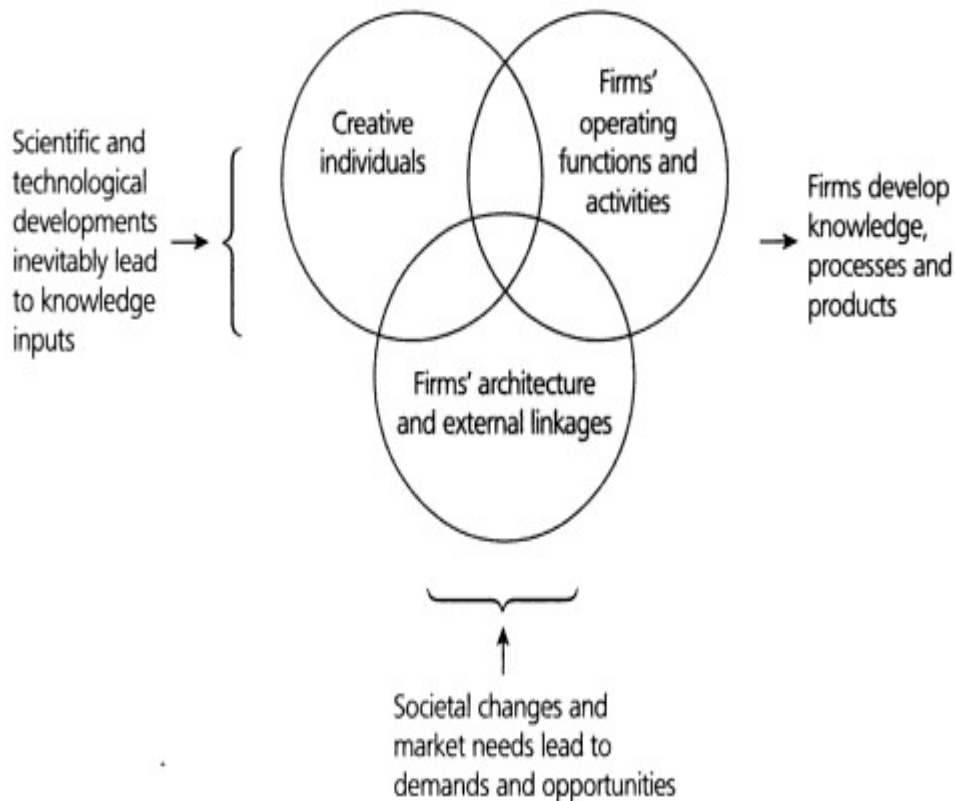
Η παρούσα μελέτη εξετάζει το παραπάνω ζήτημα πολύπλευρα. Εστιάζεται δε, στην ανάλυση της επίδρασης της κεφαλαιακής διάρθρωσης της ιδιοκτησιακής δομής και της εταιρικής διακυβέρνησης στα εταιρικά αποτελέσματα. Την ανάλυση των προαναφερθέντων, ακολουθεί η ερμηνεία του τρόπου που όλα τα παραπάνω –με κυρίαρχη την ιδιοκτησιακή δομή- επιδρούν στις δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ: 2. ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑΣ**

Η έρευνα και ανάπτυξη αποτελεί βασικό άξονα ανάπτυξης των επιχειρήσεων, ειδικά στο σημερινό παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον με τον εντεινόμενο ανταγωνισμό. Η καινοτομία δεν πρέπει να θεωρηθεί ως μια απόφαση σχετική με την παραγωγή ενός νέου προϊόντος, αλλά ως διαδικασία.

Όπως σημειώνει ο Midgley η "καινοτομία είναι ένα πρόγραμμα και όχι ένα γεγονός» (Midgley, 2009, σ. 59). Η καινοτομία είναι μια διαδικασία αλληλεπίδρασης μεταξύ ανθρώπων, επιχειρήσεων και του περιβάλλοντος, όπως περιγράφεται στο ακόλουθο σχήμα.

**Σχήμα 1. Επισκόπηση της διαδικασίας της καινοτομίας.**

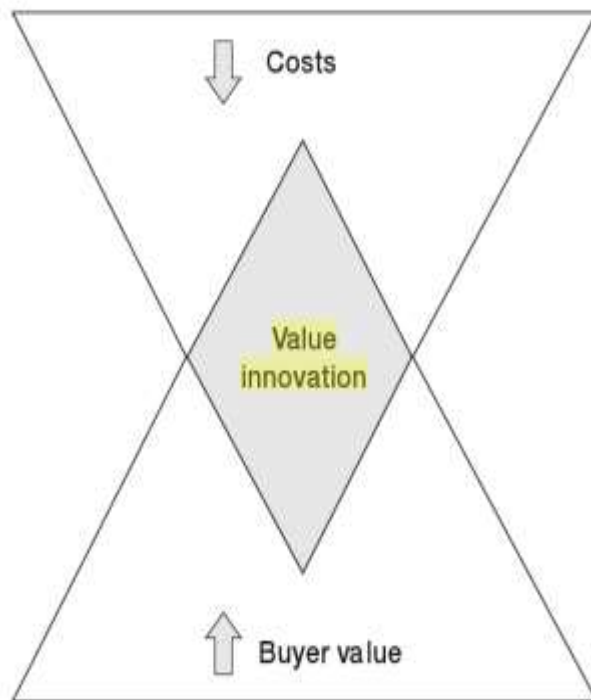


Πηγή: Trott, 2008, σ. 9

Οι εταιρίες μπορούν να χρησιμοποιήσουν δύο διαφορετικές στρατηγικές καινοτομίας: την καινοτομία αξίας (valueinnovation) και την στρατηγική των "γαλάζιων ωκεανών" (blueoceanstrategy).

Σύμφωνα με τους Kim&Mauborgne (2015), η καινοτομία αξίας δημιουργείται μέσω δύο δράσεων. Η πρώτη αναφέρεται στη μείωση του κόστους και η δεύτερη αναφέρεται στην αύξηση της αξίας του αγοραστή. Το κόστος θα μπορούσε να μειωθεί με την "εξάλειψη των παραγόντων βάσει των οποίων δομείται ο ανταγωνισμός της εταιρίας και η αξία ανυψώνεται με τη δημιουργία στοιχείων που ο κλάδος δεν έχει ακόμη προσφέρει. Μετά από ένα χρονικό διάστημα, η εταιρεία μπορεί να επιτύχει ακόμη χαμηλότερο κόστος, δια μέσου της ανάπτυξης οικονομικών κλίμακας.

## Σχήμα 2. Καινοτομία αξίας.



Πηγή: Kim&Mauborgne, 2015, σ. 17

Προκειμένου να υλοποιηθεί επιτυχώς μια στρατηγική καινοτομίας αξίας, η εταιρεία οφείλει να υιοθετήσει οκτώ αρχές, αναφορικά με τη διαμόρφωση της στρατηγικής, καθώς και την εκτέλεση της στρατηγικής. Επιπλέον, κάθε αρχή συνδέεται με έναν παράγοντα κινδύνου. Έτσι, η εταιρεία οφείλει να προβεί σε αξιολόγηση της διαχείρισης του κινδύνου για κάθε αρχή.

### 2.1 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΤΩΝ ΓΑΛΑΖΙΩΝ ΩΚΕΑΝΩΝ

Η στρατηγική των γαλάζιων ωκεανών διέπεται από 8 αρχές (Kim&Mauborgne, 2015, σ. 23):

**Πίνακας 1. Αρχές και κίνδυνοι στρατηγικής γαλάζιων ωκεανών**

Αρχές	Κίνδυνοι
Αρχές διαμόρφωσης	
1. Καθορισμός των ορίων της νέας αγοράς	Κίνδυνος αναζήτησης
2. Προσήλωση στην γενική εικόνα και όχι τα μεγέθη	Κίνδυνος σχεδιασμού
3. Επέκταση από την υπάρχουσα ζήτηση	Κίνδυνος κλίμακας
4. Προσεκτική εφαρμογή των σταδίων του στρατηγικού σχεδιασμού	Κίνδυνος επιχειρηματικού σχεδίου
Αρχές εφαρμογής	
5. Υπερνίκηση οργανωτικών εμποδίων	Οργανωτικός κίνδυνος
6. Διαμόρφωση της εκτέλεσης των αποφάσεων σε στρατηγική	Κίνδυνος διοίκησης
7. Ευθυγράμμιση της αξίας, του κέρδους και των προτάσεων του ανθρώπινου δυναμικού	Κίνδυνος βιωσιμότητας
8. Ανανέωση της στρατηγικής	Κίνδυνος ανανέωσης

Προκειμένου να εφαρμοστεί η στρατηγική των γαλάζιων ωκεανών, οι εταιρείες πρέπει να ακολουθήσουν ένα πλαίσιο με τέσσερις δράσεις:

- Η πρώτη δράση αφορά την εξάλειψη των παραγόντων που θεωρούνται ως δεδομένα ή προαπαιτούμενα από τον κλάδο.
- Η δεύτερη δράση αφορά τη μείωση του επιπέδου των προτύπων ορισμένων παραγόντων, οι οποίοι έχουν οριστεί από τον κλάδο.
- Η τρίτη δράση είναι η αύξηση του επίπεδο των προτύπων ορισμένων παραγόντων, οι οποίοι έχουν οριστεί από τον κλάδο.
- Η τέταρτη δράση είναι η δημιουργία παραγόντων που δεν έχουν προσφερθεί μέχρι σήμερα.

## 2.2 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΤΩΝ ΚΟΚΚΙΝΩΝ ΩΚΕΑΝΩΝ

Μια εταιρεία μπορεί να ακολουθήσει την στρατηγική των κόκκινων ωκεανών αντί για την στρατηγική των γαλάζιων ωκεανών. Σε αυτή την περίπτωση, η εταιρεία δεν έχει την καινοτομία ως βασικό στοιχείο της εταιρικής στρατηγικής, αλλά προσπαθεί να επιφέρει ορισμένες αλλαγές σε συγκεκριμένα σημεία, όπως για παράδειγμα τη γραμμή παραγωγής, το σχέδιο μάρκετινγκ, κλπ, προκειμένου να αποκτήσει ένα μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς.

Οι βασικές διαφορές της στρατηγικής των κόκκινων ωκεανών με την στρατηγική των γαλάζιων ωκεανών είναι οι εξής:

## 2.3 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ (ΓΑΛΑΖΙΩΝ ΚΑΙ ΚΟΚΚΙΩΝ ΩΚΕΑΝΩΝ)

**Πίνακας 2. Στρατηγική κόκκινων ωκεανών σε σύγκριση με την στρατηγική γαλάζιων ωκεανών.**

Στρατηγική κόκκινων ωκεανών	Blueoceanstrategy
Ανταγωνισμός στην υπάρχουσα αγορά	Δημιουργία νέας αγοράς
Επικράτηση έναντι του ανταγωνισμού	Δημιουργία συνθηκών όπου ο ανταγωνισμός δεν θα έχει καμία σημασία για την επιχείρηση
Αξιοποίηση της υφιστάμενης ζήτησης	Δημιουργία και κατάκτηση νέας ζήτησης
Ανταλλαγή αξίας προς κόστος	Διακοπή της ανταλλαγής αξίας προς κόστος
Ευθυγράμμιση του συνολικού συστήματος των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης με την στρατηγική επιλογή της διαφοροποίησης ή του χαμηλού κόστους.	Ευθυγράμμιση του συνολικού συστήματος των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης με επιδίωξη της διαφοροποίησης ή του χαμηλού κόστους

Πηγή: Kim&Mauborgne, 2015, σ. 18

Η κριτική στην στρατηγική των γαλάζιων ωκεανών είναι ότι, με την επικέντρωση μόνο σε νέες αγορές, θα μπορούσε να οδηγήσει τους managers να υποτιμήσουν τις υπάρχουσες αγορές και τους υφιστάμενους πελάτες. Αυτό μπορεί να έχει ως

αποτέλεσμα όχι μόνο την απώλεια πελατών, αλλά την απώλεια της φήμης της ως πελατοκεντρική εταιρία. Επίσης, με την εφαρμογή αυτής της στρατηγικής, οι εταιρείες δεν έχουν τη δυνατότητα να προβούν σε ακριβείς εκτιμήσεις, καθώς το μέγεθος των νέων αγορών είναι πιθανόν να μην μπορεί να αποτυπωθεί σε συγκεκριμένα μεγέθη, με αποτέλεσμα την αδυναμία κατάρτισης προϋπολογισμού, γεγονός που θα καταστήσει εξαιρετικά δυσχερή την χρηματοδότηση της καινοτομίας, για λόγους οι οποίοι θα αναπτυχθούν στην συνέχεια.

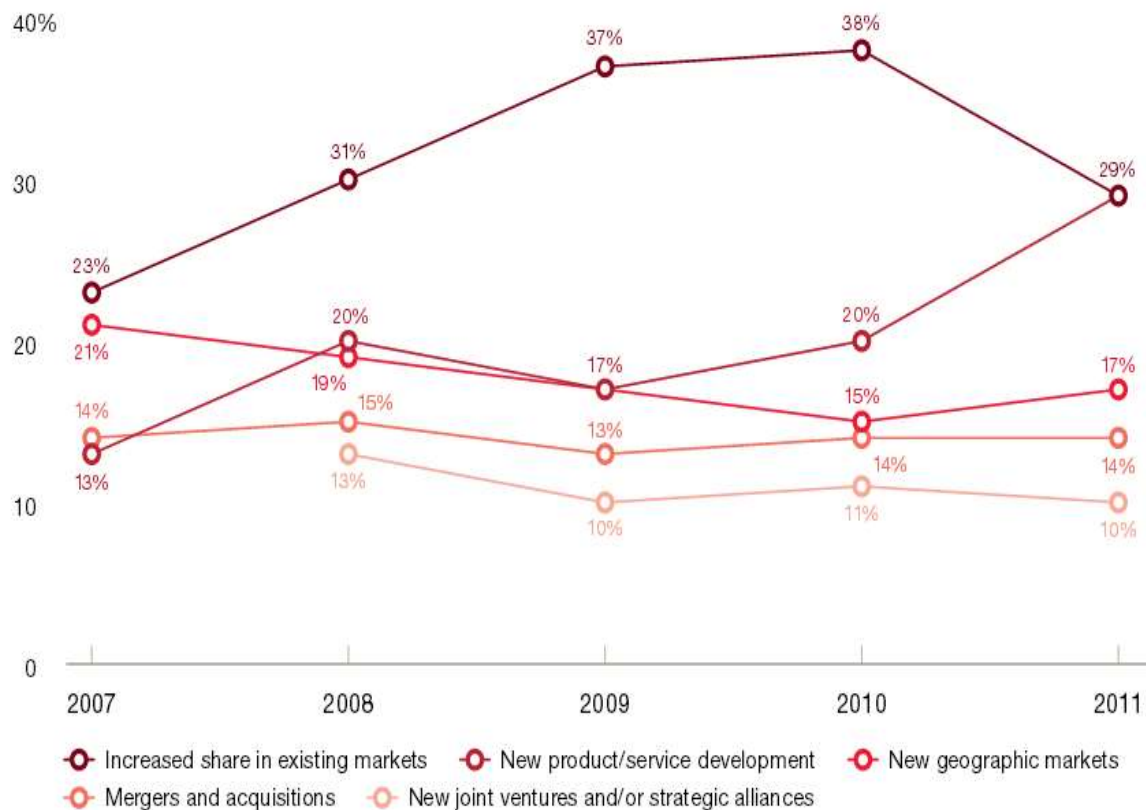
Αξιοσημείωτο είναι ακόμη και το γεγονός ότι, κατά τη διάρκεια της οικονομικής ανάπτυξης, οι υπάρχουσες αγορές αυξάνονται με μεγαλύτερους ρυθμούς, με αποτέλεσμα οι εταιρείες να προτιμούν να επενδύουν σε αυτές τις αγορές, έστω και με μεγαλύτερο ανταγωνισμό.

Από την άλλη πλευρά, όταν υπάρχουν συνθήκες ύφεσης, οι εταιρείες είναι περισσότερο πρόθυμες να δημιουργήσουν νέες αγορές και να στραφούν στην καινοτομία. Αυτή η τάση μπορεί να εντοπιστεί στο επόμενο διάγραμμα, όπου, η πλειοψηφία των εταιριών πριν την κρίση (2007-2009) θεωρούσε ότι η υφιστάμενη αγορά δίνει τις μεγαλύτερες ευκαιρίες εταιρικής ανάπτυξης, ενώ μετά την κρίση οι εταιρίες είναι περισσότερο πρόθυμες να αναπτύξουν νέα προϊόντα ως ευκαιρία ανάπτυξης.



### Σχήμα 3. Ευκαιρίες εταιρικής ανάπτυξης

Q: Which one of these potential opportunities for business growth do you see as the main opportunity to grow your business in the next 12 months?



Πηγή: PwC, 2011, σ. 9

Ένα βασικό στοιχείο της καινοτομίας και της στρατηγικής που θα ακολουθήσει η επιχείρηση αναφορικά με την έρευνα και την ανάπτυξη αφορά στο κατά πόσο η εν λόγω στρατηγική επηρεάζεται από το είδος της ιδιοκτησιακής δομής της επιχείρησης.

Προκειμένου να εξεταστεί συνολικά το ζήτημα της επίδρασης της ιδιοκτησιακής δομής στις δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης, θα πρέπει να αναλυθούν τρία διαφορετικά αλλά αλληλένδετα θέματα:

- Το πρώτο θέμα αφορά στο αν η κεφαλαιακή δομή επηρεάζει τα εταιρικά αποτελέσματα.
- Το δεύτερο ζήτημα αφορά στο εάν η ιδιοκτησιακή δομή επηρεάζει τα εταιρικά αποτελέσματα.

- Το τρίτο ζήτημα αφορά στο εάν η εταιρική διακυβέρνηση επηρεάζει τα εταιρικά αποτελέσματα.

Η απάντηση στα παραπάνω ζητήματα, θα οδηγήσει σε μια ολοκληρωμένη και πλήρη εξέταση του ζητήματος που σχετίζεται με το αν η ιδιοκτησιακή δομή, με όλες της τις εκφάνσεις –κεφαλαιακή δομή και εταιρική διακυβέρνηση- επιδρά στον καθορισμό του ύψους των δαπανών έρευνας και ανάπτυξης

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ, ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ**

### 3.1 ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Ένα από τα ζητήματα που προκύπτουν στην εξέταση των πηγών χρηματοδότησης της εταιρίας, άρα και της χρηματοδότησης των δαπανών έρευνας και ανάπτυξης αφορά στο εάν υπάρχει ένα βέλτιστο επίπεδο στην σύνθεση των κεφαλαίων της εταιρίας. Εάν, δηλαδή, υπάρχει ένα βέλτιστο επίπεδο αναλογίας μεταξύ του μετοχικού κεφαλαίου και των δανειακών κεφαλαίων. Κατ' επέκταση, το ζήτημα που ερευνάται είναι το εάν η κεφαλαιακή διάρθρωση επηρεάζει ή όχι τα την αξία της επιχείρησης και τα εταιρικά αποτελέσματα

Η απάντηση της παραδοσιακής θεωρίας στο ερώτημα αν υπάρχει ή δεν υπάρχει ένα βέλτιστο επίπεδο της κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι αρκετά απλή. Με δεδομένες τις εσωτερικές και εξωτερικές συνθήκες της εταιρείας, η παραδοσιακή θεωρία δέχεται ότι υπάρχει μια βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση . Πιο συγκεκριμένα, η ουσία της παραδοσιακής θεωρίας είναι ότι η αξία μιας εταιρείας συνδέεται με την κεφαλαιακή διάρθρωση και ότι υπάρχει μια βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση, στο σημείο όπου το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ελαχιστοποιείται. Η παραδοσιακή θεωρία υποστηρίζει ότι το συνολικό κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης και η αξία της επιχείρησης δεν είναι ανεξάρτητη από την κεφαλαιακή της δομή και υπάρχει μια βέλτιστη κεφαλαιακή δομή που θα ελαχιστοποιεί το κόστος και θα μεγιστοποιεί την αξία της επιχείρησης. Η παραδοσιακή θεωρία έχει τις ακόλουθες παραδοχές (McMenamin, 1999, σελ. 508).

- Όλα τα κέρδη διανέμονται ως μέρισμα.
- Οι φόροι δεν λαμβάνονται υπ' όψιν.
- Τα κέρδη αναμένεται να παραμείνουν στα ίδια επίπεδα για πάντα.
- Όλοι οι επενδυτές έχουν τις ίδιες προσδοκίες για τα μελλοντικά κέρδη.
- Ο επιχειρηματικός κίνδυνος παραμένει αμετάβλητος.

- Η διάρθρωση του κεφαλαίου μπορεί να αλλάξει αμέσως με την ανταλλαγή χρέους με μετοχές ή με την ανταλλαγή μετοχών με χρέος και το κόστος των εν λόγω συναλλαγών είναι μηδενικό.

Τα συμπεράσματα της παραδοσιακής θεωρίας μπορούν να περιγραφούν ως εξής:

- Το κόστος των δανειακών κεφαλαίων, όσο το επίπεδο της μόχλευσης αυξάνει, παραμένει αμετάβλητο μέχρι ένα ορισμένο επίπεδο. Πέρα από αυτό το επίπεδο, το οποίο ορίζεται όταν το μέγεθος των δανειακών κεφαλαίων έχει φτάσει σε ένα ορισμένο μέγεθος, το κόστος των δανειακών κεφαλαίων θα αρχίσει να αυξάνεται.
- Το κόστος των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου αυξάνει με την αύξηση της μόχλευσης.
- Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου δεν παραμένει σταθερό, αλλά, αντίθετα, ακολουθεί αρχικά μια πτωτική τάση για όσο αυξάνει το ποσοστό των δανειακών κεφαλαίων στο σύνολο του κεφαλαίου, με αποτέλεσμα το χαμηλό κόστος του χρέους να αντισταθμίζει το υψηλό κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Στη συνέχεια, μετά από ένα σημείο, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου αρχίζει να αυξάνεται, καθώς το αυξανόμενο κόστος του κεφαλαίου αντισταθμίζει το χαμηλό κόστος των δανειακών κεφαλαίων ή συνοδεύεται από αυξημένο κόστος των δανειακών κεφαλαίων.
- Το βέλτιστο επίπεδο της χρηματοοικονομικής μόχλευσης είναι εκείνο στο οποίο το μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου ελαχιστοποιείται και η αξία της εταιρείας μεγιστοποιείται.

Μια εντελώς διαφορετική προσέγγιση είναι εκείνη η οποία αναφέρει ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση είναι εντελώς ασύνδετη με την αξία της επιχείρησης, ως εκ τούτου δεν υπάρχει βέλτιστο επίπεδο της κεφαλαιακής δομής. Η εν λόγω θεωρία διατυπώθηκε από τους Modigliani και Miller (1958).

Η θεωρία των Modigliani και Miller βασίζεται στις εξής υποθέσεις:

- Δεν υπάρχει φορολογία.
- Όλοι οι επενδυτές έχουν ομοιογενείς προσδοκίες για τα μελλοντικά κέρδη της εταιρείας.

- Όλες οι επενδυτές έχουν τις ίδιες πληροφορίες με τα διευθυντικά στελέχη της εταιρίας.
- Δεν υπάρχουν έξοδα πτώχευσης.
- Οι μετοχές και τα ομόλογα δεν έχουν κόστος προμηθειών.
- Οι επενδυτές μπορούν να δανείζονται με το ίδιο επιτόκιο με αυτό των εταιριών.
- Οι εταιρίες δεν παρουσιάζουν αύξηση κερδών, δηλαδή τα κέρδη είναι σταθερά στον χρόνο.
- Όλα τα κέρδη διανέμονται ως μερίσματα, άρα υπάρχει σταθερή σχέση χρέους προς ίδια κεφάλαια.
- Ο επιχειρηματικός κίνδυνος υπολογίζεται με βάση την τυπική απόκλιση των κερδών προ τόκων και φόρων, ώστε οι επιχειρήσεις που έχουν τον ίδιο βαθμό κινδύνου ανήκουν σε μια ομοιογενή κατηγορία κινδύνου.
- Τα δανειακά κεφάλαια από ιδιώτες και επιχειρήσεις δεν έχουν κανένα κίνδυνο, έτσι ώστε το επιτόκιο τους να είναι παρόμοιο με το επιτόκιο των κρατικών ομολόγων και το επιτόκιο παραμένει σταθερό, ανεξάρτητα από το ποσό των δανειακών κεφαλαίων της επιχείρησης.

Έτσι, η θεωρία των Modigliani και Miller χωρίς φόρους περιγράφεται σε δύο προτάσεις. Σύμφωνα με την πρώτη πρόταση, η αξία μιας επιχείρησης που χρησιμοποιεί μόνο ίδια κεφάλαια είναι ίση με την αξία μιας επιχείρησης που χρησιμοποιεί ίδια κεφάλαια και χρέος. Έτσι, η αξία της εταιρείας και το κόστος του κεφαλαίου είναι ανεξάρτητα από την κεφαλαιακή της δομή.

Μπορούμε να υπολογίσουμε τη συνολική αξία της επιχείρησης με την αξιοποίηση της αναμενόμενης ροής των κερδών προ τόκων και φόρων, με ένα ποσοστό που αντιστοιχεί σε μια επιχείρηση χωρίς δανειακά κεφάλαια και για την ομάδα κινδύνου στην οποία ανήκει η εταιρία. Με άλλα λόγια, η αξία της εταιρείας εξαρτάται από τον τρόπο λειτουργίας της και τις αποφάσεις που λαμβάνει αναφορικά με την επιχειρηματική της λειτουργία, και όχι από την διάρθρωση των κεφαλαίων.

Σύμφωνα με την δεύτερη πρόταση των Modigliani και Miller, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας με μόχλευση είναι ίσο με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας, χωρίς μόχλευση -βεβαίως, υπό την προϋπόθεση ότι οι δύο εταιρίες

έχουν κοινό προφίλ κινδύνου- με ένα επιπλέον ασφάλιστρο κινδύνου για το οικονομικό κίνδυνο που προκύπτει από τον δανεισμό.

Ως εκ τούτου, σύμφωνα με την πρόταση αυτή, με την αύξηση του βαθμού μόχλευσης της εταιρείας, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων θα αυξηθεί. Όσο η εταιρεία δανείζεται με σκοπό να κερδίσει από το χαμηλό κόστος των δανειακών κεφαλαίων, τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος της μετοχής, άρα αυξάνει το κόστος κεφαλαίου. Συνεπώς, το κέρδος από το χαμηλό κόστος του χρέους είναι ίσο με την αύξηση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων.

Όλα τα παραπάνω συντείνουν στο συμπέρασμα ότι η αξία της εταιρείας δεν επηρεάζεται από το βαθμό της μόχλευσης και κατ' επέκταση τα εταιρικά αποτελέσματα δεν επηρεάζονται από την κεφαλαιακή διάρθρωση.

Ένα από τα βασικά σημεία της ανάλυσης των Modigliani και Miller επισημαίνει την παραδοχή ότι οι μέτοχοι έχουν τις ίδιες πληροφορίες με τους διευθύνοντες και ότι όλοι οι συμμετέχοντες έχουν ομοιογενείς προτιμήσεις. Στην πραγματικότητα όμως, υπάρχουν ανταγωνιστικές δυνάμεις μεταξύ των μετόχων, των κατόχων χρέους, των διευθυνόντων (managers) και των ιδιοκτητών.

Σύμφωνα με τους Bradleyetal. (1984), υπάρχει ανταγωνισμός μεταξύ των διευθυντών και των μετόχων, καθώς και μεταξύ των μετόχων και των κατόχων χρέους. Επίσης, υπάρχουν φόροι και υπάρχει κόστος πτώχευσης. Σύμφωνα με το μοντέλο, οι managers προτιμούν τον δανεισμό, λόγω των φορολογικών εκπτώσεων που έχει η αποπληρωμή του. Όταν ωστόσο, η εταιρεία αυξάνει τον δανεισμό της, τότε αυξάνεται και η πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων, με αποτέλεσμα το κόστος της εύρεσης νέων δανειακών κεφαλαίων να παρουσιάζεται εξίσου αυξημένο. Έτσι, σύμφωνα με την ίδια θεωρία, υπάρχει ένα βέλτιστο επίπεδο της κεφαλαιακής διάρθρωσης, στο σημείο όπου το κέρδος από την φορολογική ελάφρυνση εξισώνεται με το κόστος του δανεισμού.

Μια άλλη οπτική αναφορικά με την διάρθρωση του κεφαλαίου αφορά στην ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των διευθυντών και των λοιπών μερών, όπως οι μέτοχοι και οι κάτοχοι χρέους.

Ο GeorgeAkerlof, στην μελέτη του «Themarketforlemons» το 1970, για την οποία του αποδοθεί και το Νόμπελ Οικονομικών το 2001, έθεσε το ζήτημα της ασύμμετρης

πληροφόρησης (asymmetric information). Σύμφωνα με την ανάλυση του Akerlof, όταν ένα μέρος της αγοράς (που, στην περίπτωση του παραδείγματος του Akerlof ήταν οι πωλητές μεταχειρισμένων αυτοκινήτων) έχει αποκλειστική γνώση για την κατάσταση του αντικειμένου, τότε υπάρχει η δυνατότητα να εκμεταλλευτούν την άγνοια του έτερου μέρους της αγοράς (στο συγκεκριμένο παράδειγμα, τους αγοραστές των μεταχειρισμένων αυτοκινήτων) και να δράσουν εις βάρος του. Στην υπό εξέταση περίπτωση, η διοίκηση της εταιρίας έχει μεγαλύτερη επίγνωση από τον καθένα για την πραγματική κατάσταση της εταιρίας. Επομένως, υπάρχει μεγαλύτερος κίνδυνος για τους δανειστές, τους μετόχους και τα άλλα ενδιαφερόμενα μέρη από τις ενέργειες και τις αποφάσεις της διοίκησης.

Σε ανάλυσή τους οι Jensen and Meckling (1976), κατέδειξαν ότι οι μέτοχοι της εταιρίας, εμπιστευόμενοι τα κεφάλαιά τους στην διοίκηση της εταιρίας, θεωρούν ότι οι διευθύνοντες την επιχείρηση δρουν με γνώμονα το καλό της επιχείρησης και δεν ασκούν περαιτέρω έλεγχο ή εποπτεία, αλλά ούτε συμμετέχουν στις αποφάσεις της διοίκησης, δίδοντας εμπιστοσύνη στο Διοικητικό Συμβούλιο. Επιπροσθέτως, οι μέτοχοι δεν έχουν πάντα την δυνατότητα να εποπτεύουν και να ελέγχουν, αλλά ούτε και να γνωρίζουν τα πραγματικά μεγέθη της εταιρίας στην οποία είναι μέτοχοι, καθώς και η διάσταση του χρόνου είναι σημαντική (απαιτείται χρόνος για την συμμετοχή στις Γενικές Συνελεύσεις), αλλά και η πληροφόρηση πιθανόν να μην υπάρχει ή να κοστίζει. Έτσι, οι ασκούντες την διοίκηση έχουν την ευκαιρία να λαμβάνουν αποφάσεις που δεν εξυπηρετούν τους στόχους της εταιρίας και των μετόχων, αλλά δικά τους προσωπικά συμφέροντα. Αυτό, ορίζεται ως πρόβλημα εντολέα – εντολοδόχου (principal - agencyproblem), κάτι που έχει επισημανθεί και από τον Ross (1973), και τον Stiglitz (1987). Συνεπώς, οι ιδιοκτήτες θα πρέπει να παρακολουθούν και να ελέγχουν τους διευθυντές τους, αλλά η εν λόγω παρακολούθηση (monitoring) έχει κόστος, το οποίο αναφέρεται ως κόστος αντιπροσώπευσης.

Ένα αξιόπιστο εργαλείο ελέγχου μπορεί να είναι η χρήση των δανειακών κεφαλαίων. Η μόχλευση αναγκάζει την διοίκηση να αποπληρώνει, αφού χωρίς την αποπληρωμή των δανείων η επιχείρηση θα πτωχεύσει. Ωστόσο, η αποπληρωμή των δανείων μειώνει την ποσότητα των ρευστών διαθεσίμων που είναι προς χρήση της διοίκησης. Επομένως, η διοίκηση έχει λιγότερα μετρητά για να διαθέσει κατά το δοκούν.

Όταν ένας δανειστής παρέχει κεφάλαια σε μια επιχείρηση, το επιτόκιο που ορίζεται βασίζεται στην εκτίμηση του δανειστή για τον κίνδυνο της επιχείρησης. Αυτό δημιουργεί ένα κίνητρο για την εταιρεία να αυξήσει τον κίνδυνο χωρίς να αυξηθεί το σημερινό κόστος δανεισμού, αφού δεν υπάρχει αύξηση του πραγματικού κινδύνου της εταιρείας. Εντούτοις, οι διευθυντές, μετά την παραλαβή του δανείου από μια τράπεζα ή μέσω της έκδοσης και πώλησης ομολόγων, μπορεί να αποφασίσουν να αυξήσουν τον κίνδυνο και να πάρουν αποφάσεις οι οποίες θα μεταφέρουν αξία από τους πιστωτές στους μετόχους. Για παράδειγμα, οι διαχειριστές μπορεί να δανειστούν από την τράπεζα και να μεταβιβάσουν μετρητά στους μετόχους ή να επενδύσουν σε έργα με υψηλό κίνδυνο. Για να αποφευχθούν οι εν λόγω περιπτώσεις, οι δανειστές επιβάλλουν ορισμένες τεχνικές παρακολούθησης και ελέγχου για τους δανειολήπτες. Οι κάτοχοι χρέους συνήθως προστατεύονται με τη συμπερίληψη διατάξεων που απαγορεύουν στους διαχειριστές να μεταβάλλουν σημαντικά τα στοιχεία της επιχείρησης ( π.χ., να πωλήσουν στοιχεία του ενεργητικού, να εκδώσουν νέα ομόλογα, κτλ) ή να αυξήσουν τους οικονομικούς κινδύνους και την διάθεση των κερδών (π.χ., απαγόρευση να αυξήσουν την πληρωμή μερισμάτων, ή να αναλάβουν projects χωρίς να έχουν εγκριθεί από την τράπεζα).

Όλα τα παραπάνω στοιχεία λειτουργούν ως δικλίδες ασφαλείας για τους μετόχους, αφού η τράπεζα παρακολουθεί στενά τις ενέργειες της διοίκησης και περιορίζει την ευχέρειά τους να λάβουν αποφάσεις που εξυπηρετούν μόνο το δικό τους συμφέρον. Ως εκ τούτου, μπορεί να θεωρηθεί ότι ο δανεισμός μειώνει το κόστος αντιπροσώπευσης στην εταιρεία.

Μια άλλη θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι η θεωρία ιεράρχησης, σύμφωνα με την οποία μια εταιρεία βασίζεται στην αυτο-χρηματοδότηση, με τη χρήση των ταμειακών της ροών. Εάν οι ταμειακές ροές δεν επαρκούν, τότε η εταιρεία θα προσπαθήσει να βρει κεφάλαιο μέσω εξωτερικού δανεισμού και μόνο ως έσχατη λύση θα προχωρήσει στην έκδοση νέων μετοχών. Αυτό συμβαίνει επειδή, από τη σκοπιά των επενδυτών, η έκδοση νέων μετοχών έχει μεγαλύτερο κίνδυνο από τον εξωτερικό δανεισμό. Αυτό σημαίνει ότι ένας επενδυτής θα απαιτήσει μια υψηλότερη απόδοση, εάν η χρηματοδότηση προέρχεται από μετοχές και όχι από δανεισμό. Από τη σκοπιά των ιδιοκτητών της εταιρείας, τα αδιανέμητα κέρδη είναι η καλύτερη πηγή χρηματοδότησης, ενώ η έκδοση μετοχών η τελευταία επιλογή, αφού με αυτή χάνουν ένα μέρος της ιδιοκτησίας της επιχείρησης.



Σύμφωνα με τους Myers and Majluf (1984), η θεωρία ιεράρχησης βασίζεται στην έννοια της ασυμμετρίας πληροφόρησης μεταξύ των διευθυντών και των επενδυτών. Οι διευθυντές γνωρίζουν την πραγματική κατάσταση της εταιρείας και τις πιθανές προοπτικές ανάπτυξής της, σε αντίθεση με τους επενδυτές οι οποίοι δεν μπορούν να γνωρίζουν αυτές τις πληροφορίες. Έτσι, οι διευθυντές προτιμούν να χρησιμοποιούν τα υπάρχοντα κέρδη για μια νέα επενδυτική ευκαιρία και μόνο όταν η εσωτερική χρηματοδότηση και τα δανειακά κεφάλαια δεν επαρκούν θα επιλέξουν να εκδώσουν νέες μετοχές.

Η καλύτερη επιλογή για να αυξήσει μια επιχείρηση την υποχρέωση της για νέο κεφάλαιο, στην περίπτωση που οι managers της έχουν την πληροφόρηση ότι οι μελλοντικές της προσδοκίες είναι εξαιρετικά ευνοϊκές, είναι η χρησιμοποίηση νέου χρέους ακόμα και στην περίπτωση που αυτό θα μετακινήσει τον στόχο μόχλευσης της επιχείρησης. Σε αυτήν την περίπτωση, και αποφεύγοντας να πουλήσει μετοχές για να αυξήσει το κεφάλαιο της, πριν αυξηθούν οι προσδοκίες της επιχείρησης και κατά συνέπεια και η τιμή της μετοχής της, θα καταφέρει να αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο, καθώς θα μπορέσει να εκμεταλλευτεί την αύξηση των προσδοκιών και της τιμής των μετοχών της στο μέγιστο. Ενώ στην αντίθετη περίπτωση, όπου μια επιχείρηση αναμένει δυσμενείς μελλοντικές επιπτώσεις, θα θελήσει να χρηματοδοτήσει το κεφάλαιό της πουλώντας μετοχές μοιράζοντας έτσι τις απώλειες της με τους νέους επενδυτές (Brigham&Houston, 2009).

Συνεπώς, σύμφωνα με την θεωρία της χρηματοδότησης (Ross, 1977) οι επιχειρήσεις με εξαιρετικά καλές προσδοκίες αποφεύγουν την χρηματοδότηση του κεφαλαίου τους μέσω της προσφοράς νέων μετόχων αλλά επιδιώκουν αύξηση της μόχλευσης, ενώ στην περίπτωση των επιχειρήσεων με περιορισμένες προοπτικές μελλοντικής ανάπτυξης η χρηματοδότηση θα επιδιωχθεί από εξωτερικούς μετόχους με σκοπό την μείωση της μόχλευσης.

Οι επιλογές μόχλευσης αντανακλούν τα διαφορετικά διαχειριστικά «στυλ», και δεν οφείλονται σε προβλήματα του οργανισμού (BertrandandSchoar, 2003). Σύμφωνα με τους συγγραφείς, υπάρχουν δύο τύποι αντιπροσωπευτικών προβλημάτων που μπορούν να επηρεάσουν τις επιλογές της κεφαλαιακής διάρθρωσης μιας επιχείρησης:

- Ο πρώτος τύπος προέρχεται από τις στρεβλώσεις μεταξύ των μετόχων και των πιστωτών της επιχείρησης (πχ αντικατάσταση των περιουσιακών στοιχείων, υπερεκτίμηση χρέους, κτλ).
- Ο δεύτερος τύπος προέρχεται από τη διαφορά των στόχων των διαχειριστών και των μετόχων της επιχείρησης.

Ανάλογα, λοιπόν, με τις εκάστοτε συνθήκες, η εταιρία επιλέγει το ύψος του δανεισμού της. Για παράδειγμα, οι πλέον συντηρητικοί μέτοχοι μπορεί να ανησυχούν ιδιαίτερος για την μεγέθυνση των δανείων, με αποτέλεσμα, εάν οι ίδιοι αποκτήσουν τον έλεγχο του διοικητικού συμβουλίου, να περιορίσουν το χρέος έστω και εάν το κόστος αυτής της μείωσης είναι σημαντικό, αν παραδείγματος χάριν, προέλθει από την πώληση στοιχείων του ενεργητικού.

### 3.2 ΘΕΣΜΙΚΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ, ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Οι λόγοι για τη συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών στις επιχειρήσεις είναι διάφοροι. Πρώτα απ' όλα, οι θεσμικοί επενδυτές θα πρέπει να χρησιμοποιούν την επιρροή τους ως ιδιοκτήτες για να εξασφαλίσουν ότι οι εταιρείες στις οποίες έχουν επενδύσει συμμορφώνονται με τον Κώδικα (CFACG, 1992, παρ. 6.16). Επίσης, δεδομένου ότι οι εταιρείες με καλή εταιρική διακυβέρνηση έχουν καλύτερη απόδοση της μετοχής, οι θεσμικοί επενδυτές, με την ενίσχυση της χρηστής διακυβέρνησης, διασφαλίζουν τα κέρδη τους. Οι Ferreira and Matos (2008), διαπιστώνουν ότι οι θεσμικοί επενδυτές έχουν μια ισχυρή προτίμηση για τις επιχειρήσεις με καλή διακυβέρνηση και ότι οι εταιρείες με υψηλότερο ποσοστό ιδιοκτησίας από ξένους και ανεξάρτητους φορείς έχουν σταθερά υψηλότερες αποτιμήσεις, καλύτερη λειτουργική απόδοση και χαμηλότερες κεφαλαιουχικές δαπάνες. Επίσης, οι Agrawal and Knoeber, (1996), και Gillan and Starks (2003), σημειώνουν ότι η συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών είναι συνδεδεμένη με την καλύτερη απόδοση των εταιριών.

Οι θεσμικοί επενδυτές, δεδομένου ότι έχουν ένα μεγάλο ποσοστό των μετοχών, έχουν και την δυνατότητα να επηρεάζουν την διοίκηση, ενώ οι ιδιώτες επενδυτές είναι απαθείς (Davies, 1997). Έτσι, οι θεσμικοί επενδυτές μπορούν να απαιτούν οι

εταιρείες να εφαρμόσουν ορισμένες πολιτικές που βελτιώνουν τη χρηστή διακυβέρνηση και την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας του διοικητικού συμβουλίου.

Από την άλλη πλευρά, αν και οι θεσμικοί επενδυτές έχουν την δυνατότητα να βοηθήσουν τις εταιρείες να εφαρμόσουν την καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση, σε πολλές περιπτώσεις δεν καταφέρνουν να το πράξουν (DeKluyver, 2009). Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι υπάρχουν διαφορετικοί τύποι των θεσμικών επενδυτών.

Οι τύποι θεσμικών επενδυτών τύπου Α έχουν ενεργή ανάμειξη στην διοίκηση των εταιριών, ενώ οι θεσμικοί επενδυτές τύπου Β, δεν επιθυμούν ενεργή ανάμειξη στην διοίκηση των εταιριών

### Πίνακας 3. Δύο τύποι συμπεριφοράς θεσμικών επενδυτών

Characteristic	Type A	Type B
Portfolio make-up	Concentration on fewer stocks	Wide diversification
Stakes in companies	Large	Small
Communication with companies	Close	Superficial
Loyalty to companies	High	Virtually non-existent
Dealing activity	Fewer dealings and less freedom to deal due to high stake	Frequent dealing
Interest in corporate governance issues	High	Virtually non-existent

Source: Short&Kassey, 2005, p. 68

Όπως σημειώνει ο Hirschman (1970), στην περίπτωση των εταιριών με προβληματική διαχείριση, οι θεσμικοί επενδυτές στις περισσότερες περιπτώσεις, προκρίνουν, ως απόφαση να ρευστοποιήσουν την θέση τους από το να προβούν σε ενεργές παρεμβάσεις στην διοίκηση, τόσο λόγω της πιθανής άγνοιας αναφορικά με τα σημεία και τον τρόπο βελτίωσης της επιχειρηματικής δραστηριότητας, όσο και αναφορικά με το κέρδος από την εν λόγω βελτίωση. Η εν λόγω απόφαση οφείλεται στο ότι υπάρχει το πρόβλημα του «δωρεάν επιβάτη» (freerider problem). Σε περίπτωση που ένας θεσμικός επενδυτής επιλέξει την ενεργό ανάμειξή του με την διοίκηση της εταιρίας, τότε αναλαμβάνει ένα σημαντικό κόστος, λόγω του χρόνου

που απαιτείται για τον σχεδιασμό, την υλοποίηση και την παρακολούθηση της εταιρικής δραστηριότητας. Το κέρδος, όμως, που θα προκύψει στην εταιρία από την ανάμιξη του θεσμικού επενδυτή διαμοιράζεται σε όλους τους μετόχους, οι οποίοι δεν έχουν καταβάλει το κόστος παρακολούθησης (OECD, 2011). Ωστόσο, όσο μεγαλύτερη η αξία της επιχείρησης και η κερδοφορία της, τόσο μικρότερο είναι και το κόστος κατοχής των μετοχών της εταιρίας και τόσο μεγαλύτερη η ρευστότητα της μετοχής στην χρηματιστηριακή αγορά. Επομένως, είναι ευκολότερη η μείωση της έκθεσης των θεσμικών επενδυτών στον κίνδυνο της επένδυσής τους.

Στις περισσότερες των περιπτώσεων, οι θεσμικοί επενδυτές έχουν υψηλότερη περίοδο διακράτησης των μετοχών απ' ότι οι μεμονωμένοι ιδιώτες επενδυτές, ως εκ τούτου δρουν στρατηγικά, και όχι με στόχο την όσο το δυνατό πιο άμεση αποκόμιση κέρδους.

**Πίνακας 4. Μέσος χρόνος διακράτησης μετοχών (σε έτη) ανά τύπο επενδυτή στο χρηματιστήριο του Τόκιο.**

Year	Banks	Insurance	Private non-financial institutions	Foreign investors	Individuals
2004	26.11	33.45	18.07	0.89	1.51
2005	26.16	36.17	13.84	0.84	0.81
2006	33.79	45.24	13.54	0.65	0.77
2007	31.63	34.40	12.08	0.44	0.70
2008	23.33	18.98	13.32	0.35	0.74
2009	29.21	19.17	16.78	0.57	0.84

Source: OECD, 2011, p. 32

Αποτελεί ακόμη αδιαμφισβήτητο γεγονός ότι η χρονική διάρκεια της παραμονής ενός θεσμικού επενδυτή στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας δεν είναι ομοιόμορφη, ούτε ανά χώρα, ούτε σε όλες τις χρονικές περιόδους. Όπως καταγράφεται στο ακόλουθο σχήμα, η χρονική περίοδος διακράτησης της επένδυσης από τους θεσμικούς επενδυτές στις ΗΠΑ έχει μειωθεί, παρ' όλο που έχει αυξηθεί το ποσοστό συμμετοχής τους στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιριών.

**Σχήμα 4. Ποσοστό συμμετοχής και περίοδος διακράτησης μετοχών από θεσμικούς επενδυτές.**



Source: Wong, 2010

Ένα άλλο θέμα ζήτημα σχετικό με τη συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών στην εταιρική διακυβέρνηση, έχει να κάνει με το κατά πόσον η συμμετοχή τους είναι ενεργητική ή παθητική (Brickleyetal., 1998). Οι Ενεργοί θεσμικοί επενδυτές έχουν μεγαλύτερη συμμετοχή σε πολλά θέματα της διαχείρισης και της εταιρικής διακυβέρνησης. Η συμμετοχή τους έχει χαρακτηριστεί ως «μετοχικός ακτιβισμός» (Pozen, 1994), υπό την έννοια ότι οι μέτοχοι αναλαμβάνουν δραστήριο ρόλο στην διαμόρφωση της στρατηγικής της εταιρίας. Όπως αναφέρει ο ΟΟΣΑ, οι θεσμικοί επενδυτές –ως εκ τούτου και τα privateequities- τείνουν, με την πάροδο των ετών, να έχουν μια πιο ενεργητική στάση απ’ αυτή που είχαν στο παρελθόν αναφορικά με την ανάμειξή τους στα θέματα διοίκησης των εταιριών στις οποίες συμμετέχουν.

Ο μετοχικός ακτιβισμός εντούτοις, έχει σημαντικά μειονεκτήματα, αφού αφ’ ενός έχει αυξημένο κόστος και αφ’ ετέρου πολλές φορές οι μέτοχοι, ως φορείς λήψης των αποφάσεων, έχουν περιορισμένη γνώση επί του αντικειμένου και περιορισμένη εμπειρία (Wohlstetter, 1993; Pozen, 1994). Ένας επιπλέον κίνδυνος είναι ότι η ενεργός συμμετοχή των μετόχων στις αποφάσεις της διοίκησης έχει ως κύριο γνώμονα την αύξηση της κερδοφορίας της επιχείρησης όσο το δυνατό πιο γρήγορα γίνεται, με αποτέλεσμα να απορρίπτονται αποφάσεις που ενδέχεται να μην είναι άμεσα αποδοτικές, όμως επιτρέπουν την μακροχρόνια ανάπτυξη. Επίσης, με γνώμονα

την καταγραφή άμεσου κέρδους οι μέτοχοι μπορεί να προκρίνουν –ή να επιβάλλουν, μέσω του μετοχικού ακτιβισμού- την μείωση του κόστους της επιχείρησης δια μέσου του περιορισμού της εταιρικής δραστηριότητας, στερώντας έτσι την επιχείρηση από τα συγκριτικά πλεονεκτήματά της, τα οποία προκειμένου να αναδειχθούν απαιτείται εύλογο χρονικό διάστημα, που ενδέχεται να είναι μεγαλύτερο από τον χρονικό διάστημα που επιθυμούν οι μέτοχοι να λάβουν κέρδη.

Εξαιτίας των παραπάνω, πολλές φορές η παρουσία των θεσμικών επενδυτών είναι παθητική, με την έννοια ότι δεν έχουν άμεση εμπλοκή σε διευθυντικές και εταιρικές αποφάσεις διακυβέρνησης. Φυσικά, αυτό δεν σημαίνει ότι η παρουσία τους ως μέτοχοι δεν επηρεάζει την εταιρική διακυβέρνηση. Όπως σημειώνει ο ΟΟΣΑ, η παραδοσιακά παθητική στάση των θεσμικών επενδυτών έχει μειωθεί. Επίσης, για να είναι παθητική δεν αποκλείει ότι σε ειδικές περιπτώσεις, ένας θεσμικός επενδυτής θα μπορούσε να διαδραματίσει έναν πιο ενεργό ρόλο. Όπως σημειώνεται από το "μετόχους του ΟΟΣΑ ακτιβισμού από παραδοσιακά παθητική θεσμικών επενδυτών έχει αυξηθεί (OECD, 1998, σ. 60).

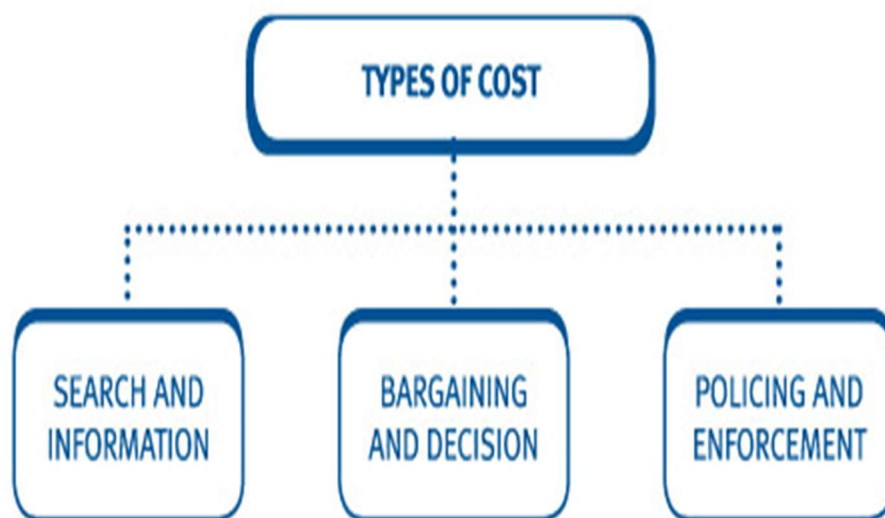
Βασική παράμετρος της ενεργοποίησης των θεσμικών επενδυτών στα εταιρικά αποτελέσματα είναι η μείωση του κόστους δανεισμού. Σύμφωνα με τους Charitou et al. (2012), η μείωση του δανεισμού της επιχείρησης όχι μόνο μειώνει το κόστος, αλλά συνδέεται με την αύξηση του δείκτη «return on assets», άρα επιφέρει διπλό κέρδος για την επιχείρηση. Η εν λόγω μείωση του τραπεζικού δανεισμού μπορεί να πραγματοποιηθεί με την κατεύθυνση των κεφαλαίων των θεσμικών επενδυτών για την εξόφληση του δανεισμού τους, αν όχι σε όλο του το εύρος, τουλάχιστον σε ένα σημαντικό μέρος του. Θα πρέπει εξίσου να σημειωθεί ότι μια δραστηριότητα περιορισμού του κόστους κεφαλαίου που επιτυγχάνεται από την παρουσία των θεσμικών επενδυτών μπορεί να πραγματοποιηθεί από την επαναγορά των ομολόγων που έχει εκδώσει η εταιρία.

Μια άλλη διάσταση της συμβολής των θεσμικών επενδυτών στην μείωση του κόστους αφορά στον τρόπο διαχείρισης των πόρων της επιχείρησης. Σύμφωνα με την θεωρία της εξάρτησης από τους πόρους (Resource Dependence Theory), προκειμένου ο κάθε οργανισμός να ασκήσει τις δραστηριότητές του, έχει ανάγκη από διάφορες εισροές, οι οποίες αποτελούν τους πόρους του. Οι εν λόγω πόροι προέρχονται από το περιβάλλον της επιχείρησης, το οποίο αποτελείται από άλλους οργανισμούς. Ως εκ

τούτου, ο κάθε οργανισμός εξαρτάται από τους υπολοίπους, στον βαθμό που έχει ανάγκη τους πόρους τους. Έτσι, προκειμένου μια επιχείρηση να αναπτυχθεί –ή και να επιβιώσει- θα πρέπει να προβεί σε συνέργειες με λοιπούς οργανισμούς. Οι συνέργειες αυτές θα επιτρέψουν την βελτιστοποίηση της αποδοτικότητάς της, καθώς θα επιτρέψουν την μείωση του κόστους συναλλαγών -το οποίο, σύμφωνα με την Θεωρία Κόστους Συναλλαγών (Transaction Cost Theory, Williamson, 1981) αποτελεί ένα από τα θεμελιώδη στοιχεία της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Το συνολικό κόστος συναλλαγών διακρίνεται σε:

- Κόστος πληροφόρησης
- Κόστος διαπραγμάτευσης
- Κόστος εποπτείας και εφαρμογής

**Σχήμα 5. Είδη Κόστους Συναλλαγών.**



Πηγή: Kaplan Financial Knowledge Bank. Διαθέσιμο στο: <http://kfknowledgebank.kaplan.co.uk/KFKB/Wiki%20Pages/Transaction%20cost%20theory.aspx>)

Η διοίκηση της επιχείρησης, όσο περισσότερο εξαρτάται από τους πόρους των τρίτων μερών, τόσο λιγότερο έλεγχο της εταιρικής της ανεξαρτησίας έχει. Έτσι, η διοίκηση έχει να επιλέξει στο εάν θα εσωτερικεύσει αυτές τις συναλλαγές, με καθετοποίηση και οριζοντιοποίηση των δραστηριοτήτων της, ή εάν θα συνεργαστεί με τους λοιπούς οργανισμούς.

Με την παρουσία θεσμικών επενδυτών στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας δημιουργούνται συνέργειες και υπάρχει μεταφορά τεχνογνωσίας. Συνεκδοχικά, υπάρχει μείωση του κόστους πληροφόρησης, διαπραγμάτευσης και συναλλαγών.

Μια επιπρόσθετη διάσταση αφορά στην εμπλοκή των διευθυντών στις εταιρικές αποφάσεις και επομένως στον καθορισμό των εταιρικών μεγεθών, οι οποίες δύνανται, δευτερογενώς, να επηρεάσουν την ιδιοκτησιακή δομή.

Οι Berger et. al. (1997), επεκτείνουν την γραμμή της ανάλυσης σε αρκετές διαστάσεις και μετράνε την διευθυντική περιχαράκωση (managerial entrenchment) με τους εξής τρόπους : το μέγεθος της θητείας, το μέγεθος και τη σύνθεση της επιχείρησης, καθώς και το δικαίωμα προαίρεσης και την παρουσία του σημαντικού μεγαλομετόχου (blockholder). Καταλήγουν στο συμπέρασμα πως όσο μικρότερη είναι η παρακολούθηση των διευθυντών, τόσο χαμηλότερα τα επίπεδα χρέους. Ακόμα καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι εξωγενείς έκτακτοι παράγοντες που επηρεάζουν την διευθυντική συμπεριφορά και παράγουν αλλαγές μόχλευσης της προβλεπόμενης κατεύθυνσης αποτελούνται από : (1) μια εξωτερική προσφορά για την απόκτηση της εταιρείας, (2) την αντικατάσταση του διευθύνων συμβούλου της εταιρείας, (3) την προσθήκη του μεγάλου μεγαλομετόχου στο διοικητικό συμβούλιο της επιχείρησης.

Οι Bertrand και Schoar (2003), με τη σειρά τους παρουσιάζουν στοιχεία ότι το «διευθυντικό στυλ» διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην εταιρική πολιτική, στην πολιτική των επενδύσεων, καθώς και στην πολιτική απόκτησης και μόχλευσης. Επιπροσθέτως, εξετάζουν το σύνολο των επιχειρήσεων για τις οποίες τουλάχιστον ένα κορυφαίο στέλεχος μπορεί να παρατηρηθεί σε άλλη εταιρεία. Καταλήγουν, λοιπόν, στο συμπέρασμα πως σε ένα περιβάλλον με ένα σχετικά ισχυρό διοικητικό συμβούλιο και αδύναμο διευθυντή, το χρέος χρησιμοποιείται ως μέσο πειθαρχίας της διαχείρισης με σκοπό την καταβολή ελεύθερων ταμειακών ροών. Αντίθετα, οι επιχειρήσεις με ισχυρό διευθυντή και παθητικό διοικητικό συμβούλιο είναι πιθανό να χρησιμοποιήσουν την ροή μετρητών για την καταβολή του χρέους και με αυτόν τον τρόπο να μειώσουν την χρονική διάρκεια του χρέους. Αυτό το γεγονός υποδηλώνει πως οι παρατηρούμενοι δείκτες κεφαλαίου σχετίζονται αρνητικά με τα προηγούμενα κέρδη, ακόμα και στην περίπτωση που η μεγιστοποίηση της αξίας των δομών του κεφαλαίου μπορεί να περιλαμβάνει μεγαλύτερο χρέος για τις πιο επικερδείς επιχειρήσεις.

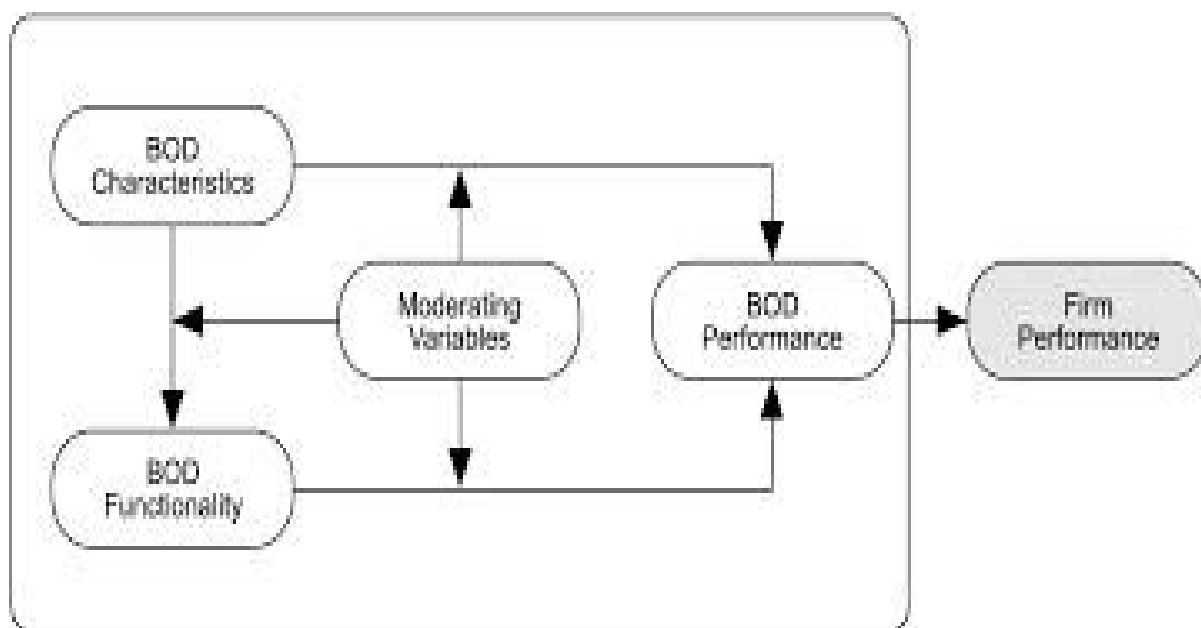


Οι Friend και Lang (1988), είναι από τους πρώτους που διερεύνησαν το βαθμό στον οποίο οι διαχειριστικές επιρροές παίζουν ουσιαστικό ρόλο στη χρηματοδότηση των επιχειρησιακών επιλογών. Μελετώντας 984 επιχειρήσεις κατά την περίοδο 1979-1983, εξετάζουν τη σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακής δομής και διάρθρωσης κεφαλαίου. Σύμφωνα με τα ευρήματα τους, όταν οι διευθυντές έχουν μικρότερη επιρροή σε εταιρικές αποφάσεις, τότε οι δείκτες χρέους τείνουν να είναι υψηλότεροι. Ο Mehran (1992), αναλύει ένα μικρότερο σύνολο επιχειρήσεων (170 επιχειρήσεις) και μελετά τον τρόπο με τον οποίο οι διευθυντικές αποφάσεις επηρεάζουν τη μόχλευση, καθώς και τον τρόπο με τον οποίο η παρουσία θεσμικών προειδοποιήσεων επηρεάζει τις επιλογές μόχλευσης. Βρίσκει, λοιπόν, μια σημαντική σχέση μεταξύ της λογιστικής μόχλευσης και του κλάσματος των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης. Ακόμη καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η προαίρεση αγοράς μετοχών αυξάνει την προθυμία της διοίκησης για ανάληψη κινδύνου.

### 3.3 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Ένα σημαντικό θέμα αφορά στο κατά πόσο υφίσταται διασύνδεση ανάμεσα στις μορφές ιδιοκτησιακής δομής και του τρόπου διοίκησης της εταιρίας με την εξέλιξη των εταιρικών μεγεθών. Σύμφωνα με την μελέτη των Murphy & McIntyre (2007), η αποδοτικότητα της εταιρίας εξαρτάται από τα χαρακτηριστικά γνωρίσματα του Διοικητικού Συμβουλίου της, καθώς από αυτά τα χαρακτηριστικά καθορίζονται οι δυναμικές σχέσεις που αναπτύσσονται στην επιχείρηση. Η έρευνά τους κατέδειξε ότι όσο πιο λειτουργική η δομή του διοικητικού συμβουλίου και όσο λιγότερος ο συγκεντρωτισμός σε μια εταιρία, τόσο μεγαλύτερη είναι και η αποδοτικότητα του διοικητικού συμβουλίου, ως προς την λειτουργία της επιχείρησης και τόσο καλύτερα τα εταιρικά αποτελέσματα

**Σχήμα 6. Μοντέλο αποδοτικότητας Διοικητικού Συμβουλίου.**



Πηγή: Murphy&McIntyre, 2007.

Σύμφωνα με την ανάλυση των Dalton & Dalton (2005), τα στοιχεία που θεμελιώνουν ενδείξεις του βαθμού αποτελεσματικότητας ενός διοικητικού συμβουλίου είναι το να στοιχειοθετείται εταιρικός προϋπολογισμός (budget) από τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, στην σύνθεσή του να περιλαμβάνονται επίτιμοι διευθυντές, να μην περιλαμβάνονται προηγούμενοι Διευθύνοντες Σύμβουλοι, να υπάρχουν συσκέψεις των διευθυντών με τα ανεξάρτητα μέλη του Δ.Σ. (χωρίς την παρουσία των λοιπών μελών του Δ.Σ και του Διευθύνοντος Συμβούλου), περιορισμός των επιτροπών διοίκησης (executive committees) και αποφυγή εταιρικών συναλλαγών με συνδεδεμένα μέρη. Ως προς το ζήτημα της σύνθεσης του Δ.Σ. και την παρουσία προηγούμενων Διευθύνοντων Συμβούλων στο διοικητικό συμβούλιο, οι Hermlin & Weisbach (1988), σημειώνουν ότι η αποχώρηση του Δ.Σ, λόγω συνταξιοδότησης συνήθως συνοδεύεται από αντικατάστασή του από το εσωτερικό στελεχιακό δυναμικό, ενώ όταν υπάρχει αντικατάστασή του λόγω κακών επιδόσεων, τότε επιλέγεται στέλεχος από την εξωτερική αγορά εργασίας.

Σε αυτή την διάσταση, παρατηρούμε και πάλι ότι το ζήτημα των παρεχομένων πληροφοριών συνδέεται άμεσα με το ιδιοκτησιακό καθεστώς των εταιριών. Όσο πιο συγκεντρωτικό το ιδιοκτησιακό καθεστώς, τόσο μικρότερη και η συνέργεια της εταιρίας με τους λοιπούς οργανισμούς του εξωτερικού περιβάλλοντος, αφού η

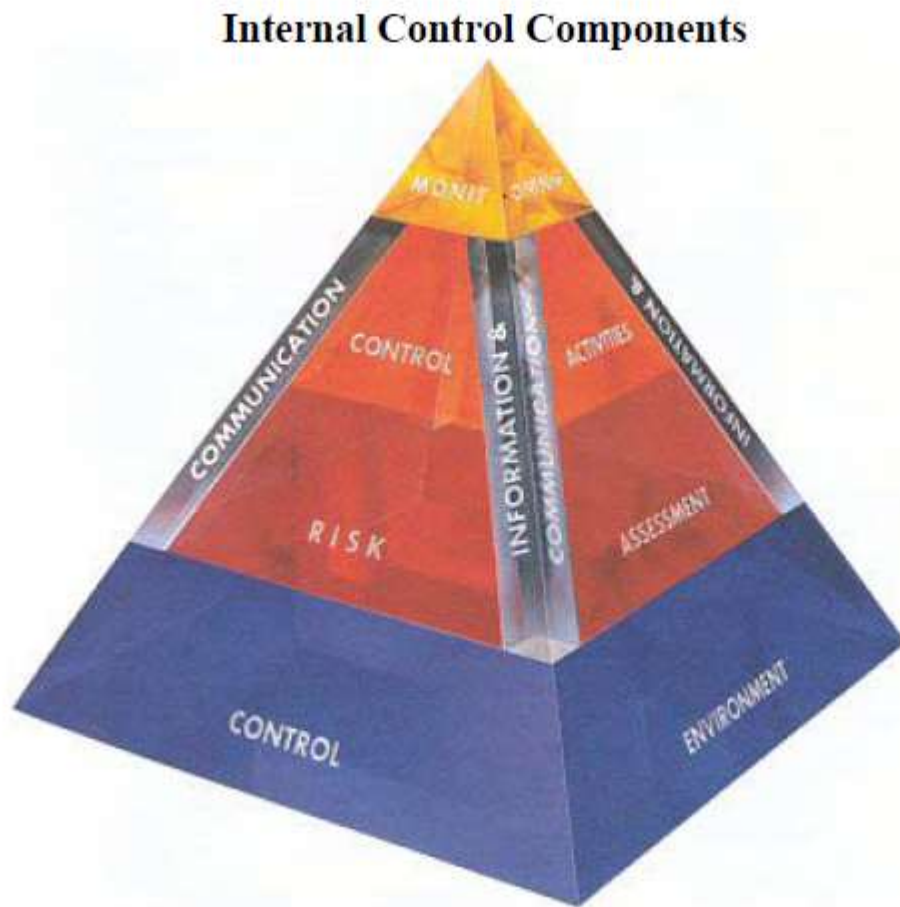
διοίκηση προτιμά να έχει μεγαλύτερη ανεξαρτησία και μεγαλύτερο βαθμό διαχείρισης των κερδών της επιχείρησης.

Θεμελιώδες στοιχείο της ιδιοκτησιακής δομής και της εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί ο βαθμός που έχει υιοθετηθεί ο εσωτερικός και εξωτερικός έλεγχος, αλλά και ο τρόπος με τον οποίο ασκείται ο έλεγχος αυτός με πραγματική ανεξαρτησία. Σύμφωνα με την COSO (1994), το περιβάλλον ελέγχου παρέχει μια ατμόσφαιρα στην οποία οι άνθρωποι διεξάγουν τις δραστηριότητές τους και την εκτέλεση των καθηκόντων τους. Επίσης, λειτουργεί ως ο κύριος πυλώνας για τις λοιπές εταιρικές δραστηριότητες, καθώς δίνει στην διοίκηση την δυνατότητα να προβαίνει σε εκτίμηση των κινδύνων που υφίστανται σχετικά με την επίτευξη των καθορισμένων στόχων. Οι δραστηριότητες ελέγχου εφαρμόζονται προκειμένου να διασφαλιστεί ότι υλοποιούνται οι οδηγίες της διοίκησης για την αντιμετώπιση των κινδύνων. Εν τω μεταξύ, αντλούνται όλες οι συναφείς πληροφορίες και διαχέονται σε όλο τον οργανισμό, προκειμένου να υπάρξει ενημέρωση. Η όλη διαδικασία παρακολουθείται και τροποποιείται, ανάλογα με τις εκάστοτε συνθήκες.

Το να υπάρχουν ισχυροί κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, κατά τους Gompersetal (2003), ενισχύει την μετοχική απόδοση.

Με αυτό τον τρόπο, δημιουργείται μια πυραμίδα, το θεμέλιο της οποίας είναι να υφίσταται μια φιλοσοφία ελέγχου στην κουλτούρα της επιχείρησης –υπό την έννοια ότι ουδείς μένει ανεξέλεγκτος και επίσης ότι όλοι αξιολογούνται-, η επόμενη κλιμάκωση αφορά στο πώς γίνεται αντιληπτός ο κίνδυνος και πώς γίνεται η διαχείρισή του, το επόμενο στάδιο αφορά στον καθορισμό των ενεργειών του ελέγχου και τέλος, ως τελευταίο στάδιο της κλίμακας, υπάρχει η παρακολούθηση του συνόλου των αποφάσεων και διαδικασιών.

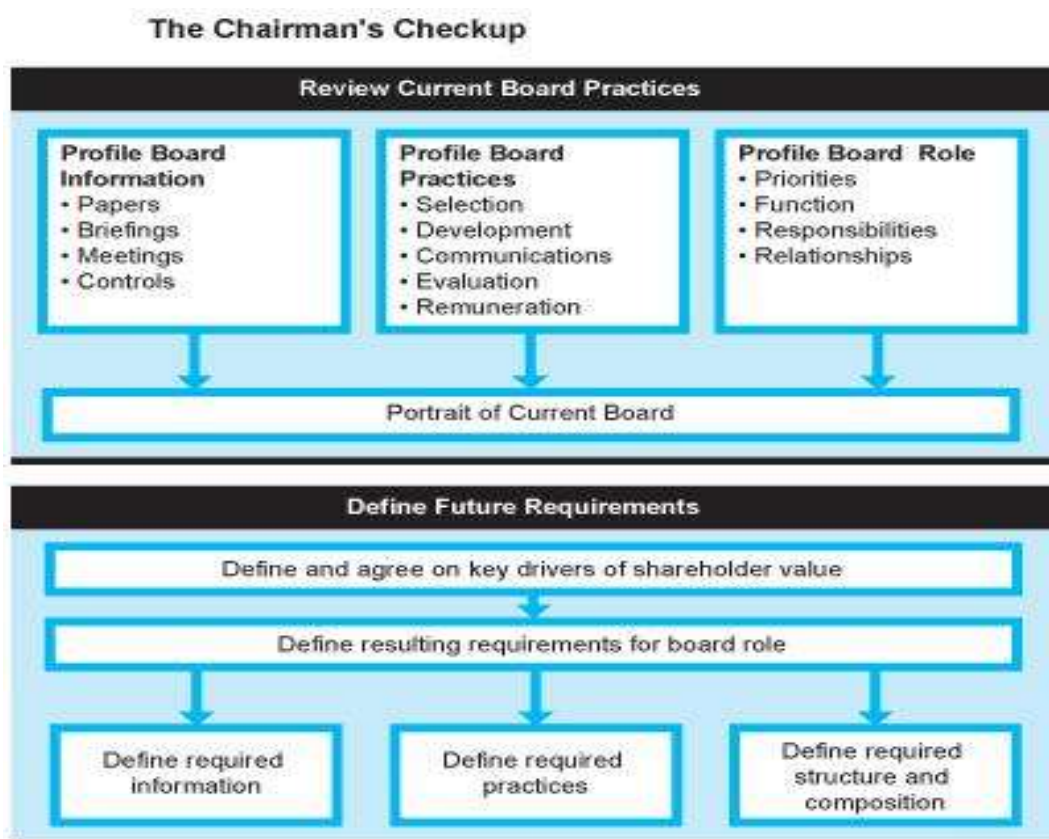
Σχήμα 7. Οι παράμετροι του εσωτερικού ελέγχου.



COSO 1994, σελ. 17

Από το παραπάνω πλαίσιο προκύπτει ότι η τήρηση αυτών των αρχών αποτελεί σημαντική παράμετρο των δραστηριοτήτων των μελών του διοικητικού συμβουλίου και του προέδρου του Δ.Σ. Σύμφωνα με τον Aguilera (2005), οι διευθύνοντες την εταιρία και ο διευθύνων σύμβουλος έχουν την καθοριστική ευθύνη των πολιτικών που θα ακολουθήσει η εταιρία.

Σχήμα 8. Απαραίτητες ενέργειες προέδρου διοικητικού συμβουλίου.



Πηγή: Kocoureketal, 2003

Όπως προαναφέρθηκε, ο ρόλος του εσωτερικού ελέγχου είναι εξαιρετικά σημαντικός. Ως εκ τούτου, είναι απαραίτητη η διασφάλιση της ανεξαρτησίας της επιτροπής ελέγχου, όπως επίσης θα πρέπει να διασφαλίζεται ότι οι αποφάσεις του διοικητικού συμβουλίου είναι μη-χειραγωγούμενες από κάποιους μεγαλομετόχους, ή τον μεγαλομέτοχο. Σύμφωνα με την ανάλυση του Ebaid (2013), ένα ασθενές Δ.Σ. (άρα εύκολα χειραγωγούμενο) έχει μικρό αριθμό μελών, η πλειοψηφία του οποίου αποτελείται από το ανώτατο διευθυντικό προσωπικό της εταιρίας, δεν υπάρχουν εξειδικευμένα στελέχη ειδικά με βαθιά κατάρτιση στην λογιστική και το Δ.Σ. δεν έχει τακτικό ημερολόγιο συνεδριάσεων. Αντιστοίχως, η επιτροπή ελέγχου είναι αδύναμη (άρα μπορεί ευκολότερα να χειραγωγηθεί και να μην είναι ανεξάρτητη) όταν αποτελείται από ανώτατα διευθυντικά στελέχη, όταν δεν συμπεριλαμβάνει κάποιον με βαθιά λογιστική κατάρτιση και δεν έχει τακτικό ημερολόγιο συνεδριάσεων.

Ταυτόχρονα με την παρουσία ισχυρής επιτροπής ελέγχου, καθοριστικής σημασίας είναι και η ανεξαρτησία και αποτελεσματικότητα του εξωτερικού ελέγχου. Η

σημασία που έχει η εσωτερική επιτροπή ελέγχου και ο εξωτερικός έλεγχος αποτελεί κυρίαρχο σημείο της αξιοπιστίας των εταιριών. Οι Chenetal (2012), στην ανάλυσή τους για εταιρίες της Κίνας βρίσκουν ευθεία σύνδεση ανάμεσα στην ανεξαρτησία των εξωτερικών ελεγκτών, την ιδιοκτησιακή δομή και την αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων των εταιριών

Σε αυτό το σημείο υπεισέρχεται η διάσταση του κατά πόσον η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου, η ιδιοκτησιακή δομή της εταιρίας, ο όγκος και το περιεχόμενο της παρεχόμενης πληροφόρησης και η παρουσία ανεξάρτητων επιτροπών ελέγχου επηρεάζουν ή όχι αφ' ενός την κερδοφορία της επιχείρησης και αφ' ετέρου την αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων των εταιριών, αφού από εκεί αντλείται η πληροφορία για την εξέλιξη της κερδοφορίας της.

Οι Karopoulos & Lazaretou (2006), διαπίστωσαν ότι η πιο συγκεντρωτική δομή της ιδιοκτησίας σχετίζεται θετικά με υψηλότερη κερδοφορία των επιχειρήσεων, ενώ ταυτόχρονα διαπίστωσαν ότι η υψηλότερη κερδοφορία της επιχείρησης συνοδεύεται από μικρότερη διασπορά ιδιοκτησίας. Οι Demsetz & Villalonga (2001), από την άλλη, δεν βρήκαν στατιστικά σημαντική σύνδεση ανάμεσα στην ιδιοκτησιακή δομή των εξεταζόμενων εταιριών και την εταιρική τους απόδοση

Οι Fan & Wong (2002), βρήκαν ότι σε εταιρίες με συγκεντρωμένη μορφή ιδιοκτησία δημιουργούνται συγκρούσεις ανάμεσα στους μετόχους που ελέγχουν την εταιρία και τους λοιπούς –εξωτερικούς- επενδυτές. Ως εκ τούτου, θεωρείται ότι οι ελέγχοντες μέτοχοι αναφέρουν λογιστικά μεγέθη τα οποία συνάδουν με τους δικούς τους, ιδιοτελείς σκοπούς, με αποτέλεσμα οι λοιποί μέτοχοι να αντιμετωπίζουν τις οικονομικές καταστάσεις ως μειωμένης αξιοπιστίας. Επίσης, η συγκεντρωτική ιδιοκτησία σχετίζεται με οικονομική πληροφόρηση χαμηλής ενημερωτικής αξίας αναφορικά με τις δραστηριότητες και τα κέρδη της επιχείρησης.

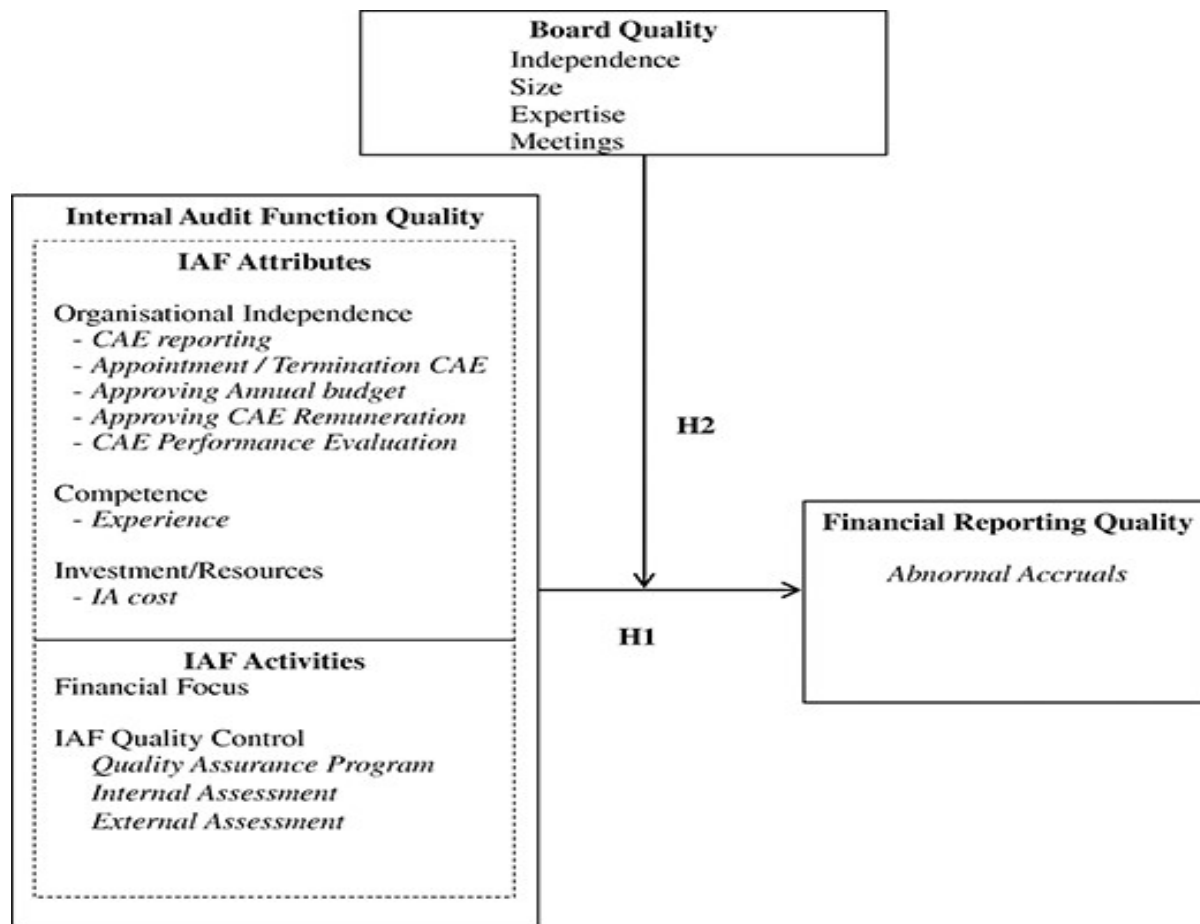
Επίσης, σε ανάλυση της Klein (2002), βρέθηκε αρνητική συσχέτιση μεταξύ της ανεξαρτησίας της επιτροπής ελέγχου και της εμφάνισης καταγραφής ασυνήθιστου μεγέθους των αποτελεσμάτων χρήσης. Μια αρνητική σχέση βρίσκεται επίσης ανάμεσα στην ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου και της εμφάνισης κερδών μη-συνήθους μεγέθους. Επιπροσθέτως, η μείωση της ανεξαρτησίας της επιτροπής ελέγχου συνοδεύεται από μεγάλες αυξήσεις σε καταγραφή τέτοιων ασυνήθιστων μεγεθών. Οι πιο έντονες επιπτώσεις προκύπτουν όταν είτε το συμβούλιο ή η επιτροπή

ελέγχου αποτελείται από μια μειοψηφία των εξωτερικών διευθυντών. Αυτά τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι τα διοικητικά συμβούλια που λειτουργούν περισσότερο ανεξάρτητα από τον Διευθύνοντα Σύμβουλο είναι πιο αποτελεσματικά στον έλεγχο της ορθής κατάρτισης των οικονομικών στοιχείων. Στα ίδια συμπεράσματα καταλήγει και η ανάλυση του Beasley (1996), αναφορικά με την σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου και την εμφάνιση περιστατικών λογιστικής απάτης. Επίσης, η ανάλυση των Degeorge et al. (1999), εξετάζοντας την περίπτωση της καταγραφής οικονομικών μεγεθών πέραν του αναμενομένου, βρίσκουν συσχέτιση με την ιδιοκτησιακή δομή των εταιριών.

Όπως καταγράφεται στην έρευνα των ZouariandRebai (2009), η συμμετοχή τραπεζών και ασφαλιστικών ταμείων στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιριών περιορίζει την ωραιοποίηση των κερδών, ενώ η συμμετοχή επενδυτικών κεφαλαίων συνοδεύεται από ωραιοποίηση των κερδών.

Σύμφωνα με τους VanderWaltandIngley (2003), η αυξημένη διαφοροποίηση μεταξύ των μελών του διοικητικού συμβουλίου είναι θετική για την εταιρία και τις οικονομικές της επιδόσεις. Σε αντίστοιχη ανάλυση, οι Johletal (2013), βρίσκουν ευθεία συσχέτιση ανάμεσα στην ποιότητα του διοικητικού συμβουλίου (όπως αυτή καθορίζεται από τον βαθμό ανεξαρτησίας του, τον αριθμό των μελών, την εξειδίκευση των μελών και την τακτικότητα των συσκέψεων), του εσωτερικού ελέγχου και της αξιοπιστίας των οικονομικών καταστάσεων.

**Σχήμα 9. Σχέση μεταξύ εσωτερικού ελέγχου, ποιότητας διοικητικού συμβουλίου και αξιοπιστίας οικονομικών καταστάσεων.**



Πηγή: Johletal, 2013

Το ζήτημα του προβλήματος της αντιπροσώπευσης ξεπερνάται με την παρουσία επιτροπής ελέγχου εντός της εταιρίας. Η επιτροπή αυτή θα ελέγχει όλο το φάσμα των δραστηριοτήτων και επιλογών της διοίκησης και θα λογοδοτεί στην γενική συνέλευση των μετόχων. Τέλος, προτείνεται η δημιουργία ειδικής επιτροπής σε σχέση με την διαχείριση των κερδών της επιχείρησης.

Ένα από τα ζητήματα που προκύπτουν είναι το κατά πόσον η ιδιοκτησιακή δομή των εταιριών αποτελεί προσδιοριστικό παράγοντα της εταιρικής διακυβέρνησης και της σχέσης που δομεί η εταιρία με το εσωτερικό και εξωτερικό της περιβάλλον. Η πληροφόρηση όλων των ενδιαφερομένων μερών (stake holders), αλλά και των μετόχων (share holders) για την πορεία και τα μεγέθη της επιχείρησης αποτελεί



δείγμα του πώς αντιλαμβάνεται η διοίκηση της εταιρίας την ευθύνη της έναντι του περιβάλλοντός της. Συνεπώς, το πώς διαμορφώνει την μακροχρόνια στρατηγική της αναφορικά με το περιβάλλον της.

Σύμφωνα με το μοντέλο της AICPA (1994), ο θεμελιώδης άξονας της πληροφόρησης είναι το τι θεωρεί ο χρήστης της πληροφορίας ως απαραίτητο για την πλήρη ενημέρωσή του. Βάσει αυτού, η εταιρία πρέπει να δίδει αυτά τα απαραίτητα στοιχεία και, σε περίπτωση που αυτά τα στοιχεία δεν προέρχονται από την ίδια, να παρέχει αυτή την πληροφόρηση στα ενδιαφερόμενα μέρη από τις τρίτες πηγές. Για παράδειγμα, το επενδυτικό κοινό θεωρεί ότι είναι σημαντική η πληροφόρηση για την αξιολόγηση των αναλυτών των χρηματιστηριακών εταιριών σχετικά με την εταιρία, όμως η αξιολόγηση αυτή δεν προέρχεται από την ίδια την εταιρία, αλλά από τις χρηματιστηριακές εταιρίες. Εντούτοις, η εταιρία θα πρέπει να ενημερώνεται από τους χρηματιστηριακούς αναλυτές για την αξιολόγησή τους και να παρέχει την εν λόγω πληροφορία στο επενδυτικό κοινό. Αντιστοίχως, η εταιρία οφείλει να παρέχει όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες που τις ζητούνται, π.χ. να δίδει τα ιστορικά στοιχεία της τελευταίας δεκαετίας προκειμένου να υπάρχει αντικειμενικότερη εκτίμηση του πιστωτικού της κινδύνου από έναν μελλοντικό προμηθευτή της.

Σε μελέτη τους, οι Darmadi & Sodikin (2013), επισυνάπτουν τα στοιχεία εκείνα που συντελούν στο να θεωρείται ότι η εταιρία ως πάροχος ουσιαστικής και αποτελεσματικής πληροφόρησης, τόσο στους μετόχους, όσο και στα λοιπά ενδιαφερόμενα μέρη. Έτσι, τα στοιχεία αυτά περιλαμβάνουν πληροφόρηση αναφορικά με τα γενικά στοιχεία της εταιρίας (ιστορικό, όραμα, αποστολή, δομή), την διοίκηση της εταιρίας (πλήρη βιογραφικά διοικητικού συμβουλίου, επαγγελματική εμπειρία διευθυντικών στελεχών, κτλ), την προοπτική της εταιρίας (προβλέψεις πωλήσεων και χρηματοροών, επισύναψη business plan, κ.α.), το τμήμα έρευνας και ανάπτυξης της εταιρίας, τον αριθμό του προσωπικού, τις αμοιβές του και την κατηγοριοποίησή του ανά εκπαιδευτική βαθμίδα, τις μορφές ασφάλισης του προσωπικού (πέραν της υποχρεωτικής ασφάλισης), τις συνθήκες υγιεινής και ασφάλειας, εάν υφίστανται ιδιωτικά συνταξιοδοτικά προγράμματα (pension plans), καθώς επίσης και πλήρη ενημέρωση για την εταιρική κοινωνική ευθύνη, την εταιρική διακυβέρνηση και την δραστηριότητα των επιτροπών ελέγχου.

## Πίνακας 5. Πληροφορίες που οφείλει να δίδει η εταιρία.

---

<i>A. General corporate information</i>	<i>Employee information</i>
1. History of company	1. Number of employees
2. Vision and mission statement	2. Breakdown of employees by education
3. Statement of corporate objectives	3. Breakdown of employees by business line
4. Description of the main product	4. Breakdown of employees by gender
5. Organization structure	5. Recruitment policy
6. Stock highlight	6. Corporate policy on employee training
7. Financial highlight	7. Employee welfare (health and safety)
<i>B. Information about Boards</i>	8. Employee pension plan
1. Name and photo of commissioners	9. Employee reward
2. Academic qualification of commissioners	10. Information of accident
3. Experiences of commissioners	<i>F. Social responsibility reporting</i>
4. Name and photo of directors	1. Pollution and environmental control
5. Academic qualification of directors	2. Sponsorship of education and scientific awards
6. Experiences of directors	3. Sponsorship of sports and games
7. Remuneration of directors	4. Sponsorship of arts and cultural activities
<i>C. Business prospects</i>	5. Sponsorship of government programs
1. Sales forecast	6. Improvement of social facilities
2. Profit forecast	<i>G. Product and service improvement</i>
3. Cash flow projections	1. Product quality assurance
4. Planned capital expenditure	2. Responsiveness to customers' complains
5. Business plan	3. Product certification
<i>D. Research and development</i>	<i>H. Corporate governance information</i>
1. Company's policy on R&D	1. Background of independent commissioners
2. Discussion on R&D activities	2. Frequency of Board of Commissioners' meeting
3. Forecast of R&D expenses	3. Number of audit committee members
4. Development of new product	4. Background of audit committee members
5. Number of R&D personnel employed	5. Audit committee activities
	6. Description of corporate governance progress

Πηγή: Darmadi&Sodikin, 2013

Επίσης, οι Ismail & El-Shaib (2012), αναφέρουν ότι η διαφανής και αποτελεσματική λειτουργία της διοίκησης ακόμη και μιας οικογενειακής επιχείρησης κρίνεται από το εάν παρέχει – χωρίς να υποχρεούται- στα ενδιαφερόμενα μέρη (stake holders) όλη την απαραίτητη πληροφορία σχετικά με τις στρατηγικές πληροφορίες για την εταιρία,

οικονομική πληροφόρηση, μη-οικονομική πληροφόρηση και πληροφόρηση για τις προοπτικές της επιχείρησης και το πώς σκέφτεται να καθορίσει την μελλοντική της στρατηγική, ανάλογα με τις εκάστοτε συνθήκες της αγοράς.

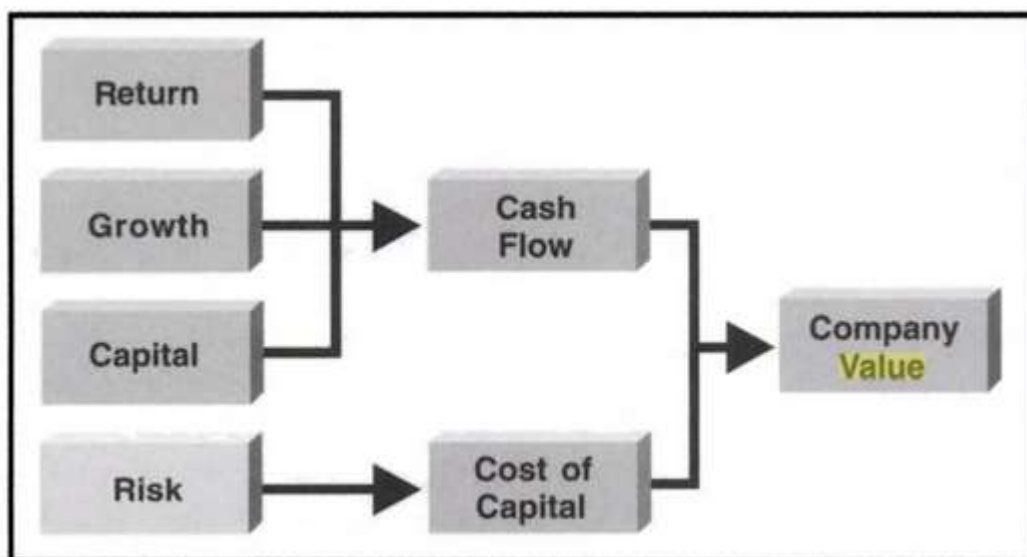
Η παροχή αυτών των πληροφοριών έχει πολλαπλή λειτουργία, καθώς, αφ' ενός δείχνει την πραγματική διάσταση της επιχειρηματικής ηθικής και κατά πόσον η εταιρική κουλτούρα δομείται πάνω στους άξονες της ορθής, διαφανούς και υπεύθυνης διαχείρισης, αλλά και αφ' ετέρου διασφαλίζει τον έλεγχο και την αξιολόγηση του έργου των διοικούντων την εταιρία. Άρα, με αυτή την παροχή πληροφοριών, υπάρχει και η σημαντικότερη δικλείδα ασφαλείας για την ορθότητα των οικονομικών καταστάσεων, αλλά και της αποδοτικότητας της εταιρίας.

### 3.4 ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΑΞΙΑΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ

Η δημιουργία αξίας για τους μετόχους είναι ο κύριος και βασικός στόχος της επιχείρησης, εφόσον οι μέτοχοι είναι αυτοί που έχουν επενδύσει τα κεφάλαιά τους, για να λάβουν την αναμενόμενη απόδοση τόσο για τον κίνδυνο της επένδυσης που έχουν αναλάβει όσο και για το κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου τους. Ωστόσο, υπάρχει μια σειρά ζητημάτων, τόσο σε θεωρητικό επίπεδο όσο και σε πρακτικό επίπεδο, σχετικά με τη δημιουργία αξίας για τους μετόχους. Το πρώτο ζήτημα αφορά αυτούς τους παράγοντες που επηρεάζουν την αξία των μετόχων. Η απαραίτητη προϋπόθεση για την αύξηση της αξίας για τους μετόχους, είναι η αύξηση της αξίας της εταιρείας. Οι βασικοί καθοριστικοί παράγοντες της εταιρικής αξίας είναι η ταμειακή ροή (όπως ορίζεται από το κέρδος και την ανάπτυξη και κεφαλαίων) και το κόστος του κεφαλαίου (όπως καθορίζεται από τον κίνδυνο).

Όπως σημειώνουν οι Morin and Jarrell: «η αξία δημιουργείται μόνο όταν το κέρδος του κεφαλαίου υπερβαίνει το κόστος του κεφαλαίου» (Morin and Jarrell, 2001, σ. 5).

**Σχήμα 10. Προσδιοριστικοί παράγοντες αξίας επιχείρησης**



Πηγή: Morin and Jarrell, 2001, σ. 6

Ωστόσο, αν και το στοιχείο της αξίας της εταιρείας είναι η απαραίτητη προϋπόθεση για την αξία για τους μετόχους, αυτό δεν εγγυάται ότι η μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρείας θα μεταφραστεί στη μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων, λόγω διαφόρων παραγόντων.

Αρχικά, αν και η δημιουργία αξίας για τους μετόχους είναι ο στόχος μιας εταιρείας, δεν αποτελεί ούτε τον μοναδικό της στόχο, ούτε είναι πάντα και σε κάθε περίπτωση η πρώτη προτεραιότητα της εταιρείας. Οι ασκούντες την διοίκηση μπορεί να έχουν πολύ διαφορετικές προσεγγίσεις, στόχους, αποφάσεις και απόψεις σχετικά με την οικονομική, λειτουργική και επενδυτική πολιτική από αυτές των μετόχων. Αυτό συμβαίνει επειδή, όπως προαναφέρθηκε, η διοίκηση μπορεί να έχει πληροφορίες που οι μέτοχοι δεν μπορούν να έχουν, άρα υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση (Akerlof, 1970) και, επίσης, οι διαχειριστές μπορεί να έχουν προσωπικά συμφέροντα, τα οποία βρίσκονται σε σύγκρουση με τα συμφέροντα των μετόχων, γεγονός που αποτελεί, όπως προαναφέρθηκε, το «πρόβλημα εντολέα-εντολοδόχου».

Αναφορικά με το κατά πόσον οι διευθυντές θα πρέπει να θέτουν ως κύριο στόχο τους τη μεγιστοποίηση της δημιουργίας αξίας, υπάρχουν πολλές απόψεις. Σύμφωνα με τον Friedman (1970), τα κέρδη θα πρέπει να είναι ο μοναδικός στόχος της διοίκησης, με την έννοια ότι τα κέρδη θα αποτελέσουν τον πλούτο των μετόχων.

Ο Williamson (1985), σημειώνει ότι, δεδομένου ότι οι μέτοχοι είναι αυτοί που έχουν τον κίνδυνο συνολικής απώλειας του πλούτου τους σε περίπτωση πτώχευσης, πρέπει να έχουν ειδική μεταχείριση. Ο Jensen (2001), διατυπώνει την άποψη ότι η διοίκηση θα πρέπει να έχει ως στόχο την μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων, λαμβάνοντας, όμως, υπ' όψιν τα συμφέροντα και τις ανάγκες όλων των λοιπών ενδιαφερομένων μερών.

Σχετικά με το συγκεκριμένο ζήτημα, είναι απαραίτητη η διασάφηση δύο επιμέρους ζητημάτων. Το πρώτο αφορά στο κατά πόσο οι επενδυτές είναι ομοιογενείς ή όχι. Σύμφωνα με μια σειρά θεωριών της οικονομικής, όπως η προαναφερόμενη θεωρία των Modigliani and Miller, αλλά και την θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς (Fama, 1970) οι συμμετέχοντες στην αγορά θεωρείται ότι έχουν κοινή αντίληψη για τον κίνδυνο, έχουν κοινές προσδοκίες, έχουν κοινές προτιμήσεις και κοινή συμπεριφορά. Συνεκδοχικά, όλοι οι συμμετέχοντες είναι ομοιογενείς. Στην πράξη, έχει αποδειχθεί ότι οι συμμετέχοντες σε μια αγορά δεν έχουν ούτε κοινές πεποιθήσεις, ούτε κοινή συμπεριφορά, ούτε κοινές προσδοκίες.

Για παράδειγμα, σχετικά με την αξία των μετόχων, η στρατηγική απόφαση μιας εταιρίας να κάνει μια επένδυση το επόμενο έτος με χρήση ιδίων κεφαλαίων η οποία θα επιφέρει αύξηση της αξίας της εταιρίας στην επόμενη πενταετία, ενώ για κάποιο μέτοχο με μακροχρόνιο ορίζοντα αποτελεί απόφαση που αυξάνει την αξία του, για κάποιον άλλο μέτοχο με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα η εν λόγω απόφαση μειώνει την αξία του αφού η εταιρία θα δώσει το επόμενο έτος μειωμένο μέρισμα, ως εκ τούτου θα θεωρούσε ως κατάλληλη απόφαση η επένδυση να πραγματοποιηθεί με δανεισμό.

Το δεύτερο ζήτημα που χρήζει περαιτέρω ανάλυσης αφορά στο αν η δημιουργία αξίας για τους μετόχους αποτελεί μια διαδικασία, η οποία περιλαμβάνει την αύξηση της τιμής της μετοχής, την μερισματική πολιτική και την αναμενόμενη απόδοση ανά μετοχή.

**Σχήμα 11. Διαδικασία δημιουργίας αξίας για τους μετόχους**



Πηγή: Fernandez, 2002, σ. 4

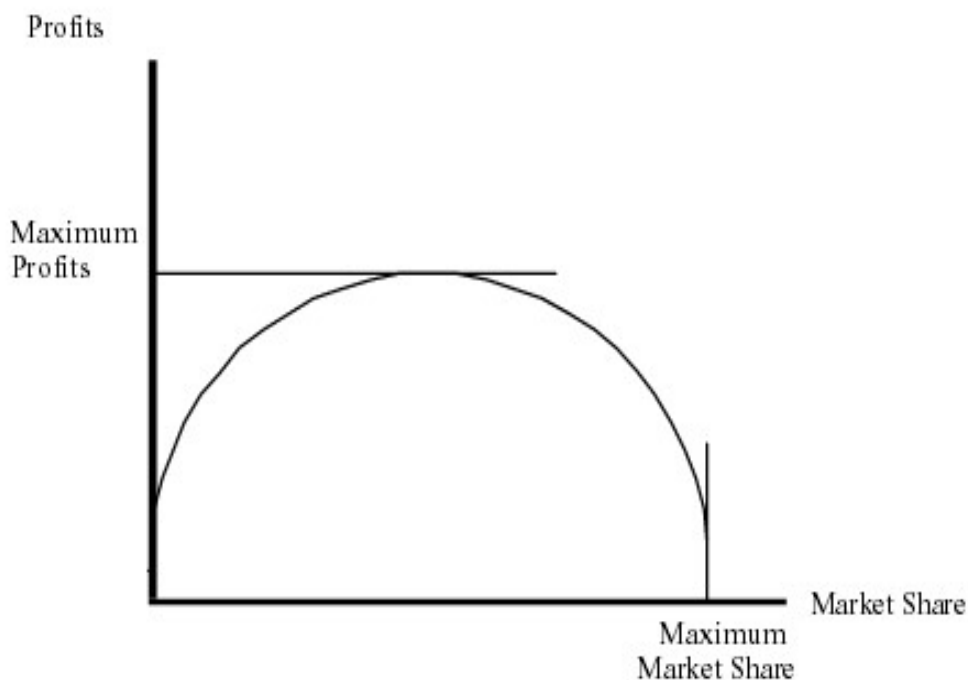
Ως εκ τούτου, ο κάθε μέτοχος, ανάλογα με τις προσδοκίες, πεποιθήσεις και συμπεριφορά που έχει, μπορεί να θέτει ως στόχο της μεγιστοποίησης της αξίας του την πώληση της μετοχής όταν αυτή βρίσκεται σε σημείο υψηλότερο από το κόστος κτήσης της, ενώ ένας άλλος μέτοχος να θέτει ως πεδίο αναφοράς της μεγιστοποίησης της αξίας του την καλή μερισματική πολιτική.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.:ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ**

### **4.1 ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΔΑΠΑΝΩΝ ΕΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ**

Όπως καταδεικνύει η ανάλυση του Jensen (2001), οι managers έχουν να επιλέξουν μεταξύ δύο παράλληλων στόχων: την αύξηση των κερδών της εταιρίας και την αύξηση του μεριδίου της αγοράς. Προκειμένου να αυξηθεί το μερίδιο της αγοράς θα χρειαστούν επενδύσεις στην έρευνα και ανάπτυξη, κάτι που δεν επιτρέπει την μεγιστοποίηση του κέρδους.

## Σχήμα 12. Ανταλλαγή μεταξύ κερδών και μεριδίου αγοράς



Πηγή: Jensen, 2001, σ. 300

Ακόμη και εάν ο διευθυντής αποφασίσει, ως στρατηγικό στόχο, την αύξηση του μεριδίου αγοράς δια μέσου της καινοτομίας και της έρευνας και ανάπτυξης, εγείρεται ένα ζήτημα: πώς θα πρέπει να χρηματοδοτηθεί η έρευνα και ανάπτυξη;

Ένας τρόπος είναι η άντληση δανειακών κεφαλαίων με τα δανειακά κεφάλαια δημιουργούνται μια σειρά από ζητήματα: οι διευθύνοντες την εταιρία μπορεί να επιθυμούν την επέκταση της έρευνας και ανάπτυξης για δικούς τους λόγους και για την εξυπηρέτηση δικών τους συμφερόντων, βάζοντας σε δεύτερη μοίρα τα συμφέροντα των μετόχων. Με την χρήση δανειακών κεφαλαίων, αυτό περιορίζεται. Επίσης, με την χρήση δανειακών κεφαλαίων οι μέτοχοι έχουν δικλείδα ασφαλείας για την παρακολούθηση της εξέλιξης των εταιρικών μεγεθών από την τράπεζα.

Ωστόσο, ανακύπτουν μια σειρά από προβλήματα: ο O'Brien (2003), καταγράφει αρνητική συσχέτιση μεταξύ δανειακής μόχλευσης και δαπανών έρευνας και ανάπτυξης, οι Bhagat and Welch (1995), καταγράφουν ότι ο αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια (debt ratio) έχει αρνητική συσχέτιση με τις δαπάνες

έρευνας και ανάπτυξης και οι Singh and Faicloth (2005) σημειώνουν την μείωση των δαπανών έρευνας και ανάπτυξης με την αύξηση της μόχλευσης.

Αυτό συμβαίνει γιατί οι τράπεζες δύσκολα θα χρηματοδοτήσουν την έρευνα και ανάπτυξη μια εταιρίας, αφού το αποτέλεσμα της έρευνας είναι αμφίβολο εάν τελικά θα προσδώσει αξία στην επιχείρηση, πόση αξία θα προσδώσει και για πόσο καιρό θα αποδίδει αξία. Για παράδειγμα, μια καινοτομία που εισάγεται σήμερα στην αγορά, πολύ σύντομα μπορεί ήδη να θεωρηθεί ξεπερασμένη. Ως εκ τούτου, η επιχείρηση δεν θα έχει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα και ταυτόχρονα θα έχει σωρρεύσει το χρέος του δανεισμού.

Ειδικά σε περίπτωση που η επιχείρηση έχει επιλέξει την στρατηγική των γαλάζιων ωκεανών, η οποία στοχεύει στην δημιουργία νέων αγορών, είναι αρκετά δύσκολο να γίνει εκτίμηση των μελλοντικών χρηματοροών. Άρα, είναι δύσκολο οι τράπεζες να αναλάβουν αυτό τον κίνδυνο. Η εν λόγω επιφυλακτικότητα των τραπεζών, ειδικά για τις μικρές καινοτομικές επιχειρήσεις, σημειώνεται από τον Bourgeas (2004), ενώ ο Hsu (2013) σημειώνει ότι η αύξηση του δανεισμού έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση την επιρροή των τραπεζών στις αποφάσεις της διοίκησης, με αποτέλεσμα την αρνητική επίδραση στα εταιρικά αποτελέσματα, και αυτό γιατί οι τράπεζες λαμβάνουν πιο συντηρητικές αποφάσεις. Στην ίδια μελέτη σημειώνεται ότι υπάρχει θετική συσχέτιση ανάμεσα στις δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης και τις εταιρικές επιδόσεις. Έτσι, οι επιχειρήσεις να μεν θα πρέπει να συνεχίσουν να επενδύουν στην καινοτομία, ωστόσο θα πρέπει να έχουν καθορίσει διακριτούς ρόλους για τους εξωτερικούς χρηματοδότες τους.

Σύμφωνα με τους Chauvin and Hirschey (1993), η ιδιοκτησιακή δομή επιδρά στις δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης, καθώς οι μέτοχοι με μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα επιθυμούν την μακροχρόνια καινοτομία. Στο ίδιο συμπέρασμα είχαν οδηγηθεί και οι Jarrell and Lehn (1985), σύμφωνα με τους οποίους ο εξωτερικός δανεισμός συνδέεται με μείωση των δαπανών έρευνας και ανάπτυξης, ενώ οι μέτοχοι αυξάνουν την έρευνα και ανάπτυξη.

Μια εξήγηση για την αρνητική διάθεση των τραπεζών να χρηματοδοτήσουν τις δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης αποτελεί το γεγονός ότι η έρευνα και ανάπτυξη δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εγγύηση, σε αντίθεση με τα υλικά στοιχεία του ενεργητικού, όπως ακίνητα ή μηχανήματα.



#### 4.2 ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ, ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΔΑΠΑΝΕΣ ΣΕ E&A

Πέραν του εάν θα επιλεχθεί ο τραπεζικός δανεισμός ή κατά πόσο είναι εφικτό να αντληθούν δανειακά κεφάλαια για την έρευνα και ανάπτυξη, το κύριο ζήτημα είναι το εάν οι διευθυντές θα επιλέξουν ως στρατηγική την μακροπρόθεσμη ανάπτυξη δια μέσου της έρευνας και ανάπτυξης, ή θα επιλέξουν την μεγιστοποίηση του βραχυπρόθεσμου κέρδους.

Η απόφαση που θα λάβουν οι διευθυντές, όπως διαπιστώθηκε από όλη την προηγηθείσα ανάλυση, δεν μπορεί να ικανοποιεί όλα τα μέρη. Οι μακροπρόθεσμοι μέτοχοι έχουν ως κύρια επιθυμία την απόκτηση μεριδίου αγοράς, αφού αυτό μεγιστοποιεί την αξία της επιχείρησης και την αξία των μετόχων σε βάθος χρόνου. Αντιθέτως, οι βραχυπρόθεσμοι μέτοχοι επιθυμούν την επίτευξη του μέγιστου κέρδους όσο το δυνατό πιο άμεσα. Γίνεται με αυτό τον τρόπο αντιληπτό ότι η ιδιοκτησιακή δομή επιδρά –ή τουλάχιστον έχει την δυνατότητα να επιδράσει- στις αποφάσεις της εταιρίας για έρευνα και ανάπτυξη.

Σε μια σειρά μελετών (Bushee, 2001; Klein, 2002; Brockmanetal., 2008) σημειώνεται ότι πολλές εταιρικές αποφάσεις δεν λαμβάνονται με γνώμονα τα μακροπρόθεσμα συμφέροντα της εταιρίας και των μετόχων, όπως για παράδειγμα η πέραν του κανονικού περικοπή δαπανών και η μικρότερη του άριστου επένδυση.

Οι Grahametal. (2006), σε έρευνα για τις αποφάσεις των ανώτερων οικονομικών στελεχών στις ΗΠΑ διαπιστώνουν ότι συχνά τα εν λόγω διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν αποφάσεις με βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, οι οποίες λειτουργούν εις βάρος της μακροπρόθεσμης ανάπτυξης των εταιριών, όπως η περικοπή των δαπανών έρευνας και ανάπτυξης και η καθυστέρηση της έναρξης νέων projects, προκειμένου να καταγράψουν την επιθυμητή από τους ίδιους ετήσια κερδοφορία. Έτσι, εγείρεται το ζήτημα του προβλήματος του εντολέα-εντολοδόχου, καθώς οι μέτοχοι έχουν μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα από αυτόν της διοίκησης.

Ένα από τα κύρια ζητήματα είναι ο ορίζοντας όχι μόνο των μετόχων, αλλά των διευθυντών. Πολύ συχνά οι διοικούντες εστιάζουν στα βραχυπρόθεσμα

αποτελέσματα και όχι στα μακροπρόθεσμα μεγέθη. Ένας από τους κύριους λόγους αυτής της διοικητικής «μυωπίας» είναι ότι οι αμοιβές των διοικούντων έχουν ως παράμετρο την βραχυπρόθεσμη απόδοση –με διάστημα αξιολόγησης το οικονομικό έτος, ή, ακόμη περισσότερο, τις ανακοινώσεις εξαμήνου και τριμήνου. Το σύστημα αμοιβών που συνδέεται στενά με τους οικονομικούς δείκτες μπορεί να οδηγήσει τους διευθυντές να επικεντρωθούν στις πιο προβλέψιμες και εύκολα μετρήσιμες βραχυπρόθεσμες δραστηριότητες, παρεμποδίζοντας τα μακροπρόθεσμα σχέδια καινοτομίας (Hoskisson and Hitt, 1988, Hoskisson et al., 1996).

Ένα επιπλέον ζητήματα είναι το εάν η απόκτηση μετοχών από την διοίκηση μπορεί να επηρεάσει τις δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης, υπό το σκεπτικό ότι, έχοντας οι ίδιοι μετοχές, θα ενδιαφερθούν περισσότερο για το μακροπρόθεσμο όφελος της εταιρίας, άρα θα προωθήσουν τα πλέον αποδοτικά σχέδια έρευνας και ανάπτυξης. Επ' αυτού οι γνώμες δίστανται, καθώς τόσο οι Barker and Mueller (2002), όσο και οι Coles, Naveen and Naveen (2006), βρίσκουν θετική επίδραση στην έρευνα και ανάπτυξη από την κατοχή μετοχών από τους managers, ενώ οι Holthausen, Larcker and Sloan (1995) βρίσκουν αρνητική επίδραση.

Οι θεσμικοί επενδυτές με βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα μπορούν να ωθήσουν την διοίκηση να προβεί σε εσφαλμένες αναφορές των εταιρικών οικονομικών αποτελεσμάτων. Έτσι, καταγράφεται το φαινόμενο οι θεσμικοί επενδυτές με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα να πιέσουν τους managers να θυσιάσουν τις μακροπρόθεσμες επενδύσεις προκειμένου να καταγράψουν τρέχοντα κέρδη (Bushee, 1998; 2001). Αυτό ισχύει ειδικά για τους θεσμικούς επενδυτές που δεν επιθυμούν να αναλάβουν το κόστος παρακολούθησης και για αυτούς που προβαίνουν άμεσα σε πωλήσεις σε περίπτωση επανεπένδυσης των εταιρικών μεγεθών (Burnsetal, 2010).

Σύμφωνα με τον Porter (1992), η συχνή αγοραπωλησία μετοχών από τα επενδυτικά κεφάλαια ασκεί πιέσεις στους managers για βραχυπρόθεσμες αποδόσεις και προκαλεί μείωση των μακροπρόθεσμων στρατηγικών επενδύσεων, με αποτέλεσμα την μείωση της αξίας της εταιρίας. Επίσης, οι Froot et al. (1992), σημειώνουν ότι τα επενδυτικά κεφάλαια επωφελούνται κυρίως από τις βραχυπρόθεσμες κινήσεις αγοραπωλησίας μετοχών, ως εκ τούτου το ενδιαφέρον τους εστιάζεται στο να ανακοινώνονται θετικά νέα σε κάθε περίοδο (τρίμηνο, εξάμηνο, κτλ.), ούτως ώστε να καταγράψουν κέρδη, γεγονός που λειτουργεί εις βάρος των δαπανών έρευνας και ανάπτυξης. Επίσης, ο

Stein (1989), σημειώνει ότι οι managers πιέζονται να περικόψουν τις στρατηγικές μακροπρόθεσμες επενδύσεις, ούτως ώστε να καθησυχαστούν οι επενδυτές.

Επιπροσθέτως, όπως σημειώνουν οι Dow and Gordon (1997) η οικονομική αποτελεσματικότητα της εταιρίας συνδέεται με την λειτουργία του χρηματιστηρίου, διότι η απόφαση των επενδυτών να αγοράσουν ή να πωλήσουν την μετοχή έχει, ως κυρίαρχη παράμετρο, τις επιδόσεις της εταιρίας. Ως εκ τούτου, εάν οι managers δεν λάβουν τις σωστές αποφάσεις, οι επενδυτές θα αποχωρήσουν και η μετοχή θα σημειώσει πτώση, γεγονός που θα θέσει σε κίνδυνο την θέση του manager. Συνεκδοχικά, προκειμένου να παραμείνουν ως μέτοχοι οι επενδυτές, οι managers θα πρέπει να λαμβάνουν αποφάσεις οι οποίες να αυξάνουν την οικονομική αποτελεσματικότητα της εταιρίας.

#### 4.3 ΘΕΣΜΙΚΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΚΑΙ ΔΑΠΑΝΕΣ R&D

Όπως σημειώνουν οι Koh and Hsu (2005), αναλόγως με τα χαρακτηριστικά των θεσμικών επενδυτών ως προς τον χρόνο της επένδυσής τους, διαμορφώνεται και η γενικότερη επενδυτική πολιτική των εταιριών, αν και η σχέση μεταξύ των αποτελεσμάτων της εταιρίας και της συμμετοχής των μακροπρόθεσμων ή βραχυπρόθεσμων θεσμικών επενδυτών δεν είναι γραμμική.

Σύμφωνα με την ανάλυση των Hoskisson et al. (2002), τα ασφαλιστικά ταμεία τείνουν να προτιμούν την καινοτομία που δημιουργείται από την ίδια την επιχείρηση, ενώ οι διαχειριστές των επενδυτικών κεφαλαίων προτιμούν την εξαγορά καινοτομίας από άλλες επιχειρήσεις. Επίσης, σύμφωνα με την ίδια ανάλυση, οι διευθυντές που προέρχονται από την ίδια την εταιρία προτιμούν τη δημιουργία καινοτομίας από την ίδια την επιχείρηση, ενώ οι εξωτερικοί διευθυντές προτιμούν να αποκτηθεί η καινοτομία από άλλες επιχειρήσεις. Συνεπώς, διαπιστώνεται ότι όχι μόνο το σύνολο των επενδυτών δεν είναι ομοιογενές, αλλά ούτε οι θεσμικοί επενδυτές, ούτε οι μεγάλοι μέτοχοι είναι ομοιογενείς. Για παράδειγμα, στις ΗΠΑ σημειώνεται μεγάλη ανομοιογένεια μεταξύ των επενδυτών που κατέχουν μεγάλο ποσοστό (άνω του 5%) των εταιριών στις οποίες επενδύουν (Cronqvist and Falhllenbrach, 2009),

Όπως καταδεικνύει η μελέτη του Bushee (1998), οι διοικούντες των εταιριών στις οποίες οι θεσμικοί επενδυτές κατέχουν υψηλό ποσοστό είναι λιγότερο πιθανό να προβούν σε μείωση των δαπανών έρευνας και ανάπτυξης σε συνθήκες μείωσης της κερδοφορίας. Ωστόσο, στην ίδια ανάλυση επισημαίνεται ότι οι θεσμικοί επενδυτές των οποίων τα χαρτοφυλάκια καταγράφουν υψηλή απόδοση και οι οποίοι προβαίνουν σε αγοραπωλησίες μετοχών βάσει των τάσεων της αγοράς (momentum trading) τείνουν να ωθούν τις διοικήσεις των εταιριών στις οποίες μετέχουν σε μείωση των δαπανών έρευνας και ανάπτυξης, ενισχύοντας την μυωπική συμπεριφορά των διοικήσεων.

Η ανάλυση των Parthiban et al. (2006), αναφορικά με τις Ιαπωνικές επιχειρήσεις κατέδειξε ότι η συμμετοχή των ξένων θεσμικών επενδυτών αυξάνει τις στρατηγικές επενδύσεις, ειδικά αυτές που αφορούν σε έρευνα και ανάπτυξη, αλλά αυτό ισχύει κυρίως για τις εταιρίες που έχουν ικανότητες περαιτέρω ανάπτυξης. Επίσης, σύμφωνα με τους Hoskisson et al. (2002), οι θεσμικοί επενδυτές, έχοντας το όπλο της απειλής εξόδου από την μετοχή, μπορούν να αποθαρρύνουν την διοίκηση να υποεπενδύσει σε έρευνα και ανάπτυξη

Οι Aghion et al. (2013), αναφέρουν ότι η αύξηση του ποσοστού των θεσμικών εταιριών στο μετοχολόγιο των εταιριών αυξάνει τις δαπάνες σε έρευνα και ανάπτυξη. Κατά τους ερευνητές, αυτό συμβαίνει γιατί οι managers των εταιριών με υψηλό ποσοστό μετοχών σε θεσμικούς επενδυτές αντιμετωπίζουν μικρότερο κίνδυνο απόλυσης σε συνθήκες μείωσης των κερδών

Σύμφωνα με τους Eng and Shackell (2001), η ύπαρξη θεσμικών επενδυτών στην μετοχική σύνθεση των εταιριών αυξάνει τις επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη. Ωστόσο, στην ίδια έρευνα καταγράφεται ανομοιογένεια μεταξύ των θεσμικών επενδυτών, αφού οι τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρίες έχουν μικρότερο ποσοστό εταιριών που έχουν υψηλή δαπάνη έρευνας και ανάπτυξης, ενώ οι λοιποί θεσμικοί επενδυτές έχουν μεγαλύτερο ποσοστό.

Ένα από τα ζητήματα, βεβαίως, που εγείρονται, είναι εάν οι θεσμικοί επενδυτές επιθυμούν να εισέλθουν σε μια εταιρία. Σύμφωνα με τους Dahlquist and Robertsson (2001), οι ξένοι επενδυτές –κυρίως οι θεσμικοί- τείνουν να προτιμούν εταιρίες μεγάλης κεφαλαιοποίησης με μικρή δανειακή μόχλευση, διότι δεν είναι επαρκώς ενήμεροι για τις λοιπές εταιρίες. Το ότι η ασυμμετρία πληροφόρησης αποτελεί τον κύριο παράγοντα επιλογής των ξένων θεσμικών επενδυτών έχει επισημανθεί και στην

ανάλυση των Kang and Stulz (1997), αναφορικά με τους θεσμικούς επενδυτές που επενδύουν στην Ιαπωνία.

Η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου αποτελεί την θεμελιώδη παράμετρο της εταιρικής διακυβέρνησης (Adams et al., 2010). Σύμφωνα με την μελέτη των Baysinger et al. (1991), η παρουσία των θεσμικών επενδυτών τόσο στο μετοχικό κεφάλαιο όσο και στο διοικητικό συμβούλιο των εταιριών αυξάνει τις δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη.

Πέραν του εάν στο διοικητικό συμβούλιο θα συμμετέχουν θεσμικοί επενδυτές, ένα επιπρόσθετο στοιχείο αφορά στον αριθμό των μελών του. Ένα μεγαλύτερο διοικητικό συμβούλιο μπορεί να περιλαμβάνει άτομα που να έχουν εξειδίκευση στην καινοτομία, όπως ειδικοί επιστήμονες οι οποίοι θα ενισχύσουν και θα κατευθύνουν τις προσπάθειες καινοτομίας (Adams et al., 2010), ή στελέχη της αγοράς που έχουν καλύτερη δίοδο επικοινωνίας με την κεφαλαιαγορά ή με άλλους φορείς, όπως η κοινοτική χρηματοδότηση, προκειμένου να αντληθούν πρόσθετοι πόροι για την ενίσχυση της έρευνας και ανάπτυξης. Επίσης, ο Lacetera (2001), αναφέρει ότι οι δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης επηρεάζονται ανάλογα με το επιστημονικό υπόβαθρο των μελών, καθώς τα μέλη με τεχνολογική εκπαίδευση προωθούν την καινοτομία, αφού αντιλαμβάνονται καλύτερα τόσο τα τεχνικά χαρακτηριστικά, όσο και τις ευκαιρίες και τους κινδύνους. Η ανάλυση του Chen (2012), για τις εταιρίες υψηλής τεχνολογίας στην Ταϊβάν καταδεικνύει ότι οι εταιρίες με διοικητικά συμβούλια με μικρότερο αριθμό μελών καταγράφουν υψηλότερες επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη απ' όσο οι εταιρίες με περισσότερα μέλη διοικητικού συμβουλίου. Στην ίδια ανάλυση, ο Chen επισημαίνει τον κυρίαρχο ρόλο της εκπαίδευσης των μελών του διοικητικού συμβουλίου, αφού σε τομείς υψηλής τεχνολογίας η έγκριση των επενδύσεων σε έρευνα και ανάπτυξη είναι ιδιαίτερος τεχνική, ως εκ τούτου βοηθά σημαντικά το να υπάρχει εξειδικευμένη γνώση στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου.

Όπως επισημαίνει ο Shadhab (2008), η καινοτομία ενισχύεται σε αποκεντρωμένες μορφές διοίκησης, με ισχυρή αυτονομία και λήψη πρωτοβουλιών. Δια μέσου αυτών των δομών και με την αρωγή ενός ισχυρού εσωτερικού ελέγχου που θα λαμβάνει υπόψιν του την στρατηγική της επιχείρησης, μειώνεται η «μυωπία» των διευθυντικών στελεχών. Ως εκ τούτου, με την υιοθέτηση αυστηρών και τυποποιημένων κανόνων για την εταιρική διακυβέρνηση, δηλαδή για τον τρόπο λήψης των αποφάσεων,

μειώνεται η πρωτοβουλία και η αυτονομία των στελεχών, άρα μειώνεται η καινοτομία. Από την άλλη πλευρά, η μεγάλη αυτονομία και η λήψη πρωτοβουλιών ενίσχυσης της καινοτομίας δίνουν την ευχέρεια στην διοίκηση και τα στελέχη να δράσουν οπορτουνιστικά, προωθώντας τα δικά τους συμφέροντα έναντι των συμφερόντων των μετόχων.

Ως εκ τούτου, σύμφωνα με τον Shadhab (2008) οι εταιρίες θα πρέπει να βρουν οι ίδιες το πώς θα διαμορφωθεί το πλαίσιο λήψης αποφάσεων, δηλαδή το πώς θα διαμορφωθεί το πλαίσιο ισορροπίας μεταξύ «μυωπίας» και οπορτουνισμού, αφού μεγαλύτερη αυτονομία επιφέρει αύξηση του κινδύνου οπορτουνισμού και αυστηρότεροι κανόνες επιφέρουν μικρότερη καινοτομία και μεγαλύτερη «μυωπική» συμπεριφορά.

Ένα από τα ζητήματα που αφορούν στις δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης σε σχέση με την εταιρική διακυβέρνηση αφορά στο κανονιστικό πλαίσιο. Η Litvak (2014), σημειώνει ότι λόγω των κανόνων ισχυρής εταιρικής διακυβέρνησης που επέβαλε ο νόμος Sarbanes-Oxley στις ΗΠΑ, οι εταιρίες έχουν μειώσει την ανάληψη κινδύνου. Επίσης, οι Bargeron et al. (2007), όπως αναφέρονται στους (Andersen and Schroder, 2010, σ. 140), ο αριθμοδείκτης άμεσων ρευστών διαθεσίμων προς σύνολο ενεργητικού έχει αυξηθεί σημαντικά μετά την θέσπιση του νόμου Sarbanes-Oxley, κάτι που ενισχύει την άποψη ότι το αυστηρότερο κανονιστικό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης κάνει τους διευθύνοντες των εταιριών να αποφεύγουν τον κίνδυνο, άρα τις επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη.

#### 4.4.ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΔΑΠΑΝΕΣ ΣΕ E&A

Αναφορικά με την ιδιοκτησιακή δομή, σύμφωνα με την ανάλυση των Munari et al. (2010), σε 1.000 εισηγμένες εταιρίες της Γαλλίας, Γερμανίας, Ηνωμένου Βασιλείου, Ιταλίας, Νορβηγίας και Σουηδίας, οι οικογενειοκρατούμενες, μετοχικά, εταιρίες, επενδύουν λιγότερο σε έρευνα και ανάπτυξη. Σύμφωνα με την ίδια μελέτη, στις χώρες που η εταιρική διακυβέρνηση έχει μεγαλύτερη σύνδεση με την χρηματιστηριακή αγορά, όπως το Ηνωμένο Βασίλειο, οι εταιρίες επενδύουν λιγότερο σε έρευνα και ανάπτυξη απ' όσο οι άλλες χώρες.

Όπως σημειώνουν οι Friend and Lang (1988), η παρουσία μεγάλων μετόχων, όπως οι θεσμικοί επενδυτές, θέτει εμπόδια στους managers να καθορίσουν το ύψος του δανεισμού της εταιρίας κατά το δοκούν, γεγονός που μπορεί να επηρεάσει τον δανεισμό για έρευνα και ανάπτυξη, όμως οι Lee and O'Neil (2003), αναφέρουν ότι οι εταιρίες με συγκεντρωτική δομή και με παρουσία θεσμικών επενδυτών προωθούν την καινοτομία και τις δαπάνες σε έρευνα και ανάπτυξη. Ο συνδυασμός αυτών των δύο στοιχείων καταδεικνύει ότι η συγκέντρωση των μετοχών και η παρουσία θεσμικών επενδυτών προωθεί την καινοτομία, αλλά χωρίς να χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια. Βεβαίως, αν και θετικό για την επιχείρηση, το εν λόγω γεγονός ενδέχεται να λειτουργεί εις βάρος των μετόχων που έχουν έναν πιο βραχυπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης, αφού τα όποια ερευνητικά projects θα χρηματοδοτηθούν από τα κεφάλαια της εταιρίας, περιορίζοντας το μέρισμα.

Όπως σημειώνει χαρακτηριστικά ο Rothaermel (2008), στις παρούσες συνθήκες, με τις συνεχώς μεταβαλλόμενες τεχνολογίες και την μείωση του κύκλου ζωής των προϊόντων, το μόνο σίγουρο –ειδικά στους κλάδους εντάσεων τεχνολογίας- είναι η αλλαγή. Ως εκ τούτου, για να δημιουργηθεί και να διατηρηθεί το οποιοδήποτε ανταγωνιστικό πλεονέκτημα είναι η καινοτομία. Συμπερασματικά, επεξηγείται η μελέτη της Ughetto (2010), στην οποία καταγράφεται ότι οι εταιρίες ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων (private equities) ενισχύουν τις δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης των εταιριών που δραστηριοποιούνται σε κλάδους τεχνολογίας αιχμής και εντάσεων γνώσης (knowledge-intensive), ενώ σε εταιρίες μικρής τεχνολογίας οι δαπάνες σε έρευνα και ανάπτυξη μειώνονται μετά από εξαγορά μέσω μόχλευσης (leveragebuy-out) από τις εταιρίες ιδιωτικών κεφαλαίων.

Αυτό συμβαίνει διότι οι εταιρίες ιδιωτικών κεφαλαίων στις εταιρίες υψηλής τεχνολογίας κρίνουν τις επενδύσεις σε καινοτομία ως απαραίτητες για να υπάρξουν οι μελλοντικές χρηματοροές, άρα για να αποπληρωθεί ο δανεισμός και να αντληθούν τα αναμενόμενα κέρδη, ενώ στις εταιρίες χωρίς ιδιαίτερες ανάγκες καινοτομίας το βάρος δίδεται στην άντληση κερδών όσο το δυνατό πιο σύντομα, με περικοπή κόστους και επανασχεδιασμό της εταιρικής λειτουργίας.

Το εν λόγω συμπέρασμα, για την αύξηση της δαπάνης σε έρευνα και ανάπτυξη διαπιστώνεται και στην μελέτη των Amess et al. (2016), στην οποία καταγράφεται αύξηση των κατοχυρωμένων πατεντών των εταιριών τεχνολογίας αιχμής κατά 14% μετά από εξαγορά τους μέσω μόχλευσης από private equities. Ως εκ τούτου,

επικυρώνεται η διαπίστωση της μελέτης των Lerner et al (2011), στην οποία καταγράφεται ότι επήλθε αύξηση του αριθμού πατεντών στις εταιρίες που εισήλθαν τα private equities.

Ένα επιπλέον βασικό στοιχείο σχετίζεται με το κατά πόσο η ροή των επενδυτικών κεφαλαίων συνδέεται με τον οικονομικό κύκλο και κατά πόσο μεταβάλλεται από τις αποδόσεις της αγοράς. Στην ανάλυση των Robinson & Sensoy (2011), διαπιστώνεται ότι, για την περίοδο 1984-2010, τα επενδυτικά κεφάλαια λειτουργούν προ-κυκλικά και ότι δρουν ως παροχείς ρευστότητας όταν υπάρχουν υψηλές αποτιμήσεις αγοράς. Η προ-κυκλικότητα των επενδυτικών κεφαλαίων καταγράφεται και στην ανάλυση των Kaplan & Schoar (2005), οι οποίοι σημειώνουν ότι, παρ' ότι ο μέσος όρος των αποδόσεών τους είναι αντίστοιχος της απόδοσης του δείκτη S&P500, υπάρχει διαφοροποίηση στις αποδόσεις και τα κεφάλαια με τις μεγαλύτερες αποδόσεις να προβαίνουν ευκολότερα σε αναχρηματοδοτήσεις, γεγονός που είναι σημαντικό στην έρευνα και ανάπτυξη, αφού υπάρχει σημαντική πιθανότητα να απαιτηθούν επιπρόσθετα στάδια έρευνας απ' ότι είχε αρχικά υπολογιστεί και εάν δεν βρεθούν τα απαραίτητα κεφάλαια, τότε η έρευνα δεν θα ολοκληρωθεί, με ό,τι αυτό συνεπάγεται (απώλεια του καταβληθέντος κόστους, απώλεια της καινοτομίας, πιθανή είσοδος ανταγωνιστή, κτλ).

Μια επιπρόσθετη διάσταση είναι αυτή των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Σύμφωνα με τους Hitt et al. (1990), οι συγχωνεύσεις και εξαγορές δρουν ως υποκατάστατο της καινοτομίας, με αποτέλεσμα οι managers να μειώνουν τον προσανατολισμό τους στην καινοτομία.

Σύμφωνα με την ανάλυση των Long and Ravenscraft (1993), η εξαγορά μέσω μόχλευσης συνοδεύεται από μια μείωση των δαπανών σε έρευνα και ανάπτυξη κατά 40%, κάτι που επεξηγείται από την επιθυμία των private equities να καταγράψουν όσο το δυνατό πιο σύντομο κέρδος, με μαζική περικοπή της δαπάνης που δεν αποφέρει άμεσα έσοδα

Βεβαίως, η περικοπή ή η αύξηση των δαπανών για έρευνα και ανάπτυξη εξαρτώνται και από την φορολογική τους μεταχείριση. Σύμφωνα με την μελέτη του Zeng (2015) για τις αυτοκινητοβιομηχανίες στην Κίνα –κλάδος που απαιτεί υψηλές επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη-, οι δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης επηρεάζονται σημαντικά



από την φορολογική νομοθεσία και ειδικά από τον φορολογικό συντελεστή των επιχειρήσεων.

Αντιστοίχως, ο Falk (2009), στην ανάλυση του για τις δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης στις χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ διαπιστώνει ότι ο φορολογικός συντελεστής των επιχειρήσεων, αλλά και η φορολογική νομοθεσία αναφορικά με την απαλλαγή από φόρο των επενδύσεων σε έρευνα και ανάπτυξη αποτελούν σημαντικές παραμέτρους για την απόφαση των εταιριών να αυξήσουν τις επενδύσεις τους.

Από τα παραπάνω συνεπάγεται ότι οι εταιρίες που έχουν θεσμικούς επενδυτές στην μετοχική τους σύνθεση έχουν κίνητρο να χρησιμοποιήσουν τα κεφάλαια των θεσμικών επενδυτών, αφού αυτό συμφέρει τόσο την εταιρία, όσο και τους θεσμικούς επενδυτές και πιθανόν να αποτελεί μια επιπρόσθετη αιτία της θετικής συσχέτισης μεταξύ της παρουσίας θεσμικών επενδυτών και την αύξηση των δαπανών για έρευνα και ανάπτυξη.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ

### 5.1 ΔΕΙΓΜΑ

Τα στοιχεία του δείγματος αντλήθηκαν από την βάση δεδομένων Retuers και αφορούν 95 εισηγμένες επιχειρήσεις στα χρηματιστήρια της νότιας Ευρώπης για την περίοδο 2004-2018. Συνολικά δημιουργήθηκε μια βάση δεδομένων 1274 παρατηρήσεων.

Σύμφωνα με τον πίνακα 6 οι περισσότερες παρατηρήσεις αφορούν επιχειρήσεις από την Ελλάδα, την Ιταλία και την Ισπανία και οι υπόλοιπες αφορούν τη Βόσνια Ερζεγοβίνη, την Κροατία, την Πορτογαλία και τη Σλοβενία. Το κριτήριο με το οποίο αντλήθηκαν οι συγκεκριμένες επιχειρήσεις ήταν να έχουν στις οικονομικές τους καταστάσεις στοιχεία για δαπάνες Έρευνας και Ανάπτυξης.

**Πίνακας 6. Κατανομή παρατηρήσεων ανά χώρα**

Χώρα	Απόλυτη συχνότητα	Σχετική συχνότητα	Αθροιστική συχνότητα
Bosnia & Herzegovina	32	2.51	2.51
Croatia	9	0.71	3.22
Greece	482	37.83	41.05
Italy	455	35.71	76.77
Portugal	11	0.86	77.63
Slovenia	35	2.75	80.38
Spain	250	19.62	100
<b>Σύνολο</b>	<b>1,274</b>	<b>100</b>	

Αφού η εξαρτημένη μεταβλητή που χρησιμοποιήθηκε στο υπόδειγμά μας αντικατοπτρίζει την ένταση των επιχειρήσεων για έξοδα έρευνας και ανάπτυξης (R&D indetity). Ποίο αναλυτικά στον πίνακα 7 παρουσιάζεται η κατανομή των παρατηρήσεων που χρησιμοποιήθηκαν κατά την οικονομετρική ανάλυση.

**Πίνακας7: Κατανομή παρατηρήσεων ανά κλάδο**

Κλάδος	Απόλυτη συχνότητα	Σχετική συχνότητα	Αθροιστική συχνότητα
Aerospace & Defense	13	1.02	3.53
Alternative Energy	13	1.02	4.55
Automobiles & Parts	71	5.57	10.13
Chemicals	76	5.97	16.09
Construction & Materials	50	3.92	20.02
Electricity	38	2.98	23
Electronic & Electrical Equipment	73	5.73	28.73
Financial Services	39	3.06	31.79
Fixed Line Telecommunications	26	2.04	33.83
Food Producers	104	8.16	41.99
Forestry & Paper	13	1.02	43.01
Gas, Water & Multiutilities	39	3.06	46.08
General Industrials	26	2.04	48.12
General Retailers	13	1.02	49.14
Health Care Equipment & Services	25	1.96	51.1
Household Goods & Home Construction	58	4.55	55.65
Industrial Engineering	77	6.04	61.7
Industrial Metals & Mining	39	3.06	64.76
Industrial Transportation	21	1.65	66.41
Nonequity Investment Instruments	7	0.55	66.95
Oil & Gas Producers	39	3.06	70.02
Oil Equipment, Services & Distribution	13	1.02	71.04
Personal Goods	70	5.49	76.53
Pharmaceuticals & Biotechnology	102	8.01	84.54
Real Estate Investment & Services	11	0.86	85.4
Software & Computer Services	123	9.65	95.05
Support Services	26	2.04	97.1
Technology Hardware & Equipment	24	1.88	98.98
Travel & Leisure	13	1.02	100
<b>Σύνολο</b>	<b>1274</b>	<b>100</b>	

Τέλος για τις ανάγκες της έρευνας μας το σύνολο των παρατηρήσεων ομαδοποιήθηκε ανά κλάδο εντάσεως τεχνολογίας σύμφωνα με την ταξινόμηση του ΟΟΣΑ σε υψηλής τεχνολογίας, μεσαίας προς υψηλή τεχνολογία, μεσαίας προς χαμηλής τεχνολογίας και χαμηλής τεχνολογίας (high, mediumhigh, mediumlow , low) πίνακας 8.

**Πίνακας 8.Κατανομή παρατηρήσεων ανά κλάδο τεχνολογικής αιχμής**

<b>Τεχνολογική κατάταξη</b>	<b>Απόλυτη συχνότητα</b>	<b>Σχετική συχνότητα</b>	<b>Αθροιστική συχνότητα</b>
High	313	25.20	25.20
medium-high		40.50	65.20
medium-low	169	13.61	78.81
Low	257	20.69	100.00
<b>Σύνολο</b>	<b>503</b>	<b>100.00</b>	

## 5.2 ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΚΑΙ ΒΑΣΙΚΕΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΕΣ

Οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν κατά την οικονομετρική ανάλυση ορίστηκαν όπως στον παρακάτω πίνακα (πίνακας 9)

**Πίνακας 9: Μεταβλητές και ορισμοί**

Μεταβλητές	Ορισμοί
<b>Εξαρτημένη μεταβλητή</b>	
rdtoassets	(Δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης)/σύνολο ενεργητικού
<b>Ανεξάρτητες μεταβλητές</b>	
Tobinq	Tobin'sQ(χρηματιστηριακή αξία + συνολικό χρέος )/ σύνολο ενεργητικού
Salestoassets	Πωλήσεις/σύνολο ενεργητικού
Iros	Αποδοτικότητα πωλήσεων (καθαρά κέρδη /πωλήσεις)
hightech	Ψευδομεταβλητή =1 κλάδος υψηλής τεχνολογίας ταξινομημένος σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ
midhightech	Ψευδομεταβλητή =1 κλάδος μέσης υψηλής τεχνολογίας ταξινομημένος σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ
midlowtech	Ψευδομεταβλητή =1 κλάδος μέσης χαμηλής τεχνολογίας ταξινομημένος σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ
lowtech	Ψευδομεταβλητή =1 κλάδος χαμηλής τεχνολογίας ταξινομημένος σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ
lnempl	Λογάριθμος του αριθμού των εργαζομένων στην επιχείρηση
debttoinc	Συνολικό χρέος/καθαρά κέρδη
cashtoinc	Σύνολο χρηματικών διαθεσίμων/καθαρά κέρδη
divtoincome	Σύνολο μερισμάτων/καθαρά κέρδη
duii	Διοίκηση από θεσμικούς επενδυτές
Own1	Ποσοστό μετοχών που έχει στην κυριότητα του ο μεγαλομέτοχος

Στον πίνακα 10 παρουσιάζονται τα βασικά περιγραφικά μέτρα των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν

**Πίνακας 10: Βασικές στατιστικές μεταβλητών δείγματος**

	<b>rdtoassets</b>	<b>tobinq</b>	<b>salestoasset</b>	<b>lnempl</b>	<b>Lros</b>	<b>own1</b>	<b>duii</b>	<b>high</b>	<b>medhigh</b>	<b>medlow</b>	<b>debttoinc</b>	<b>cashtoinc</b>	<b>div_dum</b>
<b>mean</b>	0.028	1.102	0.704	7.219	-0.057	0.318	0.335	0.246	0.395	0.133	8.988	3.443	0.608
<b>sd</b>	0.042	0.813	0.334	2.087	1.204	0.219	0.472	0.431	0.489	0.339	36.199	9.285	0.488
<b>min</b>	0.000	0.246	0.061	2.303	-33.590	0.004	0	0	0	0	-72.804	-14.518	0
<b>max</b>	0.179	3.852	1.588	12.381	4.423	0.750	1	1	1	1	172.058	41.830	1
<b>p10</b>	0.000	0.422	0.271	4.736	-0.108	0.050	0	0	0	0	-11.939	-1.935	0
<b>p25</b>	0.002	0.592	0.464	5.595	0.000	0.135	0	0	0	0	0.000	0.022	0
<b>p50</b>	0.010	0.845	0.699	7.212	0.034	0.292	0	0	0	0	2.969	1.240	1
<b>p75</b>	0.036	1.267	0.920	8.533	0.085	0.510	1	0	1	0	11.715	3.846	1
<b>p90</b>	0.074	2.187	1.163	10.143	0.152	0.631	1	1	1	1	30.723	10.706	1
<b>N</b>	<b>935</b>	<b>1186</b>	<b>1273</b>	<b>1199</b>	<b>1073</b>	<b>1067</b>	<b>1274</b>	<b>1274</b>	<b>1274</b>	<b>1274</b>	<b>1273</b>	<b>1273</b>	<b>1274</b>

Παρατηρούμε ότι :

Τα μέσα έξοδα για έρευνα και ανάπτυξη (rdto assets) αντιπροσωπεύουν το 2,8% του συνολικού ενεργητικού των επιχειρήσεων, με το μέγιστο ποσοστό να φτάνει το 17,9%. Το 50% του συνόλου των επιχειρήσεων έχει δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη που αντιστοιχούν στο 1% του ενεργητικού και το υπόλοιπο 50% των επιχειρήσεων έχουν δαπάνες σε R&D πάνω από 1% μέχρι 17,9% του ενεργητικού.

Η αξία αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων (tobinq) κατά μέσο όρο είναι λίγο παραπάνω από 1 (1,102) που σημαίνει ότι χρηματιστηριακή αξία των εταιρειών πλέον το συνολικό δανεισμό είναι κατά μέσο όρο 10,2% ποιο μεγάλη από την λογιστική αξία, με το μέγιστο να φτάνει περίπου 4 φορές (3,852) της λογιστικής αξίας. Στο 50% των επιχειρήσεων η αξία αντικατάστασης φτάνει στο 84,5% ενώ και το υπόλοιπο 50% έχει πάνω από 84,5% μέχρι 385,2% του συνόλου του ενεργητικού τους.

Οι μέσες πωλήσεις των επιχειρήσεων αντιστοιχούν στο 70,4% του ενεργητικού των επιχειρήσεων. Οι μισές επιχείρησης του δείγματος έχουν πωλήσεις που φτάνουν μέχρι το 69,9% και οι υπόλοιπες έχουν πωλήσεις από 69,9% μέχρι μιάμιση φορά του ενεργητικού τους. Τα τρία τέταρτα των επιχειρήσεων φαίνεται ότι παρουσιάζουν πωλήσεις ύψους 92% του ενεργητικού τους.

Το μέσο ποσοστό του κύριου μεγαλομετόχου είναι της τάξεως του 31,8%, το αντίστοιχο ποσοστό στις μισές επιχειρήσεις του δείγματος είναι περίπου το ίδιο (29,2%) ενώ το ποσοστό του μεγαλομετόχου στο 90% του συνόλου των επιχειρήσεων φτάνει στο 63,1%. Το μέγιστο ποσοστό μετοχών που κατέχει ο μεγαλομέτοχος στις επιχειρήσεις του δείγματος φτάνει στο 75% με το ελάχιστο να είναι της τάξης του 0,4%.

Το μέσο συνολικό χρέος των επιχειρήσεων είναι περίπου 9 φορές μεγαλύτερο του συνολικού καθαρού εισοδήματος τους (αυτό οφείλεται κυρίως στο ότι εξετάζουμε επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας εντάσεως R&D όπως πχ σε φαρμακευτικές εταιρείες όπου η απόδοση της επένδυσης σε R&D έρχεται με καθυστέρηση 7-8 χρόνων). Στις μισές επιχειρήσεις του δείγματος το χρέος είναι περίπου 3 φορές του καθαρού εισοδήματος .

Τα ρευστά διαθέσιμα των επιχειρήσεων του δείγματος είναι κατά μέσο όρο 3 φορές μεγαλύτερα του καθαρού εισοδήματος. Στο 50% των επιχειρήσεων τα ρευστά διαθέσιμα είναι 124% του καθαρού εισοδήματος και παρουσιάζουν μέγιστο στις 42 (41,83) φορές του καθαρού εισοδήματος και ελάχιστο -14 φορές (-14,518) του καθαρού εισοδήματος

Στον πίνακα 11 παρουσιάζεται η συσχέτιση κατά Pearson των μεταβλητών του υποδείγματος της εξαρτημένης μεταβλητής (rdtoassets) ως προς όλες τις μεταβλητές, αλλά και των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν μεταξύ τους σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.



Πίνακας 11: Συσχέτιση μεταβλητών κατά Pearson

	rdtoassets	tobinq	salestoasset	lnempl	Lros	own1	duii	high	medhigh	medlow	debttoinc	cashtoinc	div_dum
rdtoassets	1												
tobinq	0.3674*	1											
salestoasset	-0.0724*	0.1527*	1										
lnempl	-0.1624*	0.0335	0.1587*	1									
Lros	-0.2272*	0.0255	0.0853*	0.0708*	1								
own1	0.0759*	0.0243	0.1194*	0.0305	0.0014	1							
duii	0.2208*	0.1467*	0.0207	0.2154*	0.0302	0.3864*	1						
high	0.4458*	0.2818*	0.0271	0.3027*	0.0364	0.0733*	0.2012*	1					
medhigh	-0.1060*	0.0822*	0.2595*	0.1885*	0.0085	0.1861*	0.1007*	0.4610*	1				
medlow	-0.1184*	0.0614*	0.0472	0.0805*	0.0286	0.1629*	0.0522	0.2232*	-0.3159*	1			
debttoinc	-0.0272	0.0862*	0.015	0.0821*	0.0262	0.0055	0.0650*	0.0578*	0.0206	-0.0335	1		
cashtoinc	-0.0037	0.1278*	0.0635*	0.1391*	0.048	0.0805*	0.0262	0.0487	0.0684*	-0.0691*	0.6848*	1	
div_dum	-0.2378*	0.0298	0.1608*	0.4497*	0.1424*	0.0506	0.0434	0.1696*	0.1086*	0.0246	0.0418	0.0742*	1

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι το κόστος αντικατάστασης (*tobinq*) έχει σημαντική θετική συσχέτιση (0,3674) με τις δαπάνες σε R&D. Επιπλέον έχει θετική και στατιστικά σημαντική συσχέτιση με τις ανεξάρτητες μεταβλητές (*salestoassets*, *duii*, *high*, *medhigh*, *cashtoin*, ) . Οι πωλήσεις (*salestoasset*) έχουν σημαντική αρνητική συσχέτιση (-0.0724) με την εξαρτημένη μεταβλητή (*rdto assets*) και θετική συσχέτιση με τις ανεξάρτητες μεταβλητές *lnempl*, *lros*, *medhigh*, *div\_dum*, *cashtoinc*. Ο λογάριθμος των εργαζομένων (*lnempl*) έχει αρνητική σημαντική συσχέτιση με τις δαπάνες σε R&D (-0,1624) και έχει θετική συσχέτιση με τις ανεξάρτητες *lros*, *duii*, *high*, *medhigh*, *medlow*, *debttoinc* και *div\_dum*. Τα κέρδη προς τις πωλήσεις (*lros*) έχουν σημαντική αρνητική συσχέτιση (-0,2272) με την εξαρτημένη μεταβλητή (*rdtoassets*) και σημαντική θετική σχέση με την ανεξάρτητη *div\_dum* (0,1424). Το ποσοστό των μετοχών του μεγαλομετόχου (*own1*) έχει σημαντική θετική συσχέτιση (0,0759) με τις δαπάνες σε R&D και σχετίζεται σημαντικά θετικά με τις ανεξάρτητες μεταβλητές *duii*, *high*, *medhigh*, *medlow*, *cashtoinc*.

Οι θεσμικοί επενδυτές (*duii*) έχουν σημαντική θετική συσχέτιση (0,2208) με τις δαπάνες σε R&D και σημαντική θετική συσχέτιση με τις ανεξάρτητες μεταβλητές *high*, *medhigh*, *debttoin*. Η ψευδομεταβλητή τις υψηλής τεχνολογίας (*high*) έχει την πιο μεγάλη θετική συσχέτιση (0,4458) με την εξαρτημένη μεταβλητή. Η *medhigh* έχει σημαντική αρνητική συσχέτιση (-0,1060) με τις δαπάνες σε R&D όπως και η *medlow* η οποία έχει αρνητική συσχέτιση (-0,1184) με την εξαρτημένη μεταβλητή. Τέλος η διανομή μερίσματος σχετίζεται αρνητικά (-0,2378) με τις δαπάνες σε R&D.

### 5.3 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

#### 5.3.1. *ΕΞΙΔΙΚΕΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ*

Για τις ανάγκες της έρευνας εκτιμήθηκε το παρακάτω οικονομετρικό υπόδειγμα

$$rdtoasset_{it} = a + \beta_1 rdtoasset_{it-1} + \beta_2 Tobinq_{it} + \beta_3 ros_{it-1} + \sum_j \gamma_j Tlcontrol_{ij} + \sum_j \delta_j TVcontrol_{ijt} + \lambda duii_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

Οι μεταβλητές έχουν ήδη αναλυθεί στον (πίνακα 10)

- $rdtoasset_{it}$  είναι οι δαπάνες σε R&D προς το σύνολο του ενεργητικού για τη εταιρεία  $i$  και για τον χρόνο  $t$
- $ros_{it}$  αντιπροσωπεύει την αποδοτικότητα των πωλήσεων προς το καθαρό εισόδημα.
- $Tlcontrol_{ijt}$  παρουσιάζει τη χρονικά μη μεταβαλλόμενη μεταβλητή ελέγχου high, mediumhigh, mediumlow, και low
- $TVcontrol_{ijt}$  είναι ένα σύνολο χρονικά μεταβαλλόμενων τιμών: salestoassets, lnempl, debtoinc, cashtoinc, div\_dum.
- $duii_{it}$  είναι η ψευδομεταβλητή που παίρνει την τιμή 1 αν η ιδιοκτησία της επιχείρησης κυριαρχεί από θεσμικούς επενδυτές
- $u_i$  είναι η μη παρατηρήσιμη ατομική επίδραση
- $\varepsilon_{it}$  είναι το σφάλμα ιδιοσυγκρασίας

### 5.3.2 ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΕΣ ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ

Βασιζόμενοι στο παραπάνω πλήρες οικονομετρικό υπόδειγμα το εκτιμήσαμε τόσο στην πλήρη μορφή τόσο και στην περιορισμένη για τον λόγο ώστε να εντοπιστούν οι επιδράσεις τόσο του κύριου μεγαλομετόχου όσο και των τεχνολογικών κλάδων καθώς και τον ρόλο που διαδραματίζουν οι θεσμικοί επενδυτές στην διαμόρφωση της στρατηγικής για δαπάνες έρευνας και αναπτύξεις.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του πίνακα 12 παρατηρούμε ότι:

Παρατηρείται θετική επίδραση του κύριου μεγαλομετόχου στην διαμόρφωση των εξόδων για ερευνά και ανάπτυξη της επιχείρησης. Δηλαδή όσο αυξάνεται το ποσοστό του κύριου μεγαλομετόχου τόσο αυξάνονται και τα έξοδα για έρευνα και ανάπτυξη των επιχειρήσεων.

**Πίνακας 12. Εκτιμήσεις υποδειγμάτων παλινδρόμησης της έντασης των εξόδων για έρευνα και ανάπτυξη (LSDVCwithBlundellandBondestimator)**

Ανεξάρτητες Μεταβλητές	(1) rdtoassets	(2) rdtoassets	(3) rdtoassets	(4) rdtoassets	(5) rdtoassets	(6) rdtoassets
<b>L.rdtoassets</b>	2.636*** (9.174e+06)	2.571*** (6.640e+06)	2.669*** (1.094e+07)	2.565*** (6.341e+06)	2.640*** (9.290e+06)	2.587*** (7.217e+06)
<b>tobinq</b>	-0.00519*** (-4.481)	-0.00586*** (-5.074)	-0.00517*** (-4.269)	-0.00564*** (-4.861)	-0.00503*** (-4.145)	-0.00560*** (-4.587)
<b>salestoasset</b>	0.00600** (2.296)	0.00514** (1.971)	0.00540** (2.046)	0.00469* (1.808)	0.00512* (1.941)	0.00421 (1.609)
<b>lnempl</b>	-0.0121*** (-7.783)	-0.0119*** (-7.631)	-0.0123*** (-8.096)	-0.00990*** (-6.979)	-0.0101*** (-7.176)	-0.0101*** (-7.166)
<b>ros t-1</b>	-0.00409*** (-5.746)	-0.00449*** (-6.272)	-0.00416*** (-5.816)	-0.00442*** (-6.176)	-0.00415*** (-5.811)	-0.00446*** (-6.215)
<b>own1</b>	-0.0486*** (-4.544)	-0.0443*** (-4.242)	-0.0386*** (-2.952)	-0.0535*** (-5.166)	-0.0511*** (-3.733)	-0.0483*** (-3.657)
<b>own1sq</b>	0.101*** (6.157)	0.0972*** (6.052)	0.0938*** (5.194)	0.110*** (6.746)	0.109*** (5.788)	0.106*** (5.828)
<b>high</b>		-0.00650** (-1.973)		-0.00728** (-2.217)		-0.00780** (-2.376)
<b>medhigh</b>		0.00934*** (4.537)		0.00947*** (4.536)		0.00942*** (4.450)

Συνέχεια

Ανεξάρτητες Μεταβλητές	(1) rdtoassets	(2) rdtoassets	(3) rdtoassets	(4) rdtoassets	(5) rdtoassets	(6) rdtoassets
<b>medlow</b>		0.00114 (0.190)		0.00141 (0.234)		0.000725 (0.120)
<b>debttoinc</b>				3.39e-05* (1.708)	2.66e-05 (1.363)	3.47e-05* (1.747)
<b>cashtoinc</b>				-4.73e-05 (-0.895)	-2.68e-05 (-0.523)	-4.91e-05 (-0.935)
<b>div_dum</b>				-0.00415** (-2.085)	-0.00381* (-1.923)	-0.00412** (-2.077)
<b>duii</b>			0.00387 (1.599)		0.00254 (1.075)	0.00217 (0.911)
Παρατηρήσεις	762	762	762	762	762	762
Επιχειρήσεις	95	95	95	95	95	95

z-statistics in parentheses  
 \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Η διερεύνηση μιας μη γραμμικής σχέσης μεταξύ κύριου μεγαλομετόχου και των εξόδων έρευνας και ανάπτυξης έδειξε ότι υπάρχει ένα βέλτιστο σημείο όπου η σχέση έχει σχήμα U δηλαδή συνάρτηση παρουσιάζει ελάχιστο. Από τα στοιχεία των εκτιμήσεων προέκυψε ότι τόσο στα περιορισμένα υποδείγματα 1-5 όσο και στο πλήρες υπόδειγμα (υπόδειγμα 6) τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης μειώνονται με φθίνοντα ρυθμό μέχρι το άριστο σημείο που αντιστοιχεί σε ένα ποσοστό διακράτησης μετοχών του μεγαλομετόχου της τάξεως του 24% περίπου. Αυξανόμενου του ποσοστού αυτού τα έξοδα για έρευνα και ανάπτυξη αρχίζουν να αυξάνονται με αύξοντα ρυθμό. Με άλλα λόγια, υπάρχει ένα κρίσιμο σημείο μεταστροφής της σχέσης μεγαλομετόχου και εξόδων έρευνας και ανάπτυξης που σε ποσοστό διακράτησης από τον μεγαλομέτοχο είναι της τάξεως του 24% και των εξόδων έρευνας και ανάπτυξης προς σύνολο ενεργητικού είναι της τάξεως του 0,6%.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των υποδειγμάτων 2,4,6, δηλαδή, τόσο στα περιορισμένα όσο και στο πλήρες παρατηρούμε ότι στις επιχειρήσεις που έχουν ταξινομηθεί ως υψηλής τεχνολογίας (high) τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης έχουν την τάση να μειώνονται σε σχέση με τις επιχειρήσεις χαμηλής τεχνολογίας (low) αντιθέτως η επιχειρήσεις μεσαίας προς υψηλή τεχνολογίας (medium high) τα έξοδα για ανάπτυξη αυξάνονται σε σχέση με τις επιχειρήσεις χαμηλής τεχνολογίας (low). Αντιθέτως, η ψευδομεταβλητή που αντιπροσωπεύει τις επιχειρήσεις μεσαίας προς χαμηλής τεχνολογίας (med low) προέκυψε μη στατιστικά σημαντική με αποτέλεσμα η μορφή αυτών των επιχειρήσεων να μην έχει καμία επίδραση στην διαμόρφωση των εξόδων για έρευνα και ανάπτυξη σε σχέση με τις επιχειρήσεις χαμηλής τεχνολογίας (low).

Από την οικονομετρική ανάλυση δεν προέκυψε κάποια θετική επίδραση του ρόλου των θεσμικών επενδυτών ως μεγαλομετόχων στη διαμόρφωση κάθε φορά του ύψους των δαπανών σε έρευνα και ανάπτυξη στις επιχειρήσεις του δείγματος. Σε αντιδιαστολή, οι Brossard et al. (2013), στο υπόδειγμα τους ανακάλυψαν ότι η μεταβλητή αυτή είναι στατιστικά σημαντική και έχει και θετική σχέση και με τις δαπάνες σε R&D της τάξεως του 3,7%.

Τέλος αναφορικά με τις υπόλοιπες μεταβλητές του υποδείγματος προέκυψε ότι τόσο στα περιορισμένα υποδείγματα όσο και στο πλήρες οι μεταβλητές, αξία αντικατάστασης (tobinq), πωλήσεις (sales to asset), αριθμό απασχολούμενων

(lnempl), απόδοσης των πωλήσεων των προηγούμενο χρόνο (ros t-1), χρέος επιχειρήσεων (debt toinc), μερίσματα (div\_dum), προέκυψαν στατιστικά σημαντικές.

Ειδικότερα, εξετάζοντας το πλήρες υπόδειγμα (6) αυξανόμενου του tobing κατά 1% έχει ως αποτέλεσμα να μειώνονται οι δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη κατά 0,56%. Οπότε υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ τους. Στο υπόδειγμα των Brossard et al. (2013), η συγκεκριμένη μεταβλητή εμφανίστηκε ως στατιστικά μη σημαντική. Το ύψος το πωλήσεων των επιχειρήσεων έχει μια οριακή θετική επίδραση στα έξοδα για R&D της τάξεως του 0,5% αν αυξηθούν αυτές κατά 1%.

Αντιθέτως η αύξηση των απασχολούμενων (lnempl) έχει αρνητική επίδραση στην μεταβλητότητα των εξόδων για έρευνα και ανάπτυξη όπως και η απόδοση των πωλήσεων (ros t-1) η οποία μειώνει τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης κατά 0,5% αν αυξηθεί κατά 1%. Όπως αναφέρουν και στην μελέτη τους οι Brossard et al. (2013), αυτό εξηγείται πολύ άπλα από το ότι αυτός ο δείκτης έχει να κάνει με το μέγεθος της επιχείρησης. Επομένως, όσο πιο μικρές είναι οι επιχειρήσεις, τόσο περισσότερο καινοτομούν, για να κερδίσουν μερίδιο στην αγορά, σε αντίθεση με τις μεγάλες επιχειρήσεις που έχουν ήδη μεγάλο μερίδιο στην αγορά και έχουν δημιουργήσει και μονοπώλια .

Αναφορικά με τη δανειακή επιβάρυνση (debt toinc) προκύπτει ότι όταν αυξάνεται κατά 1% σε σχέση με το καθαρό εισόδημα, τότε τα έξοδα για έρευνα και ανάπτυξη αυξάνονται κατά ένα πάρα πολύ μικρό ποσοστό και ίσως η επίδρασή τους είναι αμελητέα. Τέλος, προκύπτει αρνητική σχέση μεταξύ διανομής μερισμάτων και δαπανών έρευνας και ανάπτυξης. Αυξανόμενου, δηλαδή, του μερίσματος των επιχειρήσεων κατά 1%, οι δαπάνες για R&D θα μειώνονται περίπου κατά 0,4%.

#### 5.4. ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΕΡΕΥΝΑΣ

Από την μελέτη που διεξήχθη έχουν εντοπιστεί κάποια σημαντικά ευρήματα. Ωστόσο, η έρευνά μας έχει κάποιους περιορισμούς. Αρχικά, το δείγμα μας ήταν πολύ μικρό, καθώς αφορούσε συνολικά 95 επιχειρήσεις . Επιπλέον, αφορά επιχειρήσεις της ανατολικής Ευρώπης. Αυτός ο περιορισμός σχετίζεται με την επιχειρηματική εθνική κουλτούρα, γιατί υπάρχουν διαφορές από χώρα σε χώρα. Ακόμα ένας περιορισμός

αφορά το γεγονός ότι πολλές φορές οι διοικήσεις επηρεάζουν τα κέρδη οι τις ζημίες των επιχειρήσεων μέσω διαφορετικής απεικόνισης στις οικονομικές τους καταστάσεις των δαπανών σε έρευνα και ανάπτυξη.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Η συγκεκριμένη εργασία είχε ως στόχο τη μελέτη της επίδρασης του ιδιοκτησιακού καθεστώτος στις δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη στις επιχειρήσεις. Πιο αναλυτικά, μελετήθηκε η επίδραση του μεγαλομετόχου στις δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη και η επίδραση των θεσμικών επενδυτών ως μεγαλομέτοχοι στα έξοδα για έρευνα και ανάπτυξη. Τέλος, μελετήθηκε ο τρόπος με τον οποίο ο τεχνολογικός κλάδος στον οποίο κατηγοριοποιείται μια επιχείρηση επηρεάζει τις δαπάνες για R&D.

Στη βιβλιογραφική επισκόπηση που παρουσιάστηκε γίνεται αναφορά στις παραμέτρους που επηρεάζουν τις αποφάσεις των μετόχων για έρευνα και ανάπτυξη. Καθ' ότι ούτε οι επενδυτές –θεσμικοί και άλλοι- ούτε οι μέτοχοι μια εταιρίας έχουν ομοιογενή μεταξύ τους χαρακτηριστικά. Έχουν διαφορετικά κίνητρα, διαφορετικές συμπεριφορές και διαφορετική αντίληψη, τόσο για την επένδυση, όσο και για τον κίνδυνο, αλλά και για τον προσδιορισμό του τι συνίσταται η μεγιστοποίηση της αξίας για τους μετόχους. Ένα ασφαλιστικό ταμείο είναι θεσμικός επενδυτής, που όμως έχει διαφορετικά χαρακτηριστικά από μια επενδυτική εταιρία, που επίσης είναι θεσμικός επενδυτής. Τα ποιοτικά, αλλά και ποσοτικά, χαρακτηριστικά διαφοροποιούν και την στρατηγική των μετόχων αναφορικά με το ύψος των επενδύσεων σε έρευνα και ανάπτυξη.

Από υπόδειγμα που εκτιμήθηκε παρατηρήθηκε μια θετική επίδραση του κύριου μεγαλομετόχου στην διαμόρφωση των εξόδων για έρευνα και ανάπτυξη της επιχείρησης. Η διερεύνηση μιας μη γραμμικής σχέσης μεταξύ κύριου μεγαλομετόχου και εξόδων έρευνας και ανάπτυξης έδειξε ότι υπάρχει ένα βέλτιστο σημείο όπου η συνάρτηση παρουσιάζει ελάχιστο. Το άριστο σημείο αντιστοιχεί σε ένα ποσοστό διακράτησης μετοχών του μεγαλομετόχου της τάξεως του 24% περίπου. Αυξανόμενου του ποσοστού αυτού, τα έξοδα για έρευνα και ανάπτυξη αρχίζουν να αυξάνονται με αύξοντα ρυθμό.



Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των υποδειγμάτων της μελέτης παρατηρήθηκε ότι στις επιχειρήσεις που έχουν ταξινομηθεί ως υψηλής τεχνολογίας (high) τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης έχουν την τάση να μειώνονται σε σχέση με τις επιχειρήσεις χαμηλής τεχνολογίας (low). Αντιθέτως, στις επιχειρήσεις μεσαίας προς υψηλής τεχνολογίας (medium high) τα έξοδα για ανάπτυξη αυξάνονται σε σχέση με τις επιχειρήσεις χαμηλής τεχνολογίας (low). Από την άλλη, η ψευδομεταβλητή που αντιπροσωπεύει τις επιχειρήσεις μεσαίας προς χαμηλής τεχνολογίας (med low) προέκυψε μη στατιστικά σημαντική με αποτέλεσμα η μορφή αυτών των επιχειρήσεων να μην έχει καμία επίδραση στην διαμόρφωση των εξόδων για έρευνα και ανάπτυξη σε σχέση με τις επιχειρήσεις χαμηλής τεχνολογίας (low).

Επιπλέον, από την ανάλυση του δείγματος, ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών ως μεγαλομετόχων δεν προέκυψε στατιστικά σημαντικός στην διαμόρφωση του ύψους των δαπανών σε R&D. Σε αντιδιαστολή, οι Brossard et al. (2013), στο υπόδειγμά τους ανακάλυψαν ότι η μεταβλητή αυτή είναι στατιστικά σημαντική και έχει και θετική σχέση και με τις δαπάνες σε R&D. Εντούτοις, αυτό το γεγονός ενδέχεται να οφείλεται και στο μικρό μέγεθος του δείγματος που χρησιμοποιήθηκε.

Επίσης, η μεταβλητή που αφορούσε το προσωπικό (lnempl) έχει αρνητική σχέση με τα έξοδα για έρευνα και ανάπτυξη. Αυτό εξηγείται και από τους Brossard et al. (2013), στην μελέτη τους. Με απλά λόγια, ο αριθμός των εργαζομένων σχετίζεται με το μέγεθος της επιχείρησης. Συνεπώς, όσο πιο μικρές είναι οι επιχειρήσεις, τόσο τείνουν να επενδύουν στην καινοτομία για να μπορέσουν να κερδίσουν μια νέα αγορά σε αντίθεση με τις μεγάλες επιχειρήσεις που έχουν ήδη μεγάλο μερίδιο στην αγορά και έχουν φτιάξει και μονοπωλιακές αγορές

Όσον αφορά στη δανειακή επιβάρυνση (debt toinc), με το καθαρό εισόδημα προκύπτει μία πολύ μικρή θετική σχέση με τα έξοδα σε R&D και θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι είναι αμελητέα. Τέλος, πρόκυψε αρνητική σχέση μεταξύ διανομής μερισμάτων και δαπανών έρευνας και ανάπτυξης.

Επιπλέον έρευνα θα πρέπει να πραγματοποιηθεί για την επίδραση του ιδιοκτησιακού καθεστώτος στις δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη, διότι είναι σημαντική για τις διοικήσεις των εταιρειών να χαράξουν πολιτικές καινοτομίας. Τέλος, είναι σημαντικό να πραγματοποιηθούν και άλλες μελέτες πάνω σε αυτό το αντικείμενο, διότι οι

διοικήσεις αλλά και οι επενδυτές-μέτοχοι ανά τον κόσμο έχουν διαφορετική επιχειρηματική κουλτούρα .

## BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Adams, R.B., Hermalin, B.E. and Weisbach, M.S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature*, 48(1), 58-107.

Aghion, P., van Reenen, J. and Zingales, L. (2013). Innovation and institutional ownership. *American Economic Review*, 103(1), 277-304.

Agrawal, A. and Knoeber, C.R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377-397

Aguilera R., (2005). Corporate governance and director accountability: an institutional comparative perspective. *British Journal of Management*, 16

AICPA - Special Committee on Financial Reporting (1994). *Improving business reporting – A customer focus*. AICPA.

Akerlof, G.A. (1970) ‘The market for “lemons”. Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journals of Economics*, 84(3), 488-500

Amess, K., Stiebale, J. and Wright, M. (2016). The impact of private equity on firms’ innovation activity. *European Economic Review*, 86, 147-160

Andersen, T.J. and Schroder, P.W. (2010). *Strategic risk management practice: how to deal effectively with major corporate exposures*. Cambridge: Cambridge University Press

Barker, V.L. and Mueller, G.C. (2002). CEO characteristics and firm R&D spending. *Management Science*, 48(6), 782-793.

Barlevy, G. (2007). On the cyclical nature of research and development. *American Economic Review*, 97(4), 1131-1163.

Baysinger, B., Kosnik, R. and Turk, T. (1991). Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy. *Academy of Management Journal*, 34(1), 205-214.

- Berger, P. G., E. Ofek, and D. L. Yermack (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance*, 52(4), 1411–1438.
- Bertrand, M. and A. Schoar (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169–1208.
- Bhagat, S. and Welch, I. (1995). Corporate research & development investments: International comparison. *Journal of Accounting and Economics*, 19, 443–470.
- Bougheas, S. (2004). Internal vs External Financing of R&D. *Small Business Economics*, 22, 11-17.
- Brigham, E. F. and Houston, J. F. (2009). *Fundamentals of finance management. Concise edition*, 6th edition.
- Brockman, P., Khurana, I. and Martin, X. (2008). Voluntary disclosures around actual share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 89, 175-191
- Burns, N., Kedia, S. and Lipson, M. (2010). Institutional ownership and monitoring: Evidence from financial misreporting. *Journal of Corporate Finance*, 16, 443-455.
- Bushee, B. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review*, 73(3), 305-333.
- Bushee, B.J. (2001). Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value? *Contemporary Accounting Research*, 18, 207-246.
- Carlow, C.I., and Lipsey, R.G. (2001). *Externalities versus technological complementarities: a model of GPT-driven, sustained growth*. Paper presented to the conference in honour of the 20th Anniversary of Nelson and Winter's Book: An Evolutionary Theory Of Economic Change, Aalborg Denmark, 12-15 June
- CFACG (Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance) (1992) *The financial aspects of corporate governance*, London: Gee Publishing
- Charitou, M., Lois, P. and Santoso, H.B. (2012). The Relationship between Working Capital Management and Firm's Profitability: An Empirical Investigation for an Emerging Asian Country. *International Business & Economics Research Journal*, 11(8).

Chauvin, K. and W. Hirschey (1993). Market advertising, R&D expenditures and the market value of the firm. *Financial Management*, 22(4), 128-140

Chen, G, Firth, M., Gao, D.N., & Rui, O.M. (2012). Ownership structure, corporate governance, and fraud: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 12, 424-448

Chen, H.-L. (2012). Board characteristics and R&D investment: evidence from Taiwan's electronics industry. *Advances in Management & Applied Economics*, 2(4), 161-170

Christensen, J.L. (2010). The role of finance in national systems of innovation. In B.-A. Ludvall (Ed.), *National systems of innovation: toward a theory of innovation and interactive learning*. London: Anthem Press, 151-172

Coles, J., Naveen, D. and Naveen, L. (2006). Managerial Incentives and Risk-Taking. *Journal of Financial Economics*, 76, 431- 464.

Colouvatianos, c. and Mirman, L.J. (2003). R&D investment, market structure, and industry growth. *University of Nicosia, Department of Economics Discussion Paper 2003-08*

COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission) (1994). *Internal control integrated network*. Jersey City, NJ: COSO

Cronqvist, H. and Fahlenbrach, R. (2009). Large shareholders and corporate policies. *The Review of Financial Studies*, 22, 3941-3976.

Dahlquist, M., & Robertsson, G. (2001). Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics. *Journal of Financial Economics*, 59(3), 413-440.

Dalton, C.M., and Dalton, D.R. (2005). Corporate governance reforms: profiling at its worst. *Journal of Business Strategy*, 26(4), 7 – 9

Damodaran, A. (1999). Research and development expenses: implications for profitability measurement and valuation. *NYU Working Paper No. FIN-99-024*

- Darmadi, S. and Sodikin, A. (2013). Information disclosure by family-controlled firms: The role of board independence and institutional ownership. *Asian Review of Accounting*, 21(3), 223 – 240
- Davies, P.L. (1997). Institutional investors as corporate monitors in the UK. In K.J. Hopt and E. Wymeersch, E. (Ed.), *Comparative corporate governance: essays and materials*, Berlin: Walter de Gruyter & Co.
- Demsetz, H., and Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.
- Dow, J. and Gorton, G. (1997). Stock market efficiency and economic efficiency: is there a connection? *Journal of Finance*, 52(3), 1087–1129.
- Ebaid, I, E-S. (2013). Corporate governance and investors' perceptions of earnings quality: Egyptian perspective. *Corporate Governance*, 13(3), 261 – 273
- Eng, L. L. and Shackell, M. (2001). The implications of long-term performance plans and institutional ownership for firms' research and development (R&D) investments. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 16(2), 117-139
- Falk, M. (2009). What drives business research and development (R&D) intensity across organization for economic co-operation and development (OECD) countries?. *Working Paper, Centre for European Economic Research*
- Fama, E. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance* 25, 383–417.
- Fan, J.P.H, and Wong, T.J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 401-425.
- Fernandez, P. (2002). *Valuation methods and shareholder value creation*. San Diego, CA: Academic Press
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, September, 32-33, 122-124.

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

Froot, K.A., Scharfstein, D.S. and Stein, J.C. (1992). Herd on the street: informational inefficiencies in a market with short-term speculation. *Journal of Finance*, 47, 1461–1485.

Gillan, S.L., and Starks, L.T. (2003). Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective. *Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper No. 2003-01*

Gompers, P.A., Ishii, J.L., and Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.

Graham J.R., Harvey, C.R. and Rajgopal S. (2006). Value destruction and financial reporting decisions. *Financial Analyst Journal*, 62, 27-39.

Guellec, D. and van Pottelsberghe de la Potterie, B. (2004) From R&D to productivity growth: do the institutional settings and the sources of funds of R&D matter? *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 66(3), 353-376.

Hermalin, B., and Weisbach, M.(1988). The determinants of board composition. *RAND Journal of Economics*, vol. 19(4), pp.589-606.

Hirschman, A.O. (1970). *Exit, voice, and loyalty: responses to decline in firms, organizations, and states*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Hitt, M.A., Hoskisson, R.E. and Ireland, R.D. (1990). Mergers and acquisitions and managerial commitment to innovation in M-form firms. *Strategic Management Journal*, 11, 29-47.

Holthausen, R.W., Larcker, D.F. and Sloan, R.G., (1995) Business unit innovation and the structure of executive compensation. *Journal of Accounting and Economics*, 19(2-3), 279-313.

Hoskisson, R. E. and Hitt, M. A. (1988). Strategic control systems and relative R&D investments in large multiproduct firms. *Strategic Management Journal*, 9, 605-21.

- Hoskisson, R.E., Hitt, M.A., Johnson, R.A. and Grossman W. (2002). Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies. *Academy of Management Journal*, 45(4), 697-716.
- Hsu, H.-E. (2013). The moderating effects of leverage and ownership structure on firm performance. *South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, 2(1), 73-76
- Ismail, T.H. and El-Shaib, N.M. (2012). Impact of market and organizational determinants on voluntary disclosure in Egyptian companies. *Meditari Accountancy Research*, 20(2), 113 – 133
- Jarrell, G. A. and K. Lehn (1985). Institutional ownership, tender offers, and long-term investments. *Working paper. Office of the Chief Economist, Securities and Exchange Commission*, Washington, DC.
- Jensen, (2001). Value maximization, stakeholder theory and the corporate objective function. *European Financial Management*, 7(3), 297-317
- Jensen, M. C. and Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.
- Johl, S.K., Johl, S. K., Subramaniam, N., and Cooper, B. (2013). Internal audit function, board quality and financial reporting quality: evidence from Malaysia. *Managerial Auditing Journal*, 28(9), 780 – 814
- Kang, J.K. and Stulz, R.M. (1997). Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan. *Journal of Financial Economics*, 46(1), 3-28
- Kapopoulos, P. and Lazaretou, S. (2006). Corporate ownership structure and firm performance : evidence from Greek firms. *Bank of Greece Working Paper No. 37*
- Kim, W.C. and Mauborgne, R. (2015). *Blue ocean strategy, expanded edition: how to create uncontested market space and make the competition irrelevant*. Boston, MA: Harvard Business School Publishing
- Klein A. (2002). Audit committee, board of director characteristics and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375-400.



- Knutsen, S. (1988). Post-war strategic capitalism in Norway: a theoretical and analytical framework. In M. Casson, M. and M.B. Rose (Eds.), *Institutions and the evolution of modern business*. London: Frank Cass and Company, 106-127
- Kochhar, R. and David, P. (1996). Institutional investors and firm innovation: A test of competing hypotheses. *Strategic Management Journal*, 17, 73-84.
- Koh, P.-S. and Hsu, G.C. (2005). Does the presence of institutional investors influence accruals management? Evidence from Australia. *Corporate Governance: An International Review*, 13, 809-823.
- Lacetera, N., (2001). Corporate governance and the governance of innovation: The case of pharmaceutical industry. *Journal of Management and Governance*, 5(1), 29-35
- Lee, P. M., & O'Neil, H. M. (2003). Ownership structures and R&D investments of U.S. and Japanese firms: Agency and stewardship perspectives. *Academy of Management Journal*, 46, 212-225.
- Lerner, J., Sorensen, M. and Stromberg, P. (2011). Private equity and long-run investment: the case of innovation. *The Journal of Finance*, 66(2), 445-477
- Litvak, K. (2014). Defensive management: does the Sarbanes-Oxley act discourage corporate risk-taking? *University of Illinois Law Review*, 2014(5), 1663-1696
- Long, W.F. and Ravenscraft, D.J. (1993). LBOs, debt and R&D intensity. *Strategic Management Journal*, 14, 119-135.
- McMenamin, J. (1999). *Financial management: an introduction*. Oxon: Routledge
- Mehran, H. (1992). Executive incentive plans, corporate control, and capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(4), 539-560.
- Midgley, D. (2009) *The innovation manual: integrated strategies and practical tools for bringing value innovation to the market*. Chichester: John Wiley & Sons
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, XLVIII(3), 261-297

- Morin, R. and Jarrell, S. (2001). *Driving shareholder value: value-building techniques for creating shareholder wealth*. New York, NY: McGraw-Hill
- Munari, F., Oriani, R. and Sobrero, M. (2010). The effects of owner identity and external governance systems on R&D investments: A study of Western European firms. *Research Policy*, 39(8), 1093-1104
- Murphy, S.A., and McIntyre, M.L. (2007). Board of director performance: a group dynamics perspective. *Corporate Governance*, 7(2), 209 – 224
- Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221
- O'Brien, J.P. (2003). The capital structure implications of pursuing a strategy of innovation. *Strategic Management Journal*, 24(5), 415–431.
- OECD (2004). *OECD principles of corporate governance*. Paris: OECD
- OECD (2008). *Institutional investors in the new financial landscape*. Paris: OECD
- OECD (2011). *The role of institutional investors in promoting good corporate governance*. Paris: OECD
- Ou, C., and Haynes, G.W. (2006). Acquisition of additional equity capital by small firms—findings from the National Survey of Small Business Finances. *Small Business Economics*, 27, 157–168
- Parthiban D., Yoshikawa, T., Chari, M.R. and Rasheed, A.A. (2006). Strategic investments in Japanese corporations: do foreign portfolio owners foster underinvestment or appropriate investment? *Strategic Management Journal*, 27, 591-600
- Porter, M.E. (1992). Capital disadvantage, America's failing capital investment system. *Harvard Business Review*, 70(5), 65–82.
- Pozen, R.C. (1994). Institutional Investors: The Reluctant Activists. *Harvard Business Review*, January-February

- PwC (2011) 14th *Annual global CEO Survey. Growth reimaged: prospects in emerging markets drive CEO confidence*. Price Waterhouse Coopers
- Ross, S. (1973). The economic theory of agency: the principal's problem. *American Economic Review*, 63(2), 134-139
- Rothaermel, F.T. (2008). Competitive advantage in technology intensive industries. In G.D. Libecap and M.C. Thursby (Eds.), *Advances in the Study of Entrepreneurship, Innovation & Economic Growth*. Bingley: Emerald Group Publishing, 201-225
- Shadhab, A. (2008). Innovation and corporate governance: the impact of Sarbanes-Oxley. *University of Pennsylvania Journal of Business and Employment Law*, 10(4), 954-1008.
- Short, H. and Keasey, K. (2005). Institutional shareholders and corporate governance in the UK. In K. Keasey, S. Thompson, and M. Wright, M. (Eds.), *Corporate governance: accountability, enterprise and international comparisons*. Chichester: John Wiley and Sons, 61-96
- Singh, M., and S. Faircloth (2005). The impact of corporate debt on long term investment and firm performance. *Applied Economics*, 37, 875–883
- Stein, J.C. (1989). Efficient capital markets, inefficient firms: a model of myopic corporate behavior. *Quarterly Journal of Economics*, 104, 655–670.
- Stiglitz, J.E. (1987). Principal and agent. In J. Eatwell, M. Milgate, M. and P. Newman (Eds.), *The new Palgrave: a dictionary of economics, v. III*. New York, NY: Palgrave MacMillan, 966-971
- Trott, P. (2008) *Innovation Management and New Product Development* . 4th ed. Harlow: FT Prentice Hall
- Ughetto, E. (2010). Assessing the contribution to innovation of private equity investors: A study on European buyouts. *Research Policy*, 39(1), 126-140.
- Van Der Walt, N. and Ingley, C. (2003). Board dynamics and the influence of professional background, gender and ethnic diversity of directors. *Corporate Governance*, 11, 218-234.
- Williamson, O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: Free

Press.

Williamson, O.E. (1981). The economics of organization: the transaction cost approach. *American Journal of Sociology*, 87(3), 548-577

Zeng, T. (2015). Innovation, R&D activities, and tax policies. *Journal of Advanced Management Science*, 3(3), 245-249

Zouari, A. And Rebai, I. (2009). Institutional ownership differences and earnings management: A neural network application. *International Research Journal of Finance and Economics*, 34, 42-55.