

Πολυτεχνείο Κρήτης
Σχολή Μηχανικών Παραγωγής και Διοίκησης
Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Ειδίκευσης Οργάνωση και Διοίκηση

ΕΘΝΙΚΗ ΚΟΥΛΤΟΥΡΑ ΑΡΧΙΚΕΣ
ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΕΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

(Μεταπτυχιακή Διατριβή)

ΜΑΝΤΑΡΑΚΗ ΝΙΚΗ (2015019054)

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΠΑΣΙΟΥΡΑΣ ΦΩΤΙΟΣ
ΕΠΙΤΡΟΠΗ: ΔΟΥΜΠΟΣ ΜΙΧΑΛΗΣ, ΖΟΠΟΥΝΙΔΗΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Στο σημείο αυτό θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή του Πολυτεχνείου Κρήτης κ. Πασιούρα Φώτιο, για την στήριξη και την καθοδήγηση του, σε όλο αυτό το διάστημα της μελέτης και συγγραφής της παρούσης εργασίας.

Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου Αντώνιο και Βασιλική, τον αδελφό μου Αντώνιο και τους φίλους μου, για την αμέριστη στήριξη και συμπαράστασή τους.

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα διπλωματική εργασία εκπονείται για την απόκτηση του διπλώματος του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Ειδίκευσης της σχολής Μηχανικών Παραγωγής και Διοίκησης, στον τομέα της Οργάνωσης και Διοίκησης του Πολυτεχνείου Κρήτης.

Η παρούσα εργασία βασίζεται τόσο σε επισκόπηση βιβλιογραφίας του παρελθόντος, όσο και σε ανάλυση με στατιστικά δεδομένα, για την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την προβληματική εξέτασης.

Για την εκπόνηση της, αρχικά συλλέχθηκαν δεδομένα που αφορούν τις μεταβλητές εξέτασης, αναλυτική παρουσίαση στο τμήμα 3.2, για διάφορες χώρες σε παγκόσμιο επίπεδο και εξετάζουν την επίδοση της εκάστοτε χώρας για συγκεκριμένες χρονιές στην κάθε μεταβλητή ξεχωριστά.

Έπειτα ακολούθησε περισυλλογή βιβλιογραφίας του παρελθόντος, που εξετάζει το συγκεκριμένο θέμα από διαφορετικές σκοπιές, έτσι ώστε να γίνει στήριξη της παρούσας ανάλυσης.

Στη συνέχεια ακολούθησε επεξεργασία για καταγραφή βασικών στατιστικών χαρακτηριστικών και συσχετίσεων μεταξύ των μεταβλητών και τέλος ανάλυση επιδράσεων μέσω παλινδρομήσεων των μεταβλητών αυτών και συζήτηση των αποτελεσμάτων.

Τέλος γίνεται παρουσίαση των συμπερασμάτων, τα οποία στηρίζονται στην στατιστική ανάλυση και συγκρίνονται με εκείνα της παρελθοντικής έρευνας.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	5
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ^ο : ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ	8
1.1 Βασικές έννοιες κουλτούρας	8
1.2 Εταιρίες Επιχειρηματικών Συμμετοχών	10
1.2.1 Ορισμός	10
1.2.2 Κύρια χαρακτηριστικά εταιριών επιχειρηματικών συμμετοχών	11
1.2.3 Είδη εταιριών επιχειρηματικών συμμετοχών	12
1.3 Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές	14
1.3.1 Ορισμός	14
1.3.2 Χρονικός προσδιορισμός IPOs	15
1.3.3 Βραχυπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη απόδοση IPOs	15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ^ο : ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ: ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΚΟΥΛΤΟΥΡΑΣ ΣΕ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ, VENTURE CAPITAL ΚΑΙ IPOs	18
2.1 Επίδραση κουλτούρας και εθνικών χαρακτηριστικών στις επενδύσεις	18
2.2 Επιδράσεις στις Εταιρίες Επιχειρηματικών Συμμετοχών	28
2.3 Επιδράσεις στις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές	36
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ^ο : ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ	43
3.1 STATA: Εισαγωγή στο πρόγραμμα	43
3.2 Παρουσίαση δεδομένων	43
3.2.1 Εξαρτημένες Μεταβλητές	44
3.2.2 Ανεξάρτητες μεταβλητές	44
3.3 Βασικά περιγραφικά στατιστικά	48
3.3.1 Περιγραφικά στατιστικά με εξαρτημένη VC/ GDP	48
3.3.2 Περιγραφικά στατιστικά με εξαρτημένη VC availability	50
3.3.3 Περιγραφικά στατιστικά με εξαρτημένες IPO proceeds amount, IPO market share και Share of world IPOs	53
3.4 Συσχετίσεις μεταβλητών	56
3.4.1 Συσχετίσεις μεταβλητών για εξαρτημένη VC/ GDP	56
3.4.2 Συσχετίσεις μεταβλητών για εξαρτημένη VC availability	61

3.4.3 Συσχετίσεις μεταβλητών για εξαρτημένες IPO market share, IPO proceeds amount και Share of world IPOs	65
3.5 Μοντέλο Τυχαίων Επιδράσεων	70
3.5.1 Αποτελέσματα παλινδρομήσεων Random Effects για VC/GDP	71
3.5.2 Αποτελέσματα παλινδρομήσεων Random Effects για VC availability	73
3.5.3 Αποτελέσματα παλινδρομήσεων Random Effects για IPO market share	76
3.5.4 Αποτελέσματα παλινδρομήσεων Random Effects για IPO proceeds amount	78
3.5.5 Αποτελέσματα παλινδρομήσεων Random Effects για Share of World IPOs	81
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ^ο : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	84
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	88
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	92

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σε παγκόσμιο επίπεδο, τα διάφορα έθνη διαφέρουν ως προς τον τρόπο διαχείρισης των οικονομικών δραστηριοτήτων. Προηγούμενες μελέτες έχουν δείξει ότι η εθνική κουλτούρα διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στη διαφοροποίηση αυτή. Σύμφωνα με τον Geert Hofstede, αυτές οι διαφορές καθορίζονται ως οι διαστάσεις εθνικής κουλτούρας που μπορούν να επηρεάσουν τη φιλοσοφία του μάνατζμεντ κάθε χώρας. Στην παρούσα μελέτη εξετάζεται ο βαθμός στον οποίο η κουλτούρα κάθε έθνους μπορεί να επηρεάσει τις οικονομικές δραστηριότητες και την επιχειρηματικότητα κάθε χώρας. Πιο συγκεκριμένα εξετάζεται η επιρροή που ασκείται στο επίπεδο των επενδύσεων σε Εταιρίες Επιχειρηματικών Συμμετοχών και σε Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές, σε παγκόσμιο επίπεδο. Ταυτόχρονα εξετάζεται και η επιρροή που δέχονται οι εθνικές προτιμήσεις επενδύσεων από διάφορους άλλους παράγοντες όπως την πολιτική σταθερότητα, την θεσμική ανάπτυξη, το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν κ. ο. κ. Η ανάλυση αυτή πραγματοποιείται με τρία διαφορετικά σύνολα δεδομένων, που αφορούν τις 5 διαφορετικές κύριες μεταβλητές της ανάλυσης, την ποσότητα επενδύσεων Επιχειρηματικών Κεφαλαίων σαν ποσοστό του ΑΕΠ (VC/GDP) και την Διαθεσιμότητα Επιχειρηματικών Κεφαλαίων (VC availability) για τις Εταιρίες Επιχειρηματικών Συμμετοχών και η Αξία των παγκόσμιων Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών σαν ποσοστό της αξίας συνόλου μετοχών (IPOs market share), την ποσότητα εσόδων από Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές (IPO proceeds amount) και τον αριθμό των μετοχών αρχικών Δημόσιων Εγγραφών σαν ποσοστό του παγκόσμιου συνόλου μετοχών (Share of World IPOs), για τις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές. Το πρώτο σύνολο δεδομένων αφορά την μεταβλητή VC/ GDP και περιλαμβάνει δεδομένα από 33 χώρες παγκοσμίως και για τα έτη 2012- 2016. Το δεύτερο σύνολο δεδομένων αφορά τη Διαθεσιμότητα Επιχειρηματικών Κεφαλαίων και περιλαμβάνει δεδομένα από 99 χώρες σε όλο τον κόσμο που αφορούν τις χρονιές 2011- 2012, 2012- 2013, 2013- 2014, 2014- 2015 και 2015- 2016. Το 3^ο σύνολο δεδομένων αφορά τις εξαρτημένες για τις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές, με στοιχεία για 54 χώρες παγκοσμίως που παρουσιάζονται σε μέσους όρους ανά τρία έτη, 2007- 2009, 2008-2010 και 2009- 2011. Στα δεδομένα αυτά διεξάγονται παλινδρομήσεις Τυχαίων Επιδράσεων (Random Effects) με τη χρήση του προγράμματος STATA και αντλούνται συμπεράσματα σχετικά με τις επιδράσεις στις επενδύσεις, οι οποίες μπορεί να φανούν χρήσιμες τόσο σε επενδυτές και μελετητές, αλλά ακόμα και σε θεσμικά όργανα.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Είναι ευρέως γνωστό ότι η έννοια του πολιτισμού παίρνει διαφορετικές διαστάσεις ανά τον κόσμο, ανάλογα με τις πεποιθήσεις, τις συμπεριφορές και τα πιστεύω των μελών της εκάστοτε κοινωνίας. Ο πολιτισμός μιας κοινωνίας ορίζεται ως το σύνολο των αξιών και των πεποιθήσεων των ανθρώπων της. Ο πολιτισμός αποκρυσταλλώνεται απτά στα θεσμικά όργανα της εκάστοτε κοινωνίας, γι' αυτό κιόλας παρατηρούνται διαφορές από χώρα σε χώρα, στην αντιμετώπιση και διαχείριση διάφορων ζητημάτων, όπως το μάνατζμεντ, οι επενδύσεις κτλ. Οι διαφορετικές πτυχές του πολιτισμού αποκρυσταλλώνονται στα κύρια χαρακτηριστικά των μελών κάθε κοινωνίας, τα οποία σχηματίζουν τις διαστάσεις του πολιτισμού. Αυτές είναι ο Ατομικισμός έναντι του Κολεκτιβισμού (Individualism vs Collectivism), η Μεγάλη έναντι Μικρής Απόστασης Ισχύος (Long Vs Small Power Distance), η Ισχυρή έναντι Αδύναμης Αποστροφής στην Αβεβαιότητα (Strong vs weak Uncertainty Avoidance), η Αρρενωπότητα έναντι της Θηλυκότητας (Masculinity vs Femininity), ο Μακροπρόθεσμος έναντι Βραχυπρόθεσμου Προσανατολισμού (Long term vs short term orientation) και τέλος η Επιείκεια έναντι των Περιορισμών (Indulgence vs Restraints). Αυτές οι διαστάσεις αφορούν κυρίως τον τρόπο αντιμετώπισης του μάνατζμεντ και εμφανίζουν διακυμάνσεις από χώρα σε χώρα (Hofstede, 1984).

Φαίνεται ότι οι πολιτισμικές διαφορές μπορεί να προκαλέσουν διακυμάνσεις στον τρόπο με τον οποίο διεξάγονται οι επενδύσεις, ανάλογα με τη χώρα που εξετάζεται. Για παράδειγμα χώρες των οποίων οι πολίτες αποστρέφονται την αβεβαιότητα και το άγνωστο, θα είναι πιο συντηρητικές ως προς τον τρόπο σκέψης, όσον αφορά τις επενδύσεις, και θα εμπιστεύονται το κεφάλαιο που προέρχεται από θεσμικά ιδρύματα, τράπεζες κ ο. κ. Αντιθέτως, οι πολίτες από χώρες που είναι πιο εξοικειωμένες με την έννοια του κινδύνου και του ρίσκου και στοχεύουν στην απόσπαση υψηλότερων κερδών με κάθε τρόπο, θα στρέφονται προς τη χρηματοδότηση μέσω χρηματοπιστωτικών αγορών, που προσφέρουν πιο ευέλικτους και επικερδείς όρους συναλλαγών (Kwok και Tadesse, 2006).

Με γνώμονα λοιπόν την παραπάνω παραδοχή, πιστεύεται ότι η εθνική κουλτούρα μπορεί να επηρεάσει την επιλογή ανάμεσα σε συντηρητικούς και εναλλακτικούς τρόπους επενδύσεων, με σκοπό τα βέλτιστα αποτελέσματα, όπως αυτά περιγράφονται σύμφωνα με την κουλτούρα του κάθε έθνους. Εκτός αυτού όμως, φαίνεται πως η κουλτούρα μπορεί να επηρεάσει και να προκαλέσει διακυμάνσεις στην δραστηριότητα και τις αποδόσεις των εναλλακτικών τρόπων

επενδύσεων, και να καθοδηγήσει τόσο επενδυτές, όσο και επίσημους θεσμούς, στην χάραξη των πολιτικών τους. Στην παρούσα εργασία ως εναλλακτικοί τρόποι επένδυσης- επέκτασης κεφαλαίου της επιχείρησης εισάγονται οι έννοιες των Εταιριών Επιχειρηματικών Συμμετοχών και οι Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές. Τα VC ορίζονται ως μια μακροπρόθεσμη μετοχική επένδυση σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις μεγάλου δυναμισμού, με κύριο χαρακτηριστικό την υψηλή τεχνολογία. Οι Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές είναι οι πρώτες μετοχές που πωλούνται από μια ιδιωτική εταιρία στο κοινό, η πρώτη δηλαδή έξοδος της εταιρίας στο χρηματιστήριο.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η ανάδειξη των επιδράσεων που ασκούνται στις Εταιρίες Επιχειρηματικών Συμμετοχών και τις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές σε επίπεδο χώρας, και κυρίως η επίδραση της κουλτούρας, η οποία φαίνεται να προκαλεί διακυμάνσεις στις αποδόσεις των εναλλακτικών αυτών τρόπων επένδυσης ανάμεσα σε διαφορετικές χώρες. Για το λόγο αυτό συλλέγονται στοιχεία από διάφορες χώρες παγκοσμίως, τόσο σχετικά με την δραστηριότητα των VC και IPOs, όσο και σχετικά με άλλες μεταβλητές, όπως μεταβλητές κουλτούρας, μεταβλητές θεσμικού πλαισίου, μεταβλητές χρηματοπιστωτικής δομής, μεταβλητές μακροοικονομίας, οικονομικής ανάπτυξης και επιχειρηματικής δραστηριότητας. Γίνονται υποθέσεις σχετικά με αλληλεπιδράσεις μεταξύ των συνισταμένων, οι οποίες τελικά εξετάζονται μέσω ενός μοντέλου παλινδρομήσεων Τυχαίων Επιδράσεων. Από τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων προκύπτει ότι η κουλτούρα επιδρά και μεταβάλλει τα επίπεδα αυτών εναλλακτικών μέσων επένδυσης ανάμεσα σε διαφορετικές χώρες.

Στη συνέχεια παρουσιάζεται η δομή της εργασίας. Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μια εισαγωγή στις βασικές έννοιες οι οποίες πραγματεύονται στο παρόν έγγραφο. Παρουσιάζονται οι έννοιες της κουλτούρας, των Εταιριών Επιχειρηματικών Συμμετοχών και των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών, καθώς και το πλαίσιο μέσα στο οποίο εξελίσσονται. Στο 2^ο κεφάλαιο γίνεται μια σύντομη επισκόπηση βιβλιογραφίας του παρελθόντος, που αφορά μελέτες που έγιναν στο παρελθόν από διάφορους μελετητές, πάνω στην Εθνική κουλτούρα, τις Εταιρίες Επιχειρηματικών Συμμετοχών και τις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές και τις επιδράσεις που τους ασκούνται σε επίπεδο χώρας. Το 3^ο κεφάλαιο παρουσιάζει το οικονομετρικό πρόγραμμα STATA, τη μεθοδολογία και τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν, καθώς επίσης και τα αποτελέσματα που αντλήθηκαν από την επεξεργασία των μεταβλητών. Τέλος το 4^ο κεφάλαιο καταγράφει τα βασικά συμπεράσματα της ανάλυσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο: ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

Ξεκινώντας, πρέπει να γίνει ορισμός των βασικών εννοιών γύρω από τις οποίες διεξάγεται η ανάλυση. Η ανάλυση πραγματεύεται 3 βασικές έννοιες. Την κουλτούρα, τα Επιχειρηματικά Κεφάλαια και τις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές. Παρακάτω ακολουθεί σύντομη περιγραφή του περιεχομένου και των βασικών χαρακτηριστικών των κεντρικών προβληματικών της ανάλυσης.

1.1: Βασικές έννοιες κουλτούρας

Η παρούσα εργασία βασίζεται στην επιρροή που ασκεί η εθνική κουλτούρα στις Αρχικές δημόσιες Εγγραφές, και στις Εταιρίες Επιχειρηματικών Συμμετοχών. Ξεκινάμε λοιπόν με μια παρουσίαση της έννοιας της κουλτούρας και των διαστάσεων στις οποίες χωρίζεται.

Για την κατανόηση του όρου εθνική κουλτούρα, θα δανειστούμε τις εξηγήσεις από τον ειδικό Geert Hofstede, ο οποίος πρωτοστάτησε στον καθορισμό των διαφορών του πολιτισμού σε επίπεδο χώρας, μέσα από τη δική του έρευνα. Σύμφωνα λοιπόν με τον Hofstede οι δεξιότητες του μάνατζμεντ διαφέρουν από χώρα σε χώρα και έχουν τα δικά τους συγκεκριμένα χαρακτηριστικά. Με άλλα λόγια, μια φιλοσοφία μάνατζμεντ που εφαρμόζεται και θεωρείται κατάλληλη σε μια χώρα, μπορεί να μην είναι το ίδιο επιτυχημένη σε μια άλλη χώρα. Αυτό οφείλεται στα εθνικά χαρακτηριστικά του πολιτισμού των λαών, τα οποία επιδρούν σε διάφορες πτυχές του μάνατζμεντ, των επενδύσεων κτλ.

Ο πολιτισμός ορίζεται σαν τον συλλογικό προγραμματισμό της σκέψης, ο οποίος κάνει τα μέλη μιας κοινωνίας να διαφέρουν από εκείνα μιας άλλης κοινωνίας. Ο πολιτισμός είναι ουσιαστικά η σύνδεση των ατόμων με διάφορες πτυχές της ζωής τους και από σχήματα σκέψης που μεταφέρονται από το κοντινό περιβάλλον, δηλαδή γονείς, φίλους, σχολείο, αλλά ακόμα και από διάφορα πρότυπα και ηγέτες. Τέλος ο πολιτισμός μιας κοινωνίας ορίζεται ως το σύνολο των αξιών και των πεποιθήσεων των ανθρώπων της. Ο πολιτισμός αποκρυσταλλώνεται απτά στα θεσμικά όργανα της εκάστοτε κοινωνίας, γι αυτό κιόλας παρατηρούνται διαφορές από χώρα σε χώρα, στην αντιμετώπιση και διαχείριση διάφορων ζητημάτων, όπως το μάνατζμεντ, οι επενδύσεις κτλ (Hofstede, 1984).

Για να καταφέρει ο Hofstede να αποκρυσταλλώσει τις διαφορές της εθνικής κουλτούρας, διεξήγαγε μία έρευνα σε 67 χώρες αρχικά και μέσα από απαντήσεις ερωτηματολογίων σχετικά με τις αξίες και πεποιθήσεις των ανθρώπων, καθόρισε τις έξι βασικές διαστάσεις εθνικής

κουλτούρας, οι οποίες θα χρησιμοποιηθούν ως βασικοί πυλώνες για την εξήγηση των επιδράσεων στις επενδύσεις, στη μετέπειτα ανάλυση μας.

Η 1^η διάσταση είναι ο Ατομικισμός έναντι του Κολлекτιβισμού (Individualism vs Collectivism). Αυτή η διάσταση ουσιαστικά αναφέρεται, στην προτίμηση των ατόμων για ένα χαλαρά δεμένο κοινωνικό πλαίσιο, όπου ο καθένας είναι υπεύθυνος για τον εαυτό του, έναντι ενός πιο στενά δεμένου κοινωνικού πλαισίου, στο οποίο ο βαθμός αλληλεξάρτησης των ατόμων είναι μεγαλύτερος.

Η 2^η διάσταση είναι η Μεγάλη έναντι Μικρής Απόσταση Ισχύος (Long Vs Small Power Distance). Πρόκειται για το βαθμό αποδοχής των ατόμων για την άνιση κατανομή της εξουσίας σε ιδρύματα και οργανισμούς. Σε κοινωνίες με μεγάλη απόσταση ισχύος, τα άτομα αποδέχονται την θέση τους χωρίς αιτιολόγηση, ενώ αντίθετα σε κοινωνίες μικρής απόστασης ισχύος, τα άτομα προσπαθούν να εξισορροπούν την ανισότητα εξουσίας (Hofstede, 1983).

Η 3^η διάσταση είναι η Ισχυρή έναντι Αδύναμης Αποστροφής στην Αβεβαιότητα (Strong vs weak Uncertainty Avoidance). Πρόκειται για τον βαθμό αποστροφής μιας κοινωνίας στα ασαφή και αβέβαια αποτελέσματα. Όσο πιο ισχυρή η αποστροφή, τόσο πιο λίγο ανεκτική είναι η κοινωνία στην αβεβαιότητα και εδραιώνει άκαμπτους κώδικες και κανονισμούς συμπεριφοράς. Αντίθετα όσο πιο ασθενής η αποστροφή στην αβεβαιότητα, τόσο πιο ανοιχτή και ελαστική είναι μια κοινωνία στο αβέβαιο αποτέλεσμα και στο αβέβαιο μέλλον.

Η 4^η διάσταση είναι εκείνη της Αρρενωπότητας έναντι της Θηλυκότητας (Masculinity vs Femininity). Έχει να κάνει με τον τρόπο με τον οποίο διατίθενται οι ρόλοι ανάμεσα στα δύο φύλα. Η αρρενωπότητα αναφέρεται περισσότερο στην προτίμηση για επίτευξη και υλική επιτυχία και η θηλυκότητα στην προτίμηση για σεμνότητα και φροντίδα στους αδύναμους. Έχει να κάνει ουσιαστικά στην φυλετική διαφορά που μπορεί να υπάρχει σε μια κοινωνία και στον τρόπο κατανομής των ρόλων ανάμεσα στα δύο φύλα (Hofstede, 2001).

Η 5^η διάσταση είναι ο Μακροπρόθεσμος έναντι Βραχυπρόθεσμου Προσανατολισμού (Long term vs short term Orientation). Ο μακροπρόθεσμος προσανατολισμός αφορά μια κοινωνία η οποία προσανατολίζεται στο ρεαλισμό, τις μελλοντικές ανταμοιβές, την επιμονή και την προσαρμογή στις μεταβαλλόμενες συνθήκες. Αντίθετα ο βραχυπρόθεσμος προσανατολισμός, είναι η ενθάρρυνση σε μια κοινωνία των αρετών που σχετίζονται με το παρελθόν και το παρόν, όπως η εθνική υπερηφάνεια, ο σεβασμός στην παράδοση, η διατήρηση του προσώπου και η

εκπλήρωση των κοινωνικών υποχρεώσεων. Ουσιαστικά προάγει την εθνική υπερηφάνεια και την προσκόλληση της κοινωνίας στις παραδόσεις, την θρησκεία και το παρελθόν γενικότερα.

Η 6^η διάσταση είναι αυτή της Επιείκειας έναντι των Περιορισμών (Indulgence vs Restraints). Οι κοινωνίες που διέπονται από επιείκεια επιτρέπουν στα μέλη τους την σχετικά ελεύθερη ικανοποίηση των επιθυμιών τους και οδηγούν στην απόλαυση και στην διασκέδαση. Αντιθέτως οι κοινωνίες με περιοριστικό χαρακτήρα καταστέλλουν την ικανοποίηση των ανθρώπινων αναγκών και τη ρυθμίζουν μέσω αυστηρών κοινωνικών κανονισμών. Σε επιεικείς κοινωνίες, οι άνθρωποι έχουν λιγότερη ηθική πειθαρχία και είναι πιο αισιόδοξοι και ενεργητικοί. Αντιθέτως σε κοινωνίες με αυξημένους περιορισμούς, οι άνθρωποι έχουν πιο αυστηρή πειθαρχία στους κανονισμούς, είναι πιο κυνικοί και απαισιόδοξοι (Hofstede et al., 2010).

Σύμφωνα λοιπόν με τις βασικές διαστάσεις του πολιτισμού, όπως αυτές περιγράφηκαν πρώτα από τον Hofstede, θα γίνει προσπάθεια παρουσίασης των βασικών επιδράσεων της κουλτούρας στις επενδύσεις, από την σκοπιά άλλων ερευνών που πλαισιώνουν την βιβλιογραφία.

1.2: Εταιρίες Επιχειρηματικών Συμμετοχών

Παρακάτω ακολουθεί παρουσίαση των εννοιών γύρω από τα Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών, τα βασικά χαρακτηριστικά τους και τα είδη στα οποία χωρίζονται.

1.2.1: Ορισμός

Το Venture Capital, VC, αποτελεί μια εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης για νέες επιχειρήσεις. Εναλλακτικές ονομασίες είναι Κεφάλαιο Διακινδυνεύσεως, Επιχειρηματικά Κεφάλαια, Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών και Κεφάλαιο Υψηλού Κινδύνου. Τα VC ορίζονται ως μια μακροπρόθεσμη μετοχική επένδυση σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις μεγάλου δυναμισμού, με κύριο χαρακτηριστικό την υψηλή τεχνολογία. Οι επενδύσεις αυτές συνήθως συνοδεύονται από την υποστήριξη από την πλευρά του επενδυτή. Υπό μια ευρύτερη έννοια τα επιχειρηματικά κεφάλαια ορίζονται σαν επενδύσεις στα κεφαλαιακά στοιχεία των επιχειρήσεων με κύριο χαρακτηριστικό τις προοπτικές μεγέθυνσης, αλλά και κινδύνους σε μακροπρόθεσμη βάση (Christofidis και Debande, 2011).

Τα VC λοιπόν ορίζονται σαν επενδύσεις σε επιχειρήσεις που έχουν προοπτική ταχείας ανάπτυξης, με συνοδεία ενεργής συμμετοχής των επενδυτών, τόσο στην παροχή συμβουλών και

στο δίκτυο γνωριμιών, όσο και στη συμμετοχή στη λήψη αποφάσεων και στη διοικητική υποστήριξη. Όλα αυτά αποσκοπούν βέβαια στην αύξηση των κεφαλαιακών κερδών.

Τέτοιου είδους χρηματοδοτήσεις γίνονται με τη μορφή συμμετοχής στο κεφάλαιο επιχειρήσεων μη εισηγμένων στο χρηματιστήριο και αναλαμβάνονται από εξειδικευμένες εταιρίες παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων, οι οποίες στοχεύουν σε μακροπρόθεσμη απόκτηση κερδών, τέτοιων ώστε να αντισταθμίζεται ο υψηλός κίνδυνος της επένδυσης. Τα τελικά κέρδη βασίζονται στην εκτίμηση της απόδοσης και του κινδύνου της εκάστοτε επένδυσης (National Venture Capital Association Yearbook, 2016).

1.2.2: Κύρια χαρακτηριστικά εταιριών επιχειρηματικών συμμετοχών

Αφού ορίστηκε η έννοια των VC, θα προχωρήσουμε στην παρουσίαση των βασικών χαρακτηριστικών τους που αποτελούν και τις βασικές διαφορές από την παραδοσιακή χρηματοδότηση.

Ξεκινάμε από το βασικό χαρακτηριστικό που είναι ο κίνδυνος. Τα VC αποτελούν μακροπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις, πράγμα που σημαίνει ότι αποδίδουν σε 5- 10 χρόνια από την αρχική επένδυση. Λόγω της μειωμένης ρευστότητας, δεν μπορούν να απαιτηθούν κεφάλαια πίσω οποιαδήποτε στιγμή ζητηθεί. Η επένδυση αποδίδει μόνο σε περίπτωση που η εταιρία πουληθεί ή εισαχθεί σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά. Διαφορετικά υπό καθεστώς πτώχευσης, ή ρευστοποίησης της εταιρίας, η επένδυση χάνεται. Οι επενδυτές VC αναλαμβάνουν τόσο μεγάλο κίνδυνο, γιατί επενδύουν συνήθως σε επιχειρήσεις καινοτόμες, που αν εισαχθούν με επιτυχία στην αγορά θα αποφέρουν τεράστια κέρδη. Αυτή είναι και μία βασική διαφορά από τους παραδοσιακούς τρόπους χρηματοδότησης, οι οποίοι απαιτούν σταθερή απόδοση, ανεξάρτητα από την πορεία της επιχείρησης που χρηματοδοτείται. Ουσιαστικά οι τράπεζες αποσκοπούν στα κέρδη από τόκους και προμήθειες που αποσπούν από την επιχείρηση την οποία χρηματοδοτούν (National Venture Capital Association Yearbook, 2016).

Ένα δεύτερο χαρακτηριστικό των VC είναι αυτό της κεφαλαιακής συμμετοχής. Οι εταιρίες κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών, ουσιαστικά με τις χρηματοδοτήσεις στις νέες επιχειρήσεις, συμμετέχουν στο κεφάλαιο της επιχείρησης. Επειδή η απόδοση που θα λάβουν οι επενδυτές, εκφράζεται σε όρους μετοχών από το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης, οι εταιρίες VC συμμετέχουν με την παροχή συμβουλών, καθοδήγησης κτλ. Ακόμη η χρηματοδότηση από εταιρίες επιχειρηματικών συμμετοχών γίνεται σε γύρους, με την χορήγηση διαφορετικού ποσού,

ανάλογα με τις πιθανότητες επιτυχίας της επιχείρησης για το δεδομένο γύρο. Αυτή είναι μια ακόμη βασική διαφορά από την χορήγηση δανείων από τράπεζες, οι οποίες δίνουν το σύνολο του δανείου απευθείας, αναμένοντας απλά την αποπληρωμή (Christofidis και Debande, 2011).

Ένα τρίτο χαρακτηριστικό είναι η αυξημένη υποστήριξη που παρέχεται στην επιχείρηση στην οποία γίνεται η επένδυση. Οι εταιρίες επιχειρηματικών συμμετοχών, παίζουν σημαντικό ρόλο στην πορεία της επιχείρησης στην οποία επενδύουν. Με άλλα λόγια έχουν υποστηρικτικό και καθοδηγητικό ρόλο όσον αφορά το μάνατζμεντ αλλά και τη χάραξη στρατηγικών. Αυτή είναι άλλη μια βασική διαφορά από την χρηματοδότηση μέσω τραπεζικών δανείων, όπου οι τράπεζες δε συμμετέχουν με κανένα τρόπο στην χάραξη της πορείας της επιχείρησης, μετά την απόδοση του δανείου και απλώς αποσκοπούν στην είσπραξη των δόσεων. Επειδή λοιπόν οι εταιρίες επιχειρηματικών συμμετοχών θα λάβουν πληρωμή για την επένδυσή τους, ανάλογα με την επιτυχία ή την αποτυχία της νέας επιχείρησης, αναλαμβάνουν το καθήκον να καθοδηγήσουν όσο μπορούν τους επιχειρηματίες, ώστε να περνάνε με επιτυχία τις φάσεις ανάπτυξης της επιχείρησης, και να φτάσουν στον τελικό στόχο τους που είναι η επιτυχημένη είσοδος στην χρηματιστηριακή αγορά (Teket et al., 2016).

1.2.3: Είδη εταιριών επιχειρηματικών συμμετοχών

Μεγάλο ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι πηγές από τις οποίες αντλούνται τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών.

Μια πρώτη πηγή θεωρούνται οι ιδιώτες με μεγάλη περιουσία. Οι επενδυτές αυτοί προσανατολίζονται σε τέτοιου είδους επενδύσεις, για λόγους φορολογίας. Έχουν μεγαλύτερο κέρδος αν δηλώνουν τα έσοδα αυτά σαν κεφαλαιακά κέρδη, παρά σαν τρέχον εισόδημα. Λόγω της μακροπρόθεσμης απολαβής κερδών από τέτοιου είδους επενδύσεις, οι επενδυτές κερδίζουν ουσιαστικά, αφού γλιτώνουν ένα ποσό από την παρούσα φορολόγηση των εσόδων τους (National Venture Capital Association Yearbook 2016).

Μια ακόμη πηγή επιχειρηματικών κεφαλαίων είναι οι ιδιωτικές κοινοπραξίες. Θεωρείται μάλιστα από τις πιο συνηθισμένες πηγές επιχειρηματικών κεφαλαίων, με χρονική διάρκεια ζωής περίπου 10 χρόνια. Η δομή της αποτελείται από δύο είδη εταίρων, τους ομόρρυθμους, οι οποίοι είναι υπεύθυνοι για τη διοίκηση και τους ετερόρρυθμους, οι οποίοι συμμετέχουν με την παροχή των κεφαλαίων προς χρηματοδότηση. Οι περισσότερες κοινοπραξίες επιχειρηματικών κεφαλαίων έχουν τη δομή εταιριών επενδύσεων, οι οποίες διαχειρίζονται ένα σύνολο

επενδυτικών κεφαλαίων. Η δημιουργία μιας τέτοιας κοινοπραξίας επιχειρηματικών κεφαλαίων γίνεται μέσω έγγραφης συμφωνίας μεταξύ των μελών, η οποία καθορίζει βασικά θέματα, όπως είναι η χρονική διάρκεια και ο σκοπός ίδρυσης της κοινοπραξίας, το ποσό συμμετοχής κάθε επενδυτή και τις απολαβές που αντιστοιχούν μετά την αποχώρησή του, την αμοιβή κάθε μέλους και τέλος ανάπτυξη στρατηγικών για την διοίκηση και ενδυνάμωση της κοινοπραξίας (Sahlman, 1990).

Ένα ακόμα είδος επιχειρηματικών κεφαλαίων είναι οι ανεπίσημοι ιδιώτες επενδυτές ή Business Angeles. Αυτοί ουσιαστικά αποτελούν μια σχεδόν αόρατη αγορά επενδυτικών κεφαλαίων, που αποτελείται από ευκατάστατους ιδιώτες, οι οποίοι επενδύουν σε νεοσύστατες εταιρίες υψηλού κινδύνου και απόδοσης. Πρόκειται για μια ανεπίσημη αγορά επενδυτικών κεφαλαίων, που επενδύει σε επιχειρήσεις και τομείς στους οποίους οι επίσημες πηγές VC είναι απρόθυμες να επενδύσουν. Χαρακτηρίζονται από μικρότερο ύψος επενδύσεων σε γνωρίμους τομείς, μεγαλύτερη γεωγραφική διασπορά επενδύσεων, μικρότερη χρονική διάρκεια λήψης απόφασης από τις επίσημες εταιρίες επιχειρηματικών συμμετοχών, μικρότερο έλεγχο των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούν και γενικότερα λιγότερη γραφειοκρατία στις διαδικασίες επένδυσης (Luukkonen, 2008).

Οι εξαρτημένες θυγατρικές χρηματοπιστωτικών ή μη εταιριών, θεωρούνται μια ακόμη πηγή επιχειρηματικών κεφαλαίων. Τέτοιου είδους εταιρίες είναι θυγατρικές άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τραπεζών, ασφαλιστικών εταιριών κτλ. Σκοπός τους είναι η επένδυση κεφαλαίων που αντλούνται από την μητρική επιχείρηση, για λογαριασμό της. Χαρακτηρίζονται από υψηλό συντηρητισμό ακολουθώντας τις συντηρητικές πολιτικές των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που εκπροσωπούν (National Venture Capital Association Yearbook 2016).

Τελευταίο είδος εταιρίας επιχειρηματικών συμμετοχών είναι οι εταιρίες κρατικών χρηματοδοτήσεων. Οι δημόσιες αρχές των χωρών, θέλοντας να τονώσουν τις επιχειρήσεις της χώρας τους, δημιουργούν τέτοιες εταιρίες επιχειρηματικών συμμετοχών, έτσι ώστε να συμβάλλουν στην ανάπτυξη μικρομεσαίων επιχειρήσεων για την προώθηση τεχνολογίας. Για να ενισχύσουν λοιπόν την ανάπτυξη των επιχειρήσεων τα κράτη παρέχουν κάποια κίνητρα όπως, η φορολόγηση με χαμηλότερους συντελεστές, η παροχή επιδοτούμενων δανείων, η μερική αποζημίωση των ζημιών που μπορεί να προκύψουν και η απαλλαγή κάποιων κερδών από τη φορολογία (Luukkonen, 2008).

1.3: Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές

Στη συνέχεια παρουσιάζεται η εννοιολογική προσέγγιση των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών, τα βασικά χαρακτηριστικά καθώς και το πλαίσιο δράσης και απόδοσής τους.

1.3.1: Ορισμός

Οι Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές είναι οι πρώτες μετοχές που πωλούνται από μια ιδιωτική εταιρία στο κοινό, η πρώτη δηλαδή έξοδος της εταιρίας στο χρηματιστήριο. Συνήθως εκδίδονται από μικρότερες και νεότερες εταιρίες, με σκοπό την επέκταση του κεφαλαίου τους. Υπάρχει όμως και περίπτωση έκδοσης από μεγαλύτερες ιδιωτικές εταιρίες οι οποίες θέλουν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο. Σε μια δημόσια εγγραφή, ο εκδότης λαμβάνει βοήθεια από μια επιχείρηση αναδοχής, για θέματα όπως ο καθορισμός του τύπου μετοχής που πρέπει να εκδώσει (κοινή ή προτιμώμενη), η καλύτερη τιμή εγγραφής και ο χρόνος έκδοσης στην αγορά¹.

Ο κυριότερος λόγος για να εκδώσει μια εταιρία αρχικές δημόσιες εγγραφές είναι ή αύξηση του εταιρικού κεφαλαίου, έτσι ώστε στη συνέχεια το κεφάλαιο αυτό να χρησιμοποιηθεί για επενδύσεις και μετέπειτα επέκταση της εταιρίας. Πρόκειται ουσιαστικά για τον φθηνότερο τρόπο αύξησης κεφαλαίου, αφού δεν υπάρχει σταθερός τόκος και η συμφωνία περιέχει λιγότερους όρους. Ένας ακόμη εξίσου σημαντικός λόγος φαίνεται να είναι η δημιουργία δημόσιων εγγραφών για εξαγορές στο μέλλον. Ακόμη βελτιώνεται το προφίλ της εταιρίας και αποκτάται μεγαλύτερο κύρος (Brau και Fawcett, 2006).

Η διαδικασία σύμφωνα με την οποία εκδίδεται ένα IPOs είναι η διαδικασία της εγγύησης-αναδοχής (underwriting). Η αναδοχή-εγγύηση είναι η συγκέντρωση χρήματος μέσω χρέους ή μετοχών. Το πρώτο βήμα για την έκδοση IPOs είναι η επαφή και η διαπραγμάτευση της εταιρίας με τον ασφαλιστή (underwriter). Αυτός αναλαμβάνει τον ρόλο του μεσάζοντα μεταξύ εταιρίας και του κοινού. Η διαπραγμάτευση αυτή αφορά θέματα όπως είναι το ποσό των χρημάτων προς αύξηση, ο τύπος των τίτλων έκδοσης και άλλες λεπτομέρειες διαπραγμάτευσης. Η συμφωνία μεταξύ τους μπορεί να πάρει δύο μορφές. Η 1^η είναι ουσιαστικά η εγγύηση για αύξηση κατά ένα συγκεκριμένο ποσό του κεφαλαίου της εταιρίας, με την αγορά της εγγραφής από τον ασφαλιστή και τη μετέπειτα μεταπώλησή της στο κοινό. Η 2^η είναι η συμφωνία των καλύτερων

¹ <https://www.nasdaq.com/investing/glossary/i/initial-public-offering>

προσπαθειών, όπου ο ασφαλιστής πουλά τις μετοχές για την εταιρία, χωρίς να μπορεί όμως να εγγυηθεί για το ποσό αύξησης του κεφαλαίου².

1.3.2: Χρονικός προσδιορισμός IPOs

Η έξοδος των εταιριών στις αγορές μέσω των αρχικών δημοσίων εγγραφών φαίνεται πως ευνοεί τους εταίρους, καθώς οι διαφοροποιημένοι επενδυτές εκτιμούν τις μετοχές με υψηλότερη αξία από τους ίδιους. Με την διαδικασία αυτή οι εταίροι θέτουν την εταιρία τους υπό παρακολούθηση από άλλους, π. χ. επενδυτές, με αποτέλεσμα να αυξάνει η αξία της. Και η δημόσια και η ιδιωτική ιδιοκτησία παρέχουν πλεονεκτήματα σχετικά με την πληροφόρηση και η βέλτιστη επιλογή στη δομή ελαχιστοποιεί τα σχετικά κόστη. Η έκδοση των IPOs σχετίζεται άμεσα με τον χρόνο, αφού η εταιρίες έχουν μόνο μια ευκαιρία για βγουν στη δημόσια αγορά. Ακόμη οι εταιρίες μπορούν ανά πάσα ώρα και στιγμή να ξαναγίνουν ιδιωτικές, ανακτώντας πάλι πίσω όλες τις μετοχές τους. Λόγω λοιπόν του ότι οι εταιρίες με την έκδοσή τους στη δημόσια αγορά, παραχωρούν ένα μέρος των ιδιωτικών τους προνομίων στο κοινό, παρατηρείται ότι ο χρόνος έκδοσης παίζει πολύ σημαντικό ρόλο για τις αρχικές δημόσιες εγγραφές, καθώς θα πρέπει να προτιμώνται οι ιδανικές συνθήκες τόσο για την έκδοση IPOs από την εταιρία, όσο και για την επαναφορά τους σε ιδιωτικοποίηση (Benninga et al.,2005).

Όταν πολλές επιχειρήσεις βγαίνουν στο δημόσιο την ίδια χρονική περίοδο, δημιουργείται το φαινόμενο “Hot issue”. Φαίνεται ότι υπάρχει άμεση συσχέτιση με την κερδοφορία των εταιριών και την αλλαγή των μακροοικονομικών συνθηκών, οι οποίες επηρεάζουν άμεσα τα κέρδη των επιχειρήσεων, δημιουργώντας αυξημένες ταμειακές ροές. Έχει παρατηρηθεί ότι όταν οι εταιρίες χαρακτηρίζονται από αυξημένες ταμειακές ροές, τότε πιστεύουν ότι είναι η κατάλληλη στιγμή για έκδοση μετοχών και το κάνουν μαζικά. Η έκδοση αρχικών δημοσίων εγγραφών λοιπόν έρχεται σε κύματα. Οι καλές οικονομικές συνθήκες επηρεάζουν εκτός από τις ιδιωτικές και τις ήδη εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες, άρα τα κύματα αυτά των IPOs συνδέονται με υψηλές τιμές μετοχών στο χρηματιστήριο (Bouis, 2009).

1.3.3 Βραχυπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη απόδοση IPOs

Στο σημείο αυτό θα ασχοληθούμε με την βραχυπρόθεσμη απόδοση των IPOs και την αρχική υποτιμολόγηση (underpricing) την οποία υφίστανται.

² <https://www.edupristine.com/blog/initial-public-offer>

Ένας βασικός λόγος λοιπόν φαίνεται να είναι η ασυμμετρία της πληροφόρησης, τόσο μεταξύ εκδότη και ασφαλιστή, όσο και μεταξύ ασφαλιστή και επενδυτή. Όταν για παράδειγμα οι επενδυτές κατέχουν περισσότερες πληροφορίες από τους υπόλοιπους συμβαλλόμενους, για να διατηρήσουν την ποιότητα των μετοχών τους, προσπαθούν να κρατήσουν μακριά εκδότες χαμηλής ποιότητας. Για τον λόγο αυτό «διαφημίζουν» την υψηλή τους ποιότητα και αναγκάζουν τους εκδότες υψηλής ποιότητας να ρίξουν αρχικά την τιμή των IPOs τους, με στόχο να προσελκύσουν τέτοιου είδους επενδυτές. Ακόμη κάποιες φορές οι ασφαλιστές είναι πιο καλά πληροφορημένοι από τους εκδότες και πουλούν την μετοχή σε χαμηλότερη από εκείνη της τιμής ισορροπίας της αγοράς, με σκοπό να αποφύγουν το κόστος που θα προέκυπτε απ' το να μείνουν κάποιες μετοχές απούλητες. Στο μεγαλύτερο μέρος των περιπτώσεων όμως, υποτίθεται ότι κανένα από τα τρία συμβαλλόμενα μέλη δεν έχει επαρκείς πληροφορίες σχετικά με την αξία της επιχείρησης, κι έτσι οι επενδυτές απλά οδηγούνται στην αγορά της χαμηλότερης αξίας μετοχής. Από τα παραπάνω λοιπόν φαίνεται ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση οδηγεί σε αρχική υποτίμηση των IPOs (Katti και Phani, 2016).

Μια ακόμη θεωρία σχετικά με την υποτιμολόγηση των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών αφορά την κατανομή των μετοχών ανάμεσα σε ιδιώτες και δημόσιους επενδυτές. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται και στον διαχωρισμό των δημόσιων από τους ιδιώτες επενδυτές, λόγω του ότι οι δημόσιοι είναι πάντα πιο επαρκώς πληροφορημένοι από τους ιδιώτες. Οι τραπεζικοί επενδυτές λοιπόν, στις περισσότερες των περιπτώσεων, είναι υπεύθυνοι για την υποτίμηση των IPOs, καθώς θέλουν να πουλήσουν έναν συγκεκριμένο αριθμό μετοχών και οδηγούνται στην πώληση σε χαμηλότερη τιμή, με στόχο να δημιουργήσουν επαρκή ζήτηση (Ritter και Welch, 2002).

Σημαντικό ρόλο στην αρχική υποτίμηση των IPOs φαίνεται να παίζει και η φήμη του ασφαλιστή. Οι ασφαλιστές με υψηλότερο κύρος είναι συνδεδεμένοι με χαμηλότερο κίνδυνο και το αντίστροφο. Η φήμη του ασφαλιστή φαίνεται να έχει αντίστροφη σχέση με το ποσό υποτίμησης των αρχικών δημόσιων εγγραφών (Katti και Phani, 2016).

Εκτός όμως από την βραχυχρόνια απόδοση και η μακροχρόνια απόδοση των αρχικών δημόσιων εγγραφών παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, καθώς είναι και αυτή που κρίνει την επιτυχία ή αποτυχία της επιλογής των εταίρων να βγουν στη δημόσια αγορά. Η μακροπρόθεσμη λοιπόν απόδοση εξαρτάται από κάποιους συγκεκριμένους παράγοντες, οι οποίοι κρίνουν το τελικό αποτέλεσμα.

Ένας κύριος λόγος που οδηγεί σε μη φυσιολογικές θετικές ή αρνητικές αποδόσεις σε βάθος χρόνου, είναι ο κίνδυνος της πληροφόρησης. Ο κίνδυνος της πληροφόρησης δεν μπορεί να εκτιμηθεί εκ των προτέρων από τους επενδυτές και έτσι βασίζεται σε προσδοκίες, οι οποίες μπορεί να αποδειχθούν ανακριβείς. Η τιμολόγηση του κινδύνου μπορεί να είναι εξ αρχής υποτιμημένη ή υπερτιμημένη και έτσι να οδηγήσει σε μακροπρόθεσμη διόρθωση τιμής της μετοχής είτε προς τα πάνω, είτε προς τα κάτω, καθώς νέες πληροφορίες για τις συγκεκριμένες επιχειρήσεις έρχονται στην επιφάνεια. Έτσι δημιουργείται μια σταδιακή διόρθωση της τιμής που οδηγεί σε μη ομαλές μακροπρόθεσμες αποδόσεις των IPOs, καθώς αυτή η διόρθωση απαιτεί σαφείς και ακριβείς πληροφορίες που δεν έρχονται όλες μαζί (Ecker , 2014).

Ένας ακόμη λόγος μπορεί να θεωρηθεί η αρχική υπερβολική αισιοδοξία του επενδυτή. Αυτή η αισιοδοξία οφείλεται στα αρχικά υπερβάλλοντα κέρδη των πρόσφατα εισερχόμενων στο χρηματιστήριο εταιριών. Τα έσοδα των εταιριών που μόλις εξέδωσαν IPOs φαίνονται πολύ υψηλά, είναι όμως διογκωμένα λόγω προσαρμογών που κάνουν οι εκδότες. Με το πέρασ του χρόνου όμως οι επενδυτές αντιλαμβάνονται ότι οι επιχειρήσεις δε μπορούν να συντηρήσουν αυτά τα υψηλά κέρδη και η τιμή των μετοχών διορθώνεται (Ritter και Welch, 2002).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^Ο: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ: ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΚΟΥΛΤΟΥΡΑΣ ΣΕ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ, VENTURE CAPITAL ΚΑΙ IPOs.

Η παρούσα εργασία βασίζεται στην επιρροή που ασκεί η εθνική κουλτούρα στις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές και στις Εταιρίες Επιχειρηματικών Συμμετοχών. Ξεκινώντας την παρουσίαση αυτών των επιδράσεων, θα γίνει μια προσπάθεια παρουσίασης των επιρροών που ασκούνται στον χώρο των επενδύσεων γενικότερα, όπως αυτές περιγράφονται από την βιβλιογραφία του παρελθόντος. Ξεκινάμε λοιπόν με μια βιβλιογραφική επισκόπηση της επίδρασης του εθνικού πολιτισμού στις επενδύσεις, με σκοπό την κατανόηση και τον στόχο των αποτελεσμάτων της παρούσας μελέτης.

2.1: Επίδραση κουλτούρας και εθνικών χαρακτηριστικών στις επενδύσεις

Σε αυτό το μέρος γίνεται μια σύντομη παρουσίαση και περιγραφή των επιδράσεων της εθνικής κουλτούρας και χαρακτηριστικών, όπως έχουν καταγραφεί από άλλες μελέτες του παρελθόντος.

Αρχικά παρουσιάζεται μια έρευνα από τους Kwok και Tadesse (2006), σχετικά με την επίδραση της κουλτούρας στα συστήματα χρηματοδότησης και τις επενδύσεις. Οι ίδιοι υποστήριζαν ότι από χώρα σε χώρα παρατηρούνται διαφορές σχετικά με την χρηματοπιστωτική διαχείριση των οικονομικών δραστηριοτήτων. Κύριες διαφορές που παρατηρούν είναι ανάμεσα σε χώρες όπως οι Ηνωμένες Πολιτείες και το Ηνωμένο Βασίλειο οι οποίες κυριαρχούνται από τις χρηματιστηριακές αγορές και σε χώρες όπως η Ιαπωνία και οι Ευρωπαϊκές χώρες, οι οποίες κυριαρχούνται από τις τράπεζες. Σύμφωνα με τους συγγραφείς λοιπόν, ο εθνικός πολιτισμός παίζει πρωτεύοντα ρόλο στον τρόπο με τον οποίο διαμορφώνεται η χρηματοπιστωτική δομή της χώρας και στον τρόπο με τον οποίο διεξάγονται οι επενδύσεις.

Οι συγγραφείς λοιπόν θέλοντας να εξετάσουν το επίπεδο επιρροής του πολιτισμού στην χρηματοπιστωτική δομή της εκάστοτε χώρας, ελέγχουν μεταβλητές που αφορούν το νομικό περιβάλλον, το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης, μακροοικονομικές συνθήκες, πολιτικές συνθήκες και το επίπεδο θεσμικής ανάπτυξης. Αρχικά επικεντρώνονται στην κουλτούρα, αντιπροσωπεύοντάς τη μέσα στην έρευνα με την διάσταση της αποστροφής στην αβεβαιότητα. Για τον λόγο αυτό διεξάγουν μια έρευνα υπόθεσης, στην οποία υποστηρίζουν ότι οι χώρες με υψηλότερο δείκτη αποστροφής στην αβεβαιότητα, θα σχετίζονται περισσότερο με συστήματα τα οποία στηρίζονται σε ιδρύματα, δηλαδή τις τράπεζες, παρά τις αγορές. Διεξάγουν λοιπόν μια έρευνα σε ένα δείγμα 41 χωρών, χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο παλινδρόμησης, για να

αποδείξουν πως η κουλτούρα ως κύρια ανεξάρτητη μεταβλητή, επηρεάζει την χρηματοπιστωτική δομή μιας χώρας, η οποία παίρνει τον ρόλο της εξαρτημένης μεταβλητής, κάνοντας ταυτόχρονα έλεγχο με βάση κάποιες άλλες ανεξάρτητες μεταβλητές οι οποίες αφορούν το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης, το νομικό περιβάλλον, τις μακροοικονομικές συνθήκες το πολιτικό περιβάλλον και την θεσμική ανάπτυξη.

Το βασικό λοιπόν συμπέρασμα που εξάγεται από την έρευνα είναι ότι χώρες με μεγαλύτερη αποστροφή στην αβεβαιότητα είναι πιο πιθανό να συνδέονται με χρηματοπιστωτικά συστήματα που βασίζονται στις τράπεζες. Από τον έλεγχο των υπόλοιπων ανεξάρτητων μεταβλητών διαπιστώνεται ότι η μεταβλητή του νομικού συστήματος είναι στατιστικά σημαντική στην διαφοροποίηση των χρηματοπιστωτικών συστημάτων των χωρών και με ταυτόχρονο έλεγχο της μεταβλητής αποστροφής στην αβεβαιότητα, φαίνεται ότι υψηλή αποστροφή στην αβεβαιότητα, οδηγεί σε χώρες με προσανατολισμό στις τράπεζες. Ακόμη φαίνεται πως η αποστροφή στην αβεβαιότητα σχετίζεται ισχυρά με την ιδρυματική ανάπτυξη και επιδρούν στην χρηματοπιστωτική δομή των χωρών. Ο έλεγχος με τις μεταβλητές πολιτικού περιβάλλοντος δείχνει επίσης ότι η αποστροφή στην αβεβαιότητα επιδρά αρνητικά στην χρηματοοικονομική αρχιτεκτονική. Το ίδιο συμβαίνει και με τον έλεγχο για τις μακροοικονομικές μεταβλητές (Kwok και Tadesse, 2006).

Οι Aggarwal και Goodell (2009) διεξήγαγαν μια έρευνα σχετικά με τις προτιμήσεις των εθνών για χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση, δηλαδή για τις προτιμήσεις επενδύσεων μέσω τραπεζών έναντι των αγορών. Η έρευνα διεξάγεται με δεδομένα από 30 χώρες για περίοδο 8 ετών. Μέσα από μια ανάλυση με διαστρωματικά δεδομένα, οι συγγραφείς προσπαθούν να καταλήξουν σε ένα συμπέρασμα, σχετικά με το ποιά είναι εκείνα τα χαρακτηριστικά ανά χώρα, τα οποία επηρεάζουν σημαντικά τον τρόπο χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης και επενδύσεων, δηλαδή το πώς οι πολίτες επιλέγουν να διαχειριστούν τα χρήματά τους. Με άλλα λόγια προσπαθούν να αποδείξουν ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μπορεί να φαίνονται ιδανικά στον τρόπο που θέτουν σε ενέργεια τις ατελείς συμβάσεις, όταν αυτά συνδυάζονται με ένα συγκεκριμένο μίγμα ηθικής, κουλτούρας και κοινωνικών συνθηκών και οι αγορές μπορεί να παρουσιάζονται ως ιδανική επιλογή με ένα διαφορετικό μίγμα των χαρακτηριστικών αυτών.

Οι συγγραφείς χρησιμοποιώντας δεδομένα που αφορούν την κεφαλαιοποίηση της εγχώριας αγοράς, την εγχώρια δομή, μεταβλητές κουλτούρας, μεταβλητές διακυβέρνησης και τοπικές μεταβλητές, προσπαθούν μέσα από το μοντέλο τους, να αντλήσουν πληροφορίες σχετικά με το

πώς επηρεάζεται η εθνική επιλογή για διαμεσολάβηση, από τον συνδυασμό των μεταβλητών αυτών.

Οι μηχανισμοί των τραπεζών και των αγορών αναπτύσσονται στην εκάστοτε κοινωνία- χώρα για να επιλύσουν προβλήματα χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης που αφορούν τις επενδύσεις. Χρησιμοποιούν λοιπόν τους δείκτες αυτούς που μετράνε τα τραπεζικά συστήματα και τις αγορές και τα συγκρίνουν ως προς τις δραστηριότητές τους. Ο τρόπος με τον οποίο αναπτύσσονται λοιπόν τα δύο αυτά είδη διαμεσολάβησης καθορίζεται από το επιχειρησιακό νομικό, οικονομικό και πολιτιστικό περιβάλλον μιας χώρας. Από την ανάλυση τους οι συγγραφείς, καταλήγουν, στο ότι οι επενδύσεις στις αγορές ευνοούνται από χαρακτηριστικά χώρας όπως είναι η πολιτική σταθερότητα, η παγκοσμιοποίηση, ενώ μειώνονται από την ποιότητα των κανονισμών και την αποστροφή στην αβεβαιότητα.

Τα αποτελέσματα αυτής της έρευνας λοιπόν δείχνουν ότι η κουλτούρα επηρεάζει τον τρόπο με τον οποίο διεξάγονται οι επενδύσεις και βοηθά στην κατανόηση των διαφορών που μπορεί να εντοπίζονται στις διάφορες πολιτικές που εφαρμόζονται από χώρα σε χώρα, ανάλογα με τις νόρμες που επικρατούν (Aggarwal και Goodell, 2009).

Εν συνεχεία, το 2010, οι Aggarwal και Goodell προσπάθησαν να αναγάγουν την έρευνά τους σχετικά με την επιλογή χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης και επενδύσεων στην περιοχή της Ευρώπης. Οι χώρες στις οποίες έγινε η έρευνα, είναι γνωστό ότι έχουν μια παραδοσιακά βασισμένη στις τράπεζες αρχιτεκτονική δομή. Οι συγγραφείς λοιπόν προσπάθησαν, μέσα από την έρευνά τους σε 19 μεγάλες ευρωπαϊκές χώρες, να αναδείξουν πως οικονομικοί, πολιτισμικοί, νομικοί και άλλοι εθνικοί παράγοντες επηρεάζουν την δομή της εγχώριας χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης και των επενδύσεων.

Οι συγγραφείς λοιπόν διεξάγουν υποθέσεις αρχικά σχετικά με την κουλτούρα και την επιρροή της στην χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση. Αρχικά ελέγχουν για τη σημαντικότητα της επίδρασης της κουλτούρας συνολικά στην διαμεσολάβηση. Πιο συγκεκριμένα ελέγχουν τις υποθέσεις ότι υψηλή αποστροφή στην αβεβαιότητα θα σχετίζεται με συστήματα υπέρ των τραπεζών, ενώ υψηλή απόσταση ισχύος και υψηλός ατομικισμός θα οδηγεί σε συστήματα υπέρ των αγορών. Στη συνέχεια διεξάγονται περισσότερες υποθέσεις σχετικά με τη σημαντικότητα της επίδρασης των υπολοίπων ανεξάρτητων στην χρηματοπιστωτική δομή. Με άλλα λόγια ελέγχεται η επιρροή της συγκέντρωσης της αγοράς, της προέλευσης του νόμου, των πολιτικών και της διακυβέρνησης, της ποιότητας των κανονισμών, της πολιτικής σταθερότητας, της

πολιτικής νομιμότητας, του πλούτου, της εισόδου στο ευρώ και τέλος του προηγούμενου σοσιαλιστικού στάτους. Διεξάγεται έρευνα μέσω μοντέλου τυχαίων επιδράσεων (Random Effects), στο οποίο πρώτα μπαίνουν οι πολιτισμικές μεταβλητές και έπειτα οι μεταβλητές δομής και κανονισμών.

Από την έρευνα προκύπτει ότι η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων μέσω των αγορών συνδέεται με υψηλότερα επίπεδα απόστασης ισχύος, συγκέντρωση κεφαλαιακής αγοράς, έλεγχο της διαφθοράς, αποτελεσματικότητα της επιβολής του χρέους και είσοδο στο ευρώ. Από την άλλη, η υψηλότερη προτίμηση προς τις τράπεζες συνδέεται με την αγγλική προέλευση νόμου, μεγαλύτερη αποφυγή αβεβαιότητας και μεγαλύτερη πολιτική νομιμότητα (Aggarwal και Goodell, 2010).

Στη συνέχεια παρουσιάζεται μία ακόμη μελέτη, από τους Beugelsdijk και Frijns (2010), οι οποίοι πραγματεύονται τις επιρροές της κουλτούρας, στις ξένες προκαταλήψεις στην διεθνή κατανομή των περιουσιακών στοιχείων. Οι επενδυτές ανά τον κόσμο, δεν επενδύουν τα χρήματά τους βέλτιστα στις διάφορες αγορές και βάζουν ιδιαίτερο βάρος στα χρεόγραφα της χώρας τους, δημιουργώντας έτσι το φαινόμενο των εγχώριων προκαταλήψεων αλλά και των ξένων προκαταλήψεων. Οι συγγραφείς λοιπόν προσπαθούν να αποδείξουν ότι η εθνική κουλτούρα είναι αυτή που ασκεί επίδραση στις ξένες επενδύσεις.

Για τον λόγο αυτό οι συγγραφείς χρησιμοποιούν δεδομένα από την κατανομή ξένων περιουσιακών στοιχείων που αποτελούνται από περιουσιακά στοιχεία αμοιβαίων κεφαλαίων, από 26 χώρες που επενδύουν σε άλλες 48 χώρες. Προσπαθούν να απαντήσουν σε τρεις υποθέσεις. Η πρώτη αφορά την επίδραση του δείκτη αποστροφής στην αβεβαιότητα στην κατανομή των ξένων επενδύσεων, η δεύτερη αφορά τη επίδραση του ατομικισμού και η Τρίτη την επίδραση της πολιτισμικής απόστασης. Κατασκευάζεται λοιπόν η εξαρτημένη μεταβλητή των ξένων προκαταλήψεων, στην οποία θα γίνει έλεγχος, μέσω παλινδρόμησης, της επιρροής της αποστροφής στην αβεβαιότητα, του ατομικισμού και άλλων μεταβλητών ελέγχου της χώρας στόχου, για το γενικό οικονομικό, πολιτικό και νομικό περιβάλλον, όπως είναι η δομή διακυβέρνησης, τα λογιστικά πρότυπα, τα κόστη συναλλαγών και η ανάπτυξη της αγοράς μετοχών, της οικειότητας με την χώρα που επενδύει, αλλά και της ελκυστικότητας για επενδύσεις.

Από τον παραπάνω έλεγχο παίρνουμε τα εξής αποτελέσματα. Μέσω του προσανατολισμού περισσότερο στην εξήγηση των ξένων προκαταλήψεων, φαίνεται ότι η αποστροφή στην

αβεβαιότητα οδηγεί τις χώρες να επενδύουν λιγότερο σε ξένες επενδύσεις, ενώ ο ατομικισμός οδηγεί σε περισσότερες ξένες επενδύσεις. Ακόμη η μεγαλύτερη πολιτισμική απόσταση μεταξύ των χωρών, είναι αυτή που οδηγεί σε χαμηλότερη κατανομή ξένων επενδύσεων στα χαρτοφυλάκια. Όλα τα παραπάνω προκύπτουν σε αναφορά πάντα με τις ξένες προκαταλήψεις και ταυτόχρονο έλεγχο ενός συνόλου άλλων μεταβλητών αναφοράς που αφορούν την ελκυστικότητα της χώρας στόχου (Beugelsdijk και Frijns, 2010).

Οι Anderson et al. (2011), προσπάθησαν με τη σειρά τους να συνεισφέρουν και αυτοί στην εξήγηση διαφοροποιήσεων που αφορούν τα χαρτοφυλάκια αυτή τη φορά, ανάλογα με την χώρα προέλευσης των επενδυτών. Έκαναν λοιπόν μια έρευνα σε παγκόσμιο επίπεδο, για τη διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων τα οποία διαχειρίζονται ιδρύματα σε πάνω από εξήντα χώρες. Με την έρευνα αυτή προσπάθησαν να αιτιολογήσουν την ύπαρξη των εγχώριων προκαταλήψεων και τη διαφοροποίηση μεταξύ ξένων μετοχών. Με άλλα λόγια προσπάθησαν να μελετήσουν την επίδραση της εθνικής κουλτούρας, και τις εγχώριες προκαταλήψεις που δημιουργούνται απευθείας στη συμπεριφορά των επενδυτών, χωρίς την μεσολάβηση άλλων κανονιστικών και νομικών πλαισίων και να εξηγήσουν έτσι τις κατανομές των μετοχών των χαρτοφυλακίων από μόνιμα εγκατεστημένους θεσμικούς επενδυτές. Γίνεται εξέταση λοιπόν ενός δείγματος 25.000 θεσμικών χαρτοφυλακίων από 60 χώρες, τα οποία με τη σειρά τους επενδύονται σε άλλες 80 χώρες.

Οι συγγραφείς λοιπόν κατασκευάζοντας δείκτες σχετικά με τα βάρη των χαρτοφυλακίων, τις εγχώριες προκαταλήψεις και την πολιτισμική απόσταση του επενδυτή από την χώρα στόχο, τη χώρα δηλαδή στην οποία στοχεύει να επενδύσει, διεξάγουν παλινδρομήσεις, με στόχο να μετρήσουν τον τρόπο με τον οποίο οι παράγοντες της κουλτούρας, δηλαδή οι διαστάσεις του Hofstede, επηρεάζουν τις εγχώριες προκαταλήψεις στην κατανομή των χαρτοφυλακίων. Εκτός από τις διαστάσεις της κουλτούρας, χρησιμοποιούνται και άλλες ανεξάρτητες μεταβλητές, όπως είναι η οικειότητα των επενδυτών με την χώρα στόχο, η κοινή γλώσσα, η γεωγραφική απόσταση από την χώρα στόχο και κάποιες μακροοικονομικές και ελέγχου της αγοράς μετοχών μεταβλητές.

Από τους ελέγχους που έγιναν βγήκε το συμπέρασμα, ότι ένα μέρος του φαινομένου της μεροληψίας της χώρας καταγωγής οφείλεται στα διαφορετικά πολιτισμικά χαρακτηριστικά των επενδυτών με διαφορετικές χώρες καταγωγής. Πιο συγκεκριμένα, τα κεφάλαια από χώρες με υψηλότερο δείκτη αποστροφής στην αβεβαιότητα, αντικατοπτρίζουν υψηλότερες εγχώριες

προκαταλήψεις και έχουν χαμηλότερη διαφοροποίηση στις ξένες ιδιοκτησίες τους (foreign holdings). Τα χαρτοφυλάκια από χώρες με υψηλότερους δείκτες ανδρικότητας και προσανατολισμού, αντικατοπτρίζουν χώρες με χαμηλότερα επίπεδα εγχώριων προκαταλήψεων και μεγαλύτερη διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου. Τέλος τα χαρτοφυλάκια από πολιτισμικά απομακρυσμένες χώρες, επενδύουν λιγότερο στο εξωτερικό, υποβαθμίζοντας τις πολιτισμικά απομακρυσμένες αγορές στόχους. Η πολιτισμική απόσταση φαίνεται λοιπόν ότι παίζει σημαντικό ρόλο στις επενδύσεις των χαρτοφυλακίων και άμεσα, μέσω επίδρασης στη συμπεριφορά του επενδυτή και έμμεσα μέσω επιδράσεων από το κανονιστικό και ρυθμιστικό περιβάλλον (Anderson et al., 2011).

Για άλλη μία φορά, οι Aggarwal et al. (2012), προσπαθούν με τη χρήση των καλά καθορισμένων μοντέλων βαρύτητας του διεθνούς εμπορίου, να παρουσιάσουν τις επιδράσεις που ασκούνται από την κουλτούρα στην διαμόρφωση των ξένων χαρτοφυλακίων επενδύσεων. Οι συγγραφείς ουσιαστικά επεκτείνουν τον ρόλο των διαστάσεων της κουλτούρας, δείχνοντας πως επηρεάζουν τόσο τις χώρες προέλευσης, όσο και τις χώρες κατεύθυνσης και πως η απόσταση πολιτισμού και η γεωγραφική απόσταση αυτών των χωρών αλληλεπιδρούν με ένα σύνολο άλλων μεταβλητών και καθορίζουν έτσι τη σύνθεση των επενδύσεων ξένων χαρτοφυλακίων χρέους και μετοχών.

Χρησιμοποιούν λοιπόν εκτιμήσεις παλινδρόμησης πάνελ του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου για τα χαρτοφυλάκια εξωτερικού χρέους και μετοχών από 174 χώρες καταγωγής και 50 χώρες προορισμού για την περίοδο 2001 με 2007. Αρχικά κατασκευάζουν τον δείκτη βαρύτητας, σαν έναν συνδυασμό της γεωγραφικής απόστασης των χωρών και της οικονομικής ανάπτυξης της χώρας προέλευσης και της χώρας κατεύθυνσης, τον δείκτη θεσμικής ισχύος και ποιότητας πληροφοριών σαν ένας συνδυασμός της ανάπτυξης της αγοράς ομολόγων και την αγοράς μετοχών και για τις δύο χώρες, της εταιρικής λογιστικής ποιότητας, της προστασίας του επενδυτή και του κινδύνου χώρας, του δείκτη κουλτούρας, ο οποίος αποτελείται από τις αποστάσεις των διαστάσεων κουλτούρας, τις διαστάσεις της κουλτούρας για τα δύο είδη χωρών και την κοινή γλώσσα, κοινή θρησκεία και κοινή νομική προέλευση. Στη συνέχεια γίνονται παλινδρομήσεις με εξαρτημένη τις ξένες επενδύσεις χαρτοφυλακίων (FPI) και ανεξάρτητες μεταβλητές όλες τις παραπάνω, με στόχο την ανάλυση των επιδράσεων που ασκούνται.

Από τα αποτελέσματα συμπεραίνουμε ότι η κουλτούρα, η πολιτισμική απόσταση και η γεωγραφική απόσταση επηρεάζουν τα διεθνή πρότυπα ξένων χαρτοφυλακίων επενδύσεων.

Ακόμη η κοινή γλώσσα και θρησκεία μεταξύ των συνεργατών επενδυτών μπορεί να αντισταθμίσει τις δυνάμεις βαρύτητας της γεωγραφικής απόστασης και να επιδράσει θετικά στις διασυννοριακές ξένες επενδύσεις χαρτοφυλακίου. Στις χώρες προορισμού, υψηλότερα επίπεδα ατομικισμού, απόστασης ισχύος και αρρενωπότητας αυξάνουν τα περιουσιακά στοιχεία χρέους και μετοχών το ίδιο. Στις χώρες προέλευσης, η αρρενωπότητα επιδρά θετικά διπλάσια στα περιουσιακά στοιχεία χρέους από ότι στα περιουσιακά στοιχεία μετοχών και ο ατομικισμός επιδρά θετικά στις διασυννοριακές μετοχές στο τριπλάσιο από ότι στο χρέος. Η απόσταση ισχύος στις χώρες προέλευσης επιδρά περισσότερο στο χρέος, παρά στις μετοχές. Τέλος οι χώρες με που λαμβάνουν λιγότερο, θα τείνουν να συμμετάσχουν πιο ολοκληρωμένα σε διασυννοριακά περιουσιακά στοιχεία χαρτοφυλακίων ξένων επενδύσεων και χρέους και μετοχών, πράγμα που διαφοροποιείται από τις διεθνείς τάσεις της αποστροφής στην αβεβαιότητα (Aggarwal et al., 2012).

Περνώντας σε μια ακόμη έρευνα των Nguyen και Truong (2013), παρουσιάζουμε τον ρόλο που μπορεί να παίζουν οι εθνικοί πολιτισμοί στο περιεχόμενο των πληροφοριών που διαμοιράζονται στο χρηματιστήριο και στις επενδύσεις. Με την χρήση των πολιτισμικών διαστάσεων αποστροφής στην αβεβαιότητα και του ατομικισμού, οι συγγραφείς προσπαθούν να αποδείξουν τη στενή σύνδεση μεταξύ συμπεριφορικών προκαταλήψεων των επενδυτών και πως αυτές αλληλεπιδρούν με τις διαφορετικές προτιμήσεις του κινδύνου ανά χώρα και να αποδείξουν ότι επηρεάζουν τον τρόπο με τον οποίο οι διεθνείς επενδυτές δρουν σε συγκεκριμένες πληροφορίες της επιχείρησης. Με άλλα λόγια προσπαθούν να αποδείξουν ότι οι διαστάσεις της κουλτούρας μπορούν να εξηγήσουν ακόμα και το περιεχόμενο των πληροφοριών που διαδίδονται στις χρηματιστηριακές αγορές και το πώς αυτές επιδρούν στις αντιδράσεις των επενδυτών στις ανακοινώσεις των χρηματιστηρίων, ανάλογα με την κουλτούρα τους..

Για να τα καταφέρουν, οι συγγραφείς χρησιμοποιούν στην έρευνά τους, ένα δείγμα από 150.000 ανακοινώσεις κέρδους από 42 χώρες για την περίοδο 1990- 2006. Για το λόγο αυτό υπολογίζουν το R^2 από το εκάστοτε μοντέλο αγοράς, για να υπολογίσουν το γενικό περιεχόμενο πληροφοριών σε μακροπρόθεσμες μη φυσιολογικές διακυμάνσεις κερδών και μη κανονικού όγκου εμπορίου γύρω από τις ανακοινώσεις κερδών, με σκοπό να μετρηθεί το βραχυπρόθεσμο περιεχόμενο πληροφοριών των ανακοινώσεων κερδών. Κάνουν λοιπόν παλινδρομήσεις με κύρια μεταβλητή το περιεχόμενο των πληροφοριών της χρηματιστηριακής αγοράς μιας χώρας, η οποία αποτελείται από την μη κανονική διακύμανση των κερδών και το μη κανονικό όγκο εμπορίου

και ελέγχουν τις επιδράσεις από την αποστροφή στην αβεβαιότητα, τον ατομικισμό και άλλες μεταβλητές ελέγχου όπως την ανάπτυξη της χώρας, ανεπτυγμένες έναντι αναπτυσσόμενων χωρών, την προστασία του επενδυτή, τα λογιστικά πρότυπα, και την ποιότητα της διακυβέρνησης.

Από τους ελέγχους αυτούς λοιπόν οι συγγραφείς καταλήγουν στο ότι ο ατομικισμός συνδέεται με την προτίμηση για κίνδυνο και υπερβολική αυτοπεποίθηση, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να οδηγούνται σε αυξημένη αντίδραση και διαπραγμάτευση ορισμένων πληροφοριών. Αντιθέτως η υψηλή αποστροφή στην αβεβαιότητα, η οποία συνοδεύεται από χαμηλή προτίμηση στον κίνδυνο και συντηρητικές τάσεις, οδηγεί σε πιο συγκρατημένες αντιδράσεις στις πληροφορίες από τους επενδυτές. Άρα καταλήγουμε ότι ανάλογα με τις προτιμήσεις κινδύνου, οι πληροφορίες μπορεί να παίζουν διαφορετικό τρόπο στο πως επιδρούν στις πληροφορίες στις χρηματιστηριακές αγορές και στο πως αυτές ενσωματώνονται στις τιμές των μετοχών ανά χώρα (Nguyen και Truong, 2013).

Οι Aggarwal και Goodell (2014) προσπαθούν να καλύψουν τα κενά που υπάρχουν στην βιβλιογραφία σχετικά με τους παράγοντες που επιδρούν και διαφοροποιούν την πρόσβασης των επιχειρήσεων στην χρηματοδότηση σε επίπεδο χώρας. Με τον όρο πρόσβαση στην χρηματοδότηση αναφέρονται στην πρόσβαση σε Ιδιωτικά Κεφάλαια και Μετοχές και στην πρόσβαση στην χρηματοδότηση χρέους(τράπεζες) και Venture Capital. Προσπάθησαν να εξηγήσουν με βάση την κουλτούρα των χωρών, πως μπορεί να υπάρχουν διαφορές στην ευκολία πρόσβασης στην χρηματοδότηση, λαμβάνοντας υπόψη και άλλα στοιχεία όπως η καλύτερη ποιότητα των χρηματοπιστωτικών συστημάτων σε επίπεδο χώρας.

Χρησιμοποιείται λοιπόν ένα μοντέλο δύο σταδίων παλινδρόμησης με δεδομένα από 80 χώρες, με εξαρτημένη μεταβλητή τη συνολική πρόσβαση στη χρηματοδότηση και ανεξάρτητες την εθνική κουλτούρα (4 πρώτες διαστάσεις από Hofstede), την προέλευση του νόμου, την άνιση κατανομή πλούτου (GDP per capita, GINI coefficient), την λογιστική διαφάνεια και την προστασία του επενδυτή, την προτίμηση των κυβερνήσεων σε καλά διασυνδεδεμένες εταιρίες και τέλος την αρχιτεκτονική της χρηματοδότησης (τράπεζες vs αγορές). Από το παραπάνω μοντέλο οι συγγραφείς αποσκοπούν στο να δείξουν αν υπάρχει στατιστικά σημαντική επίδραση των ανεξάρτητων μεταβλητών και κυρίως της κουλτούρας στην πρόσβαση στη χρηματοδότηση ανά χώρα.

Από τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων συμπεραίνεται ότι στην διευκόλυνση της πρόσβασης στην χρηματοδότηση επιδρούν σημαντικά οι μεταβλητές του εθνικού πλούτου, της προστασίας του επενδυτή, της χρηματοπιστωτικής αρχιτεκτονικής με προσανατολισμό στις αγορές και της κυβερνητικής προτίμησης σε διασυνδεδεμένες επιχειρήσεις. Αντίθετα η πρόσβαση στην χρηματοδότηση φαίνεται να μειώνεται από τις μεταβλητές κουλτούρας αποστροφή στην αβεβαιότητα και αρρενωπότητα έναντι θηλυκότητας (masculinity vs femininity). Με την αύξηση των δύο αυτών μεταβλητών κουλτούρας, φαίνεται να επηρεάζεται αρνητικά η συνολική πρόσβαση στη χρηματοδότηση. Ένα επιπλέον στοιχείο που δίνεται από την παρούσα μελέτη, είναι ότι παρόλο που προηγούμενες μελέτες έδειξαν ότι η αποστροφή στην αβεβαιότητα μπορεί να σχετίζεται με προτίμηση περιβάλλοντος τραπεζών, εδώ φαίνεται ότι μπορεί να προκαλέσει αναποτελεσματικότητα ακόμα και σε τέτοια περιβάλλοντα, αφού φαίνεται ότι σχετίζεται με την μείωση της συνολικής πρόσβασης στη χρηματοδότηση, η οποία περιλαμβάνει και την χρηματοδότηση μέσω τραπεζών (Aggarwal και Goodell, 2014).

Μία ακόμη έρευνα διεκπεραιώθηκε από τους Chen et al. (2015), με σκοπό αυτή τη φορά να συσχετίσουν τις πολιτισμικές διαφορές των εθνών με τα διαθέσιμα μετρητά που διακρατούν οι επιχειρήσεις ανά τον κόσμο. Παρελθοντικές έρευνες συσχετίζαν την ποσότητα περιουσιακών στοιχείων σε μετρητά με την διακυβέρνηση των επιχειρήσεων, η παρούσα μελέτη προσπαθεί να τη συσχετίσει κα με άλλους παράγοντες, διακυβέρνησης, όπως η προστασία του επενδυτή, τα δικαιώματά του, η προέλευση νόμου, αλλά και χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων, οι οποίοι μεταβάλλονται από χώρα σε χώρα και επιδρούν διαφορετικά. Για να γίνει αυτό ελέγχεται ένα αρκετά ανομοιογενές δείγμα επιχειρήσεων από χώρες με διαφορετική δομή διακυβέρνησης και διαφορετικά στάδια χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης. Χρησιμοποιούνται λοιπόν για αυτό το σκοπό ένα δείγμα από 27.801 επιχειρήσεις για την περίοδο 1989- 2009 από 41 χώρες παγκοσμίως.

Η έρευνα λοιπόν διεξάγεται με τη χρήση ενός μοντέλου παλινδρόμησης, με εξαρτημένη μεταβλητή τα χρηματικά διαθέσιμα των επιχειρήσεων και ανεξάρτητες την αποστροφή στην αβεβαιότητα και τον ατομικισμό του Hofstede, αλλά και άλλες μεταβλητές όπως το μέγεθος της επιχείρησης, το καθαρό κεφάλαιο κίνησης, τις ταμειακές ροές, την ερευνά και ανάπτυξη, τη μεταβλητότητα των ταμειακών ροών και τη μόχλευση. Στη συνέχεια γίνεται έλεγχος και με άλλες μεταβλητές από προηγούμενη βιβλιογραφία, όπως είναι το GDP per capita και το GDP

growth, η ιδιωτική πίστωση, ο κοινός νόμος, η προστασία του επενδυτή και ο δείκτης διαφθοράς.

Οι συγγραφείς καταλήγουν σε κάποια συμπεράσματα βασιζόμενοι στα αποτελέσματα των αναλύσεών τους. Τα χρηματικά διαθέσιμα σε ένα διεθνές πλαίσιο, συνδέονται θετικά με την διάσταση της αποστροφής στην αβεβαιότητα και αρνητικά με την διάσταση του ατομικισμού, με άλλα λόγια οι δύο διαστάσεις επηρεάζουν το κίνητρο για διακράτηση μετρητών των επιχειρήσεων και οι κολεκτιβιστικές κοινωνίες έχουν περισσότερα μετρητά π' ότι οι ατομικιστικές κοινωνίες. Τα αποτελέσματα αυτά μάλιστα φαίνεται να μην αλλάζουν, ακόμη και μετά τον έλεγχο των υπόλοιπων μεταβλητών διακυβέρνησης και των χαρακτηριστικών των επιχειρήσεων που αναφέρθηκαν νωρίτερα (Chen et al., 2015).

Οι Lavezzolo et al. (2018) ασχολήθηκαν και αυτοί με τις επιπτώσεις των διαφορών της κουλτούρας στην διαμόρφωση των χρηματοπιστωτικών συστημάτων σε διαφορετικές χώρες ανά τον κόσμο. Εστιάζουν κυρίως στην διάσταση της αποστροφής στην αβεβαιότητα και στο πως οι πολιτικοί θεσμοί καθορίζουν τη σχέση μεταξύ αποστροφής στην αβεβαιότητα και χρηματοπιστωτικής δομής χώρας. Υποστηρίζουν ότι ο εθνικός πολιτισμός μπορεί να αιτιολογήσει τη δομή του εκάστοτε συστήματος, όταν ο ρόλος της κυβέρνησης είναι περιορισμένος και δεν μπορεί να επηρεάσει την λειτουργία των τραπεζών και των αγορών. Χρησιμοποιείται λοιπόν για την εξήγηση αυτή ένας αυστηρός ορισμός της κουλτούρας, που περιέχει τις κληρονομικές διαστάσεις και η αποστροφή στην αβεβαιότητα χρησιμοποιείται ως πληρεξούσιο των κοινωνικών συμπεριφορών που οφείλονται σε αυτές.

Οι συγγραφείς για να κάνουν τις παλινδρομήσεις της έρευνας χρησιμοποιούν κάποια σετ μεταβλητών. Αυτά αποτελούνται από την φύση των χρηματοπιστωτικών δομών της εκάστοτε χώρας που εξετάζεται, το επίπεδο ανοχής στην αβεβαιότητα, μεταβλητές σχετικές με τη θρησκεία, τη γεωγραφική τοποθεσία και την εθνική γλώσσα, τον ρόλο προετοιμασίας του πολιτικού πλαισίου και τα στοιχεία της πολιτείας που συγκρατούν την εξουσία της κυβέρνησης, η συγκέντρωση της αγοράς στον τραπεζικό τομέα και τέλος μεταβλητές για την οικονομική ανάπτυξη, το εθνικό νομικό σύστημα και το κόστος συμβάσεων.

Από την έρευνα αυτή λοιπόν οι συγγραφείς καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι σε χώρες που το πολιτικό πλαίσιο δρα χωρίς περιορισμούς, η κουλτούρα δεν μπορεί να εξηγήσει την διαμόρφωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ενώ σε περίπτωση που η διακυβέρνηση τίθεται σε

περιορισμούς από τους θεσμούς, η διαμόρφωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος γίνεται με βάση τις πολιτισμικές προτιμήσεις ως προς τον κίνδυνο (Lavezzolo et al., 2018).

2.2: Επιδράσεις στις Εταιρίες Επιχειρηματικών Συμμετοχών

Στο σημείο αυτό θα γίνει μια σύντομη παρουσίαση της βιβλιογραφίας του παρελθόντος σχετικά με τις επιδράσεις που ασκούνται στις εταιρίες επιχειρηματικών συμμετοχών σε παγκόσμιο επίπεδο.

Οι Cumming et al. (2010) αποφάσισαν να ασχοληθούν με το πώς το νομικό σύστημα ασκεί επιδράσεις στις εταιρίες επιχειρηματικών συμμετοχών και στη διακυβέρνησή τους. Ανέπτυξαν λοιπόν κάποιες υποθέσεις, με σκοπό να αναλύσουν το θέμα. Προσπάθησαν να αποδείξουν ότι η υψηλή νομιμότητα μειώνει τον χρόνο που χρειάζεται μια συμφωνία για να ξεκινήσει, μειώνει τα γραφειοκρατικά κόστη των κοινοπραξιών, μειώνει την ανάγκη για πληρωμή από τους επιχειρηματίες στους επενδυτές, πριν την έξοδο της μετοχής, επιδρά στην τάση των VC καπιταλιστών να πάρουν μια θέση στο συμβούλιο των διευθυντών και τέλος διευκολύνει την επιβολή μακροπρόθεσμων συμβάσεων μεταξύ θεσμικών επενδυτών και των μάνατζερ των VC κεφαλαίων.

Οι συγγραφείς λοιπόν προσπάθησαν να αποδείξουν τις υποθέσεις διεξάγοντας παλινδρομήσεις και χρησιμοποιώντας ως εξαρτημένη μεταβλητή τις επενδύσεις VC από 39 χώρες παγκοσμίως και για την περίοδο 1971- 2003, και ασκώντας ελέγχους με ανεξάρτητες μεταβλητές όπως παράγοντες αγοράς, νομικούς παράγοντες, χαρακτηριστικά κεφαλαίων VC και χαρακτηριστικά επιχειρήσεων.

Από την ανάλυση των υποθέσεων συμπεραίνουν ότι οι διαφοροποιήσεις των χωρών όσον αφορά τη νομιμότητα επιδρούν θετικά στην δομή της διακυβέρνησης των VC επενδύσεων, καθώς διευκολύνεται η ταχύτερη διεκπεραίωση των συναλλαγών και η προέλευση των συναλλαγών, αφού αυξάνεται η πιθανότητα συνενώσεως και μειώνεται η πιθανότητα δυνητικά επιβλαβών συγχρηματοδοτήσεων. Επίσης διευκολύνεται η εκπροσώπηση του επενδυτή στο διοικητικό συμβούλιο (Cumming et al., 2010).

Οι Tyknonά και Schertler (2011) προσπάθησαν με τη δική τους έρευνα, να αναδείξουν παράγοντες που επιδρούν στις επενδύσεις εταιριών επιχειρηματικών συμμετοχών σε παγκόσμιο επίπεδο. Επικεντρωμένοι λοιπόν στις ανεπτυγμένες χώρες, προσπαθούν να αποδείξουν ότι εκτός από τους παραδοσιακούς παράγοντες διεθνών ροών κεφαλαίων, που επηρεάζουν τις

διασυνοριακές ροές επιχειρηματικών κεφαλαίων, αλλά οι δεσμοί μεταξύ των επενδυτών πλέον επηρεάζουν το μέγεθος και το στυλ των ροών αυτών. Η αρχική παραδοχή έλεγε ότι οι χώρες με αυστηρούς τοπικούς δεσμούς θα προσελκύουν μικρότερο αριθμό ξένων επενδυτών επιχειρηματικών συμμετοχών, σύμφωνα με την υπόθεση προστασίας αγοράς, πράγμα που προσπαθούν οι συγγραφείς να αντικρούσουν. Οι ξένες επενδύσεις μπορεί να φανούν προσοδοφόρες και για τους εγχώριους και για τους ξένους επενδυτές.

Προσπαθούν λοιπόν να ερευνήσουν τις διασυνοριακές κοινοπραξίες σε τρία βήματα. Στο 1^ο βήμα γίνεται υπόθεση της προστασίας της αγοράς, η οποία προτείνει ότι οι διασυνοριακές σχέσεις θα μειώνονται λόγω των εγχώριων δεσμών. Στο 2^ο βήμα γίνεται υπόθεση συμπαγνίας, όπου προάγεται η ιδέα ότι οι τοπικοί δεσμοί θα ευνοούν τις διασυνοριακές εισροές αυτών με τους οποίους συνεργάζονται οι ντόπιοι επενδυτές αλλά όχι αυτές τις εισροές που έρχονται μόνες τους. Η 3^η υπόθεση είναι αυτή της προστιθέμενης αξίας, όπου οι ντόπιοι επενδυτές θα ενθαρρύνουν τις διασυνοριακές εισροές που είναι διασυνδεδεμένες με τις εγχώριες ροές και θα αποθαρρύνουν τις εισροές ξένων επενδυτών που δεν έχουν σχέση με τους εγχώριους. Η οικονομετρική ανάλυση των 3 παραπάνω υποθέσεων γίνεται με τον έλεγχο μεταβλητών σχετικών με το μέγεθος και το στυλ των διασυνοριακών ροών, μεταβλητών τοπικών δεσμών και μεταβλητών που εξηγούν το μέγεθος των εθνικών εταιριών επιχειρηματικών συμμετοχών, όπως είναι η κεφαλαιοποίηση της αγοράς, οι αποδόσεις της, η γεωγραφική απόσταση μεταξύ των χωρών.

Από την ανάλυση προκύπτει ότι το σύνολο των διασυνοριακών ροών VC αυξάνει με την ενδυνάμωση των τοπικών δεσμών. Αυτό γιατί οι τοπικοί δεσμοί ευνοούν τις κοινοπραξίες με ξένους επενδυτές που έχουν ήδη σχέση με την χώρα επένδυσης, ευνοώντας έτσι τη δημιουργία γεωγραφικά διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων που αποδίδουν κέρδη. Το αντίθετο συμβαίνει με τους επενδυτές που θέλουν να επενδύσουν για πρώτη φορά στην χώρα, οι οποίοι αποθαρρύνονται λόγω του υψηλού κόστους και των ήδη υπαρχόντων συμπαιγνιών (Tyknonά και Schertler, 2011).

Συνεχίζουμε με μια έρευνα που έγινε από τους Li και Zahra (2012), οι οποίοι παρατήρησαν ότι το επίπεδο VC ποικίλει από χώρα σε χώρα και θέλησαν να εξηγήσουν που οφείλεται αυτό. Οι συγγραφείς αναφέρουν ότι τα κόστη συναλλαγών είναι ο κύριος λόγος που μειώνονται οι επενδύσεις σε VC και παρατηρούν ότι και οι επίσημοι θεσμοί δηλαδή οικονομικοί, πολιτικοί και κανόνες συμβολαίου, αλλά και οι ανεπίσημοι, κουλτούρα, μπορούν να διευθύνουν την ατομική

συμπεριφορά και να βοηθήσουν στην μείωση αυτών των κοστών. Γίνεται υπόθεση λοιπόν ότι οι επίσημοι θεσμοί επιδρούν στην διαμόρφωση των VC και παρέχουν κίνητρα στους επενδυτές και παράλληλα ότι το επίπεδο VC εξαρτάται κατά κύριο λόγο από τις νόρμες του πολιτισμού κάθε χώρας και τις παγιωμένες συμπεριφορές των ανθρώπων που οφείλονται σε αυτόν.

Εκτελείται λοιπόν έρευνα σε 68 χώρες σε παγκόσμιο επίπεδο που εξετάζει τις ενέργειες VC και τις επιδράσεις που τους ασκούνται. Γίνονται τρεις υποθέσεις, ότι όσο υψηλότερη είναι η θεσμική ανάπτυξη μιας χώρας, τόσο υψηλότερο θα είναι το επίπεδο VC, ότι υψηλότερη αποστροφή στην αβεβαιότητα θα αποδυναμώνει τη σχέση μεταξύ θεσμών και VC και το ίδιο θα συμβαίνει με υψηλότερο κολεκτιβισμό. Γίνεται λοιπόν υπολογισμός των επιδράσεων που ασκούνται, με χρήση μοντέλου δυο σταδίων. Στο 1^ο στάδιο χρησιμοποιείται μοντέλο τυχαίων επιδράσεων με γενικευμένα ελάχιστα τετράγωνα και στο 2^ο ένα μοντέλο τυχαίων επιδράσεων 2 σταδίων οργανικών μεταβλητών. Σαν εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιείται ένας λογάριθμος των συνολικών VC επενδύσεων, με κύριες ανεξάρτητες την ανάπτυξη των επίσημων θεσμών και την αποστροφή στην αβεβαιότητα και τον κολεκτιβισμό. Γίνεται περεταίρω έλεγχος με μεταβλητές για την κεφαλαιοποίηση της αγοράς, την οικονομική ανάπτυξη, τον αριθμό των εταιριών VC, την επιχειρηματική δραστηριότητα και το ποσοστό αυτοαπασχόλησης.

Από την παραπάνω ανάλυση προκύπτει ότι οι θεσμοί έχουν μια θετική ισχυρή επίδραση στις επενδύσεις VC, η οποία όμως μειώνεται όταν η χώρα έχει αυξημένα επίπεδα αποστροφής στην αβεβαιότητα και κολεκτιβισμού (Li και Zahra, 2012).

Οι Li et al. (2014) ασχολήθηκαν με την ερμηνεία των διακυμάνσεων των επενδύσεων ανά χώρα, με βάση τις πολιτισμικές και θεσμικές διαφορές ανάμεσα στις διάφορες χώρες. Για να ερμηνεύσουν τα υψηλά κόστη λόγω πολιτισμικών και θεσμικών διαφορών, χρησιμοποιούν την έννοια της εμπειρίας επενδύσεων στο εξωτερικό και της εμπειρίας επενδύσεων στην ίδια τη χώρα. Χρησιμοποιούν στοιχεία διασυννοριακών επενδύσεων VC για την περίοδο 1996- 2008 και προσπαθούν να αποδείξουν τον τρόπο και το ποσό της επιρροής που ασκείται στα VC.

Σαν εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιείται η επιτυχία της επένδυσης με VC, η οποία μετράται σαν κεφάλαιο IPO ή σαν πώληση (sale). Σαν ανεξάρτητες μεταβλητές ελέγχου επίδρασης χρησιμοποιούνται για την θεσμική απόσταση, οι δείκτες διακυβέρνησης, για την πολιτισμική απόσταση οι διαστάσεις του Hofstede, η ευρεία διεθνής εμπειρία (όσον αφορά την εμπειρία από επενδύσεις στο εξωτερικό), η συγκεκριμένη εμπειρία από την χώρα υποδοχής, την παρελθοντική επιτυχία VC, η εξειδίκευση επιχείρησης VC, η σύνδεση VC, οι πληροφορίες και

τα VC, τα κεφάλαια πρώιμου σταδίου, η γεωγραφική απόσταση και τέλος μια μεταβλητή για τις επιδράσεις διακύμανσης του χρόνου στα VC ανά χώρα. Με τη χρήση μοντέλου logit λαμβάνονται τα αποτελέσματα σχετικά με τις επιδράσεις των ανεξάρτητων στις εξαρτημένες.

Από την ανάλυσή τους λοιπόν οι συγγραφείς συμπεραίνουν ότι οι θεσμικές και οι πολιτισμικές αποστάσεις μειώνουν την απόδοση των επιχειρηματικών κεφαλαίων. Η διεθνής εμπειρία των επιχειρηματικών κεφαλαίων μπορεί να μετριάσει τις αρνητικές αυτές συνέπειες από την θεσμική και πολιτισμική απόσταση και μάλιστα με μεγαλύτερο αντίκτυπο στις θεσμικές αποστάσεις. Γενικά η εμπειρία που αποκτάται από τις διεθνείς επενδύσεις VC είναι αυτή που παίζει τον πιο σημαντικό ρόλο στην αντιμετώπιση των αρνητικών επιπτώσεων που έχουν τα κόστη λόγω απόστασης κουλτούρας και θεσμών (Li et al., 2014).

Στη συνέχεια παρουσιάζεται μια έρευνα των Tyknonά και Schertler (2014). Οι συγγραφείς παρατήρησαν ότι οι κάτοχοι VC αντιμετώπιζαν διάφορα προβλήματα όταν αποφάσιζαν να επενδύσουν σε χώρες γεωγραφικά απομακρυσμένες. Τέτοια προβλήματα ήταν οι κίνδυνοι αλλά και τα παραπάνω κόστη που προκύπτουν στις επενδύσεις λόγω των θεσμικών διαφορών από τη χώρα προέλευσης των επενδυτών. Γι αυτό το λόγο και με σκοπό να ξεπεραστούν τέτοιου είδους προβλήματα, οι συγγραφείς πρότειναν την κοινοπραξία με ντόπιους επενδυτές VC. Εισάγουν λοιπόν δύο υποθέσεις προς ανάλυση. Η 1^η υποστηρίζει ότι η γεωγραφική απόσταση που υπάρχει ανάμεσα σε έναν επενδυτή και την επιχείρηση, θα ασκεί μικρότερη αρνητική επίδραση αν υπάρχει συνεργασία με έναν ντόπιο επενδυτή. Η 2^η υπόθεση υποστηρίζει ότι όταν εμπλέκεται και ένας ντόπιος επενδυτής, η θεσμική απόσταση του ξένου επενδυτή και της επιχείρησης θα έχει μικρότερη αρνητική επίδραση στην επένδυση, απ' ότι αν ο ξένος επενδυτής λειτουργούσε μόνος.

Για την επίλυση του θέματος, οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν δεδομένα για τις διεθνείς επενδύσεις VC για την περίοδο 2000- 2008. Ως εξαρτημένη μεταβλητή κατασκευάζεται μια μεταβλητή που δηλώνει τη συμμετοχή του κεφαλαιούχου VC στην επένδυση. Έπειτα γίνονται έλεγχοι για τις επιδράσεις της γεωγραφικής απόστασης, της θεσμικής (κανονιστικής και ρυθμιστικής) απόστασης, της παρελθοντικής εμπειρίας της επιχείρησης από επιχειρηματικά κεφάλαια και τέλος της παρελθοντικής εμπειρίας της χώρας από επιχειρηματικά κεφάλαια.

Μέσω λοιπόν της παραπάνω ανάλυσης οι συγγραφείς κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι, η συνεργασία των ξένων επενδυτών VC με ντόπιους επενδυτές, αποκτούν ευκολότερη πρόσβαση σε ευκαιρίες, ενώ ταυτόχρονα κατανέμεται πιο ομοιόμορφα ο κίνδυνος και μειώνεται το κόστος

πληροφόρησης. Ταυτόχρονα όμως εξάγεται το συμπέρασμα ότι τα εμπόδια της γεωγραφικής απόστασης μπορούν να ξεπεραστούν με την συνεργασία με ένα ντόπιο επενδυτή της χώρας υποδοχής. Όταν όμως υπάρχει μεγάλη απόσταση θεσμών, ακόμη και αυτή η βοήθεια δεν είναι αρκετή για να ξεπεραστούν τα εμπόδια (Tyknonά και Schertler, 2014).

Οι Nahata et al. (2014) αποφάσισαν να ασχοληθούν με την ανάλυση των παραγόντων που επιδρούν στην επιτυχία των επενδύσεων VC, τόσο στις ανεπτυγμένες όσο και στις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Στράφηκαν επίσης, όπως και στην προγενέστερη βιβλιογραφία, στην εξήγηση των επιδράσεων που ασκεί η κουλτούρα και οι θεσμοί σε επίπεδο χώρας. Έτσι ανέπτυξαν κάποιες βασικές υποθέσεις, πάνω στις οποίες στηρίχθηκαν για να βγάλουν συμπεράσματα για τις επιδράσεις που ασκούνται. Η 1^η αφορά την ύπαρξη επίδρασης μεταξύ νομικών δικαιωμάτων και θετικών αποτελεσμάτων VC. Η 2^η προτείνει ότι η καλύτερα ανεπτυγμένες αγορές μετοχών θα βελτιώνουν τις εξόδους (exits) των επενδύσεων. Η 3^η υποθέτει ότι η μεγαλύτερη διαφοροποίηση του πολιτισμού των VC καπιταλιστών από εκείνον των εταιριών του χαρτοφυλακίου του, θα έχει αρνητική επίδραση στα αποτελέσματα των επενδύσεων. Η τελευταία υποθέτει ότι οι σύνδεσμοι με ντόπιους επενδυτές θα φέρουν καλύτερα αποτελέσματα στις επενδύσεις.

Η έρευνά τους λοιπόν χρησιμοποιεί τα στοιχεία για 30.000 VC επενδύσεις παγκοσμίως για την περίοδο 1996- 2002. Σαν εξαρτημένη χρησιμοποιούνται τα αποτελέσματα των VC επενδύσεων ανά χώρα, ενώ σαν ανεξάρτητες, μεταβλητές για τα νομικά δικαιώματα, την χρηματιστηριακή ανάπτυξη, την πολιτισμική απόσταση και την συμμετοχή του ντόπιου επενδυτή σε επίπεδο χώρας.

Μέσω πολυπαραγοντικής ανάλυσης και παλινδρομήσεων, οι συγγραφείς εξήγαγαν συμπεράσματα σχετικά με τις επιδράσεις που δέχονται τα αποτελέσματα των επενδύσεων VC σε επίπεδο χώρας. Και στις αναδυόμενες και στις ανεπτυγμένες οικονομίες φαίνεται ότι τα ισχυρότερα νομικά δικαιώματα και οι πιο καλά ανεπτυγμένες χρηματιστηριακές αγορές βελτιώνουν σημαντικά τις αποδόσεις των VC. Ένα αξιοσημείωτο αποτέλεσμα είναι ότι η πολιτισμική απόσταση επηρεάζει θετικά τα αποτελέσματα των VC, καθώς αναγκάζει τους επενδυτές να κάνουν πιο αυστηρούς εκ των προτέρων ελέγχους. Τέλος φαίνεται ότι η συμμετοχή των ντόπιων επενδυτών βοηθά στην αύξηση της αξιοπιστίας του ξένου επενδυτή, επιδρώντας θετικά στις αποδόσεις των VC επενδύσεων (Nahata et al., 2014).

Οι Hain et al. (2016) θέλησαν να εξετάσουν τις αλληλεπιδράσεις μεταξύ κατόχων επιχειρηματικών κεφαλαίων και επιχειρήσεων στις οποίες επενδύουν. Επειδή οι διασυνοριακές αυτές επενδύσεις γίνονται σε συνδικάτο δύο ή και περισσότερων κεφαλαιούχων, οι συγγραφείς θέλησαν να αναλύσουν περεταίρω τα ενδοβιομηχανικά δίκτυα και τους δεσμούς που μπορεί να αναπτύσσονται. Χρησιμοποιώντας δεδομένα για τις ροές κεφαλαιουχικών επενδύσεων από το 2000 μέχρι το 2012, προσπαθούν να αναδείξουν τις επιδράσεις της γεωγραφικής, πολιτιστικής και θεσμικής εγγύτητας, καθώς και της θεσμικής και σχεσιακής εμπιστοσύνης.

Για να καταλήξουν σε συμπεράσματα σχετικά με τις υποθέσεις τους, οι συγγραφείς διεξάγουν παλινδρομήσεις τυχαίων επιδράσεων, με εξαρτημένη μεταβλητή την ροπή των ροών των επιχειρηματικών κεφαλαίων και ανεξάρτητες τη γεωγραφική απόσταση, την πολιτισμική απόσταση, την γλωσσική απόσταση, τη θεσμική απόσταση και την ποιότητα των θεσμών, την εμπιστοσύνη στους θεσμούς, την εμπιστοσύνη στις σχέσεις, την ροή του εμπορίου καθώς και κάποιες πρόσθετες μεταβλητές ελέγχου, όπως την ανάπτυξη του GDP, την αναλογία κεφαλαιοποίησης αγοράς προς GDP και την κεφαλαιοποίηση των μετοχών του εμπορίου.

Από την παραπάνω ανάλυση καταλήγουν στο ότι η εμπιστοσύνη είναι εκείνη που μπορεί να μετριάσει τις αρνητικές επιπτώσεις που έχουν οι τοπικοί δεσμοί στις επενδύσεις από ξένους κεφαλαιούχους, δηλαδή τις αρνητικές επιπτώσεις της γεωγραφικής και πολιτισμικής απόστασης. Ακόμη καταλήγουν στο ότι η θεσμική εμπιστοσύνη φαίνεται να είναι μεγαλύτερη στις επενδύσεις στις αναδυόμενες οικονομίες, και η εμπιστοσύνη στις σχέσεις, μεταξύ δικτύου ξένων και εγχώριων επενδυτών, είναι μεγαλύτερη στις ανεπτυγμένες οικονομίες (Hain et al., 2016).

Οι Groh και Wallmeroth (2016), ασχολήθηκαν με την ερμηνεία των παραγόντων που επηρεάζουν τα επιχειρηματικά κεφάλαια σε παγκόσμιο επίπεδο. Παρατήρησαν την εκτόξευση των επενδύσεων επιχειρηματικών κεφαλαίων τόσο στις ανεπτυγμένες όσο και στις αναδυόμενες αγορές και αποφάσισαν χρησιμοποιώντας δεδομένα για τη συνολική χρηματοδότηση επιχειρηματικών κεφαλαίων σε 118 χώρες, εκ των οποίων οι 78 είναι αναδυόμενες οικονομίες, για την περίοδο 2000- 2013, να αναδείξουν τις αιτίες αυτής της αλλαγής.

Η εξαρτημένη μεταβλητή που χρησιμοποιείται για να αναλυθούν οι επιδράσεις που ασκούνται πάνω της είναι το σύνολο των επενδύσεων VC. Πάνω σε αυτή λοιπόν ελέγχονται οι επιδράσεις από τις ανεξάρτητες μεταβλητές όγκος συγχωνεύσεων και εξαγορών, εξαγωγές, φορολογία επιχειρήσεων, δείκτης γνωστοποίησης, δείκτης νομικών δικαιωμάτων, δείκτης τιμών επενδυτών (shareholder suits index), δείκτης διαφθοράς, δείκτης καινοτομίας, ποσοστό ανεργίας και τέλος

πνευματική ιδιοκτησία. Με σκοπό λοιπόν οι συγγραφείς να καταλήξουν σε συγκεκριμένα συμπεράσματα για τις επιδράσεις των μεταβλητών στη εξαρτημένη χρησιμοποιούν μοντέλο παλινδρόμησης τυχαίων επιδράσεων.

Από τα αποτελέσματα της έρευνας λοιπόν προκύπτει ότι τα επίπεδα VC επενδύσεων αλλάζουν από χώρα σε χώρα εξαιτίας της δραστηριότητας συγχωνεύσεων και εξαγορών, των νομικών δικαιωμάτων, της προστασίας των επενδυτών, της προστασίας της πνευματικής ιδιοκτησίας, της διαφθοράς, των εταιρικών φόρων και της ανεργίας. Ταυτόχρονα όμως τονίζεται ότι ο αντίκτυπος αυτός στα επίπεδα VC είναι διαφορετικός τόσο σε μέγεθος, όσο και σε κατεύθυνση ανάμεσα σε ανεπτυγμένες και αναδυόμενες οικονομίες (Groh και Wallmeroth, 2016).

Οι Anokhin et al. (2016), εισήγαγαν την έννοια της σημασίας της καινοτομίας και των στρατηγικών στόχων για τα VC των επιχειρήσεων, παρέχοντας ταυτόχρονα πληροφορίες σχετικά με την παρελθοντική δραστηριότητα των VC των επιχειρήσεων, σε συνδυασμό με παράγοντες επιρροής όπως οι παράγοντες διακυβέρνησης και τα χαρακτηριστικά ιδιοκτησίας θεσμών. Με τη μελέτη τους ουσιαστικά εξετάζουν τις επιδράσεις που έχουν η ιδιοκτησία της επιχείρησης και η εταιρική διακυβέρνηση στην απόφαση των επιχειρήσεων για επενδύσεις σε εταιρικά επιχειρηματικά κεφάλαια (Corporate Venture Capital).

Οι συγγραφείς λοιπόν στηρίζουν την έρευνά τους σε κάποιες υποθέσεις. Θέλουν να αιτιολογήσουν τις σχέσεις επίδρασης μεταξύ της δραστηριότητας CVC και της δομής του συμβουλίου της επιχείρησης, των χαρακτηριστικών του ρόλου του διευθύνοντα συμβούλου, της θεσμικής ιδιοκτησίας, και της ιδιοκτησίας του συμβουλίου των μετόχων. Για να το πετύχουν αυτό χρησιμοποιούν ως εξαρτημένη μεταβλητή την δραστηριότητα CVC με στοιχεία από 163 επιχειρήσεις για την χρονική περίοδο 1998- 2001. Ως ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιούνται το ποσοστό των μελών του συμβουλίου με εντολές πολλαπλών συμβουλίων, τη δυαδικότητα του διευθύνοντα συμβούλου, την αποζημίωση και κατοχή του διευθύνοντα συμβούλου, την ύπαρξη ιδρυματικών μετόχων, την ιδιοκτησία μετοχών του διοικητικού συμβουλίου, την ανοχή στον κίνδυνο και τέλος τις πωλήσεις και τις αποδόσεις.

Από τα αποτελέσματα των παραπάνω ελέγχων υποθέσεων οι συγγραφείς καταλήγουν στο ότι το σημαντικότερο ρόλο επίδρασης έχει τόσο η διακυβέρνηση όσο και η ιδιοκτησία της επιχείρησης. Καταλήγουν λοιπόν στο ότι ο ρόλος των παραγόντων της διακυβέρνησης, δηλαδή ένα συμβούλιο με πολλαπλές εντολές και η θεσμική ιδιοκτησία, είναι εξαιρετικά σημαντικός για την δραστηριότητα CVC μιας επιχείρησης (Anokhin et al., 2016).

Οι Dai και Nahata (2016) αποφάσισαν αν ασχοληθούν με ένα κομμάτι των VC με το οποίο λίγοι είχαν ασχοληθεί στο παρελθόν, με τις κοινοπραξίες των επιχειρηματικών κεφαλαίων και τις επιδράσεις που τους ασκούνται από τις πολιτισμικές διαφορές των χωρών. Ξεκινούν λοιπόν την έρευνά τους, στηριζόμενοι σε κάποιες υποθέσεις. Η 1^η υποστηρίζει ότι η πολιτισμική απόσταση μεταξύ επιχειρηματικών κεφαλαίων και χαρτοφυλακίων επιχειρήσεων τους, σχετίζεται με μεγαλύτερη πιθανότητα συμμετοχής τοπικού VC. Η 2^η υπόθεση λέει ότι όταν το VC αρχηγός έχει εμπειρία από μια κοινοπραξία σε μια χώρα διασυνοριακών επενδύσεων και γίνεται κοινοπραξία με ένα μη τοπικό VC που έχει παρόμοια εμπειρία, τότε θα αυξηθεί επίσης η συμμετοχή τοπικών VC. Η 3^η υπόθεση υποστηρίζει ότι οι κοινοπραξίες με τοπικά VC ή VC μη τοπικά αλλά με προηγούμενες εμπειρίες στην χώρα υποδοχής, θα μειώσει τα στάδια της επένδυσης, αυξάνοντας την ποσότητα του μεσαίου γύρου που επενδύεται από την κοινοπραξία των VC στις επιχειρήσεις των χαρτοφυλακίων τους.

Με σκοπό να απαντήσουν στις υποθέσεις οι συγγραφείς χρησιμοποιούν ως εξαρτημένη μεταβλητή τις επενδύσεις παγκοσμίου επιπέδου από το 1996- 2009 όπου ηγέτες επενδυτές κεφαλαιούχοι ήταν ξένοι VCs. Σαν ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιούνται οι εξής, γεωγραφική απόσταση, πολιτισμική απόσταση, η εμπειρία του αρχικού VC στις τοπικές επενδύσεις, τα κύρια χαρακτηριστικά της κοινοπραξίας, το συνολικό ποσό χρηματοδότησης σε όλους τους γύρους του χαρτοφυλακίου της εταιρίας, το μέγεθος του γύρου, τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης, το στάδιο ανάπτυξης στο οποίο βρίσκεται η επιχείρηση, το πολιτικό ρίσκο, τα δικαιώματα ιδιοκτησίας, το ΑΕΠ, η κεφαλαιοποίηση της αγοράς, το άνοιγμα του εμπορίου (trade freedom), και η επιτυχημένη έξοδος (IPO- acquisition).

Οι συγγραφείς καταλήγουν στο ότι οι μεγαλύτερες πολιτισμικές αποστάσεις μεταξύ των χωρών των επενδυτών και των επιχειρήσεων τους, οδηγούν σε δημιουργία μικρότερων κοινοπραξιών VC, λόγω της μικρότερης εκπροσώπησης των τοπικών επενδυτών σε ξένες κοινοπραξίες. Όμως υπάρχουν κάποιες στρατηγικές κοινοπραξίας, στις οποίες ενισχύεται ο ρόλος των ντόπιων VC ή των VC από χώρες παρόμοιου πολιτισμού, με σκοπό την παρακολούθηση και την αύξηση της ενδεχόμενης επιτυχίας της επένδυσης (Dai και Nahata, 2016).

2.3: Επιδράσεις στις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές

Στο τελευταίο αυτό μέρος του κεφαλαίου θα ασχοληθούμε με τους παράγοντες που επηρεάζουν τα IPOs σε παγκόσμιο επίπεδο. Παρέχεται λοιπόν παρακάτω μια σύνοψη από διάφορες παρελθοντικές έρευνες που προσπάθησαν να εντυφήσουν στο θέμα των επιδράσεων των αρχικών δημόσιων εγγραφών.

Η αναδρομή στη βιβλιογραφία ξεκινά από το 2010, όπου οι Engelen και van Essen δημοσίευσαν την έρευνά τους σχετικά με τους παράγοντες ανά χώρα, που επηρεάζουν την υποτίμηση των IPOs. Προσπαθούν να αναδείξουν μια συσχέτιση μεταξύ νομικού και θεσμικού περιβάλλοντος της χώρας και της υποτίμησης των IPOs. Χρησιμοποιούν λοιπόν στοιχεία από εταιρίες, μετοχές και χώρες, για την περίοδο 2000- 2005, από 21 χώρες παγκοσμίως, με στοιχεία για 2920 IPOs.

Οι συγγραφείς για να αιτιολογήσουν τις υποθέσεις τους χρησιμοποιούν ιεραρχική γραμμική μοντελοποίηση. Χρησιμοποιούν μια μεταβλητή για την υποτίμηση των αρχικών δημόσιων εγγραφών ως εξαρτημένη και ελέγχουν τις επιδράσεις που ασκούν σε αυτή σε επίπεδο χώρας, η προστασία του επενδυτή, η ποιότητα του νομικού πλαισίου, το επίπεδο επιβολής του νόμου και η προέλευση του νόμου.

Οι συγγραφείς καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι το νομικό πλαίσιο της εκάστοτε χώρας, δηλαδή το επίπεδο προστασίας των επενδυτών, η ποιότητα του νομικού συστήματος και το επίπεδο επιβολής του νόμου μειώνουν σημαντικά το επίπεδο υποτίμησης των IPOs ανά χώρα (Engelen και van Essen, 2010).

Οι Banerjee et al. (2011), προσπάθησαν κι αυτοί με τη σειρά τους να αναδείξουν τις επιδράσεις που ασκούνται στα IPOs και οδηγούν στην υποτίμησή τους σε παγκόσμιο επίπεδο. Προσπαθούν να αιτιολογήσουν αυτή την δραστηριότητα των IPOs μέσα από κάποιες υποθέσεις. Η 1^η συσχετίζει την ασύμμετρη πληροφόρηση με την υποτίμηση των IPOs. Η 2^η υπόθεση συσχετίζει την υποτίμηση με τα γραφειοκρατικά κόστη και την δομή ιδιοκτησίας, δηλαδή με τις εγχώριες προκαταλήψεις. Η 3^η υπόθεση συσχετίζει την υποτίμηση με την προστασία του επενδυτή και η 4^η με τον κίνδυνο αποδέσμευσης των IPOs.

Για να αποδείξουν τις υποθέσεις τους, χρησιμοποιούν στοιχεία από 36 χώρες σε όλο τον κόσμο κάνοντας παλινδρομήσεις. Σαν εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιείται η υποτίμηση των αρχικών δημόσιων εγγραφών. Οι κύριες ανεξάρτητες ελέγχου που χρησιμοποιούνται είναι η πληροφόρηση των επενδυτών, ο συγχρονισμός της τιμής μετοχής, οι προκαταλήψεις της χώρας υποδοχής, η προστασία του επενδυτή και η ευθύνη όσον αφορά τον κίνδυνο αποδέσμευσης.

Τέλος γίνεται έλεγχος και με κάποια χαρακτηριστικά των μετοχών και χαρακτηριστικά της αγοράς.

Από τα αποτελέσματα οι συγγραφείς καταλήγουν στο ότι η υποτίμηση θα είναι υψηλότερη σε χώρες με υψηλότερα επίπεδα ασύμμετρης πληροφόρησης και χαμηλότερη σε χώρες με λιγότερες προκαταλήψεις ανάμεσα στους επενδυτές, με πιο αδύναμους μηχανισμούς επιβολής των συμβάσεων και μεγαλύτερη πρόσβαση στους νομικούς πόρους (Banerjee et al., 2011).

Οι Tran και Jeon (2011), αποφάσισαν να ασχοληθούν με την ανάδειξη της σημασίας των μακροοικονομικών παραγόντων στις δραστηριότητες των IPOs στην Αμερική για την περίοδο 1970- 2005. Για να αναδείξουν αυτή τη σχέση χρησιμοποίησαν διάφορες μεταβλητές μακροοικονομικού ελέγχου για να δουν την αλληλεπίδραση στην δραστηριότητα των αρχικών δημόσιων εγγραφών.

Χρησιμοποίησαν χρονολογικές οικονομετρικές τεχνικές με εξαρτημένη μεταβλητή το σύνολο των δραστηριοτήτων των IPOs και άσκησαν ελέγχους για επιδράσεις από τον δείκτη βιομηχανικής παραγωγής, την απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς, τον κίνδυνο επένδυσης, τον πληθωρισμό, τη ρευστότητα της αγοράς, την επίδραση των πολιτικών του νομισματικού ταμείου και τέλος η δεκαετής απόδοση ομολόγου.

Από τις αναλύσεις τους κατέληξαν στο ότι τον μέγιστο ρόλο σημαντικότητας στις δραστηριότητες IPOs παίζουν οι επιδόσεις της χρηματιστηριακής αγοράς και ότι το επιτόκιο των κεφαλαίων του νομισματικού ταμείου, αλλά και οι δεκαετείς αποδόσεις των ομολόγων των ΗΠΑ επιδρούν σημαντικά και καθορίζουν τα έσοδα που προκύπτουν από IPOs (Tran και Jeon, 2011).

Οι Doidge et al. (2013), προσπάθησαν μέσα από την ερευνά τους να παρουσιάσουν τους παράγοντες εκείνους που έκαναν την οδήγησαν τη μέχρι τότε ζωνή δραστηριότητα των αρχικών δημόσιων εγγραφών στις Ηνωμένες Πολιτείες, να μειωθεί. Αρχικά παρατήρησαν ότι αυτή η μείωση σημειώθηκε με ταυτόχρονη αύξηση του μεριδίου IPOs στο εξωτερικό. Γίνεται προσπάθεια για εξήγηση αυτής της εξέλιξης μέσω της παγκοσμιοποίησης, η οποία βοηθά τις επιχειρήσεις από χώρες με φτωχή θεσμική ποιότητα να ξεπεράσουν τα προβλήματά τους, επενδύοντας στο εξωτερικό. Οι συγγραφείς προσπαθούν να αποδείξουν τον ρόλο των ιδρυμάτων στην δραστηριότητα IPOs ανά χώρα, να εξετάσουν αν ο ρόλος αυτός άλλαξε λόγω της παγκοσμιοποίησης και τέλος να εξετάσουν τη συσχέτιση της παγκόσμιας δραστηριότητας IPOs μιας χώρας με τα ιδρύματα της χώρας αυτής, αναμένοντας αρνητική συσχέτιση.

Για το λόγο αυτό εκτελούν μοντέλα παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή την δραστηριότητα των IPOs και ανεξάρτητες μεταβλητές οικονομικής ανάπτυξης της αγοράς, όπως είναι η ανάπτυξη ΑΕΠ, η κεφαλαιοποίηση αγοράς και οι αποδόσεις της αγοράς, καθώς και τις μεταβλητές παγκοσμιοποίησης της αγοράς και θεσμικής ποιότητας της χώρας.

Εν τέλει συμπεραίνουν ότι λόγω της παγκοσμιοποίησης τα εγχώρια θεσμικά ιδρύματα μειώνουν την επίδρασή τους στη δραστηριότητα IPOs, αφού οι επιχειρήσεις μπορούν πλέον να επενδύσουν σε άλλες χώρες πιο εύκολα, αποφεύγοντας τους περιορισμούς που μπορεί να έχει θέσει η ίδια τους η χώρα (Doidge et al., 2013).

Το 2013, δημοσιεύτηκε μία νέα έρευνα από τους Costa et al., με σκοπό την ανάδειξη των επιδράσεων της κουλτούρας στη διακύμανση της υποτίμησης των αρχικών δημόσιων εγγραφών, ανά χώρα. Για τον λόγο αυτό οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν τις διαστάσεις κουλτούρας του Hofstede και προσπαθούν να αποδείξουν ότι ισχύουν οι υποθέσεις επίδρασής τους στις αρχικές δημόσιες εγγραφές.

Οι συγγραφείς χρησιμοποιούν δεδομένα από 39 χώρες, με εξαρτημένη μεταβλητή τα αποτελέσματα δραστηριότητας των IPOs και μεταβλητές κύριου ελέγχου επίδρασης τις 6 διαστάσεις πολιτισμού του Hofstede. Ακόμη σαν δευτερεύουσες μεταβλητές ελέγχου χρησιμοποιούνται μεταβλητές προέλευσης νόμου, χαρακτηριστικών αγοράς και δομής εταιρικής διακυβέρνησης.

Από τις αναλύσεις τους λοιπόν οι συγγραφείς καταλήγουν στο γεγονός ότι ο πολιτισμός επηρεάζει σημαντικά τις αποδόσεις των αρχικών δημόσιων εγγραφών και πιο συγκεκριμένα ότι η απόσταση ισχύος και ο υψηλός μακροπρόθεσμος προσανατολισμός, οδηγούν σε υψηλότερες υποτιμήσεις των αρχικών δημόσιων εγγραφών. Η υποτίμηση αυτή όμως θα είναι χαμηλότερη σε χώρες που χαρακτηρίζονται από υψηλά επίπεδα αποστροφής στην αβεβαιότητα. Τα αποτελέσματα αυτά παραμένουν σημαντικά ακόμη και όταν γίνεται ταυτόχρονος έλεγχος για μεταβλητές νομικές, προσδιορισμού αγοράς και εταιρικής διακυβέρνησης (Costa et al., 2013).

Οι Lin et al. (2013), αποφάσισαν να ασχοληθούν και αυτοί με την εξήγηση των παραγόντων που επηρεάζουν την υποτίμηση των IPOs σε διεθνές πλαίσιο. Επιχείρησαν να αποδείξουν στο πλαίσιο διακυμάνσεων των νόμων ανά χώρα, μια σύνδεση μεταξύ υποτίμησης και κινδύνου διαφορών (litigation risk).

Για να το πετύχουν αυτό χρησιμοποιούν ένα δείγμα 13.759 επιχειρήσεων που καθίστανται δημόσιες σε 40 χώρες μεταξύ του 1991 και του 2011. Σαν εξαρτημένη μεταβλητή

χρησιμοποιείται η υποτίμηση των IPOs. Σε αυτή λοιπόν, μέσω πολυπαραγοντικών μοντέλων παλινδρόμησης, ασκείται έλεγχος επιδράσεων μεταβλητών κινδύνου διαφορών, όπως ο κανόνας νόμου, η νομική προέλευση, το νομικό σύστημα και μεταβλητών ελέγχου επιπέδου χώρας, ή χαρακτηριστικών επιχείρησης όπως είναι οι μέθοδοι πώλησης IPOs, το μέγεθος IPOs, το μέγεθος της επιχείρησης, η οικονομική ανάπτυξη και η χρηματιστηριακή ανάπτυξη.

Από τα ευρήματα της έρευνας, οι συγγραφείς καταλήγουν στο ότι υπάρχει σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ της υποτίμησης και όλων των μεταβλητών κινδύνου διαφορών. Επίσης διαπιστώνουν και μία σημαντικά αρνητική σχέση μεταξύ υποτίμησης και ποιότητας επιβολής νόμου. Άρα οι διαφορές στους παράγοντες νομικού κινδύνου ανάμεσα στις χώρες μπορούν να εξηγήσουν τις διαφοροποιήσεις στις υποτιμήσεις (Lin et al., 2013).

Οι Lewellyn και Bao (2014), προέβησαν σε μια νέα ανάλυση σχετικά με τους παράγοντες που μεταβάλλουν την δραστηριότητα των IPOs σε διεθνές επίπεδο. Ασχολήθηκαν επίσης με τις επιδράσεις τις κουλτούρας και το θεσμικό περιβάλλον μιας χώρας. Χρησιμοποίησαν μια διαφορετική προσέγγιση της κουλτούρας. Δύο νέες διαστάσεις την PO (performance orientation), η οποία δίνει κίνητρο για δραστηριότητα IPOs και την UA η οποία δημιουργεί περιορισμούς. Προσπάθησαν να προβούν σε συμπεράσματα απαντώντας στις εξής υποθέσεις. Η 1^η λέει ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ ποιότητας θεσμών και δραστηριότητας IPOs. Η 2^η λέει ότι η υψηλότερη PO διάσταση θα επιδρά θετικά στην δραστηριότητα IPOs και η 3^η ότι η υψηλότερη PO θα σχετίζεται με υψηλότερη θετική επίδραση θεσμικής ποιότητας στην δραστηριότητα των IPOs. Η 4^η και η 5^η υπόθεση αφορούν την αποστροφή στην αβεβαιότητα UA η οποία σχετίζεται αρνητικά με την δραστηριότητα IPOs και όσο υψηλότερο το ποσοστό αποστροφής στην αβεβαιότητα, τόσο υψηλότερη η θετική επίδραση του θεσμικού πλαισίου στην δραστηριότητα των IPOs.

Έγινε λοιπόν εμπειρική ανάλυση με εξαρτημένη τη δραστηριότητα IPOs σε 45 χώρες από το 2001- 2011. Χρησιμοποιούν μοντέλο ελαχίστων τετραγώνων για επαλήθευση των υποθέσεων με κύριες ανεξάρτητες ελέγχου, την θεσμική ποιότητα, την αποστροφή στην αβεβαιότητα και τον προσανατολισμό της απόδοσης. Σαν δευτερεύουσες ανεξάρτητες ελέγχου χρησιμοποιούνται η κεφαλαιοποίηση αγοράς, η ανάπτυξη του ΑΕΠ, η προέλευση του νόμου, ο αριθμός των καταγεγραμμένων εγχώριων επιχειρήσεων και μια μεταβλητή για τις επιδράσεις της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης.

Από τα αποτελέσματα που προέκυψαν, οι συγγραφείς καταλήγουν στο ότι η ποιότητα των τυπικών θεσμών σε συνδυασμό με τα υψηλά επίπεδα προσανατολισμού απόδοσης επιδρούν θετικά στο επίπεδο δραστηριότητας IPOs και ταυτόχρονα η θετική σχέση των θεσμών και της δραστηριότητας των IPOs ενισχύεται ιδιαίτερα από πολιτισμούς που προσανατολίζονται στις υψηλές αποδόσεις, μέσω της χρήσης κανόνων και νόμων που ενισχύουν την πρόβλεψη των μελλοντικών γεγονότων και άρα την αποστροφή στην αβεβαιότητα (Lewellyn και Bao, 2014).

Οι Autore et al. (2014), αποφάσισαν να ερευνήσουν τις αποδόσεις των αρχικών δημόσιων εγγραφών, σε σχέση με το θεσμικό πλαίσιο σε επίπεδο χώρας τόσο σε ανεπτυγμένες όσο και σε αναδυόμενες οικονομίες. Για να ξεκινήσουν την έρευνά τους, προσπάθησαν να αποδείξουν 5 υποθέσεις, οι οποίες θα ανέλυαν τη διαφορά συσχέτισης μεταξύ θεσμικής ποιότητας και υποτίμησης IPOs, 1^ο ανάμεσα σε ανεπτυγμένες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, 2^ο ανάμεσα σε χώρες με ισχυρότερα λογιστικά πρότυπα από χώρες που δεν έχουν, 3^ο ανάμεσα σε χώρες που επιβάλλουν νόμους εμπορίου και σε χώρες που δεν επιβάλλουν, 4^ο ανάμεσα σε χώρες με υψηλή δημόσια εμπιστοσύνη και σε χώρες με χαμηλή και 5^ο, σε χώρες που περιορίζουν ή ακόμη απαγορεύουν τις τραπεζικές επενδύσεις μετοχών.

Για την ανάλυση χρησιμοποιείται ένα δείγμα από 10.700 IPOs σε 37 χώρες για την περίοδο 1998- 2008. Αρχικά έγινε κατάταξη των χωρών σε ομάδες, ανάλογα με τις παραπάνω υποθέσεις. Στη συνέχεια έκαναν παλινδρομήσεις, για κάθε γκρουπ χωρών ξεχωριστά, με εξαρτημένη τις αποδόσεις των IPOs και ανεξάρτητες τις μεταβλητές θεσμικού πλαισίου, λογιστικών προτύπων κτλ, όπως αυτές προκύπτουν από τις υποθέσεις, χρησιμοποιώντας παράλληλα και ένα σύνολο μεταβλητών ελέγχου όπως χαρακτηριστικά των IPOs κτλ.

Από την παραπάνω ανάλυση καταλήγουν στο γεγονός ότι οι μεταβλητές θεσμικής ποιότητας μπορούν να αιτιολογήσουν το επίπεδο υποτίμησης σε επίπεδο χώρας, όμως παρουσιάζονται διαφορές ανάλογα με το νομικό επίπεδο. Η σχέση αυτή δεν φαίνεται να είναι ισχυρή σε αναδυόμενες χώρες, χώρες με χαμηλά λογιστικά πρότυπα και σε χώρες που δεν επιβάλλουν νόμους εμπορίου. Ακόμη η σχέση αυτή εμφανίζεται πιο ισχυρή σε χώρες με υψηλή δημόσια εμπιστοσύνη και σε χώρες που περιορίζουν τις τραπεζικές επενδύσεις σε μετοχές (Autore et al., 2014).

Οι Cai και Zhu (2015) ασχολήθηκαν με την εξήγηση της υποτίμησης των IPOs που εκδίδονται από ξένες εταιρίες στις ΗΠΑ, με βάση την πολιτισμική απόσταση. Στην προσπάθειά τους αυτή προσπάθησαν να αποδείξουν δύο υποθέσεις, μέσω της ανάλυσής τους. Η 1^η υποστήριξε ότι οι

εταιρίες με πολιτισμικές αξίες μακρινές από κείνες των ΗΠΑ, θα αντιμετωπίζουν μεγάλη υποτίμηση IPOs στην Αμερική. Η 2^η υποστηρίζει ότι η παρελθοντική κατοχή εγγραφών στην χώρα υποδοχής θα μετριάσει αυτές τις επιδράσεις της κουλτούρας στην υποτίμηση.

Χρησιμοποιούν ένα δείγμα 503 ξένων IPOs από 27 χώρες για την περίοδο 1980-2012. Έπειτα ασκούν ελέγχους, μέσω πολυπαραγοντικών μοντέλων, με κύρια μεταβλητή την πολιτισμική απόσταση, και δευτερεύουσες μεταβλητές, σχετικές με τα χαρακτηριστικά της χώρας, της επιχείρησης και των μετοχών, όπως, είναι το μέγεθος της μετοχής, η υψηλή τεχνολογία της επιχείρησης, τα δικαιώματα ιδιοκτησίας, η ανάπτυξη αγοράς και άλλες.

Από τους ελέγχους που ασκήθηκαν, οι συγγραφείς επαλήθευσαν τις υποθέσεις τους. Αποδεικνύεται ότι η μεγαλύτερη πολιτισμική απόσταση μεταξύ ξένων επενδυτών και ΗΠΑ, αυξάνει την υποτίμηση των ξένων IPOs, λόγω της ασυμμετρίας πληροφόρησης. Η προηγούμενη ύπαρξη ξένων μετοχών στην εγχώρια αγορά έχει θετικό αντίκτυπο στην πολιτισμική απόσταση, λόγω της αύξησης της διαφάνειας (Cai και Zhu, 2015).

Οι Alanzi και Al- Zoubi (2015) αποφάσισαν να ασχοληθούν με την εξαιρετικά υψηλή υποτίμηση των IPOs στις χώρες της περιφέρειας του κόλπου και να εξηγήσουν τους παράγοντες που οδήγησαν σε αυτή. Προσπάθησαν λοιπόν μέσα από την έρευνά τους να συσχετίσουν το θεσμικό πλαίσιο των χωρών αυτών με τις επιδράσεις που ασκήθηκαν στις αρχικές δημόσιες εγγραφές.

Για να αποδείξουν την υπόθεσή τους, οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν στοιχεία για τη μακροχρόνια και βραχυχρόνια απόδοση 139 αρχικών δημόσιων εγγραφών από το 2003- 2010 για τις χώρες περιφέρειας το κόλπου. Υπολόγισαν λοιπόν το μέγεθος της υποτίμησης και έπειτα άσκησαν ελέγχους μέσω διατομεακών παλινδρομήσεων, όσον αφορά τις μεταβλητές για τα χαρακτηριστικά των εταιριών, την απόδοση περιόδου εγγραφής, την συμπεριφορά των επενδυτών την ημέρα καταχώρησης και τις συνθήκες αγοράς.

Από τα αποτελέσματα της έρευνας οι συγγραφείς κατέληξαν στο συμπέρασμα, ότι οι αποδόσεις των IPOs επηρεάζονται άμεσα από το θεσμικό πλαίσιο που υιοθετείται από τις ρυθμιστικές αρχές μιας αγοράς. Ακόμη σε οικονομίες με ασθενείς κανονισμούς, οι ρυθμιστικές αρχές προσφέρουν καλύτερη προστασία επενδυτή στις αγορές των IPOs και τέλος η υποτίμηση των IPOs είναι πιο μεγάλη όταν απαγορεύεται στους ξένους επενδυτές να μοιράζονται τα IPOs στην αγορά. Διαπιστώνουμε επίσης ότι η ρύθμιση της διακυβέρνησης στις οικονομίες με αδύναμη ρύθμιση τείνει να προσφέρει καλύτερη προστασία στους επενδυτές στις αγορές IPOs.

Τέλος, διαπιστώνουμε ότι η υποτίμηση είναι πιο σοβαρή όταν απαγορεύεται στους ξένους επενδυτές να μοιράζονται τις δημόσιες εγγραφές (Alanzi και Al- Zoubi, 2015).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο: ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ

Στο σημείο αυτό ξεκινάει το βασικό μέρος της ανάλυσης της παρούσας εργασίας, με την παρουσίαση του προγράμματος στατιστικών αναλύσεων, των δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν, αλλά και των αποτελεσμάτων από την επεξεργασία τους.

3.1 STATA: Εισαγωγή στο πρόγραμμα

Στο παρόν κεφάλαιο θα γίνει προσπάθεια για ανάλυση των επιρροών των ανεξάρτητων μεταβλητών στις εξαρτημένες, που παρουσιάστηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο. Για να γίνει η ανάλυση αυτή λοιπόν χρησιμοποιήθηκε το πρόγραμμα στατιστικών αναλύσεων STATA.

Στην παρούσα ανάλυση λοιπόν χρησιμοποιήθηκαν διαστρωματικά στοιχεία χρονολογικών σειρών (panel data) για τις μεταβλητές για διάφορες χώρες ανά τον κόσμο και για διάφορες χρονιές. Τα δεδομένα αυτά αντλήθηκαν από διάφορες πηγές δεδομένων, π.χ. World Bank, Heritage, KOF org., κτλ. Τα διαστρωματικά στοιχεία χρονολογικών σειρών επιτρέπουν τον έλεγχο για μεταβλητές οι οποίες δεν είναι άμεσα παρατηρήσιμες ή μετρήσιμες, όπως είναι και οι μεταβλητές κουλτούρας ή οι μεταβλητές που μεταβάλλονται στον χρόνο, αλλά όχι στην ουσία, όπως είναι οι πολιτικές των εθνών, οι διεθνείς συμφωνίες κτλ. Ακόμη δίνουν τη δυνατότητα να ληφθεί υπόψη η ετερογένεια μεταξύ οικονομικών μονάδων και ακόμη να εξετασθούν τόσο οι στατικές όσο και οι δυναμικές αλληλεξαρτήσεις. Με τα διαστρωματικά δεδομένα ουσιαστικά μπορούμε να προβούμε σε μοντελοποίηση σε πολλαπλά επίπεδα, συμπεριλαμβάνοντας μεταβλητές σε διαφορετικά επίπεδα της ανάλυσης.

3.2 Παρουσίαση δεδομένων

Στο τμήμα αυτό θα γίνει μια σύντομη παρουσίαση των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν στην ανάλυση, για να στηρίξουν το σκοπό της εργασίας αυτής, σχετικά με την ανάδειξη των επιδράσεων που ασκεί η κουλτούρα και τα εθνικά χαρακτηριστικά στις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές και τις Εταιρίες Επιχειρηματικών Συμμετοχών. Η βασική ανάλυση χωρίζεται σε 5 κομμάτια, τα οποία αντιστοιχούν στις 5 διαφορετικές μεταβλητές που έχουν χρησιμοποιηθεί προς εξήγηση των επιδράσεων που τους ασκεί η κουλτούρα. Παρακάτω παρουσιάζονται οι εξαρτημένες μεταβλητές και στη συνέχεια, οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν για την ανάλυση των επιδράσεων.

3.2.1 Εξαρτημένες Μεταβλητές

VC/GDP: η μεταβλητή αυτή μετράει το σύνολο των επενδύσεων επιχειρηματικών συμμετοχών που σημειώθηκαν σε μία χώρα για τη δεδομένη χρονιά. Για την εξαρτημένη αυτή χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα από 33 χώρες παγκοσμίως και για τα έτη 2012- 2016. Τα δεδομένα για την 1^η αυτή ανεξάρτητη αντλήθηκαν από τον οργανισμό OECD- Entrepreneurship at a glance.

VC availability: η μεταβλητή αυτή μετρά το βαθμό κατά τον οποίο οι επιχειρηματίες με επικίνδυνα αλλά καινοτόμα σχέδια, μπορούν να βρουν Venture Capital. Τα δεδομένα αυτά καλύπτουν 99 χώρες σε όλο τον κόσμο και αφορούν τις χρονιές 2011- 2012, 2012- 2013, 2013- 2014, 2014- 2015 και 2015- 2016. Τα δεδομένα για την μεταβλητή αυτή αντλήθηκαν από The Global Competitiveness Index Historical Dataset, από το World Economic Forum.

IPO market share: πρόκειται για την αξία των παγκόσμιων Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών σαν ποσοστό της αξίας του συνόλου μετοχών που εκδίδονται σε μια χώρα, σε δολάρια Αμερικής. Τα δεδομένα αυτής της εξαρτημένης μεταβλητής αφορούν 54 χώρες παγκοσμίως και παρουσιάζονται σε μέσους όρους ανά τρία έτη, 2007- 2009, 2008-2010 και 2009- 2011. Τα στοιχεία για τη μεταβλητή αυτή αντλούνται από το The Financial Development Report του World Economic Forum.

IPO proceeds amount: είναι τα έσοδα των συνολικών αρχικών δημοσίων εγγραφών σαν ποσοστό του ΑΕΠ. Η μεταβλητή αυτή έχει δεδομένα για το ίδιο δείγμα χωρών και για τα ίδια έτη με την προηγούμενη. Τα στοιχεία για τη μεταβλητή αυτή αντλούνται από το The Financial Development Report του World Economic Forum.

Share of world IPOs: είναι ουσιαστικά ο αριθμός των μετοχών IPOs σαν ποσοστό του παγκόσμιου συνόλου των μετοχών. Τα δεδομένα της μεταβλητής αυτής είναι επίσης για τις ίδιες χρονιές και χώρες, όπως και των δύο προηγούμενων. Τα στοιχεία για τη μεταβλητή αυτή αντλούνται από το The Financial Development Report του World Economic Forum.

3.2.2 Ανεξάρτητες μεταβλητές

Στη συνέχεια ακολουθεί μία σύντομη παρουσίαση των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν στην ανάλυση, με σκοπό να αναδειχθούν οι τυχόν επιδράσεις τους στις κύριες μεταβλητές του εγγράφου. Τα δεδομένα για τις μεταβλητές αυτές αφορούν το ίδιο δείγμα χωρών και τα ίδια έτη,

ανάλογα με την εξαρτημένη μεταβλητή που περιγράφουν. Για την παρουσίασή τους έχει γίνει μια ομαδοποίηση σύμφωνα με την βιβλιογραφία που εξετάστηκε.

Μεταβλητές Κουλτούρας

Πρόκειται για τις κύριες μεταβλητές ελέγχου επιδράσεων της ανάλυσης, αφού σκοπός είναι η ανάδειξη των επιρροών που ασκούνται από την κουλτούρα στις εξαρτημένες του δείγματος, σε συνδυασμό με άλλες μεταβλητές ελέγχου. Είναι ουσιαστικά οι έξι διαστάσεις κουλτούρας, οι οποίες αναλύθηκαν εκτενέστερα σε προηγούμενο κεφάλαιο (κεφάλαιο 1) και έχουν εύρος τιμών 0- 100. Πιο συγκεκριμένα είναι ο *Ατομικισμός έναντι του Κολεκτιβισμού (Individualism vs Collectivism)*, η *Μεγάλη έναντι Μικρής Απόστασης Ισχύος (Long Vs Small Power Distance)*, η *Ισχυρή έναντι Αδύναμης Αποστροφής στην Αβεβαιότητα (Strong vs weak Uncertainty Avoidance)*, η *Αρρενωπότητα έναντι της Θηλυκότητας (Masculinity vs Femininity)*, ο *Μακροπρόθεσμος έναντι Βραχυπρόθεσμου Προσανατολισμού (Long term vs short term Orientation)* και τέλος η *Επιείκεια έναντι των Περιορισμών (Indulgence vs Restraints)*. Τα δεδομένα για τις συγκεκριμένες μεταβλητές αντλήθηκαν από την επίσημη ιστοσελίδα του Geert Hofstede³.

Μεταβλητές θεσμικού πλαισίου

Σ' αυτό το σημείο εισάγονται οι μεταβλητές θεσμικού πλαισίου, όπως αυτές περιγράφηκαν από τους Kaufmann et al. (2010). Ξεκινάμε από την ανεξάρτητη *Political Stability, Πολιτική Σταθερότητα* η οποία μετρά την πιθανότητα πολιτικής αστάθειας ή και βίας με πολιτικό κίνητρο, όπως είναι η τρομοκρατία. Μια ακόμη μεταβλητή είναι η *Ποιότητα Κανονισμών- Regulatory Quality* και αφορά την αντίληψη για την ικανότητα της κυβέρνησης να διατυπώνει και να εφαρμόζει υγιείς κανονισμούς και πολιτικές, με σκοπό την ανάπτυξη του ιδιωτικού τομέα. Η μεταβλητή *έλεγχος της διαφθοράς- Control of Corruption*, αντικατοπτρίζει τις αντιλήψεις για το βαθμό στον οποίο η δημόσια εξουσία ασκείται για ιδιωτικό κέρδος, συμπεριλαμβανομένων και των μικρών και μεγάλων μορφών διαφθοράς, καθώς και η "σύλληψη" του κράτους από τις ελίτ και τα ιδιωτικά συμφέροντα. Η μεταβλητή *Government effectiveness- Αποτελεσματικότητα της κυβέρνησης* παρουσιάζει τις αντιλήψεις για την ποιότητα των δημόσιων υπηρεσιών και το βαθμό ανεξαρτησίας της από πολιτικές πιέσεις, την ποιότητα της χάραξης και εφαρμογής πολιτικής και την αξιοπιστία της δέσμευσης της κυβέρνησης για τέτοιες πολιτικές. Μια ακόμη ανεξάρτητη αυτής της ομάδας είναι ο *Κανόνας Νόμου- Rule of Law*, παρουσιάζει την αντίληψη για το βαθμό εμπιστοσύνης των πρακτόρων στους κανόνες της κοινωνίας και ειδικότερα στην ποιότητα της

³ <https://www.hofstede-insights.com>

επιβολής της σύμβασης, τα δικαιώματα ιδιοκτησίας, την αστυνομία και τα δικαστήρια, καθώς και την πιθανότητα εγκληματικότητας και βίας. Τέλος παρουσιάζεται η μεταβλητή *Voice and Accountability- Φωνή και Λογοδοσία*. Η ανεξάρτητη αυτή μετρά το βαθμό στον οποίο οι πολίτες μιας χώρας μπορούν να συμμετέχουν στην επιλογή της κυβέρνησής τους, καθώς και η ελευθερία έκφρασης, η ελευθερία του συνεταιρίζεσθαι και τα ελεύθερα μέσα ενημέρωσης (Kaufmann et al., 2010).

Τα δεδομένα για τις παραπάνω μεταβλητές θεσμικού πλαισίου αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων World Governance Indicators 2017, της World Bank. Όλες οι μεταβλητές λαμβάνουν τιμές από -2.5 έως +2.5 και υψηλότερες τιμές υποδηλώνουν καλύτερη λειτουργία των θεσμών.

Λόγω του ότι οι παραπάνω μεταβλητές θεσμικού πλαισίου παρουσίασαν υψηλή συσχέτιση μεταξύ τους, στην παρακάτω ανάλυση θα χρησιμοποιηθεί μια νέα μεταβλητή αντί αυτών, η οποία κατασκευάστηκε από τον μέσο όρο των μεταβλητών αυτών. Η μεταβλητή αυτή είναι το *Institutional frame- Θεσμικό πλαίσιο*.

Μεταβλητές χρηματοπιστωτικής Δομής

Σε αυτή την ομάδα ανήκουν οι ανεξάρτητες μεταβλητές που περιγράφουν την δομή των χρηματοοικονομικών μιας χώρας. Ξεκινάμε με τη μεταβλητή *Stock Market Capitalization-Κεφαλαιοποίηση της αγοράς μετοχών*, η οποία μετρά την αξία των εισηγμένων στο χρηματιστήριο μετοχών σαν ποσοστό του ΑΕΠ της χώρας. Στη συνέχεια παρουσιάζεται η μεταβλητή *Central Bank Assets/ GDP- Περιουσιακά Στοιχεία της Κεντρικής Τράπεζας σαν ποσοστό του ΑΕΠ*, που είναι οι απαιτήσεις του πραγματικού, εγχώριου, μη χρηματοπιστωτικού τομέα από την Κεντρική Τράπεζα σαν ποσοστό του ΑΕΠ. Τέλος παρουσιάζεται η ανεξάρτητη *Bank Overhead Costs/ Total Assets- Εξόδα Τράπεζας σαν ποσοστό των συνολικών περιουσιακών της στοιχείων*, που αντιπροσωπεύει τη συνολική λογιστική αξία των εξόδων μιας τράπεζας σαν ποσοστό του συνόλου ενεργητικού της (Beck et al., 2000).

Τα δεδομένα για τις παραπάνω μεταβλητές αντλήθηκαν από την Financial Structure and Development Dataset, της World Bank.

Μακροοικονομικές Μεταβλητές

Στο σημείο αυτό εισάγονται οι μεταβλητές μακροοικονομίας που χρησιμοποιήθηκαν για την εξήγηση των διακυμάνσεων στα IPOs και VC. Ξεκινάμε με την ανεξάρτητη *Inflation- Πληθωρισμός*, που επικρατεί στην εκάστοτε χώρα. Τα δεδομένα για τον πληθωρισμό αντλήθηκαν από την βάση δεδομένων World Development Indicators της World Bank. Έπειτα εισάγεται η μεταβλητή

Trade Freedom- Απελευθέρωση Εμπορίου που μετρά το σύνολο των πραγματικών εισαγωγών και εξαγωγών στο ΑΕΠ μιας χώρας. Τα δεδομένα για την μεταβλητή αυτή αντλήθηκαν από την επίσημη ιστοσελίδα Heritage Foundation⁴. Στη συνέχεια εισάγεται η μεταβλητή *Globalization- Παγκοσμιοποίηση*, η οποία αντιπροσωπεύει το κοινωνικό και οικονομικό άνοιγμα μιας χώρας. Τα δεδομένα για τη συγκεκριμένη μεταβλητή αντλήθηκαν από την επίσημη σελίδα ETH Zurich KOF⁵. Στη συνέχεια εισάγεται η μεταβλητή *Investor Protection- Προστασία Επενδυτή* που αφορά τους νόμους για τις επιχειρήσεις που θεσπίζονται από ένα κράτος έτσι ώστε να προστατεύονται τα δικαιώματα των επενδυτών (La Porta et al., 2006). Τα δεδομένα για τη συγκεκριμένη μεταβλητή αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων The Global Competitiveness Index Historical Dataset, από το World Economic Forum. Τέλος έχουμε τη μεταβλητή *Effect of Tax- Επίδραση της Φορολογίας*, που εξετάζει πως η φορολόγηση των κερδών από το κεφάλαιο σε μια χώρα επιδρά στις επενδύσεις. Τα δεδομένα για τη συγκεκριμένη μεταβλητή αντλήθηκαν επίσης από την βάση δεδομένων The Global Competitiveness Index Historical Dataset, από το World Economic Forum.

Μεταβλητές οικονομικής ανάπτυξης

Περνάμε τώρα στις μεταβλητές που δηλώνουν την οικονομική ανάπτυξη σε μια χώρα. Εισάγονται οι μεταβλητές *GDP per capita- Κατά κεφαλήν ΑΕΠ* και *GDP growth- Ανάπτυξη ΑΕΠ*, τα δεδομένα των οποίων λαμβάνονται από τη βάση δεδομένων της World Bank World Development Indicators. Τέλος έχουμε το συντελεστή *Οικονομικής Ανισότητας- Gini Coefficient* τα δεδομένα του οποίου αντλήθηκαν επίσης από τη βάση δεδομένων της World Bank World Development Indicators. Ο δείκτης αυτός έχει να κάνει με την άνιση κατανομή του πλούτου μεταξύ των πολιτών και πως αυτή επιδρά στις επιλογές τους ανάμεσα στις τράπεζες και τις αγορές για χρηματοδότηση (Aggarwal και Goodell, 2009).

Μεταβλητές Επιχειρηματικής Δραστηριότητας

Σ' αυτό το σημείο παρουσιάζονται οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στην ανάλυση και αφορούν την περιγραφή της επιχειρηματικής δραστηριότητας μιας χώρας. Ξεκινάμε με την μεταβλητή *New Business Density- Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων*, που αφορά τον αριθμό των νέων επιχειρήσεων που καταγράφονται σε μια χώρα για τη χρονιά που πέρασε, τα δεδομένα της αντλούνται από την βάση δεδομένων Doing Business της World Bank. Έπειτα εισάγεται η μεταβλητή *Total Early- Stage Entrepreneurial Activity- Σύνολο Επιχειρηματικών δραστηριοτήτων Πρώιμου Σταδίου*, που δηλώνει το σύνολο των διαχειριστών νεοσύστατων

⁴ <https://www.heritage.org>

⁵ <https://www.kof.ethz.ch/en/forecasts-and-indicators/indicators/kof-globalisation-index.html>

επιχειρήσεων, έως 3,5 χρόνια λειτουργίας, ως προς τον ενεργό πληθυσμό. Τα δεδομένα της αντλούνται από τη βάση δεδομένων Global Entrepreneurship Monitor- National Expert Survey. Τέλος έχουμε τη μεταβλητή *Self Employment Rate- Αυτοαπσχόληση*, η οποία δηλώνει το ποσοστό του ενεργού πληθυσμού που είναι αυτοαπασχολούμενοι. Τα δεδομένα αυτά αντλούνται από τη βάση The Global Competitiveness Index Historical Dataset, από το World Economic Forum.

3.3 Βασικά περιγραφικά στατιστικά

Ξεκινάμε λοιπόν την ανάλυση, με την παρουσίαση κάποιων βασικών περιγραφικών στοιχείων για το σύνολο των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν στο πρόγραμμα. Μέσω λοιπόν του προγράμματος καταγράφηκαν ο Αριθμός των Παρατηρήσεων, ο Αριθμός των Χωρών, ο Μέσος Όρος, η Μέγιστη Τιμή, η Ελάχιστη Τιμή και η Τυπική Απόκλιση, για εξαρτημένες και ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στην ανάλυση.

3.3.1 Περιγραφικά στατιστικά με εξαρτημένη VC/ GDP

Ο πρώτος πίνακας απεικονίζει τα αποτελέσματα για την εξαρτημένη μεταβλητή VC/ GDP και για τις υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές που επιλέχθηκαν για να ελεγχθεί η επιρροή τους πάνω στην εξαρτημένη. Αποτελείται από 3.882 παρατηρήσεις από 33 χώρες παγκοσμίως.

Πίνακας 3.1: Περιγραφικά στατιστικά για εξαρτημένη VC/ GDP

	Αριθμός Παρατηρήσεων	Αριθμός Χωρών	Μέσος Όρος	Ελάχιστη Τιμή	Μέγιστη Τιμή	Τυπική Απόκλιση
VC/GDP	159	32	0,05	0,00	0,38	0,08
Απόσταση Ισχύος	160	32	46,44	11,00	104,00	20,84
Ατομικισμός/ Κολεκτιβισμός	160	32	62,66	18,00	91,00	18,41
Αρρενωπότητα/ Θηλυκότητα	160	32	49,75	5,00	110,00	25,60
Αποστροφή Αβεβαιότητας	160	32	67,56	23,00	112,00	22,43
Προσανατολισμός	166	33	54,86	21,16	100,00	21,03
Επιείκεια/	160	32	49,37	12,95	77,68	18,56

Περιορισμοί						
Κεφαλαιοποίηση Αγοράς	100	30	70,24	3,73	255,62	55,07
Οικονομική Ανισότητα	77	29	31,75	25,60	41,40	4,20
Πολιτική Σταθερότητα	165	33	0,69	-1,10	1,53	0,59
Ποιότητα Κανονισμών	165	33	1,26	-0,52	2,04	0,54
Έλεγχος Διαφθοράς	165	33	1,20	-1,04	2,40	0,86
Αποτελεσματικότητα Κυβέρνησης	165	33	1,29	-0,42	2,22	0,56
Κανόνας Νόμου	165	33	1,28	-0,82	2,10	0,67
Φωνή και Λογοδοσία	165	33	1,12	-1,21	1,74	0,50
Παγκοσμιοποίηση	99	33	81,85	65,21	92,84	7,16
Προστασία Επενδυτή	132	33	6,23	3,00	9,70	1,23
Κατά κεφαλήν ΑΕΠ	165	33	40.479,86	12.556,75	103.732,60	15.759,86
Ανάπτυξη ΑΕΠ	165	33	1,73	-7,30	25,56	2,65
Πληθωρισμός	165	33	1,45	-2,82	9,09	1,79
Απελευθέρωση Εμπορίου	160	31	86,29	72,40	90,00	1,79
Έξοδα Τράπεζας / Περιουσιακά στοιχεία	132	33	1,93	0,45	15,04	1,81
Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας / ΑΕΠ	124	32	3,59	0,00	54,37	7,88
Πυκνότητα Νέων	149	31	6,03	0,06	20,76	4,82

Επιχειρήσεων						
Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου	135	31	8,23	3,43	16,72	2,99
Αυτοαπασχόληση	165	33	15,09	6,90	37,10	6,03

Από τον παραπάνω πίνακα βλέπουμε ότι η εξαρτημένη μεταβλητή VC/GDP έχει ως μέσο όρο παρατηρήσεων στο δείγμα 0,05, τυπική απόκλιση 0,08, ελάχιστη τιμή 0 και μέγιστη τιμή 0,38, περνώντας στις μεταβλητές του πολιτισμού, οι οποίες παίζουν βασικό ρόλο για την εξήγηση των μεταβολών της εξαρτημένης ανά χώρα, παρατηρούμε ότι η μεταβλητή της απόστασης ισχύος έχει μέσο όρο 46,44, μέγιστη τιμή 104, ελάχιστη 11 και τυπική απόκλιση 20,84, Εν συνέχεια βλέπουμε ότι η μεταβλητή ατομικισμού έναντι κολεκτιβισμού εμφανίζει μέσο όρο 62,66, τυπική απόκλιση 18,40, ελάχιστη τιμή 18 και αντιστοίχως μέγιστη 91 και η μεταβλητή αρρενωπότητα έναντι θηλυκότητας παίρνει μέσο όρο τιμών 49,75, ελάχιστη τιμή 5, μέγιστη 110 και τυπική απόκλιση 25,60. Οι υπόλοιπες μεταβλητές κουλτούρας, αποστροφή αβεβαιότητας, μακροπρόθεσμος προσανατολισμός έναντι βραχυπρόθεσμου κανονιστικού προσανατολισμού και η επιείκεια έναντι περιορισμών παρουσιάζουν αντιστοίχως μέσο όρο τιμών 67,56, 54,86, 49,37, τυπικές αποκλίσεις, 22,43, 21,03 και 18,56, ελάχιστες τιμές 23, 21,16 και 12,95 και τέλος μέγιστες τιμές 112, 10 και 77,68 αντιστοίχως. Κάποιες ακόμη ανεξάρτητες μεταβλητές που παίζουν κύριο ρόλο στην εξήγηση των μεταβολών του ποσοστού VC/GDP παγκοσμίως είναι αυτή της πολιτικής σταθερότητας με μέσο όρο παρατηρήσεων 0,69, τυπική απόκλιση 0,59, ελάχιστη τιμή -1,10 και μέγιστη τιμή 1,53, και το κατά κεφαλήν ΑΕΠ με μέσο όρο 40.479,86, τυπική απόκλιση 15.759,86, ελάχιστη τιμή 12.556,75 και μέγιστη τιμή 103.732,6.

3.3.2 Περιγραφικά στατιστικά με εξαρτημένη VC availability

Στη συνέχεια παρουσιάζεται ένας πίνακας, με τα βασικά περιγραφικά στατιστικά για το δεύτερο δείγμα ανάλυσης. Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε αποτελείται 12.687 παρατηρήσεις για 99 χώρες σε παγκόσμιο επίπεδο.

Πίνακας 3.2: Περιγραφικά στατιστικά για εξαρτημένη VC availability

	Αριθμός Παρατηρήσεων	Αριθμός Χωρών	Μέσος όρος	Ελάχιστη τιμή	Μέγιστη Τιμή	Τυπική Απόκλιση
--	-------------------------	------------------	---------------	------------------	-----------------	--------------------

VC availability	490	99	2,90	1,47	4,82	0,74
Απόσταση Ισχύος	350	70	59,43	11,00	104,00	21,72
Ατομικισμός/ Κολεκτιβισμός	350	70	43,64	6,00	91,00	23,71
Αρρενωπότητα/ Θηλυκότητα	350	70	48,79	5,00	110,00	19,58
Αποστροφή Αβεβαιότητας	350	70	67,79	8,00	112,00	23,40
Προσανατολισμός	455	91	45,51	0,00	100,00	23,83
Επιείκεια/ Περιορισμοί	455	91	45,69	0,00	100,00	21,97
Κεφαλαιοποίηση Αγοράς	495	99	39,10	0,00	1.079,08	102,76
Οικονομική Ανισότητα	495	99	15,88	0,00	53,85	16,28
Πολιτική Σταθερότητα	495	99	0,05	-2,74	1,51	0,88
Ποιότητα Κανονισμών	495	99	0,45	-1,94	2,25	0,91
Έλεγχος Διαφθοράς	495	99	0,29	-1,40	2,39	1,03
Αποτελεσματικότητα Κυβέρνησης	495	99	0,44	-1,35	2,23	0,89
Κανόνας Νόμου	495	99	0,34	-2,11	2,08	0,98
Φωνή και Λογοδοσία	495	99	0,30	-1,89	1,73	0,90
Παγκοσμιοποίηση	495	99	46,38	0,00	92,28	29,81
Επίδραση Φορολογίας	489	99	3,66	1,83	6,33	0,80
Κατά κεφαλήν ΑΕΠ	495	99	23.833,35	0,00	103.644,60	19.206,49
Ανάπτυξη ΑΕΠ	495	99	2,92	-8,22	16,94	2,86

Πληθωρισμός	494	99	3,83	-9,97	37,97	5,60
Απελευθέρωση Εμπορίου	495	99	78,38	0,00	90,00	14,46
Έξοδα Τράπεζας/ Περιουσιακά Στοιχεία	495	99	2,78	0,00	26,56	2,51
Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας/ ΑΕΠ	495	99	3,22	0,00	48,53	5,21
Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων	495	99	3,78	0,00	31,95	5,40
Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου	495	99	7,15	0,00	40,69	7,50
Αυτοαπασχόληση	495	99	32,92	0,00	97,15	23,53
Προστασία Επενδυτή	489	99	5,16	0,00	9,70	1,76

Από το παραπάνω πίνακα βλέπουμε ότι η εξαρτημένη μεταβλητή έχει μέσο όρο τιμών που παρατηρήθηκαν 2,90, ελάχιστη τιμή 1,47, μέγιστη 4,82 και τυπική απόκλιση 0,74. Συνεχίζοντας με τις ανεξάρτητες μεταβλητές βασικού ενδιαφέροντος, η μεταβλητή κουλτούρας αποστροφή στην αβεβαιότητα έχει μέσο όρο παρατηρήσεων 67,79, ελάχιστη τιμή 8, μέγιστη 112 και τυπική απόκλιση 23,40. Συνεχίζοντας με τις μεταβλητές κουλτούρας, βλέπουμε ότι η εξουσία της απόστασης έχει μέσο όρο παρατηρήσεων 59,43, ελάχιστη τιμή 11, μέγιστη τιμή 104 και τυπική απόκλιση 21,72. Η μεταβλητή αρρενωπότητα έναντι θηλυκότητας έχει μέσο όρο 48,79, τυπική απόκλιση 19,58, ελάχιστη τιμή 5 και μέγιστη 110. Η μεταβλητή ατομικισμού έναντι κολεκτιβισμού εμφανίζει τιμές 43,64 και 23,71 για τον μέσο όρο και την τυπική απόκλιση των παρατηρήσεων αντίστοιχα, και ελάχιστη και μέγιστη τιμή 6 και 91 αντίστοιχα. Ο μακροπρόθεσμος προσανατολισμός έναντι βραχυπρόθεσμου κανονιστικού προσανατολισμού και η επιείκεια έναντι συγκράτησης παρουσιάζουν και οι δύο ως ελάχιστη τιμή των παρατηρήσεων το 0 και ως μέγιστη το 100. Όσον αφορά τον μέσο όρο των παρατηρήσεων τους παίρνουν τιμές 45,51 και 45,69 αντίστοιχα, και για την τυπική απόκλισή τους 23,83 και 21,97

αντίστοιχα. Εν συνεχεία, περνάμε στην παρουσίαση των στατιστικών κάποιων ακόμη ανεξάρτητων μεταβλητών που φαίνεται να επιδρούν σημαντικά στην εξαρτημένη. Η μεταβλητή κεφαλαιοποίηση της αγοράς μετοχών έχει μέση τιμή παρατηρήσεων 39,10% τυπική απόκλιση 102,76%, ελάχιστη τιμή 0% και μέγιστη 1079,08% . η μεταβλητή θεσμικού πλαισίου ποιότητα κανονισμών εμφανίζει μέσο όρο και τυπική απόκλιση παρατηρήσεων αντίστοιχα 0,45 και 0,91 και ελάχιστη και μέγιστη τιμή -1,94 και 2,25. Τέλος η μεταβλητή οικονομικής ανάπτυξης, ανάπτυξη του ΑΕΠ παρουσιάζει μέσο όρο παρατηρήσεων 2,92%, τυπική απόκλιση 2,86% και ελάχιστη και μέγιστη τιμή -8,22% και 16,94% αντίστοιχα.

3.3.3 Περιγραφικά στατιστικά με εξαρτημένες IPO proceeds amount, IPO market share και Share of world IPOs

Στο σημείο αυτό θα παρουσιαστούν περιγραφικά στατιστικά που αφορούν τις τρεις εξαρτημένες που σχετίζονται με τις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές. Οι εξαρτημένες αυτές ομαδοποιήθηκαν έτσι διότι τα δεδομένα τους αφορούν τις ίδιες χώρες, για τις ίδιες χρόνιες και επειδή η ανάλυση των στατιστικών τους και των επιδράσεων που ασκούνται σε αυτές έγινε με βάση τις ίδιες ανεξάρτητες μεταβλητές. Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε αποτελείται από 4425 παρατηρήσεις σχετικά με 54 χώρες παγκοσμίως.

Πίνακας 3.3: Περιγραφικά στατιστικά για εξαρτημένες IPO proceeds amount, IPO market share και Share of world IPOs

	Αριθμός Παρατηρήσεων	Αριθμός Χωρών	Μέσος Όρος	Ελάχιστη Τιμή	Μέγιστη Τιμή	Τυπική Απόκλιση
IPO proceeds amount	158	54	0,31	0,00	5,07	0,56
IPO market share	158	54	1,89	0,00	37,78	5,13
Share of World IPOs	158	54	1,88	0,03	30,20	3,99
Απόσταση Ισχύος	138	46	57,50	11,00	104,00	21,90
Ατομικισμός/ Κολεκτιβισμός	138	46	47,96	13,00	91,00	24,03
Αρρενωπότητα/ Θηλυκότητα	138	46	51,13	5,00	95,00	18,66

Αποστροφή Αβεβαιότητας	138	46	64,00	8,00	112,00	23,81
Προσανατολισμός	162	54	45,99	3,53	100,00	23,16
Επιείκεια/ Περιορισμοί	159	53	47,41	0,00	97,32	21,29
Κεφαλαιοποίηση Αγοράς	162	54	80,74	0,00	977,03	129,69
Οικονομική Ανισότητα	162	54	21,54	0,00	55,80	13,87
Πολιτική Σταθερότητα	162	54	0,03	-2,71	1,46	1,01
Ποιότητα Κανονισμών	162	54	0,66	-0,91	1,92	0,86
Έλεγχος Διαφθοράς	162	54	0,53	-1,11	2,43	1,10
Αποτελεσματικότητα Κυβέρνησης	162	54	0,67	-1,16	2,36	0,94
Κανόνας Νόμου	162	54	0,56	-1,16	1,97	0,98
Φωνή και Λογοδοσία	162	54	0,38	-1,84	1,59	0,94
Παγκοσμιοποίηση	162	54	70,53	0,00	92,27	17,52
Προστασία Επενδυτή	162	54	5,91	2,70	9,30	1,57
Κατά κεφαλήν ΑΕΠ	162	54	25.329,75	1.900,83	69.102,28	17.341,16
Ανάπτυξη ΑΕΠ	162	54	2,24	-6,30	11,10	2,99
Πληθωρισμός	162	54	5,56	-3,04	36,78	6,07
Απελευθέρωση Εμπορίου	162	54	77,17	0,00	95,00	15,34
Έξοδα Τράπεζας/ Περιουσιακά Στοιχεία	162	54	3,07	0,23	46,91	5,19

Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας/ ΑΕΠ	162	54	3,18	0,00	21,90	4,20
Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων	162	54	2,99	0,00	25,16	4,19
Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου	162	54	5,26	0,00	24,58	5,21
Αυτοαπασχόληση	162	54	29,55	4,57	89,57	21,74

Από τις αναλύσεις λοιπόν που έγιναν στο πρόγραμμα, προκύπτει ότι η 1^η εξαρτημένη IPO proceeds amount παίρνει μέσο όρο παρατηρήσεων 0,31 και τυπική απόκλιση 0,56 και ελάχιστη και μέγιστη τιμή 0 και 5,07 αντίστοιχα. Η 2^η εξαρτημένη που εξετάζεται IPO market share, εμφανίζει μέσο όρο 1,89, τυπική απόκλιση 5,13 και ελάχιστη και μέγιστη τιμή 0 και 37,78 αντίστοιχα. Η 3^η εξαρτημένη Share of world IPOs, παρουσιάζει μέσο όρο 1,88 και τυπική απόκλιση 3,99 και ελάχιστη και μέγιστη τιμή 0,03 και 30,2.

Συνεχίζοντας λοιπόν με την παρουσίαση των στατιστικών με τις μεταβλητές κουλτούρας, οι οποίες διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην εξήγηση των επιδράσεων στα επίπεδα των IPOs σε επίπεδο χώρας, βλέπουμε ότι η μεταβλητή Απόσταση Ισχύος εμφανίζει μέσο όρο τιμών 57,5 και τυπική απόκλιση 21,90 και ελάχιστη και μέγιστη τιμή 11 και 104. Η επόμενη μεταβλητή κουλτούρας, ατομικισμός έναντι κολεκτιβισμού παρουσιάζει μέσο όρο 47,96, τυπική απόκλιση 24,03, ελάχιστη τιμή 13 και μέγιστη 91. Η μεταβλητή αρρενωπότητα έναντι θηλυκότητας εμφανίζει μέσο όρο 51,13 και τυπική απόκλιση 18,66, ελάχιστη τιμή 5 και μέγιστη 95. Η μεταβλητή κουλτούρας αποστροφή στην αβεβαιότητα παίρνει τιμές για τον μέσο όρο 64, την τυπική απόκλιση 8, την μέγιστη τιμή 112 και την ελάχιστη τιμή 8. Τέλος Ο μακροπρόθεσμος προσανατολισμός έναντι βραχυπρόθεσμου κανονιστικού προσανατολισμού και η επιείκεια έναντι συγκράτησης εμφανίζουν μέσο όρο 45,99 και 47,41 αντίστοιχα, τυπική απόκλιση 23,16 και 21,29 αντίστοιχα, ελάχιστη τιμή 3,53 και 0 και μέγιστη 100 και 97,32.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται τα περιγραφικά στατιστικά για κάποιες ακόμα μεταβλητές που επιδρούν σημαντικά στις αρχικές δημόσιες εγγραφές. Η μεταβλητή κεφαλαιοποίηση της αγοράς μετοχών παρουσιάζει μέσο όρο παρατηρήσεων 80,74%, τυπική απόκλιση 129,69%, ελάχιστη τιμή 0% και μέγιστη 977,03%. Η μεταβλητή κατά κεφαλήν ΑΕΠ, εμφανίζει μέσο όρο 25.329,75

και τυπική απόκλιση 17.341,16, ελάχιστη τιμή 1.900,83 και μέγιστη 69.102,28. Η επόμενη μεταβλητή Κανόνας Νόμου παρουσιάζει μέσο όρο 0,56 και τυπική απόκλιση 0,98, ελάχιστη τιμή -1,16 και μέγιστη 1,97. Η μεταβλητή θεσμικού πλαισίου Αποτελεσματικότητα Κυβέρνησης εμφανίζει τιμές για τον μέσο όρο και την τυπική απόκλιση αντίστοιχα 0,67 και 0,94, ενώ ελάχιστη και μέγιστη τιμή -1,16 και 2,36. Τέλος η ανεξάρτητη μεταβλητή της παγκοσμιοποίησης παρουσιάζει τιμές 70,53 και 17,52 για τον μέσο όρο και την τυπική απόκλιση αντίστοιχα, ενώ 0 και 92,27 για την ελάχιστη και μέγιστη τιμή αντίστοιχα.

3.4 Συσχετίσεις μεταβλητών

Στη συνέχεια θα παρουσιάσουμε τον έλεγχο που έγινε για να εξερευνηθεί η πιθανή συσχέτιση μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν στο δείγμα μας. Οι συσχετίσεις λοιπόν είναι το μέτρο που μας επιτρέπει να ελέγξουμε το πόσο ισχυρά συσχετισμένες είναι οι ποσοτικές μεταβλητές μεταξύ τους. Έτσι μετρώνται τέλεια οι γραμμικές σχέσεις μεταξύ μεταβλητών. Το εύρος που καλύπτεται παίρνει τιμές από -1 μέχρι 1. Ένα αποτέλεσμα θετικής συσχέτισης μεταξύ δύο παρατηρήσεων σημαίνει ότι αυτές κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση. Με άλλα λόγια οι δυο αυτές μεταβλητές θα μεταβάλλονται με ανάλογο τρόπο. Μια παρατήρηση με υψηλή αξία για τη μία μεταβλητή σημαίνει αυτομάτως υψηλή αξία και για την άλλη μεταβλητή ή και το αντίστροφο. Όσο πιο υψηλή η τιμή του συντελεστή συσχέτισης τόσο πιο ισχυρή η σχέση μεταξύ των μεταβλητών. Αντιστοίχως μια αρνητική τιμή για τον συντελεστή σημαίνει ότι οι μεταβλητές μεταβάλλονται αντίστροφα. Μια μηδενική τιμή σημαίνει ότι οι μεταβλητές δεν σχετίζονται μεταξύ τους.

3.4.1 Συσχετίσεις μεταβλητών για εξαρτημένη VC/ GDP

Στον πίνακα που ακολουθεί, παρουσιάζονται όλα τα αποτελέσματα σχετικά με την συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν στην ανάλυση, όσον αφορά την 1^η εξαρτημένη.

Πίνακας 3.4: Συσχετίσεις μεταβλητών για εξαρτημένη VC/ GDP

		1	2	3	4	5	6	7
1	VC/ GDP	1,00						
2	Απόσταση Ισχύος	-0,35	1,00					
3	Ατομικισμός/ Κολεκτιβισμός	0,14	-0,47	1,00				
4	Αρρενωπότητα/ Θηλυκότητα	0,00	0,19	0,09	1,00			
5	Αποστροφή Αβεβαιότητας	-0,13	0,54	-0,66	0,14	1,00		
6	Προσανατολισμός	-0,27	0,39	-0,32	0,16	0,31	1,00	
7	Επιείκεια/ Περιορισμοί	0,31	-0,61	0,50	-0,07	-0,57	-0,53	1,00
8	Κεφαλαιοποίηση Αγοράς	0,20	-0,30	0,34	0,06	-0,37	-0,07	0,53
9	Οικονομική Ανισότητα	0,25	0,14	-0,18	0,10	0,38	0,00	-0,37
10	Πολιτική Σταθερότητα	-0,39	-0,27	0,31	0,06	-0,44	-0,08	0,40
11	Ποιότητα Κανονισμών	0,11	-0,72	0,58	-0,11	-0,72	-0,19	0,59
12	Έλεγχος Διαφθοράς	0,06	-0,67	0,49	-0,21	-0,61	-0,24	0,70
13	Αποτελεσματικότητα Κυβέρνησης	0,13	-0,65	0,42	-0,17	-0,60	-0,17	0,65
14	Κανόνας Νόμου	0,08	-0,70	0,47	-0,18	-0,62	-0,23	0,67
15	Φωνή και Λογοδοσία	-0,06	-0,58	0,46	-0,10	-0,54	-0,26	0,59
16	Παγκοσμιοποίηση	-0,21	-0,29	0,50	0,07	-0,38	-0,18	0,45
17	Προστασία Επενδυτή	0,32	-0,31	0,18	-0,09	-0,28	-0,45	0,39
18	Κατά κεφαλήν ΑΕΠ	0,06	-0,43	0,32	-0,04	-0,40	-0,06	0,49
19	Ανάπτυξη ΑΕΠ	0,13	-0,16	0,15	0,08	-0,30	-0,09	0,08
20	Πληθωρισμός	0,07	0,07	-0,04	-0,09	0,02	0,04	-0,14
21	Απελευθέρωση Εμπορίου	-0,02	-0,38	0,33	-0,06	-0,42	-0,07	0,13
22	Έξοδα	0,04	0,33	-0,13	0,10	0,22	0,15	-0,29

	Τράπεζες/Περιουσιακά Στοιχεία							
23	Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας/ ΑΕΠ	0,17	0,01	-0,01	0,36	0,10	0,03	0,05
24	Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων	-0,13	-0,26	0,34	-0,22	-0,45	-0,17	0,17
25	Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου	0,36	-0,18	0,29	-0,01	-0,31	-0,23	0,00
26	Αυτοαπασχόληση	-0,19	0,25	-0,38	0,17	0,42	-0,02	-0,12

		8	9	10	11	12	13	14
8	Κεφαλαιοποίηση Αγοράς	1,00						
9	Οικονομική Ανισότητα	0,07	1,00					
10	Πολιτική Σταθερότητα	0,00	-0,74	1,00				
11	Ποιότητα Κανονισμών	0,16	-0,49	0,66	1,00			
12	Έλεγχος Διαφθοράς	0,22	-0,48	0,66	0,92	1,00		
13	Αποτελεσματικότητα Κυβέρνησης	0,21	-0,53	0,65	0,91	0,96	1,00	
14	Κανόνας Νόμου	0,16	-0,52	0,69	0,94	0,96	0,97	1,00
15	Φωνή και Λογοδοσία	0,17	-0,59	0,76	0,86	0,86	0,85	0,90
16	Παγκοσμιοποίηση	-0,16	-0,48	0,57	0,57	0,55	0,53	0,60
17	Προστασία Επενδυτή	0,09	0,02	-0,09	0,15	0,18	0,19	0,18
18	Κατά κεφαλήν ΑΕΠ	0,22	-0,24	0,48	0,61	0,67	0,64	0,66
19	Ανάπτυξη ΑΕΠ	0,18	-0,04	0,09	0,23	0,12	0,13	0,15

20	Πληθωρισμός	0,08	0,29	-0,34	-0,34	-0,31	-0,36	-0,38
21	Απελευθέρωση Εμπορίου	-0,20	-0,49	0,61	0,61	0,50	0,53	0,58
22	Έξοδα Τράπεζας/ Περιουσιακά Στοιχεία	-0,06	0,39	-0,40	-0,53	-0,53	-0,56	-0,57
23	Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας/ ΑΕΠ	0,12	0,39	0,02	-0,04	0,04	0,09	0,05
24	Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων	0,23	0,10	0,18	0,36	0,29	0,17	0,24
25	Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου	0,11	0,08	0,08	0,25	0,05	0,06	0,12
26	Αυτοαπασχόληση	-0,10	0,12	-0,15	-0,26	-0,35	-0,32	-0,27

		15	16	17	18	19	20	21
15	Φωνή και Λογοδοσία	1,00						
16	Παγκοσμιοποίηση	0,65	1,00					
17	Προστασία Επενδυτή	0,12	-0,18	1,00				
18	Κατά κεφαλήν ΑΕΠ	0,56	0,47	-0,11	1,00			
19	Ανάπτυξη ΑΕΠ	0,08	-0,18	0,20	0,23	1,00		
20	Πληθωρισμός	-0,48	-0,39	0,03	-0,24	0,19	1,00	
21	Απελευθέρωση Εμπορίου	0,65	0,63	-0,08	0,42	0,22	-0,47	1,00
22	Έξοδα Τράπεζας/ Περιουσιακά Στοιχεία	-0,66	-0,31	-0,17	-0,27	0,09	0,45	-0,21
23	Περιουσιακά	-0,04	-0,22	0,20	0,08	0,11	-0,08	-0,18

	Στοιχεία Τράπεζας/ ΑΕΠ							
24	Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων	0,21	-0,04	0,09	0,25	0,20	0,04	0,07
25	Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου	0,06	-0,03	0,08	-0,01	0,26	-0,02	0,19
26	Αυτοαπασχόληση	-0,09	-0,11	0,00	-0,31	-0,17	-0,33	-0,01

		22	23	24	25	26
22	Έξοδα Τράπεζας/ Περιουσιακά Στοιχεία	1,00				
23	Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας/ ΑΕΠ	-0,09	1,00			
24	Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων	-0,15	-0,21	1,00		
25	Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου	0,00	-0,05	0,46	1,00	
26	Αυτοαπασχόληση	-0,14	0,00	-0,30	-0,13	1,00

Αυτό που παρατηρείται με μία πρώτη ματιά είναι ότι το μεγαλύτερο μέρος των παρατηρήσεων σχετικά με τις συσχετίσεις είναι στατιστικά σημαντικό, δεν οφείλεται δηλαδή σε τυχαίους παράγοντες.

Ακόμη το μεγαλύτερο μέρος των συσχετίσεων μεταξύ των μεταβλητών, φαίνεται να είναι κάτω του μετρίου, όσον αφορά το επίπεδο έντασης της συσχέτισης. Εξαίρεση σ' αυτό αποτελούν οι συσχετίσεις μεταξύ των μεταβλητών θεσμικού πλαισίου, που φαίνεται να έχουν ιδιαίτερα υψηλές τιμές.

Τέλος η συσχέτιση της εξαρτημένης μεταβλητής VC/ GDP με κάθε μία από τις ανεξάρτητες μεταβλητές, φαίνεται πως είναι στατιστικά σημαντική, χωρίς να παίρνει υπερβολικά υψηλές τιμές, είτε αυτές είναι θετικές, είτε αρνητικές.

3.4.2 Συσχετίσεις μεταβλητών για εξαρτημένη VC availability

Στον πίνακα που ακολουθεί, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των συσχετίσεων που έγιναν μεταξύ όλων των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν, στην περιγραφή των αποτελεσμάτων για την παραπάνω εξαρτημένη.

Πίνακας 3.5: Συσχετίσεις μεταβλητών για εξαρτημένη VC availability

		1	2	3	4	5	6	7
1	VC availability	1,00						
2	Απόσταση Ισχύος	-0,18	1,00					
3	Ατομικισμός/ Κολεκτιβισμός	0,25	-0,62	1,00				
4	Αρρενωπότητα/ Θηλυκότητα	-0,07	0,15	0,05	1,00			
5	Αποστροφή Αβεβαιότητας	-0,45	0,23	-0,22	-0,06	1,00		
6	Προσανατολισμός	0,16	0,03	0,09	0,02	-0,04	1,00	
7	Επιείκεια/ Περιορισμοί	0,18	-0,31	0,16	0,07	-0,07	-0,45	1,00
8	Κεφαλαιοποίηση Αγοράς	0,37	0,03	-0,04	0,08	-0,29	0,10	-0,04
9	Οικονομική Ανισότητα	-0,20	0,00	-0,08	-0,17	0,31	0,07	0,02
10	Πολιτική Σταθερότητα	0,37	-0,43	0,53	-0,06	-0,15	0,27	0,23
11	Ποιότητα Κανονισμών	0,59	-0,57	0,60	-0,11	-0,24	0,30	0,25
12	Έλεγχος Διαφθοράς	0,60	-0,65	0,65	-0,16	-0,28	0,18	0,31
13	Αποτελεσματικότητα Κυβέρνησης	0,63	-0,59	0,63	-0,10	-0,32	0,29	0,28
14	Κανόνας Νόμου	0,59	-0,64	0,69	-0,14	-0,25	0,25	0,26

15	Φωνή και Λογοδοσία	0,27	-0,62	0,64	-0,11	0,01	0,22	0,32
16	Παγκοσμιοποίηση	-0,04	-0,14	0,23	-0,01	0,01	0,07	0,08
17	Επίδραση Φορολογίας	0,55	-0,07	0,02	-0,07	-0,40	0,04	0,06
18	Κατά κεφαλήν ΑΕΠ	0,56	-0,46	0,55	-0,01	-0,27	0,20	0,25
19	Ανάπτυξη ΑΕΠ	0,11	0,20	-0,20	0,04	-0,24	-0,18	-0,11
20	Πληθωρισμός	-0,32	0,11	-0,18	0,03	0,09	-0,20	0,02
21	Απελευθέρωση Εμπορίου	0,29	-0,25	0,38	-0,03	-0,06	0,23	-0,03
22	Έξοδα Τράπεζας/ Περιουσιακά Στοιχεία	-0,36	0,21	-0,25	0,04	0,27	-0,20	-0,02
23	Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας/ ΑΕΠ	-0,03	0,01	0,02	0,29	0,10	-0,09	0,00
24	Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων	0,39	-0,19	0,28	-0,14	-0,21	0,16	-0,02
25	Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου	0,06	0,12	-0,26	0,00	0,03	-0,21	0,25
26	Αυτοαπασχόληση	-0,41	0,44	-0,49	0,05	0,04	-0,36	-0,18
27	Προστασία Επενδυτή	0,19	-0,18	0,16	-0,01	-0,24	0,07	0,05

		8	9	10	11	12	13	14
8	Κεφαλαιοποίηση Αγοράς	1,00						
9	Οικονομική Ανισότητα	-0,11	1,00					
10	Πολιτική	0,17	0,07	1,00				

	Σταθερότητα							
11	Ποιότητα Κανονισμών	0,30	0,07	0,77	1,00			
12	Έλεγχος Διαφθοράς	0,27	0,00	0,78	0,90	1,00		
13	Αποτελεσματικότητα Κυβέρνησης	0,31	0,01	0,79	0,93	0,95	1,00	
14	Κανόνας Νόμου	0,28	-0,02	0,80	0,94	0,96	0,96	1,00
15	Φωνή και Λογοδοσία	0,10	0,18	0,74	0,79	0,76	0,76	0,80
16	Παγκοσμιοποίηση	-0,01	0,47	0,20	0,23	0,22	0,23	0,22
17	Επίδραση Φορολογίας	0,27	-0,23	0,16	0,28	0,31	0,30	0,26
18	Κατά κεφαλήν ΑΕΠ	0,33	-0,04	0,66	0,74	0,80	0,81	0,78
19	Ανάπτυξη ΑΕΠ	-0,01	-0,10	-0,26	-0,22	-0,20	-0,24	-0,23
20	Πληθωρισμός	-0,09	0,06	-0,36	-0,48	-0,37	-0,43	-0,42
21	Απελευθέρωση Εμπορίου	0,10	0,20	0,37	0,45	0,39	0,39	0,37
22	Έξοδα Τράπεζας/ Περιουσιακά Στοιχεία	-0,12	0,24	-0,21	-0,38	-0,36	-0,43	-0,42
23	Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας/ ΑΕΠ	-0,04	0,06	-0,06	-0,10	-0,05	-0,07	-0,05
24	Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων	0,48	-0,04	0,47	0,55	0,52	0,52	0,50
25	Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου	-0,03	0,24	-0,08	-0,03	-0,06	-0,05	-0,08
26	Αυτοαπασχόληση	-0,21	-0,12	-0,58	-0,65	-0,62	-0,69	-0,64
27	Προστασία Επενδυτή	0,28	0,20	0,15	0,35	0,26	0,32	0,29

		15	16	17	18	19	20	21
15	Φωνή και Λογοδοσία	1,00						
16	Παγκοσμιοποίηση	0,22	1,00					
17	Επίδραση Φορολογίας	-0,01	-0,04	1,00				
18	Κατά κεφαλήν ΑΕΠ	0,54	0,20	0,34	1,00			
19	Ανάπτυξη ΑΕΠ	-0,34	-0,13	0,19	-0,20	1,00		
20	Πληθωρισμός	-0,28	-0,03	-0,21	-0,32	0,04	1,00	
21	Απελευθέρωση Εμπορίου	0,36	0,14	0,04	0,32	-0,09	-0,24	1,00
22	Έξοδα Τράπεζας/ Περιουσιακά Στοιχεία	-0,22	0,09	-0,21	-0,38	0,17	0,30	-0,04
23	Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας/ ΑΕΠ	0,01	0,07	-0,10	-0,02	-0,04	0,22	-0,01
24	Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων	0,34	0,04	0,40	0,52	-0,07	-0,24	0,33
25	Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου	0,04	0,03	-0,05	-0,09	0,09	0,08	0,01
26	Αυτοαπασχόληση	-0,53	-0,20	-0,14	-0,66	0,40	0,26	-0,36
27	Προστασία Επενδυτή	0,21	0,55	0,16	0,21	-0,01	-0,13	0,14

		22	23	24	25	26	27
22	Έξοδα Τράπεζας/	1,00					

	Περιουσιακά Στοιχεία						
23	Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας/ ΑΕΠ	0,13	1,00				
24	Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων	-0,22	-0,16	1,00			
25	Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου	0,10	0,01	-0,16	1,00		
26	Αυτοαπασχόληση	0,32	0,04	-0,43	0,07	1,00	
27	Προστασία Επενδυτή	0,02	0,07	0,22	-0,02	-0,20	1,00

Όπως φαίνεται από τον πίνακα 3.5, οι παρατηρήσεις των συσχετίσεων, ως επί το πλείστον, είναι στατιστικά σημαντικές και κυμαίνονται σε όχι ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα έντασης. Οι μεταβλητές θεσμικού πλαισίου φαίνεται ότι παρουσιάζουν πάλι υψηλές συσχετίσεις. Ακόμη η συσχέτιση της εξαρτημένης μεταβλητής VC availability με κάθε μία από τις υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές, παρουσιάζει φυσιολογικά επίπεδα έντασης.

3.4.3 Συσχετίσεις μεταβλητών για εξαρτημένες IPO market share, IPO proceeds amount και Share of world IPOs

Παρακάτω παρουσιάζεται ο πίνακας των συσχετίσεων που αφορούν τις 3 τελευταίες εξαρτημένες της ανάλυσης, όσον αφορά τις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές.

Πίνακας 3.6: Συσχετίσεις μεταβλητών για εξαρτημένες IPO market share, IPO proceeds amount και Share of world IPOs

		1	2	3	4	5	6	7
1	IPO market share	1,00						
2	IPO proceeds amount	0,29	1,00					

3	Share of World IPOs	0,85	0,22	1,00				
4	Απόσταση Ισχύος	0,10	0,23	0,07	1,00			
5	Ατομικισμός/ Κολεκτιβισμός	-0,01	-0,23	0,06	-0,65	1,00		
6	Αρρενωπότητα/ Θηλυκότητα	0,18	0,05	0,16	0,07	0,05	1,00	
7	Αποστροφή Αβεβαιότητας	-0,26	-0,36	-0,25	0,12	-0,10	0,19	1,00
8	Προσανατολισμός	0,21	0,14	0,21	0,04	-0,01	0,11	0,03
9	Επιείκεια/ Περιορισμοί	-0,07	-0,18	-0,09	-0,43	0,38	-0,12	-0,12
10	Κεφαλαιοποίηση Αγοράς	0,09	0,75	0,02	0,05	-0,10	0,02	-0,33
11	Οικονομική Ανισότητα	-0,14	-0,25	-0,19	-0,21	0,17	-0,08	0,42
12	Πολιτική Σταθερότητα	0,00	0,13	0,06	-0,44	0,59	-0,04	-0,21
13	Ποιότητα Κανονισμών	-0,02	0,14	0,05	-0,63	0,65	-0,09	-0,20
14	Έλεγχος Διαφθοράς	-0,03	0,13	0,02	-0,67	0,65	-0,18	-0,32
15	Αποτελεσματικότητα Κυβέρνησης	0,03	0,17	0,09	-0,62	0,61	-0,15	-0,35
16	Κανόνας Νόμου	-0,01	0,10	0,06	-0,69	0,70	-0,13	-0,26
17	Φωνή και Λογοδοσία	-0,16	-0,10	-0,07	-0,69	0,75	-0,06	0,08
18	Παγκοσμιοποίηση	-0,07	-0,38	0,02	-0,49	0,66	-0,08	0,09
19	Προστασία Επενδυτή	0,09	0,32	0,15	-0,05	0,00	-0,04	-0,32
20	Κατά κεφαλήν ΑΕΠ	0,01	0,17	0,02	-0,51	0,56	-0,10	-0,25
21	Ανάπτυξη ΑΕΠ	0,27	0,19	0,27	0,46	-0,57	-0,01	-0,28

22	Πληθωρισμός	-0,09	-0,12	-0,14	0,35	-0,45	-0,12	0,14
23	Απελευθέρωση Εμπορίου	-0,02	0,09	-0,10	-0,33	0,45	0,05	-0,13
24	Έξοδα Τράπεζας/ Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας	-0,03	-0,03	-0,09	0,28	-0,14	-0,07	0,25
25	Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας/ ΑΕΠ	0,18	-0,08	0,04	0,11	-0,15	0,27	0,14
26	Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων	-0,07	0,52	-0,11	-0,08	0,15	-0,07	-0,29
27	Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου	0,25	-0,08	0,08	0,02	-0,16	-0,02	0,26
28	Αυτοαπασχόληση	-0,02	-0,11	0,00	0,47	-0,63	0,03	-0,01

		8	9	10	11	12	13	14
8	Προσανατολισμός	1,00						
9	Επιείκεια/ Περιορισμοί	-0,36	1,00					
10	Κεφαλαιοποίηση Αγοράς	0,11	-0,10	1,00				
11	Οικονομική Ανισότητα	0,05	0,24	-0,24	1,00			
12	Πολιτική Σταθερότητα	0,29	0,22	0,21	0,05	1,00		
13	Ποιότητα Κανονισμών	0,20	0,37	0,32	0,15	0,77	1,00	
14	Έλεγχος Διαφθοράς	0,17	0,42	0,31	0,06	0,80	0,95	1,00
15	Αποτελεσματικότητα Κυβέρνησης	0,24	0,38	0,32	0,04	0,78	0,94	0,96

16	Κανόνας Νόμου	0,22	0,34	0,26	0,07	0,81	0,96	0,97
17	Φωνή και Λογοδοσία	0,18	0,41	0,06	0,34	0,63	0,78	0,74
18	Παγκοσμιοποίηση	0,18	0,35	-0,41	0,38	0,52	0,63	0,58
19	Προστασία Επενδυτή	-0,11	0,21	0,35	-0,11	0,01	0,30	0,26
20	Κατά κεφαλήν ΑΕΠ	0,24	0,26	0,28	0,01	0,73	0,81	0,84
21	Ανάπτυξη ΑΕΠ	-0,23	-0,16	0,02	-0,40	-0,47	-0,56	-0,48
22	Πληθωρισμός	-0,23	-0,12	-0,21	-0,08	-0,51	-0,71	-0,63
23	Απελευθέρωση Εμπορίου	-0,09	0,27	0,18	0,20	0,42	0,54	0,51
24	Έξοδα Τράπεζας/ Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας	0,06	-0,12	-0,06	0,17	-0,26	-0,32	-0,36
25	Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας/ ΑΕΠ	-0,18	-0,23	-0,13	-0,19	-0,23	-0,34	-0,27
26	Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων	0,02	0,00	0,69	-0,13	0,40	0,47	0,47
27	Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου	-0,29	0,30	-0,06	0,41	-0,15	-0,04	-0,06
28	Αυτοαπασχόληση	-0,24	-0,23	-0,25	-0,21	-0,60	-0,68	-0,65

		15	16	17	18	19	20	21
15	Αποτελεσματικότητα Κυβέρνησης	1,00						
16	Κανόνας Νόμου	0,96	1,00					
17	Φωνή και Λογοδοσία	0,71	0,78	1,00				
18	Παγκοσμιοποίηση	0,60	0,63	0,56	1,00			

19	Προστασία Επενδυτή	0,28	0,23	0,12	-0,03	1,00		
20	Κατά κεφαλήν ΑΕΠ	0,84	0,82	0,51	0,58	0,24	1,00	
21	Ανάπτυξη ΑΕΠ	-0,48	-0,53	-0,60	-0,57	0,01	-0,54	1,00
22	Πληθωρισμός	-0,69	-0,67	-0,49	-0,45	-0,22	-0,57	0,40
23	Απελευθέρωση Εμπορίου	0,46	0,47	0,38	0,42	0,16	0,46	-0,44
24	Έξοδα Τράπεζας/ Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας	-0,34	-0,37	-0,24	-0,18	-0,10	-0,22	0,06
25	Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας/ ΑΕΠ	-0,30	-0,27	-0,25	-0,23	-0,08	-0,23	0,18
26	Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων	0,44	0,39	0,20	-0,06	0,26	0,51	-0,24
27	Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου	-0,11	-0,12	-0,01	-0,01	0,07	-0,11	0,10
28	Αυτοαπασχόληση	-0,66	-0,65	-0,44	-0,61	-0,17	-0,76	0,63

		22	3	24	25	26	27	28
22	Πληθωρισμός	1,00						
23	Απελευθέρωση Εμπορίου	-0,33	1,00					
24	Έξοδα Τράπεζας/ Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας	0,35	-0,20	1,00				
25	Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας/ ΑΕΠ	0,28	-0,18	-0,01	1,00			
26	Πυκνότητα Νέων	-0,25	0,30	-0,08	-0,23	1,00		

	Επιχειρήσεων							
27	Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου	0,03	0,07	0,04	0,10	-0,02	1,00	
28	Αυτοαπασχόληση	0,42	-0,48	0,03	0,21	-0,44	0,03	1,00

Από τα παραπάνω αποτελέσματα, παρατηρείται ότι οι συσχετίσεις επίσης είναι στατιστικά σημαντικές, για το μεγαλύτερο μέρος ζευγών μεταβλητών και δεν ξεπερνούν τα φυσιολογικά μέτρια επίπεδα έντασης συσχέτισης, με μοναδική εξαίρεση πάλι τις μεταβλητές θεσμικού πλαισίου.

Ξεκινώντας από την εξαρτημένη IPO market share, φαίνεται να εμφανίζει μέτρια επίπεδα συσχέτισης με τις υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές και ίσως σε κάποιες, όπως αυτές του θεσμικού πλαισίου κάπως χαμηλά επίπεδα συσχέτισης.

Η δεύτερη εξαρτημένη του δείγματος IPO proceeds amount, φαίνεται ότι έχει πιο ομοιόμορφες συσχετίσεις μετρίου επιπέδου έντασης με τον μεγαλύτερο αριθμό των υπόλοιπων ανεξάρτητων, οι οποίες φαίνεται να είναι και στατιστικά σημαντικές.

Η τελευταία εξαρτημένη του δείγματος, Share of world IPOs, παρουσιάζει και αυτή μέτρια σε ένταση συσχέτιση με τις υπόλοιπες ανεξάρτητες και είναι επίσης στατιστικά σημαντική.

Τέλος παρατηρείται ότι στο συγκεκριμένο δείγμα παρουσιάζεται υψηλή συσχέτιση για τις μεταβλητές θεσμικού πλαισίου, αλλά και για κάποιες μεταβλητές οικονομικής ανάπτυξης.

3.5 Μοντέλο Τυχαίων Επιδράσεων

Στο παρόν τμήμα θα εξεταστεί η επίδραση των διαφόρων διαστάσεων κουλτούρας στις εξαρτημένες μεταβλητές που παρουσιάστηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο, με τη χρήση του οικονομετρικού προγράμματος Stata.

Δεδομένου ότι κάποιες από τις ανεξάρτητες, όπως είναι όλες οι μεταβλητές κουλτούρας, παραμένουν αμετάβλητες στον χρόνο, η μόνη επιλογή παλινδρόμησης που μπορεί να εκτελεστεί είναι αυτή των Τυχαίων Επιδράσεων (Random Effects). Η λογική πίσω από το μοντέλο των Random Effects είναι ότι οι διαφοροποιήσεις μεταξύ των παρατηρήσεων υποτίθεται ότι είναι τυχαίες και ασυσχέτιστες με τις ανεξάρτητες μεταβλητές που συμπεριλαμβάνονται στο μοντέλο. Το μοντέλο των τυχαίων επιδράσεων που χρησιμοποιήθηκε είναι το εξής

$$Y_{it} = \beta X_{it} + \alpha + U_{it} + \varepsilon_{it}$$

Το μοντέλο αυτό υποθέτει ότι ο όρος σφάλματος των παρατηρήσεων δεν σχετίζεται με τις ανεξάρτητες μεταβλητές και για τον λόγο αυτό επιτρέπεται και η εισαγωγή των αμετάβλητων στον χρόνο μεταβλητών.

Η βασική εξίσωση πάνω στην οποία βασίστηκαν οι αναλύσεις για τις πέντε εξαρτημένες μεταβλητές μου (VC/ GDP, VC availability, IPO market share, IPO proceeds amount και Share of world IPOs), περιλαμβάνει ως βασικές ανεξάρτητες τις μεταβλητές του πολιτισμού, όπως αυτές παρουσιάζονται από τον Hofstede, Απόσταση Ισχύος, Ατομικισμός έναντι Κολлективισμού, Αρρενωπότητα έναντι Θηλυκότητας, Αποστροφή στην Αβεβαιότητα, Μακροπρόθεσμος Προσανατολισμός έναντι Βραχυπρόθεσμου Κανονιστικού Προσανατολισμού και Επιείκεια έναντι Συγκράτησης.

Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν για την περιγραφή των εξαρτημένων μεταβλητών, χωρίστηκαν σε ομάδες με βάση την βιβλιογραφία. Δημιουργήθηκαν λοιπόν πέντε ομάδες ανάλυσης των επιδράσεων για κάθε μια από τις πέντε εξαρτημένες μεταβλητές. Η πρώτη ομάδα περιλαμβάνει τις μεταβλητές κουλτούρας, σε συνδυασμό με τον μέσο όρο των μεταβλητών θεσμικού πλαισίου Φωνή και Λογοδοσία, Κανόνας Νόμου, Αποτελεσματικότητα Κυβέρνησης, Έλεγχος Διαφθοράς, Ποιότητα Κανονισμών και Πολιτική Σταθερότητα, δηλαδή τη μεταβλητή Θεσμικό Πλαίσιο. Η 2^η ομάδα περιλαμβάνει τις μεταβλητές κουλτούρας σε συνδυασμό με μεταβλητές χρηματοπιστωτικής δομής ανά χώρα, Κεφαλαιοποίηση Αγοράς, Έξοδα Τράπεζας/ Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας, Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας/ ΑΕΠ. Η 3^η ομάδα περιλαμβάνει μεταβλητές κουλτούρας και μακροοικονομικές, Πληθωρισμός, Απελευθέρωση Εμπορίου, Παγκοσμιοποίηση, Προστασία Επενδυτή και Επίδραση Φορολογίας. Η 4^η ομάδα περιλαμβάνει μεταβλητές κουλτούρας και μεταβλητές οικονομικής ανάπτυξης, όπως Κατά Κεφαλήν ΑΕΠ, Ανάπτυξη ΑΕΠ και Δείκτης Οικονομικής Ανισότητας. Τέλος η 5^η ομάδα περιλαμβάνει μεταβλητές κουλτούρας και μεταβλητές επιχειρηματικής δραστηριότητας Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων, Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου και Αυτοαπασχόληση.

3.5.1 Αποτελέσματα παλινδρομήσεων Random Effects για VC/GDP

Παρακάτω ακολουθεί η παρουσίαση των αποτελεσμάτων για την πρώτη εξαρτημένη μεταβλητή. Οι επιδράσεις που ασκούνται παρατίθενται σύμφωνα με τις ομαδοποιήσεις που αναφέρθηκαν παραπάνω.

Πίνακας 3.7: Αποτελέσματα Random Effects (VC/ GDP)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
VC/GDP	Coef. (P> z)	Coef. (P> z)	Coef. (P> z)	Coef. (P> z)	Coef. (P> z)
Απόσταση Ισχύος	0,0001 (0,8300)	0,0004 (0,5770)	0,0003 (0,5800)	0,0002 (0,6150)	0,0001 (0,9810)
Ατομικισμός/ Κολεκτιβισμός	0,0004 (0,5900)	0,0000 (0,9860)	0,0008 (0,1860)	0,0002 (0,6230)	0,0002 (0,4640)
Αρρενωπότητα/ Θηλυκότητα	0,0001 (0,8650)	0,0001 (0,7480)	0,0001 (0,8050)	0,0000 (0,8680)	0,0000 (0,7890)
Αποστροφή Αβεβαιότητας	-0,0004 (0,4910)	-0,0007 (0,3450)	-0,0002 (0,6500)	-0,0005 (0,1420)	-0,0002 (0,5280)
Προσανατολισμός	-0,0003 (0,5860)	-0,0006 (0,1810)	-0,0006 (0,1830)	-0,0001 (0,7470)	-0,0002 (0,5560)
Επιείκεια/ Περιορισμοί	0,0004 (0,5770)	-0,0003 (0,6830)	0,0006 (0,3360)	0,0006 (0,2560)	0,0003 (0,2750)
Θεσμικό Πλαίσιο	-0,0066 (0,7720)				
Κεφαλαιοποίηση αγοράς		0,0004 (0,0240)			
Έξοδα Τράπεζας/ Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας		-0,0001 (0,9660)			
Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας/ ΑΕΠ		0,0009 (0,1520)			
Πληθωρισμός			0,0007 (0,7150)		
Απελευθέρωση Εμπορίου			0,0004 (0,7590)		
Παγκοσμιοποίηση			-0,0015 (0,3090)		
Προστασία Επενδυτή			-0,0071 (0,0200)		

ΑΕΠ κατά κεφαλήν				0,0000 (0,9910)	
Ανάπτυξη ΑΕΠ				-0,0006 (0,3670)	
Οικονομική Ανισότητα				0,0035 (0,0020)	
Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων					-0,0017 (0,0350)
Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου					0,0022 (0,0070)
Αυτοαπασχόληση					-0,0010 (0,2910)

Από τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται παραπάνω, γίνεται αντιληπτό ότι όσον αφορά τις διακυμάνσεις των Επενδύσεων VC ως ποσοστό του ΑΕΠ, οι διαστάσεις κουλτούρας δεν μπορούν να τις επηρεάσουν, τουλάχιστον όχι σε στατιστικά σημαντικό επίπεδο μικρότερο του 10%.

Περνώντας στις υπόλοιπες μεταβλητές ελέγχου, για τη συγκεκριμένη εξαρτημένη, από την 2^η ομάδα παλινδρόμησης, η μεταβλητή Κεφαλαιοποίηση Αγοράς επηρεάζει με τιμή 0,0004 σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Στην 3^η ομάδα παλινδρόμησης, η μεταβλητή Προστασία του Επενδυτή επιδρά αρνητικά στην εξαρτημένη μεταβλητή με τιμή – 0,0071 και στατιστική σημαντικότητα 0,002. Στην 4^η ομάδα παλινδρόμησης, η Οικονομική Ανισότητα επιδρά με τιμή 0,0035 και στατιστική σημαντικότητα 0,002. Τέλος στην 5^η ομάδα παλινδρόμησης, οι μεταβλητές Πυκνότητα Νέων Επενδύσεων και Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου, ασκούν σημαντικές επιδράσεις σε επίπεδο 5% στην εξαρτημένη, με τιμές -0,0017 και 0,0022 αντίστοιχα.

3.5.2 Αποτελέσματα παλινδρομήσεων Random Effects για VC availability

Στη συνέχεια παρουσιάζονται όλα τα αποτελέσματα που αντλήθηκαν από το πρόγραμμα σχετικά με την εξαρτημένη που αναφέρεται παραπάνω.

Πίνακας 3.8: Αποτελέσματα Random Effects (VC availability)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
VC availability	Coef. (P> z)	Coef. (P> z)	Coef. (P> z)	Coef. (P> z)	Coef. (P> z)
Απόσταση Ισχύος	0,0112 (0,0160)	0,0055 (0,2650)	0,0050 (0,1980)	0,0069 (0,1410)	0,0056 (0,2550)
Ατομικισμός/ Κολεκτιβισμός	-0,0032 (0,4350)	0,0055 (0,1800)	0,0047 (0,1650)	0,0020 (0,6160)	0,0004 (0,9240)
Αρρενωπότητα/ Θηλυκότητα	-0,0018 (0,5990)	-0,0055 (0,1430)	-0,0045 (0,1220)	-0,0059 (0,0910)	-0,0025 (0,5040)
Αποστροφή Αβεβαιότητας	-0,0161 (0,0000)	-0,0173 (0,0000)	-0,0155 (0,0000)	-0,0125 (0,0000)	-0,0025 (0,0000)
Προσανατολισμός	0,0017 (0,6440)	0,0091 (0,0140)	0,0087 (0,0020)	0,0065 (0,0640)	0,0063 (0,1190)
Επιείκεια/ Περιορισμοί	0,0028 (0,4590)	0,0087 (0,0310)	0,0084 (0,0070)	0,0066 (0,0830)	0,0079 (0,0570)
Θεσμικό Πλαίσιο	0,5768 (0,0000)				
Κεφαλαιοποίηση αγοράς		-0,0001 (0,8220)			
Έξοδα Τράπεζας/ Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας		-0,0172 (0,0490)			
Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας/ ΑΕΠ		0,0083 (0,1750)			
Πληθωρισμός			-0,0060 (0,1360)		
Απελευθέρωση Εμπορίου			0,0094 (0,0210)		
Παγκοσμιοποίηση			-0,0037 (0,0000)		
Επίδραση Φορολογίας			0,0758 (0,0010)		

Προστασία Επενδυτή			0,0046 (0,7240)		
ΑΕΠ κατά κεφαλήν				0,0000 (0,0000)	
Ανάπτυξη ΑΕΠ				0,0166 (0,0160)	
Οικονομική Ανισότητα				-0,0083 (0,0000)	
Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων					0,0326 (0,0020)
Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου					0,0020 (0,6560)
Αυτοαπασχόληση					-0,0100 (0,0650)

Ο παραπάνω πίνακας, δείχνει ότι η επίδραση της μεταβλητής κουλτούρας Απόσταση Ισχύος στην εξαρτημένη της Διαθεσιμότητας των Επιχειρηματικών Κεφαλαίων, είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5%, μόνο στην 1^η ομάδα παλινδρόμησης κουλτούρας- θεσμικού πλαισίου. Η τιμή επίδρασης που ασκείται είναι 0,0112. Στις υπόλοιπες παλινδρομήσεις φαίνεται ότι η επίδραση της στην εξαρτημένη δεν είναι στατιστικά σημαντική.

Η μεταβλητή του Ατομικισμού έναντι του Κολεκτιβισμού, φαίνεται ότι δεν είναι στατιστικά σημαντική για τη συγκεκριμένη εξαρτημένη σε καμία από τις παλινδρομήσεις που εκτελέστηκαν.

Στη συνέχεια, η διάσταση της Αρρενωπότητας έναντι Θηλυκότητας, φαίνεται να επιδρά με στατιστική σημαντικότητα 10% στην εξαρτημένη, με τιμή επίδρασης – 0,0059, μόνο στην παλινδρόμηση της ομάδας μεταβλητών κουλτούρας και οικονομικής ανάπτυξης. Στις υπόλοιπες παλινδρομήσεις δεν έχει στατιστικά σημαντική επίδραση στην εξαρτημένη που εξετάζεται.

Η αποστροφή στην Αβεβαιότητα είναι η μόνη μεταβλητή κουλτούρας που επιδρά με στατιστική σημαντικότητα 1% σε όλες τις παλινδρομήσεις που εκτελέστηκαν. Η επίδραση αυτή παίρνει αρνητικές τιμές, -0,0161, -0,0173, -0,0155, -0,0125 και -0,0025.

Η διάσταση του βραχυπρόθεσμου έναντι μακροπρόθεσμου Προσανατολισμού επιδρά στατιστικά σημαντικά στην εξαρτημένη, με σημαντικότητες 0,014, 0,002 και 0,064 στις παλινδρομήσεις κουλτούρας και μεταβλητών χρηματοπιστωτικής δομής, μακροοικονομικών

μεταβλητών και μεταβλητών οικονομικής ανάπτυξης αντίστοιχα, με τιμές επιρροής 0,0091, 0,0087 και 0,0065. Στις υπόλοιπες παλινδρομήσεις δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική επίδραση.

Η τελευταία μεταβλητή κουλτούρας, Επιείκεια έναντι Περιορισμών παρουσιάζεται να ασκεί στατιστικά σημαντική επίδραση σε όλες τις παλινδρομήσεις, εκτός από την 1η παλινδρόμηση. Στις αντίστοιχες παλινδρομήσεις οι τιμές σημαντικότητας είναι 0,031, 0,007, 0,0830 και 0,0570 και οι τιμές επίδρασης 0,0087, 0,0084, 0,0066 και 0,0079.

Από τις υπόλοιπες μεταβλητές ελέγχου που χρησιμοποιήθηκαν στις παλινδρομήσεις, το Θεσμικό πλαίσιο ασκεί επίδραση 0,5768 στην εξαρτημένη με στατιστική σημαντικότητα 0,00. Στην 2^η παλινδρόμηση τα αποτελέσματα δείχνουν ότι μόνο τα Έξοδα Τράπεζας/ Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας ασκούν σημαντική επίδραση σε επίπεδο 5% στην εξαρτημένη, με αρνητική τιμή -0,0172. Από την παλινδρόμηση της εξαρτημένης με μεταβλητές κουλτούρας και μακροοικονομικές μεταβλητές, προκύπτει ότι η Απελευθέρωση Εμπορίου και η Επίδραση Φορολογίας ασκούν στατιστικά σημαντική επίδραση σε επίπεδο 5% με τιμές 0,0094 και 0,0758, ενώ η Παγκοσμιοποίηση επιδρά σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, με τιμή επιρροής -0,0037. Στη συνέχεια, από την 4^η παλινδρόμηση, οι μεταβλητές κατά κεφαλήν ΑΕΠ, Ανάπτυξη ΑΕΠ και Οικονομική Ανισότητα επιδρούν με τιμές 0,00001, 0,0166, -0,0083 και στατιστικές σημαντικότητες 0,00, 0,016 και 0,00 αντίστοιχα. Τέλος οι μεταβλητές επιχειρηματικής δραστηριότητας, Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων και Αυτοαπασχόληση ασκούν σημαντική επίδραση στην εξαρτημένη με τιμές 0,0326 και -0,0100, και στατιστικές σημαντικότητες 0,002 και 0,065 αντίστοιχα.

3.5.3 Αποτελέσματα παλινδρομήσεων Random Effects για IPO market share

Στη συνέχεια παρουσιάζονται όλα τα αποτελέσματα των επιρροών που ασκούνται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές στην επόμενη εξαρτημένη μεταβλητή του δείγματος.

Πίνακας 3.9: Αποτελέσματα Random Effects (IPO market share)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
IPO market share	Coef. (P> z)	Coef. (P> z)	Coef. (P> z)	Coef. (P> z)	Coef. (P> z)
Απόσταση Ισχύος	0,0286 (0,6010)	0,0538 (0,3140)	0,0485 (0,3780)	0,0409 (0,4500)	0,0549 (0,2140)

Ατομικισμός/ Κολεκτιβισμός	0,0395 (0,4120)	0,0167 (0,7120)	0,0286 (0,5900)	0,0236 (0,6160)	0,0188 (0,6700)
Αρρενωπότητα/ Θηλυκότητα	0,0531 (0,2170)	0,0593 (0,1780)	0,0565 (0,2200)	0,0567 (0,1900)	0,0611 (0,0910)
Αποστροφή Αβεβαιότητας	-0,0813 (0,0170)	-0,0723 (0,0470)	-0,0713 (0,0640)	-0,0688 (0,0670)	-0,1018 (0,0010)
Προσανατολισμός	0,0665 (0,1160)	0,0501 (0,2150)	0,0519 (0,2320)	0,0519 (0,2090)	0,0448 (0,2350)
Επιείκεια/ Περιορισμοί	0,0242 (0,6230)	0,0045 (0,9250)	0,0144 (0,7830)	0,0129 (0,7910)	-0,0275 (0,5310)
Θεσμικό Πλαίσιο	-10,5525 (0,2230)				
Κεφαλαιοποίηση αγοράς		-0,0007 (0,9250)			
Έξοδα Τράπεζας/ Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας		-0,0677 (0,3130)			
Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας/ ΑΕΠ		-0,0361 (0,7760)			
Πληθωρισμός			-0,0199 (0,8540)		
Απελευθέρωση Εμπορίου			-0,0062 (0,8750)		
Παγκοσμιοποίηση			-0,0291 (0,6660)		
Προστασία Επενδυτή			-0,0251 (0,9620)		
ΑΕΠ κατά κεφαλήν				0,0000 (0,7550)	
Ανάπτυξη ΑΕΠ				0,0713 (0,6960)	
Οικονομική Ανισότητα				-0,0147 (0,6410)	

Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων					-0,2090 (0,2390)
Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου					0,1928 (0,0060)
Αυτοαπασχόληση					-0,0414 (0,4580)

Τα παραπάνω αποτελέσματα των ομαδοποιημένων παλινδρομήσεων, φανερώνουν ότι από τις κύριες μεταβλητές ελέγχου, δηλαδή αυτές της κουλτούρας, μόνο η Αποστροφή στην Αβεβαιότητα επιδρά με στατιστική σημαντικότητα σε όλες τις παλινδρομήσεις που εκτελέστηκαν. Πιο συγκεκριμένα, στην 1^η, 2^η και 5^η ομάδα παλινδρόμησης, επιδρά σε επίπεδο 5% σημαντικότητας στην Αξία παγκόσμιων Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών σαν ποσοστό αξίας συνόλου μετοχών που εκδίδονται σε μια χώρα, με αρνητική επίδραση -0,0813, -0,0723 και -0,1018 αντίστοιχα. Στην 3^η και 4^η ομάδα παλινδρομήσεων επιδρά σε επίπεδο σημαντικότητας 10% με τιμές -0,0713 και -0,0688 αντίστοιχα.

Οι υπόλοιπες διαστάσεις κουλτούρας φαίνεται ότι δεν έχουν στατιστικά σημαντικές επιδράσεις σε καμία απ' τις ομαδοποιήσεις.

Από τις υπόλοιπες μεταβλητές ελέγχου, μόνο η Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου φαίνεται να επιδρά στην εξαρτημένη, με τιμή σημαντικότητας 0,006 και τιμή επίδρασης 0,1928.

3.5.4 Αποτελέσματα παλινδρομήσεων Random Effects για IPO proceeds amount

Παρακάτω παρατίθεται ο πίνακας με τα αποτελέσματα επιδράσεων όλων των ομάδων ανεξάρτητων μεταβλητών στην 4^η εξαρτημένη μεταβλητή της ανάλυσης.

Πίνακας 3.10: Αποτελέσματα Random Effects (IPO proceeds amount)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
IPO proceeds amount	Coef. (P> z)	Coef. (P> z)	Coef. (P> z)	Coef. (P> z)	Coef. (P> z)
Απόσταση Ισχύος	0,0114 (0,0050)	0,0059 (0,0080)	0,0044 (0,1980)	0,0077 (0,0910)	0,0049 (0,2430)
Ατομικισμός/ Κολεκτιβισμός	-0,0097 (0,0070)	-0,0008 (0,6540)	0,0015 (0,6720)	-0,0060 (0,1280)	-0,0069 (0,1050)

Αρρενωπότητα/ Θηλυκότητα	0,0056 (0,0730)	0,0017 (0,3480)	-0,0008 (0,7890)	0,0047 (0,1850)	0,0043 (0,2050)
Αποστροφή Αβεβαιότητας	-0,0094 (0,0000)	-0,0047 (0,0030)	-0,0060 (0,0150)	-0,0082 (0,0230)	-0,0070 (0,0250)
Προσανατολισμός	-0,0029 (0,3580)	0,0007 (0,6550)	0,0060 (0,0300)	-0,0009 (0,7820)	0,0036 (0,3270)
Επιείκεια/ Περιορισμοί	-0,0075 (0,0070)	-0,0005 (0,8070)	-0,0003 (0,9230)	-0,0048 (0,2390)	0,0008 (0,8580)
Θεσμικό Πλαίσιο	0,4602 (0,0000)				
Κεφαλαιοποίηση αγοράς		0,0030 (0,0000)			
Έξοδα Τράπεζας/ Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας		-0,0023 (0,7140)			
Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας/ ΑΕΠ		0,0003 (0,9710)			
Πληθωρισμός			-0,0259 (0,0520)		
Απελευθέρωση Εμπορίου			0,0085 (0,0200)		
Παγκοσμιοποίηση			-0,0194 (0,0000)		
Προστασία Επενδυτή			0,0633 (0,0800)		
ΑΕΠ κατά κεφαλήν				0,0000 (0,0010)	
Ανάπτυξη ΑΕΠ				0,0289 (0,3100)	
Οικονομική Ανισότητα				0,0017 (0,7390)	
Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων					0,0802 (0,0000)

Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου					-0,0029 (0,7880)
Αυτοαπασχόληση					-0,0018 (0,7490)

Η Απόσταση Ισχύος φαίνεται πως επιδρά στατιστικά σημαντικά στην εξαρτημένη των Εσόδων από τα IPOs, στις παλινδρομήσεις μαζί με το θεσμικό πλαίσιο, τη χρηματοπιστωτική δομή και την οικονομική ανάπτυξη. Οι τιμές επίδρασης είναι 0,0114, 0,0059 και 0,0077 και τα επίπεδα σημαντικότητας 0,005, 0,008 και 0,091 αντίστοιχα. Στις υπόλοιπες παλινδρομήσεις δεν ασκείται σημαντική επίδραση.

Η 2^η διάσταση κουλτούρας, Ατομικισμός επιδρά με στατιστική σημαντικότητα στην παραπάνω εξαρτημένη μόνο στην 1^η ομάδα παλινδρόμησης με σημαντικότητα 0,007 και τιμή επίδρασης – 0,0097. Στις υπόλοιπες παλινδρομήσεις δεν φαίνεται να υπάρχουν στατιστικά σημαντικές επιδράσεις στην εξαρτημένη.

Στη συνέχεια από τα αποτελέσματα του πίνακα 3.10, φαίνεται ότι η διάσταση της Αρρενωπότητας έναντι Θηλυκότητας ασκεί επίδραση σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10% με τιμή 0,0056 μόνο στην 1^η παλινδρόμηση, ενώ στις υπόλοιπες φαίνεται να μην ασκεί σημαντική επίδραση στην εξαρτημένη.

Η αποστροφή στην Αβεβαιότητα είναι η μόνη μεταβλητή κουλτούρας που ασκεί στατιστικά σημαντική επίδραση στα Έσοδα από τα IPOs σε όλες τις παλινδρομήσεις που εκτελέστηκαν. Πιο συγκεκριμένα, στην 1^η παλινδρόμηση επιδρά με επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1% και ασκεί αρνητική επιρροή -0,0094, ενώ στις υπόλοιπες παλινδρομήσεις ασκεί επιρροές στην εξαρτημένη σε επίπεδο 5% στατιστικής σημαντικότητας, με αρνητικές τιμές -0,0047, -0,006, -0,0082 και -0,007.

Ο Προσανατολισμός φαίνεται να μην έχει στατιστικά σημαντική επίδραση σε καμία από τις παλινδρομήσεις, εκτός από εκείνη των μεταβλητών κουλτούρας και μακροοικονομίας. Επιδρά στην εξαρτημένη με σημαντικότητα 0,03 και τιμή επίδρασης 0,006.

Η τελευταία μεταβλητή κουλτούρας, Επιείκεια έναντι Περιορισμών επιδρά στατιστικά σημαντικά στην εξαρτημένη των εσόδων από IPOs, με επίπεδο 0,007 και τιμή επιρροής -0,0075 μόνο στην 1^η παλινδρόμηση. Στις υπόλοιπες παλινδρομήσεις δεν ασκεί σημαντικές επιρροές στην συγκεκριμένη εξαρτημένη μεταβλητή.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται στον παραπάνω πίνακα, οι μεταβλητές θεσμικού πλαισίου έχουν στατιστικά σημαντική επίδραση στην εξαρτημένη, με στατιστική σημαντικότητα 0,000 και τιμή επίδρασης 0,4602. Την ίδια στατιστική σημαντικότητα παρουσιάζει και η μεταβλητή από την ομάδα χρηματοπιστωτικής δομής, Κεφαλαιοποίηση αγοράς, η οποία ασκεί θετική επιρροή στη εξαρτημένη με τιμή 0,003. Στη συνέχεια φαίνεται ότι όλες οι μακροοικονομικές μεταβλητές επιδρούν στατιστικά σημαντικά στην εξαρτημένη. Πιο συγκεκριμένα, σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10% επιδρούν ο Πληθωρισμός με τιμή -0,0259 και η Προστασία του Επενδυτή με τιμή 0,0633, σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% επηρεάζει την εξαρτημένη η Απελευθέρωση Εμπορίου με τιμή 0,0085 και σε επίπεδο σημαντικότητας 1% επιδρά η Παγκοσμιοποίηση με τιμή -0,0194. Έπειτα η μεταβλητή κατά κεφαλήν ΑΕΠ επιδρά στην εξαρτημένη σε επίπεδο 5% με τιμή 0,00001 και τέλος η μεταβλητή Πυκνότητας Νέων Επιχειρήσεων επηρεάζει και αυτή την εξαρτημένη με τιμή 0,0802 σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%.

3.5.5 Αποτελέσματα παλινδρομήσεων Random Effects για Share of World IPOs

Σε αυτό το τελευταίο μέρος της ανάλυσης, παρουσιάζονται όλα τα αποτελέσματα επιδράσεων, όπως προέκυψαν από το πρόγραμμα, όσον αφορά την τελευταία εξαρτημένη μεταβλητή του δείγματος.

Πίνακας 3.11: Αποτελέσματα Random Effects (Share of World IPOs)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Share of World IPOs	Coef. (P> z)	Coef. (P> z)	Coef. (P> z)	Coef. (P> z)	Coef. (P> z)
Απόσταση Ισχύος	0,0304 (0,4740)	0,0405 (0,3290)	0,0384 (0,3490)	0,0242 (0,5440)	0,0466 (0,2100)
Ατομικισμός/ Κολεκτιβισμός	0,0415 (0,2690)	0,0267 (0,4470)	0,0343 (0,3920)	0,0434 (0,2120)	0,0394 (0,2890)
Αρρενωπότητα/ Θηλυκότητα	0,0364 (0,2730)	0,0436 (0,2040)	0,0433 (0,2080)	0,0320 (0,3150)	0,0393 (0,1960)
Αποστροφή Αβεβαιότητας	-0,0589 (0,0250)	-0,0644 (0,0230)	-0,0539 (0,0620)	-0,0410 (0,1540)	-0,0857 (0,0010)
Προσανατολισμός	0,0411 (0,2120)	0,0349 (0,2660)	0,0271 (0,4060)	0,0389 (0,2010)	0,0282 (0,3760)

Επιείκεια/ Περιορισμοί	0,0003 (0,9940)	-0,0120 (0,7460)	-0,0116 (0,7680)	0,0065 (0,8560)	-0,0424 (0,2540)
Θεσμικό Πλαίσιο	-0,7542 (0,4740)				
Κεφαλαιοποίηση αγοράς		-0,0046 (0,3260)			
Έξοδα Τράπεζας/ Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας		-0,0160 (0,7970)			
Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας/ΑΕΠ		-0,0373 (0,7430)			
Πληθωρισμός			0,0097 (0,9210)		
Απελευθέρωση Εμπορίου			-0,0340 (0,3130)		
Παγκοσμιοποίηση			0,0149 (0,7730)		
Προστασία Επενδυτή			0,2775 (0,4930)		
ΑΕΠ κατά κεφαλήν				0,0000 (0,4390)	
Ανάπτυξη ΑΕΠ				0,1181 (0,4790)	
Οικονομική Ανισότητα				-0,0415 (0,1540)	
Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων					-0,3005 (0,0480)
Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου					0,1758 (0,0050)
Αυτοαπασχόληση					-0,0318 (0,5010)

Από τον παραπάνω πίνακα φαίνεται ότι το μεγαλύτερο μέρος των μεταβλητών στις ομαδοποιημένες παλινδρομήσεις που εκτελέστηκαν, δεν έχει στατιστικά σημαντική επίδραση

πάνω στην εξαρτημένη μεταβλητή. Αυτό σημαίνει ότι οι επιδράσεις μάλλον οφείλονται σε τυχαίους παράγοντες. Αυτό δεν ισχύει για τη διάσταση της Αποστροφής στην Αβεβαιότητα, η οποία φαίνεται να επιδρά με επίπεδο σημαντικότητας 5% στις παλινδρομήσεις για τις ομάδες, κουλτούρας και θεσμικού πλαισίου με τιμή επίδρασης -0,0589, κουλτούρας και χρηματοπιστωτικής δομής με επιρροή -0,0644 και κουλτούρας και επιχειρηματικής δραστηριότητας με τιμή επίδρασης -0,0857. Όσον αφορά την παλινδρόμηση για την ομάδα μακροοικονομικών μεταβλητών, υπάρχει στατιστικά σημαντική επίδραση στην εξαρτημένη σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, με αρνητική επιρροή -0,0539. Οι υπόλοιπες μεταβλητές κουλτούρας, παρατηρείται ότι δεν έχουν σημαντική επίδραση στην εξαρτημένη, σε καμία από τις κατηγορίες παλινδρομήσεων που εκτελέστηκαν.

Ακόμη φαίνεται οι μεταβλητές Επιχειρηματικότητας πρώιμου σταδίου και Πυκνότητας των επιχειρήσεων να επιδρούν σε επίπεδο σημαντικότητας 5% με τιμές, 0,1758 και -0,3005 αντίστοιχα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^Ο: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Βασικός στόχος της παρούσας ανάλυσης είναι η ανάδειξη των επιδράσεων που ασκούνται στις επενδύσεις μέσω Εταιριών Επιχειρηματικών Συμμετοχών και στις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές από την κουλτούρα που χαρακτηρίζει την κάθε χώρα. Για το λόγο αυτό διεξήχθη αρχικά μια εισαγωγή στις βασικές έννοιες του πολιτισμού, των VC και των IPOs, όπως αυτές περιγράφονται στην παρελθοντική βιβλιογραφία. Έπειτα παρουσιάστηκε σύντομα μια επισκόπηση της παρελθοντικής βιβλιογραφίας σχετικά με τις επιδράσεις που ασκούνται στις επενδύσεις γενικά, στα VC και στα IPOs, έτσι ώστε να αναδειχθούν οι σημαντικές πηγές επιρροής που προκαλούν διακυμάνσεις στα επίπεδα των κύριων μεταβλητών, όπως καταγράφονται από παλαιότερες έρευνες. Τέλος έγινε έρευνα με τη χρήση δεδομένων που αφορούσαν τόσο τις κύριες μεταβλητές, των οποίων προσπαθούμε να εξηγήσουμε τις διακυμάνσεις ανά χώρα, όσο και τις ανεξάρτητες μεταβλητές, για τις οποίες γίνεται έλεγχος σχετικά με τις επιδράσεις που ασκούν στις κύριες μεταβλητές.

Όσον αφορά τη σύντομη βιβλιογραφική επισκόπηση παρελθοντικών ερευνών σχετικά με τις επιρροές που οδηγούν σε διακύμανση στα επίπεδα των εταιριών Επιχειρηματικών Συμμετοχών και των Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών φαίνεται ότι ο πολιτισμός παίζει βασικό ρόλο. Οι πολιτισμικοί παράγοντες και κυρίως η πολιτισμική απόσταση μεταξύ των χωρών, φαίνεται ότι επιδρά αρνητικά στις αποδόσεις τόσο των VC όσο και των IPOs. Οι πολιτισμικές διαστάσεις όπως η αποστροφή στην αβεβαιότητα, απόσταση ισχύος και ο μακροπρόθεσμος προσανατολισμός φαίνεται πως επιδρούν αρνητικά σε τέτοιου είδους επενδύσεις και προκαλούν τις διαφοροποιήσεις στις αποδόσεις τους ανά χώρα. Βέβαια σύμφωνα πάντα με τη βιβλιογραφία που εξετάστηκε, το θεσμικό πλαίσιο, το νομικό πλαίσιο, η παγκοσμιοποίηση και η ενίσχυση της συνεργασίας ξένων και εγχώριων επενδυτών, μετριάζουν τις διακυμάνσεις που οφείλονται στην εθνική κουλτούρα.

Περνώντας τώρα στα αποτελέσματα της παρούσας ανάλυσης, αρχικά θα παρουσιαστούν τα συμπεράσματα που αφορούν τις επιδράσεις που καταγράφηκαν στις Εταιρίες Επιχειρηματικών Συμμετοχών. Σύμφωνα λοιπόν με την ανάλυση που έγινε στο δείγμα, η 1^η εξαρτημένη, αυτή των Επιχειρηματικών Κεφαλαίων σαν ποσοστό του ΑΕΠ, φαίνεται ότι δεν επηρεάζεται με στατιστική σημαντικότητα από τις μεταβλητές κουλτούρας, σε καμία από τις παλινδρομήσεις με τις διαφορετικές ομάδες μεταβλητών. Από την άλλη φαίνεται ότι κάποιες από τις δευτερεύουσες μεταβλητές ελέγχου όταν εξετάζονται σε συνδυασμό με τις διαστάσεις της κουλτούρας,

επιδρούν είτε θετικά είτε αρνητικά στην εξαρτημένη που αναφέρθηκε νωρίτερα. Θετικές επιδράσεις ασκούν η Κεφαλαιοποίηση Αγοράς, η Οικονομική Ανισότητα και η Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου. Αυτό σημαίνει ότι οι διακυμάνσεις αυτών των ανεξάρτητων μεταβλητών θα έχουν την ίδια κατεύθυνση με τις διακυμάνσεις της εξαρτημένης. Από την άλλη, μια μεταβολή στις ανεξάρτητες μεταβλητές της Προστασίας του Επενδυτή, και της Πυκνότητας Νέων Επιχειρήσεων, θα επηρεάζει αντίθετα την εξαρτημένη.

Από την εξέταση του 2^{ου} δείγματος με εξαρτημένη τη Διαθεσιμότητα των Επιχειρηματικών Κεφαλαίων, φαίνεται ότι η κουλτούρα επιδρά σε μεγαλύτερο βαθμό και η επίδραση αυτή δεν οφείλεται σε τυχαίους παράγοντες. Πιο συγκεκριμένα, η Απόσταση Ισχύος φαίνεται να επηρεάζει θετικά τις διακυμάνσεις της παραπάνω εξαρτημένης, όταν εξετάζεται σε συνδυασμό με το Θεσμικό Πλαίσιο της εκάστοτε χώρας. Ο Βραχυπρόθεσμος έναντι Μακροπρόθεσμου Προσανατολισμού, φαίνεται να ασκεί θετικές επιρροές, όταν εξετάζεται σε συνδυασμό με τη χρηματοπιστωτική δομή της χώρας, τις μακροοικονομικές μεταβλητές και την οικονομική ανάπτυξη της εκάστοτε χώρας. Θετική επίδραση φαίνεται να ασκεί και η διάσταση της Επιείκειας έναντι των Περιορισμών, όταν εξετάζεται μαζί με τις ομάδες μεταβλητών χρηματοπιστωτικής δομής, μακροοικονομίας, οικονομικής ανάπτυξης και επιχειρηματικής δραστηριότητας. Αρνητικά φαίνεται να επηρεάζει τη εξαρτημένη η Αρρενωπότητα έναντι Θηλυκότητας στην εξέταση με μεταβλητές οικονομικής ανάπτυξης μόνο. Αντίθετα η διάσταση της Αποστροφής στην Αβεβαιότητα φαίνεται να επιδρά σημαντικά και αρνητικά στην εξαρτημένη, σε συνδυασμό με οποιαδήποτε ομάδα μεταβλητών ελέγχου. Περαιτέρω θετικές επιδράσεις την συγκεκριμένη εξαρτημένη, φαίνεται να ασκούνται από τις μεταβλητές ελέγχου, Θεσμικό Πλαίσιο, το οποίο ασκεί και την υψηλότερη επίδραση, η Απελευθέρωση Εμπορίου, η Επίδραση της Φορολογίας, το κατά κεφαλήν ΑΕΠ, την Ανάπτυξη του ΑΕΠ και την Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων. Τέλος αρνητικά επηρεάζουν τα Έξοδα Τράπεζας/ Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας, η Παγκοσμιοποίηση, η Οικονομική Ανισότητα και η Αυτοαπασχόληση.

Στη συνέχεια από την ανάλυση του τρίτου δείγματος μεταβλητών με εξαρτημένη την IPO market share, φαίνεται ότι η μόνη μεταβλητή που έχει στατιστικά σημαντική επίδραση είναι αυτή της Αποστροφής στην Αβεβαιότητα, η οποία παρουσιάζεται ως παράγοντας αρνητικής επιρροής σε όλα τα γκρουπ μεταβλητών ελέγχου.

Τα αποτελέσματα για την επόμενη εξαρτημένη Share of World IPOs, είναι πανομοιότυπα με τα παραπάνω, καθώς η Αποστροφή στην Αβεβαιότητα είναι η μόνη διάσταση κουλτούρας η

οποία επιδρά αρνητικά στην εξαρτημένη. Από τις υπόλοιπες μεταβλητές ελέγχου, η Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου ασκεί θετική επίδραση στην εξαρτημένη του δείγματος, ενώ η Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων φαίνεται να επηρεάζει αρνητικά.

Τέλος από την εξέταση του δείγματος με εξαρτημένη την μεταβλητή IPO proceeds amount, τα αποτελέσματα παρουσιάζουν την Αποστροφή της Αβεβαιότητας σαν κύρια πηγή αρνητικών επιδράσεων, με στατιστική σημαντικότητα σε όλες τις παλινδρομήσεις που εκτελέστηκαν. Αρνητικές επιδράσεις με στατιστική σημαντικότητα επίσης ασκούνται από τον Ατομικισμό και την Επιείκεια στην 1^η ομάδα μεταβλητών παλινδρόμησης. Όσον αφορά θετικές επιρροές, πρώτη έρχεται η Απόσταση Ισχύος με στατιστική σημαντικότητα στην 1^η, 2^η και 4^η ομάδα παλινδρόμησης και ακολουθούν η Αρρενωπότητα με θετικές σημαντικές επιδράσεις στην 1^η παλινδρόμηση και ο προσανατολισμός με θετικές σημαντικές επιδράσεις στην 3^η παλινδρόμηση. Τέλος θετικές επιδράσεις με στατιστική σημασία φαίνεται ότι ασκούν στην εξαρτημένη η Κεφαλαιοποίηση Αγοράς, το Θεσμικό Πλαίσιο, η Προστασία του Επενδυτή, η Απελευθέρωση Εμπορίου, το κατά κεφαλήν ΑΕΠ και η Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων. Αρνητικά επιδρούν τα Έξοδα Τράπεζας/ Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας, η Παγκοσμιοποίηση, η Οικονομική ανισότητα και η Αυτοαπασχόληση.

Από την παραπάνω παρουσίαση αποτελεσμάτων, φαίνεται να υπάρχει μια διαφοροποίηση ανάμεσα στις δύο εξαρτημένες μεταβλητές που αφορούν τα Επιχειρηματικά Κεφάλαια. Αυτό πιθανότατα οφείλεται στο γεγονός ότι χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία για τις μεταβλητές που αφορούσαν διαφορετικές χώρες με διαφορετική χρονολογική προσέγγιση, λόγω αδυναμίας πρόσβασης σε δεδομένα, όπως αναφέρθηκε στην παρουσίαση δεδομένων που έγινε σε προηγούμενο τμήμα της παρούσας εργασίας. Από την άλλη όσον αφορά τις εξαρτημένες των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών φαίνεται ότι υπάρχει μια σύγκλιση των αποτελεσμάτων, λόγω της χρήσης κοινού δείγματος δεδομένων για όλες τις μεταβλητές.

Σε γενικότερες γραμμές αυτό που μπορούμε να πούμε είναι ότι η κουλτούρα επηρεάζει τις επενδύσεις στην αγορά μέσω της αποστροφής στην αβεβαιότητα κυρίως. Πιο συγκεκριμένα ασκεί αρνητικές επιδράσεις, τόσο στην διαθεσιμότητα και τη συνολική ποσότητα επενδύσεων μέσω Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών, όσο και στην ποσότητα και τα έσοδα από τις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές. Το θεσμικό πλαίσιο που επικρατεί σε κάθε χώρα, φαίνεται να επηρεάζει θετικά τις προκείμενες.

Από τα παραπάνω συμπεράσματα, γίνεται φανερό ότι θα πρέπει να δίνεται ιδιαίτερη προσοχή στα πολιτισμικά χαρακτηριστικά των εθνών, για τη βελτίωση των αποδόσεων από τέτοιου είδους εναλλακτικούς τρόπους επένδυσης, όπως είναι τα Επιχειρηματικά Κεφάλαια και οι Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές. Τα θεσμικά ιδρύματα, όπως επίσης και οι επενδυτές θα πρέπει να δίνουν ιδιαίτερη σημασία στην εξέλιξη των μεταβλητών κουλτούρας, σε συνδυασμό με τις υπόλοιπες μεταβλητές που αποδείχθηκε νωρίτερα ότι ασκούν επιδράσεις στις προκείμενες μεταβλητές της ανάλυσης, και να προσαρμόζουν αναλόγως την δραστηριότητά τους, για να φτάσουν στο πολυπόθητο βέλτιστο αποτέλεσμα.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Aggarwal R. and Goodell J. W., 2014, “Cross-national differences in access to finance: Influence of culture and institutional Environments”, *Research in International Business and Finance*, Vol. 31, p. p. 193–211

Aggarwal R., Kearney C. and Lucey B., 2012, “Gravity and culture in foreign portfolio investment”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36, p. p. 525–538

Aggarwal R. and Goodell J. W., 2010, “Financial markets versus institutions in European countries: Influence of culture and other national characteristics”, *International Business Review*, Vol. 19, p. p. 502–520

Aggarwal R. and Goodell J. W., 2009, “Markets and institutions in financial intermediation: National characteristics as determinants”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33, p. p. 1770–1780.

Alanazi A. S. and Al-Zoubi H. A., 2015, “Extreme IPO underpricing and the legal environment in wealthy emerging economies”, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 31, p. p. 83–103

Anderson C. W., Fedenia M., Hirschey M. and Skiba H., 2011, “Cultural influences on home bias and international diversification by institutional investors”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 35, p. p. 916–934

Anokhin S., Peck S. and Wincent J., 2016, “Corporate venture capital: The role of governance factors”, *Journal of Business Research*, Vol. 69, N. 11, p. p. 4744- 4749

Autore D. M., Boulton T. J., Smart S. B. and Zutter C. J., 2014, “The impact of institutional quality on initial public offerings”, *Journal of Economics and Business*, Vol. 73, p. p. 65–96

Banerjee S., Dai L. and Shrestha K., 2011, “Cross-country IPOs: What explains differences in underpricing”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17, p. p. 1289–1305

Beck T., Demirguc.-Kunt A. and Ross Levine R., 2000, “A New Database on the Structure and Development of the Financial Sector”, *The World Bank Economic Review*, Vol. 14, No. 3, p. p. 597-605

Benninga S., Helmantel M. and Sarig O., 2005, “The timing of initial public offerings”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 75, p. p. 115–132

Beugelsdijk S., and Frijns B., 2010, “A cultural explanation of the foreign bias in international asset allocation”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34, p. p. 2121–2131

- Bouis R., 2009, “The short-term timing of initial public offerings”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 15, p. p. 587–601
- Brau J. C. and Fawcett S. E., 2006, “Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice”, *The Journal of Finance*, Vol. LXI, No. 1, p. p. 399- 436
- Cai K. and Zhu H., 2015, “Cultural distance and foreign IPO underpricing variations” *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 29, p. p. 99–114
- Chen Y., Dou P. Y., Rhee G., Truong C. and Veeraraghavan M., 2015, “National culture and corporate cash holdings around the world”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 50, p. p. 1–18
- Christofidis C. and Debande O., 2011, “Financing innovative firms through venture capital”, *European Investment Bank Sector papers*
- Costa B. A., Crawford A. and Jakob K., 2013, “Does culture influence IPO underpricing?”, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 23, p. p. 113– 123
- Cumming D., Schmidt D. and Walz U., 2010, “Legality and venture capital governance around the world” *Journal of Business Venturing*, Vol. 25, p. p. 54–72
- Dai N. and Nahata R., 2016, “Cultural differences and cross-border venture capital syndication”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 47, p. p. 140–169
- Doidge C., Karolyi G. A. and Stulz R. M., 2013, “The U.S. left behind? Financial globalization and the rise of IPOs outside the U.S.”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 110, p. p. 546–573
- Ecker F., 2014, “Information Precision and Long-Run Performance of Initial Public Offerings”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 31, No. 3, p. p. 876- 910
- Engelen P.- J. and van Essen M., 2010, “Underpricing of IPOs: Firm-, issue- and country-specific characteristics”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34, p. p. 1958–1969
- Groh A. P. and Wallmeroth J., 2016, “Determinants of venture capital investments in emerging markets”, *Emerging Markets Review*, Vol. 29, p.p. 104-132
- Hain D., Johan S. and Wang D., 2016, “Determinants of Cross-Border Venture Capital Investments in Emerging and Developed Economies: The Effects of Relational and Institutional Trust”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 138, p. p. 743–764
- Hofstede G., 1983, “The Cultural Relativity of Organizational Practices and Theories”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 14, No. 2, p.p. 75- 89.

- Hofstede G., 1984, “Cultural Dimensions in Management and Planning”, *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 1, No. 2, p.p. 81-99
- Hofstede G., 2001, “Culture’s Recent Consequences: Using Dimension Scores in Theory and Research”, *International Journal of Cross cultural Management*, Vol. 1, No. 1, p. p. 11-30.
- Hofstede G., Hofstede G. J., & Minkov M., 2010, *Cultures and organizations Software of the mind: Intercultural Cooperation and its Importance for Survival*, Mc Grow Hill, New York.
- Katti S. and Phani B. V., 2016, “Underpricing of Initial Public Offerings: A Literature Review”, *Universal Journal of Accounting and Finance*, Vol. 4, No. 2, p. p. 35-52
- Kaufmann D., Kraay A. and Mastruzzi M., 2010, “The Worldwide Governance Indicators Methodology and Analytical Issues”, *Policy Research Working Paper 5430*
- Kwok C. CY and Tadesse S., 2006, “National culture and financial systems”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 37, p. p. 227–247
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F. and Shleifer A., 2006, “What Works in Securities Laws?”, *The Journal of Finance*, Vol. LXI, No. 1
- Lavezzolo S., Rodríguez- Lluesma C. and Elvira M. M., 2018, “National culture and financial systems: The conditioning role of political context”, *Journal of Business Research*, Vol. 85, p. p. 60–72
- Lewellyn K. B. and Bao S. R., 2014, “A cross-national investigation of IPO activity: The role of formal institutions and national culture”, *International Business Review*, Vol. 23, p. p. 1167–1178
- Li Y. and Zahra S. A., 2012, “Formal institutions, culture, and venture capital activity: A cross-country analysis” *Journal of Business Venturing*, Vol. 27, p. p. 95–111
- Li Y., Vertinsky I. B. and Li J., 2014, “National distances, international experience, and venture capital investment performance” *Journal of Business Venturing* , Vol. 29 , p. p. 471-489
- Lin H. L., Pukthuanthong K. and Walker T.J., 2013, “An international look at the lawsuit avoidance hypothesis of IPO underpricing”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 19, p. p. 56–77
- Luukkonen T., 2008, “Different Types of Venture Capital Investors and Value-added to High-Tech Portfolio Firms”, *The Research Institute of the Finnish Economy*, No. 1149

Nahata R., Hazarika S. and Tandon K., 2014, “Success in Global Venture Capital Investing: Do Institutional and Cultural Differences Matter?” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 49, No. 4, p. p. 1039–1070

Nguyen N. H. and Truong C., 2013, “The information content of stock markets around the world: A cultural explanation”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 26, p. p. 1– 29

Ritter J. R. and Welch I., 2002, “A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations”, *The Journal of Finance*, Vol. LVII, No. 4, p. p. 1795- 1828

Sahlman W. A., 1990, “The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, p. p. 473-521.

Teker D., Teker S. and Teraman O., 2016, “Venture Capital Markets: A Cross Country Analysis”, *Procedia Economics and Finance*, Vol. 38, p. p. 213 – 218

Tran A. L. and Jeon B. N., 2011, “The dynamic impact of macroeconomic factors on initial public offerings: evidence from time-series analysis”, *Applied Economics*, Vol. 43, N. 23, p. p. 3187-3201

Tykvová T. and Schertler A., 2011, “Cross-border venture capital flows and local ties: Evidence from developed countries”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 51, p. p. 36–48.

Tykvová T. and Schertler A., 2014, “Does Syndication with Local Venture Capitalists Moderate the Effects of Geographical and Institutional Distance”, *Journal of International Management*, Vol. 20, p. p. 406–420

National Venture Capital Association Yearbook 2016, Washington

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ ΑΠΟ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ

<https://www.nasdaq.com/investing/glossary/i/initial-public-offering>

<https://www.edupristine.com/blog/initial-public-offer>

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Πίνακας πηγών δεδομένων

Μεταβλητές	Πηγές Δεδομένων
VC/GDP (Επιχειρηματικά Κεφάλαια/ ΑΕΠ)	OECD- Entrepreneurship at a glance
VC availability (Διαθεσιμότητα Επιχειρηματικών Κεφαλαίων)	The Global Competitiveness Index Historical Dataset, World Economic Forum
IPO market share (Αξία Παγκόσμιων Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών ως ποσοστό αξίας συνόλου μετοχών που εκδίδονται σε μια χώρα)	The Financial Development Report, World Economic Forum
IPO proceeds amount (Εσοδα συνολικών Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών)	The Financial Development Report, World Economic Forum
Share of world IPOs (Αριθμός IPOs ως ποσοστό του παγκόσμιου συνόλου των μετοχών)	The Financial Development Report, World Economic Forum
Individualism vs Collectivism (Ατομικισμός/ Κολεκτιβισμός)	https://www.hofstede-insights.com
Long Vs Small Power Distance (Απόσταση Ισχύος)	https://www.hofstede-insights.com
Strong vs weak Uncertainty Avoidance (Αποστροφή Αβεβαιότητας)	https://www.hofstede-insights.com
Masculinity vs Femininity (Αρρενωπότητα/ Θηλυκότητα)	https://www.hofstede-insights.com
Long term vs short term orientation (Προσανατολισμός)	https://www.hofstede-insights.com
Indulgence vs Restraints (Επιείκεια/ Περιορισμοί)	https://www.hofstede-insights.com
Political Stability	World Governance Indicators 2017, World

(Πολιτική Σταθερότητα)	Bank
Regulatory Quality (Ποιότητα κανονισμών)	World Governance Indicators 2017, World Bank
Control of Corruption (Έλεγχος Διαφθοράς)	World Governance Indicators 2017, World Bank
Government Effectiveness (Αποτελεσματικότητα Κυβέρνησης)	World Governance Indicators 2017, World Bank
Rule of Law (Κανόνας Νόμου)	World Governance Indicators 2017, World Bank
Voice and Accountability (Φωνή και Λογοδοσία)	World Governance Indicators 2017, World Bank
Θεσμικό Πλαίσιο	Μέσος Όρος Μεταβλητών Θεσμικού Πλαισίου
Stock Market Capitalization (Κεφαλαιοποίηση Αγοράς)	Financial Structure and Development Dataset, World Bank
Central Bank Assets/ GDP (Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας/ ΑΕΠ)	Financial Structure and Development Dataset, World Bank
Bank Overhead Costs/ Total Assets (Εξοδα Τράπεζας/ Περιουσιακά Στοιχεία Τράπεζας)	Financial Structure and Development Dataset, World Bank
Inflation (Πληθωρισμός)	World Development Indicators, World Bank
Trade Freedom (Απελευθέρωση Εμπορίου)	https://www.heritage.org
Globalization (Παγκοσμιοποίηση)	https://www.kof.ethz.ch/en/forecasts-and-indicators/indicators/kof-globalisation-index.html
Investor Protection (Προστασία Επενδυτή)	The Global Competitiveness Index Historical Dataset, World Economic Forum.
Effect of tax (Επίδραση Φορολογίας)	The Global Competitiveness Index Historical Dataset, World Economic Forum.

GDP per capita (ΑΕΠ κατά κεφαλήν)	World Development Indicators, World Bank
GDP growth (Ανάπτυξη ΑΕΠ)	World Development Indicators, World Bank
Gini Coefficient (Οικονομική Ανισότητα)	World Development Indicators, World Bank
New Business Density (Πυκνότητα Νέων Επιχειρήσεων)	Doing Business της World Bank
Total Early- Stage Entrepreneurial Activity (Επιχειρηματικότητα Πρώιμου Σταδίου)	Entrepreneurship Monitor- National Expert Survey
Self Employment Rate (Αυτοαπασχόληση)	The Global Competitiveness Index Historical Dataset, World Economic Forum.