



**Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών**

**Τμήμα: Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής**

**ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ  
ΑΥΛΑ ΠΑΓΙΑ ΣΤΙΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ  
ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΙΣΠΑΝΙΑ ΤΙΣ ΧΡΟΝΙΕΣ  
2010-2016**

**ΖΗΣΗ ΑΝΑΣΤΑΣΙΑ**

**Εργασία υποβληθείσα στο  
Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής  
του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών  
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση  
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης**

**Αθήνα**

**{Νοέμβριος, 2017}**

**Εγκρίνουμε την εργασία της  
ΖΗΣΗΣ ΑΝΑΣΤΑΣΙΑΣ**

**[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]**

**[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**

**κ. ΤΖΟΒΑΣ ΧΡΗΣΤΟΣ**

.....

**[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]**

**[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**

**κ. ΜΠΑΛΛΑΣ ΑΠΟΣΤΟΛΟΣ**

.....

**[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]**

**[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**

**κ. ΣΙΟΥΓΛΕ ΓΕΩΡΓΙΑ**

.....

**30/11/2017**

## **ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

**[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ ΦΟΙΤΗΤΗ/ΤΡΙΑΣ]**

**[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**

**ΑΝΑΣΤΑΣΙΑ ΖΗΣΗ**

.....

|   |           |
|---|-----------|
| <b><u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 – ΕΙΣΑΓΩΓΗ</u></b> .....   | <b>7</b>  |
| <b><u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 - ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ</u></b> .....   | <b>9</b>  |
| <u>2.1 ΑΥΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ: ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ</u> .....   | 10        |
| <u>2.1.1 Οι επιπτώσεις των Αυλών Περιουσιακών Στοιχείων στην Οικονομική Πολιτική και στην Πολιτική Διακυβέρνησης</u> .....                      | 13        |
| <u>2.1.2 Κύριες χρηματοοικονομικές πολιτικές και πολιτικές διακυβέρνησης ανάλογα με τις αλληλεπιδράσεις μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών</u> ..... | 13        |
| <u>2.2 ΔΕΙΚΤΕΣ ΕΥΡΩΣΤΙΑΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ</u> .....  | 22        |
| <u>2.3 ΘΕΩΡΙΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ</u> .....   | 23        |
| <u>2.3.1 Χρηματοοικονομικές πολιτικές</u> .....   | 25        |
| <u>2.3.2 Θεωρίες εταιρικής διακυβέρνησης</u> .....  | 27        |
| <u>2.4 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ Η ΣΧΕΣΗ ΤΗΣ ΜΕ ΤΑ ΑΥΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ</u> .....  | 29        |
| <u>2.4.1 Εταιρική διακυβέρνηση και εταιρική απόδοση</u> .....   | 30        |
| <u>2.4.2 Οι κύριες πολιτικές διακυβέρνησης δεν εξαρτώνται από τις αλληλεπιδράσεις μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών</u> .....                       | 37        |
| <u>2.5 ΘΕΩΡΙΑ ΚΟΣΤΟΥΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ</u> .....   | 41        |
| <u>2.6 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ</u> .....  | 43        |
| <u>2.7 ΔΙΑΤΥΠΩΣΗ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ</u> .....  | 44        |
| <b><u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 – ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ</u></b> .....  | <b>47</b> |
| <u>3.1 ΔΕΔΟΜΕΝΑ</u> .....   | 47        |
| <u>3.2 ΜΟΝΤΕΛΟ</u> .....  | 47        |
| <b><u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 – ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ</u></b> .....   | <b>49</b> |
| <b><u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 – ΚΡΙΤΙΚΟΣ ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΑΙ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ</u></b> .....   | <b>59</b> |
| <b><u>ΕΠΙΛΟΓΟΣ</u></b> .....  | <b>61</b> |
| <b><u>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</u></b> .....  | <b>63</b> |

## Περίληψη

Σκοπός της παρούσας έρευνας ήταν να μελετήσει την επίδραση των επενδύσεων σε άυλα πάγια σε βιομηχανικές εταιρίες στην Ελλάδα και Ισπανία τις χρονιές 2010-2016. Για το σκοπό αυτό χρησιμοποιήθηκε ένα γραμμικό μοντέλο πρόβλεψης της αποτελεσματικότητας των επενδύσεων που πραγματοποιούν οι επιχειρήσεις. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας τα άυλα περιουσιακά στοιχεία για την Ισπανία και για την Ελλάδα σχετίζονται θετικά με την αγοραία αξία της εταιρείας. Επιπλέον για την Ισπανία βρέθηκε ότι τα άυλα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να βοηθήσουν στην εξήγηση της σχέσης μεταξύ της απόδοσης της εταιρείας και της αγοραίας αξίας της εταιρείας καθώς η απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου ήταν στατιστικά σημαντική. Για την Ελλάδα δεν βρέθηκε αντίστοιχο αποτέλεσμα. Επιπρόσθετα και για τις δύο χώρες βρέθηκε ότι τα άυλα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να βοηθήσουν στην εξήγηση της σχέσης μεταξύ της οικονομικής ευρωστίας της εταιρείας και της επίδρασής της στην αγοραία αξία της εταιρείας. Κάποιες διαφορές μεταξύ των χωρών ήταν ότι η επίδραση των άυλων περιουσιακών στοιχείων στην Ελλάδα ήταν σαφώς χαμηλότερη έναντι της Ισπανίας. Ακόμα σημαντική διαφορά μεταξύ Ισπανίας και Ελλάδας ήταν ότι ο δείκτης φερεγγυότητας στην Ισπανία είχε μεγαλύτερη επίδραση στην αποτελεσματικότητα των επενδύσεων για τις Ισπανικές επιχειρήσεις ενώ το αντίθετο συμβαίνει για την Ελλάδα.

Λέξεις Κλειδιά: επενδύσεις, άυλα πάγια στοιχεία, Ισπανία, Ελλάδα



## Κεφαλαίο 1 – Εισαγωγή

Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία (μη νομισματικά περιουσιακά στοιχεία που δεν μπορούν να φανούν ή να μετρηθούν φυσικά, όπως η μάρκα, τα διπλώματα ευρεσιτεχνίας, το λογισμικό κ.ά.) αποτελούν πλέον σημαντική πηγή διαφοροποίησης και ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων (Lev, 2001). Ο ρυθμός της τεχνολογικής καινοτομίας έχει οδηγήσει σε αυξημένο επίπεδο ανταγωνισμού μεταξύ των επιχειρήσεων. Οι επιχειρήσεις αντιδρούν σε αυτό το επίπεδο ανταγωνισμού επενδύοντας ολοένα και περισσότερο σε άυλα περιουσιακά στοιχεία, γεγονός που τις επιτρέπει να ανανεώνουν τα ανταγωνιστικά τους πλεονεκτήματα για ορισμένο χρονικό διάστημα. Κατά συνέπεια, οι διαφορές στις δομές των εταιρικών περιουσιακών στοιχείων - δηλαδή στο επίπεδο και την φύση των άυλων περιουσιακών στοιχείων - μπορεί να επηρεάσουν την κατανομή των μισθωμάτων μεταξύ των κύριων κατηγοριών των μετόχων της επιχείρησης - διαχειριστές, μέτοχοι και κάτοχοι χρεών. Οι διαχειριστές συμβάλλουν με ανθρώπινο κεφάλαιο, ενώ οι κάτοχοι χρεών και οι μέτοχοι συνεισφέρουν στην επιχείρηση με χρηματοοικονομικό κεφάλαιο (διαφορετικής φύσης, επομένως με διαφορετικά δικαιώματα). Η μεγιστοποίηση της συνάρτησης χρησιμότητας κάθε κατηγορίας ενδιαφερομένων αποτελεί συνάρτηση της διάρθρωσης της απόδοσης ή αμοιβής (που συνεπάγεται αρκετά ετερογενείς συνιστώσες), του προφίλ κινδύνου, του επιπέδου διαφοροποίησης και της επιχειρηματικής τεχνογνωσίας. Αυτό υποδηλώνει ότι οι αλληλεπιδράσεις μεταξύ των ενδιαφερόμενων φορέων της εταιρείας είναι ένα περίπλοκο θέμα παρουσία άυλων περιουσιακών στοιχείων.

Τα σοβαρά κόστη αντιπροσώπευσης και τα προβλήματα της ασύμμετρης πληροφόρησης έχουν προφανή επίδραση στην σχέση μεταξύ των μετόχων, των διαχειριστών και των κατόχων χρεών και στον τρόπο με τον οποίο μοιράζονται τους κινδύνους και τις αποδόσεις. Δεδομένης της φύσης μιας επιχείρησης εντάσεως γνώσεων, η υποκατάσταση των περιουσιακών στοιχείων και οι ανεπαρκείς επενδύσεις διαδραματίζουν μία ολοένα και μεγαλύτερη σημασία. Πολύ συχνά, οι επενδυτές (μέτοχοι και κάτοχοι χρεών) έχουν περιορισμένες γνώσεις σχετικά με τις τεχνικές λεπτομέρειες των εταιρειών στις οποίες επενδύουν. Όσο πιο σημαντική είναι η ποσότητα των άυλων περιουσιακών στοιχείων, τόσο μεγαλύτερο είναι το περιθώριο

άσκησης εξουσίας διακριτικής ευχέρειας. Επίσης, καθώς τα άυλα περιουσιακά στοιχεία δεν μπορούν να χρησιμεύσουν ως εχέγγυο, το κίνητρο μετατόπισης κινδύνου αυξάνεται (κίνδυνος αντικατάστασης περιουσιακών στοιχείων). Η αξία των περισσότερων άυλων περιουσιακών στοιχείων τίθεται σε κίνδυνο όταν προκύπτει πτώχευση. Συνοψίζοντας, τα άυλα περιουσιακά στοιχεία συνδέονται με σημαντικό κόστος αντιπροσώπευσης μετοχικού κεφαλαίου και δανεισμού, κόστος ασύμμετρης πληροφόρησης, κόστος συναλλαγών και πτώχευσης. Αυτά τα κόστη είναι πιθανό να έχουν αντίκτυπο στον σχεδιασμό των διαφόρων χαρτοφυλακίων οικονομικών και διακυβερνητικών πολιτικών, οι οποίες ισχύουν στην ευθυγράμμιση των συμφερόντων των διαχειριστών, των κατόχων χρεών και των μετόχων. Η μελέτη αυτή στοχεύει να συμβάλει στην κατανόηση αυτού του ζητήματος κάνοντας μια ανασκόπηση της βιβλιογραφίας σχετικά με τον αντίκτυπο των άυλων περιουσιακών στοιχείων στις οικονομικές και διακυβερνητικές πολιτικές.

Αν κάποιος περιορίσει την ανάλυση σε ένα θεωρητικό πλαίσιο, θα μπορούσαν να παραμεληθούν ορισμένα σημαντικά επιχειρήματα. Αυτή η συμπληρωματικότητα των θεωρητικών προοπτικών φαίνεται ιδιαίτερα σημαντική για την κατανόηση του αντίκτυπου των άυλων περιουσιακών στοιχείων στον σχεδιασμό των οικονομικών και διακυβερνητικών πολιτικών. Κατά συνέπεια, σε αντίθεση με τις περισσότερες ανασκοπήσεις, αυτή η βιβλιογραφική ανασκόπηση βασίζεται σε πολλαπλές θεωρητικές προοπτικές.

Πράγματι, τα άυλα περιουσιακά στοιχεία έχουν άμεσο και μη αμελητέο αντίκτυπο, τουλάχιστον στο επίπεδο του κόστους αντιπροσώπευσης, του κόστους ασύμμετρης πληροφόρησης, του κόστους των συναλλαγών, του κόστους πτώχευσης και των μη δανειακών φορολογικών ασπίδων.



## Κεφάλαιο 2 - Ανασκόπηση βιβλιογραφίας

Κατά την διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών η ανάπτυξη και η μεταλλαγή του επιχειρηματικού περιβάλλοντος επήλθαν εξαιρετικά γρήγορα. Η ταχεία βελτίωση της τεχνολογίας, η απελευθέρωση και η παγκοσμιοποίηση ανάγκασαν τις εταιρείες να περάσουν από την διαδικασία εκ νέου επινόησης της ταυτότητάς τους (Shakina et al., 2017). Η επένδυση που βοηθά τις εταιρείες να βελτιώσουν τις ανταγωνιστικές τους ικανότητες θα παρουσιαστεί με δύο τρόπους. Ο πρώτος τρόπος είναι ένα υλικό περιουσιακό στοιχείο που διαθέτει φυσικά αποδεικτικά στοιχεία, ενώ ο δεύτερος είναι ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο χωρίς φυσικά αποδεικτικά στοιχεία. Το κατάλληλο άυλο περιουσιακό στοιχείο βοηθά την εταιρεία να δημιουργήσει τις «ρίζες της επιτυχίας στην δημιουργία αξίας». Επιπλέον, οι ερευνητές πιστεύουν ότι το άυλο περιουσιακό στοιχείο είναι «σημαντικός παράγοντας της ανάπτυξης και της αξίας της εταιρείας στο μεγαλύτερο μέρος του οικονομικού τομέα» (Hubbard, 2014).

Πριν από την χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, ο Neil Gross δήλωσε στην εφημερίδα Business Week τον Αύγουστο του 2001 ότι: «Η αποτίμηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων είναι μία δύσκολη δουλειά, αλλά πρέπει να γίνει». Ισχυρίστηκε επίσης ότι υπάρχουν τεράστιοι μετασχηματισμοί στον καθορισμό των σημαντικών περιουσιακών στοιχείων. «Η μετατόπιση από τα φυσικά καταστήματα στην ευρεσιτεχνία και την γνώση αποτελούν τις νέες πραγματικότητες που αναπτύσσονται στον σύγχρονο επιχειρηματικό ανταγωνισμό τελευταία». Σύμφωνα με την δήλωση αυτή, η καλή γνώση και κατανόηση σχετικά με τα άυλα περιουσιακά στοιχεία μπορεί να αποτελεί μία συνιστώσα αντοχής για την αντιμετώπιση της κρίσης. Επιπλέον, οι Einfeldt και Papanikolaou (2014) δήλωσαν ότι πολλοί λογιστές δεν λαμβάνουν υπόψη αυτές τις γνώσεις. Προκαλούνται από την φύση της άυλης αξίας που δεν αναφέρεται στον ισολογισμό.

Οι Denicolai, Cotta Ramusino και Sotti (2015) τόνισαν ότι τα άυλα περιουσιακά στοιχεία έφεραν πολλά πλεονεκτήματα στην εταιρεία. Ωστόσο, επιφέρουν επίσης ένα κόστος αντιπροσώπευσης, το οποίο οδηγεί στην πτώχευση της εταιρείας. Η πτώχευση είναι το αποτέλεσμα του μεγάλου χαμένου κόστους (το οποίο είναι επωφελές μόνο όταν θα επιστραφεί στο μέλλον) (Madhani, 2015). Σύμφωνα με την παραπάνω εξήγηση, πολλοί οικονομολόγοι ισχυρίστηκαν ότι ο λανθασμένος

τρόπος διαχείρισης στην αποτίμηση και την μεταχείριση των άυλων περιουσιακών στοιχείων οδήγησε επίσης στην διεθνή οικονομική κρίση το 2008 (Denicolai, Cotta Ramusino και Sotti, 2015). Αξίζει επίσης να αναφερθεί το φαινόμενο της φούσκας, δηλαδή της κατάστασης στην οποία αυξάνεται η τιμή του περιουσιακού στοιχείου, αλλά στη συνέχεια μειώνεται και καταλήγει στην χαμηλότερη εγγενή τιμή (Borio, 2014). Οι οικονομολόγοι πιστεύουν ότι το φαινόμενο της φούσκας μπορεί να επέλθει εξαιτίας κάποιου περιουσιακού στοιχείου για το οποίο δεν υπάρχει ικανότητα εντοπισμού (Goh et al., 2015). Το αποτέλεσμα είναι η τιμή του περιουσιακού στοιχείου να μην αντικατοπτρίζει τον πραγματικό αριθμό της εγγενούς αξίας του. Το αυξανόμενο χάσμα ανάμεσα στην αγοραία και την λογιστική αξία των εταιρειών ώθησε σε προβληματισμούς σχετικά με την σημασία των άυλων περιουσιακών στοιχείων και του τρόπου με τον οποίο μετριοούνται (Shakina et al., 2017).

## **2.1 Άυλα Περιουσιακά Στοιχεία: Γενικά Χαρακτηριστικά**

Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία παρουσιάζουν ένα σύνολο χαρακτηριστικών - συγκεκριμένα, υψηλό κίνδυνο και αβεβαιότητα, ιδιαιτερότητα της επιχείρησης και εντάσεως ανθρώπινου κεφαλαίου - τα οποία τα καθιστούν εμφανώς διαφορετικά από άλλα είδη περιουσιακών στοιχείων. Πέντε βασικά οικονομικά χαρακτηριστικά διακρίνουν τα άυλα περιουσιακά στοιχεία από άλλους τύπους περιουσιακών στοιχείων: δεν υφίσταται ο ανταγωνισμός μεταξύ των χρήσεων, η ύπαρξη επιπτώσεων στο δίκτυο, η έλλειψη πλήρους καταλληλότητας των οφελών από τον «ιδιοκτήτη» του άυλου περιουσιακού στοιχείου (μερικό πρόβλημα αποκλειστικότητας και δευτερογενείς επιδράσεις), το υψηλό επίπεδο εγγενούς κινδύνου και αβεβαιότητας και τέλος, η μη εμπορευσιμότητα των περισσότερων άυλων περιουσιακών στοιχείων (Lev, 2001).

Κανένας ανταγωνισμός ή επεκτασιμότητα δεν σημαίνει ότι η χρήση ενός άυλου περιουσιακού στοιχείου σε μια συγκεκριμένη δραστηριότητα δεν αποκλείει την χρήση του σε άλλη δραστηριότητα. Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία χαρακτηρίζονται επίσης από την ύπαρξη σημαντικών «επιπτώσεων στο δίκτυο». Η αξία αυτού του είδους περιουσιακού στοιχείου αυξάνεται με τον αριθμό των χρηστών (Lev, 2001),

υποδηλώνοντας τη σημασία να γίνει βιομηχανικό πρότυπο. Τα δίκτυα παρουσιάζουν θετικές εξωτερικότητες κατανάλωσης και παραγωγής (Economides, 1996), οι οποίες προκύπτουν από την συμπληρωματικότητα μεταξύ των συνιστωσών του δικτύου. Σε αντίθεση με ό,τι συμβαίνει με τα ενσώματα περιουσιακά στοιχεία (για τα οποία τα δικαιώματα ιδιοκτησίας είναι σαφή), οι περισσότερες επιχειρήσεις εντάσεως σε άυλα περιουσιακά στοιχεία δεν είναι σε θέση να αποκλείσουν εντελώς άλλες εταιρείες (συγκεκριμένα ανταγωνιστές) από την απόκτηση κάποιων οφελών από τις επενδύσεις τους σε άυλα περιουσιακά στοιχεία χωρίς να μοιράζονται το κόστος ανάπτυξής τους. Η έλλειψη αποτελεσματικού ελέγχου αναφέρεται συχνά ως λόγος μη αναγνώρισης των άυλων στοιχείων ως περιουσιακών στοιχείων στις οικονομικές καταστάσεις. Αυτό, συνεπώς, έχει σημαντικό δυνητικό αντίκτυπο στα επίπεδα της ασύμμετρης πληροφόρησης και στο κόστος αντιπροσώπευσης που συνδέονται με αυτά τα είδη περιουσιακών στοιχείων.

Το υψηλό επίπεδο κινδύνου και αβεβαιότητας είναι ίσως το πιο κρίσιμο χαρακτηριστικό των άυλων περιουσιακών στοιχείων, επειδή επηρεάζουν την απόδοση των μηχανισμών της αγοράς (Dixit, 1988). Η αβεβαιότητα λαμβάνει δύο διαφορετικές μορφές όσον αφορά στην τεχνολογική επιτυχία (τεχνική σκοπιμότητα) και την οικονομική αξία (αποδοχή από την αγορά) (Freeman, 1982). Τα μεγάλα εφάπαξ κόστη μπορούν να δημιουργήσουν υψηλό επίπεδο μελλοντικών αποδόσεων εάν η καινοτομία επιτύχει, αλλά μηδενική απόδοση εάν αποτύχει. Όπως αναφέρει ο Lev (2001, σελ. 39) «η επικινδυνότητα των άυλων στοιχείων είναι, γενικά, σημαντικά υψηλότερη από αυτή των φυσικών και ακόμη και των οικονομικών περιουσιακών στοιχείων».

Τα περισσότερα άυλα περιουσιακά στοιχεία δεν είναι διαπραγματεύσιμα, δηλαδή δεν υπάρχουν οργανωμένες ή ρευστές αγορές όπου τα άυλα περιουσιακά στοιχεία να μπορούν να αγοραστούν και να πωληθούν (Long and Malitz, 1985). Καθώς οι τιμές της αγοράς παρέχουν σχετικές πληροφορίες για την παραγωγικότητα και τις αξίες των περιουσιακών στοιχείων, η έλλειψη αγοραίων τιμών στην αξία των άυλων περιουσιακών στοιχείων έχει σημαντικό αντίκτυπο στα επίπεδα της ασύμμετρης πληροφόρησης και του κόστους αντιπροσώπευσης (Aboody and Lev, 2000).

Τα άϋλα περιουσιακά στοιχεία απέχουν πολύ από μια ομοιογενή κατηγορία περιουσιακών στοιχείων. Περιλαμβάνουν ανόμοια συστατικά όπως E&A, μάρκες, οργανωσιακό κεφάλαιο (π.χ. κανάλια διανομής και δεξιότητες κατασκευής), σχέσεις με πελάτες και προμηθευτές, φήμη, συμμαχίες, μερίδιο αγοράς κ.ο.κ.

Τα επίπεδα κινδύνου και αβεβαιότητας που συνδέονται με διαφορετικά είδη άϋλων περιουσιακών στοιχείων είναι αρκετά διαφορετικά. Μεταξύ όλων των άϋλων περιουσιακών στοιχείων, τα περιουσιακά στοιχεία της E&A εμφανίζουν επίπεδα ορισμένων χαρακτηριστικών που τα καθιστούν δυνητικά διαφορετικά από άλλες κατηγορίες άϋλων περιουσιακών στοιχείων. Όπως σημειώνει ο Lev (2001, σελ. 37), «είναι ευρέως αποδεκτό ότι η καινοτομία είναι ιδιαίτερα επικίνδυνη σε σχέση με άλλες εταιρικές δραστηριότητες, όπως η παραγωγή, το μάρκετινγκ και η χρηματοδότηση».

Τα εμπειρικά στοιχεία που ενσωματώνουν τον πιθανό διακριτό αντίκτυπο των διαφόρων ειδών των άϋλων περιουσιακών στοιχείων στις οικονομικές και διακυβερνητικές πολιτικές είναι περιορισμένα. Οι Long και Malitz (1985) διερευνούν την επίδραση των δαπανών E&A και διαφήμισης στην μόχλευση. Αναφέρουν αρνητικό και σημαντικό αντίκτυπο της E&A και της διαφήμισης στον δανεισμό. Μερικοί συγγραφείς (Crutchley and Hansen, 1989) συγκεντρώνουν τις δαπάνες E&A και διαφήμισης σε μία μόνο μεταβλητή. Με αυτόν τον τρόπο, υπονοούν σιωπηρά την ανυπαρξία διαφορετικών επιδράσεων για τις δύο μεταβλητές. Αντίθετα, σε ορισμένες εμπειρικές μελέτες αναφέρεται ένας ξεχωριστός αντίκτυπος της E&A και της διαφήμισης. Οι Himmel Berg κ.ά., (1999) θεωρούν ότι η ένταση της E&A φαίνεται να έχει αρνητικό αντίκτυπο στην ιδιοκτησιακή διαχείριση, ενώ η ένταση της διαφήμισης φαίνεται να έχει θετικό αντίκτυπο στην διαχειριστική ιδιοκτησία μετοχών.

Οι μελέτες διαφορετικής φύσης συχνά διακρίνουν μεταξύ κατηγοριών άϋλων περιουσιακών στοιχείων. Οι Morek κ.ά. (1988) θεωρούν ότι τα ποσοστά Q του Tobin και τα ποσοστά κέρδους (τα υποκατάστατά τους στην εταιρική απόδοση) συνδέονται θετικά με την E&A, ενώ δεν υπάρχουν σημαντικές σχέσεις με την διαφήμιση. Οι Demsetz και Villalonga (2001) βρίσκουν ένα παρόμοιο αποτέλεσμα για το Q του Tobin. Οι McConnell και Servaes (1995) αναφέρουν μικτές επιδράσεις (θετικές ή

μηδενικές) των δαπανών E&A και διαφήμισης στο Q του Tobin, ενώ οι McConnell και Servaes (1990) αναφέρουν συστηματικές θετικές επιδράσεις του κόστους E&A και διαφήμισης στο Q του Tobin. Η αξιολόγηση των μακροπρόθεσμων επιπτώσεων αποτίμησης της E&A και της διαφήμισης από τους Hirschey και Weygandt (1985) καταλήγει σε σταθερά θετικά αποτελέσματα αποτίμησης για την E&A και την διαφήμιση για όλες τις επιχειρήσεις και για το υπο-δείγμα επιχειρήσεων που παράγουν μη διαρκή αγαθά. Ωστόσο, για τις επιχειρήσεις που παράγουν διαρκή αγαθά, η θετική επίδραση της αποτίμησης εξαφανίζεται για την διαφήμιση, ενώ εξακολουθεί να υφίσταται για την E&A. Τέλος, οι Chauvin και Hirschey (1993) αναφέρουν ότι τα αποτελέσματα αποτίμησης των διαφημιστικών δαπανών εξαρτώνται από το μέγεθος των επιχειρήσεων, ενώ τα αποτελέσματα αυτά υπάρχουν για τις δαπάνες E&A ανεξάρτητα από το μέγεθος των επιχειρήσεων.

### **2.1.1 Οι επιπτώσεις των Άϋλων Περιουσιακών Στοιχείων στην Οικονομική Πολιτική και στην Πολιτική Διακυβέρνησης**

Βάσει του θεωρητικού πλαισίου που παρουσιάστηκε στην προηγούμενη ενότητα, η παρούσα ενότητα στοχεύει στην θεωρητική συζήτηση του δυνητικού αντίκτυπου των άϋλων περιουσιακών στοιχείων στις βασικές οικονομικές πολιτικές και πολιτικές διακυβέρνησης. Σύμφωνα με το κριτήριο του «ποιος» ορίζει «ποια» πολιτική, προσδιορίζονται δύο ξεχωριστές ομάδες οικονομικής πολιτικής και πολιτικής διακυβέρνησης. Στην πρώτη ομάδα, εξετάζεται το σύνολο των σημαντικών πολιτικών που εξαρτώνται άμεσα από τις αλληλεπιδράσεις μεταξύ των μετόχων μιας επιχείρησης, των διευθυντικών στελεχών και των κατόχων χρεών. Αυτές οι μεταβλητές είναι η χρηματοοικονομική διάρθρωση, η πληρωμή μερισμάτων, η ιδιοκτησία μετοχών από τους διευθυντικά στελέχη, η εξωτερική μετοχική ιδιοκτησία, η διάρθρωση του διοικητικού συμβουλίου και η απαίτηση ελέγχου. Στην δεύτερη ομάδα, υπάρχουν τέσσερις σημαντικοί μηχανισμοί διακυβέρνησης: η αγορά εταιρικού ελέγχου, ο οικονομικός αναλυτής, το επίπεδο ανταγωνισμού στις αγορές εισροών/εκροών και η αγορά για τους διευθυντικά στελέχη. Σε αντίθεση με τους προηγούμενους έξι μηχανισμούς, αυτοί οι τέσσερις δεν προκύπτουν από τις

αλληλεπιδράσεις μεταξύ των μετόχων, των διευθυντικών στελεχών και των κατόχων χρεών. Παρόλα αυτά, είναι τουλάχιστον εξίσου σημαντικοί με εκείνους που κατατάσσονται στην πρώτη ομάδα και το επίπεδο χρήσης τους εξαρτάται επίσης από το επίπεδο χρήσης των πρώτων μηχανισμών. Το επίπεδο και η φύση των άυλων περιουσιακών στοιχείων φαίνεται επίσης να επηρεάζουν το επίπεδο αυτού του δεύτερου συνόλου των μηχανισμών διακυβέρνησης.

### **2.1.2 Κύριες χρηματοοικονομικές πολιτικές και πολιτικές διακυβέρνησης ανάλογα με τις αλληλεπιδράσεις μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών**

**Χρηματοοικονομική διάρθρωση** - Τα ίδια κεφάλαια και ο δανεισμός έχουν διαφορετικές ιδιότητες διακυβέρνησης. Το μετοχικό κεφάλαιο συνοδεύεται από δικαίωμα ψήφου (Hart, 2001). Η δύναμη της ψήφου αποτελεί θεμελιώδες στοιχείο της ιδιοκτησίας μετοχικών τίτλων, δεδομένου ότι υπάρχει σημαντική επιρροή από αυτήν (Leech, 2000).

Με την σειρά του, ο δανεισμός μειώνει το κόστος αντιπροσώπευσης των ιδίων κεφαλαίων. Ο δανεισμός μετριάζει το ποσό των ελεύθερων ταμειακών ροών, μειώνει το ποσό των ρευστών πόρων υπό τον έλεγχο των διευθυντικών στελεχών, αυξάνει την δραστηριότητα παρακολούθησης από τις χρηματοπιστωτικές αγορές και δεσμεύει τις μελλοντικές ταμειακές ροές στις πληρωμές που σχετίζονται με το χρέος. Οι συμβάσεις δανεισμού περιορίζουν επίσης συχνά την εξουσία διακριτικής ευχέρειας των διευθυντικών στελεχών (Moyer κ.ά., 1992).

Ωστόσο, ο δανεισμός αυξάνει το κόστος του χρέους του οργανισμού (Jensen, 1986, Crutchley and Hansen, 1989). Οι μέτοχοι μπορούν να απαλλοτριώσουν τον πλούτο από τους κατόχους χρεών, αυξάνοντας τον κίνδυνο των επενδυτικών αποφάσεων μιας επιχείρησης (το πρόβλημα αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων) και εάν προηγούνται κερδοφόρες επενδύσεις όταν αυξάνεται ο πλούτος, αυτό ωφελεί κυρίως τους κατόχους χρεών (πρόβλημα υποεπενδύσεων).

Δεδομένων των χαρακτηριστικών των άυλων περιουσιακών στοιχείων, είναι πιθανό το οριακό κόστος του χρέους να αντισταθμίζει τα οριακά οφέλη του χρέους σε χαμηλά επίπεδα μόχλευσης. Δεδομένου ότι τα άυλα περιουσιακά στοιχεία απαιτούν

πολύ εξειδικευμένη τεχνογνωσία (που κατέχουν τα διευθυντικά στελέχη), συνδέονται με υψηλό κόστος αντιπροσώπευσης (χρέους και ιδίων κεφαλαίων). Καθώς «αναμένεται να υπάρχει εξειδίκευση στην χρήση της ρύθμισης χαμηλού κόστους αντιπροσώπευσης» (Jensen and Meckling, 1976, σελ. 355), οι μέτοχοι προτιμούν τα ίδια κεφάλαια αντί του δανεισμού για την χρηματοδότηση άϋλων περιουσιακών στοιχείων, προκειμένου να εξοικονομηθούν οι δαπάνες των απαιτήσεων των κατόχων του χρέους (Myers, 1977). Η οικονομική θεωρία συναλλαγών-κόστους υποστηρίζει επίσης την προτίμηση των ιδίων κεφαλαίων όταν εμπλέκονται επενδύσεις που αφορούν συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία, δεδομένου ότι αυτό επιτρέπει στην επιχείρηση να εξοικονομήσει το κόστος των συναλλαγών. Ο δανεισμός είναι καταλληλότερος για επαναχρησιμοποιούμενα περιουσιακά στοιχεία (Williamson, 1988). Τέλος, καθώς το κόστος της οικονομικής δυσπραγίας είναι υψηλό σε βιομηχανίες εντάσεως σε άϋλα περιουσιακά στοιχεία και τα έξοδα με τα άϋλα περιουσιακά στοιχεία παράγουν φορολογικές ασπίδες που δεν βασίζονται στα επιτόκια, το επίπεδο του δανεισμού αναμένεται να είναι χαμηλό στις βιομηχανίες εντάσεως άϋλων περιουσιακών στοιχείων. Σε αυτό το πλαίσιο, οι Sen και Ouc (2008) χρησιμοποίησαν δεδομένα από την Τουρκία και βρήκαν ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ δανεισμού και άϋλων περιουσιακών στοιχείων. Οι Alves και Martins (2009, 2010) διαπιστώνουν ότι επιχειρήσεις υψηλότερης εντάσεως άϋλων περιουσιακών στοιχείων και δραστηριότητας E&A συνδέονται με χαμηλότερη μόχλευση.

Αντιστρόφως, η θεωρία της ιεράρχησης των κεφαλαίων προβλέπει ότι υπάρχει προτίμηση για δανεισμό όταν οι χρηματοδότες αντιμετωπίζουν υψηλά επίπεδα ασυμμετρίας πληροφόρησης, καθώς μια νέα έκδοση δανείου απαιτεί λιγότερη γνωστοποίηση πληροφοριών από ό,τι η έκδοση μετοχών. Αυτό υποδηλώνει μια θετική σχέση μεταξύ των άϋλων περιουσιακών στοιχείων και του δανεισμού. Οι Al-Najjar και Taylor (2008), χρησιμοποιώντας στοιχεία από την Ιορδανία και οι Salawu και Agboola (2008), χρησιμοποιώντας δεδομένα από την Νιγηρία, κατέληξαν επίσης σε αυτήν την συσχέτιση.

**Μερισματική πολιτική** - Ο ρόλος της μερισματικής πολιτικής ως μηχανισμός παρακολούθησης βρίσκεται αρχικά στους Easterbrook (1984) και Rozeff (1982), οι οποίοι επεκτείνουν την θεωρία της αντιπροσώπευσης των Jensen και Meckling (1976). Οι υψηλές πληρωμές μερίσματος, αυξάνουν την ανάγκη για νέα έκδοση μετοχών και οδηγούν σε περαιτέρω παρακολούθηση της απόδοσης των διευθυντικών στελεχών από επενδυτικές τράπεζες, χρηματιστήρια, ελεγκτές και προμηθευτές κεφαλαίων. Δεδομένου του επιπέδου εξειδίκευσης των τριών πρώτων κατηγοριών ιδρυμάτων και του ιδίου συμφέροντος των δυνητικών επενδυτών, η παρακολούθηση από τις κεφαλαιαγορές φαίνεται να αποτελεί έναν αποτελεσματικό μηχανισμό ελέγχου. Ο Easterbrook (1984) υποστηρίζει ότι οι νέοι επενδυτές είναι καλύτεροι από τους παλαιότερους, μειώνουν το κόστος αντιπροσώπευσης επειδή δεν έχουν κολλήσει ακόμη. Ακόμη και όταν οι πληρωμές μερισμάτων δεν απαιτούν νέα έκδοση μετοχών, καθορίζουν υψηλότερους δείκτες χρέους/ιδίων κεφαλαίων. Τέλος, συμπληρώνοντας τις υποθέσεις των Easterbrook (1984) και Rozeff (1982), ο Jensen (1986) υποστηρίζει ότι τα μερίσματα μειώνουν το υπερβάλλον επενδυτικό κόστος που προκύπτει από την ύπαρξη ελεύθερων ταμειακών ροών (ταμειακές ροές που υπερβαίνουν το ποσό των θετικών επενδύσεων καθαρής παρούσας αξίας που αντιμετωπίζει η επιχείρηση) .

Καθώς οι αγορές εξωτερικής πίστωσης απαιτούν υψηλά ασφάλιστρα για τις επιχειρήσεις εντάσεως σε άυλα περιουσιακά στοιχεία, η εσωτερική πιστωτική αγορά μετατρέπεται σε πηγή χρηματοδότησης χαμηλότερου κόστους. Συνεπώς, «οι επιχειρήσεις εντάσεως E&A τείνουν να πληρώνουν ελάχιστα ή καθόλου μερίσματα». Αυτή η πεποίθηση είναι σύμφωνη με την θεωρία της ιεράρχησης των κεφαλαίων. Δεδομένου ότι τα άυλα περιουσιακά στοιχεία χαρακτηρίζονται από υψηλά επίπεδα ασυμμετρίας πληροφόρησης (Aboody and Lev, 2000) και οι επιλογές χρηματοδότησης καθορίζονται από το σχετικό κόστος των εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης, οι επιχειρήσεις εντάσεως σε άυλα περιουσιακά στοιχεία χρηματοδοτούνται κατά προτίμηση με διακράτηση κερδών. Ο λόγος για την επιλογή αυτή είναι ότι αυτή η πηγή χρηματοδότησης δεν απαιτεί καμία εξωτερική γνωστοποίηση πληροφοριών. Δύο άλλοι λόγοι δικαιολογούν το χαμηλό επίπεδο πληρωμών μερισμάτων σε κλάδους εντάσεως άυλων περιουσιακών στοιχείων. Πρώτον, δεδομένου ότι ένα σημαντικό ποσοστό των επιχειρήσεων εντάσεως σε άυλα



περιουσιακά στοιχεία δεν είναι επικερδείς, δεν πληρώνουν μερίσματα. Δεύτερον, ορισμένες επιχειρήσεις εντάσεως σε άυλα περιουσιακά στοιχεία δεν έχουν δραστηριότητες παραγωγής (για παράδειγμα, οι επιχειρήσεις καθαρά E&A στον τομέα της βιοτεχνολογίας). Έτσι, καθώς δεν έχουν προβλέψιμη και σταθερή ροή ταμειακών εισροών, δεν είναι λογικό να πληρώνουν σήμερα μερίσματα στους επενδυτές και να ζητούν άρσιο εκ νέου χρήματα από τις χρηματοπιστωτικές αγορές.

**Ιδιοκτησία μετοχών από τους διευθυντικά στελέχη** - Τα προβλήματα της αντιπροσώπευσης προκύπτουν επειδή «οι υπεύθυνοι λήψης αποφάσεων που εκκινούν και εφαρμόζουν σημαντικές αποφάσεις δεν είναι οι κύριοι υπολειμματικοί αιτούντες και επομένως δεν φέρουν σημαντικό μερίδιο στα αποτελέσματα πλούτου των αποφάσεών τους» (Fama and Jensen, 1983, σ. 304 ). Ως εκ τούτου, τα κίνητρα των διευθυντικών στελεχών που καθιστούν (σε κάποιον βαθμό) τα διευθυντικά στελέχη «υπολειμματικούς αιτούντες» ενδεχομένως να διαδραματίζουν κεντρικό ρόλο στην μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης των ιδίων κεφαλαίων. Σε έναν κόσμο πλήρων συμβάσεων (όπου καθορίζονται πλήρως οι λειτουργίες απολαβών κάθε ενδιαφερόμενου), τα κίνητρα είναι περιττά και τα διευθυντικά στελέχη κερδίζουν έναν σταθερό μισθό.

Παράλληλα με τα προβλήματα της γενικής αντιπροσώπευσης μεταξύ διευθυντικών στελεχών και μετόχων, είναι σημαντικό να εξεταστεί η «μη παρατηρούμενη ετερογένεια στο συμβαλλόμενο περιβάλλον μεταξύ των επιχειρήσεων» (Himmelberg κ.ά., 1999, σελ. 354). Μεταξύ των παραγόντων της «μη παρατηρούμενης ετερογένειας» είναι και το κόστος που προκύπτει από τα άυλα περιουσιακά στοιχεία. Όπως ισχυρίζονται ο Krmiloff-Smith (1995), «ο υψηλός και ιδιόμορφος χαρακτήρας αυτών των δαπανών εμποδίζει τον σχεδιασμό συμβάσεων παροχής κινήτρων, οι οποίες είναι αποτελεσματικές στην προώθηση της εφευρετικής δραστηριότητας και αποκλείουν την χρήση συστημάτων σχετικής απόδοσης».

Δεδομένου ότι οι επιχειρήσεις εντάσεως σε άυλα περιουσιακά στοιχεία βασίζονται σε μεγάλο βαθμό στο ανθρώπινο δυναμικό διαχείρισης και ότι η απόδοση των άυλων περιουσιακών στοιχείων είναι δύσκολο να μετρηθεί (ειδικά στα αρχικά στάδια της επένδυσης), τα κίνητρα απόδοσης βάσει της αγοράς αναμένεται να

αντικαταστήσουν τις σταθερές αμοιβές και τα μόνους με βάση τα λογιστικά στοιχεία σε επιχειρήσεις εντάσεως σε άυλα περιουσιακά στοιχεία. Υπάρχει μια μεγάλη κλίμακα κινήτρων απόδοσης που βασίζονται στην αγορά, όπως τα σχέδια δικαιωμάτων προαίρεσης μετοχών, τα μακροπρόθεσμα σχέδια παροχής κινήτρων και η ιδιοκτησία μετοχών από τους διευθυντικά στελέχη. Μεταξύ αυτών των μηχανισμών ευθυγράμμισης, η ιδιοκτησία μετοχών από τα διευθυντικά στελέχη αντικατοπτρίζει μια πιο μακροπρόθεσμη δέσμευση με την επιχείρηση και καθιστά τον διαχειριστή πραγματικό «υπολειμματικό αιτούντα». Με άλλα λόγια, η ιδιοκτησία μετοχών από τα διευθυντικά στελέχη αναμένεται να μειώσει το επίπεδο των συγκρούσεων αντιπροσώπευσης επειδή τα διευθυντικά στελέχη φέρουν ένα ποσοστό των αποτελεσμάτων του πλούτου (κέρδος ή ζημία, όχι μόνο κέρδος) ως κάτοχοι μετοχών και φέρουν και όλα τα έξοδα / οφέλη που συνδέονται με τις ζημίες / κέρδη στην αξία του μη διαφοροποιημένου ανθρώπινου κεφαλαίου τους (Fama, 1980). Η υψηλή ιδιοκτησία από τα διευθυντικά στελέχη επίσης στέλνει ένα μήνυμα στις χρηματοπιστωτικές αγορές για την υψηλή ποιότητα των έργων μιας επιχείρησης (Leland and Pyle, 1977). Δεδομένου ότι οι επενδύσεις σε άυλα περιουσιακά στοιχεία έχουν μακροπρόθεσμο χαρακτήρα, η ιδιοκτησία μετοχών από τους διευθυντικά στελέχη αυξάνει επίσης την αφοσίωσή τους στην επιχείρηση. Χρησιμοποιώντας στοιχεία από το Ηνωμένο Βασίλειο, οι Alves και Martins (2009) αναφέρουν ότι η ιδιοκτησία μετοχών από τα διευθυντικά στελέχη είναι χαμηλότερη στις εταιρείες E&A από ό,τι σε μη εταιρείες με E&A. Σε αντίθεση με αυτή τη θετική άποψη, ένας αυξανόμενος αριθμός συγγραφέων υποδεικνύει ότι η ιδιοκτησία μετοχών από τα διευθυντικά στελέχη μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση του οπορτουισμού από τα διευθυντικά στελέχη (Short and Keasey, 1999).

Τέλος, χρησιμοποιώντας στοιχεία από τις Η.Π.Α., οι Morek κ.ά., (1988) διαπιστώνουν ότι, στις ταχέως αναπτυσσόμενες / νέες επιχειρήσεις, η ιδιοκτησία μετοχών από τα διευθυντικά στελέχη διαδραματίζει σημαντικότερο ρόλο (σηματοδότηση ή αποζημίωση) από ό,τι σε παλιές, μεγάλες επιχειρήσεις. Οι Demsetz και Lehn (1985), αντιθέτως, θεωρούν ότι η ιδιοκτησία μετοχών από τα διευθυντικά στελέχη έχει θετική σχέση (αλλά με μειωμένους ρυθμούς) με δυσκολία παρακολούθησης. Οι Joher κ.ά., (2011), χρησιμοποιώντας στοιχεία από την

Μαλαισία, αναφέρουν μια θετική σχέση μεταξύ της ιδιοκτησίας μετοχών από τα διευθυντικά στελέχη και των άυλων περιουσιακών στοιχείων.

Παρόλα αυτά, αντί για αποτελέσματα ευθυγράμμισης, εφόσον τα διευθυντικά στελέχη επιχειρήσεων εντάσεως σε άυλα περιουσιακά στοιχεία έχουν καλύτερη γνώση από ότι οι εξωτερικοί μέτοχοι σχετικά με τις δραστηριότητες της επιχείρησης, μπορούν να χρησιμοποιήσουν αυτήν την ασυμμετρία πληροφόρησης για να εξαγάγουν πρόσθετα μισθώματα κρατώντας τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης (Grinblatt and Titman, 1997).

**Εξωτερική ιδιοκτησία μετοχικού κεφαλαίου** - Όταν η ιδιοκτησία είναι διασκορπισμένη, κανένας μεμονωμένος μέτοχος δεν έχει κίνητρα για να υποστηρίξει όλα τα έξοδα ενεργητικής παρακολούθησης ενώ μοιράζεται τα οφέλη με άλλους μετόχους. Εντούτοις, όταν αυξάνεται η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας μετοχών, οι μεγάλοι μέτοχοι φέρουν μεγαλύτερο ποσοστό στις αποφάσεις των διευθυντικών στελεχών που καταστρέφουν την αξία και έχουν κάποια κίνητρα για την ενεργό παρακολούθηση των αποφάσεων των διευθυντικών στελεχών (Demsetz και Lehn, 1985).

Λόγω της φύσης των άυλων περιουσιακών στοιχείων, οι επιχειρήσεις εντάσεως σε άυλα περιουσιακά στοιχεία χαρακτηρίζονται από υψηλό κόστος αντιπροσώπευσης. Η δύναμη διακριτικής ευχέρειας και το περιθώριο ευκαιριακής συμπεριφοράς των διευθυντικών στελεχών είναι υψηλά, καθώς έχουν μεγαλύτερη επαγγελματική εμπειρία από τους μετόχους.

Οι μεγάλοι μέτοχοι μπορούν να συνεργάζονται με τους διευθυντικά στελέχη και να επιδιώκουν τα δικά τους συμφέροντα σε βάρος των μικρότερων μετόχων. Υπό αυτήν την έννοια, τα μεγάλα μετοχικά μερίδια δημιουργούν τα δικά τους προβλήματα, οδηγώντας τους Agrawal και Knoeber (1996, σ. 380) να αναρωτηθούν για το «ποιος ελέγχει αυτούς που ελέγχουν». Οι μεγαλομέτοχοι μπορούν να βλάψουν την απόδοση μιας επιχείρησης λόγω της μεγάλης έκθεσής τους στον κίνδυνο μιας επιχείρησης (Demsetz and Lehn, 1985). Επιπλέον, καθώς οι εξωτερικοί επενδυτές μπορούν να διαφοροποιήσουν τα χαρτοφυλάκιά τους, οι μέτοχοι φαίνεται ότι «δεν

ενδιαφέρονται για τον άμεσο έλεγχο της διαχείρισης οποιασδήποτε επιχείρησης» (Fama, 1980, σελ. 295).

Τα προβλήματα των κρυφών ενεργειών και των κρυμμένων προβλημάτων πληροφόρησης γίνονται σοβαρά. Επειδή η συγκεντρωμένη ιδιοκτησία έχει κίνητρα να παρακολουθεί και να επηρεάζει την διοίκηση για να προστατεύει τις σημαντικές επενδύσεις της, το πρόβλημα του «ελεύθερου αναβάτη» μετριάζεται, οδηγώντας σε χαμηλότερο κόστος αντιπροσώπευσης (Yafeh and Yosha, 2003), αντισταθμίζοντας με αυτόν τον τρόπο το υψηλό κόστος της ιδιοκτησίας μεγαλομετόχων. Η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας που δημιουργεί προβλήματα ρευστότητας στους επενδυτές, δημιουργεί επίσης μια μακροπρόθεσμη σχέση μεταξύ διευθυντικών στελεχών και μετόχων (μετριάζοντας το πιθανό «βραχυπρόθεσμο» χαρακτήρα των μετόχων) και αυξάνει τα κίνητρα των μετόχων να μειώσουν την ασυμμετρία πληροφόρησης (Lee and O'Neill, 2003).

**Διάρθρωση του διοικητικού συμβουλίου** - Τα διοικητικά συμβούλια διορίζονται για να εκπροσωπούν τα συμφέροντα των μετόχων και να γεφυρώνουν το χάσμα μεταξύ εξωτερικών μετόχων και διευθυντικών στελεχών των επιχειρήσεων (Keasey and Wright, 1993). Αν και όλα τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου υποτίθεται ότι εργάζονται για την αύξηση του πλούτου των μετόχων, η θεωρία της αντιπροσώπευσης υποστηρίζει ότι οι μη εκτελεστικοί διευθυντές, εξαιτίας της ανεξαρτησίας και της εξειδικευμένης εμπειρίας τους, αποτελούν ιδιαίτερα ισχυρό μηχανισμό παρακολούθησης των ενεργειών των εκτελεστικών διευθυντών (οι οποίοι υποτίθεται ότι είναι ομορτουμιστικοί παράγοντες) (Rediker and Seth, 1995). Οι μη εκτελεστικοί διευθυντές είναι δυνητικά αποτελεσματικοί, αφού «οι εξωτερικοί διευθυντές έχουν κίνητρα να αναπτύξουν την φήμη τους ως εμπειρογνώμονες στον έλεγχο αποφάσεων» (Fama and Jensen, 1983, σελ. 315). Το διοικητικό συμβούλιο μπορεί να θεωρηθεί ως μέσο με το οποίο τα διευθυντικά στελέχη ελέγχουν άλλα διευθυντικά στελέχη. Όπως περιγράφεται από τον Fama (1980, σελ. 293), «εάν υπάρχει ανταγωνισμός ανάμεσα στους ίδιους τους ανώτατους διευθυντές (όλοι θέλουν να είναι το αφεντικό των αφεντικών), τότε ίσως είναι οι καλύτεροι για τον έλεγχο του διοικητικού συμβουλίου». Ωστόσο, τα διοικητικά συμβούλια στα οποία

κυριαρχούν οι μη εκτελεστικοί διευθυντές μπορεί να καταλήξουν σε καταπιεστικές στρατηγικές ενέργειες, υπερβολικό έλεγχο, έλλειψη επιχειρηματικών γνώσεων και πραγματική ανεξαρτησία (Haniffa and Cooke, 2002).

Η έκθεση Hampel (1998), που συνδυάζει τις θεωρίες αντιπροσώπευσης και εξάρτησης από τους πόρους, τονίζει ότι οι μη εκτελεστικοί διευθυντές θα πρέπει να έχουν μια λειτουργία παρακολούθησης και να συνεισφέρουν με την πολύτιμη εμπειρογνωμοσύνη τους στην επιχείρηση. Δεδομένου ότι οι επιχειρήσεις εντάσεως σε άλλα περιουσιακά στοιχεία απαιτούν υψηλή τεχνογνωσία και χαρακτηρίζονται από υψηλή διακριτική ευχέρεια της διαχείρισης, οι μη εκτελεστικοί διευθυντές αναμένεται να διαδραματίσουν κεντρικό ρόλο ως μηχανισμοί διακυβέρνησης σε αυτό το είδος επιχείρησης. Χρησιμοποιώντας στοιχεία από το Ηνωμένο Βασίλειο, οι Alves και Martins (2009) τεκμηριώνουν ότι η διάρθρωση του διοικητικού συμβουλίου είναι σταθερά υψηλότερη στις επιχειρήσεις E&A. Αντίθετα, οι Bushman και Smith (2001) υποστηρίζουν ότι όταν τα λογιστικά μεγέθη δεν κάνουν καλή δουλειά στο να αντικατοπτρίζουν την πραγματική απόδοση των διευθυντικών στελεχών (που φαίνεται να συμβαίνει σε επιχειρήσεις εντάσεως σε άλλα περιουσιακά στοιχεία), οι επιχειρήσεις μπορούν να αντιδράσουν τοποθετώντας ένα υψηλό ποσοστό εσωτερικών διευθυντών στο διοικητικό συμβούλιο .

**Ζήτηση ελέγχου** - Οι δαπάνες ελέγχου είναι ένα στοιχείο του κόστους παρακολούθησης και δέσμευσης που φέρουν οι επενδυτές (Jensen and Meckling, 1976). Η θεωρία της αντιπροσώπευσης υποστηρίζει ότι η τάση για απαίτηση ανεξάρτητων ελέγχων αυξάνεται με την έκταση του διαχωρισμού της ιδιοκτησίας από τον έλεγχο (Chan κ.ά., 1993). Η μείωση της λογιστικής χειραγώγησης φαίνεται να διαδραματίζει καθοριστικό ρόλο στον περιορισμό του κόστους αντιπροσώπευσης, περιορίζοντας την ικανότητα των διευθυντικών στελεχών να εξαπατούν τους μετόχους. Ένα ασθενέστερο σύστημα εσωτερικού ελέγχου (Jensen, 1993), μία χαμηλότερη αξιοπιστία της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης των άλλων περιουσιακών στοιχείων (Lev, 2001, Lev και Zarowin, 1999) και μια χαμηλότερη παρατηρησιμότητα των ενεργειών των διευθυντικών στελεχών δημιουργούν χώρο για άσκηση συμπεριφοράς διακριτικής ευχέρειας από τα διευθυντικά στελέχη στις

επιχειρήσεις εντάσεως σε άυλα περιουσιακά στοιχεία. Επομένως, τα χαρακτηριστικά των άυλων περιουσιακών στοιχείων ενδέχεται να δημιουργήσουν υψηλότερη ζήτηση ελέγχου. Στο πνεύμα αυτό, οι Alves και Martins (2009), οι Godfrey και Hamilton (2005) και O'Sullivan (2000) αναφέρουν μια θετική σχέση μεταξύ των δαπανών E&A και των αμοιβών ελέγχου.

## **2.2 Δείκτες ευρωστίας εταιρείας**

Υπάρχουν διάφορες μετρήσεις για την αξιολόγηση της οικονομικής ευρωστίας της εταιρείας. Μία από τις πιο δημοφιλείς μεθόδους είναι η δοκιμή πτώχευσης του Altman Z. Αυτές οι μέθοδοι είναι γνωστές ως βαθμολογία Z (Z-score). Οι Saha και Bose (2017) εφάρμοσαν επιτυχώς την βαθμολογία Z στις έρευνές τους για να μετρήσουν τον κίνδυνο πτώχευσης σε εταιρείες ακινήτων στην Ινδία. Στην μέθοδο αυτή χρησιμοποίησαν 5 δείκτες για την πρόβλεψη του επιπέδου του κινδύνου πτώχευσης της εταιρείας, όπως τα κέρδη εις νέον, το EBIT, το μετοχικό κεφάλαιο και τα έσοδα. Εάν η βαθμολογία Z είναι χαμηλή, σημαίνει ότι η εταιρεία έχει υψηλό κίνδυνο σε σχέση με την ευρωστία της.

Αυτή η έρευνα δεν θα χρησιμοποιήσει τον παράγοντα Z ως την μέθοδο μέτρησης της οικονομικής ευρωστίας. Ο λόγος είναι ότι αυτή η έρευνα επεξεργάζεται επίσης την ανάλυση από την άποψη της εταιρικής διακυβέρνησης. Ωστόσο, η ιδέα της ανάλυσης της βαθμολογίας Z χρησιμοποιείται για τον ορισμό της απόδοσης της εταιρείας και την ανάλυση της πτώχευσης σε αυτήν την μελέτη. Προτείνονται δύο μέθοδοι μέτρησης του επιπέδου της ευρωστίας της εταιρείας ως εξής:

### **□ Εταιρική απόδοση**

Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων είναι μία από τις πιο δημοφιλείς μεθόδους στον υπολογισμό της εταιρικής απόδοσης (Banerjee, 2015). Αυτές οι μέθοδοι αποτελούν μία σύγκριση μεταξύ κερδών μετά από φόρους και μετοχικού κεφαλαίου. Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων υπολογίζει το επίπεδο της απόδοσης που θα λάβει ο μέτοχος από την εισφορά του στα ίδια κεφάλαια.

### **□ Δείκτης φερεγγυότητας**

Ο δείκτης φερεγγυότητας είναι η σύγκριση μεταξύ του κέρδους της εταιρείας και των υποχρεώσεών της. Μετρά την ικανότητα της εταιρείας να πληρώνει τις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της (Brooks, 2015).

## 2.3 Θεωρίες Χρηματοοικονομικής Και Διακυβέρνησης

Αν και είναι σύνηθες να επιλέξουμε ένα ενιαίο θεωρητικό παράδειγμα και να αναπτύξουμε το θεωρητικό / εμπειρικό έργο μέσα σε αυτό το επιλεγμένο παράδειγμα, η φύση των άυλων περιουσιακών στοιχείων φαίνεται να απαιτεί την χρήση συμπληρωματικών θεωρητικών προοπτικών. Πράγματι, τα άυλα περιουσιακά στοιχεία έχουν επιπτώσεις σε πολλαπλές βασικές διαστάσεις μίας επιχείρησης, όπως το επίπεδο των μη δανειακών φορολογικών ασπίδων, το κόστος πτώχευσης, το κόστος αντιπροσώπευσης, την ασυμμετρία πληροφόρησης και το κόστος συναλλαγής.

### 2.3.1 Χρηματοοικονομικές πολιτικές

Σύμφωνα με την υπόθεση μίας συμμετρικής πληροφόρησης, μηδενικού κόστους συναλλαγών, τέλει και πλήρεις αγορές, καμία φορολογία και ορθολογική συμπεριφορά, οι Modigliani και Miller (MM) (1958) καταδεικνύουν την έλλειψη χρηματοοικονομικής πολιτικής. Η πρώτη πρόκληση για το αρχικό μοντέλο των MM προήλθε από τα μοντέλα που ενσωματώνουν φόρους. Παράλληλα με την «ασπίδα επιτοκιακής φορολογίας», αυτά τα μοντέλα θεωρούν και την ύπαρξη ασπίδων μη επιτοκιακής φορολογίας. Αναμένεται ότι οι ασπίδες μη επιτοκιακής φορολογίας θα δημιουργήσουν χαμηλότερο επίπεδο δανεισμού *ceteris paribus* (DeAngelo και Masulis, 1980). Δεδομένου ότι οι δαπάνες για τα άυλα περιουσιακά στοιχεία αντιμετωπίζονται συνήθως ως έξοδα όταν προκύπτουν, δημιουργούν ασπίδες μη επιτοκιακής φορολογίας (καθιστώντας περιττές τις «ασπίδες επιτοκιακής φορολογίας»), γεγονός που οδηγεί σε χαμηλό δανεισμό (Bradley κ.ά., 1984; Balakrishnan και Fox, 1993).

Η θεωρία της αμοιβαίας αντιστάθμισης έφερε το κόστος της οικονομικής δυσπραγίας, το οποίο προέρχεται κυρίως από το κόστος πτώχευσης (Castanias, 1983). Δεδομένου ότι η «ρευστότητα των περιουσιακών στοιχείων είναι ένας σημαντικός

καθοριστικός παράγοντας για το κόστος της οικονομικής δυσπραγίας» (Shleifer and Vishny, 1992, σελ. 1364) και η αξία των περισσότερων άυλων περιουσιακών στοιχείων εξαρτάται από την ύπαρξη της επιχείρησης ως «συνεχιζόμενης δραστηριότητας», το κόστος της πτώχευσης θα είναι σχετικά υψηλότερο στις επιχειρήσεις εντάσεως σε άυλα περιουσιακά στοιχεία. Ως επακόλουθο τόσο των ασπίδων υψηλής μη επιτοκιακής φορολογίας όσο και του υψηλού κόστους της οικονομικής δυσπραγίας, αναμένεται το επίπεδο δανεισμού σε αυτές τις επιχειρήσεις να είναι χαμηλό.

Η προσέγγιση της ασύμμετρης πληροφόρησης προϋποθέτει, σε αντίθεση με το μοντέλο των MM, ότι οι διαχειριστές έχουν άριστη πληροφόρηση σχετικά με τις μελλοντικές αποδόσεις και τις ευκαιρίες ανάπτυξης της επιχείρησης. Μπορεί κανείς να αναμένει ότι το επίπεδο των «ανώτερων πληροφοριών» των παραγόντων εκ των έσω θα είναι υψηλότερο στις επιχειρήσεις εντάσεως σε άυλα περιουσιακά στοιχεία.

Η θεωρία σηματοδότησης υποστηρίζει ότι οι διευθυντές έχουν κίνητρα να αποκαλύψουν τις ανώτερες πληροφορίες τους στις κεφαλαιαγορές μέσω των οικονομικών επιλογών τους, δηλαδή μέσω της οικονομικής διάρθρωσης (Ross, 1977) και της πολιτικής μερισμάτων. Δεδομένου ότι η ένταση του σήματος πρέπει να εξαρτάται θετικά από το μέγεθος του κενού της ασυμμετρίας πληροφόρησης (επειδή τα οφέλη που προκύπτουν από την χρήση του σήματος μεγιστοποιούνται) και ότι οι καλές (χαμηλού κινδύνου) επιχειρήσεις συνήθως χρηματοδοτούνται περισσότερο από δανεισμό, τα επιχειρήματα της σηματοδότησης προτείνουν ότι οι διευθυντές των επιχειρήσεων εντάσεως σε άυλα περιουσιακά στοιχεία θα πρέπει να χρησιμοποιήσουν περισσότερο τον δανεισμό.

Τα μοντέλα ασυμμετρίας της πληροφόρησης υποστηρίζουν επίσης ότι οι εμπλεκόμενοι έχουν κίνητρα να πωλούν υπερτιμημένες απαιτήσεις σε νέους επενδυτές. Αυτό θα δημιουργούσε δυσμενείς επιλογές, οδηγώντας σε υποεπενδύσεις από τις επιχειρήσεις. Κατά συνέπεια, η κεφαλαιακή διάρθρωση θα σχεδιάζόταν για να μετριάσει την αναποτελεσματικότητα των επενδυτικών αποφάσεων των επιχειρήσεων που προκλήθηκαν από το φαινόμενο της ασυμμετρίας της πληροφόρησης (έτσι, υπάρχει μία σχέση μεταξύ επενδυτικών και χρηματοδοτικών πολιτικών). Συνεπώς, η θεωρία ιεράρχησης κεφαλαίων (Myers and Majluf, 1984; Myers, 1984) υποστηρίζει



ότι οι επιχειρήσεις προτιμούν πηγές χρηματοδότησης που απαιτούν χαμηλότερα επίπεδα αποκάλυψης πληροφοριών. Επομένως, πρώτα απ' όλα, οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν ταμειακές ροές που δημιουργούνται εσωτερικά, μετά τον δανεισμό και τελευταία την έκδοση νέων μετοχών.

Στα μοντέλα ασύμμετρης πληροφόρησης, η θεωρία σηματοδότησης υποδηλώνει ότι το «πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων» επιτρέπει την μείωση των επιπέδων ασυμμετρίας της πληροφόρησης μεταξύ διαχειριστών και επενδυτών σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης. Η αξιοπιστία της πολιτικής για τα μερίσματα ως σήμα προέρχεται εν μέρει από το γεγονός ότι είναι πολύ δαπανηρό για τις «κακές» επιχειρήσεις να το χρησιμοποιούν ως μέσο σηματοδότησης. Επομένως, οι επιχειρήσεις εντάσεως σε περιουσιακά στοιχεία, εάν θέλουν να σηματοδοτούν την «καλή ποιότητα», θα πρέπει να πληρώνουν υψηλά μερίσματα. Η θεωρία σηματοδότησης υποστηρίζει επίσης ότι, παράλληλα με τα μερίσματα, οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν ως σήματα και άλλα οικονομικά χαρακτηριστικά (όπως την χρηματοπιστωτική διάρθρωση) (Easterbrook, 1984) και την διάρθρωση της ιδιοκτησίας (Leland and Pyle, 1977).

Τέλος, η θεωρία της ιεράρχησης των κεφαλαίων (Myers and Majluf, 1984; Myers, 1984) υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις επιλέγουν πηγές χρηματοδότησης που απαιτούν χαμηλότερα επίπεδα αποκάλυψης πληροφοριών, που σημαίνει προτίμηση για τη διατήρηση κέρδους. Καθώς οι επιχειρήσεις με περισσότερα άυλα περιουσιακά στοιχεία χαρακτηρίζονται από υψηλή ασυμμετρία πληροφόρησης, αναμένεται ότι οι επιχειρήσεις εντάσεως σε άυλα περιουσιακά στοιχεία θα εμφανίζουν χαμηλές πληρωμές μερισμάτων προκειμένου να μετριάσουν το πρόβλημα των ανεπαρκών επενδύσεων. Επομένως, αντίθετα με την πρόβλεψη των MM, υπάρχει σχέση μεταξύ πληρωμών μερισμάτων και επενδυτικής πολιτικής.

Τα μοντέλα που εξετάζουν την ύπαρξη προβλημάτων σε επίπεδο κινήτρων έχουν προσελκύσει σημαντικό θεωρητικό και εμπειρικό ενδιαφέρον. Η θεωρία της αντιπροσώπευσης υποστηρίζει ότι οι χρηματοοικονομικές πολιτικές καθορίζονται από το κόστος της αντιπροσώπευσης. Δεδομένων των χαρακτηριστικών των άυλων περιουσιακών στοιχείων, το κόστος αντιπροσώπευσης αναμένεται να είναι υψηλό σε επιχειρήσεις εντάσεως σε άυλα περιουσιακά στοιχεία. Οι Jensen και Meckling (1976)

προσδιορίζουν δύο πηγές σύγκρουσης: τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και του ελέγχου και την σύγκρουση μεταξύ κατόχων μετοχών και κατόχων χρέους. Οι μέτοχοι μπορούν να μειώσουν το μέγεθος της σύγκρουσης με τους διαχειριστές (αλλά όχι να τον εξαλείψουν) μέσω ενός «πακέτου αμοιβών» που αντισταθμίζει τα κίνητρα απόδοσης και της κατανομής των κινδύνων, επιτρέποντας, π.χ., στα διαχειριστικά στελέχη να γίνουν μέτοχοι (Jensen και Meckling, 1976). Το αυξημένο χρέος μειώνει επίσης την σύγκρουση αντιπροσώπευσης, καθώς αυξάνει το μερίδιο των διαχειριστών στα ίδια κεφάλαια και μειώνει το ποσό της ελεύθερης ταμειακής ροής που διατίθεται για υπερβολικές επενδύσεις από τους διαχειριστές (Jensen, 1986). Με την σειρά της, η σύγκρουση των κατόχων μετοχών και των κατόχων χρέους προκύπτει από το πρόβλημα της «αντικατάστασης περιουσιακών στοιχείων» (ή μετατόπισης του κινδύνου), το οποίο επιδεινώνεται από τα χαρακτηριστικά των άυλων περιουσιακών στοιχείων.

Η θεωρία αντιπροσώπευσης προτείνει επίσης ότι οι διαχειριστές, οι οποίοι έχουν επενδύσει το μη διαφοροποιημένο ανθρώπινο κεφάλαιό τους στην επιχείρηση, θέλουν να εξασφαλίσουν την μελλοντική βιωσιμότητα της επιχείρησης (Fama, 1980, Zingales, 2000). Δεδομένου ότι οι διαχειριστές χαρακτηρίζονται από αποστροφή κινδύνου (και οι επενδύσεις σε άυλα περιουσιακά στοιχεία είναι ιδιαίτερα επικίνδυνες), ένας τρόπος μείωσης του συνολικού κινδύνου τους είναι με την μείωση του χρέους της επιχείρησης (Friend και Lang, 1988; Berger κ.ά., 1997). Λόγω της συνάφειας του ανθρώπινου κεφαλαίου των διαχειριστών και της ασυμμετρίας της τεχνογνωσίας μεταξύ διαχειριστών και μετόχων, ο αντίκτυπος των κρυφών ενεργειών και των κρυφών προβλημάτων πληροφόρησης φαίνεται να έχει καθοριστική σημασία στον σχεδιασμό των χρηματοοικονομικών δομών σε επιχειρήσεις εντάσεων σε άυλα περιουσιακά στοιχεία.

Με την επέκταση των επιπτώσεων της θεωρίας αντιπροσώπευσης των Jensen και Meckling (1976), ο ρόλος των μερισμάτων ως πειθαρχικού μηχανισμού εντοπίζεται αρχικά από τους Rozeff (1982) και Easterbrook (1984). Οι επιπτώσεις διακυβέρνησης των μερισμάτων προκύπτουν από την ανάγκη για την έκδοση νέων μετοχών στις πρωτεύουσες κεφαλαιαγορές, οδηγώντας σε αυξημένη παρακολούθηση της αποδοτικότητας των διευθυντικών στελεχών και της κερδοφορίας των

μελλοντικών επενδύσεων των επιχειρήσεων από επενδυτικές τράπεζες, χρηματιστήρια, ελεγκτές και προμηθευτές κεφαλαίων (Rozeff, 1982). Λαμβάνοντας υπόψη το επίπεδο εξειδίκευσης των τριών πρώτων κατηγοριών θεσμών και το συμφέρον των δυνητικών επενδυτών, η παρακολούθηση από τις κεφαλαιαγορές εμφανίζεται ως αποτελεσματικός μηχανισμός ελέγχου. Η οικονομική θεωρία συναλλαγών-κόστους αμφισβητεί άμεσα άλλες υποθέσεις του μοντέλου MM, δεδομένου ότι οι πραγματικές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν το κόστος των συναλλαγών, το οποίο εξαρτάται από τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων. Ο Williamson (1988) υποστηρίζει ότι οι χρηματοοικονομικές δομές εξαρτώνται κυρίως από τα χαρακτηριστικά των περιουσιακών τους στοιχείων: τα επαναχρησιμοποιούμενα περιουσιακά στοιχεία χρηματοδοτούνται από τον δανεισμό (με βάση τα ρητά συμβόλαια), ενώ τα μη αναδιανεμητέα περιουσιακά στοιχεία (όπως τα περισσότερα άυλα περιουσιακά στοιχεία) χρηματοδοτούνται από τα ίδια κεφάλαια (μιας και τα ίδια κεφάλαια προσφέρουν μεγαλύτερη ευελιξία). Ως εκ τούτου, ο δανεισμός και τα ίδια κεφάλαια πρέπει να θεωρούνται όχι μόνο ως εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, αλλά και ως εναλλακτικοί μηχανισμοί διακυβέρνησης. Τα έξοδα συναλλαγών είναι επίσης σημαντικά όταν εξετάζονται οι εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, επηρεάζοντας κατά συνέπεια την μερισματική πολιτική.

Συνοψίζοντας, υπάρχουν πολλά επιχειρήματα - κόστος πτώχευσης, κόστος αντιπροσώπευσης, ασυμμετρία πληροφόρησης και κόστος συναλλαγών - γεγονός που υποδηλώνει την συνάφεια των χαρακτηριστικών των άυλων περιουσιακών στοιχείων με τον σχεδιασμό των χρηματοπιστωτικών δομών.

### **2.3.2 Θεωρίες εταιρικής διακυβέρνησης**

Ο κύριος όγκος της έρευνας στην εταιρική διακυβέρνηση στοχεύει στην κατανόηση των συνεπειών του διαχωρισμού της ιδιοκτησίας από τον έλεγχο στις επιδόσεις των επιχειρήσεων. Με άλλα λόγια, η εταιρική διακυβέρνηση αναλύει τα αποτελέσματα της προειδοποίησης του Adam Smith (1776) σχετικά με την «αμέλεια και την αφθονία» που προκύπτουν όταν άνθρωποι διαχειρίζονται εταιρείες, οι οποίες έχουν γίνει «μάλλον από τα χρήματα άλλων ανθρώπων παρά τα δικά τους» σε αντίθεση με την «αγχωτική επαγρύπνηση» των ιδιοκτητών. Με αυτή την έννοια, «η

εταιρική διακυβέρνηση είναι, σε μεγάλο βαθμό, ένα σύνολο μηχανισμών μέσω των οποίων οι εξωτερικοί επενδυτές προστατεύονται από την απαλλοτρίωση από τους εκ των έσω» (La Porta κ.ά., 2000, σ. 4). Σε αντίθεση με αυτή την προοπτική που βασίζεται σε αντικρουόμενα συμφέροντα, η προσέγγιση της επιτροπείας-επιμελητείας υπερασπίζεται από την ύπαρξη μιας συνεργατικής σχέσης μεταξύ διαχειριστών και μετόχων. Η υιοθέτηση μίας από αυτές τις δύο αποκλίνουσες προοπτικές έχει σημαντικό αντίκτυπο στην επιλογή των μηχανισμών που μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εργαλεία παρακολούθησης και στη φύση της σχέσης μεταξύ τους (συμπληρωματική ή με δυνατότητα υποκατάστασης).

Τα προβλήματα αντιπροσώπευσης διαδραματίζουν κεντρικό ρόλο στην εμφάνιση δομών διακυβέρνησης. *«Τα προβλήματα αντιπροσώπευσης προκύπτουν επειδή τα συμβόλαια δεν γράφονται και εκτελούνται χωρίς κόστος»* (Fama and Jensen, 1983, σελ. 304). Δεδομένου ότι οι συμβάσεις δεν είναι πλήρεις, εξακολουθούν να υπάρχουν προβλήματα ηθικού κινδύνου και δυσμενούς επιλογής. Ιδιαίτερα σε επιχειρήσεις με άυλα περιουσιακά στοιχεία, οι διαχειριστές μπορούν να βελτιώσουν την διαπραγματευτική τους θέση αναπτύσσοντας «επενδύσεις συγκεκριμένες ως προς τον διαχειριστή». Επίσης, το επίπεδο ατελειών των συμβάσεων φαίνεται να αυξάνεται με το επίπεδο της έντασης των άυλων περιουσιακών στοιχείων. Το κόστος της συγγραφής και της επιβολής (ολοένα και πιο ατελών) συμβάσεων γίνεται σοβαρό όταν τα διευθυντικά στελέχη διαθέτουν καλύτερη επιχειρηματική εμπειρία από τους χρηματοδότες (μέτοχοι και κάτοχοι χρεών).

Από την πλευρά του κατόχου του χρέους, δεδομένου ότι τα σχέδια καινοτομίας είναι επικίνδυνα, απρόβλεπτα, μακροπρόθεσμα, εντάσεως εργασίας και ιδιοσυγκρασιακά, «αποδεικνύεται ότι η σύναψη συμβάσεων στο πλαίσιο αυτών των συνθηκών είναι ιδιαίτερα απαιτητική» και κατά συνέπεια, *«το κόστος αντιπροσώπευσης που συνδέεται με την καινοτομία είναι πιθανόν να είναι υψηλό»* (Holmstrom, 1989, σελ. 309). Επιπλέον, με την παρουσία άυλων περιουσιακών στοιχείων, το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης φαίνεται να απομακρύνεται από την κλασσική διοικητική τάση στην υπερβολική αμοιβή και την κατανάλωση ειδών σε άλλα στοιχεία της συνάρτησης χρησιμότητας ενός διευθυντή.

Από την πλευρά του κατόχου του χρέους «επειδή τα περιουσιακά στοιχεία των επιχειρήσεων υψηλής ανάπτυξης είναι σε μεγάλο βαθμό άυλα, οι κάτοχοι χρεών δυσκολεύονται περισσότερο να παρατηρήσουν πώς οι μέτοχοι χρησιμοποιούν περιουσιακά στοιχεία σε εταιρείες υψηλής ανάπτυξης» (Goyal κ.ά., 2002, σ. 45). Συνεπώς, καθώς το περιθώριο διακριτικής συμπεριφοράς είναι υψηλότερο σε τομείς με περισσότερα άυλα περιουσιακά στοιχεία από ό,τι στις παραδοσιακές βιομηχανίες, αυξάνεται η αντικατάσταση των περιουσιακών στοιχείων (μετατόπιση κινδύνου) και τα προβλήματα υποαπασχόλησης, επιδεινώνοντας τα δυσμενή προβλήματα επιλογής. Έτσι, αντιμετωπίζοντας το υψηλό κόστος αντιπροσώπευσης, την υψηλή ασυμμετρία πληροφόρησης και το υψηλό κόστος πτώχευσης, οι κάτοχοι χρέους περιορίζουν το ποσό της πίστωσης σε επιχειρήσεις με άυλα περιουσιακά στοιχεία.

#### **2.4 Εταιρική διακυβέρνηση και η σχέση της με τα άυλα περιουσιακά στοιχεία**

Η εταιρική διακυβέρνηση προκύπτει από το ανάλογο της διακυβέρνησης των πόλεων, εθνών ή κρατών και της διακυβέρνησης των εταιρειών (Dimopoulos και Wagner, 2016). Από την μελέτη των Tricker και Tricker (2015) το ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί ένα ιδιαίτερα σημαντικό θέμα, λόγω των παρακάτω:

- Παγκόσμιο κύμα ιδιωτικοποιήσεων των τελευταίων δύο δεκαετιών
- Μεταρρυθμίσεις στα συνταξιοδοτικά ταμεία και ανάπτυξη ιδιωτικών αποταμιεύσεων.
- Το κύμα εξαγορών της δεκαετίας του 1980.
- Την απελευθέρωση και ενοποίηση των κεφαλαιαγορών
- Την κρίση στην Ανατολική Ασία το 1998, η οποία έδωσε το προβάδισμα στην εταιρική διακυβέρνηση στις αναδυόμενες αγορές.

Η συζήτηση για την εταιρική διακυβέρνηση ξεκίνησε από το 1932, όταν ο Berle (Coffee και Palia, 2016) υποστήριξε ότι η ευθύνη σε πολλαπλά μέρη θα οξύνει τον διαχωρισμό μεταξύ κυριότητας και ελέγχου και θα καταστήσει ακόμη λιγότερο υπεύθυνη την διοίκηση έναντι των μετόχων.

Η κρίση της Ανατολικής Ασίας έχει τονίσει την περιορισμένη προστασία που απολαμβάνουν οι επενδυτές στις αναδυόμενες αγορές. Η κρίση οδήγησε επίσης σε

επανεξέταση του ασιατικού μοντέλου βιομηχανικών οργανισμών και της χρηματοδότησης γύρω από ιδιαίτερα συγκεντρωτικές και ιεραρχικές βιομηχανικές ομάδες που ελέγχονται από την διοίκηση και από μεγάλους επενδυτές (Yasser, Entebang and Mansor, 2015).

Δύο βασικά θέματα της θεωρίας της Εταιρικής Διακυβέρνησης που χρησιμοποιούνται ευρέως για το θέμα αυτό είναι το πρόβλημα κόστους της αντιπροσώπευσης και της διαχείρισης κινδύνων. Η θεωρία αυτή περιγράφεται παρακάτω.

#### **2.4.1 Εταιρική διακυβέρνηση και εταιρική απόδοση**

Οι Keasey and Wright (1993) περιέγραψαν τις δύο βασικές διαστάσεις της εταιρικής διακυβέρνησης. Όσον αφορά στους θεσμικούς μετόχους, η πρώτη διάσταση αφορά στην ενεργό παρακολούθηση των διαχειριστών κεφαλαίων της απόδοσης της διοίκησης και την διασφάλιση της λογοδοσίας προς τους μετόχους. Οι διαχειριστές κεφαλαίων αναμένεται να ενθαρρύνουν ενεργά τις πτυχές της επιτροπείας-επιμελητείας και της λογοδοσίας της εταιρικής διακυβέρνησης. Η δεύτερη διάσταση δίνει έμφαση στο πώς η εταιρική διακυβέρνηση των διαχειριστών κεφαλαίων (δομές και διαδικασίες) πρέπει να ενσωματώνεται μέσα για να παρακινεί την συμπεριφορά της διοίκησης και του ΔΣ σε ζητήματα επιχειρηματικότητας και αύξησης του πλούτου της επιχείρησης. Σε αυτήν την ενότητα διερευνάται ο τρόπος με τον οποίο οι ακαδημαϊκές εργασίες έχουν διερευνήσει αυτές τις διαστάσεις και εξετάζεται επίσης ο τρόπος με τον οποίο διαδραμάτισαν κάποιο ρόλο στην συζήτηση της πολιτικής. Ιδιαίτερη έμφαση θα δοθεί στον ρόλο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε μια τέτοια δραστηριότητα εταιρικής διακυβέρνησης.

Τρεις ερευνητικές μελέτες έχουν διερευνήσει την εταιρική διακυβέρνηση στον ιδιωτικό τομέα. Οι Black και Coffee (1994) έχουν διερευνήσει τον ρόλο της διακυβέρνησης των διαχειριστών κεφαλαίων της Βρετανίας. Όλοι αυτοί οι μελετητές διενήργησαν συνεντεύξεις (συχνά οι ίδιοι) σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα του Ηνωμένου Βασιλείου στις αρχές της δεκαετίας του 1990. Στην περίπτωση των Black και Coffee, χρησιμοποιήθηκαν τα στοιχεία του Ηνωμένου Βασιλείου για την εξαγωγή συγκρίσεων με το αμερικανικό σύστημα και στην περίπτωση του Stapledon,

πραγματοποιήθηκαν συγκρίσεις με το αυστραλιανό σύστημα. Οι εργασίες των Black και Coffee (1994), Holland (1995) και Stapledon (1996) παρείχαν την πρώτη πραγματική ματιά στο πώς λειτούργησε η διαδικασία επιρροής των ιδιωτών διαχειριστών κεφαλαίων και γιατί οι εταιρείες και τα ιδρύματα προτιμούσαν να λειτουργούν με μία διαδικασία ανταλλαγής πληροφοριών και διακυβέρνησης «πίσω από τα παρασκήνια». Σε ένα σχετικά μη ρυθμισμένο περιβάλλον, η παρέμβαση του Ηνωμένου Βασιλείου δεν περιοριζόταν στην «έξοδο» και υπήρχε ένα αυξανόμενο στοιχείο «φωνής» του ιδιωτικού τομέα στην θεσμική παρακολούθηση που περιλαμβάνει τακτικές συναντήσεις μεταξύ επιχειρήσεων και ιδρυμάτων. Οι Black και Coffee (1994) διαπίστωσαν ότι, αντίθετα με την δημοφιλή πεποίθηση, οι Βρετανοί διαχειριστές κεφαλαίων συμμετείχαν περισσότερο στην εταιρική διακυβέρνηση από ό,τι οι Αμερικανοί ομόλογοί τους. Όλοι αυτοί οι ερευνητές προσδιόρισαν ένα υψηλότερο επίπεδο παρέμβασης των διαχειριστών κεφαλαίων σε προβληματικές εταιρείες και όλοι περιέγραψαν την δημιουργία συνασπισμών και τον ευρύτερο ρόλο επηρεασμού των επαγγελματικών φορέων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Ο Holland (1995, 1998b) ανέπτυξε επίσης ένα σαφές μοντέλο της ιδιωτικής επιρροής ή διαδικασίας διακυβέρνησης από τα θεσμικά όργανα του Ηνωμένου Βασιλείου. Η έρευνα απεικόνισε το ρόλο των διαχειριστών κεφαλαίων στην τακτική παρακολούθηση των εταιρειών που παρουσιάζουν καλές επιδόσεις, καθώς και τον ρόλο τους στις μείζονες αλλά σπάνιες παρεμβάσεις σε εταιρείες με χαμηλές επιδόσεις. Η έμφαση στους Black και Coffee και Stapledon αφορούσε στην επιρροή των διαχειριστών κεφαλαίων στις προβληματικές επιχειρήσεις, ενώ ο Holland (1995) προσδιόρισε την έμμεση επιρροή στις εταιρείες με καλές επιδόσεις ως μια σημαντική διαδικασία διακυβέρνησης. Ο Holland (1995) υπογράμμισε επίσης το ρόλο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των εταιρικών σχέσεων στην δημιουργία μιας γέφυρας μεταξύ των μηχανισμών του διοικητικού συμβουλίου και της «αγοράς για έλεγχο» και απεικόνισε την χρήση των εταιρικών σχέσεων από τους διαχειριστές κεφαλαίων ως τον πυρήνα ενός συνδυασμού μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης. Ο Holland (1997) διερεύνησε την εταιρική πλευρά σε αυτό το φαινόμενο και περιέγραψε τον τρόπο με τον οποίο μεγάλες εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου

επικοινωνούσαν ιδιωτικά με τους θεσμικούς τους μετόχους. Αυτή η διαδικασία ιδιωτικής πληροφόρησης διαδραμάτισε κεντρικό ρόλο στην διαδικασία της εταιρικής διακυβέρνησης των διαχειριστών κεφαλαίων.

Ο αντίκτυπος των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στις παρατηρούμενες πτυχές της απόδοσης και της συμπεριφοράς των επιχειρήσεων, όπως και ο αντίκτυπος πριν την ιδιωτική πληροφόρηση, η χρήση της E&A και η κοινωνική συμπεριφορά, έχουν επίσης μελετηθεί, μεταξύ άλλων, από τους El-Gazzar (1998), Johnson and Greening (1999). Για παράδειγμα, ο El-Gazzar (1998) διερεύνησε τον αντίκτυπο του πλεονεκτήματος πριν την ιδιωτική πληροφόρηση των ιδρυμάτων πριν από τις ανακοινώσεις κερδών. Ο El-Gazzar διαπίστωσε ότι όσο υψηλότερες είναι οι θεσμικές συμμετοχές, τόσο χαμηλότερη είναι η ανταπόκριση της αγοράς στις γνωστοποιήσεις κερδών, γεγονός που υποδηλώνει ότι τέτοια υψηλά ιδρύματα ιδιοκτησίας παρουσίαζαν λιγότερη έκπληξη από ότι άλλοι επενδυτές. Η έρευνα του Bushee (1998) αποκάλυψε ότι οι διευθυντές ήταν λιγότερο πιθανό να μειώσουν την E&A για να αντιστρέψουν την πτώση των κερδών όταν η θεσμική ιδιοκτησία ήταν υψηλή, υπονοώντας ότι τα ιδρύματα σταθερής ιδιοκτησίας μπορούν να μειώσουν τις πιέσεις βραχυπρόθεσμα. Ωστόσο, ο Bushee διαπίστωσε επίσης ότι αν τα ιδρύματα είχαν πολύ υψηλό επίπεδο ιδιοκτησίας, υψηλό κύκλο εργασιών και ήταν διαπραγματευτές με δυναμική, τότε οι εταιρείες παρουσίαζαν μεγαλύτερη πιθανότητα να μειώσουν τις δαπάνες E&A για να αντιστρέψουν την πτώση των κερδών.

Οι Graves και Waddock (1994) βρήκαν μια σημαντική, θετική σχέση μεταξύ της εταιρικής κοινωνικής απόδοσης (τα χαρακτηριστικά της οποίας περιλαμβάνουν τις σχέσεις των εργαζομένων, το περιβάλλον, το προϊόν, την μεταχείριση των γυναικών και μειονοτήτων και τρία ακόμη) και τον αριθμό των ιδρυμάτων που κατέχουν μετοχές μιας εταιρείας και μια θετική αλλά ασήμαντη σχέση μεταξύ της κοινωνικής απόδοσης και του ποσοστού των μετοχών που κατέχουν τα ιδρύματα. Οι Johnson και Greening (1999) διερεύνησαν τις επιδράσεις των θεσμικών τύπων επενδυτών και των μηχανισμών διακυβέρνησης στους «ανθρώπους» (σχέσεις με γυναίκες, μειονότητες, κοινότητα και εργαζόμενους) και την «ποιότητα του προϊόντος» (προϊόν και περιβάλλον), διαστάσεις της εταιρικής κοινωνικής απόδοσης. Η ιδιοκτησία από τα συνταξιοδοτικά ταμεία συνδέθηκε θετικά τόσο με τους



ανθρώπους όσο και με την ποιότητα των προϊόντων της εταιρικής κοινωνικής απόδοσης, αλλά ιδιοκτησία από αμοιβαία κεφάλαια και τράπεζες δεν ήταν. Αυτά τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι ο τύπος ιδιοκτησίας ήταν κρίσιμος για την εταιρική κοινωνική συμπεριφορά και ότι τα συνταξιοδοτικά ταμεία αναγνώρισαν την ανάγκη εξασφάλισης της νομιμότητάς τους και διατήρησης της φήμης τους ενεργώντας σε αυτούς τους τομείς. Ωστόσο, οι τράπεζες και οι εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων (μονάδες καταπιστεύματος στο Ηνωμένο Βασίλειο) και η ανώτατη διοίκηση δεν συμμερίζονται αυτές τις ανησυχίες. Ο Smith (1996) διαπίστωσε μία σημαντική αντίδραση στην τιμή των μετοχών για επιτυχημένα γεγονότα στόχευσης εταιρειών από το CalPERS, το συνταξιοδοτικό ταμείο των δημοσίων υπαλλήλων της Καλιφόρνιας και μια σημαντική αρνητική αντίδραση για τα ανεπιτυχή γεγονότα. Οι Demsetz και Lehn (1985) διαπίστωσαν ότι οι μεγάλοι εξωτερικοί μέτοχοι συνδέονταν θετικά με την απόδοση και την κερδοφορία της εταιρείας.

Ωστόσο, οι Short και Keasey (1997, σελ. 45) υποστηρίζουν ότι τα ευρύτερα στοιχεία είναι ασαφή. Οι Short και Keasey (1999) διενήργησαν μελέτη στο Ηνωμένο Βασίλειο σχετικά με την σχέση μεταξύ εταιρικής απόδοσης και θεσμικών συμμετοχών. Επισημαίνουν (Short και Keasey, 1997, σελ. 46) ότι αυτή η σχέση είναι πολύπλοκη και δύσκολο να ξεδιπλωθεί. Διαπίστωσαν ότι, όταν θεωρήθηκαν ανεξάρτητα από άλλα συμφέροντα ιδιοκτησίας, οι θεσμικοί μέτοχοι φαίνεται να είχαν μικρή επίπτωση στην εταιρική απόδοση.

Σιωπηρά (και σε ορισμένες περιπτώσεις ρητά) σε όλες τις παραπάνω έρευνες ήταν τα πλεονεκτήματα παρουσίας και πρόσβασης των διαχειριστών κεφαλαίων με προσανατολισμό στις «σχέσεις» από τις συμμετοχές τους στις σταθερές εταιρείες που έχουν επενδύσει. Υποτίθεται ότι απέκτησαν πλεονεκτήματα πληροφόρησης που ελαχιστοποίησαν τις εκπλήξεις από πολλά συναφή εταιρικά και περιβαλλοντικά γεγονότα και επηρέασαν τομείς όπως η στάση απέναντι στην E&A, καθώς και τις οικονομικές επιδόσεις. Σε αντίθεση με τις παραπάνω μελέτες, ο κύριος όγκος της τρέχουσας θεωρητικής και εμπειρικής εργασίας επικεντρώθηκε κυρίως στις διαδικασίες της δημόσιας διακυβέρνησης. Έχουν υπογραμμιστεί δημοσίως παρατηρήσιμα γεγονότα όπως η συμπεριφορά ψηφοφορίας των διαχειριστών κεφαλαίων, οι απροσδόκητες και προγραμματισμένες αποχωρήσεις και διορισμοί

διοικητικών συμβουλίων και διευθυντικών στελεχών, οι δημόσιες επιπλήξεις από τους διαχειριστές κεφαλαίων και οι δημόσιες καταχωρίσεις εταιρειών χαμηλής απόδοσης από τους διαχειριστές κεφαλαίων. Αυτά τα δημόσια γεγονότα εταιρικής διακυβέρνησης έχουν διερευνηθεί από μια σειρά ερευνητικών μεθόδων, όπως έρευνες με την χρήση ερωτηματολογίου σχετικά με την συμπεριφορά ψηφοφορίας ή με μεθόδους με βάση την αγορά που διερευνούν τον αντίκτυπο των δημόσιων γεγονότων στις τιμές. Επιπλέον, τα μέσα μαζικής ενημέρωσης έχουν επικεντρωθεί σε γεγονότα δημόσιου ενδιαφέροντος όπως μια ανοιχτή διαμάχη μεταξύ του διοικητικού συμβουλίου και των θεσμικών οργάνων, επακόλουθες αποχωρήσεις και διορισμοί στην διοίκηση και δημόσιες δηλώσεις σχετικά με αλλαγές στρατηγικής.

Αυτή η εστίαση στην δημόσια διακυβέρνηση και τα αμφιλεγόμενα δημόσια γεγονότα ενθάρρυναν τους θεωρητικούς και τους ερευνητές να επιστημονούν ένα μοντέλο σύγκρουσης των σχέσεων των εταιρειών και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Οι Jensen και Meckling (1976) έχουν συλλάβει την σχέση εντολέα-εντολοδόχου μεταξύ εταιρειών και ιδρυμάτων ως μία ατελής σύμβαση που είναι απρόβλεπτη και δεν καλύπτει όλες τις μελλοντικές περιστάσεις.

Υπάρχουν πολλές ευκαιρίες για να ασκηθεί οπορτουνιστική διαχείριση ενάντια στις επιθυμίες των μετόχων. Οι διαχειριστές μπορεί να επιδιώξουν το δικό τους συμφέρον, εκμεταλλευόμενοι την εξουσία τους, ενισχύοντας την αμοιβή τους και εξοικονομώντας πόρους για να ενισχύσουν το κύρος και την δύναμή τους. Ως εκ τούτου, το πρόβλημα είναι πώς να διατεθούν αποτελεσματικά τα υπολειπόμενα δικαιώματα λήψης αποφάσεων και ελέγχου για να επιτευχθούν οι στόχοι του εντολέα (μετόχου). Υπάρχουν παρόμοια προβλήματα εντολέα-εντολοδόχου που προκύπτουν σε όλη την αλυσίδα της λογοδοσίας από τους εργαζόμενους, την ανώτατη διοίκηση, το διοικητικό συμβούλιο, τους χρηματοπιστωτικούς θεσμικούς επενδυτές, τους διαχειριστές συνταξιοδοτικών ταμείων και τους μικρούς αποταμιευτές. Το παρόν έγγραφο επικεντρώνεται στο εταιρικό-θεσμικό κομμάτι αυτής της αλυσίδας. Οι Berle και Means (1991) έχουν επίσης αναπτύξει την έννοια του «διαχωρισμού μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου». Η δημόσια εταιρεία, με την κατακερματισμένη βάση των μετόχων της, έχει αποδυναμωμένο έλεγχο των μετόχων και αυξημένη εξουσία της διοίκησης. Αυτό έχει επιδεινώσει το πρόβλημα εντολέα-εντολοδόχου, έχει μειώσει τα

κίνητρα των επενδυτών για παρακολούθηση και έχει αυξήσει τον ομοιοταξισμό των διευθυντών. Αυτή η προσοχή από τον ακαδημαϊκό χώρο και τα μέσα ενημέρωσης δημιούργησε την έντονη εντύπωση ότι οι αλληλεπιδράσεις μεταξύ δημόσιων ιδρυμάτων και εταιρειών αποτελούν τη βασική δραστηριότητα διακυβέρνησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Πράγματι, η ισχυρή κανονιστική στάση των στοιχείων αυτής της βιβλιογραφίας αντικατοπτρίζει την άποψη ότι η διακυβέρνηση πρέπει να είναι μόνο μια δημόσια διαδικασία. Αυτή η θέση μπορεί να έχει διαδραματίσει ρόλο στην αναστολή των ερευνητικών εργασιών για την ιδιωτική εταιρική διακυβέρνηση. Ωστόσο, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, οι Barker (1996), Gaved (1997), καθώς και οι Black και Coffee (1994), Holland (1995) και Stapledon (1996) αποκάλυψαν ότι οι αλληλεπιδράσεις μεταξύ των ιδιωτικών επιχειρήσεων και των ιδρυμάτων αποτελούν συστηματικό και διαδεδομένο χαρακτηριστικό του χρηματοπιστωτικού συστήματος του Ηνωμένου Βασιλείου.

Μεγάλο μέρος των ανωτέρω ακαδημαϊκών εργασιών σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση υποκινήθηκε από την έκθεση Cadbury για την εταιρική διακυβέρνηση και τις ερωτήσεις που έθεσε σχετικά με τον ρόλο των θεσμικών μετόχων. Η συζήτηση πολιτικής συνεχίστηκε στο Ηνωμένο Βασίλειο και η επιτροπή Hampel παρουσίασε την τελική της έκθεση τον Ιανουάριο του 1998. Διατυπώθηκαν πολλές συστάσεις για την κωδικοποίηση των συστάσεων των εκθέσεων Cadbury (HMSO, 1992) και Greenbury (HMSO, 1995) για να διευκρινιστούν οι ρόλοι και οι ευθύνες των διευθυντικών στελεχών, εκτελεστικών και μη εκτελεστικών και να αποκαλυφθούν πληροφορίες σχετικά με τις αμοιβές των διευθυντικών στελεχών. Η έκθεση Hampel (Επιτροπή Εταιρικής Διακυβέρνησης, 1998) ενίσχυσε τον κεντρικό ρόλο των μετόχων στην διαδικασία της εταιρικής διακυβέρνησης και τη σημασία της αυτορρύθμισης στην διαδικασία της εταιρικής διακυβέρνησης. Επεδίωξε να τονίσει τη σημασία της δημιουργίας εταιρικού πλούτου και των ευρύτερων ρόλων της στην δημιουργία εθνικής ευημερίας. Πολλές από τις συστάσεις της έκθεσης Hampel για ορθή πρακτική ενσωματώθηκαν στους κανόνες εισαγωγής των εταιρειών στο χρηματιστήριο του Λονδίνου το 1999.

Αυτή η συζήτηση πολιτικής προέκυψε κατά την διάρκεια μιας σημαντικής αλλαγής στον τρόπο με τον οποίο οι εταιρείες δημιουργούν αξία και για την φύση της ιδιοκτησίας των βρετανικών εταιρειών. Υπάρχουν σημαντικές αλλαγές στις διαδικασίες δημιουργίας εταιρικής αξίας κατά την τελευταία δεκαετία. Αυτές περιλαμβάνουν την αυξανόμενη σημασία των διαδικασιών με ένταση γνώσεων, των περιουσιακών στοιχείων ή των άυλων περιουσιακών στοιχείων για την δημιουργία αξίας στην επιχείρηση και στο άμεσο δίκτυο εταιρικών συμμαχιών, προμηθευτών, διανομέων και πελατών. Η μεταβολή της δημιουργίας αξίας σε όλη την δεκαετία του 1990 δημιούργησε σημαντικά προβλήματα πληροφόρησης στην περίπτωση των διαχειριστών κεφαλαίων στην αποτίμηση και την επιλογή των μετοχών τους, σε τομείς και σε αποφάσεις που αφορούν ολόκληρο το χαρτοφυλάκιο. Οι αλλαγές στην δημιουργία εταιρικής αξίας και οι συνακόλουθες ασυμμετρίες πληροφόρησης έχουν επίσης αυξήσει τις δυσκολίες που αντιμετωπίζει η περίπτωση των διαχειριστών κεφαλαίων στον ρόλο της εταιρικής διακυβέρνησής τους.

Αυτό συνέβη ιδιαίτερα με την διάσταση της διακυβέρνησης που αφορούσε στην κατανόηση των διαχειριστών κεφαλαίων και την παρακίνηση συμπεριφορών των διευθυντικών στελεχών και των διοικητικών συμβουλίων σε θέματα επιχειρηματικότητας και αύξησης του πλούτου της επιχείρησης. Η μεταπολεμική συγκέντρωση της ιδιοκτησίας μετοχών στα χέρια των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων του Ηνωμένου Βασιλείου έχει επίσης δημιουργήσει μία πιο συγκεντρωμένη μορφή θεσμικής επιρροής και ελέγχου επί των βρετανικών εταιρειών (Holland, 1995).

Αυτό έφτασε στο σημείο το 1998, όπου έως και 75% των μετοχών μεγάλων εταιρειών του Ηνωμένου Βασιλείου ανήκαν σε ιδρύματα, ενώ τα θεσμικά όργανα του Ηνωμένου Βασιλείου κατείχαν περίπου το 60% των μετοχών σε εταιρείες του FTSE200 στο Ηνωμένο Βασίλειο. Οι κορυφαίοι 50 διαχειριστές κεφαλαίων κυριαρχούσαν στις μετοχικές βάσεις των εταιρειών FTSE 100 και αποτελούσαν το μεγαλύτερο μέρος των βασικών τους διαχειριστών κεφαλαίων. Αυτό έχει αυξήσει την σημασία των άμεσων σχέσεων των εταιρειών και των διαχειριστών κεφαλαίων και άλλων μορφών ιδιωτικής επαφής. Επιπλέον, έχει δημιουργήσει έναν πολύ σαφέστερο στόχο για την έρευνα των διαχειριστών κεφαλαίων και για την επιρροή της εταιρικής διακυβέρνησης των διαχειριστών κεφαλαίων. Δεδομένης της κυριαρχίας των

μεγάλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στην ιδιοκτησία μετοχών, ζητήθηκε ουσιαστικά από τα θεσμικά όργανα να διαδραματίσουν τον πρωταρχικό ρόλο των μετόχων για να εξασφαλιστεί ότι οι εταιρείες θα είναι υπόλογες για τις δραστηριότητες δημιουργίας πλούτου, τις αποφάσεις τους για τις αμοιβές των διοικητικών στελεχών και τις εταιρικές αποφάσεις στις δομές του διοικητικού συμβουλίου. Η αυξανόμενη σημασία των συνταξιοδοτικών ταμείων, των ασφαλιστικών εταιρειών, των καταπιστευμάτων και των επενδύσεων, ως κύριου οχήματος για την προσωπική αποταμίευση από το βρετανικό κοινό, έχει αυξήσει την σημασία της απόδοσης τόσο των βρετανικών εταιρειών όσο και των κεφαλαίων. Ως αποτέλεσμα, μπορεί να υποστηριχθεί ότι τα θεσμικά όργανα έχουν ισχυρό καθήκον να προστατεύουν το δημόσιο συμφέρον και να κυβερνούν εταιρείες για λογαριασμό τους (Charkhamand Simpson, 1999, Κεφ. 21).

Συνεπώς, συνεχίζεται η συζήτηση σχετικά με τον ρόλο των ιδρυμάτων στην εταιρική διακυβέρνηση τόσο σε ακαδημαϊκό όσο και σε επίπεδο χάραξης πολιτικής. Αποκαλύπτεται ότι η διάσταση της παρακολούθησης και της λογοδοσίας, καθώς και η διάσταση της επιχείρησης και της εταιρικής διακυβέρνησης (Keasey and Wright, 1993) αποτελούν και τα δύο κεντρικά καθήκοντα των διαχειριστών κεφαλαίων. Στόχος αυτού του ερευνητικού έργου ήταν να διερευνήσει σε μεγαλύτερο βάθος την ιδιωτική πτυχή της δραστηριότητας διακυβέρνησης των διαχειριστών κεφαλαίων, τόσο υπό κανονικές συνεργατικές συνθήκες όσο και υπό πιο ασυνήθιστες περιστάσεις σύγκρουσης και διαμάχης.

#### **2.4.2 Οι κύριες πολιτικές διακυβέρνησης δεν εξαρτώνται από τις αλληλεπιδράσεις μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών**

**Η αγορά για τον εταιρικό έλεγχο** - Η αγορά για τον εταιρικό έλεγχο είναι ένας μηχανισμός διακυβέρνησης μέσω του οποίου τιμωρούνται τα αναποτελεσματικά διευθυντικά στελέχη χάνοντας τον έλεγχο της διαδικασίας λήψης αποφάσεων, δεδομένου ότι πρόκειται για δαπανηρό μηχανισμό, θεωρείται ως ο μηχανισμός διακυβέρνησης της ύστατης λύσης (Fama, 1980). Επίσης, τα διευθυντικά στελέχη

μπορούν να χρησιμοποιήσουν άμυνες προκειμένου να καταστήσουν πιο δαπανηρή τη λειτουργία της αγοράς για εταιρικό έλεγχο.

Δεδομένης της απουσίας αγορών για μεμονωμένα άυλα περιουσιακά στοιχεία, η διάδοση των γνώσεων σε όλα τα επίπεδα του οργανισμού και η σημασία του μεριδίου αγοράς στην διάχυση του μεγάλου σταθερού κόστους που συνδέεται με τα περισσότερα άυλα περιουσιακά στοιχεία και η αγορά για τον εταιρικό έλεγχο μπορεί να είναι περισσότερο δραστήρια στους κλάδους εντάσεως άυλων περιουσιακών στοιχείων. Οι στρατηγικές διαφοροποίησης των κινδύνων μπορούν επίσης να οδηγήσουν σε μία πιο δραστήρια αγορά εταιρικού ελέγχου σε επιχειρήσεις εντάσεως σε άυλα περιουσιακά στοιχεία προκειμένου να δημιουργηθεί ένα χαρτοφυλάκιο καινοτόμων (επικίνδυνων) έργων. Τέλος, η γνωστή προτίμηση των διευθυντικών στελεχών για «ανάπτυξη» και «μέγεθος» φαίνεται ευκολότερο να δικαιολογηθεί σε ένα πλαίσιο έντονης ασυμμετρίας πληροφόρησης που αντιμετωπίζουν οι μέτοχοι σε επιχειρήσεις εντάσεως άυλων περιουσιακών στοιχείων.

**Οικονομικοί αναλυτές** - Οι οικονομικοί αναλυτές που απασχολούνται, για παράδειγμα, από τράπεζες και θεσμικούς επενδυτές, διαδραματίζουν βασικό ρόλο στον έλεγχο, καθώς επηρεάζουν τις ευκαιρίες των διευθυντικών στελεχών να αποκομίζουν υπερβολικά (χρηματικά και μη χρηματικά) οφέλη από τους επενδυτές (Jensen and Meckling, 1976). Οι αποφάσεις των διευθυντικών στελεχών παρακολουθούνται στενά από τους αναλυτές και μεταφέρονται γρήγορα στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Τέλος, οι δραστηριότητες των οικονομικών αναλυτών είναι δυναμικά ισχυρές, καθώς οι δραστηριότητες παρακολούθησης πρέπει να «εξειδικευτούν σε εκείνα τα ιδρύματα και άτομα που διαθέτουν συγκριτικά πλεονεκτήματα σε αυτές τις δραστηριότητες». Αρκετές μελέτες ασχολούνται με την σχέση μεταξύ των ακόλουθων οικονομικών αναλυτών και των άυλων περιουσιακών στοιχείων. Τα εμπειρικά στοιχεία είναι μικτά. Στις ΗΠΑ, οι Barth κ.ά., (2001) διαπιστώνουν ότι η παρακολούθηση από αναλυτή είναι μεγαλύτερη στις επιχειρήσεις με μεγαλύτερες δαπάνες E&A και διαφήμισης (και μεγαλύτερο μέγεθος, ανάπτυξη, όγκο συναλλαγών, έκδοση μετοχών και αντιληπτή εσφαλμένη τιμολόγηση). Εν τω μεταξύ, οι Barron κ.ά., (2002) αναφέρουν ότι η πρόβλεψη των αναλυτών

συσχετίζεται αρνητικά με τα επίπεδα των άυλων περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων. Διαπιστώνουν επίσης ότι όταν ένας αναλυτής παρακολουθεί μία επιχείρηση, συμπληρώνει το σύστημα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης των επιχειρήσεων με υψηλή ένταση άυλων περιουσιακών στοιχείων. Τέλος, οι Wyatt και Wong (2002) θεωρούν ότι η αναγνώριση των άυλων περιουσιακών στοιχείων στον ισολογισμό συνδέεται με την αυξημένη ζήτηση για παρακολούθηση από αναλυτές σε αντίθεση με τους Barron κ.ά., (2002) και Barth κ.ά., (2001) που δεν βρίσκουν υψηλότερη παρακολούθηση από αναλυτή για τις επιχειρήσεις εντάσεως σε άυλα περιουσιακά στοιχεία.

**Ανταγωνισμός στις αγορές εισροών και εκροών** - «Ενώ οι αγορές προϊόντων και παραγόντων είναι αργές στο να λειτουργήσουν ως δύναμη ελέγχου, η πειθαρχία τους είναι αναπόφευκτη». Οι Hart και Moore (1994) αναπτύσσουν ένα μοντέλο στο οποίο η χαλάρωση των διευθυντικών στελεχών συνδέεται αρνητικά με το επίπεδο ανταγωνισμού στις αγορές όπου δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις, γεγονός που υποδηλώνει ότι το επίπεδο ανταγωνισμού μπορεί να λειτουργήσει ως ένας σημαντικός περιορισμός των συμπεριφορών μη μεγιστοποίησης του κέρδους εκ μέρους των διευθυντικών στελεχών. Ωστόσο, όπως επισημαίνει ο Jensen (1986, σελ. 323), «οι πειθαρχικές δυνάμεις στην αγορά προϊόντων και παραγόντων είναι συχνά πιο αδύναμες σε νέες δραστηριότητες και δραστηριότητες που συνεπάγονται σημαντικά οικονομικά μισθώματα ή οιονεί μισθώματα». Δεδομένου ότι τα άυλα περιουσιακά στοιχεία είναι ιδιαίτερα σημαντικά σε νέες δραστηριότητες, αναμένεται ότι ο ανταγωνισμός στις αγορές εισροών και εκροών δεν θα αποτελεί αποτελεσματικό μηχανισμό διακυβέρνησης στις περισσότερες βιομηχανίες εντάσεως άυλων περιουσιακών στοιχείων.

**Αγορές εργασίας διευθυντικών στελεχών** - Ο Fama (1980, σελ. 295) θεωρεί ότι «η κύρια πειθαρχία των διευθυντικών στελεχών έρχεται μέσω των αγορών διευθυντικής εργασίας, τόσο εντός όσο και εκτός της επιχείρησης». Στην εσωτερική αγορά εργασίας, «κάθε διευθυντικό στέλεχος έχει συμμετοχή στην απόδοση των διευθυντικών στελεχών που βρίσκονται πάνω και κάτω από αυτόν και ως εκ τούτου

αναλαμβάνει κάποια παρακολούθηση και προς τις δύο κατευθύνσεις» (Fama, 1980, σελ. 293). Στην εξωτερική αγορά εργασίας, ο Fama (1980) αναγνωρίζει ότι ασκεί άμεση πίεση στις επιχειρήσεις το να αμείβουν τα διευθυντικά στελέχη ανάλογα με τις επιδόσεις τους, ώστε να αποφευχθεί η αποχώρηση των καλύτερων στελεχών από την επιχείρηση και να διατηρηθεί η ανταγωνιστικότητα της επιχείρησης στην προσέλκυση υψηλά ειδικευμένων στελεχών στις βιομηχανίες εντάσεως περιουσιακών στοιχείων. Η εξωτερική αγορά εργασίας λειτουργεί ως αποτελεσματικός μηχανισμός διακυβέρνησης επειδή, ακόμη και όταν η αμοιβή των διευθυντικών στελεχών δεν συνδέεται με τον πλούτο των μετόχων, έχουν κίνητρα να ενεργούν ως μεγιστοποιητές του πλούτου των μετόχων, προκειμένου να αναπτύξουν την φήμη τους στις εξωτερικές αγορές για διευθυντική εργασία. Ο τρόπος με τον οποίο τα διευθυντικά στελέχη αποκαλύπτουν πληροφορίες στις χρηματοπιστωτικές αγορές διαδραματίζει ρόλο στην αποτίμηση του ανθρώπινου κεφαλαίου τους από τις εξωτερικές αγορές διευθυντικής εργασίας. Για παράδειγμα, λόγω της φύσης των πληροφοριών, οι επιχειρήσεις δεν μπορούν να αποκαλύψουν την ποιότητα της διαχείρισης ή τις γνώσεις E&A μέσω της δημοσιοποίησης (Holland, 1998). Χρησιμοποιώντας τα στοιχεία του Ηνωμένου Βασιλείου, ο Holland (1998, σελ. 30) διαπιστώνει ότι «τα οφέλη της ιδιωτικής ανταλλαγής, τα όρια των μηχανισμών δημόσιας γνωστοποίησης, ιδίως της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και του ομορτισμού και των προτιμήσεων των διευθυντικών στελεχών, συνδυάζονται για να δημιουργήσουν αυτή την μεροληψία» (μεροληψία κατά της ιδιωτικής γνωστοποίησης). Παρόλο που αναγνωρίζει ότι η ιδιωτική γνωστοποίηση επηρεάζεται από θέματα χρηματοδότησης και ελέγχου, από την δημιουργία ευνοϊκών θεσμικών και αγοραίων συνθηκών και από την εξωτερική πίεση για την αύξηση της ποιότητας της επικοινωνίας, τονίζει ότι τα διευθυντικά στελέχη «χρησιμοποίησαν εμπιστευτικές πληροφορίες για να διατηρήσουν τα οφέλη τους από τον εταιρικό έλεγχο και κάποια μορφή ασφάλειας της εργασίας. Επιπλέον, η ανταλλαγή ιδιωτικών πληροφοριών με ένα δίκτυο χρηματοπιστωτικών θεσμικών επενδυτών ήταν ένας τρόπος για την οικοδόμηση κεφαλαίου φήμης στην αγορά για ανώτερα στελέχη» (Holland, 1998, σελ. 30). Αυτά τα ευρήματα φαίνεται να συμφωνούν με την άποψη των Short και Keasey (1999, σελ. 83) ότι «μεγάλο μέρος της παρακολούθησης των εταιρειών από τα όργανα του



Ηνωμένου Βασιλείου πραγματοποιείται με ιδιωτικό τρόπο, πίσω από τα παρασκήνια».

Συνοψίζοντας, λόγω των χαρακτηριστικών των άυλων περιουσιακών στοιχείων - δηλαδή της δυνητικής αποτυχίας του συστήματος χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, η δυσκολία επικοινωνίας με ακρίβεια των προσόντων και των κινδύνων των επενδύσεων και η ανάγκη εξειδικευμένης τεχνογνωσίας για την αξιολόγηση των επιδόσεων των διευθυντικών στελεχών (ιδίως σε μακροπρόθεσμα έργα) - είναι πιθανό ότι τόσο η εσωτερική όσο και η εξωτερική αγορά εργασίας διευθυντικών στελεχών διαδραματίζουν βασικό ρόλο στις βιομηχανίες εντάσεως άυλων περιουσιακών στοιχείων.

## **2.5 Θεωρία κόστους αντιπροσώπευσης**

Ο Brooks (2015) περιέγραψε την θεωρία της αντιπροσώπευσης ως την σχέση μεταξύ του κυρίου (ή εντολέα) και του πράκτορά του. Τα προβλήματα προκύπτουν όταν αυτοί οι δύο έχουν να αντιμετωπίσουν δύο μεγάλα προβλήματα. Το πρώτο είναι η διαφορά στόχου μεταξύ κυρίου και πράκτορα. Το δεύτερο είναι οι διαφορετικές ανοχές μεταξύ πράκτορα και κυρίου στην εκτίμηση του κινδύνου. Ο Fama (1980) δήλωσε ότι το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης τείνει να συμβαίνει όταν ο διευθυντής δεν κατέχει το 100% των εταιρικών μετοχών.

Οι Alves και Martin (2014) τόνισαν ότι ο κύριος όγκος των ερευνών στην εταιρική διακυβέρνηση είχε ως στόχο την κατανόηση των συνεπειών του διαχωρισμού της κυριότητας από τον έλεγχο των επιδόσεων της εταιρείας. Ο Adam Smith αναφέρει σχετικά με το κόστος της αντιπροσώπευσης «Η αμέλεια και η αφθονία δημιουργούνται όταν οι άνθρωποι λειτουργούν επιχειρήσεις, οι οποίες προέκυψαν μάλλον από τα χρήματα άλλων ανθρώπων παρά τα δικά τους».

Υπάρχουν δύο απόψεις που μπορούν να παρατηρηθούν στην σύγκρουση της αντιπροσώπευσης η οποία προκαλείται από τις επενδύσεις σε άυλα περιουσιακά στοιχεία. Η πρώτη είναι η σχέση μεταξύ διευθυντή και κυρίου. Ο διευθυντής ως εκτελεστής του άυλου επενδυτικού σχεδίου θα αυξήσει τον ρόλο του διατηρώντας στρατηγική θέση στο έργο. Το όφελος για τους διευθυντές είναι ότι μπορούν να βελτιώσουν την διαπραγματευτική τους δύναμη, δηλαδή την «επένδυση

συγκεκριμένα ως προς τον διευθυντή» (Martins & Alves, 2014). Δεδομένου ότι τα σχέδια καινοτομίας είναι επικίνδυνα, απρόβλεπτα, μακροπρόθεσμα και εντάσεως εργασίας, αποδεικνύεται ότι ο ανάδοχος διευθυντής στο πλαίσιο αυτών των συνθηκών είναι ιδιαίτερα απαιτητικός και ως εκ τούτου το κόστος της αντιπροσώπευσης που συνδέεται με την καινοτομία είναι πιθανόν να είναι υψηλό (Belloc, Laurenza και Alessandra Rossi, 2016).

Σύμφωνα με τα προαναφερθέντα, το άυλο περιουσιακό στοιχείο μπορεί να θεωρηθεί ως η μακροπρόθεσμη δέσμευση μεταξύ διευθυντή και κυρίου. Οι αβεβαιότητες σχετικά με το πότε η εταιρεία μπορεί να επωφεληθεί από αυτή την επένδυση, αποτελούν σημαντικό θέμα εντός της σχέσεώς τους. Υπάρχει ο ισχυρισμός ότι η εταιρεία δεν θα είναι σε θέση να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της από το κέρδος που είχε. Στον οικονομικό κόσμο αυτό το πρόβλημα ονομάστηκε πρόβλημα φερεγγυότητας.

Σύμφωνα με τον Chen (2014), επειδή τα περιουσιακά στοιχεία των εταιρειών υψηλής ανάπτυξης είναι σε μεγάλο βαθμό άυλα, οι κάτοχοι χρεών δυσκολεύονται περισσότερο να παρατηρήσουν τον τρόπο με τον οποίο οι μέτοχοι κατέχουν περιουσιακά στοιχεία σε επιχειρήσεις με υψηλή ανάπτυξη. Επιπλέον, οι Martin και Alves (2014) υπογράμμισαν ότι, κατά συνέπεια, δεδομένου ότι το πεδίο διακριτικής συμπεριφοράς είναι υψηλότερο σε τομείς εντάσεως άυλων περιουσιακών στοιχείων από ότι στους παραδοσιακού τομείς, η αντικατάσταση του περιουσιακού στοιχείου (μετατόπιση κινδύνου) και το επενδυτικό πρόβλημα αυξάνονται, οξύνοντας τα δυσμενή προβλήματα επιλογής. Από αυτή την άποψη, ο κάτοχος του χρέους είναι το συμβαλλόμενο μέρος που έχει τον υψηλότερο κίνδυνο από την ασυμμετρία πληροφόρησης και υψηλό κόστος πτώχευσης, οπότε οι κάτοχοι χρεωστικών τίτλων θα περιορίσουν την πίστωσή τους σε επιχειρήσεις εντάσεως άυλων περιουσιακών στοιχείων (Martins & Alves, 2014).

Οι Claessens και Van Horen (2015) τόνισαν ότι υπήρχαν δυνατότητες του άυλου περιουσιακού στοιχείου που η εταιρεία δεν σκοπεύει να χρησιμοποιήσει για να αρνηθεί την πρόσβαση σε άλλα μέρη. Σύμφωνα με τα προαναφερθέντα, το άυλο περιουσιακό στοιχείο δεν ενισχύει πάντα την απόδοση της επιχείρησης. Εάν δεν ικανοποιούνται τα κριτήρια καθορισμού του ελέγχου, της ικανότητας εντοπισμού και

τα μελλοντικά οφέλη, η δαπάνη αναγνωρίζεται ως έξοδο ή ως μέρος της αγορασθείσας υπεραξίας εάν περιλαμβάνει έναν επιχειρησιακό συνδυασμό.

Οι Martin και Alves (2014) τόνισαν στην έρευνά τους σχετικά με την σχέση μεταξύ του κόστους αντιπροσώπευσης και της πολιτικής μερισμάτων ότι το κόστος της αντιπροσώπευσης μεταξύ του διευθυντή και του μετόχου αυξάνεται όταν ο διευθυντής δεν μοιράζει το μέρισμα (Martins & Alves, 2014). Με βάση αυτή την ιδέα, η μελέτη τους πρότεινε τα μερίσματα ως δείκτη του προβλήματος του κόστους αντιπροσώπευσης.

## **2.6 Διαχείριση κινδύνου**

Η διαχείριση κινδύνου είναι η διαδικασία ταυτοποίησης, ανάλυσης και είτε αποδοχής είτε μετριασμού της αβεβαιότητας κατά την λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Στον επενδυτικό κίνδυνο, η διαχείριση του κινδύνου χωρίζεται σε δύο τύπους, τον συστημικό κίνδυνο και τον μη συστημικό κίνδυνο. Ο συστημικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος που καμία εταιρεία δεν μπορεί να αποφύγει και ο μη συστημικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος που κάθε εταιρεία μπορεί να καταφέρει να τον αποφύγει. Ο συστημικός κίνδυνος σχετίζεται με την κατάσταση που κλείνει με τα μακροοικονομικά στοιχεία, όπως ο πληθωρισμός, το επιτόκιο, η πολιτική αστάθεια, το εμπορικό ισοζύγιο της χώρας και ορισμένες μακροοικονομικές μεταβλητές. Σχετικά με τον συστημικό κίνδυνο, η εταιρεία μπορεί να τον διαχειριστεί θέτοντας το αντιστάθμισμα για να προστατεύσει τα περιουσιακά της στοιχεία.

Στην περίπτωση του μη συστημικού κινδύνου, ορισμένες μεταβλητές μπορούν να αντιμετωπιστούν από μία εταιρεία, όπως η σύγκρουση αντιπροσώπευσης, ο κίνδυνος του λειτουργικού κόστους και οποιοσδήποτε άλλος μικροοικονομικός κίνδυνος. Σε αυτό το επίπεδο, η εταιρεία έχει ως επί το πλείστον αρκετή δύναμη για να διαχειριστεί τον κίνδυνο, όπως με τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης, τη δημιουργία καλύτερου συστήματος αμοιβών, τη δημιουργία υγιούς μερισματικής πολιτικής, τη διευθέτηση της δομής χρηματοδότησης μεταξύ ιδίων κεφαλαίων και χρέους.

Σε σχέση με αυτή τη μελέτη, η διαχείριση του κινδύνου γίνεται πρωταρχική, διότι το χαρακτηριστικό της σύγχρονης εταιρείας είναι τα περιουσιακά στοιχεία που

δεν φαίνονται φυσικά. Η φύση του άυλου περιουσιακού στοιχείου με τον υψηλό κίνδυνο απαιτεί ειδική αντιμετώπιση όσον αφορά στην διαχείριση του κινδύνου (Alves & Martins, 2014). Επιπλέον, η έρευνα του Retkov προτείνει ορισμένα βήματα για την αντιμετώπιση του κινδύνου στα άυλα περιουσιακά στοιχεία. Ένα από τα βήματα είναι η μείωση του ποσοστού του χρέους ως πηγή χρηματοδότησης του άυλου περιουσιακού στοιχείου. Με τη μείωση του ποσοστού του χρέους, ο κίνδυνος των άυλων επενδύσεων θα επιβαρύνει τον μέτοχο με τα ίδια κεφάλαιά του. Αυτό είναι καλύτερο επειδή ο διευθυντής δεν υποχρεούται να καταβάλλει περιοδικά την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων ενώ το χρέος απαιτεί να καταβάλλονται οι τόκοι του χρέους ετησίως.

## **2.7 Διατύπωση υποθέσεων**

### ***Ο ρόλος των άυλων περιουσιακών στοιχείων στην αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων***

Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία θεωρούνται ένας σημαντικός παράγοντας για τον προσδιορισμό της επιτυχίας μιας εταιρείας (Austin and Seitanidi, 2014, Dzenopoljac et al., 2017). Επιπλέον, σύμφωνα με τον Rey (2015) τα άυλα περιουσιακά στοιχεία διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην επιτυχία ή την αποτυχία μίας εταιρείας κατά την διάρκεια της κρίσης. Σε αυτή την έρευνα, ο συγγραφέας προσπαθεί να εντοπίσει την σχέση του άυλου περιουσιακού στοιχείου και της αγοραίας αξίας της εταιρείας κατά την περίοδο κρίσης από το 2006 έως το 2011. Ο δείκτης της αγοραίας αξίας αντιπροσωπεύεται από τον δείκτη τιμών Q του Tobin. Ο δείκτης Q του Tobin αποδεικνύεται και σε προηγούμενες έρευνες ως ο έγκυρος δείκτης για την επίδειξη της αποτελεσματικότητας της επένδυσης στην αγορά των επιχειρήσεων (Wolfe & Sauaia, 2014).

*Υ1α: Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία σχετίζονται θετικά με την αγοραία αξία της εταιρείας.*

### ***Ο ρόλος των άυλων περιουσιακών στοιχείων στην οικονομική ευρωστία της εταιρείας***

Οι Austin και Seitanidi (2014) διαπίστωσαν ότι η άυλη αξία έχει θετική σχέση με την απόδοση της εταιρείας. Οι Hausman και Johnston (2014) θεωρούν ότι χρειάζονται αρκετά χρόνια ώστε η εταιρεία να μπορέσει να επωφεληθεί από τα άυλα περιουσιακά στοιχεία. Με βάση αυτή την ιδέα, το έγγραφο προτείνει μία δεύτερη υπόθεση.

*Υ2α: Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να βοηθήσουν στην εξήγηση της σχέσης μεταξύ της απόδοσης της εταιρείας και της αγοραίας αξίας της εταιρείας.*

Η φύση του κινδύνου άυλων περιουσιακών στοιχείων προκαλεί μεγαλύτερη ανησυχία στην επένδυσή τους. Ο κύριος εντολέας τείνει να αλλάξει την δομή χρηματοδότησης της εταιρείας. Ο κάτοχος του χρέους θα έχει επίσης στο μυαλό να θέσει χρέος σε επενδύσεις υψηλού κινδύνου. Αυτή η επένδυση επηρεάζει την εταιρική διακυβέρνηση στον οργανισμό. Υπάρχει ο ισχυρισμός ότι η εταιρεία δεν θα είναι σε θέση να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της όταν πραγματοποιεί επενδύσεις σε άυλα περιουσιακά στοιχεία.

Η παραπάνω εξήγηση οδήγησε στην υπόθεση ότι υπάρχει διαφορά στα ίδια κεφάλαια και στο τμήμα του χρέους μεταξύ μίας εταιρείας που πραγματοποιεί υψηλές επενδύσεις σε άυλα περιουσιακά στοιχεία και μίας άλλης εταιρείας που δεν πραγματοποιεί υψηλές επενδύσεις σε άυλα περιουσιακά στοιχεία.

*Υ3α: Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να βοηθήσουν στην εξήγηση της σχέσης μεταξύ της οικονομικής ευρωστίας της εταιρείας και της επίδρασής της στην αγοραία αξία της εταιρείας.*



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 – Παρουσίαση Μεθοδολογίας

Σκοπός της παρούσας εργασίας ήταν να μελετήσει την επίδραση των επενδύσεων σε άυλα πάγια σε βιομηχανικές εταιρίες στην Ελλάδα και Ισπανία τις χρονιές 2010-2016. Για το σκοπό αυτό χρησιμοποιούμε ένα γραμμικό μοντέλο πρόβλεψης της αποτελεσματικότητας των επενδύσεων που πραγματοποιούν οι επιχειρήσεις.

### 3.1 Δεδομένα

Για την πραγματοποίηση της έρευνας συλλέχθηκαν για τα έτη 2010-2016 ανά έτος τα ακόλουθα δεδομένα: (08001) Market value of equities (MV) , (03351) Liabilities, (02999) Assets, (01151) Depreciation, (01401) Pretax income, (01451) Taxes, (01551 Net Income), (3451) Preferred stock), (3501), (02649) Intangible και (09404) Divident yield. Τα στοιχεία αυτά συλλέχθηκαν για 199 Ελληνικές επιχειρήσεις και για 159 Ισπανικές επιχειρήσεις.

Επιπλέον μέσω των παραπάνω δεδομένων υπολογίστηκαν οι ακόλουθοι δείκτες:

Book Value of Assets = Total Assets - Depreciation

Debt ratio = Total liabilities / total assets

Return on Equity = Net Income / (common equity - preferred stock)

Solvency ratio = (After tax net profit + Depreciation) / (Long term liabilities + Short term liabilities)

Tobins' Q = (market value + total liabilities) / (total assets - depreciation)

### 3.2 Μοντέλο

Στην παρούσα έρευνα πρόκειται να χρησιμοποιηθεί το ακόλουθο γραμμικό μοντέλο (robust linear regression για την μείωση του φαινομένου της ετεροσκεδαστικότητας):

Tobin's Q = a + b<sub>1</sub>ROE + b<sub>2</sub> DebtRatio + b<sub>3</sub> Solvency Ratio + b<sub>4</sub> ln(Dividend) + b<sub>5</sub>Ln(intangible) + b<sub>6</sub>Ln(Size of firm) + ε

Όπου  $\varepsilon$  το σφάλμα του γραμμικού μοντέλου και στην θέση του size of firm χρησιμοποιούνται είτε το market value ή τα total assets. Στη συγκεκριμένη περίπτωση έχουμε τρέξει το μοντέλο και για τις δύο περιπτώσεις.

Η ανάλυση πραγματοποιήθηκε χρησιμοποιώντας το στατιστικό πρόγραμμα STATA14.0.



## Κεφαλαιο 4 – Παρουσίαση Αποτελέσματος

Στην παρούσα ενότητα παρουσιάζουμε αρχικά τα περιγραφικά στοιχεία των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν στην έρευνα για κάθε χώρα, η ανάλυση συσχέτισης μεταξύ των μεταβλητών και έπειτα το μοντέλο της γραμμικής παλινδρόμησης.

Πίνακας 1

Περιγραφικά στοιχεία

| <b>Ελλάδα</b>     | <b>Obs</b> | <b>Mean</b> | <b>Std. Dev.</b> | <b>Min</b> | <b>Max</b> |
|-------------------|------------|-------------|------------------|------------|------------|
|                   |            |             |                  |            |            |
| Market value      | 1254       | 117331.7    | 353219.9         | 282        | 2491680    |
| Total liabilities | 1285       | 258550.5    | 710133.5         | 680        | 5170800    |
| Total assets      | 1283       | 405522.9    | 1062394          | 2434       | 7466500    |
| Depreciation      | 1280       | 18409.93    | 75466.77         | 13         | 698829     |
| Pretax income     | 1282       | 4371.948    | 46081.6          | -87433     | 299592     |
|                   |            |             |                  |            |            |
| Tax               | 1278       | 4099.837    | 14801.07         | -7888      | 111294     |
| Net income        | 1283       | 221.2151    | 34872.33         | -100080    | 204814     |
| Preffered stock   | 1275       | 0           | 0                | 0          | 0          |
| Common equity     | 1284       | 126656.7    | 323963.5         | -112220    | 2122000    |
| Intangible assets | 1257       | 36559.39    | 147891.5         | 0          | 1110089    |
|                   |            |             |                  |            |            |
| Dividend yield    | 1249       | .7083587    | 2.148012         | 0          | 11.98      |
| <b>Ισπανία</b>    | <b>Obs</b> | <b>Mean</b> | <b>Std. Dev.</b> | <b>Min</b> | <b>Max</b> |
|                   |            |             |                  |            |            |
| Market value      | 843        | 2799517     | 7455673          | 1106       | 4.95e+07   |
| Total liabilities | 928        | 3590186     | 9183117          | 502        | 5.86e+07   |
| Total assets      | 928        | 5329487     | 1.43e+07         | 2494       | 9.24e+07   |
| Depreciation      | 926        | 196677      | 521666.8         | 41         | 3085919    |
| Pretax income     | 928        | 187556.6    | 665784.8         | -1039462   | 3840985    |

|                  |     |          |          |          |          |
|------------------|-----|----------|----------|----------|----------|
|                  |     |          |          |          |          |
| Tax              | 926 | 49874.24 | 158454.9 | -135502  | 1053000  |
| Net income       | 928 | 142877.4 | 524076.4 | -1027963 | 2840685  |
| Preffered stock  | 873 | 0        | 0        | 0        | 0        |
| Common equity    | 928 | 1429103  | 4235026  | -449130  | 2.79e+07 |
| Intagible assets | 917 | 1025256  | 3145122  | 0        | 2.03e+07 |
|                  |     |          |          |          |          |
| Dividend yield   | 803 | 2.099589 | 3.702529 | 0        | 28.68    |

Σημείωση: οι τιμές που αναφέρονται παραπάνω είναι μετά την αφαίρεση των ακραίων τιμών

Με βάση τον πίνακα 1 παρατηρούμε ότι οι τιμές για την Ισπανία συγκριτικά με την Ελλάδα είναι πολύ υψηλότερες σε όλες τις περιπτώσεις. Κοινό τους σημείο η μεταβλητή που αφορούσε το preffered stock.

## Πίνακας 2

Περιγραφικά στοιχεία για τις μεταβλητές του μοντέλου

| <b>Ελλάδα</b>         | <b>Obs</b> | <b>Mean</b> | <b>Std. Dev.</b> | <b>Min</b> | <b>Max</b> |
|-----------------------|------------|-------------|------------------|------------|------------|
|                       |            |             |                  |            |            |
| Tobins Q Ratio        | 1241       | .9838896    | .4475394         | .3787932   | 3.005211   |
| Solvency Ratio        | 1273       | .0423462    | .1866799         | -.458042   | .8129983   |
| Roe                   | 1272       | -.0614767   | .8373539         | -5.518518  | 3.005949   |
| Debt ratio            | 1283       | .6583423    | .3584664         | .1029676   | 2.315601   |
| Log dividant          | 1249       | .1846633    | .5553734         | -.5447272  | 2.483238   |
|                       |            |             |                  |            |            |
| Log intagible         | 1162       | 6.987871    | 3.051555         | 0          | 13.91995   |
| Size-logAssets        | 1283       | 11.50733    | 1.597135         | 7.797291   | 15.82594   |
| Size –logMarket value | 1254       | 9.656993    | 1.895129         | 5.641907   | 14.72847   |
| <b>Ισπανία</b>        | <b>Obs</b> | <b>Mean</b> | <b>Std. Dev.</b> | <b>Min</b> | <b>Max</b> |
|                       |            |             |                  |            |            |

|                       |     |          |          |           |          |
|-----------------------|-----|----------|----------|-----------|----------|
| Tobins Q Ratio        | 837 | 1.612133 | 1.148801 | .3891436  | 7.954157 |
| Solvency Ratio        | 926 | .1484513 | .307817  | -.7108241 | 1.732626 |
| Roe                   | 873 | .0332676 | .8927619 | -4.388518 | 4.402214 |
| Debt ratio            | 928 | .6326405 | .323125  | .0835831  | 2.450898 |
| Log dividend          | 803 | .5406108 | .7110534 | -.4620355 | 2.244956 |
|                       |     |          |          |           |          |
| Log intangible        | 904 | 10.74189 | 2.952062 | 3.78419   | 16.82478 |
| Size-logAssets        | 928 | 13.0205  | 2.506205 | 7.821643  | 18.3412  |
| Size -logMarket value | 843 | 12.48152 | 2.383705 | 7.008505  | 17.71691 |
|                       |     |          |          |           |          |

Σημείωση: οι τιμές που αναφέρονται παραπάνω είναι μετά την αφαίρεση των ακραίων τιμών

Με βάση τον πίνακα 2 παρατηρούμε ότι η τιμή του δείκτη Tobin για την Ελλάδα είναι 0,98 και για την Ισπανία 1,61. Η διαφορά αυτή σημαίνει ότι οι εταιρείες στην Ισπανία είναι περισσότερο αποτελεσματικές έναντι των Ελληνικών στις επενδύσεις τους. Ακόμα η τιμή του δείκτη φερεγγυότητας για την Ελλάδα είναι ίση με 0,04 και 0,14 για την Ισπανία. Αυτή η διαφορά σημαίνει ότι οι εταιρείες της Ισπανίας είναι περισσότερο φερέγγυες έναντι των Ελληνικών. Πιθανώς αυτή η διαφορά να οφείλεται στα διαφορετικά μεγέθη των επιχειρήσεων μεταξύ των δύο χωρών. Οι Ισπανικές εταιρείες είναι μεγαλύτερες έναντι των Ελληνικών όπως φαίνεται και από το μέγεθος τους παραπάνω. Ως προς τον λόγο χρέους οι επιχειρήσεις των δύο χωρών φαίνονται ισοδύναμες καθώς για την Ελλάδα ο συγκεκριμένος λόγος ήταν ίσος με 0,65 και για την Ισπανία ήταν ίσος με 0,63. Ακόμα ως προς τον λόγο της απόδοσης του μετοχικού κεφαλαίου οι Ελληνικές είχαν ίσο με -0,06 και οι Ισπανικές είχαν ίσο με 0,03. Ουσιαστικά οι Ελληνικές είχαν αρνητική απόδοση και οι Ισπανικές ελαφρώς θετική. Επιπλέον οι Ελληνικές είχαν μέρισμα ίση με 0,18 ενώ οι Ισπανικές ίσο με 0,54, δηλαδή είχαν υψηλότερη απόδοση έναντι των Ελληνικών.

Πίνακας 3

Λοξότητα, Κύρτωση και έλεγχος κανονικότητας

| <b>Ελλάδα</b>            | <b>Obs</b> | <b>Pr(Skewness)</b> | <b>Pr(Kurtosis)</b> | <b>adj<br/>chi2(2)</b> | <b>Prob&gt;chi2</b> |
|--------------------------|------------|---------------------|---------------------|------------------------|---------------------|
| Tobins Q Ratio           | 1241       | 0.0000              | 0.0000              | .                      | 0.0000              |
| Solvency Ratio           | 1273       | 0.0000              | 0.0000              | .                      | 0.0000              |
| Roe                      | 1272       | 0.0000              | 0.0000              | .                      | 0.0000              |
| Debt ratio               | 1283       | 0.0000              | 0.0000              | .                      | 0.0000              |
| Log dividant             | 1249       | 0.0000              | 0.0000              | .                      | 0.0000              |
| Log intagible            | 1162       | 0.5697              | 0.0010              | 10.53                  | 0.0052              |
| Size-logAssets           | 1162       | 0.0000              | 0.8093              | 24.16                  | 0.0000              |
| Size -logMarket<br>value | 1283       | 0.0000              | 0.6748              | 51.31                  | 0.0000              |
| <b>Ισπανία</b>           | <b>Obs</b> | <b>Pr(Skewness)</b> | <b>Pr(Kurtosis)</b> | <b>adj<br/>chi2(2)</b> | <b>Prob&gt;chi2</b> |
| Tobins Q Ratio           | 837        | 0.0000              | 0.0000              | .                      | 0.0000              |
| Solvency Ratio           | 926        | 0.0000              | 0.0000              | .                      | 0.0000              |
| Roe                      | 873        | 0.0000              | 0.0000              | .                      | 0.0000              |
| Debt ratio               | 928        | 0.0000              | 0.0000              | .                      | 0.0000              |
| Log dividant             | 803        | 0.0000              | 0.0000              | .                      | 0.0000              |
| Log intagible            | 904        | 0.3960              | 0.0000              | 23.02                  | 0.0000              |
| Size-logAssets           | 928        | 0.6289              | 0.0000              | 52.53                  | 0.0000              |
| Size -logMarket<br>value | 843        | 0.0441              | 0.0000              | 60.81                  | 0.0000              |

Σύμφωνα με τον πίνακα 3 και τον έλεγχο Jarque-Bera παρατηρούμε ότι καμία μεταβλητή και για τις δύο χώρες δεν ακολουθεί την κανονική κατανομή. Επιπλέον όλες οι μεταβλητές έχουν πολύ χαμηλή λοξότητα και κύρτωση. Ακόμα τη μεγαλύτερη λοξότητα για την Ελλάδα την είχαν τα άυλα στοιχεία ενώ για την Ισπανία

την είχαν οι μεταβλητές των άλλων στοιχείων και οι δύο μεταβλητές που αφορούσαν το μέγεθος των εταιρειών.

Πίνακας 4  
Συσχετίσεις

| <b>Ελλάδα</b>         | <b>Tobins Q Ratio</b> | <b>Solvency Ratio</b> | <b>Roe</b> | <b>Debt ratio</b> | <b>Log dividend</b> | <b>Log intangible</b> | <b>Size-logAssets</b> |
|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------------|-------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| Tobins Q Ratio        | 1.0000                |                       |            |                   |                     |                       |                       |
| Solvency Ratio        | 0.0763                | 1.0000                |            |                   |                     |                       |                       |
| Roe                   | 0.0281                | 0.1512                | 1.0000     |                   |                     |                       |                       |
| Debt ratio            | 0.5676                | 0.0456                | -0.4457    | 1.0000            |                     |                       |                       |
| Log dividend          | 0.0084                | 0.0700                | 0.3551     | -0.2186           | 1.0000              |                       |                       |
| Log intangible        | 0.1030                | 0.0188                | 0.0952     | 0.0846            | 0.0311              | 1.0000                |                       |
| Size-logAssets        | -0.0836               | 0.0209                | 0.0639     | -0.0240           | 0.1545              | 0.5576                | 1.0000                |
| Size –logMarket value | 0.0876                | 0.0165                | 0.3430     | -0.3419           | 0.3007              | 0.4696                | 0.7723                |
| <b>Ισπανία</b>        | <b>Tobins Q Ratio</b> | <b>Solvency Ratio</b> | <b>Roe</b> | <b>Debt ratio</b> | <b>Log dividend</b> | <b>Log intangible</b> | <b>Size-logAssets</b> |
| Tobins Q Ratio        | 1.0000                |                       |            |                   |                     |                       |                       |
| Solvency Ratio        | 0.1033                | 1.0000                |            |                   |                     |                       |                       |
| Roe                   | 0.3258                | 0.0815                | 1.0000     |                   |                     |                       |                       |
| Debt ratio            | 0.1912                | 0.0336                | -0.4901    | 1.0000            |                     |                       |                       |
| Log dividend          | 0.0296                | 0.1684                | 0.2286     | -0.1049           | 1.0000              |                       |                       |
| Log intangible        | -0.1387               | 0.0125                | -0.0921    | 0.0712            | 0.2237              | 1.0000                |                       |
| Size-logAssets        | -0.2296               | 0.0796                | -0.0727    | 0.0824            | 0.4134              | 0.8247                | 1.0000                |
| Size –logMarket value | 0.1039                | 0.1279                | 0.1219     | -0.0379           | 0.4910              | 0.7364                | 0.8860                |

Παρατηρούμε σύμφωνα με τον πίνακα 4 ότι υπάρχει χαμηλή συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών και για τις δύο χώρες. Ο δείκτης αποτελεσματικότητας επενδύσεων συσχετίζεται περισσότερο με τον λόγο χρέους για την Ελλάδα και με τον δείκτη απόδοσης του μετοχικού κεφαλαίου για την Ισπανία. Για τον δείκτη φερεγγυότητας παρατηρούμε ότι συσχετίζεται υψηλότερα με τον δείκτη απόδοσης του μετοχικού κεφαλαίου για την Ελλάδα και με το μέρισμα για την Ισπανία.

Πίνακας 5

Γραμμική παλινδρόμηση (Size-logAssets), Ελλάδα

| <b>Tobins Q Ratio</b> | <b>Coef. Err.</b> | <b>Std.</b> | <b>t</b> | <b>P&gt;t</b> | <b>[95% Conf.</b> | <b>Interval]</b> |
|-----------------------|-------------------|-------------|----------|---------------|-------------------|------------------|
| Roe                   | -.0049231         | .0063006    | -0.78    | 0.435         | -.0172854         | .0074392         |
| Solvency Ratio        | .7856973          | .0934889    | 8.40     | 0.000         | .6022642          | .9691304         |
| Debt ratio            | .9141395          | .037103     | 24.64    | 0.000         | .8413403          | .9869387         |
| Log dividend          | .055024           | .0208724    | 2.64     | 0.008         | .0140705          | .0959775         |
| Log intangible        | .01362            | .0042361    | 3.22     | 0.001         | .0053085          | .0219316         |
| Size-logAssets        | -.0431727         | .0092439    | -4.67    | 0.000         | -.06131           | -.0250354        |
| _cons                 | .7385355          | .0981023    | 7.53     | 0.000         | .5460505          | .9310204         |

**Σημείωση:  $R^2=0.43$**

Στον πίνακα 5 παρατηρούμε τη γραμμική παλινδρόμηση με εξαρτημένη μεταβλητή το δείκτη αποτελεσματικότητας επενδύσεων και ανεξάρτητες μεταβλητές το δείκτη φερεγγυότητας, την απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου, το λόγο χρέους, τη μερισματική απόδοση, την αξία άυλων στοιχείων και το μέγεθος των εταιρειών τους με βάση το ενεργητικό τους.

Για την Ελλάδα βρέθηκε ότι το μοντέλο ήταν στατιστικά σημαντικό  $F(6, 1120) = 114.23$ ,  $R^2=0.43$ . Βρέθηκε ότι ήταν στατιστικά σημαντικοί προβλεπτικοί παράγοντες της αποτελεσματικότητας των επενδύσεων η φερεγγυότητα ( $b=.78$ ,  $p=.000$ ), ο λόγος χρέους ( $b=.91$ ,  $p=.000$ ), η μερισματική απόδοση ( $b=.05$ ,  $p=.008$ ), η αξία των άυλων στοιχείων ( $b=.01$ ,  $p=.001$ ) και το μέγεθος του ενεργητικού ( $b=-.04$ ,  $p=.000$ ) ενώ δεν ήταν στατιστικά σημαντικός προβλεπτικός παράγοντας η απόδοση

του μετοχικού κεφαλαίου ( $b=-.00$ ,  $p=.435$ ). Είναι φανερό ότι η φερεγγυότητα και ο λόγος χρέους είχαν την μεγαλύτερη θετική επίδραση στην αποτελεσματικότητα των επενδύσεων στις Ελληνικές επιχειρήσεις. Ακολουθεί με θετική επίδραση η μερισματική απόδοση και με αρνητική το μέγεθος του ενεργητικού των επιχειρήσεων. Την πιο μικρή επίδραση την είχε η αξία των άυλων στοιχείων, η επίδραση τους ήταν θετική βέβαια. Τέλος να τονίσουμε ότι στο μοντέλο μας δεν υπήρχε πρόβλημα πολυσυγραμμικότητας καθώς οι VIF των μεταβλητών ήταν κάτω από 5 [Solvency Ratio1,45, ROE1,04, Debt ratio1,31, Log dividend1,18, Log intangible 1,51, Size-logAssets1,51).

#### Πίνακας 6

Γραμμική παλινδρόμηση (Size-logMarketValue), Ελλάδα

| <b>Tobins Q Ratio</b> | <b>Coef.</b> | <b>Std. Err.</b> | <b>t</b> | <b>P&gt;t</b> | <b>[95% Conf.</b> | <b>Interval]</b> |
|-----------------------|--------------|------------------|----------|---------------|-------------------|------------------|
| Roe                   | -.0048099    | .006746          | -0.71    | 0.476         | -.0180462         | .0084263         |
| Solvency Ratio        | .7297106     | .0875401         | 8.34     | 0.000         | .5579495          | .9014716         |
| Debt ratio            | 1.060241     | .0378988         | 27.98    | 0.000         | .9858798          | 1.134601         |
| Log dividend          | -.0123854    | .0191212         | -0.65    | 0.517         | -.0499027         | .025132          |
| Log intangible        | -.0232534    | .0036608         | -6.35    | 0.000         | -.0304361         | -.0160707        |
| Size-logMarketValue   | .0834087     | .0084315         | 9.89     | 0.000         | .0668653          | .099952          |
| _cons                 | -.3955843    | .0715384         | -5.53    | 0.000         | -.5359486         | -.25522          |

**Σημείωση:  $R^2=0.49$**

Στον πίνακα 6 παρατηρούμε τη γραμμική παλινδρόμηση με εξαρτημένη μεταβλητή το δείκτη αποτελεσματικότητας επενδύσεων και ανεξάρτητες μεταβλητές το δείκτη φερεγγυότητας, την απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου, το λόγο χρέους, την μερισματική απόδοση την αξία άυλων στοιχείων και το μέγεθος των εταιρειών τους με βάση την αγοραία αξία τους.

Για την Ελλάδα βρέθηκε ότι το μοντέλο ήταν στατιστικά σημαντικό  $F(6, 1120) = 141,50$ ,  $R^2 = 0.49$ . Βρέθηκε ότι ήταν στατιστικά σημαντικοί προβλεπτικοί παράγοντες της αποτελεσματικότητας των επενδύσεων η φερεγγυότητα ( $b = .72$ ,  $p = .000$ ), ο λόγος χρέους ( $b = 1,06$ ,  $p = .000$ ), η αξία των άυλων στοιχείων ( $b = -.02$ ,  $p = .001$ ) και η αγοραία αξία των επιχειρήσεων ( $b = .08$ ,  $p = .000$ ) ενώ δεν ήταν στατιστικά σημαντικοί προβλεπτικοί παράγοντες η απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου ( $b = -.00$ ,  $p = .476$ ) και η μερισματική απόδοση ( $b = -.01$ ,  $p = .517$ ). Είναι φανερό ότι η φερεγγυότητα των επιχειρήσεων και ο λόγος χρέους είχαν την μεγαλύτερη θετική επίδραση στην αποτελεσματικότητα των επενδύσεων στις Ελληνικές επιχειρήσεις. Έπεται με θετική επίδραση το μέγεθος τη αγοραίας αξίας των επιχειρήσεων. Την πιο μικρή επίδραση την είχε η αξία των άυλων στοιχείων, η επίδραση τους ήταν βέβαια αρνητική. Τέλος να τονίσουμε ότι στο μοντέλο μας δεν υπήρχε πρόβλημα πολυσυγραμμικότητας καθώς οι VIF των μεταβλητών ήταν κάτω από 5 [Solvency Ratio 1,46, ROE 1,04, Debt ratio 1,45, Log dividend 1,21, Log intangible 1,42, Size-logMarketValue 1,71)

#### Πίνακας 7

Γραμμική παλινδρόμηση (Size-logAssets), Ισπανία

| Tobins Q Ratio | Coef.     | Std. Err. | t     | P>t   | [95% Conf. | Interval] |
|----------------|-----------|-----------|-------|-------|------------|-----------|
| Roe            | .0845119  | .0399214  | 2.12  | 0.035 | .006141    | .1628828  |
| Solvency Ratio | 1.854531  | .2018427  | 9.19  | 0.000 | 1.458288   | 2.250774  |
| Debt ratio     | 1.68386   | .1713346  | 9.83  | 0.000 | 1.347508   | 2.020212  |
| Log dividend   | .1435171  | .0507483  | 2.83  | 0.005 | .0438916   | .2431426  |
| Log intangible | .0957178  | .0197914  | 4.84  | 0.000 | .0568649   | .1345708  |
| Size-logAssets | -.2334513 | .0297665  | -7.84 | 0.000 | -.2918868  | -.1750158 |
| _cons          | 2.222025  | .2347191  | 9.47  | 0.000 | 1.761242   | 2.682809  |

**Σημείωση:  $R^2 = 0.34$**

Στον πίνακα 7 παρατηρούμε την γραμμική παλινδρόμηση με εξαρτημένη μεταβλητή το δείκτη αποτελεσματικότητας επενδύσεων και ανεξάρτητες μεταβλητές το δείκτη φερεγγυότητας, την απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου, το λόγο χρέους,



την μερισματική απόδοση την αξία άυλων στοιχείων και το μέγεθος των εταιρειών τους με βάση το ενεργητικό τους.

Για την Ισπανία βρέθηκε ότι το μοντέλο ήταν στατιστικά σημαντικό  $F(6, 751) = 26,03$ ,  $R^2 = 0.34$ . Βρέθηκε ότι ήταν στατιστικά σημαντικοί προβλεπτικοί παράγοντες της αποτελεσματικότητας των επενδύσεων η φερυγγυότητα ( $b = 1,85$ ,  $p = .000$ ), ο λόγος χρέους ( $b = 1,68$ ,  $p = .000$ ), η μερισματική απόδοση ( $b = .14$ ,  $p = .005$ ), η αξία των άυλων στοιχείων ( $b = .09$ ,  $p = .001$ ), το μέγεθος του ενεργητικού ( $b = -.23$ ,  $p = .000$ ) και η απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου ( $b = .08$ ,  $p = .035$ ). Είναι φανερό ότι η φερεγγυότητα και ο λόγος χρέους είχαν την μεγαλύτερη θετική επίδραση στην αποτελεσματικότητα των επενδύσεων στις Ισπανικές επιχειρήσεις. Ακολουθεί με θετική επίδραση η μερισματική απόδοση και με αρνητική το μέγεθος του ενεργητικού των επιχειρήσεων. Την πιο μικρή επίδραση την είχε η αξία των άυλων στοιχείων και η απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου, η επίδραση τους ήταν βέβαια θετική. Τέλος να τονίσουμε ότι στο μοντέλο μας δεν υπήρχε πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας καθώς οι VIF τιμές των μεταβλητών ήταν κάτω από 5 [Solvency Ratio 1,41, ROE 1,04, Debt ratio 1,33, Log dividend 1,40, Log intangible 3,31, Size-logAssets 3,85].

#### Πίνακας 8

Γραμμική παλινδρόμηση (Size-logMarketValue), Ισπανία

| Tobins Q Ratio      | Coef.     | Std. Err. | t     | P>t   | [95% Conf. | Interval] |
|---------------------|-----------|-----------|-------|-------|------------|-----------|
| Roe                 | .0303034  | .0384188  | 0.79  | 0.430 | -.0451177  | .1057244  |
| Solvency Ratio      | 1.76347   | .1930111  | 9.14  | 0.000 | 1.384565   | 2.142375  |
| Debt ratio          | 1.637385  | .1780528  | 9.20  | 0.000 | 1.287844   | 1.986925  |
| Log dividend        | -.2564557 | .0519244  | -4.94 | 0.000 | -.3583899  | -.1545215 |
| Log intangible      | -.1601917 | .0190141  | -8.42 | 0.000 | -.1975188  | -.1228646 |
| Size-logMarketValue | .2194234  | .026331   | 8.33  | 0.000 | .1677322   | .2711145  |
| _cons               | -.6279792 | .2252972  | -2.79 | 0.005 | -1.070266  | -.1856919 |

Σημείωση:  $R^2 = 0.35$

Στον πίνακα 8 παρατηρούμε την γραμμική παλινδρόμηση με εξαρτημένη μεταβλητή τον δείκτη αποτελεσματικότητας επενδύσεων και ανεξάρτητες μεταβλητές το δείκτη φερεγγυότητας, την απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου, το λόγο χρέους, την μερισματική απόδοση την αξία άυλων στοιχείων και το μέγεθος των εταιρειών τους με βάση την αξία τους στην αγορά.

Για την Ισπανία βρέθηκε ότι το μοντέλο ήταν στατιστικά σημαντικό  $F(6, 758)=29,76$ ,  $R^2=0.35$ . Βρέθηκε ότι ήταν στατιστικά σημαντικοί προβλεπτικοί παράγοντες της αποτελεσματικότητας των επενδύσεων η φερεγγυότητα ( $b=1,76$ ,  $p=.000$ ), ο λόγος χρέους ( $b=1,63$ ,  $p=.000$ ), η μερισματική απόδοση ( $b=-.25$ ,  $p=.005$ ), η αξία των άυλων στοιχείων ( $b=-.16$ ,  $p=.001$ ) και το μέγεθος του ενεργητικού ( $b=.21$ ,  $p=.000$ ) ενώ η απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου δεν ήταν στατιστικά σημαντική ( $b=.03$ ,  $p=.430$ ). Είναι φανερό ότι η φερεγγυότητα και ο λόγος χρέους είχαν την μεγαλύτερη θετική επίδραση στην αποτελεσματικότητα των επενδύσεων στις Ισπανικές επιχειρήσεις. Ακολουθεί με αρνητική επίδραση η μερισματική απόδοση και με θετική το μέγεθος της αγοραίας αξίας των επιχειρήσεων. Την πιο μικρή επίδραση την είχε η αξία των άυλων στοιχείων, η επίδραση της ήταν βέβαια θετική. Τέλος να τονίσουμε ότι στο μοντέλο μας δεν υπήρχε πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας καθώς οι VIF τιμές των μεταβλητών ήταν κάτω από 5 [Solvency Ratio1,44, ROE1,05, Debt ratio1,33, Log dividend1,43, Log intangible 2,47, Size-logMarketValue 3.03].

## Κεφάλαιο 5 – Κριτικός σχολιασμός και παρουσίαση ευρημάτων

Από το μοντέλο για την Ελλάδα που περιλάμβανε το ενεργητικό ως ανεξάρτητη μεταβλητή προέκυψε ότι η φερεγγυότητα και ο λόγος χρέους είχαν την μεγαλύτερη θετική επίδραση στην αποτελεσματικότητα των επενδύσεων στις Ελληνικές επιχειρήσεις. Ακολουθούσε με θετική επίδραση η μερισματική απόδοση και με αρνητική το μέγεθος του ενεργητικού των επιχειρήσεων. Την πιο μικρή επίδραση την είχε η αξία των άυλων στοιχείων, η επίδραση τους ήταν βέβαια θετική. Από αυτό το αποτέλεσμα επιβεβαιώνεται η πρώτη υπόθεση ότι τα άυλα περιουσιακά στοιχεία σχετίζονται θετικά με την αγοραία αξία της εταιρείας. Σε σχέση με το δεύτερο μοντέλο για την Ελλάδα που περιλάμβανε την αγοραία αξία των επιχειρήσεων έναντι του ενεργητικού προέκυψε ως διαφορά ότι η μερισματική απόδοση δεν ήταν στατιστικά σημαντική. Επιπλέον στο δεύτερο μοντέλο η αξία των άυλων στοιχείων είχε αρνητική σχέση και η αγοραία αξία των επιχειρήσεων είχε θετική επίδραση, δηλαδή οι δύο αυτοί παράγοντες είχαν διαφορετικά πρόσημα στο δεύτερο μοντέλο σε σχέση με το πρώτο. Ως προς την δεύτερη υπόθεση κανένα από τα παραπάνω δύο μοντέλα δεν μπόρεσε να επιβεβαιώσει ότι τα άυλα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να βοηθήσουν στην εξήγηση της σχέσης μεταξύ της απόδοσης της εταιρείας και της αγοραίας αξίας της εταιρείας καθώς η απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου ήταν στατιστικά μη σημαντική και στις δύο περιπτώσεις. Τέλος η τρίτη υπόθεση επιβεβαιώθηκε που ανέφερε ότι τα άυλα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να βοηθήσουν στην εξήγηση της σχέσης μεταξύ της οικονομικής ευρωστίας της εταιρείας και της επίδρασής της στην αγοραία αξία της εταιρείας καθώς ο δείκτης φερεγγυότητας και τα άυλα στοιχεία ήταν στατιστικά σημαντικοί προβλεπτικοί παράγοντες.

Για την Ισπανία από το πρώτο μοντέλο που περιλάμβανε το ενεργητικό βρέθηκε ότι η φερεγγυότητα και ο λόγος χρέους είχαν την μεγαλύτερη θετική επίδραση στην αποτελεσματικότητα των επενδύσεων στις Ισπανικές επιχειρήσεις. Ακολουθούσε με θετική επίδραση η μερισματική απόδοση και με αρνητική το μέγεθος του ενεργητικού των επιχειρήσεων. Την πιο μικρή επίδραση την είχε η αξία των άυλων στοιχείων και η απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου, η επίδραση τους ήταν βέβαια θετική. Από αυτό το αποτέλεσμα επιβεβαιώνεται η πρώτη υπόθεση ότι τα

άλλα περιουσιακά στοιχεία σχετίζονται θετικά με την αγοραία αξία της εταιρείας. Στο δεύτερο όμως μοντέλο που περιλάμβανε στη θέση του ενεργητικού την αγοραία αξία των επιχειρήσεων βρέθηκε ότι η μερισματική απόδοση και τα άλλα στοιχεία είχαν αρνητική επίδραση και επιπλέον δεν ήταν στατιστικά σημαντική η απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου. Επιπρόσθετα το ενεργητικό είχε θετική επίδραση στο δεύτερο μοντέλο ενώ στο πρώτο είχε αρνητική. Ως προς την δεύτερη υπόθεση μόνο το πρώτο από τα δύο μοντέλα μπόρεσε να επιβεβαιώσει ότι τα άλλα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να βοηθήσουν στην εξήγηση της σχέσης μεταξύ της απόδοσης της εταιρείας και της αγοραίας αξίας της εταιρείας καθώς η απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου ήταν στατιστικά σημαντική. Τέλος η τρίτη υπόθεση επιβεβαιώθηκε που ανέφερε ότι τα άλλα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να βοηθήσουν στην εξήγηση της σχέσης μεταξύ της οικονομικής ευρωστίας της εταιρείας και της επίδρασής της στην αγοραία αξία της εταιρείας καθώς ο δείκτης φερεγγυότητας και τα άλλα στοιχεία ήταν στατιστικά σημαντικοί προβλεπτικοί παράγοντες.

## Επίλογος

Σκοπός της παρούσας έρευνας ήταν να μελετήσει την επίδραση των επενδύσεων σε άυλα πάγια σε βιομηχανικές εταιρείες στην Ελλάδα και στην Ισπανία τις χρονιές 2010-2016. Από το σύνολο της μελέτης συμπεραίνεται ότι τα άυλα στοιχεία στην Ελλάδα και στην Ισπανία είχαν στατιστικά σημαντική μεν αλλά μικρής έντασης επίδραση στην αποτελεσματικότητα των επενδύσεων των βιομηχανικών εταιρειών. Στην Ελλάδα όμως η επίδραση τους ήταν σαφώς χαμηλότερη έναντι της Ισπανίας. Η αξία των άυλων στοιχείων στην εξήγηση της σχέσης μεταξύ της απόδοσης των εταιρειών και της αγοραίας αξίας τους αλλά και μεταξύ της οικονομικής ευρωστίας των επιχειρήσεων με την αγοραία αξία τους ήταν σημαντική και στις δύο χώρες. Επιπρόσθετα σημαντική διαφορά μεταξύ Ισπανίας και Ελλάδας ήταν ότι ο δείκτης φερεγγυότητας στην Ισπανία είχε μεγαλύτερη επίδραση στην αποτελεσματικότητα των επενδύσεων για τις Ισπανικές επιχειρήσεις ενώ το αντίθετο συμβαίνει για την Ελλάδα, βέβαια η έντασης της διαφοράς αυτής δεν ήταν πολύ μεγάλη αλλά έχει όμως ποιοτική αξία.



## Βιβλιογραφία

- Aboody, D., & Lev, B. (2000). Information asymmetry, R&D, and insider gains. *The Journal of Finance*, 55(6), 2747-2766.
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of financial and quantitative analysis*, 31(3), 377-397.
- Alfaia, C. P., Alves, S. P., Martins, S. I., Costa, A. S., Fontes, C. M., Lemos, J. P., ... & Prates, J. A. (2009). Effect of the feeding system on intramuscular fatty acids and conjugated linoleic acid isomers of beef cattle, with emphasis on their nutritional value and discriminatory ability. *Food Chemistry*, 114(3), 939-946.
- Al-Najjar, B., & Taylor, P. (2008). The relationship between capital structure and ownership structure: New evidence from Jordanian panel data. *Managerial Finance*, 34(12), 919-933.
- Alves, S., & Martins, J. (2014). The Impact of Intangible Assets on Financial and Governance Policies: A Simultaneous Equation Analysis. *Journal of Applied Finance and Banking*, 4(1), 61.
- Austin, J. E., & Seitanidi, M. M. (2014). *Creating value in nonprofit-business collaborations: new thinking and practice*. John Wiley & Sons.
- Balakrishnan, S., & Fox, I. (1993). Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure. *Strategic Management Journal*, 14(1), 3-16.
- Banerjee, B. (2015). *Fundamentals of Financial Management*. PHI Learning Pvt. Ltd..
- Barker, R. D. (1996). Practical techniques for 3D resistivity surveys and data inversion. *Geophysical prospecting*, 44(3), 499-523.
- Barron, E., van Andel, T. H., & Pollard, D. (2003). Glacial environments II: Reconstructing the climate of Europe in the last glaciation. *Neanderthals and modern humans in the European landscape during the last glaciation*, 57-78.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of accounting and economics*, 31(1), 77-104.

- Belloc, F., Laurenza, E., & Alessandra Rossi, M. (2016). Corporate governance effects on innovation when both agency costs and asset specificity matter. *Industrial and Corporate Change*, dtw009.
- Berger, A. N., & Mester, L. J. (1997). Inside the black box: What explains differences in the efficiencies of financial institutions?. *Journal of banking & finance*, 21(7), 895-947.
- Berle, A. A., & Means, G. G. C. (1991). *The modern corporation and private property*. Transaction publishers.
- Black, B. S., & Coffee, J. C. (1994). Hail Britannia?: institutional investor behavior under limited regulation. *Michigan Law Review*, 92(7), 1997-2087.
- Borio, C. E. (2014). Monetary policy and financial stability: what role in prevention and recovery?.
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The journal of Finance*, 39(3), 857-878.
- Brealey, R., Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- Brooks, R. (2015). *Financial management: core concepts*. Pearson.
- Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *Accounting review*, 305-333.
- Cadbury, S. A. (1992). *Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* (London).
- Castanias, R. (1983). Bankruptcy risk and optimal capital structure. *The Journal of Finance*, 38(5), 1617-1635.
- Chan, K. S. (1993). Consistency and limiting distribution of the least squares estimator of a threshold autoregressive model. *The annals of statistics*, 520-533.
- Charkham, J., & Simpson, A. (1999). *Fair shares: The future of shareholder power and responsibility*. OUP Oxford.
- Chauvin, K. W., & Hirschey, M. (1993). Advertising, R&D expenditures and the market value of the firm. *Financial management*, 128-140.



- Chen, S. (2014). Financial constraints, intangible assets, and firm dynamics: Theory and evidence (No. 14-88). International Monetary Fund.
- Claessens, S., & Van Horen, N. (2015). The impact of the global financial crisis on banking globalization. *IMF Economic Review*, 63(4), 868-918.
- Coffee Jr, J. C., & Palia, D. (2016). The wolf at the door: The impact of hedge fund activism on corporate governance. *Annals of Corporate Governance*, 1(1), 1-94.
- Crutchley, C. E., & Hansen, R. S. (1989). A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends. *Financial Management*, 36-46.
- Daniel, K., Grinblatt, M., Titman, S., & Wermers, R. (1997). Measuring mutual fund performance with characteristic-based benchmarks. *The Journal of finance*, 52(3), 1035-1058.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of financial economics*, 8(1), 3-29.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of political economy*, 93(6), 1155-1177.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of corporate finance*, 7(3), 209-233.
- Denicolai, S., Cotta Ramusino, E., & Sotti, F. (2015). The impact of intangibles on firm growth. *Technology Analysis & Strategic Management*, 27(2), 219-236.
- Dimopoulos, T., & Wagner, H. F. (2016). Corporate Governance and CEO Turnover Decisions.
- Dixit, A. (1988). Optimal trade and industrial policies for the US automobile industry. *Empirical methods for international trade*.
- Dzenopoljac, V., Dzenopoljac, V., Yaacoub, C., Yaacoub, C., Elkanj, N., Elkanj, N., ... & Bontis, N. (2017). Impact of intellectual capital on corporate performance: evidence from the Arab region. *Journal of Intellectual Capital*, 18(4), 884-903.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.

- Economides, N. (1996). The economics of networks. *International journal of industrial organization*, 14(6), 673-699.
- Eisfeldt, A. L., & Papanikolaou, D. (2014). The value and ownership of intangible capital. *The American Economic Review*, 104(5), 189-194.
- El-Gazzar, S. M. (1998). Predisclosure information and institutional ownership: A cross-sectional examination of market revaluations during earnings announcement periods. *Accounting Review*, 119-129.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of political economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Freeman, C. (1982). The economics of industrial innovation.
- Friend, I., & Lang, L. H. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *the Journal of Finance*, 43(2), 271-281.
- Gaved, M. (1997). *Closing the communications gap: Disclosure and institutional shareholders*. Institute of Chartered Accountants in England and Wales.
- Godfrey, J. M., & Hamilton, J. (2005). The impact of R&D intensity on demand for specialist auditor services. *Contemporary Accounting Research*, 22(1), 55-93.
- Goh, B. W., Li, D., Ng, J., & Yong, K. O. (2015). Market pricing of banks' fair value assets reported under SFAS 157 since the 2008 financial crisis. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(2), 129-145.
- Goyal, M., Mehta, R. L., Schneiderman, L. J., & Sehgal, A. R. (2002). Economic and health consequences of selling a kidney in India. *Jama*, 288(13), 1589-1593.
- Graves, S. B., & Waddock, S. A. (1994). Institutional owners and corporate social performance. *Academy of Management journal*, 37(4), 1034-1046.
- Greenberry, B. (1995). Quality means-You get more than you expected'. *PRISON SERVICE JOURNAL*, 41-41.
- Hampel, R. (1998). *Final report*. Gee.
- Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2002). Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. *Abacus*, 38(3), 317-349.

- Hart, C. (2001). *Doing a literature search: a comprehensive guide for the social sciences*. Sage.
- Hart, O., & Moore, J. (1994). A theory of debt based on the inalienability of human capital. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 841-879.
- Hausman, A., & Johnston, W. J. (2014). The role of innovation in driving the economy: Lessons from the global financial crisis. *Journal of Business Research*, 67(1), 2720-2726.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of financial economics*, 53(3), 353-384.
- Hirshey, M., & Weygandt, J. J. (1985). Amortization policy for advertising and research and development expenditures. *Journal of Accounting Research*, 326-335.
- Holland, J. L. (1997). *Making vocational choices: A theory of vocational personalities and work environments*. Psychological Assessment Resources.
- Holland, P. R. (1995). *The quantum theory of motion: an account of the de Broglie-Bohm causal interpretation of quantum mechanics*. Cambridge university press.
- Holland, T. J. B., & Powell, R. (1998). An internally consistent thermodynamic data set for phases of petrological interest. *Journal of metamorphic Geology*, 16(3), 309-343.
- Holmstrom, B. (1989). Agency costs and innovation. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 12(3), 305-327.
- Hubbard, D. W. (2014). *How to measure anything: Finding the value of intangibles in business*. John Wiley & Sons.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance*, 48(3), 831-880.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Joher, H., Ali, M., & Nazrul, M. (2011). The impact of ownership structure on corporate debt policy: two stage least square simultaneous model approach for post crisis period: evidence from Kuala Lumpur Stock Exchange. *International Business & Economics Research Journal (IBER)*, 5(5).
- Johnson, R. A., & Greening, D. W. (1999). The effects of corporate governance and institutional ownership types on corporate social performance. *Academy of management journal*, 42(5), 564-576.
- Karmiloff-Smith, A. (1995). *Beyond modularity: A developmental perspective on cognitive science*. MIT press.
- Keasey, K., & Short, H. (1997). Equity retention and initial public offerings: the influence of signalling and entrenchment effects. *Applied Financial Economics*, 7(1), 75-85.
- Keasey, K., & Wright, M. (1993). Issues in corporate accountability and governance: An editorial. *Accounting and business research*, 23(sup1), 291-303.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The journal of finance*, 55(1), 1-33.
- Lee, P. M., & O'Neill, H. M. (2003). Ownership structures and R&D investments of US and Japanese firms: Agency and stewardship perspectives. *Academy of Management Journal*, 46(2), 212-225.
- Leech, G. (2000). Grammars of Spoken English: New Outcomes of Corpus-Oriented Research. *Language learning*, 50(4), 675-724.
- Lev, B. (2001). R&D productivity in the chemical industry. *New York (disponible en [www. baruch-lev. com](http://www.baruch-lev.com))*.
- Long, M. S., & Malitz, I. B. (1985). Investment patterns and financial leverage. In *Corporate capital structures in the United States* (pp. 325-352). University of Chicago Press.

- Madhani, P. M. (2015). A Study on the Corporate Governance and Disclosure Practices of Tangible Assets and Intangible Assets-Dominated Firms and Their Relationship. Browser Download This Paper.
- Martins, R. K., & McNeil, D. W. (2009). Review of motivational interviewing in promoting health behaviors. *Clinical psychology review*, 29(4), 283-293.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial economics*, 27(2), 595-612.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1995). Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of financial economics*, 39(1), 131-157.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Moyer, J. R., Thompson, L. T., Black, J. P., & Disterhoft, J. F. (1992). Nimodipine increases excitability of rabbit CA1 pyramidal neurons in an age-and concentration-dependent manner. *Journal of neurophysiology*, 68(6), 2100-2109.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The journal of finance*, 39(3), 574-592.
- Myers, S. C., & 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'sullivan, P. B. (2000). Masterclass. Lumbar segmental 'instability': clinical presentation and specific stabilizing exercise management. *Manual therapy*, 5(1), 2-12.
- Rediker, K. J., & Seth, A. (1995). Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms. *Strategic management journal*, 16(2), 85-99.
- Rey, H. (2015). Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence (No. w21162). National Bureau of Economic Research.

- Ross, L. (1977). The intuitive psychologist and his shortcomings: Distortions in the attribution process. *Advances in experimental social psychology*, 10, 173-220.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of financial Research*, 5(3), 249-259.
- Saha, A., & Bose, S. (2017). The Value Relevance of Financial and Non-Financial Information: Evidence from Recent Academic Literature.
- Salawu, R. O., & Agboola, A. A. (2008). The determinants of capital structure of large non-financial listed firms in Nigeria.
- Sen, M., & Oruc, E. (2008). Testing of pecking order theory in ISE (Istanbul Stock Exchange Market). *International Research Journal of Finance and Economics*, 21, 19-26.
- Shakina, E., Shakina, E., Molodchik, M., Molodchik, M., Barajas, A., & Barajas, A. (2017). Endogenous value creation: managerial decisions on intangibles. *Management Research Review*, 40(4), 410-428.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1992). Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach. *The Journal of Finance*, 47(4), 1343-1366.
- Short, H., & Keasey, K. (1999). Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK. *Journal of corporate finance*, 5(1), 79-101.
- Smith, A. (1776). An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations. *London: George Routledge and Sons*.
- Smith, D. A. (1996). Third World cities in global perspective: the political economy of uneven urbanization.
- Stapledon, G. P. (1996). Institutional investors and corporate governance.
- Tricker, R. B., & Tricker, R. I. (2015). *Corporate governance: Principles, policies, and practices*. Oxford University Press, USA.
- Williamson, O. E. (1988). Corporate finance and corporate governance. *The journal of finance*, 43(3), 567-591.
- Wolfe, J., & Sauaia, A. C. A. (2014). The Tobin q as a company performance indicator. *Developments in Business Simulation and Experiential Learning*, 30.

- Wyatt, A., & Wong, J. (2002). *Financial analysts and intangible assets*. University of Melbourne, Department of Accounting and Business Information Systems.
- Yafeh, Y., & Yosha, O. (2003). Large shareholders and banks: Who monitors and how?. *The Economic Journal*, 113(484), 128-146.
- Yasser, Q. R., Entebang, H. A., & Mansor, S. A. (2015). Corporate governance and firm performance in Pakistan: The case of Karachi Stock Exchange (KSE)-30.
- Zingales, L. (2000). In search of new foundations. *The journal of Finance*, 55(4), 1623-1653.