



# ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΜΠΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ  
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

*Διπλωματική Εργασία με θέμα:*

«Εταιρική Απόδοση, Μερισματική Πολιτική  
και Ιδιοκτησιακό Καθεστώς: Εμπειρικά  
Αποτελέσματα από την Ελλάδα»

**Επιβλέπων Καθηγητής:** Εμμανουήλ Τσιριτάκης

**Όνοματεπώνυμο:** Λέφας Α. Ιωάννης  
**Αριθμός Μητρώου:** ΜΧΡΗ 0621

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2008

## Περιεχόμενα

<b>1. Εισαγωγή</b> .....	<b>3</b>
<b>2. Βιβλιογραφική Μελέτη</b> .....	<b>4</b>
<b>2.1 Ιδιοκτησιακό Καθεστώς και Μερισματική Πολιτική</b> .....	<b>4</b>
2.1.α <i>Είδη Ιδιοκτησίας</i> .....	4
2.1.β <i>Σχέση Εξάρτησης</i> .....	5
2.1.γ <i>Εμπειρικά Αποτελέσματα</i> .....	8
<b>2.2 Ιδιοκτησιακό Καθεστώς και Εταιρική Απόδοση</b> .....	<b>12</b>
2.2.α <i>Μέτρα εταιρικής απόδοσης</i> .....	13
2.2.β <i>Σχέση Εξάρτησης</i> .....	16
2.2.γ <i>Εμπειρικά Αποτελέσματα</i> .....	16
<b>2.3 Μερισματική Πολιτική και Εταιρική Απόδοση</b> .....	<b>29</b>
<b>2.4 Ιδιοκτησιακό Καθεστώς, Εταιρική Απόδοση και Μερισματική Πολιτική</b> .....	<b>31</b>
<b>3. Ιδιοκτησιακό Καθεστώς, Εταιρική Απόδοση και Μερισματική Πολιτική στην Ελλάδα</b> .....	<b>37</b>
<b>3.1 Μέτρηση Εταιρικής Απόδοσης – Εξαρτημένες Μεταβλητές</b> .....	<b>38</b>
3.1.α <i>Tobin’s Q (tq)</i> .....	38
3.1.β <i>Απόδοση Ενεργητικού - Return on Assets (roa)</i> .....	39
<b>3.2 Μέτρηση Μερισματικής Πολιτικής και Ιδιοκτησιακού Καθεστώτος – Ανεξάρτητες Μεταβλητές</b> .....	<b>39</b>
3.2.α <i>Μέρισμα ανά Μετοχή– Dividend per share (dps)</i> .....	39
3.2.β <i>Μερισματική Απόδοση – Dividend Yield (dy)</i> .....	40
3.2.γ <i>Ποσοστό οικογενειακής ιδιοκτησίας (fa)</i> .....	41
3.2.ε <i>Τετράγωνο ποσοστού οικογενειακής ιδιοκτησίας (faa)</i> .....	42
3.2.στ <i>Ψευδομεταβλητή οικογενειακής ιδιοκτησίας (df)</i> .....	42
3.2.ζ <i>Ποσοστό θεσμικής ιδιοκτησίας(in)</i> .....	42
3.2.η <i>Τετράγωνο ποσοστού ιδιοκτησίας (inn)</i> .....	43
3.2.θ <i>Ψευδομεταβλητή θεσμικής ιδιοκτησίας (di)</i> .....	43
3.2.ι <i>Ψευδομεταβλητή ταυτόχρονης παρουσίας οικογενειακής και θεσμικής ιδιοκτησίας (dfi)</i> .....	43
<b>3.3 Επιπλέον Ανεξάρτητες Μεταβλητές</b> .....	<b>43</b>
3.3.α <i>Λογάριθμος Συνολικού Ενεργητικού (lta)</i> .....	44
3.3.β <i>Λογάριθμος Καθαρών Πωλήσεων (Ins)</i> .....	44
3.3.γ <i>Λόγος Συνολικού Ενεργητικού προς Καθαρές Πωλήσεις (tans)</i> .....	44
<b>3.4 Δείγμα</b> .....	<b>45</b>
<b>3.5 Μεθοδολογία</b> .....	<b>45</b>
<b>4. Εμπειρικά Αποτελέσματα</b> .....	<b>47</b>
4.1 Αποτελέσματα παλινδρομήσεων .....	47
3.7 Ανάλυση Ευαισθησίας .....	50
<b>5. Συμπεράσματα</b> .....	<b>52</b>
<b>6. Παράρτημα</b> .....	<b>53</b>
ΠΙΝΑΚΑΣ 1 .....	53
ΠΙΝΑΚΑΣ 2 .....	57
ΠΙΝΑΚΑΣ 3 .....	61
ΠΙΝΑΚΑΣ 4 .....	65
ΠΙΝΑΚΑΣ 5 .....	69
<b>6. Βιβλιογραφία - Παραπομπές</b> .....	<b>73</b>

## **1. Εισαγωγή**

Σε πολλά χρονικά διαστήματα αρκετοί μελετητές έχουν ασχοληθεί με τις μεταβλητές που δυνητικά επηρεάζουν την απόδοση μιας εταιρίας. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον έχει προκαλέσει σε μεγάλη μερίδα αυτών η επίδραση που δυνητικά έχει το ιδιοκτησιακό προφίλ που χαρακτηρίζει την εταιρία. Εξίσου ενδιαφέρουσα αναφορικά με την επιρροή της επί της εταιρικής απόδοσης φαίνεται να είναι και η υιοθετούμενη μερισματική πολιτική. Τα εν λόγω χαρακτηριστικά της εταιρίας ανάλογα με τον τρόπο που θα παραμετροποιηθούν εμφανίζουν κάποιου είδους σχέση επιρροής επί της εταιρικής απόδοσης όπως θα δούμε τόσο από την βιβλιογραφική μας μελέτη αλλά και από την εμπειρική ανάλυση που θα πραγματοποιήσουμε με τη χρήση δεδομένων για ελληνικές εταιρίες. Το ιδιοκτησιακό καθεστώς, η εταιρική απόδοση και η μερισματική είναι σε σημαντικό βαθμό αλληλένδετα και για το λόγο αυτό η αλυσιδωτή σχέση και των τριών έχει αποτελέσει για αρκετούς το κέντρο ενδιαφέροντος των μελετών τους.

Η εμπειρική ανάλυση μας που θα ακολουθήσει σε σημαντικό βαθμό συμφωνεί με τα ευρήματα και τα συμπεράσματα που παρατηρούμε στη διεθνή βιβλιογραφία. Ωστόσο όποιες αποκλίσεις είναι πιθανό να οφείλονται και στο χρησιμοποιούμενο δείγμα και πιθανότατα να μην παρατηρούνταν σε επόμενη μελέτη των εν λόγω σχέσεων εξάρτησης με τη χρήση διαφορετικού δείγματος.

Η δομή της παρούσας διπλωματική έχει ως εξής. Στο τμήμα 2 αναλύεται το θεωρητικό υπόβαθρο πάνω στο οποίο θα στηριχθούν οι υποθέσεις τις οποίες επιθυμούμε να ελέγξουμε. Λόγω της ενασχόληση μας με τρία χαρακτηριστικά προβαίνουμε σε ανάλυση των σχέσεων εξάρτησης ανά ζεύγη και εν συνεχεία στη συνολική ανάλυση και των τριών. Παράλληλα παρατίθενται και ευρήματα και συμπεράσματα από επιστημονικά άρθρα άλλων ερευνητών. Στο τμήμα 3 περιγράφονται οι προς εξέταση υποθέσεις, οι μεταβλητές που επιλέξαμε να χρησιμοποιήσουμε, το επιλεγμένο δείγμα και η μεθοδολογία που θα ακολουθήσουμε. Στο τμήμα 4 παρατίθενται τα εμπειρικά αποτελέσματα της μελέτης μας ενώ στο τμήμα 5 τα τελικά μας συμπεράσματα.

## **2. Βιβλιογραφική Μελέτη**

### **2.1 Ιδιοκτησιακό Καθεστώς και Μερισματική Πολιτική**

Στη διεθνή βιβλιογραφία έχει εξεταστεί εκτεταμένα η σχέση μεταξύ του είδους ιδιοκτησίας μιας εταιρίας και της ακολουθούμενης μερισματικής πολιτικής. Οι λόγοι για τους οποίους οι διάφοροι μελετητές θεωρούν ότι υπάρχει εξάρτηση μεταξύ των δύο συγκεκριμένων χαρακτηριστικών μιας εταιρίας ποικίλουν, όπως άλλωστε και οι διάφορες υποθέσεις που κατά καιρούς έχουν ελεγχθεί.

Ουσιαστικός στόχος είναι η ανεύρεση των κινήτρων των μετόχων που τους οδηγούν σε επιρροή της υιοθετούμενης από τη διοίκηση μερισματικής πολιτικής. Συγκεκριμένα αναπτύσσονται συγκεκριμένες υποθέσεις, οι οποίες και ελέγχονται βάσει στατιστικών δεδομένων, ώστε να προσδιοριστεί επακριβώς η οδός μέσω της οποίας το ιδιοκτησιακό καθεστώς επηρεάζει τη μερισματική πολιτική.

#### **2.1.α Είδη Ιδιοκτησίας**

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον προκαλεί η θεσμική ιδιοκτησία μιας εταιρίας. Με το συγκεκριμένο όρο αναφερόμαστε στην παρουσία θεσμικών επενδυτών μεταξύ των μετόχων της εταιρίας. Το επίπεδο συμμετοχής μπορεί να διαφέρει από μελέτη σε μελέτη, χωρίς να έχει προσδιοριστεί ένα κριτικό επίπεδο. Το ενδιαφέρον προκαλείται από το διαφορετικό νομοθετικό και φορολογικό καθεστώς που ισχύει για τους θεσμικούς επενδυτές το οποίο πιθανώς να δημιουργεί κίνητρα για επιρροή επί της μερισματικής πολιτικής. Επιπρόσθετα τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά αυτών των οργανισμών, όπως για παράδειγμα ο κοινωνικός τους ρόλος, επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τις προτιμήσεις τους αναφορικά με το μέρισμα. Πέρα από τις άμεσες προτιμήσεις των ίδιων των θεσμικών επενδυτών, σχετικά με τη διανομή η μη μερίσματος, το ύψος και το είδος αυτού, η παρουσία τους σε μια εταιρία φαίνεται να επηρεάζει και έμμεσα. Συγκεκριμένα, η παρουσία τέτοιου είδους επενδυτών, οι οποίοι συνήθως κατέχουν και υψηλά ποσοστά συμμετοχής, καθοδηγούν σε κάποιο βαθμό και τις προτιμήσεις των υπολοίπων μετόχων. Επί παραδείγματι η

παρουσία θεσμικών επενδυτών μπορεί να σηματοδοτήσει αυξημένο έλεγχο στη διοίκηση της εταιρίας και άρα μικρότερη ανάγκη για έλεγχο από πλευράς των ίδιων των επενδυτών.

Σε πολλά άρθρα έχει εξεταστεί επίσης και η επιρροή που ασκεί η οικογενειακή ιδιοκτησία. Η παρουσία μελών της ιδρυτικής οικογένειας διοίκηση της εταιρίας ή απλά η κατοχή ποσοστού μετοχών από αυτούς φαίνεται να επηρεάζει τη μερισματική πολιτική.

Ακόμη ιδιαζούσης σημασίας είναι και η κατοχή μετοχών από μέλη της διοίκησης της εταιρίας, ή διοικητική ιδιοκτησία όπως θα μπορούσαμε να την ονομάσουμε. Ωστόσο τα κανάλια επιρροής φαίνεται να είναι διαφορετικά σε σύγκριση με τη θεσμική ή την οικογενειακή ιδιοκτησία που προαναφέραμε. Συνήθως η επιρροή της διοικητικής ιδιοκτησίας επί της μερισματικής πολιτικής ερμηνεύεται βάσει της θεωρίας της ασυμμετρίας πληροφόρησης, που θα αναλυθεί παρακάτω.

### 2.1.β Σχέση Εξάρτησης.

Η σχέση μεταξύ ιδιοκτησίας και μερισματικής μορφής έχει ερμηνευτεί μέσω ποικίλων καναλιών. Προφανής είναι η ύπαρξη σχέσης λόγω του νομικού καθεστώτος που ισχύει σε κάθε χώρα. Για παράδειγμα είναι πιθανό, το νομικό περιβάλλον, εννοώντας όχι αποκλειστικά την εθνική νομοθεσία αλλά πιθανώς και το καταστατικό των εταιριών, να τις υποχρεώνει να προβαίνουν σε διανομή μερίσματος. Επίσης ορισμένες μορφές ιδιοκτησίας υπόκεινται σε συγκεκριμένους νομικούς περιορισμούς. Για παράδειγμα στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής η θεσμική ιδιοκτησία είναι σαφώς πιο περιορισμένη από ότι στο Ηνωμένο Βασίλειο, γεγονός που αντικατοπτρίζει τους νομικούς περιορισμούς που αποτρέπουν τη δημιουργία υψηλών ποσοστών συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών σε εταιρίες. Οι La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer και Vishny (2000) αποδεικνύουν πως σε χώρες με νομικό καθεστώς που δεν προστατεύει επαρκώς του μικρομετόχους παρατηρούνται μειωμένες μερισματικές αποδόσεις, εφόσον φυσικά θεωρήσουμε πως οι μεγαλομέτοχοι δεν προτιμούν τη διανομή μερίσματος.

Δευτερευόντως αιτία μπορεί να αποτελεί και το φορολογικό καθεστώς. Είναι πιθανό η ισχύουσα φορολογική νομοθεσία να δημιουργεί κίνητρα για την απόδοση ή μη μερίσματος, για το ύψος ή και τη μορφή αυτού. Επί

παραδείγματι η φορολογική νομοθεσία στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής επιβάλλει πέραν του φόρου επί των εταιρικών κερδών και φόρο στα εισοδήματα από μερίσματα για τους μετόχους. Ουσιαστικά λοιπόν τα μερίσματα φορολογούνται διπλά και για το λόγο αυτό οι επενδυτές προτιμούν τη διακράτηση των κερδών προς περαιτέρω επένδυση. Αντιθέτως, άλλα φορολογικά συστήματα πιθανώς να ευνοούν τη διανομή μερίσματος. Σύμφωνα με τους Mayer και Alexander (1990) η μερισματική απόδοση είναι σημαντικά υψηλότερη και πιο ανελαστική στο Ηνωμένο Βασίλειο συγκριτικά με τη Γερμανία ή την Ιαπωνία, γεγονός που ισχύει κυρίως λόγω της εύνοιας του βρετανικού φορολογικού νόμου έναντι των μερισμάτων. Γενικά οι επενδυτές εξετάζοντας το ισχύον φορολογικό πλαίσιο επηρεάζουν την ασκούμενη μερισματική πολιτική.

Αναφορικά με την ύπαρξη θεσμικής ιδιοκτησίας, καθώς οι θεσμικοί επενδυτές, υπόκεινται σε διαφορετικό καθεστώς φορολόγησης ή δεν φορολογούνται καθόλου προτιμούν τη διανομή μερίσματος παρά την πραγματοποίηση υψηλών κεφαλαιακών κερδών.

Αντίθετα, σε περιπτώσεις οικογενειακής ιδιοκτησίας και εφόσον τα μέλη της εν λόγω οικογένειας εμπίπτουν σε υψηλά κλιμάκια φορολόγησης, πιθανώς να μην επιθυμούν τη διανομή των κερδών ως μερίσμα αλλά την παρακράτηση τους προς περαιτέρω επένδυση. Είναι προφανές πως ένας μέτοχος με υψηλό ποσοστό συμμετοχής επί του μετοχικού κεφαλαίου μιας εταιρίας θα επηρεάσει κατά το δυνατό περισσότερο τη μερισματική πολιτική ανάλογα με το προσωπικό του όφελος. Αντίθετα για εταιρίες με μετοχικό κεφάλαιο διασκορπισμένο σε πολλούς μετόχους με μικρά ποσοστά ιδιοκτησίας, η προσωπική φορολόγηση του καθενός δε φαίνεται να επηρεάζει στον ίδιο βαθμό τη μερισματική πολιτική. Εν προκειμένω παρατηρείται ένα ζήτημα εκμετάλλευσης των δικαιωμάτων των μικρομετόχων από μεγαλομετόχους αναφορικά με τις ίδιες προτιμήσεις των τελευταίων επί της υιοθετούμενης μερισματικής πολιτικής. Στηριζόμενοι στο γεγονός αυτό θα μπορούσαμε να υποθέσουμε την ύπαρξη επιπλέον κόστους στις εταιρίες με οικογενειακή ιδιοκτησία λόγω της πιθανής σύγκρουσης προτιμήσεων και συμφερόντων μεταξύ των μεγαλομετόχων και των υπολοίπων. Πιθανώς λοιπόν εταιρίες με σημαντική παρουσία οικογενειακής ιδιοκτησίας να

διαπραγματεύονται σε τιμή κάτω της δίκαιης λόγω αυτής τους της ιδιαιτερότητας.

Ως τρίο κανάλι επιρροής της μερισματικής πολιτικής αναφορικά με το ιδιοκτησιακό καθεστώς μιας εταιρίας θεωρείται η ύπαρξη κόστους αντιπροσώπευσης και η προσπάθεια περιορισμού του από πλευράς των μετόχων. Με τον όρο κόστος αντιπροσώπευσης αναφερόμαστε στο κόστος που προκύπτει από τη διαφωνία συμφερόντων μεταξύ των διοικούντων της εταιρίας και των μετόχων. Συγκεκριμένα πιστεύεται ότι σε πολλές περιπτώσει η διοίκηση μιας εταιρίας προβαίνει σε ενέργειες βάσει των προσωπικών της συμφερόντων και όχι στοχεύοντας στη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Για παράδειγμα είναι πιθανή η αποφυγή ανάληψης υψηλού ρίσκου και η επιλογή συντηρητικών επενδυτικών έργων ώστε να είναι βέβαιη η παραμονή των συγκεκριμένων προσώπων στη διοίκηση της εταιρίας μέσω της ελαχιστοποίησης των πιθανοτήτων αποτυχίας. Επίσης σε σημαντικό βαθμό μπορεί να επηρεάζει τις αποφάσεις της διοίκησης και το σύστημα αμοιβών το οποίο μπορεί να δημιουργεί κίνητρα για συγκεκριμένες επιλογές. Οι μέτοχοι λοιπόν της εταιρίας προσπαθούν να μειώσουν κατά το δυνατό το κόστος που δημιουργείται από αυτή τη σύγκρουση συμφερόντων. Σε πρώτο στάδιο η ύπαρξη διοικητικής ιδιοκτησίας συνεπάγεται σε κάποιο βαθμό συμφωνία των συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διοίκησης καθώς πλέον οι διοικούντες την εταιρία κατέχουν και μέρος των μετοχών. Σε αυτή την περίπτωση η μερισματική πολιτική δεν αναμένεται να αποτελέσει μέσο για τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης καθώς αυτό αναμένεται να είναι ήδη μειωμένο.

Αναφορικά με την παρουσία θεσμικών επενδυτών μεταξύ των μετόχων μιας εταιρίας, αυτή εκλαμβάνεται από το επενδυτικό κοινό ως χαρακτηριστικό αυξημένης εποπτείας προς τη διοίκηση και άρα μειωμένο κόστος αντιπροσώπευσης. Θεωρητικά οι θεσμικοί επενδυτές είναι έμπειροι επενδυτές, με υψηλά συνήθως ποσοστά συμμετοχής και ικανότητα επιρροής ή ακόμα και επιλογής της διοίκησης μιας εταιρίας. Γενικά έχει εκφραστεί η άποψη πως η παρουσία θεσμικών επενδυτών πιθανώς να οδηγεί σε μειωμένο κόστος αντιπροσώπευσης, ωστόσο η εγκυρότητα της τίθεται προς εξέταση.

Σε περιπτώσεις που οι μέτοχοι θεωρούν πως το κόστος αντιπροσώπευσης είναι ιδιαίτερα αυξημένο είναι πιθανό να προσπαθήσουν να το μειώσουν επηρεάζοντας τη μερισματική πολιτική. Για την ακρίβεια, απαιτώντας υψηλό μέρισμα, οι επενδυτές μειώνουν τα διαθέσιμα κεφάλαια προς επένδυση που είναι διαθέσιμα στη διοίκηση της εταιρίας. Στο βαθμό που τα κέρδη της εταιρίας διακρατούνται προς επένδυση, αυτό συνεπάγεται μηδενικό κόστος κεφαλαίου για την εταιρία, γεγονός που μπορεί να μειώσει το αίσθημα ευθύνης για σωστή διαχείριση από πλευράς της διοίκησης. Σύμφωνα με το Jensen (1986), η διοίκηση μια εταιρίας δε θα προβεί σε υπερεπένδυση όταν οι μηδενικού κόστους ταμειακές ροές που συνεπάγεται η διακράτηση κερδών περιοριστεί από την καταβολή μερίσματος. Επιπρόσθετα, σε περίπτωση που τα κέρδη διανέμονται σαν μέρισμα, η εταιρία πρέπει να καταφύγει στον εξωτερικό δανεισμό για την πραγματοποίηση των επενδυτικών της σχεδίων. Ο εξωτερικό δανεισμός συνοδεύεται πάντα από αυξημένο έλεγχο του δανειζόμενου από τους δανειστές. Με τον τρόπο αυτό οι μέτοχοι μεταβιβάζουν τις διαδικασίες ελέγχου της διοίκησης της εταιρίας στους πιστωτές της.

Τέλος σύμφωνα με τη θεωρία της σήμανσης τα μερίσματα χρησιμοποιούνται ως μέσο από τη διοίκησης για να μεταδώσει πληροφορίες για τη μελλοντική πορεία και κερδοφορία της εταιρίας προς τις αγορές και το επενδυτικό κοινό. Οι Zeckhauser και Pound (1990) υποστηρίζουν πως η παρουσία μεγαλομετόχων αποτελεί εναλλακτικό κανάλι μετάδοσης τέτοιων πληροφοριών. Για το λόγο αυτό αναμένεται αρνητική σχέση μεταξύ της παρουσίας μετόχων με υψηλά ποσοστά συμμετοχής και του διανεμόμενου μερίσματος.

### 2.1.γ Εμπειρικά Αποτελέσματα

Στο άρθρο των Short, Zhang και Keasey (2002) σχετικά με τη σχέση μεταξύ της ιδιοκτησίας από θεσμικούς επενδυτές και της μερισματική πολιτικής πραγματοποιείται μια ενδεδειγμένη δοκιμή διαφορετικών μοντέλων απονομής μερίσματος προς εξέταση της εν λόγω σχέσης. Οι συγγραφείς υιοθετούν τέσσερα υποδείγματα απονομής μερίσματος, το πλήρους προσαρμογής, το μερικής προσαρμογής, το υπόδειγμα Waud και το υπόδειγμα της τάσης των κερδών. Οι υποθέσεις που επιθυμούν να ελέγξουν



ανακύπτουν από τη θεωρία για ύπαρξη σχέση λόγω φορολογίας, κόστους αντιπροσώπευσης και σήμανσης. Συγκεκριμένα βάσει της θεωρίας της φορολόγησης και του κόστους αντιπροσώπευσης αναμένουν θετική σχέση μεταξύ της παρουσίας θεσμικών και του διανεμόμενου μερίσματος, ενώ αντίθετα αρνητική σχέση βάσει της θεωρίας της σήμανσης.

Το δείγμα που χρησιμοποιούν αποτελείται από 211 εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου, ενώ τα δεδομένα που έχουν συλλεχθεί είναι για την περίοδο 1988 έως και 1992. Από το δείγμα εξαιρούνται εταιρίες που εμπíπτουν σε ιδιαίτερου τύπου νομοθετικά και φορολογικά καθεστώτα καθώς και εταιρίες με μη συνήθεις διαδικασίες ψήφου.

Οι μεταβλητές που συμπεριλήφθηκαν στη μελέτη είναι το ως εξαρτημένη το διανεμηθέν μέρισμα ενώ ως ανεξάρτητες τα κέρδη καθώς και ψευδομεταβλητές για την παρουσία θεσμικών επενδυτών ή διοικητικής ιδιοκτησίας. Τα εμπειρικά αποτελέσματα υποδεικνύουν διαχρονικά αυξανόμενο μέσο για το διανεμόμενο μέρισμα, παρά το διαχρονικά μειούμενο μέσο για τα κέρδη, γεγονός που υποδεικνύει τη διστακτικότητα των εταιριών να προβούν σε μείωση του μερίσματος. Τα αποτελέσματα και των τεσσάρων μοντέλων απονομής μερίσματος προσφέρουν ισχυρή στήριξη στις υποθέσεις για ύπαρξη ισχυρής σχέσης μεταξύ της παρουσίας θεσμικών επενδυτών και της μερισματικής πολιτικής. Συγκεκριμένα, τα αποτελέσματα υποδεικνύουν πως η παρουσία θεσμικών επενδυτών πιθανώς να μην σχετίζεται θετικά με το διανεμόμενο μέρισμα αλλά και με την τάση των κερδών. Αντίθετα αρνητική φαίνεται να είναι η σχέση μεταξύ διοικητικής ιδιοκτησίας και μερισματικής πολιτικής.

Αναφορικά με το ίδιο θέμα, οι Ki C. Han, Suk Hun Lee και David Y. Suk (1999) σε άρθρο τους εξετάζουν τη σχέση μεταξύ της παρουσίας θεσμικών επενδυτών και μερισμάτων. Στηριζόμενοι στη θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης υποθέτουν πως η παρουσία θεσμικών επενδυτών συνεπάγεται αυξημένη εποπτεία προς τη διοίκηση της εταιρίας. Κατ' επέκταση δεν υπάρχει κίνητρο για τους μετόχους να προσπαθούν να μειώσουν το κόστος αντιπροσώπευσης μέσω της απαίτησης αυξημένου μερίσματος και άρα αναμένεται να υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στην παρουσία θεσμικών επενδυτών και το διανεμόμενο μέρισμα.

Η σχέση ιδιοκτησίας – μερίσματος εξετάζεται από τους Ki C. Han, Suk Hun Lee και David Y. Suk και βάσει της υπόθεσης της φορολόγησης. Καθώς οι θεσμικοί επενδυτές, όπως για παράδειγμα τα ασφαλιστικά ταμεία, υπόκεινται σε διαφορετικό καθεστώς φορολόγησης συχνά προτιμούν τη διανομή μερίσματος από την πραγματοποίηση υψηλών κεφαλαιακών κερδών. Βάσει λοιπόν της φορολόγησης αναμένεται αρνητική σχέση μεταξύ της θεσμικής ιδιοκτησίας και των μερισμάτων.

Το δείγμα που χρησιμοποιείται στο άρθρο αποτελείται από 303 εταιρίες, με δεδομένα για την περίοδο 1988 – 1992. Η μερισματική απόδοση αποτελεί την εξαρτημένη μεταβλητή του υποδείγματος που χρησιμοποιείται ενώ ως ανεξάρτητες το ποσοστό της μετοχών που κατέχουν οι θεσμικοί επενδυτές, το ποσοστό μετοχών που κατέχουν μέλη της διοίκησης της εταιρίας, ο γεωμετρικός μέσος της αύξησης των κερδών της εταιρίας, τα κεφαλαιακά έξοδα εξοπλισμού, ο λόγος χρέους προς ενεργητικό, η τυπική απόκλιση του δείκτη απόδοση ενεργητικού, τα λειτουργικά έσοδα και η μερισματική απόδοση στόχος της εταιρίας. Επιπρόσθετα οι συγγραφείς υιοθετούν την ανάλυση του Tobit επί του υποδείγματος καθώς λόγω της μη ύπαρξης αρνητικών τιμών για τα μερίσματα το δείγμα επηρεάζεται προς τα δεξιά.

Η στατιστική ανάλυση των αποτελεσμάτων υποδεικνύει πως το ποσοστό μετοχών που κατέχουν μέλη της διοίκησης ανέρχεται κατά μέσο όρο σε 10% ενώ η μέση ιδιοκτησία θεσμικών επενδυτών μεταξύ 30% και 50%. Η μέση μερισματική απόδοση κυμαίνεται μεταξύ του 0,585 και 0,46%. Επίσης δεν παρατηρούνται διαφορές όσον αφορά τη μερισματική απόδοση ή την ιδιοκτησία ανάλογα με τη δραστηριότητα της εταιρίας. Στη συνέχεια υπολογίζονται εκτιμητές με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων οι οποίοι και παρέχουν στήριξη στην υπόθεση φορολόγησης, ότι δηλαδή η μερισματική πολιτική επηρεάζεται θετικά από την παρουσία θεσμικών επενδυτών.

Σε ακόμη ένα άρθρο οι L. Mancinelli και A. Ozkan (2006) πραγματοποιούν μια εμπειρική μελέτη της σχέσης μεταξύ ιδιοκτησιακού καθεστώτος και μερισματικής πολιτικής βάσεις στοιχείων από ιταλικές εταιρίες. Η ιδιαιτερότητα έγκειται στην υψηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας που παρουσιάζεται στις ιταλικές εταιρίες και την πιθανή τάση των μεγαλομετόχων να καταχραστούν των δικαιωμάτων των υπολοίπων. Χαρακτηριστικά

αναφέρεται πως για το 60% των εισηγμένων εταιριών στο χρηματιστήριο του Μιλάνο υπάρχει ένας βασικός μέτοχος, ενώ γενικά τα ποσοστά ιδιοκτησίας είναι πολύ υψηλά.

Οι υποθέσεις που εξετάζονται συμπεριλαμβάνουν την περίπτωση διανομής χαμηλού μερίσματος από εταιρίες με ιδιαίτερως συγκεντρωμένη ιδιοκτησία. Ουσιαστικά η εν λόγω υπόθεση ανακύπτει από τα αποτελέσματα των La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer και Vishny (2000) αναφορικά με την κατάχρηση των δικαιωμάτων των μικρομετόχων από μετόχους με μεγάλα ποσοστά ιδιοκτησίας.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν αφορούν 139 ιταλικές εταιρίες, εξαιρουμένων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και άλλων οργανισμών, όπως για παράδειγμα ασφαλιστικών εταιριών, λόγω της εφαρμογής διαφορετικών λογιστικών κανόνων. Το δείγμα των 139 εταιριών που χρησιμοποιήθηκε τελικά αντιπροσωπεύει το 49,2% της συνολικής κεφαλαιοποίησης της ιταλικής αγοράς.

Ως εξαρτημένες μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν οι λόγοι Μέρισμα προς Κέρδη και Μέρισμα προς Κεφαλαιοποίηση. Οι συγκεκριμένοι λόγοι επιλέχθηκαν καθώς ο πρώτος είναι ο πιο συχνά χρησιμοποιούμενος για τη μέτρηση της διανομής μερίσματος, ενώ ο δεύτερος μας εξασφαλίζει έναντι πιθανών διαφορετικών λογιστικών χειρισμών καθώς η κεφαλαιοποίηση δεν επηρεάζεται από τέτοιους. Ανεξάρτητες μεταβλητές αποτελούν τα ποσοστά δικαιωμάτων ψήφου του μετόχου με το μεγαλύτερο ποσοστό ιδιοκτησίας καθώς και όλων των υπολοίπων αθροιστικά. Επιπρόσθετα χρησιμοποιούνται ψευδομεταβλητές για τον έλεγχο της παρουσίας και δεύτερου μετόχου με κατοχή άνω του 5% των δικαιωμάτων ψήφου καθώς και για την περίπτωση κατοχής του 5% των δικαιωμάτων ψήφου από όλους τους υπόλοιπους μετόχους πέραν του κύριου. Ακόμη χρησιμοποιείται ψευδομεταβλητή για τον έλεγχο της ύπαρξης συνασπισμού μεταξύ των μετόχων της εταιρίας. Τέλος συμπεριλαμβάνονται και μετοχές αναφορικά με τα χαρακτηριστικά της εκάστοτε εταιρίας, όπως το ύψος των πωλήσεων, ο λόγος αγοράς προς λογιστική αξία και το ποσοστό μόχλευσης.

Τα αποτελέσματα αποδεικνύουν την ύπαρξη ιδιαίτερα συγκεντρωμένης ιδιοκτησίας στην Ιταλία. Ο μέσος του δείκτη Μέρισμα προς Κέρδη ανέρχεται σε 37,38 ενώ ο μέσος του δείκτη Μέρισμα προς Κεφαλαιοποίηση σε 1,92. Ο

βασικός μέτοχος κατέχει κατά μέσο όρο το 49,2% των δικαιωμάτων ψήφου, με ελάχιστο το 8,7% και μέγιστο το 95,7%.

Συμπερασματικά μια στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ του ποσοστού των δικαιωμάτων ψήφου του βασικού μετόχου και του διανεμόμενου μερίσματος επιβεβαιώνεται. Επίσης επιβεβαιώνεται και η υπόθεση πως η παρουσία συνασπισμών μεταξύ των μετόχων επηρεάζει σε κάποιο βαθμό τη μερισματική πολιτική.

## **2.2 Ιδιοκτησιακό Καθεστώς και Εταιρική Απόδοση**

Το ιδιοκτησιακό καθεστώς πέρα από τη μερισματική πολιτική, που εξετάσαμε στην προηγούμενη ενότητα, σύμφωνα με ορισμένους συγγραφείς επηρεάζει και την απόδοση μιας εταιρίας. Για πολλά χρόνια μελετητές προσπαθούν να αποδείξουν την ύπαρξη σχέσης εξάρτησης μεταξύ των δύο, ξεκινώντας από τους Berle και Means (1932) οι οποίοι υποδεικνύουν την ύπαρξη αντίστροφης συσχέτισης μεταξύ της διασποράς της ιδιοκτησίας και της εταιρικής απόδοσης. Ωστόσο τα αποτελέσματα τους τέθηκαν υπό αμφισβήτηση από τον Demsetz (1983) ο οποίος υποστηρίζει πως το ιδιοκτησιακό καθεστώς μιας εταιρίας αποτελεί ουσιαστικά ένα ενδογενές αποτέλεσμα αποφάσεων που αντικατοπτρίζει την επιρροή των μετόχων και τις αγοραπωλησίες μετοχών στη χρηματιστηριακή αγορά. Τα εμπειρικά αποτελέσματα μελετών σχετικά με την εν λόγω σχέση έχουν οδηγήσει διαχρονικά σε αντικρουόμενα συμπεράσματα.

Σημαντικό ρόλο στη διερεύνηση της εν λόγω θέσης διαδραματίζει το μέτρο εταιρικής απόδοσης που θα χρησιμοποιηθεί, καθώς αυτό πιθανώς να επηρεάζεται είτε από τις διάφορες χρηματιστηριακές αγορές και κατ' επέκταση σε εντονότερο βαθμό του κανονικού από την οικονομική συγκυρία είτε από λογιστικές πρακτικές και χειρισμούς. Στη συνέχεια και πριν προβούμε σε παράθεση υποθέσεων και εμπειρικών αποτελεσμάτων αναφορικά με τη συγκεκριμένη σχέση αλληλεπίδρασης μεταξύ των δύο μεταβλητών θα αναφερθούμε συνοπτικά σε ορισμένα από τα μέτρα εταιρικής απόδοσης που έχουν χρησιμοποιηθεί.

## 2.2.α Μέτρα εταιρικής απόδοσης

- Λογιστικά Μέτρα:

Κατά καιρούς έχουν χρησιμοποιηθεί πολλά μέτρα απόδοσης τα οποία προκύπτουν με χρήση των λογιστικών καταστάσεων της εκάστοτε εταιρίας. Κύριο λόγο για αυτό αποτελεί η δημοσιοποίηση των συγκεκριμένων πληροφοριών στο ευρύ κοινό, η εξοικείωση αυτού με τη δομή και την ορολογία των συγκεκριμένων μεγεθών, η στενή σύνδεση του με το εκάστοτε φορολογικό καθεστώς της χώρας καθώς και η βεβαιότητα των αποτελεσμάτων εφόσον ουσιαστικά πρόκειται για ανάλυση της παρελθούσης πορεία της εταιρίας.

Ως πρώτο μέτρο εταιρικής απόδοσης συναντάται το λογιστικό κέρδος, το οποίο είναι το προφανέστερο και πλέον απλουστευτικό μέσο για τη μέτρηση του συγκεκριμένου μεγέθους. Το πλεονέκτημα του συγκεκριμένου μέτρου είναι η ευκολία χειρισμού και κατανόησης του. Επιπρόσθετα, η πρόσβαση σε αυτό είναι δυνατή από τον καθένα καθώς τα συγκεκριμένα στοιχεία δημοσιεύονται ευρέως από τις εταιρίες.

Εν συνεχεία, άλλο ένα μέτρο που συναντάται συχνά είναι η απόδοση του ενεργητικού (Return on Assets). Ο συγκεκριμένος δείκτης υπολογίζεται κατά περίπτωση, άλλοτε διαιρώντας τα κέρδη προ τόκων και φόρων και άλλοτε διαιρώντας το καθαρό εισόδημα με το σύνολο του ενεργητικού της εταιρίας. Ουσιαστικά πρόκειται για ένα μέτρο απόδοσης αναφορικά με τους διαθέσιμους στην εταιρία πόρους. Όπως και ο προηγούμενος, έτσι και αυτός ο δείκτης είναι ιδιαίτερα εύκολος στον υπολογισμό ωστόσο εμφανίζει τις ίδιες αδυναμίες με τα υπόλοιπα λογιστικά μέτρα εταιρικής απόδοσης που θα αναφέρουμε παρακάτω.

Αντίστοιχα με τον δείκτη απόδοση ενεργητικού χρησιμοποιείται και ο δείκτης απόδοση ιδίων κεφαλαίων (Return on Equity). Σε αντίθεση ωστόσο, εδώ εξετάζεται η απόδοση αναφορικά με τα κεφάλαια που έχουν συνεισφέρει οι μέτοχοι στην εταιρία και όχι το συνολικά χρησιμοποιούμενο ενεργητικό όπως προηγουμένως. Ο υπολογισμός του δείκτη είναι αντίστοιχος με τον προηγούμενο με μόνη διαφορά πως στον παρανομαστή τοποθετείται αυτή τη φορά το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων αντί του συνόλου του ενεργητικού. Ο συγκεκριμένος δείκτης λαμβάνει πάντα μεγαλύτερη τιμή του προηγούμενου

καθώς τα συνολικά ίδια κεφάλαια είναι πάντα μικρότερα από το συνολικό ενεργητικό.

- Αγοραία Μέτρα:

Σε πολλές εμπειρικές μελέτες ως μέτρο απόδοσης χρησιμοποιείται το Q του Tobin. Ουσιαστικά πρόκειται για το λόγο της αγοραίας αξίας των μετοχών και του χρέους που έχει εκδώσει η εταιρία προς το κόστος αντικατάστασης του ενεργητικού της. Βασικό πλεονέκτημα του συγκεκριμένου μέτρου είναι η απεμπλοκή του από λογιστικές πρακτικές και νομοθετικές και φορολογικές τακτικές που επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό τα προαναφερθέντα λογιστικά μέτρα.

Ωστόσο, κύριο μειονέκτημα αποτελεί η δυσκολία υπολογισμού του. Για τον υπολογισμό του αριθμητή του συγκεκριμένου λόγου χρειάζεται η αγοραία τιμή της μετοχής επί το πλήθος μετοχών σε κυκλοφορία πλέον τα συνολικά κεφάλαια που έχει αντλήσει επί πιστώσει η εταιρία. Τα στοιχεία λοιπόν για τον υπολογισμό του αριθμητή είναι σχετικά εύκολα υπολογίσιμα παρόλο που θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως ευμετάβλητα αν λάβει κανείς υπ' όψιν του τη μεταβλητότητα που μπορεί να παρουσιάσει η χρηματιστηριακή τιμή μιας μετοχής. Εντονότερη είναι η δυσκολία υπολογισμού του παρανομαστή, ο οποίος αποτελείται από την αγοραία αξία των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρίας. Συνήθως τα δημοσιευμένα λογιστικά στοιχεία παρουσιάζουν τα στοιχεία του ενεργητικού στη μετά αποσβέσεων αξία κτίσης. Για το λόγο αυτό ο προσδιορισμός της αγοραίας αξίας του ενεργητικού είναι ιδιαίτερος δύσκολος, πολύ δε περισσότερο σε περιπτώσεις που μεταξύ των στοιχείων του ενεργητικού συμπεριλαμβάνονται και άυλα στοιχεία η τιμή των οποίων είναι απροσδιόριστη. Προς αντιμετώπιση των συγκεκριμένων δυσκολιών οι περισσότεροι μελετητές καταφεύγουν στον υπολογισμό ενός εκτιμητή του Tobin's Q. Η συγκεκριμένη προσέγγιση του Tobin's Q διαφοροποιείται από τον ακριβή λόγο ως προς τον παρανομαστή καθώς εκεί τοποθετείται τώρα η λογιστική αξία των στοιχείων του ενεργητικού. Σύμφωνα με μελετητές αν και κατά απόλυτη τιμή ο συγκεκριμένος εκτιμητής ενδέχεται να απέχει σημαντικά από το ακριβές Q του Tobin, οι μεταβολές του ακολουθούν επακριβώς αυτές του Tobin's Q και έτσι μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τη μέτρηση της επίδρασης διαφόρων ανεξάρτητων μεταβλητών επί της εταιρικής απόδοσης.

Ένα επιπρόσθετο μειονέκτημα του Tobin's Q, το οποίο δεν αντιμετωπίζεται είναι η επιρροή του από την επενδυτική ψυχολογία. Για την ακρίβεια το γενικότερο κλίμα στην παγκόσμια και εθνική οικονομία και όχι μόνο, καθώς και οι διάφορες μεταβολές στις αγορές επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό τις χρηματιστηριακές αγορές. Είναι πολύ λογικό λοιπόν η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της εταιρίας που χρησιμοποιείται προς υπολογισμό της συνολικής αξίας των μετοχών της να μην είναι πραγματικά η δίκαιη τιμή. Η γενικότερη ψυχολογία του επενδυτικού κοινού επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό τις τιμές που λαμβάνουν τα αγοραία μέτρα εταιρικής απόδοσης.

- Άλλα Μέτρα:

Πέραν των προαναφερθέντων, στα οποία αναφερθήκαμε διεξοδικότερα λόγω της συχνότερης παρουσίας τους στη διεθνή βιβλιογραφία, κατά περίπτωση χρησιμοποιούνται και άλλα μέτρα για την εταιρική απόδοση. Αυτά μπορεί να σχετίζονται με τη παραγωγικότητα, την κερδοφορία, την εταιρική ανάπτυξη ή ακόμα και με το βαθμό ικανοποίησης των πελατών.

Η επιλογή του κατάλληλου μέτρου αποτελεί ζήτημα ζωτικής σημασίας για την εκάστοτε μελέτη καθώς παρότι όλα τα παραπάνω μέτρα παρουσιάζουν υψηλούς βαθμούς συσχέτισης τα ερμηνευτικά χαρακτηριστικά τους είναι αρκετά διαφορετικά ενώ παράλληλα μπορεί να επηρεάζονται από πολύ διαφορετικούς παράγοντες.

Ειδοποιός διαφορά για την επιλογή του μέτρου της εταιρικής απόδοσης φαίνεται να είναι ο χρήστης της εν λόγω πληροφορίας. Συγκεκριμένα οι φορολογικές αρχές ή οι εκάστοτε λογιστές ή ελεγκτές θα καταφύγουν στα λογιστικά μέτρα. Σε αντίθεση οι επενδυτές θα προτιμήσουν την πληροφόρηση που παρέχει ένα αγοραίο μέτρο όπως είναι το Tobin's Q.

### 2.2.β Σχέση Εξάρτησης.

Το ιδιοκτησιακό καθεστώς δυνητικά επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό την εταιρική απόδοση. Υποθέτοντας διοικητική ιδιοκτησία, όπως αυτή ορίστηκε παραπάνω, μπορούμε να στηρίξουμε την επιρροή στη θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης. Σύμφωνα με την εν λόγω θεωρία οι διοικούντες την εταιρία πιθανώς να μην έρχονται σε συμφωνία συμφερόντων με τους μετόχους αυτής και πιθανώς να δρουν προς ίδιον όφελος. Οι δράσεις και επιλογές πολιτικής στο όνομα της εταιρίας από τα μέλη της διοίκησης της είναι κατ' επέκταση πολύ πιθανό να επηρεάσουν την εταιρική απόδοση και να την οδηγήσουν σε κατεύθυνση διαφορετική από αυτή που θα έχει ως αποτέλεσμα τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων που είναι και ο πρωταρχικός στόχος της εταιρίας.

Σύμφωνα με ορισμένους μελετητές, όπως θα δούμε παρακάτω ιδιαίτερα σημαντικό είναι και το ζήτημα της ενδογένειας του ιδιοκτησιακού καθεστώτος. Ακριβέστερα, μπορούμε να θεωρήσουμε το ίδιο πιθανό το ιδιοκτησιακό καθεστώς να επηρεάζει την εταιρική απόδοση όσο και το αντίστροφο. Επί παραδείγματι για μια εταιρία με καλές προοπτικές απόδοσης είναι πιθανό τα μέλη της διοίκησης της που έχουν και άμεση πρόσβαση στις εν λόγω πληροφορίες να προβούν σε αγορά μετοχών μεταβάλλοντας κατ' αυτόν τον τρόπο το υπάρχον ιδιοκτησιακό καθεστώς.

### 2.2.γ Εμπειρικά Αποτελέσματα

Σε άρθρο των M. Smirlock, T. Gilligan και W. Marshall (1984) εξετάζεται η σχέση μεταξύ του Tobin's Q και της ιδιοκτησίας. Το Tobin's Q αναμένεται να παράσχει πιο έγκυρα αποτελέσματα από ότι άλλα μέτρα απόδοσης τα οποία συχνά επηρεάζονται από λογιστικές πρακτικές και χειρισμούς, αναφορικά με τη χρήση λογιστικών μέτρων απόδοσης, ή από τη μεταβλητότητα της συνολικής αγοράς, αναφορικά με τη χρήση αγοραίων μέτρων απόδοσης.

Σύμφωνα με προγενέστερες μελέτες είχαν βρεθεί ενδείξεις για την ύπαρξη ελαφρώς θετικής συσχέτισης μεταξύ της εταιρικής απόδοσης και του συγκεντρωτισμού του κλάδου. Η υπόθεση πάνω στην οποία στηρίζεται η εν



λόγω σχέση είναι πως εταιρίες με ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα είναι αποδοτικότερες, για το λόγο αυτό καταλαμβάνουν μεγαλύτερα μερίδια αγοράς και έτσι ο κλάδος γίνεται πιο συγκεντρωμένος. Ωστόσο ο Demsetz (1973) υποστηρίζει πως η συσχέτιση μεταξύ συγκέντρωσης και κερδοφορίας είναι ψευδής και οφείλεται στην ενδογενή σχέση μεταξύ μεριδίου αγοράς, συγκέντρωσης και υπέρμετρης απόδοσης.

Οι Bradley και Gale (1972) υποστηρίζουν πως ανεξαρτήτως του μεριδίου αγοράς που κατέχει μια εταιρία τα κέρδη που θα παρουσιάζει θα είναι αυξημένα στην περίπτωση που δραστηριοποιείται σε ένα συγκεντρωμένο κλάδο. Ωστόσο στα αποτελέσματα αυτών ασκείται έντονη κριτική καθώς οι μεταβλητές μέτρησης της συγκέντρωσης που χρησιμοποιούνται δεν παρουσιάζουν επαρκή επεξηγηματική ικανότητα. Επιπρόσθετα ο εκτιμητής για την ψευδομεταβλητή που ελέγχει την υψηλή συγκέντρωση δεν είναι στατιστικά σημαντικός ενώ μόνο η αλληλεπίδραση μεταξύ μεριδίου αγοράς και συγκέντρωσης είναι στατιστικά σημαντική και καθώς το υψηλό μερίδιο αγοράς οδηγεί σε αυξημένη κερδοφορία πιθανότατα η σχέση μεταξύ κερδοφορίας και συγκέντρωσης είναι πλαστή και οφείλεται στα υψηλά μερίδια αγοράς.

Οι Smirlock et al. στη μελέτη τους συμπεριλαμβάνουν το μερίδιο αγοράς, της συγκέντρωσης της αγοράς και ένα επιπλέον σύνολο από ερμηνευτικές μεταβλητές που αφορούν την εκάστοτε εταιρία και τον κλάδο αυτή. Τα δεδομένα που χρησιμοποιούν αναφέρονται σε 231 βιομηχανικές επιχειρήσεις για την περίοδο 1960 – 1969. Χρησιμοποιώντας το Q του Tobin εξετάζουν τη σχέση μεταξύ της απόδοσης, του μεριδίου αγοράς και της συγκέντρωσης του κλάδου.

Τα αποτελέσματα της έρευνας τους υποδεικνύουν πως οι εταιρίες που κατέχουν μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς αποκομίζουν μεγαλύτερα κέρδη και άρα είναι αποδοτικότερες, ωστόσο αυτά τα επαυξημένα κέρδη δεν οφείλονται στη συγκέντρωση της αγοράς.

Οι Harold Demsetz, Belen Villalonga (2001) σε άρθρο τους εξετάζουν την ύπαρξη σχέσης εξάρτησης μεταξύ της ιδιοκτησίας μια εταιρίας και της απόδοσης της. Η συγκεκριμένη μελέτη εξετάζει περαιτέρω και την πιθανότητα ενδογένειας του ιδιοκτησιακού καθεστώτος αναφορικά με την εταιρικής απόδοση.

Ως μέτρα εταιρικής απόδοσης χρησιμοποιούνται το λογιστικό κέρδος και το Tobin's Q. Για την ακρίβεια για το Tobin's Q χρησιμοποιείται ο συνήθεις εκτιμητής στον οποίο έχουμε αναφερθεί ανωτέρω. Υπολογίζεται δηλαδή βάσει της αποσβεσμένης αξίας του ενεργητικού και όχι βάσει του κόστους αντικατάστασης των στοιχείων αυτού καθώς είναι ιδιαίτερα δύσκολα προσδιορίσιμο. Έπειτα από ανάλυση της συσχέτισης μεταξύ των δύο μέτρων απόδοσης παρατηρούν πως ο συντελεστής συσχέτισης των δύο λαμβάνει την τιμή 0,60.

Αναφορικά με το ιδιοκτησιακό καθεστώς οι συγγραφείς χρησιμοποιούν το ποσοστό μετοχών που κατέχουν οι βασικοί μέτοχοι της εκάστοτε εταιρίας. Ιδιαίτερη σημασία δίνεται στους πέντε κυριότερους μετόχους της κάθε εταιρίας. Επίσης στην ανάλυση συμπεριλαμβάνεται και το ποσοστό μετοχών που κατέχουν τα μέλη της διοίκησης της εταιρίας, και για την ακρίβεια τα μέλη του Διοικητικού της Συμβουλίου, ο Διευθύνων Σύμβουλος της ή τα μέλη της ανώτατης διοίκησης. Ακόμη συμπεριλαμβάνονται τα ποσοστά συμμετοχής από σημαντικές οικογένειες στην εταιρία (συνήθως αναφέρονται στην ιδρυτική οικογένεια), οι οποίες συχνά έχουν και εκπροσώπηση στη διοίκηση της εταιρίας.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της μελέτης ωστόσο τα μέλη της διοίκησης της εταιρίας (αναφερόμενοι αποκλειστικά σε επαγγελματίες) που δεν αποτελούν τμήμα της οικογενειακής ιδιοκτησίας αυτής, σπάνια διαθέτουν το απαιτούμενο ποσοστό μετοχών ώστε να συμπεριληφθούν μεταξύ των πέντε μεγαλύτερων μετόχων της εταιρίας. Για την ακρίβεια, υπολογίστηκε ότι μόνο στο 3% των υπό εξέταση εταιριών μεταξύ των πέντε κυριότερων μετόχων υπήρχαν και μέλη της διοίκησης της εταιρίας. Το εν λόγω ποσοστό αυξάνεται κυρίως στις περιπτώσεις εκπροσώπησης της κύριας οικογένειας εντός της διοίκησης της εταιρίας.

Το κεντρικό ζήτημα που απασχολεί στο συγκεκριμένο άρθρο τους συγγραφείς είναι η πιθανότητα ενδογένειας του ιδιοκτησιακού καθεστώτος αναφορικά με την εταιρική απόδοση. Για το λόγο αυτό πραγματοποιούν μια ανάλυση παλινδρόμησης ελαχίστων τετραγώνων δύο επιπέδων (two-stage least square regression). Το δείγμα που χρησιμοποιούν αποτελείται από 223 τυχαία επιλεγμένες εταιρίες, για την περίοδο 1976 έως και 1980. Τα βασικά πλεονέκτημα τα του συγκεκριμένου δείγματος είναι η ύπαρξη αξιόπιστων και

πρόσφατων στοιχείων αναφορικά με την ιδιοκτησία, η διαθεσιμότητα άλλων στοιχείων που χρησιμοποιήθηκαν ως επιπρόσθετες ανεξάρτητες μεταβλητές και τρίτον το γεγονός πως το ίδιο δείγμα έχει χρησιμοποιηθεί και από άλλους μελετητές και έτσι τα αποτελέσματα των διαφορετικών μεθόδων είναι άμεσα συγκρίσιμα. Ωστόσο μειονέκτημα αποτελεί το μικρό του μέγεθος.

Οι συγγραφείς χρησιμοποιούν δύο διαφορετικές εξισώσεις. Στην πρώτη ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιείται η εταιρική απόδοση μετρούμενη βάσει του Tobin's Q, ενώ ως ανεξάρτητες το ποσοστό των μετοχών που κατέχουν μέλη της διοίκησης, το ποσοστό μετοχών που κατέχουν οι πέντε κυριότεροι μέτοχοι, ο λόγος έξοδα διαφήμισης προς πωλήσεις, τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης προς πωλήσεις, τα έξοδα εξοπλισμών προς πωλήσεις, το ύψος του συνολικού χρέους της εταιρίας, η συγκέντρωση του εκάστοτε κλάδου (μετρούμενη ως το ποσοστό μεριδίου αγοράς των τεσσάρων μεγαλύτερων εταιριών στον κλάδο) και κάποιες επιπλέον ερμηνευτικές μεταβλητές αναφορικά με τον εκάστοτε κλάδο. Στη δεύτερη εξίσωση ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιείται το ποσοστό μετοχών που κατέχουν τα μέλη της διοίκησης (διοικητική ιδιοκτησία). Ως ανεξάρτητες λαμβάνονται η εταιρική απόδοση, ο κίνδυνος αγοράς της μετοχής, ο μη συστηματικός κίνδυνος της κάθε εταιρίας, το μέγεθος του ενεργητικού της κάθε εταιρίας, ο λόγος χρέους προς ενεργητικό και τέλος όπως και στην περίπτωση της πρώτης εξίσωσης κάποιες ερμηνευτικές μεταβλητές αναφορικά με τον εκάστοτε κλάδο.

Τα αποτελέσματα που ανακύπτουν από την ανάλυση παλινδρόμησης δεν υποδεικνύουν πως η διαφορετικές ιδιοκτησιακές δομές που συναντώνται μεταξύ των εταιριών οδηγούν σε αντίστοιχα επίπεδα εταιρικής απόδοσης. Τα συγκεκριμένα αποτελέσματα συμφωνούν με την υπόθεση πως το εκάστοτε ιδιοκτησιακό προφίλ μια εταιρίας επηρεάζεται σε σημαντικό βαθμό από τις διάφορες αγορές οι οποίες έπειτα από την αλληλεπίδραση διαφόρων δυνάμεων οδηγούν στην κατάλληλη ιδιοκτησιακή δομή που εξυπηρετεί την εκάστοτε εταιρία. Γενικότερα διαφαίνεται πως η αγορά επιτυγχάνει στην επιβολή του κατάλληλου για την κάθε εταιρία ιδιοκτησιακού καθεστώτος. Παρόλο που κύρια υπόθεση της μελέτης είναι η ύπαρξη τέλει αγοράς, στην πραγματικότητα η αγορά δεν είναι τόσο αναποτελεσματική ώστε να επιτρέπει

την ανάπτυξη συστηματικής σχέσης μεταξύ ιδιοκτησίας και εταιρικής απόδοσης.

Οι Himmelberg, Hubbard και Palia (1999) εστίασαν τη μελέτη τους στη διοικητική ιδιοκτησία αναφορικά με το πώς μπορεί το ιδιοκτησιακό καθεστώς να επηρεάζει την εταιρική απόδοση. Η διοικητική ιδιοκτησία θεωρείται από τους συγγραφείς ότι παρουσιάζει ενδογένεια αναφορικά με την εταιρική απόδοση, όσον αφορά την επιρροή και των δύο από κοινούς παράγοντες, γεγονός που οδηγεί σε λανθασμένα ευρήματα συσχέτισης μεταξύ ιδιοκτησία και απόδοσης. Για το λόγο αυτό καταφεύγουν στη χρήση Panel Data και στην εισαγωγή στο υπόδειγμα επιπρόσθετων ερμηνευτικών μεταβλητών για να ελέγξουν την ύπαρξη συσχέτισης μεταξύ του Q του Tobin και της διοικητικής ιδιοκτησίας.

Η κοινή τεχνική για την εξέταση της επίδρασης τη διοικητικής ιδιοκτησίας επί της απόδοσης είναι η ανάλυση παλινδρόμησης του Tobin's Q επί μεταβλητών που εκφράζουν τα ποσοστά ιδιοκτησίας ανά κατηγορία επενδυτών. Ωστόσο αυτή η τεχνική είναι επηρεάζεται από την ύπαρξη απαραίτητης ετερογένειας. Συγκεκριμένα εφόσον κάποιες από της μεταβλητές που επηρεάζουν το Tobin's Q επηρεάζουν και την ιδιοκτησία τότε θα παρατηρούμε την ύπαρξη συσχέτισης μεταξύ των δύο η οποία στην πραγματικότητα δεν είναι αυτού του μεγέθους και κατ' επέκταση και η επίδραση της ιδιοκτησίας επί της απόδοσης θα παρουσιαστεί ως μεγαλύτερη της πραγματικής.

Το δείγμα καλύπτει την περίοδο 1982 – 1984 ενώ αποτελείται από εταιρίες για τις οποίες δεν υπάρχει κενό στοιχείων. Το υπόδειγμα που χρησιμοποιούν οι συγγραφείς χρησιμοποιεί ως εξαρτημένη μεταβλητή το Q του Tobin ενώ ως ανεξάρτητες ο αριθμός των ανώτατων στελεχών της εταιρίας και το ποσοστό μετοχών που αυτά τα στελέχη κατέχουν και το τετράγωνο αυτού, ώστε να αντιμετωπιστεί η περίπτωση μη γραμμικής σχέσης. Ακόμη συμπεριλαμβάνουν το μέσο αριθμό μετοχών που κατέχει το κάθε στέλεχος, οι λογάριθμος των πωλήσεων και του τετραγώνου αυτών, ως μέτρα μεγέθους, το λόγο εμπράγματος ενεργητικού προς πωλήσεις και το τετράγωνο αυτού, την τυπική απόκλιση της τιμής της μετοχής, το λόγο έξοδα έρευνας και ανάπτυξης προς πωλήσεις, το λόγο έξοδα διαφήμισης προς πωλήσεις και τέλος το λόγο κεφαλαιακά έξοδα προς εμπράγματο ενεργητικό.

Επιπρόσθετα συμπεριλαμβάνονται και ορισμένες ψευδομεταβλητές για την κάλυψη περιπτώσεων ελλিপών δεδομένων. Οι παραπάνω μεταβλητές χρησιμοποιούνται για την περίπτωση ύπαρξης διαφορών ανά επιχειρηματικό κλάδο ή δραστηριότητα.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της ανάλυσης η υπόθεση για ύπαρξη εξωγένειας αναφορικά με την διοικητική ιδιοκτησία απορρίπτεται και ουσιαστικά τα ευρήματα υποδεικνύουν στατιστικά σημαντική ενδογένεια και άρα στην υπερεκτίμηση της επίδρασης της διοικητικής ιδιοκτησίας επί της εταιρικής απόδοσης.

Σε άρθρο τους οι R. Anderson και D. Reeb (2003) ενασχολούνται με τη σχέση μεταξύ οικογενειακής ιδιοκτησίας και εταιρικής απόδοσης. Το ενδιαφέρον αναφορικά με τη συγκεκριμένη σχέση ανακύπτει από τη γενικότερη αντίληψη του επενδυτικού κοινού στις Ηνωμένες Πολιτείες πως η οικογενειακή ιδιοκτησία είναι λιγότερο αποδοτική σε σύγκριση με άλλες μορφές ιδιοκτησίας, όπως για παράδειγμα τη διασπαρμένη ιδιοκτησία.

Όπως έχουμε ήδη αναφέρει σε πρότερη αναφορά στην οικογενειακή ιδιοκτησία το κοινό θεωρεί πως πιθανότατα τα μέλη της ιδρύουσας οικογένειας, τα οποία συχνά κατέχουν μεγάλα ποσοστά μετοχών και επίσης έχουν και εκπροσώπηση στη διοίκηση, πιθανότατα δρουν προς το ίδιο συμφέρον προσπαθώντας να εκμεταλλευτούν την αδυναμία επιρροής των αποφάσεων από τους μικρομετόχους.

Άλλη μια αιτία για τη δυσπιστία του επενδυτικού κοινού αποτελεί η περιορισμένη πηγή διοικητικών στελεχών υπό την έννοια ότι τα μέλη της οικογένειας πιθανώς να μην είναι εξίσου ικανά με άλλα στελέχη της αγοράς που θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε βελτιστοποίησης της απόδοσης. Η οικογενειακή ιδιοκτησία κατά κάποιο τρόπο περιορίζει τις επιλογές προσώπων αναφορικά με τη διοίκηση της εταιρίας γεγονός που εκλαμβάνεται ως τροχοπέδη στη αύξησης της απόδοσης της εταιρίας.

Η μελέτη των Anderson και Reeb εξετάζει τη σχέση μεταξύ της ενεργής οικογενειακής ιδιοκτησίας (υπό την έννοια της κατοχής της θέσης του Διευθύνοντος Συμβούλου από μέλος της οικογένειας) και της εταιρικής απόδοσης. Εν συνεχεία εξετάζεται και η επίδραση της παρουσίας μεγαλομετόχων σε συνδυασμό με την παρουσία ισχυρής οικογένειας στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας επί της εταιρικής απόδοσης. Σημαντικός

παράγοντας για τη συγκεκριμένη ανάλυση είναι η κατανομή των δικαιωμάτων ψήφου καθώς αυτά στην περίπτωση παρουσίας οικογενειακής ιδιοκτησίας είναι δυσανάλογα με τα ποσοστά κατοχής μετοχών των μελών της οικογένειας. Συγκεκριμένα από της εταιρίες που αποτελούν το δείκτη S&P 500 το 35% παρουσιάζουν οικογενειακή ιδιοκτησία. Δικαιώματα ψήφου των μελών της ιδρυτικής οικογένειας για κάθε εταιρία ισούνται κατά μέσο όρο με 2,75 φορές το πλήθος των μετοχών που κατέχουν.

Σύμφωνα με την ανάλυση των συγγραφέων η οικογενειακή ιδιοκτησία μπορεί αν είναι επιβλαβής για την εταιρική απόδοση στο βαθμό που τα μέλη της οικογένειας προσπαθούν να εκμαιεύσουν ίδια οφέλη εις βάρος της εταιρίας. Ωστόσο το ίδιο μπορεί να συμβαίνει και υπό την παρουσία άλλων μορφών συγκεντρωμένης ιδιοκτησίας πέραν της οικογενειακής. Επιπρόσθετα όπως έχουμε ήδη αναφέρει οι προτιμήσεις της οικογένειας αναφορικά με τη μερισματική πολιτική που η εταιρία θα υιοθετήσει μπορεί να επηρεάσουν κατ' επέκταση και την συνολική εταιρική απόδοση.

Στον αντίποδα οι συγγραφείς εντοπίζουν και κάποια οφέλη τα οποία μπορούν να ανακύψουν από την παρουσία οικογενειακής ιδιοκτησίας σε μια εταιρία. Επί παραδείγματι η παρουσία οικογενειών στη μετοχική σύνθεση εταιριών στις περισσότερες περιπτώσεις είναι μεγάλης διάρκειας και μακροχρόνιου ορίζοντα και για το λόγο αυτό οι οικογένειες είναι πιθανό να ενδιαφέρονται για τη μακροχρόνια κερδοφορία της εταιρίας. Επιπρόσθετα η μακροχρόνια παρουσία των οικογενειών μεταξύ των μετόχων της εταιρίας είναι πιθανό να επηρεάζει τη φήμη αυτής και μέσω αυτής την εταιρική απόδοση.

Οι επιπτώσεις της οικογενειακής ιδιοκτησίας φαίνεται να μεταβάλλεται ανάλογα με το αν λαμβάνει ενεργή ή παθητική μορφή. Στις περισσότερες περιπτώσεις η κατάληψη της θέσης του Διευθύνοντος Συμβούλου από μέλος της κύριας οικογένειας, όπως ορίζεται η ενεργή οικογενειακή ιδιοκτησία, φαίνεται να μεγαλοποιεί τις αντίστοιχες επιπτώσεις επί της εταιρικής απόδοσης.

Στα πλαίσια της μελέτης του οι Anderson και Reeb εξετάζουν κατά πόσο οι εταιρίες με παρουσία οικογενειακής ιδιοκτησίας είναι λιγότερο επικερδής από τις υπόλοιπες. Επίσης κατά πόσο η σχέση μεταξύ οικογενειακής ιδιοκτησίας και εταιρικής απόδοσης επηρεάζεται από την ηλικία

της εταιρίας, και κατά πόσο η σχέση μεταξύ των δύο είναι γραμμική. Ενώ τέλος εξετάζεται και η επίδραση της ενεργούς οικογενειακής ιδιοκτησίας επί της εταιρικής απόδοσης.

Το δείγμα που χρησιμοποιείται περιλαμβάνει τις εταιρίες που συμπεριλαμβάνει ο δείκτης S&P 500 βάσει στοιχείων κατά το Δεκέμβριο του 1992. Από το συγκεκριμένο δείγμα εξαιρούνται οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί λόγω του διαφορετικού κανονιστικού πλαισίου που τα ορίζει. Συνολικά χρησιμοποιούνται στοιχεία για την περίοδο 1992 έως 1999 που αποτελούν 2,713 παρατηρήσεις.

Για τη μέτρηση της οικογενειακής ιδιοκτησίας χρησιμοποιείται το ποσοστό μετοχών που κατέχουν τα μέλη της ιδρυτικής οικογένειας καθώς και ψευδομεταβλητές για την κατοχή θέσεων διοίκησης από τα μέλη αυτής. Αναφορικά με τη μέτρηση της απόδοσης το Q του Tobin και η απόδοση του ενεργητικού (ROA) χρησιμοποιούνται. Επιπρόσθετες μεταβλητές του υποδείγματος είναι το μέγεθος μετρούμενο ως ο λογάριθμος της λογιστικής αξίας του ενεργητικού της εταιρίας. Επίσης η μηνιαία τυπική απόκλιση της τιμής της μετοχής ως μέτρο του εταιρικού κινδύνου. Ακόμη εισάγονται στο υπόδειγμα ο λόγος χρέους προς ενεργητικό καθώς και η ηλικία της εταιρίας μετρούμενη με το λογάριθμο των ετών λειτουργίας της εταιρίας.

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης υποδεικνύουν πως οι οικογενειακές εταιρίες παρουσιάζουν υψηλότερη απόδοση από τις υπόλοιπες. Χρησιμοποιώντας ως μέτρο την απόδοση του ενεργητικού, παρατηρήθηκε ότι αυτή λαμβάνει υψηλότερες τιμές στις περιπτώσεις εταιριών με παρουσία στη μετοχική τους σύνθεση μελών της ιδρυτικής οικογένειας. Τα εν λόγω αποτελέσματα επιβεβαιώνονται και από τη χρήση αγοραίων μέτρων απόδοσης όπως επί παραδείγματι του Tobin's Q. Τα αποτελέσματα αυτά είναι τόσο στατιστικά όσο και οικονομικά σημαντικά. Συγκεκριμένα οι εταιρίες με οικογενειακή ιδιοκτησία παρουσιάζουν έως και κατά 10% μεγαλύτερο Q του Tobin. Επιπρόσθετα η κατάληψη της θέσης του Διευθύνοντος Συμβούλου από μέλος της ιδρυτικής οικογένειας ευνοεί περαιτέρω την εταιρική απόδοση. Ένα ενδιαφέρον ωστόσο εύρημα της μελέτης είναι πως η οικογενειακή ιδιοκτησία είναι ευεργετική μέχρι ένα συγκεκριμένο βαθμό. Όταν τα μέλη της ιδρυτικής οικογένειας κατέχουν ιδιαίτερα υψηλό ποσοστό συμμετοχής στην

εταιρία, εμφανίζονται κάποιες αναποτελεσματικότητες που πλήττουν σε κάποιο βαθμό την εταιρική απόδοση.

Σε ένα ακόμη άρθρο ο B. Maury (2006) εξετάζει την επίδραση της οικογενειακής ιδιοκτησίας επί της εταιρικής απόδοσης. Σε πολλές δυτικοευρωπαϊκές χώρες οι ιδρυτικές κυρίως οικογένειες των εταιριών διατηρούν μεγάλα ποσοστά του μετοχικού κεφαλαίου, ενώ επίσης συχνά έχουν και αντιπροσώπευση στη διοίκηση της εταιρίας. Οι Anderson και Reeb (2003) στο παραπάνω άρθρο τους απέδειξαν πως οι οικογενειακές επιχειρήσεις στις Ηνωμένες Πολιτείες παρουσιάζουν αυξημένη κερδοφορία σε σύγκριση με εταιρίες με χαμηλά ποσοστά οικογενειακής ιδιοκτησίας. Ο Maury χρησιμοποιεί ένα δείγμα από 1672 εταιρίες, στις οποίες δεν έχει συμπεριλάβει χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, από 13 χώρες της δυτικής Ευρώπης για να ελέγξει την ίδια υπόθεση. Κατά πόσο δηλαδή η παρουσία οικογενειακής ιδιοκτησίας δρα ευεργετικά επί της εταιρικής απόδοσης. Όμοια με τους Anderson και Reeb (2003) εξετάζεται και η επίδραση της ενεργητικής και παθητικής μορφής οικογενειακής ιδιοκτησίας.

Για τη μέτρηση της ιδιοκτησίας ο Maury κατασκευάζει ψευδομεταβλητές. Συγκεκριμένα οι ψευδομεταβλητές αναφέρονται στην παρουσία ιδιοκτήτη με ποσοστό μεγαλύτερο του 10% των δικαιωμάτων ψήφου, στην παρουσία ως κύριου μετόχου μιας μη εισηγμένης εταιρίας συμμετοχών, στην παρουσία ως κύριου μετόχου μιας αναγνωρίσιμης οικογένειας ή προσώπου και τέλος στην παρουσία ως κύριου μετόχου ενός μέλους της οικογένειας με ταυτόχρονη κατοχή μιας θέσης ανώτατης διοίκησης. Στον αντίποδα χρησιμοποιείται και μια ψευδομεταβλητή για την παρουσία διασπαρμένης ιδιοκτησίας, όπου κανένας εκ των μετόχων δεν κατέχει ποσοστό ίσο ή μεγαλύτερο του 10% των δικαιωμάτων ψήφου.

Για τη μέτρηση της απόδοσης χρησιμοποιείται το Q του Tobin, η απόδοση του ενεργητικού καθώς και η απόδοση επί των ιδίων κεφαλαίων (Return on Equity). Επιπρόσθετες ερμηνευτικές μεταβλητές που εισάγονται στο υπόδειγμα είναι ο ρυθμός αύξησης των πωλήσεων (μέσος όρος ετών 1996 – 1998), τα έξοδα πωλήσεων και ο λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού ως μέτρου μεγέθους της εταιρίας.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της ανάλυσης οι οικογενειακές επιχειρήσεις παρουσιάζουν υψηλότερη απόδοση από τις υπόλοιπες. Επίσης



όταν αναφερόμαστε σε ενεργή μορφή, δηλαδή στην ταυτόχρονη κατοχή μιας εκ των δύο σημαντικότερων διοικητικών θέσεων (το Διευθύνοντας συμβούλου ή του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου) από μέλος της ιδρυτικής οικογένειας, παρατηρείται περαιτέρω εύνοια της απόδοσης αναφορικά με τα λογιστικά μέτρα. Ωστόσο, τα αγοραία μέτρα, τα οποία βασίζονται στην αποτίμηση δεν επηρεάζονται. Παρά ταύτα δεν είναι ασφαλές να συμπεράνουμε πως η παρουσία οικογενειακής ιδιοκτησία ευεργετεί πάντα την απόδοση καθώς τα αποτελέσματα υποδεικνύουν πως αυτό δεν συμβαίνει πάντα και αναφερόμαστε σε περιπτώσεις όπου τα μέλη κατέχουν υψηλά συμμετοχής. Σε αυτές τις περιπτώσεις συχνά προσπαθούν να εκμεταλλευτούν των δικαιωμάτων των μικρομετόχων, δρώντας προ ίδιον όφελος και βλάπτοντας τη συνολική εταιρική απόδοση. Σε κράτη με ισχυρά συστήματα προστασίας των μικρομετόχων κάτι τέτοιο δεν παρατηρείται.

Ο Maury επιπλέον αναφέρει ότι είναι πιθανό οι οικογένειες να διακρατούν τις συμμετοχές τους σε επιχειρήσεις που ούτως ή άλλως πραγματοποιούν υψηλά επίπεδα απόδοσης και άρα η παρουσία της οικογένειας να μην αποτελεί αιτία της καλύτερης απόδοσης. Επιπρόσθετα αναφέρεται στην περίπτωση της παρουσίας ενδογένειας καθώς θεωρεί πιθανό η ιδιοκτησία και η απόδοση να επηρεάζονται από κοινούς παράγοντες, ο οποίοι να διαστρεβλώνουν τη σημαντικότητα της μεταξύ τους σχέσης.

Οι Barbosa και Louri (2005) στο άρθρο τους ασχολούνται με το κατά πόσο οι αλλοδαπές εταιρίες που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα και την Πορτογαλία αποδίδουν διαφορετικά από τις εγχώριες. Όπως έχει αποδειχθεί από πολλές μελέτες το ιδιοκτησιακό καθεστώς επηρεάζει την απόδοση της εταιρίας. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν πως οι αλλοδαπές εταιρίες αποδίδουν περισσότερο από τις εγχώριες με αντίστοιχα χαρακτηριστικά. Αιτίες για το συγκεκριμένο φαινόμενο μπορεί να είναι τα οικονομικά πλεονεκτήματα που πιθανώς έχουν, η διαφοροποίηση των προϊόντων τους καθώς και των μεθόδων διαφήμισης και προώθησης που χρησιμοποιούν ή ακόμα και από τη δυνατότητα τους να εκμεταλλευτούν σε μεγαλύτερο βαθμό τις οικονομίες κλίμακας (σε περίπτωση που αναφερόμαστε σε πολυεθνικές εταιρίες).

Το ενδιαφέρον των συγγραφέων στις οικονομίες της Πορτογαλίας και της Ελλάδας ανακύπτει από το γεγονός ότι και οι δύο είναι ανεπτυγμένες μεν

χώρες αλλά στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης θεωρούνται μικρές και περιφερειακές οικονομίες οι οποίες ελκύουν πολυεθνικές εταιρίες για διάφορους λόγους όπως για παράδειγμα το χαμηλό εργατικό και κατ' επέκταση συνολικό κόστος παραγωγής.

Το δείγμα που χρησιμοποιείται προέρχεται από διάφορες πηγές των δύο χωρών και αποτελείται από 2.651 βιομηχανικές επιχειρήσεις που λειτουργούσαν στην Ελλάδα κατά το έτος 1992, ενώ τα δεδομένα αναφέρονται στο έτος 1997 και από 523 επίσης βιομηχανικές εταιρίες που λειτουργούσαν στην Πορτογαλία κατά το έτος 1992.

Οι εξαρτημένες μεταβλητές του υποδείγματος είναι η κερδοφορία μετρούμενη από την απόδοση του ενεργητικού (ROA). Συγκεκριμένα χρησιμοποιείται η καθαρή (NROA) και η ακαθάριστη (GROA) απόδοση το ενεργητικού της εκάστοτε εταιρίας με βασική διαφορά το συνυπολογισμό ή όχι των φόρων.

Ως ανεξάρτητες μεταβλητές στο υπόδειγμα είναι ο λόγος του αριθμού των εργαζομένων σε αλλοδαπές επιχειρήσεις προς το συνολικό αριθμό των εργαζομένων στον κλάδο, το ποσοστό μετοχών που κατέχουν ξένοι επενδυτές, ο μέσος όρος αύξησης του αριθμού των εργαζομένων καθώς και το μερίδιο αγοράς των τεσσάρων μεγαλύτερων εταιριών στον κλάδο. Ακόμη συμπεριλαμβάνονται ο λογάριθμος του αριθμού των εργαζομένων, ως μέτρο μεγέθους, ο λόγος χρέους προς ενεργητικό, ο λόγος κυκλοφορούντος ενεργητικού προς συνολικό ενεργητικό και ο λόγος έξοδα έρευνας και ανάπτυξης προς πωλήσεις. Τέλος συμπεριλαμβάνονται ο λόγος των αποθεμάτων προς το συνολικό ενεργητικό, των πωλήσεων προς το συνολικό ενεργητικό όπως και μια ψευδομεταβλητή για την παρουσία ξένων μετόχων σε ποσοστό άνω του 10% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας.

Τα στατιστικά υποδεικνύουν πως οι αλλοδαπές εταιρίες είναι μεγαλύτερες σε μέγεθος αλλά με χαμηλότερο δείκτη εργαζομένων προς κεφάλαια, γεγονός που πιθανώς δρα ευεργετικά για την εταιρική απόδοση. Επιπρόσθετα έχουν μεγαλύτερη ηλικία από τις εγχώριες γεγονός που τους προσδίδει επιπλέον ευεργετικά χαρακτηριστικά όπως η εμπειρία και η γνώση του κλάδου και της αγοράς.

Τα αποτελέσματα αναφορικά με την Πορτογαλία υποδεικνύουν ότι οι αλλοδαπές επιχειρήσεις δεν παρουσιάζουν διαφορετικές αποδόσεις σε

σύγκριση με τις εγχώριες. Αντίθετα στην Ελλάδα φαίνεται πως οι πρώτες αποδίδουν περισσότερο κατά μέσο όρο από ότι οι δεύτερες, μόνο όταν ως μέτρο απόδοσης χρησιμοποιείται η ακαθάριστη απόδοση του ενεργητικού. Όταν ως μέτρο απόδοσης χρησιμοποιείται η καθαρή απόδοση του ενεργητικού (NROA), το ιδιοκτησιακό καθεστώς δε φαίνεται να επηρεάζει. Επιπρόσθετα τα αποτελέσματα υποδεικνύουν πως οι εταιρίες που λειτουργούν στην Ελλάδα επηρεάζονται σε σημαντικό βαθμό από τα χαρακτηριστικά του κλάδου όπως η ένταση της έρευνας και ανάπτυξης ή η συγκέντρωση, γεγονός που δεν παρατηρείται στην περίπτωση της Πορτογαλίας. Τέλος και το μέγεθος φαίνεται να ασκεί θετική επιρροή αναφορικά με την απόδοση στην περίπτωση της Ελλάδας και όχι στην περίπτωση της Πορτογαλίας, όπου το κεφάλαιο είναι η μεταβλητή που φαίνεται να επηρεάζει.

Στις περισσότερες μελέτες αναφορικά με την επίδραση της ιδιοκτησίας επί της εταιρικής απόδοσης εξαιρούνται από τα αντίστοιχα δείγματα τα διάφορα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Ο λόγος για αυτή την εξαίρεση είναι το διαφορετικό φορολογικό και λογιστικό καθεστώς που διέπει αυτού του είδους τα ιδρύματα καθώς και η δυσκολία υπολογισμού μέτρων απόδοσης όπως για παράδειγμα του Tobin's Q. Οι Mudambi και Nicosia (1998) στο άρθρο τους επιλέγουν να ενασχοληθούν με την επίδραση της διοικητικής ιδιοκτησίας επί της εταιρικής απόδοσης.

Το δείγμα περιλαμβάνει 111 εταιρίες, μεταξύ των οποίων συμπεριλαμβάνονται τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες και άλλων μορφών χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Ως μέτρο απόδοσης χρησιμοποιείται η απόδοση της τιμής της μετοχής της εκάστοτε εταιρίας, τόσο η απλή απόδοση όσο και υπέρμετρη (abnormal) απόδοση. Ακριβέστερα η απλή απόδοση μετράται από την ποσοστιαία μεταβολή στην κεφαλαιοποίηση πλέον της μερισματικής απόδοσης του αντιστοίχου έτους. Η υπέρμετρη απόδοση μετράται ως η συνολική απόδοση της μετοχής αναφορικά με τη συνολική αγορά και ισούται με τη διαφορά μεταξύ της απλής απόδοσης της μετοχής και της απόδοσης ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου με τα ίδια χαρακτηριστικά κινδύνου (μετρούμενου βάσει το beta) κατά την ίδια χρονική περίοδο.

Επιπρόσθετα στο υπόδειγμα ως ανεξάρτητες μεταβλητές εισάγονται το ποσοστό μετοχών που κατέχουν μέλη της διοίκησης της εταιρίας καθώς και η συνολική κεφαλαιοποίηση της εταιρίας. Για την εξασφάλιση έναντι της περίπτωσης ύπαρξη μη γραμμικής σχέσης, το μέτρο διοικητικής ιδιοκτησίας συμπεριλαμβάνονται τόσο υψωμένο στη δεύτερη όσο και στην τρίτη δύναμη.

Η ανάλυση βάσει της κοινής μεθόδου ελαχίστων τετραγώνων (OLS) εμφανίζει δείγματα ετεροσκεδαστικότητας και για το λόγω αυτό εφαρμόζεται και η σταθμισμένη μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων με χρήση στοιχείων απασχόλησης ως στάθμιση. Τέλος το υπόδειγμα εφαρμόζεται και βάσει της μεθόδου μεγίστης πιθανοφάνειας.

Τα αποτελέσματα υποδεικνύουν πως η συγκέντρωση ιδιοκτησίας και ο βαθμός ελέγχου που έχουν οι μέτοχοι έχουν διαφορετική επίδραση επί της εταιρικής απόδοσης. Ακριβέστερα ο αυξημένος έλεγχος από πλευράς των μεγαλομετόχων φαίνεται να επηρεάζει θετικά την απόδοση ενώ αντίθετα η συγκέντρωση ιδιοκτησίας σχετίζεται αντίστροφα με την απόδοση.

Επίσης η σχέση μεταξύ διοικητικής ιδιοκτησίας και εταιρικής απόδοσης φαίνεται να είναι μη μονότονη γεγονός που παρέχει στήριξη στην υπόθεση για αντικρουόμενα συμφέροντα μεταξύ των μετόχων και των μελών της διοίκησης της εταιρίας.

Αντίστοιχα με τις προηγούμενες μελέτες έτσι οι A. Craswell, S. Taylor, R. Saywell (1997) ασχολήθηκαν με τη σχέση μεταξύ του ιδιοκτησιακού καθεστώτος και της εταιρικής απόδοσης. Στην εν λόγω μελέτη τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν αναφέρονται στην Αυστραλία και συγκεκριμένα σε 200 εισηγμένες εταιρίες και καλύπτουν την περίοδο 1986 έως 1989.

Ως μέτρο απόδοσης και εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιείται και σε αυτή την περίπτωση το Q του Tobin το οποίο προσεγγίζεται ως την αγοραία αξία του συνόλου των μετοχών της εταιρίας προς τη λογιστική αξία του ενεργητικού της. Για τη μελέτη της ιδιοκτησίας μετράται το ποσοστό μετοχών που κατέχουν τα μέλη της διοίκησης της εταιρίας (διοικητική ιδιοκτησία) καθώς και το ποσοστό μετοχών που κατέχουν θεσμικοί επενδυτές (θεσμική ιδιοκτησία). Επιπλέον ερμηνευτικές μεταβλητές που εισάγονται στο υπόδειγμα είναι ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης, μετρούμενος από το λόγο του συνολικού χρέους προς το συνολικό ενεργητικό, το μέγεθος, βάσει του λογαρίθμου του συνολικού ενεργητικού, ο λόγος εξόδων έρευνας και

ανάπτυξης προς συνολικό ενεργητικό και τέλος μια ψευδομεταβλητή αναφορικά με τον κλάδο στον οποίο ανήκει η εταιρία.

Τα αποτελέσματα αντίκεινται στην υπόθεση πως η παρουσία θεσμικών επενδυτών συνεπάγεται αυξημένη εποπτεία και κατ' επέκταση υψηλότερη εταιρική απόδοση. Κάποια δείγματα συσχέτισης μεταξύ της διοικητικής ιδιοκτησίας και της αξίας της μετοχής φαίνεται να μην είναι σταθερά διαχρονικά ούτε εμφανίζονται εξίσου σημαντικά σε δείγμα μικρότερων σε μέγεθος εταιριών. Γενικότερα τα αποτελέσματα δε φαίνεται να συμφωνούν με προγενέστερα αποτελέσματα από μελέτες δειγμάτων εταιριών από τις Ηνωμένες Πολιτείες. Οι συγγραφείς καταλήγουν πως εφόσον το ιδιοκτησιακό καθεστώς θεωρηθεί ενδογενής μεταβλητή αναφορικά με την εταιρική απόδοση, τότε η οποιαδήποτε συσχέτιση μεταξύ τους ερμηνεύεται από διάφορα εταιρικά χαρακτηριστικά. Η αντιμετώπιση της θεσμικής, διοικητικής ή άλλης μορφής ιδιοκτησίας ως εξωγενούς μεταβλητής φαίνεται (όπως και σε αυτή τη μελέτη) να μην οδηγεί σε σαφή διαχρονικά και διαστρωματικά αποτελέσματα.

### **2.3 Μερισματική Πολιτική και Εταιρική Απόδοση**

Όπως έχουμε ήδη αναφέρει κατά την εξέταση της σχέσης αλληλεξάρτησης μεταξύ της μερισματικής πολιτικής και του ιδιοκτησιακού καθεστώτος το βασικό κανάλι επιρροής είναι βάσει της θεωρίας της σήμανσης. Αυτή όπως έχουμε ήδη αναφέρει υποστηρίζει πως τα μέλη της διοίκηση μια εταιρίας χρησιμοποιούν τη μερισματική πολιτική για να μεταβιβάσουν στις αγορές τα μηνύματα που αυτοί επιθυμούν. Η ασυμμετρία πληροφόρησης που υπάρχει μεταξύ των μελών της διοίκησης της εταιρίας και των επενδυτών φαίνεται επίσης σε μεγάλο βαθμό να επιτρέπει αυτή τη μετάδοση πληροφοριών.

Οι Kai Li και Xinlei Zhao (forthcoming) σε πρόσφατη μελέτης τους εξετάζουν κατά πόσο η θεωρίας της σήμανσης αντιπροσωπεύει την πραγματικότητα. Σύμφωνα με αυτούς εταιρίες με μεγαλύτερη ασυμμετρία πληροφόρησης θα πρέπει να εμφανίζουν έντονη θετική συσχέτιση μεταξύ αυτής και της μερισματικής πολιτικής. Επιπρόσθετα καθώς τα μερίσματα αποτελούν σε κάποιο βαθμό δέσμευση της εταιρίας για τη μελλοντική πορεία

των κερδών και των γενικότερων μεγεθών τις εταιρίας ενώ ταυτόχρονα είναι και περισσότερο κοστοβόρα από μια επαναγορά ίδιων μετοχών, θεωρούνται από τους μετόχους ως σημαντικότεροι διαβιβαστές πληροφοριών. Κατ' επέκταση η θεωρία της σήμανσης προβλέπει την έντονη θετική σχέση μεταξύ της ασυμμετρίας πληροφόρησης και του διανεμόμενου μερίσματος από ότι μεταξύ της ασυμμετρίας πληροφόρησης και των επαναγορών.

Για τη μέτρηση της μερισματικής πολιτικής επιλέγεται το τακτικό μέρισμα που διανέμεται στους κοινούς μετόχους αλλά και τα πιθανά έκτακτα μερίσματα καθώς όλα μπορεί να περιέχουν πληροφορία προς τους επενδυτές. Τα εν λόγω ωστόσο ποσά αθροίζονται ώστε να διαμορφωθεί ένα συνολικό ετήσιο μέρισμα ενώ παράλληλα εισάγονται ψευδομεταβλητές για τον έλεγχο της παρουσίας διαφορετικών μορφών μερισμάτων. Ουσιαστικά η απόφαση η οποία τίθεται υπό εξέταση είναι αυτή για την αύξηση ή όχι του μερίσματος (και αντίστοιχα τη διανομή σε περίπτωση που δεν καταβαλλόταν ήδη), για το λόγο αυτό εισάγεται άλλη μια ψευδομεταβλητή που ελέγχει την αύξηση του μερίσματος άνω του 15%.

Η μέτρηση της ασυμμετρίας πληροφόρησης είναι σχετικά δυσκολότερο να ποσοτικοποιηθεί. Ωστόσο μια αρκετά καλή προσέγγιση είναι τα σφάλματα προβλέψεων των αναλυτών αναφορικά με την πορεία των κερδών της εταιρίας. Ακριβέστερα στο υπόδειγμα χρησιμοποιείται η απόλυτη τιμή της διαφοράς μεταξύ των μέσων προβλεπόμενων κερδών και των πραγματοποιηθέντων κερδών. Επιπρόσθετα στο υπόδειγμα εισάγεται και η διασπορά των προβλέψεων μετρούμενη από την τυπική απόκλιση των εν λόγω προβλέψεων. Όσο οι εταιρίες αυξάνουν την παρεχόμενη πληροφόρηση τόσο οι προβλέψεις των αναλυτών είναι ακριβέστερες με αποτέλεσμα η διαφορά μεταξύ προβλεπόμενης και πραγματοποιηθείσας τιμής καθώς και η τυπική απόκλιση των προβλεπόμενων τιμών να είναι χαμηλές.

Ακόμη χρησιμοποιούνται και άλλα χαρακτηριστικά της εταιρίας όπως το μέγεθος, ο λόγος αγοραίας προ λογιστική αξία, η κερδοφορία καθώς και ο ειδικός κίνδυνος της εταιρίας. Ωστόσο τα εμπειρικά αποτελέσματα δεν αποδεικνύουν την ύπαρξη συσχέτισης μεταξύ των ιδιαίτερων αυτών εταιρικών χαρακτηριστικών και της ασυμμετρίας πληροφόρησης.

Σύμφωνα με τα στατιστικά αποτελέσματα οι μεγαλύτερες, με μεγαλύτερη κερδοφορία και μικρότερη δυνητική ανάπτυξη διανέμουν είναι

συνηθέστερο να διανέμουν μέρισμα ενώ εταιρίες με μεγαλύτερο ειδικό κίνδυνο δεν συνηθίζουν να διανέμουν μέρισμα. Σχετικά με τα μέτρα ασυμμετρίας τα αποτελέσματα των Li και Zhao δεν υποστηρίζουν τη θεωρία της σήμανσης καθώς και οι δύο εκτιμητές παρουσιάζουν αρνητικό πρόσημο, γεγονός που υποδεικνύει πως εταιρίες με χαμηλό πληροφοριακό περιβάλλον διανέμουν σπανιότερα μέρισμα.

Συμπερασματικά στο συγκεκριμένο άρθρο αναλύεται η σχέση μεταξύ μερισματική πολιτικής και της ποιότητας της διαθέσιμης πληροφόρησης. Η θεωρία της υπονοεί πως αν η ικανότητα μετάδοσης σημάτων μέσω του μερισμάτων είναι υπαρκτή τότε η μερισματική πολιτική των εταιριών θα πρέπει να παρουσιάζει θετική συσχέτιση με τα σφάλματα προβλέψεων των αναλυτών και τη διασπορά αυτών. Τα αποτελέσματα ωστόσο των Li και Zhao δείχνουν αδύναμη αρνητική συσχέτιση μεταξύ των δύο, γεγονός που δεν παρέχει καμία στήριξη στη θεωρία της σήμανσης.

#### **2.4 Ιδιοκτησιακό Καθεστώς, Εταιρική Απόδοση και Μερισματική Πολιτική**

Όπως είναι ορατό από τη μέχρι τώρα ανάλυση το ιδιοκτησιακό καθεστώς, η εταιρική απόδοση και η μερισματική είναι αλληλένδετα και για το λόγο αυτό η αλυσιδωτή σχέση και των τριών έχει αποτελέσει για αρκετούς το κέντρο ενδιαφέροντος των μελετών τους.

Ακριβέστερα οι προτιμήσεις και τα συμφέροντα των κύριων ιδιοκτητών – μετόχων της εταιρίας επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό την πορεία αυτής. Αυτό μπορεί να συμπεριλαμβάνει την προτίμηση τους αναφορικά με το μέρισμα και άρα να επιδρά στην υιοθετούμενη μερισματική πολιτική. Η επιρροή αυτή της μερισματική πολιτικής αποτελεί και ένα από τα κανάλια μέσω του οποίου το ιδιοκτησιακό καθεστώς επηρεάζει την εταιρική απόδοση. Ωστόσο η παρουσία συγκεκριμένων μορφών ιδιοκτησίας σε μια εταιρία μπορεί να επηρεάσει την εταιρική απόδοση και μέσω άλλων καναλιών που αναλύθηκαν παραπάνω.

Οι Chen et al. (2005) σε άρθρο τους εξετάζουν τη σχέση μεταξύ του ιδιοκτησιακού καθεστώτος και συγκεκριμένα της συγκεντρωμένης

οικογενειακής ιδιοκτησίας και της εταιρικής απόδοσης. Παράλληλα σε δεύτερο στάδιο εξετάζουν και την επίδραση της επί της μερισματικής πολιτικής.

Το δείγμα που χρησιμοποιούν συμπεριλαμβάνει στοιχεία από το χρηματιστήριο του Hong Kong και καλύπτουν την περίοδο από το 1995 έως το 1998. Μετά την αφαίρεση εταιριών με έλλειψη στοιχείων το δείγμα καλύπτει 412 εταιρίες και συνολικά 1648 παρατηρήσεις.

Για τη μέτρηση της εταιρικής απόδοσης χρησιμοποιούνται τρία διαφορετικά μέτρα, η απόδοση του ενεργητικού, η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων και ο λόγος αγοραία προς λογιστική αξία. Αντίστοιχα για τη μέτρηση της μερισματικής πολιτικής χρησιμοποιούνται δύο μέτρα. Το πρώτο είναι ο λόγος του συνολικού διανεμόμενου μερίσματος προς τα καθαρά κέρδη και το δεύτερο ο λόγος του μερίσματος ανά μετοχή προς την τιμή της μετοχής.

Όσον αφορά τη μέτρηση της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας αυτή γίνεται μέσω του ποσοστού μετοχών που κατέχουν τα μέλη της κύριας οικογένειας. Ωστόσο τα στοιχεία ιδιοκτησίας δεν είναι πάντα αξιόπιστα καθώς υπάρχει πιθανότητα μέλη ή φίλη της εν λόγω οικογένειας να παρίστανται με διαφορετικά ποσοστά στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας από αυτά που ανακοινώνονται δημόσια μέσω του χρηματιστηρίου. Στηριζόμενοι στην μεθοδολογία του Morck et al. (2000) για να συμπεριλάβουν και την περίπτωση παρουσίας μη γραμμικής σχέσης δημιουργούν τρεις μεταβλητές αναφορικά με την ιδιοκτησία, οι οποίες ορίζουν από ένα ξεχωριστό εύρος για το ποσοστό συμμετοχής της οικογένειας στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας.

Επιπρόσθετα εισάγονται και ψευδομεταβλητές για τον έλεγχο της κατοχής της θέσης του διευθύνοντος συμβούλου και του προέδρου από το ίδιο άτομο, ο φυσικός λογάριθμός του αριθμού των μελών του διοικητικού συμβουλίου, το ποσοστό των ανεξάρτητων επαγγελματιών μελών της διοίκησης (χωρίς κατοχή ποσοστού μετοχών), μια ψευδομεταβλητή για την παρουσία ανεξάρτητης διοίκησης καθώς και για την παρουσία επιτροπής ελέγχου. Εκ των προτέρων αναμένεται οι εταιρίες με μικρότερα διοικητικά συμβούλια και με εντονότερη παρουσία μη ανεξαρτήτων στελεχών, ελεγκτικών επιτροπών και διαφορετικά πρόσωπα στις θέσεις του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου να παρουσιάζουν μεγαλύτερη εταιρική αξία και υψηλότερη εταιρική απόδοση.



Ακόμα στο υπόδειγμα που χρησιμοποιείται συμπεριλαμβάνονται και ερμηνευτικές μεταβλητές αναφορικά με τα ειδικά χαρακτηριστικά των διαφόρων εταιριών. Αυτές είναι ο λόγος χρέους προς ενεργητικό, ο ρυθμός αύξησης των πωλήσεων και το μέγεθος, μετρούμενο με το λογάριθμο του συνολικού ενεργητικού.

Στο πρώτο μέρος της ανάλυσης πραγματοποιείται παλινδρόμηση των μεταβλητών που μετρούν την ιδιοκτησία επί των ROE, ROA και MV/BV, των μεταβλητών δηλαδή που μετρούν την εταιρική απόδοση. Το δείγμα πέρα από συνολικά εξετάζεται και χωρισμένο σε υποσύνολα καθώς η επίδραση μπορεί να διαφέρει σημαντικά ανάλογα με το μέγεθος της εταιρίας για λόγους όπως η ικανότητα εκμετάλλευσης των δικαιωμάτων των μικρομετόχων. Τα αποτελέσματα για το συνολικό δείγμα δείχνουν ασθενή σχέση μεταξύ της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας και της εταιρικής απόδοσης. Τα συγκεκριμένα αποτελέσματα συμφωνούν και με αυτά των Demsetz και Lehn (1985) που επίσης δεν διαπιστώνουν καμία μορφής στατιστικά σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ των δύο χαρακτηριστικών.

Αναφορικά με την εταιρική διακυβέρνηση η κατοχή της θέσης του διευθύνοντος συμβούλου και του προέδρου της εταιρίας από το ίδιο άτομο παρουσιάζει αρνητική συσχέτιση με το λόγο αγοραίας προς λογιστική αξία. Η συγκεκριμένη σχέση υποδηλώνει την επιβολή των απόψεων του συγκεκριμένου ατόμου και τον περιορισμένο ρόλο του διοικητικού συμβουλίου. Ακόμη η παρουσία μιας ελεγκτικής επιτροπής φαίνεται να σχετίζεται θετικά και στατιστικά σημαντικά με τα μέτρα απόδοσης ενώ δεν παρατηρείται συσχέτιση μεταξύ της παρουσίας ανεξάρτητων μελών στη διοίκηση και τα μέτρα απόδοσης.

Ομοίως και όσον αφορά την επίδραση της μερισματικής πολιτικής επί της εταιρικής απόδοσης το δείγμα χωρίζεται σε μικρότερα υποσύνολα. Τα αποτελέσματα δείχνουν την ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ των μεγεθών ιδιοκτησία και απόδοση όταν αναφερόμαστε σε οικογενειακή ιδιοκτησία με ποσοστά συμμετοχής της τάξης του 10%. Η σχέση αυτή μετατρέπεται σε θετική για ποσοστά συμμετοχής εντός του εύρους 10% έως 35%. Επίσης σημαντικός παράγοντας είναι και το μέγεθος της υπό εξέταση εταιρίας καθώς για μικρότερες εταιρίες δεν φαίνεται να υπάρχει κάποια συσχέτιση ενώ η

εταιρική απόδοση μεγάλων εταιριών παρουσιάζει μεγαλύτερη ευαισθησία αναφορικά με τη μερισματική πολιτική.

Συμπερασματικά δεν αποδεικνύεται η ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ οικογενειακής ιδιοκτησίας και κάποιας εκ των μεταβλητών εταιρικής απόδοσης, ενώ παρατηρείται η ύπαρξη αρνητική σχέσης μεταξύ της μερισματικής πολιτικής και της οικογενειακής ιδιοκτησίας. Τέλος, η εταιρική διακυβέρνηση φαίνεται να παρουσιάζει συσχέτιση με την εταιρική απόδοση και πιθανώς να έπρεπε να ενισχυθεί.

Οι Pindado και de la Torre (2006)σε άρθρο τους αναφέρονται στο πρόβλημα ενδογένειας που παρουσιάζεται κατά τη μελέτη της σχέσης μερισματική πολιτικής, επενδύσεων, απόδοσης, χρηματοδότησης και ιδιοκτησίας καθώς τα εν λόγω μεγέθη επηρεάζονται από κοινούς παράγοντες και για το λόγω αυτό τα εξαγόμενα αποτελέσματα δεν είναι πάντα ασφαλή. Ωστόσο οι συγκεκριμένοι επιλέγουν τη χρήση της Γενικευμένης Μεθόδου των Ροπών ώστε να ξεπεράσουν το συγκεκριμένο πρόβλημα.

Οι συγγραφείς ενδιαφέρονται για την επίδραση των επενδύσεων, της χρηματοδότησης και της μερισματικής πολιτικής επί της ιδιοκτησίας. Συγκεκριμένα οι υποθέσεις που προτίθενται να ελέγξουν είναι οι εξής:

- i. Τα υψηλότερα επίπεδα χρέους οδηγούν σε χαμηλότερα επίπεδα διοικητικής ιδιοκτησίας.
- ii. Τα υψηλότερα επίπεδα χρέους οδηγούν σε ασθενέστερη συγκέντρωση ιδιοκτησίας.
- iii. Τα υψηλότερα μερίσματα οδηγούν σε υψηλότερα επίπεδα διοικητικής ιδιοκτησίας.
- iv. Τα υψηλότερα μερίσματα οδηγούν σε εντονότερη συγκέντρωση ιδιοκτησίας.
- v. Οι υψηλότερες επενδύσεις οδηγούν σε υψηλότερα επίπεδα διοικητικής ιδιοκτησίας.
- vi. Οι υψηλότερες επενδύσεις οδηγούν σε εντονότερη συγκέντρωση ιδιοκτησίας.
- vii. Οι περισσότερες ελεύθερες ταμειακές ροές οδηγούν σε υψηλότερα επίπεδα συγκέντρωσης ιδιοκτησίας.
- viii. Το υψηλότερο Tobin's Q οδηγεί σε εντονότερη συγκέντρωση ιδιοκτησίας.

- ix. Οι μεγάλες σε μέγεθος εταιρίες παρουσιάζουν χαμηλότερα επίπεδα συγκέντρωσης ιδιοκτησίας.

Το υπόδειγμα που χρησιμοποιείται περιλαμβάνει ως εξαρτημένες μεταβλητές τη διοικητική ιδιοκτησία και τη συγκέντρωση ιδιοκτησίας. Αντίστοιχα ως ανεξάρτητες χρησιμοποιούνται το ποσοστό χρέους της εταιρίας, το διανεμόμενο μέρισμα και οι επενδύσεις της εταιρίας. Επίσης εισάγονται και μέτρα για τον έλεγχο των επενδυτικών ευκαιριών αλλά και των ελεύθερων – δωρεάν ταμειακών ροών. Ακόμα χρησιμοποιούνται και δύο ψευδομεταβλητές για τον έλεγχο της παρουσίας διοικητικής ιδιοκτησίας και συγκεντρωμένης ιδιοκτησίας αντίστοιχα. Τέλος, στο υπόδειγμα εισάγονται και τρία διανύσματα τα οποία συμπεριλαμβάνουν στοιχεία για την εσωτερική ιδιοκτησία, τα χαρακτηριστικά του κλάδου και μακροοικονομικά χαρακτηριστικά.

Το δείγμα που χρησιμοποιείται περιλαμβάνει 135 εταιρίες για τις οποίες υπάρχουν στοιχεία για έξι συνεχή χρόνια εντός του διαστήματος 1990 έως 1999. Η χρήση panel-data συμβάλει στον έλεγχο του προβλήματος της μη παρατηρούμενης ετερογένειας που παρουσιάζεται κατά τη χρήση διαστρωματικών δεδομένων. Η στατιστική ανάλυση των στοιχείων πως η υπόθεση της ανεξαρτησίας δεν παραβιάζεται ενώ δεν υπάρχουν στοιχεία πολυσυγγραμμικότητας.

Αναφορικά με τις προαναφερθείσες υποθέσεις που εμπλέκουν την διοικητική ιδιοκτησία, η πρώτη που αναφέρεται στην αποστροφή των εσωτερικών επενδυτών προς τον κίνδυνο γεγονός που τους κάνει να μειώνουν τη συμμετοχή τους επιβεβαιώνεται από τα αποτελέσματα. Επίσης η τρίτη υπόθεση η επιβεβαιώνεται από το θετικό και στατιστικά σημαντικό εκτιμητή και άρα οι επενδυτές τείνουν να αυξήσουν τη συμμετοχή τους στη βλέψη αυξημένης μερισματικής απόδοσης. Ενδιαφέρον προκαλεί η επιβεβαίωση της πέμπτης υπόθεσης βάσει της οποίας οι επενδύσεις σχετίζονται θετικά με τη διοικητική ιδιοκτησία. Το συγκεκριμένο αποτέλεσμα έρχεται σε συμφωνία και με τα αποτελέσματα των Himmelberg et al. (1999) που δείχνουν πως τα μερίδια ιδιοκτησίας των μελών της διοίκησης αυξάνονται με την αύξηση του επιπέδου των επενδύσεων.

Όσον αφορά στις υποθέσεις για την συγκέντρωση ιδιοκτησίας, η δεύτερη κατά σειρά υπόθεση επιβεβαιώνεται από την παρουσία αρνητικού εκτιμητή για τη μεταβλητή του εταιρικού χρέους. Σύμφωνα με αυτό το αποτέλεσμα η παρουσία αυξημένης μόχλευσης αυξάνει την εξωτερική εποπτεία και άρα και τη συγκέντρωση ιδιοκτησίας. Η τέταρτη υπόθεση δεν υποστηρίζεται καθώς ο εκτιμητής της αντίστοιχης μεταβλητής δεν είναι στατιστικά σημαντικός, και άρα η υποτιθέμενη θετική σχέση μεταξύ των μερισμάτων και του συγκεντρωτισμού δεν επιβεβαιώνεται. Τέλος και η έκτη υπόθεση επιβεβαιώνεται δείχνοντας πως ο αυξημένος αριθμός επενδύσεων από πλευράς της εταιρίας ενθαρρύνει τόσο εσωτερικούς όσο και εξωτερικούς επενδυτές να αυξήσουν τη συμμετοχή τους.

Εν συνεχεία γίνεται εκτίμηση του υποδείγματος λαμβάνοντας υπόψη την περίπτωση παρουσίας μη γραμμικής σχέσης μεταξύ των μεταβλητών καθώς και την αλληλεπίδραση μεταξύ της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας και της διοικητικής ιδιοκτησίας, μέσω της χρήσης ψευδομεταβλητών. Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν όλες τις προαναφερθείσες υποθέσεις, ενώ παράλληλα διαφαίνεται και η θετική επιρροή της εσωτερικής ιδιοκτησίας επί του συγκεντρωτισμού ιδιοκτησίας.

Συγκεντρωτικά βάσει των αποτελεσμάτων, πρώτον οι εσωτερικοί επενδυτές μειώνουν τα ποσοστά τους όσο η μόχλευση αυξάνεται λόγω της αποστροφής τους προς τον κίνδυνο. Δεύτερον η εποπτεία από εξωτερικούς επενδυτές με υψηλά ποσοστά συμμετοχής αντικαθιστά τον αντίστοιχο ρόλο του εταιρικού χρέους. Τρίτον, καθώς τα αυξημένα μερίσματα αναγκάζουν τα μέλη της διοίκησης να επιλέγουν μόνο επενδύσεις που παρουσιάζουν θετική καθαρά παρούσα αξία, οι ίδιοι τείνουν να αυξάνουν τα ποσοστά συμμετοχής τους και άρα και το ποσοστό ιδιοκτησίας. Τέταρτον όταν μια εταιρία αναλαμβάνει νέα επενδυτικά έργα αυξάνονται παράλληλα τα ποσοστά συμμετοχής τόσο των εσωτερικών όσο και των εξωτερικών επενδυτών. Τέλος αναφορικά με τις υπόλοιπες ερμηνευτικές μεταβλητές του υποδείγματος, το μέρισμα και το εταιρικό χρέος φαίνεται να επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό τη συμμετοχή τόσο εσωτερικών όσο και εξωτερικών επενδυτών.

### **3. Ιδιοκτησιακό Καθεστώς, Εταιρική Απόδοση και Μερισματική Πολιτική στην Ελλάδα**

Στόχο της παρούσας διπλωματικής εργασίας αποτελεί η διερεύνησης της ύπαρξη σχέσης μεταξύ της εταιρικής απόδοσης, του ιδιοκτησιακού καθεστώτος και της μερισματικής πολιτικής. Ακριβέστερα επικεντρώνεται στο κατά πόσο η ακολουθούμενη μερισματική πολιτική μιας εταιρίας καθώς και το ισχύον ιδιοκτησιακό καθεστώς μπορεί να δρουν ευεργετικά ή όχι ως προς την εταιρική απόδοση.

Ουσιαστικά η υπόθεση την οποία καλούμαστε να ελέγξουμε εν προκειμένω είναι η ύπαρξη θετικής επίδρασης από τις επιλαχούσες μεταβλητές που εκφράζουν τη μερισματική πολιτική και τις αντίστοιχες που εκφράζουν το ιδιοκτησιακό καθεστώς επί της εταιρικής απόδοσης. Ο έλεγχος για την ύπαρξη της συγκεκριμένης σχέσης θα πραγματοποιηθεί μέσω της ανάλυσης παλινδρόμησης μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών, που είναι κατ' ουσία τα μέτρα εταιρικής απόδοσης, και των εξαρτημένων μεταβλητών, που είναι τα μέτρα ιδιοκτησίας, είτε οικογενειακής είτε θεσμικής, αλλά και των μέτρων μερισματικής πολιτικής. Η πραγματοποίηση της ανάλυσης παλινδρόμησης πραγματοποιείται μέσω του Eviews ενώ ακολουθείται η μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων για Panel Data λόγω της ιδιαιτερότητας του δείγματος. Οι χρησιμοποιούμενες εξαρτημένες και ανεξάρτητες μεταβλητές αναφέρονται διεξοδικά κατωτέρω.

Τα εκάστοτε κανάλια επιρροής μέσω των οποίων οι διάφορες εξαρτημένες μεταβλητές θεωρείται πιθανό να επηρεάζουν τις διάφορες εξαρτημένες θα αναλυθούν κατωτέρω. Όπως έχει αναλυθεί στη βιβλιογραφική ανάλυση που προηγήθηκε υπάρχουν πολλά και διαφορετικά κανάλια μέσω των οποίων είναι πιθανή η ερμηνεία της επιρροής των μερισμάτων ή της υιοθετούμενης μορφής ιδιοκτησίας επί της εταιρικής απόδοσης. Ιδιαζούσης σημασία για τη μελέτη αυτή της σχέσης είναι η επιλογή των μεταβλητών και των μεγεθών μέσω των οποίων ο κάθε ερευνητής επιλέγει να μετρήσει τα αντίστοιχα χαρακτηριστικά και μεγέθη.

### **3.1 Μέτρηση Εταιρικής Απόδοσης – Εξαρτημένες Μεταβλητές.**

Για τη μέτρηση της εταιρικής απόδοσης όπως έχουμε ήδη αναφέρει στη παραπάνω βιβλιογραφική μελέτη μπορούν να χρησιμοποιηθούν πολλών ειδών μέτρα τα οποία εκφράζουν κατά διαφορετικό τρόπο το συγκεκριμένο χαρακτηριστικό μια εταιρίας. Τα μέτρα αυτά έχουν κατηγοριοποιηθεί ανωτέρω ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και την ορθότητα τους.

Στην παρούσα εργασία αναφορικά με τη μέτρηση της εταιρικής απόδοσης επιλέγονται τρεις μεταβλητές οι οποίες συναντώνται συχνότερα στη βιβλιογραφία.

#### **3.1.α Tobin's Q (tq)**

Η πρώτη από αυτές είναι το προαναφερθέν Q του Tobin το οποίο αποτελεί ένα αγοραίο μέτρο εταιρικής απόδοσης τα πλεονεκτήματα του οποίου έχουν ήδη αναλυθεί στο βιβλιογραφικό τμήμα ανωτέρω. Καθώς ο υπολογισμός του Tobin's Q είναι αρκετά σύνθετος εφόσον απαιτεί υπολογισμό της αγοραίας αξίας της εταιρίας η οποία είναι εύκολα υπολογίσιμη βάσει του συνολικού αριθμού μετοχών της εταιρίας πλέον του εκδοθέντος από αυτή χρέους, απαιτεί και τον υπολογισμό του κόστους αντικατάστασης των στοιχείων του ενεργητικού της εκάστοτε εταιρίας. Η αποτίμηση ωστόσο όλων των στοιχείων του ενεργητικού μια εταιρίας ως προς την εξεύρεση του κόστους αντικατάστασης είναι ιδιαίτερα δύσκολη διαδικασία, κυρίως σε περιπτώσεις που το ενεργητικό της υπό εξέταση εταιρίας συμπεριλαμβάνει άυλα στοιχεία. Για την αντιμετώπιση του συγκεκριμένου προβλήματος η συνηθέστερη μέθοδος που υιοθετείται από τους μελετητές είναι η χρήση της λογιστικής αξίας των στοιχείων του ενεργητικού αντί του κόστους αντικατάστασης αυτών.

Για τις ανάγκες της συγκεκριμένης εργασίας υπολογίστηκε το Tobin's Q για τις εταιρίες του δείγματος βάσει των στοιχείων που υπάρχουν καταχωρημένα στη βάση δεδομένων της Datastream. Συγκεκριμένα συλλέχθηκαν δεδομένα για την αγοραία αξία των εταιριών του δείγματος για την υπό εξέταση περίοδο (2001 – 2006) καθώς επίσης και για τη λογιστική αξία των στοιχείων του ενεργητικού τους. Μέσω αυτών υπολογίστηκε το Tobin's Q, ή ακριβέστερα μια εκτίμηση του η οποία χρησιμοποιείται κατά

κόρον στη βιβλιογραφία και αποτελεί αρκετά καλή προσέγγιση της πραγματικής του τιμής.

### 3.1.β Απόδοση Ενεργητικού - Return on Assets (roa)

Ως δεύτερη μεταβλητή μέτρησης της εταιρικής απόδοσης χρησιμοποιείται η απόδοση του ενεργητικού. Το συγκεκριμένο αποτελεί ένα επίσης ιδιαίτερα συνηθισμένο μέτρο απόδοσης κυρίως λόγω της ευκολίας υπολογισμού του αλλά και της ακρίβειας του, χαρακτηριστικά τα οποία οφείλονται στο υπολογισμό του βάσει παρελθοντικών στοιχείων. Ακριβέστερα ο υπολογισμός του συγκεκριμένου λογιστικού μέτρου απόδοσης απαιτεί απλά τη χρήση ιστορικών μεγεθών αναφορικά με τα πραγματοποιηθέντα κέρδη και το συνολικό ενεργητικό βάσει των λογιστικών καταστάσεων της εκάστοτε εταιρίας. Το Return on Assets χρησιμοποιείται για τις εταιρίες του δείγματος για την υπό εξέταση περίοδο όπως παρουσιάζεται υπολογισμένο στη βάση δεδομένων της Datastream, με την ονομασία Return on Assets (Key Item).

## **3.2 Μέτρηση Μερισματικής Πολιτικής και Ιδιοκτησιακού Καθεστώτος – Ανεξάρτητες Μεταβλητές.**

Η παρούσα διπλωματική εργασία ενδιαφέρεται να ερμηνεύσει τις μεταβολές της εταιρικής απόδοσης βάσει των μεταβολών του ιδιοκτησιακού καθεστώτος και της υιοθετούμενης από την εκάστοτε εταιρία μερισματικής πολιτικής. Στη συνέχεια θα αναφέρουμε τις μεταβλητές μέσω των οποίων επιλέχθηκε να μετρηθούν τα εν λόγω μεγέθη, τους λόγους για τη συγκεκριμένη επιλογή καθώς και το πιθανό κανάλι επιρροής επί της εταιρικής απόδοσης.

### 3.2.α Μέρισμα ανά Μετοχή– Dividend per share (dps)

Το διανεμηθέν μέρισμα ανά μετοχή αποτελεί μια εκ των ερμηνευτικών μεταβλητών που χρησιμοποιείται στο υπόδειγμα. Τα αριθμητικά δεδομένα προέρχονται από τη βάση δεδομένων της Datastream για τις εταιρίες του δείγματος και για την περίοδο 2001 έως 2006.

Ο λόγος για τον οποίο η συγκεκριμένη εξαρτημένη μεταβλητή συμπεριελήφθη στο υπόδειγμα είναι πως θεωρητικά αναμένεται να επηρεάζει θετικά την εταιρική απόδοση. Συγκεκριμένα η θεωρία υποστηρίζει πως οι επενδυτές εκλαμβάνουν ως θετική είδηση τη διανομή μερίσματος (όπως έχουμε ήδη αναφέρει και πρωτίτερα βάσει της θεωρίας της σήμανσης). Κατά τη μέτρηση της εταιρικής απόδοσης βάσει του Tobin's Q θα μπορούσαμε να υποθέσουμε πως καθώς το υψηλό μέρισμα ανά μετοχή δρα ευεργετικά προς την τιμή της μετοχής και κατ' επέκταση προς τη συνολική αγοραία αξία της εταιρίας η οποία αποτελεί και τον αριθμητή του Tobin's Q. Συμπερασματικά αναμένουμε θετική σχέση μεταξύ μερισματική απόδοσης και Tobin's Q.

Αναφορικά με το άλλο μέτρο εταιρικής απόδοσης, το ROA μπορούμε να υποθέσουμε πως η εταιρία προβλέποντας θετική πορεία των μελλοντικών της κερδών προβαίνει σε διανομή υψηλού μερίσματος, που όπως έχουμε προαναφέρει είναι μια ιδιαίτερα ανελαστική εταιρική απόφαση. Κατ' επέκταση ο αριθμητής του συγκεκριμένου μέτρου απόδοσης που είναι τα κέρδη της εταιρίας φαίνεται να επηρεάζεται θετικά.

Συμπερασματικά και τα δύο υιοθετούμενα μέτρα εταιρικής απόδοσης θεωρούμαι πως σχετίζονται θετικά με το διανεμόμενο ανά μετοχή μέρισμα.

### 3.2.β Μερισματική Απόδοση – Dividend Yield (dy)

Όπως και προηγουμένως η μερισματική απόδοση καλείται να παίξει το ρόλο της δεύτερης ανεξάρτητης μεταβλητής ως προς την ερμηνεία της σχέσης μεταξύ μερισματικής πολιτικής και εταιρικής απόδοσης.

Η μερισματική απόδοση αποτελεί, πέραν της κεφαλαιακής, τη δεύτερη συνιστώσα της συνολικής απόδοσης που απολαμβάνει ένας επενδυτής. Όμοια με το διανεμηθέν μέρισμα ανά μετοχή θεωρούμε πως τα υψηλά επίπεδα μερισματικής απόδοσης λειτουργούν θετικά ως προς την τιμή της μετοχής της εταιρίας, της αγοραία αξίας αυτής και τελικά του Q του Tobin. Για τους ίδιους λόγους που αναφέραμε και παραπάνω οι οποίοι περιλαμβάνουν τις εταιρικές εκτιμήσεις για την πορεία των κερδών τα υψηλά επίπεδα μερισματικής απόδοσης αναμένουμε να επηρεάζουν θετικά και το ROA.

Η μερισματική απόδοση εισάγεται στο υπόδειγμα από δεδομένα τα οποία συλλέχθηκαν από τη Datastream υπό την ονομασία Dividend Yield – Key Item.



### 3.2.γ Ποσοστό οικογενειακής ιδιοκτησίας (fa)

Για τους σκοπούς της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας εστιάζουμε το ενδιαφέρον μας αναφορικά με το ιδιοκτησιακό καθεστώς σε δύο κυρίως μεταβλητές. Η πρώτη εξ' αυτών είναι η οικογενειακή ιδιοκτησία για τη μέτρηση της οποίας χρησιμοποιείται το ποσοστό μετοχών που κατέχουν τα μέλη της πρώτης σε μέγεθος οικογένειας που έχει παρουσία στο μετοχικό κεφάλαιο της εκάστοτε εταιρίας. Τα στοιχεία προέρχονται από τις καταστάσεις με τα ποσοστά συμμετοχής που ανακοινώνει σε τακτά χρονικά το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Συγκεκριμένα η εν λόγω ανακοίνωση του ΧΑΑ περιλαμβάνει τους μετόχους με ποσοστά συμμετοχής άνω του 5% ανά εταιρία οι οποίοι βάσει της ισχύουσας νομοθεσίας οφείλουν να ανακοινώνουν τα ποσοστά που κατέχουν. Για τον υπολογισμό του συνολικού ποσοστού αθροίστηκαν τα ποσοστά που κατείχαν τα μέλη της οικογένειας με τη μεγαλύτερη παρουσία στο μετοχικό κεφάλαιο της κάθε εταιρίας, για όσες φυσικά εταιρίες υπήρχε τέτοια οικογένεια. Τα στοιχεία εκφράζονται σε ποσοστά και καλύπτουν την περίοδο 2001-2006 για τις εταιρίες του δείγματος.

Βάσει της θεωρίας, η οποία έχει ήδη αναφερθεί προηγουμένως, η παρουσία οικογένειας με υψηλά ποσοστά συμμετοχής φαίνεται να επηρεάζει θετικά την εταιρική απόδοση. Σε πρώτο επίπεδο μπορούμε να υποθέσουμε ότι τα μέλη μιας τέτοια οικογένειας θα διατηρούσαν τα ποσοστά συμμετοχής του υψηλά μόνο εφόσον η κερδοφορία της εταιρίας ήταν και αναμενόταν να παραμείνει υψηλή.

Κατ' επέκταση τα μέτρα εταιρικής απόδοσης που περιλαμβάνουν την εταιρική κερδοφορία, όπως η Απόδοση του Ενεργητικού, αναμένεται να σχετίζονται θετικά με την παρουσία οικογενειακής ιδιοκτησίας. Επιπρόσθετα η αναμενόμενη αυξημένη κερδοφορία δυνητικά επηρεάζει και τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής και μέσω αυτής την αγοραία αξία και έτσι και το Tobin's Q.

### 3.2.ε Τετράγωνο ποσοστού οικογενειακής ιδιοκτησίας (faa)

Για την περίπτωση ύπαρξης μη γραμμικής σχέσης μεταξύ οικογενειακής ιδιοκτησίας και της εταιρικής απόδοσης εισάγεται στο υπόδειγμα μια επιπλέον μεταβλητή η οποία ισούται με το τετράγωνο του ποσοστού οικογενειακής ιδιοκτησίας.

### 3.2.στ Ψευδομεταβλητή οικογενειακής ιδιοκτησίας (df)

Στην ανάλυση μας πέρα από τα συγκεκριμένα ποσοστά που κατέχει η κύρια οικογένεια ανά εταιρία εισάγουμε και μια ψευδομεταβλητή για τον έλεγχο της επίδρασης της παρουσίας αυτού του χαρακτηριστικού. Η εν λόγω ψευδομεταβλητή λαμβάνει την τιμή ένα όταν παρατηρούμε την ύπαρξη οικογένειας με ποσοστό συμμετοχής άνω του 5% στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας, ή μηδέν στην περίπτωση που τέτοια οικογένεια δεν υπάρχει.

### 3.2.ζ Ποσοστό θεσμικής ιδιοκτησίας(in)

Σε δεύτερο επίπεδο θεωρούμε πως και η παρουσία θεσμικών επενδυτών στο μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρίας μπορεί να επηρεάσει την απόδοση της. Το ενδιαφέρον προκαλείται από το διαφορετικό νομοθετικό και φορολογικό καθεστώς που ισχύει για τους θεσμικούς επενδυτές το οποίο πιθανώς να δημιουργεί κίνητρα για επιρροή επί της μερισματικής πολιτικής και μέσω αυτής της εταιρικής απόδοσης μέσω καναλιών που έχουμε ήδη αναφέρει. Συνήθως οι θεσμικοί επενδυτές λόγω των υποχρεώσεων τους απαιτούν την καταβολή μερίσματος με ότι επίδραση μπορεί αυτή να έχει επί της εταιρικής απόδοσης. Επίσης οι επενδυτές φαίνεται να εκλαμβάνουν την παρουσία θεσμικών επενδυτών ως μέσο για τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης κυρίως λόγω του μεγέθους αλλά και άλλων χαρακτηριστικών τους που συνεπάγονται αυξημένη εποπτεία. Για τους παραπάνω λόγους αναμένουμε η παρουσία θεσμικών επενδυτών να επηρεάζει θετικά την εταιρική απόδοση.

Όμοια με την περίπτωση των δεδομένων οικογενειακής ιδιοκτησίας, τα ποσοστά συμμετοχής θεσμικών επενδυτών ανά εταιρία έχουν συλλεχθεί από την τακτική ανακοίνωση ποσοστών συμμετοχής του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Τα εν λόγω ποσοστά είναι επίσης διαθέσιμα και μέσω του δικτύου πληροφόρησης Reuters στη σελίδα ιδιοκτησίας της εκάστοτε εταιρίας.

### 3.2.η Τετράγωνο ποσοστού ιδιοκτησίας (inn)

Για την περίπτωση ύπαρξης μη γραμμικής σχέσης μεταξύ θεσμικής ιδιοκτησίας και της εταιρικής απόδοσης εισάγεται στο υπόδειγμα μια επιπλέον μεταβλητή η οποία ισούται με το τετράγωνο του ποσοστού θεσμικής ιδιοκτησίας.

### 3.2.θ Ψευδομεταβλητή θεσμικής ιδιοκτησίας (di)

Όπως και στην περίπτωση της οικογενειακής ιδιοκτησίας στο υπόδειγμα εισάγεται και μια ψευδομεταβλητή για τον έλεγχο της γενικότερης επίδρασης της παρουσίας θεσμικών επενδυτών στη μετοχική σύνθεση της εταιρίας. Σε περίπτωση παρουσίας θεσμικού επενδυτή η ψευδομεταβλητή λαμβάνει την τιμή ένα ενώ σε αντίθετη περίπτωση την τιμή μηδέν.

### 3.2.ι Ψευδομεταβλητή ταυτόχρονης παρουσίας οικογενειακής και θεσμικής ιδιοκτησίας (dfi)

Επιπρόσθετα στο υπόδειγμα μας εισάγεται και μια ψευδομεταβλητή για τον έλεγχο της ταυτόχρονης παρουσίας θεσμικών επενδυτών και οικογένειας με ποσοστό συμμετοχής άνω του 5%. Η εν λόγω ψευδομεταβλητή λαμβάνει την τιμή ένα μόνο όταν έχουμε παρουσία τόσο οικογένειας όσο και θεσμικών επενδυτών, ενώ σε κάθε άλλη περίπτωση λαμβάνει την τιμή μηδέν.

## **3.3 Επιπλέον Ανεξάρτητες Μεταβλητές.**

Εκτός από τις προαναφερθείσες ανεξάρτητες μεταβλητές, οι οποίες είναι του κύριου ενδιαφέροντος μας βάσει του στόχου και των ελέγχων που επιθυμούμε να πραγματοποιήσουμε στα πλαίσια αυτή της διπλωματικής εργασίας, για την καλύτερη προσαρμογή των χρησιμοποιούμενων υποδειγμάτων και την εύρεση ικανοποιητικότερων αποτελεσμάτων χρησιμοποιούνται και οι παρακάτω ερμηνευτικές μεταβλητές αναφορικά με κάποια μεγέθη της εκάστοτε εταιρίας. Οι τρεις μεταβλητές που ακολουθούν ουσιαστικά εισάγονται στο υπόδειγμα για τον έλεγχο της σχέσης επιρροής που μπορεί να έχει επί της εταιρικής απόδοσης το μέγεθος της εταιρίας. Βάσει και της βιβλιογραφικής ανάλυσης που έχει προηγηθεί αναμένουμε θετική σχέση ανάμεσα στα μέτρα μεγέθους και τα μέτρα απόδοσης κυρίως λόγω της

ανάπτυξης οικονομιών κλίμακας και σκοπού που δρουν ευεργετικά επί της κερδοφορίας και κατ' επέκταση μέσω των διαύλων που έχουμε ήδη αναφέρει επί του Tobin's  $Q$  και της Απόδοσης του Συνολικού Ενεργητικού. Επιπρόσθετα το μεγάλο μέγεθος μιας εταιρίας φαίνεται να επηρεάζει θετικά ως προς τη λήψη της επενδυτικής απόφασης του κοινού για τοποθέτηση στη μετοχή της, επηρεάζοντας έτσι θετικά την τιμή της και άρα την Αγοραία Αξία της εταιρίας. Αναμένουμε λοιπόν και οι τρεις μεταβλητές που ακολουθούν να εμφανίσουν θετική σχέση με τις εξαρτημένες μας μεταβλητές.

### 3.3.α Λογάριθμος Συνολικού Ενεργητικού ( $Ita$ )

Για τον έλεγχο του μεγέθους της εταιρίας και της επίπτωσης που μπορεί αυτό να έχει στην εταιρική απόδοση εισάγουμε ως μέτρο μεγέθους το λογάριθμο του ύψους του συνολικού ενεργητικού. Ο λόγος που αντί του ακριβούς μεγέθους του ενεργητικού εισάγεται ο λογάριθμός αυτού είναι η εξομάλυνση της κατανομής του εν λόγω μεγέθους. Τα δεδομένα προέρχονται από τη βάση δεδομένων της Datastream, οι λογάριθμοι έχουν υπολογιστεί μέσω του Excel.

### 3.3.β Λογάριθμος Καθαρών Πωλήσεων ( $Ins$ )

Πέρα του λογαρίθμου του συνολικού ενεργητικού για τον έλεγχο του μεγέθους της εκάστοτε εταιρίας και της επίπτωσης που μπορεί να έχει αυτό στην εταιρική απόδοση χρησιμοποιούμε και ένα δεύτερο μέτρο μεγέθους που ισούται με το ύψος των καθαρών ετήσιων πωλήσεων. Όπως και προηγουμένως για λόγους εξομάλυνσης της κατανομής της μεταβλητής χρησιμοποιούμε το λογάριθμο του συγκεκριμένου μεγέθους. Τα δεδομένα έχουν αντληθεί από τη Datastream.

### 3.3.γ Λόγος Συνολικού Ενεργητικού προς Καθαρές Πωλήσεις ( $tans$ )

Τέλος στα πλαίσια του ελέγχου του μεγέθους της εκάστοτε εταιρίας ορίζεται και μια ακόμη ανεξάρτητη μεταβλητή βάσει του λόγου του Συνολικού Ενεργητικού προς τις ετήσιες Καθαρές Πωλήσεις της εταιρίας. Τα δεδομένα προέρχονται από τη βάση δεδομένων της Datastream.

### **3.4 Δείγμα**

Στα πλαίσια της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας η επιρροή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος και της μερισματικής πολιτικής επί της εταιρικής απόδοσης, εξετάζεται βάσει στοιχείων για τις εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Τα αρχικά δεδομένα περιελάμβαναν 279 εταιρίες από τις οποίες εξαιρέθηκαν εταιρίες του χρηματοπιστωτικού τομέα. Συγκεκριμένα από το δείγμα έχουν αφαιρεθεί τα τραπεζικά ιδρύματα, οι εταιρίες χρηματοοικονομικής μισθώσεως καθώς και οι ασφαλιστικές εταιρίες. Ο λόγος για την εξαίρεση των συγκεκριμένων εταιριών έγκειται στη δυσκολία υπολογισμού των μέτρων εταιρικής απόδοσης αλλά και στο διαφορετικό νομοθετικό και φορολογικό καθεστώς που τις διέπει συγκριτικά με τις εταιρίες των υπόλοιπων κλάδων.

Εν συνεχεία αφαιρέθηκαν εταιρίες για τις οποίες δεν υπήρχαν διαθέσιμα δεδομένα για όλη την υπό εξέταση περίοδο 2001 έως 2002, καταλήγοντας έτσι στις 209 εταιρίες που αποτελούν το τελικό μας δείγμα. Στην πλειονότητα του τα στοιχεία υπολογισμού των μέτρων εταιρικής απόδοσης και μερισματικής πολιτικής αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων της Datastream ενώ σε όσες περιπτώσεις παρατηρήθηκε έλλειψη στοιχείων, αυτά συμπληρώθηκαν από τις βάσεις δεδομένων των συστημάτων πληροφόρησης Reuters και Bloomberg. Όπως έχουμε ήδη αναφέρει τα στοιχεία ιδιοκτησίας έχουν αντληθεί από την τακτική ενημέρωση αναφορικά με τα ποσοστά συμμετοχής και δικαιώματα ψήφου που ανακοινώνει το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Συμπερασματικά χρησιμοποιήθηκαν 209 εταιρίες με έξι ετήσιες παρατηρήσεις για την κάθε μια εξ' αυτών. Στο υπόδειγμα τρεις εξαρτημένες μεταβλητές και δέκα ανεξάρτητες, στις οποίες έχουμε ήδη αναφερθεί και το σύνολο των χρησιμοποιούμενων παρατηρήσεων ανήλθε σε 18.184.

### **3.5 Μεθοδολογία**

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφική μελέτη που προηγήθηκε, σε πολλές περιπτώσεις τα δεδομένα για το ιδιοκτησιακό καθεστώς παρουσιάζουν το φαινόμενο της ενδογένειας αναφορικά με την εταιρική απόδοση. Η εν λόγω ενδογένεια οφείλεται στην επιρροή και των δύο από κοινούς παράγοντες, γεγονός που οδηγεί σε λανθασμένα ευρήματα συσχέτισης μεταξύ ιδιοκτησίας

και απόδοσης. Για το λόγο αυτό πολλοί μελετητές καταφεύγουν στη χρήση Panel Data και στην εισαγωγή στο υπόδειγμα επιπρόσθετων ερμηνευτικών μεταβλητών για να ελέγξουν την ύπαρξη συσχέτισης μεταξύ των μέτρων εταιρικής απόδοσης και της ιδιοκτησίας.

Για τους σκοπούς της συγκεκριμένης εργασίας και προς αποφυγή των προβλημάτων που μπορεί να ανακύψουν από την απλή διαχρονική ή διαστρωματική ανάλυση των δεδομένων, επιλέγουμε να χρησιμοποιήσουμε τη μέθοδο Panel Data Analysis, η οποία στην ουσία αποτελεί ένα συνδυασμό χρονολογικής και διαστρωματικής ανάλυσης. Έτσι μας παρέχεται η δυνατότητα να προχωρήσουμε σε ταυτόχρονη διαστρωματική και διαχρονική ανάλυση των δεδομένων μας για πολλές εταιρίες σε ορισμένο εύρος χρόνου. Με τη χρήση της συγκεκριμένης μεθόδου είμαστε σε θέση να επιλύσουμε το πρόβλημα της αυτοσυσχέτισης και της πολυσυγγραμικότητας, ξεπερνώντας παράλληλα τους περιορισμούς που πιθανώς να εμφάνιζαν τα γραμμικά μοντέλα παλινδρόμησης βάσει των εν λόγω δεδομένων.

Οι μεταβλητές τις οποίες έχουμε ορίσει ανωτέρω θα χρησιμοποιηθούν για την κατασκευή δύο εξισώσεων με την εξής μορφή:

$$TQ_{it} = a_i + \sum \rho_j X_{ijt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ROA_{it} = a_i + \sum \rho_j X_{ijt} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Με  $i = 1$  έως 209 εταιρίες,  $j = 1$  έως 12 σε αντιστοιχία με την εκάστοτε ανεξάρτητη μεταβλητή και  $t = 1$  έως 6 έτη.

Η πρώτη εξίσωση αφορά τη σχέση εξάρτησης μεταξύ του Tobin's Q και της μερισματικής πολιτικής, του ιδιοκτησιακού καθεστώτος και του μεγέθους της εταιρίας του οποίου δυνητικά επηρεάζει την εταιρική απόδοση. Αντίστοιχα η δεύτερη εξίσωση μετρά την επίδραση των συγκεκριμένων μεγεθών επί της Απόδοσης του Ενεργητικού (ROA). Ο όρος  $a_i$  αποτελεί το σταθερό όρο του μοντέλου ενώ ο όρος  $\varepsilon_i$  αποτελεί το σφάλμα του υποδείγματος. Η σχέση μεταξύ της εκάστοτε εξαρτημένης μεταβλητής και των ανεξάρτητων θα ερμηνευτεί μέσω της εκτίμησης του συντελεστή  $\rho_j$ .

## **4. Εμπειρικά Αποτελέσματα**

### **4.1 Αποτελέσματα παλινδρομήσεων**

Μετά την εμπειρική ανάλυση προέκυψαν αποτελέσματα τα οποία επιβεβαιώνουν τις προσδοκίες μας, όπως έχουν σχηματιστεί στη βιβλιογραφική ανάλυση καθώς και κατά την περιγραφή των χρησιμοποιούμενων μεταβλητών.

Στην εξίσωση (1) παρατηρούμε πως ο δείκτης Tobin's Q φαίνεται να έχει θετική σχέση με το ποσοστό οικογενειακής αλλά και θεσμικής ιδιοκτησίας. Επιπλέον θετική σχέση εμφανίζεται και όσον αφορά τη μεταβλητή μέρισμα ανά μετοχή. Τα συγκεκριμένα αποτελέσματα συμβαδίζουν με τις προαναφερθείσες υποθέσεις. Σε αντίθεση τα αποτελέσματα αναφορικά με τα μέτρα μεγέθους δεν επαληθεύουν τις προσδοκίες μας καθώς τόσο ο λογάριθμος των καθαρών πωλήσεων όσο και ο λόγος Συνολικό Ενεργητικό προς Καθαρές Πωλήσεις εμφανίζουν αρνητικό πρόσημο.

Στην εξίσωση (2) παρατηρούμε πως ο δείκτης ROA φαίνεται να έχει θετική σχέση αρχικά αναφορικά με το λογάριθμο του Συνολικού Ενεργητικού, αποτέλεσμα που επιβεβαιώνει τις προσδοκίες μας. Επίσης θετική είναι η σχέση και με το τετράγωνο του ποσοστού συμμετοχής των μελών της οικογένειας, το οποίο επίσης συμβαδίζει με τις αρχικές μας υποθέσεις.

Πιο αναλυτικά:

Σε πρώτο στάδιο οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν, υπεβλήθησαν σε έλεγχο μοναδιαίας ρίζας. Ορισμένες εξ' αυτών, όπως το ο λογάριθμός των καθαρών πωλήσεων, ο λόγος συνολικό ενεργητικό προς καθαρές πωλήσεις, το ποσοστό που κατέχουν τα μέλη της κύριας οικογένειας και το τετράγωνο αυτού και το μέρισμα ανά μετοχή, εμφάνισαν το συγκεκριμένο χαρακτηριστικό και για το λόγο αυτό κατά την ανάλυση εισήχθησαν στο υπόδειγμα και οι πρώτες διαφορές τους οι οποίες υπολογίστηκαν μέσω του Eviews.

Ο υπολογισμός των εξισώσεων έγινε με βάση τη μέθοδο Simple Panel OLS ενώ γίνεται βάσει της υπόθεσης ότι οι σταθεροί όροι είναι σταθερές και άρα το μοντέλο ονομάζεται Fixed Effects Model. Το συγκεκριμένο μοντέλο

επιτρέπει στο σταθερό όρο να διαφέρει ανάμεσα στις διαστρωματικές μονάδες. Κατ' επέκταση επιτρέπεται η χρήση όλων των δεδομένων καθώς ο σταθερός όρος μπορεί να αλλάζει και ανάμεσα στις εταιρίες αλλά και ανάλογα με τη χρονική στιγμή. Αυτό έχει ως συνέπεια οι επιδράσεις μεταβλητών που δεν έχουν συμπεριληφθεί στο υπόδειγμα να ενσωματώνονται στο σταθερό για κάθε εταιρία όρο, επιτρέποντας τον έλεγχο της σπουδαιότητας των ερμηνευτικών μεταβλητών.

Αναφορικά με την πρώτη εξίσωση το ποσοστό που κατέχουν τα μέλη της κύριας οικογένειας μιας εταιρίας φαίνεται να σχετίζεται θετικά με το Tobin's Q που αυτή παρουσιάζει. Η εν λόγω σχέση είναι αναμενόμενη καθώς το επενδυτικό κοινό θεωρεί πως τα μέλη οικογενειών διακρατούν υψηλά ποσοστά συμμετοχής μόνο σε ιδιαίτερα κερδοφόρες εταιρίες. Κατ' επέκταση η προσδοκία συνέχισης αυτής της κερδοφορίας οδηγεί σε αύξηση της τιμής της μετοχής της εταιρίας επηρεάζοντας κατ'αυτόν τον τρόπο την συνολική αγοραία αξία αυτής και άρα και το Tobin's Q, στον αριθμητή του οποίο βρίσκεται το Market Value της εταιρίας.

Ομοίως θετική είναι και η σχέση που παρατηρείται ανάμεσα στο Tobin's Q και το τετράγωνο του ποσοστού που κατέχουν οι θεσμικοί επενδυτές. Το αποτέλεσμα αυτό συμφωνεί με τις αρχικές μας υποθέσεις καθώς οι επενδυτές θεωρούν πως η παρουσία θεσμικών επενδυτών στο μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρίας οδηγεί σε μείωση της απαιτούμενης εποπτείας κυρίως λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της συγκεκριμένης κατηγορίας επενδυτών. Επιπλέον οι θεσμικοί επενδυτές έχουν συγκεκριμένες προτιμήσεις αναφορικά με τη διανομή μερίσματος οι οποίες δυνητικά επηρεάζουν την τιμή της μετοχής και άρα την αγοραία αξία της εταιρίας και το Tobin's Q. Ωστόσο το γεγονός ότι εντοπίζεται θετική σχέση με το τετράγωνο του εν λόγω ποσοστού οδηγεί στο συμπέρασμα για την ύπαρξη μη γραμμικής σχέσης.

Θετικός είναι επίσης και ο εκτιμητής για το μέρισμα ανά μετοχή, γεγονός που επιβεβαιώνει την υπόθεση μας πως η διανομή μερίσματος εκλαμβάνεται από το επενδυτικό κοινό ως θετικά νέα για την πορεία της εταιρίας οδηγώντας κατ' αυτόν τον τρόπο σε αύξηση της τιμής της μετοχής της, μεγέθυνση της αγοραίας αξίας της εταιρίας και άρα του Tobin's Q.



Στον αντίποδα μη αναμενόμενα ήταν τα αποτελέσματα αναφορικά με τη μερισματική απόδοση, το λογάριθμο των καθαρών πωλήσεων και το λόγο συνολικού ενεργητικού προς καθαρά κέρδη.

Με τη χρήση των συγκεκριμένων μεταβλητών τα αποτελέσματα της ανάλυσης παλινδρόμησης με τη διατήρηση μόνο στατιστικά σημαντικών μεταβλητών οδήγησαν στην εκτίμηση του δείκτη Durbin – Watson σε τιμή ίση με 1,5742, ενώ το Adjusted R-squared έλαβε την τιμή 0,299 η οποία μπορεί να χαρακτηριστεί ως ικανοποιητική.

### ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Συνοπτικά η εξίσωση (1) διαμορφώνεται ως εξής:

$$TQ_t = 503493,2 + 8609,95 \cdot DPS - 77,85 \cdot DY + 17,33 \cdot INN + 33,75 \cdot FA - 33,52 \cdot FAA - 310,55 \cdot LNS - 23,22 \cdot TANS$$

(2,69)	(4,98)	(-2,57)	(1,73)	(2,60)
(-2,67)	(-2,91)	(-2,55)		

R-squared: 0,422

Adjusted R-squared: 0,299

Durbin-Watson stat: 1,574

Όσον αφορά τη δεύτερη εξίσωση η ανάλυση παλινδρόμησης ανάδειξε ως στατιστικά σημαντικές μεταβλητές το λογάριθμο του συνολικού ενεργητικού, το τετράγωνο του ποσοστού που κατέχει η κύρια οικογένεια καθώς και τις ψευδομεταβλητές παρουσίας οικογένειας αλλά και ταυτόχρονης παρουσίας οικογένειας και θεσμικών επενδυτών.

### ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Συνοπτικά η εξίσωση (2) διαμορφώνεται ως εξής:

$$ROA_t = -917,10 + 0,7205 \cdot LTA - 1,655 \cdot ALTA + 0,125 \cdot FAA - 675,33 \cdot DF + 348,817 \cdot DFI$$

(-1,60)	(0,0124)	(-5,079)	(4,791)
(-7,436)	(4,565)		

R-squared: 0,618

Adjusted R-squared: 0,517

Durbin-Watson stat: 2,093

Τα συγκεκριμένα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν τις υποθέσεις μας όσον αφορά την επίδραση του μεγέθους επί τις εταιρικής απόδοσης. Τα κύρια κανάλια μέσω των οποίων το μέγεθος φαίνεται να επηρεάζει θετικά την απόδοση είναι η ανάπτυξη οικονομιών κλίμακας, η αύξηση της αποδοτικότητας και η αυξημένη δυνατότητα καταπολέμησης του ανταγωνισμού που δρουν ευεργετικά επί της κερδοφορίας και άρα και επί του ROA. Στο συγκεκριμένο σημείο οφείλουμε να τονίσουμε πως στην εξίσωση έχει συμπεριληφθεί πέρα από το λογάριθμο του συνολικού ενεργητικού που αποτελεί το στατιστικά σημαντικό μέτρο μεγέθους μας και η πρώτη διαφορά αυτού καθώς η συγκεκριμένη μεταβλητή εμφάνισε μοναδιαία ρίζα κατά τον αντίστοιχο έλεγχο.

Εν συνεχεία παρατηρούμε θετικό εκτιμητή για το τετράγωνο του ποσοστού που κατέχουν τα μέλη της κύριας οικογένειας. Το συγκεκριμένο αποτέλεσμα ακολουθεί τις υποθέσεις μας ωστόσο οδηγεί στο συμπέρασμα για ύπαρξη μη γραμμικής σχέσης μεταξύ ιδιοκτησιακού καθεστώτος και εταιρικής απόδοσης.

Ενδιαφέρον αναφορικά με τη δεύτερη εξίσωση προκαλεί ο αποκλεισμός των μεταβλητών ελέγχου της μερισματικής πολιτικής καθώς εμφανίζονται ως μη στατιστικά σημαντικές βάσει του χρησιμοποιούμενου δείγματος.

### **3.7 Ανάλυση Ευαισθησίας**

Στα πλαίσια της αναλύσεως μας αναφορικά με την ερμηνεία της σχέσης μεταξύ μερισμάτων, ποσοστών ιδιοκτησίας και απόδοσης πραγματοποιήσαμε αναλύσεις παλινδρόμησης χρησιμοποιώντας διάφορες μεταβλητές οι οποίες πιθανώς να εμφάνιζαν ερμηνευτική ικανότητα επί των υπό εξέταση εξαρτημένων μεταβλητών μας.

Ωστόσο οι εν λόγω δοκιμές δεν απέφεραν τα επιθυμητά αποτελέσματα όσον αφορά τα επίπεδα των μέτρων Adjusted R-squared και Durbin-Watson ή τη στατιστική σημαντικότητα των εκτιμητών.

Συγκεκριμένα πραγματοποιήθηκε ανάλυση παλινδρόμησης επί του Tobin's Q με χρήση των μεταβλητών: μέρισμα ανά μετοχή, μερισματική

απόδοση, ποσοστό συμμετοχής θεσμικών επενδυτών, ποσοστό συμμετοχής κύριας οικογένειας και τετράγωνα των δύο αυτών, καθαρές πωλήσεις, λογάριθμος καθαρών πωλήσεων συνολικό χρέος και λόγος συνολικού ενεργητικού προς καθαρές πωλήσεις.

### ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Αν και το Adjusted R-squared λαμβάνει την τιμή 0,309 και το Durbin-Watson την τιμή 1,615 οι εξαρτημένες μεταβλητές ποσοστό θεσμικής ιδιοκτησίας, τετράγωνο αυτού, συνολικό χρέος και καθαρές πωλήσεις χαρακτηρίζονται βάσει του t-statistic ως μη στατιστικά σημαντικές.

Εν συνεχεία πραγματοποιήσαμε ανάλυση παλινδρόμησης επί του ROA με χρήση των μεταβλητών τετράγωνο θεσμικής ιδιοκτησίας, μερισματική απόδοση, μέρισμα ανά μετοχή, λογάριθμος συνολικού ενεργητικού και πρώτη διαφορά αυτού λόγω ύπαρξης μοναδιαίας ρίζας, τετράγωνο οικογενειακής ιδιοκτησίας και ψευδομεταβλητές παρουσίας οικογενειακής και από κοινού οικογενειακής και θεσμικής ιδιοκτησίας.

### ΠΙΝΑΚΑΣ 4

Στη συγκεκριμένη ανάλυση το Adjusted R-squared λαμβάνει την τιμή 0,516 και το Durbin-Watson την τιμή 2,098. Ωστόσο κυρίως οι εκτιμητές των μέτρων μερισματικής πολιτικής ήτοι της μερισματικής απόδοσης και του μερίσματος ανά μετοχή αλλά και του τετραγώνου θεσμικής ιδιοκτησίας παρουσιάζονται βάσει του t-statistic ως μη στατιστικά σημαντικοί.

Τέλος πραγματοποιήθηκε ανάλυση παλινδρόμησης επί του ROA με χρήση των μεταβλητών που κρίθηκαν στατιστικά σημαντικές κατά την παλινδρόμηση τους επί του Tobin's Q.

### ΠΙΝΑΚΑΣ 5

Για την εν λόγω παλινδρόμηση παρατηρήσαμε R-squared ίσο με 0,455 και Durbin-Watson ίσο με 1,85. Οι εκτιμητές για τις μεταβλητές μέρισμα ανά μετοχή και μερισματική απόδοση κρίνονται και πάλι βάσει του t-statistic ως μη στατιστικά σημαντικοί.

## **5. Συμπεράσματα**

Στη μελέτη αυτή θέσαμε ως στόχο τη διερεύνηση της πιθανής σχέσεων επιρροής μεταξύ εταιρικής απόδοσης, ιδιοκτησιακού καθεστώτος και μερισματικής πολιτικής. Σε συνέχεια της ενδελεχούς μελέτης της διεθνούς βιβλιογραφίας προβήκαμε σε εμπειρική ανάλυση δεδομένων για ένα δείγμα εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Συγκεκριμένα μετά από την εξαίρεση εταιριών για τις οποίες ισχύει ιδιαίτερο νομικό και φορολογικό καθεστώς αλλά και εταιριών για τις οποίες υπήρχε κενό δεδομένων εντός της υπό εξέταση περιόδου (2001 – 2006), καταλήξαμε σε ένα δείγμα 209 εταιριών.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν προέρχονται κατά την πλειονότητα τους από τη βάση δεδομένων της Datastream ενώ σε περιπτώσεις έλλειψης στοιχείων αυτά αναπληρώθηκαν από τις αντίστοιχες βάσεις των πλατφόρμων πληροφόρησης Reuters και Bloomberg.

Με τα συγκεκριμένα στοιχεία πραγματοποιήσαμε ανάλυση παλινδρόμηση βάσει της μεθόδου Panel Data, η οποία ουσιαστικά αποτελεί ταυτόχρονη διαχρονική και διαστρωματική ανάλυση. Με τη χρήση της συγκεκριμένης μεθόδου μας δόθηκε η δυνατότητα να επιλύσουμε το πρόβλημα της ενδογένειας που έχουν παρατηρήσει αναφορικά με τα μέτρα εταιρικής απόδοσης, ιδιοκτησίας και μερίσματος διάφοροι μελετητές. Το εν λόγω πρόβλημα κυρίως δημιουργείται καθώς κάποια από αυτά τα μέτρα πιθανώς να επηρεάζονται από κοινές μεταβλητές, ωστόσο η χρήση Panel Data προφυλάσσει από το συγκεκριμένο πρόβλημα.

Συμπερασματικά στην πλειονότητα τους τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων συμβαδίζουν με τις αρχικές μας υποθέσεις και οι ερμηνευτικές μεταβλητές απεικονίζουν τις σχέσεις επιρροής που η θεωρία υποστηρίζει. Σε συγκεκριμένες περιπτώσεις μεταβλητών, για τις οποίες οι θεωρητικές σχέσεις δεν επαληθεύονται, θεωρούμε πιθανό το ενδεχόμενο το συγκεκριμένο απλά δείγμα να μην είναι σε θέση τις να επαληθεύσει και για το λόγο αυτό προτείνεται ο περαιτέρω έλεγχος.

## 6. Παράρτημα

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Dependent Variable: TQ?

Method: Pooled Least Squares

Date: 07/25/08 Time: 07:39

Sample: 2001 2006

Included observations: 6

Cross-sections included: 209

Total pool (unbalanced) observations: 1252

Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	503493.2	186490.0	2.699840	0.0071
DPS?	8609.954	1726.804	4.986062	0.0000
DY?	-77.85629	30.25666	-2.573195	0.0102
INN?	17.33246	10.01131	1.731288	0.0837
FA?	36.75356	14.11603	2.603676	0.0094
FAA?	-37.52164	14.05041	-2.670502	0.0077
LNS?	-310.5404	106.5092	-2.915622	0.0036
TANS?	-23.22526	9.080279	-2.557769	0.0107
<b>Fixed Effects (Cross)</b>				
_KALP--C	74370.88			
_VASS--C	244021.6			
_AEGE--C	221420.7			
_AEOL--C	628909.1			
_AKRI--C	-44905.38			
_ALCO--C	94223.32			
_ALLA--C	15365.66			
_ALMA--C	-127458.0			
_ALPH--C	-93469.81			
_ALSI--C	-179587.3			
_ALTE--C	154855.4			
_ALUM--C	111616.8			
_ANEK--C	271136.5			
_ASCO--C	-151472.2			
_ASTI--C	-41600.92			
_ATHE--C	104082.7			
_AMED--C	135202.8			
_ATWA--C	218182.2			
_ATLA--C	235706.0			
_ATKA--C	70881.46			
_ATTI--C	-73621.96			
_AUTO--C	17180.64			
_AXON--C	122616.0			
_BABI--C	173690.0			
_BALK--C	-48929.48			
_BENR--C	-93381.14			
_BETA--C	-102407.5			

_BIOK--C	65596.80		
_BIOS--C	-176601.3		
_BIOT--C	77464.28		
_BITR--C	109275.0		
_BLUE--C	170519.8		
_BYTE--C	-94575.48		
_CARD--C	90022.17		
_ROKA--C	-69032.39		
_CHAT--C	-302050.1		
_COCA--C	521399.8		
_CORI--C	144930.6		
_CPIC--C	-151806.7		
_CRET--C	842.5134		
_CROW--C	16749.18		
_CYCL--C	109922.4		
_DAIO--C	-159527.7		
_DIAG--C	43615.66		
_DIAS--C	-140648.7		
_DIEK--C	29584.79		
_DION--C	20800.52		
_DOMI--C	-119248.3		
_DROM--C	-125184.1		
_DRUC--C	-45632.34		
_DURO--C	-268694.6		
_PAIR--C	-199771.0		
_EDRA--C	59703.38		
_EKTE--C	-74132.53		
_MOUZ--C	58094.69		
_ELEF--C	10342.99		
_ELFI--C	-232827.7		
_ELGE--C	138470.7		
_ELLE--C	226508.8		
_ELME--C	65119.54		
_ELTO--C	-28018.91		
_ELTR--C	28071.35		
_ELVA--C	282491.5		
_ELVE--C	-103069.4		
_ETEM--C	50348.67		
_EDRI--C	-87663.04		
_EMED--C	23580.44		
_EVER--C	-9950.574		
_EVRO--C	-97684.84		
_FGEU--C	37936.69		
_KYRI--C	-64072.86		
_FIER--C	-37576.91		
_FINT--C	-192511.7		
_FLEX--C	-108021.1		
_FLRS--C	-156827.5		
_FOLL--C	63596.68		
_FORT--C	-589.5706		
_FOUR--C	251145.2		
		_SARA--C	172390.0
		_GREG--C	-55314.09
		_HAID--C	-154696.6
		_HALC--C	236968.8
		_HATZ--C	107626.8
		_HELL--C	95958.49
		_HFAB--C	56348.59
		_HFFA--C	-39645.81
		_HPET--C	468466.5
		_HSUG--C	141361.4
		_HTEL--C	559935.4
		_HERA--C	220565.9
		_HIPPI--C	-267329.4
		_DUTY--C	126884.9
		_IASO--C	92235.52
		_IKON--C	-71639.32
		_IKTI--C	-179586.5
		_ILEK--C	23838.48
		_IMAK--C	-118093.1
		_IMPE--C	-151687.4
		_INQU--C	230410.9
		_LYK--C	-68390.69
		_INFO--C	-99873.04
		_INTE--C	-103142.2
		_INCO--C	-45706.63
		_INHO--C	202678.7
		_INLO--C	135234.5
		_IONI--C	-1079.424
		_JPAV--C	152325.8
		_BOUT--C	-20198.38
		_JUMB--C	90531.85
		_KARA--C	11272.39
		_KARE--C	-135715.5
		_KARM--C	-90799.68
		_KATH--C	4007.782
		_KATS--C	-55796.53
		_KEGO--C	-130095.9
		_KEKR--C	-228827.0
		_KIRI--C	-130803.7
		_KLEE--C	-67525.35
		_KLON--C	194326.8
		_KNIT--C	-168010.6
		_KORD--C	3349.853
		_KREK--C	-153203.6
		_KRET--C	76980.20
		_KTIM--C	-192850.5
		_LAMB--C	197469.9

_FRIG--C	220737.0	_LAMD--C	77848.37
_GEKG--C	97949.94	_LAMP--C	-115172.1
_GEKE--C	-389665.3	_LANN--C	-70071.34
_GENE--C	-84758.80	_LANA--C	-310501.5
_LAVI--C	169732.7	_SHEL--C	129442.1
_LIBE--C	-19142.78	_SIDE--C	248571.7
_LOUL--C	99802.10	_SING--C	26172.66
_MAIL--C	194934.2	_SPAC--C	-122534.5
_MARI--C	91313.97	_SPID--C	-95902.98
_MATH--C	-157799.0	_TECH--C	-179164.1
_MEDI--C	-348141.1	_TELE--C	105543.1
_MESO--C	-53872.86	_THE--C	-113144.0
_METK--C	113204.4	_THPO--C	-87452.23
_MEVA--C	-211196.8	_THWA--C	-49779.84
_MICH--C	86574.27	_THRA--C	123399.6
_MICR--C	-36040.07	_TITA--C	175820.1
_MINE--C	-160612.2	_TRIA--C	-489514.9
_MINO--C	270971.4	_VARA--C	-249577.6
_MLSM--C	-276860.7	_VARD--C	-100636.7
_MOCH--C	144909.7	_VARV--C	-83426.50
_MOTO--C	243950.9	_VIOH--C	409289.0
_MULT--C	-12518.71	_VISC--C	-77012.89
_MYTI--C	207796.0	_VIVA--C	224010.1
_LEVE--C	-257658.9	_VIVE--C	-190111.3
_MOBA--C	-35794.66	_VOGI--C	-193699.3
_NAFP--C	-177969.8	_TEGO--C	84688.88
_NEOR--C	140241.3	_XYLE--C	-62439.33
_NEXA--C	-83328.20	_YALC--C	-57746.29
_NIRE--C	112880.8	_ZAMP--C	-684811.5
_OLYM--C	-53945.58		
_OPAP--C	-87888.73		
_PAPE--C	-178430.8		
_PARN--C	-166957.3		
_PEGA--C	118064.8		
_PERS--C	-110809.1		
_PETR--C	-136074.0		
_PETZ--C	150109.2		
_NIKA--C	-310.3042		
_PHIL--C	-172008.0		
_PIPE--C	-89832.98		
_PLAI--C	32356.58		
_PLIA--C	-13981.25		
_PROO--C	-91145.32		
_QUAL--C	-205143.3		
_REDS--C	297788.9		
_RIDE--C	-47456.56		
_RILK--C	-263122.4		
_SBIN--C	137755.5		
_SANY--C	163185.9		
_SATO--C	54834.73		
_SCIE--C	83951.78		

_SELE--C	-18164.70
_SELO--C	-5535.376
_SFAK--C	207350.3
_SHEE--C	-202022.5

**Fixed Effects (Period)**

2001--C	-7199.143
2002--C	-25687.24
2003--C	-6250.732
2004--C	11123.28
2005--C	4078.411
2006--C	23935.43

**Effects Specification****Cross-section fixed (dummy variables)****Period fixed (dummy variables)**

<b>R-squared</b>	0.422538	<b>Mean dependent var</b>	13668.20
<b>Adjusted R-squared</b>	0.299316	<b>S.D. dependent var</b>	209618.0
<b>S.E. of regression</b>	175464.7	<b>Akaike info criterion</b>	27.14709
<b>Sum squared resid</b>	3.17E+13	<b>Schwarz criterion</b>	28.05306
<b>Log likelihood</b>	-16773.08	<b>F-statistic</b>	3.429083
<b>Durbin-Watson stat</b>	1.574222	<b>Prob(F-statistic)</b>	0.000000



## ΠΙΝΑΚΑΣ 2

**Dependent Variable: ROA?**  
**Method: Pooled Least Squares**  
**Date: 07/25/08 Time: 07:52**  
**Sample (adjusted): 2002 2006**  
**Included observations: 5 after adjustments**  
**Cross-sections included: 209**  
**Total pool (unbalanced) observations: 1044**  
**Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>C</b>	-917.1066	571.1412	-1.605744	0.1087
<b>LTA?</b>	0.720588	0.287581	2.505686	0.0124
<b>FAA?</b>	0.125030	0.026092	4.791836	0.0000
<b>ALTA?</b>	-1.633771	0.321645	-5.079421	0.0000
<b>DF?</b>	-675.3335	90.81007	-7.436769	0.0000
<b>DFI?</b>	348.8170	76.40909	4.565124	0.0000
<b>Fixed Effects (Cross)</b>				
_KALP--C	368.4424			
_VASS--C	-251.8764			
_AEGE--C	-716.9277			
_AEOL--C	63.51699			
_AKRI--C	-411.2060			
_ALCO--C	-414.9282			
_ALLA--C	28.69530			
_ALMA--C	-255.1827			
_ALPH--C	357.9832			
_ALSI--C	334.5409			
_ALTE--C	-372.1608			
_ALUM--C	-345.9840			
_ANEK--C	-846.1918			
_ASCO--C	633.6605			
_ASTI--C	-835.4860			
_ATHE--C	201.9492			
_AMED--C	-669.0351			
_ATWA--C	-872.1433			
_ATLA--C	-565.9333			
_ATKA--C	-83.09002			
_ATTI--C	111.5786			
_AUTO--C	144.3812			
_AXON--C	-364.0161			
_BABI--C	253.7458			
_BALK--C	-275.7189			
_BENR--C	596.4812			
_BETA--C	564.4235			
_BIOK--C	202.3385			
_BIOS--C	-457.5423			

_BIOT--C	-51.19274		
_BITR--C	-144.4660		
_BLUE--C	-700.5224		
_BYTE--C	516.4484		_GREG--C -99.77680
_CARD--C	35.41565		_HAID--C 35.14303
_ROKA--C	73.29064		_HALC--C -345.9576
_CHAT--C	836.2788		_HATZ--C -308.2616
_COCA--C	-1383.455		_HELL--C -373.7281
_CORI--C	-952.0022		_HFAB--C -511.4497
_CPIC--C	343.8659		_HFFA--C 181.6039
_CRET--C	766.4558		_HPET--C -1000.087
_CROW--C	-249.9604		_HSUG--C -570.9487
_CYCL--C	100.5168		_HTEL--C -1608.351
_DAIO--C	-148.8337		_HERA--C 49.36263
_DIAG--C	-188.5341		_HIPPI--C -416.1550
_DIAS--C	867.8090		_DUTY--C 1196.057
_DIEK--C	536.1356		_IASO--C -415.3244
_DION--C	453.0191		_IKON--C -234.4987
_DOMI--C	-90.96487		_IKTI--C 236.6931
_DROM--C	-75.65962		_ILEK--C -75.44567
_DRUC--C	-178.9597		_IMAK--C 41.44890
_DURO--C	394.2324		_IMPE--C 544.4327
_PAIR--C	490.2589		_INQU--C -922.5381
_EDRA--C	-46.26619		_LYK--C 437.0697
_EKTE--C	367.7942		_INFO--C 213.4421
_MOUZ--C	-656.8840		_INTE--C 581.8206
_ELEF--C	-415.7784		_INCO--C -264.1384
_ELFI--C	326.2069		_INHO--C -1159.195
_ELGE--C	-309.8101		_INLO--C 1271.185
_ELLE--C	-135.9297		_IONI--C -681.5767
_ELME--C	255.6773		_JPAV--C -31.48918
_ELTO--C	100.3582		_BOUT--C -99.48434
_ELTR--C	883.0848		_JUMB--C 926.2950
_ELVA--C	-599.5086		_KARA--C -580.3433
_ELVE--C	542.7390		_KARE--C -138.5626
_ETEM--C	220.4757		_KARM--C -275.4414
_EDRI--C	-73.39319		_KATH--C -372.5707
_EMED--C	-295.2963		_KATS--C 479.2854
_EVER--C	870.8328		_KEGO--C 899.2922
_EVRO--C	-258.1955		_KEKR--C -29.13668
_FGEU--C	249.5843		_KIRI--C -6.113432
_KYRI--C	211.3080		_KLEE--C 796.9028
_FIER--C	211.9757		_KLON--C -862.8387
_FINT--C	724.0676		_KNIT--C -8.927173
_FLEX--C	152.5632		_KORD--C 135.6136
_FLRS--C	202.2532		_KREK--C 595.5745
_FOLL--C	1337.159		_KRET--C -422.4452
_FORT--C	-643.4488		_KTIM--C 88.42429
_FOUR--C	-342.4350		_LAMB--C -604.5697
_FRIG--C	-252.5467		_LAMD--C -310.2062
_GEKG--C	220.1759		_LAMP--C 263.2692

_GEKE--C	520.2912	_LANN--C	58.48923
_GENE--C	861.3552	_LANA--C	1232.338
_SARA--C	19.78073	_LAVI--C	-593.9440
_LIBE--C	-218.8214	_SIDE--C	-1580.360
_LOUL--C	21.84976	_SING--C	-25.95517
_MAIL--C	-356.9111	_SPAC--C	865.9316
_MARI--C	-57.06200	_SPID--C	-670.6207
_MATH--C	78.12185	_TECH--C	110.8538
_MEDI--C	1403.853	_TELE--C	-9.109098
_MESO--C	317.3178	_THE--C	-546.2122
_METK--C	-259.9949	_THPO--C	456.9378
_MEVA--C	-3.008122	_THWA--C	-136.6172
_MICH--C	-129.0181	_THRA--C	771.3845
_MICR--C	348.7218	_TITA--C	-713.0014
_MINE--C	558.2943	_TRIA--C	574.0995
_MINO--C	-1087.065	_VARA--C	88.55019
_MLSM--C	512.4504	_VARD--C	50.51664
_MOCH--C	687.9530	_VARV--C	-151.2220
_MOTO--C	-230.6728	_VIOH--C	-1008.660
_MULT--C	-145.9224	_VISC--C	-220.4289
_MYTI--C	-399.7882	_VIVA--C	-599.2944
_LEVE--C	804.3120	_VIVE--C	26.51731
_MOBA--C	-392.2573	_VOGI--C	236.5974
_NAFP--C	145.8215	_TEGO--C	-424.3533
_NEOR--C	-495.3163	_XYLE--C	518.9132
_NEXA--C	-608.1492	_YALC--C	-22.68558
_NIRE--C	3017.122	_ZAMP--C	1341.665
_OLYM--C	198.6281		
_OPAP--C	-1115.933		
_PAPE--C	-361.9795		
_PARN--C	-285.6151		
_PEGA--C	-387.8809		
_PERS--C	148.8745		
_PETR--C	264.5964		
_PETZ--C	454.7574		
_NIKA--C	25.70737		
_PHIL--C	407.4426		
_PIPE--C	-1009.834		
_PLAI--C	-574.6077		
_PLIA--C	101.3491		
_PROO--C	198.7148		
_QUAL--C	155.4711		
_REDS--C	-68.34826		
_RIDE--C	545.8608		
_RILK--C	-115.9967		
_SBIN--C	-984.9786		
_SANY--C	-442.4988		
_SATO--C	-500.2847		
_SCIE--C	530.5761		
_SELE--C	419.4300		
_SELO--C	-642.2645		

_SFAK--C	-822.4869
_SHEE--C	816.4575
_SHEL--C	-786.5129
<b>Fixed Effects (Period)</b>	
2002--C	49.00000
2003--C	13.00000
2004--C	59.00000
2005--C	-26.00000
2006--C	-26.00000

---

**Effects Specification**


---



---

**Cross-section fixed (dummy variables)**


---

**Period fixed (dummy variables)**


---

<b>R-squared</b>	0.618171	<b>Mean dependent var</b>	329.1600
<b>Adjusted R-squared</b>	0.517860	<b>S.D. dependent var</b>	624.4783
<b>S.E. of regression</b>	433.6149	<b>Akaike info criterion</b>	15.16560
<b>Sum squared resid</b>	1.55E+08	<b>Schwarz criterion</b>	16.19939
<b>Log likelihood</b>	-7698.441	<b>F-statistic</b>	6.162535
<b>Durbin-Watson stat</b>	2.093811	<b>Prob(F-statistic)</b>	0.000000

---

## ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Dependent Variable: TQ?

Method: Pooled Least Squares

Date: 07/25/08 Time: 07:36

Sample: 2001 2006

Included observations: 6

Cross-sections included: 209

Total pool (unbalanced) observations: 1252

Cross-section SUR (PCSE) standard errors &amp; covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	551043.2	210828.7	2.613701	0.0091
DPS?	8762.980	1726.359	5.075988	0.0000
DY?	-76.15395	32.32186	-2.356113	0.0187
IN?	-35.93475	32.16971	-1.117037	0.2642
INN?	57.14765	37.15404	1.538128	0.1243
TD?	2.032161	4.107981	0.494686	0.6209
FA?	41.58206	16.43727	2.529743	0.0116
FAA?	-50.33089	19.66126	-2.559902	0.0106
NS?	1.989667	1.286234	1.546893	0.1222
LNS?	-338.3720	119.0482	-2.842312	0.0046
TANS?	-23.16795	9.087124	-2.549536	0.0109
Fixed Effects (Cross)				
_KALP--C	30172.80			
_VASS--C	181394.8			
_AEGE--C	134682.9			
_AEOL--C	467889.3			
_AKRI--C	-78154.48			
_ALCO--C	-40120.75			
_ALLA--C	38614.48			
_ALMA--C	-70773.55			
_ALPH--C	-41965.73			
_ALSI--C	-172228.3			
_ALTE--C	90620.77			
_ALUM--C	121695.1			
_ANEK--C	132630.3			
_ASCO--C	-170434.4			
_ASTI--C	-28268.38			
_ATHE--C	86451.48			
_AMED--C	126746.4			
_ATWA--C	230886.9			
_ATLA--C	228742.9			
_ATKA--C	30070.35			
_ATTI--C	-85302.62			
_AUTO--C	18987.09			
_AXON--C	161893.7			
_BABI--C	159097.8			
_BALK--C	2002.063			

_BENR--C	-103645.2	_FOUR--C	201935.8
_BETA--C	-104702.6	_FRIG--C	215306.9
_BIOK--C	53026.72	_GEGK--C	75488.05
_BIOS--C	-184690.2	_GEKE--C	-459172.7
_BIOT--C	104616.8	_GENE--C	-97569.00
_BITR--C	143552.3	_SARA--C	193763.5
_BLUE--C	233004.6	_GREG--C	-46956.77
_BYTE--C	-60451.88	_HAID--C	-143099.9
_CARD--C	117610.5	_HALC--C	227404.0
_ROKA--C	-43072.81	_HATZ--C	112034.0
_CHAT--C	-375634.6	_HELL--C	77693.45
_COCA--C	642670.4	_HFAB--C	83845.60
_CORI--C	139411.9	_HFFA--C	7299.584
_CPIC--C	-126370.6	_HPET--C	577912.9
_CRET--C	-111206.2	_HSUG--C	133424.6
_CROW--C	-20516.90	_HTEL--C	658151.3
_CYCL--C	142202.5	_HERA--C	148367.4
_DAIO--C	-128176.2	_HIPPI--C	-224587.1
_DIAG--C	61240.10	_DUTY--C	126766.3
_DIAS--C	-156698.9	_IASO--C	50685.32
_DIEK--C	-14141.42	_IKON--C	-152857.9
_DION--C	57020.66	_IKTI--C	-156914.4
_DOMI--C	-186090.2	_ILEK--C	55836.88
_DROM--C	-143516.2	_IMAK--C	-98824.59
_DRUC--C	-13797.88	_IMPE--C	-133158.1
_DURO--C	-314461.8	_INQU--C	193702.7
_PAIR--C	-216166.5	_LYK--C	-96021.81
_EDRA--C	86782.29	_INFO--C	-99805.85
_EKTE--C	-40615.76	_INTE--C	-60901.04
_MOUZ--C	90947.02	_INCO--C	-4623.440
_ELEF--C	16697.07	_INHO--C	121490.5
_ELFI--C	-211451.3	_INLO--C	88439.39
_ELGE--C	160412.8	_IONI--C	-10541.06
_ELLE--C	175509.9	_JPAV--C	192369.6
_ELME--C	2605.388	_BOUT--C	-30773.06
_ELTO--C	-98785.05	_JUMB--C	130823.6
_ELTR--C	9512.511	_KARA--C	54266.00
_ELVA--C	196437.7	_KARE--C	-107991.2
_ELVE--C	-113437.9	_KARM--C	-37244.19
_ETEM--C	109692.1	_KATH--C	27798.07
_EDRI--C	-33008.84	_KATS--C	6345.020
_EMED--C	66261.10	_KEGO--C	-200836.0
_EVER--C	-72616.08	_KEKR--C	-243632.4
_EVRO--C	-79551.63	_KIRI--C	-117779.2
_FGEU--C	-52678.33	_KLEE--C	-70970.46
_KYRI--C	-55716.80	_KLON--C	221899.2
_FIER--C	22354.31	_KNIT--C	-207492.4
_FINT--C	-252914.9	_KORD--C	44477.61
_FLEX--C	-114128.1	_KREK--C	-168729.1
_FLRS--C	-188924.6	_KRET--C	106497.0
_FOLL--C	49235.91		

_FORT--C	25793.45	_KTIM--C	-172368.0
_LAMB--C	164760.0	_SCIE--C	64987.43
_LAMD--C	109766.1	_SELE--C	7301.893
_LAMP--C	-74974.05	_SELO--C	-87673.60
_LANN--C	-59326.05	_SFAK--C	71477.92
_LANA--C	-363058.6	_SHEE--C	-224325.0
_LAVI--C	168778.2	_SHEL--C	128476.5
_LIBE--C	40107.86	_SIDE--C	221615.2
_LOUL--C	95198.50	_SING--C	91750.34
_MAIL--C	204386.2	_SPAC--C	-83174.44
_MARI--C	111249.8	_SPID--C	-89661.94
_MATH--C	-133120.8	_TECH--C	-149796.7
_MEDI--C	-374970.1	_TELE--C	167322.3
_MESO--C	-82549.63	_THE--C	-145068.0
_METK--C	161001.4	_THPO--C	-75180.26
_MEVA--C	-240903.5	_THWA--C	-15418.79
_MICH--C	67142.64	_THRA--C	108846.6
_MICR--C	30402.16	_TITA--C	86086.31
_MINE--C	-166749.2	_TRIA--C	-502880.6
_MINO--C	262670.4	_VARA--C	-254739.6
_MLSM--C	-266038.3	_VARD--C	-72062.79
_MOCH--C	160985.0	_VARV--C	-67543.73
_MOTO--C	324149.6	_VIOH--C	493839.1
_MULT--C	24567.35	_VISC--C	-17148.91
_MYTI--C	145279.9	_VIVA--C	167597.9
_LEVE--C	-286213.6	_VIVE--C	-186197.2
_MOBA--C	-597.5265	_VOGI--C	-126903.5
_NAFP--C	-173949.5	_TEGO--C	88308.55
_NEOR--C	128297.9	_XYLE--C	-76132.30
_NEXA--C	-51602.56	_YALC--C	-43211.16
_NIRE--C	126473.5	_ZAMP--C	-751042.6
_OLYM--C	-1702.711		
_OPAP--C	-2263.714		
_PAPE--C	-103219.5		
_PARN--C	-154753.6		
_PEGA--C	152395.9		
_PERS--C	-150873.2		
_PETR--C	-109475.3		
_PETZ--C	126408.2		
_NIKA--C	-42724.68		
_PHIL--C	-162076.7		
_PIPE--C	-57894.98		
_PLAI--C	35700.66		
_PLIA--C	17276.50		
_PROO--C	-109752.8		
_QUAL--C	-255408.0		
_REDS--C	347835.7		
_RIDE--C	-79857.67		
_RILK--C	-203441.3		
_SBIN--C	91385.09		
_SANY--C	185679.8		

_SATO--C	102341.8
<b>Fixed Effects (Period)</b>	
2001--C	-5472.019
2002--C	-23807.30
2003--C	-5570.996
2004--C	9153.682
2005--C	1875.489
2006--C	23821.15

---

**Effects Specification**


---

**Cross-section fixed (dummy variables)**
**Period fixed (dummy variables)**


---

R-squared	0.432304	Mean dependent var	13668.20
Adjusted R-squared	0.309156	S.D. dependent var	209618.0
S.E. of regression	174228.3	Akaike info criterion	27.13482
Sum squared resid	3.12E+13	Schwarz criterion	28.05310
Log likelihood	-16762.40	F-statistic	3.510437
Durbin-Watson stat	1.615061	Prob(F-statistic)	0.000000

---



## ΠΙΝΑΚΑΣ 4

Dependent Variable: ROA?

Method: Pooled Least Squares

Date: 07/25/08 Time: 07:25

Sample (adjusted): 2002 2006

Included observations: 5 after adjustments

Cross-sections included: 209

Total pool (unbalanced) observations: 1044

Cross-section SUR (PCSE) standard errors &amp; covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>C</b>	-1039.176	483.9261	-2.147385	0.0321
<b>INN?</b>	0.032753	0.032242	1.015874	0.3100
<b>DY?</b>	-0.007949	0.077874	-0.102081	0.9187
<b>DPS?</b>	0.942312	2.879552	0.327242	0.7436
<b>LTA?</b>	0.732352	0.267596	2.736781	0.0063
<b>FAA?</b>	0.133251	0.031167	4.275382	0.0000
<b>ALTA?</b>	-1.636248	0.323953	-5.050881	0.0000
<b>DF?</b>	-618.9886	88.02085	-7.032295	0.0000
<b>DFI?</b>	332.9329	73.47712	4.531110	0.0000
<b>Fixed Effects (Cross)</b>				
_KALP--C	406.4828			
_VASS--C	-318.3328			
_AEGE--C	-671.0685			
_AEOL--C	117.2080			
_AKRI--C	-412.6893			
_ALCO--C	-381.0634			
_ALLA--C	63.92232			
_ALMA--C	-252.6383			
_ALPH--C	354.2780			
_ALSI--C	368.7990			
_ALTE--C	-344.1722			
_ALUM--C	-348.6570			
_ANEK--C	-749.6018			
_ASCO--C	646.6940			
_ASTI--C	-940.5396			
_ATHE--C	244.9284			
_AMED--C	-643.7296			
_ATWA--C	-910.5159			
_ATLA--C	-543.3375			
_ATKA--C	-53.79887			
_ATTI--C	-56.29204			
_AUTO--C	141.3579			
_AXON--C	-332.7225			
_BABI--C	260.1402			
_BALK--C	-266.7308			
_BENR--C	619.4856			

_BETA--C	588.0949	
_BIOK--C	237.4149	
_BIOS--C	-368.3554	_GEKG--C 264.1759
_BIOT--C	-1.975555	_GEKE--C 491.1200
_BITR--C	-113.5199	_GENE--C 901.9420
_BLUE--C	-698.3203	_SARA--C 23.07234
_BYTE--C	562.7651	_GREG--C -60.77939
_CARD--C	55.76812	_HAID--C 43.90814
_ROKA--C	69.89212	_HALC--C -442.3710
_CHAT--C	878.7765	_HATZ--C -300.4711
_COCA--C	-1433.456	_HELL--C -477.3722
_CORI--C	-994.6799	_HFAB--C -485.1988
_CPIC--C	383.8254	_HFFA--C 214.9354
_CRET--C	790.0434	_HPET--C -1085.631
_CROW--C	-355.0859	_HSUG--C -691.7609
_CYCL--C	139.4678	_HTEL--C -1601.154
_DAIO--C	-131.5704	_HERA--C -68.13751
_DIAG--C	-181.2453	_HIPPI--C -385.2750
_DIAS--C	906.1401	_DUTY--C 1160.046
_DIEK--C	572.6668	_IASO--C -324.2237
_DION--C	510.7205	_IKON--C -198.8913
_DOMI--C	-55.70489	_IKTI--C 267.4850
_DROM--C	-69.61673	_ILEK--C -90.83584
_DRUC--C	-148.9624	_IMAK--C 59.31271
_DURO--C	425.8061	_IMPE--C 518.2083
_PAIR--C	526.0900	_INQU--C -919.8890
_EDRA--C	2.193467	_LYK--C 443.8019
_EKTE--C	403.5507	_INFO--C 255.0126
_MOUZ--C	-664.2373	_INTE--C 607.1063
_ELEF--C	-393.3734	_INCO--C -331.0046
_ELFI--C	378.8662	_INHO--C -1129.826
_ELGE--C	-299.3091	_INLO--C 1299.485
_ELLE--C	-102.2490	_IONI--C -835.0628
_ELME--C	276.8609	_JPAV--C -53.10919
_ELTO--C	115.0188	_BOUT--C -63.07349
_ELTR--C	922.4307	_JUMB--C 929.5646
_ELVA--C	-673.0771	_KARA--C -594.6694
_ELVE--C	564.3657	_KARE--C -176.5981
_ETEM--C	172.8527	_KARM--C -252.1653
_EDRI--C	-76.87894	_KATH--C -385.8427
_EMED--C	-377.7094	_KATS--C 481.1497
_EVER--C	915.2233	_KEGO--C 932.2507
_EVRO--C	-261.4250	_KEKR--C -55.75077
_FGEU--C	283.4236	_KIRI--C -1.485730
_KYRI--C	246.4632	_KLEE--C 811.6556
_FIER--C	240.0115	_KLON--C -817.4179
_FINT--C	774.9419	_KNIT--C 33.68514
_FLEX--C	168.7741	_KORD--C 127.6643
_FLRS--C	234.8691	_KREK--C 635.4084
_FOLL--C	1353.002	_KRET--C -436.3296
_FORT--C	-745.1054	_KTIM--C 86.31062

_FOUR--C	-298.4860	_LAMB--C	-586.2055
_FRIG--C	-259.9825	_LAMD--C	-406.6496
_LAMP--C	267.0980	_SELO--C	-605.1895
_LANN--C	83.99562	_SFAK--C	-824.7486
_LANA--C	1288.671	_SHEE--C	854.9621
_LAVI--C	-563.4644	_SHEL--C	-779.4272
_LIBE--C	-210.4764	_SIDE--C	-1653.252
_LOUL--C	39.77781	_SING--C	-4.520596
_MAIL--C	-331.0993	_SPAC--C	915.1119
_MARI--C	15.05670	_SPID--C	-650.1443
_MATH--C	83.18732	_TECH--C	138.6310
_MEDI--C	1417.447	_TELE--C	2.166432
_MESO--C	428.4789	_THE--C	-523.7060
_METK--C	-280.1401	_THPO--C	368.9789
_MEVA--C	38.31337	_THWA--C	-220.4954
_MICH--C	-98.79193	_THRA--C	785.4461
_MICR--C	355.0178	_TITA--C	-708.6698
_MINE--C	578.3273	_TRIA--C	588.5446
_MINO--C	-1013.140	_VARA--C	113.3011
_MLSM--C	541.1281	_VARD--C	44.98062
_MOCH--C	621.9784	_VARV--C	-143.7741
_MOTO--C	-354.3617	_VIOH--C	-985.0969
_MULT--C	-105.8841	_VISC--C	-229.0088
_MYTI--C	-373.8062	_VIVA--C	-583.9038
_LEVE--C	854.5767	_VIVE--C	77.50645
_MOBA--C	-399.3157	_VOGI--C	238.9371
_NAFP--C	158.5374	_TEGO--C	-428.9937
_NEOR--C	-467.2828	_XYLE--C	570.0342
_NEXA--C	-697.3274	_YALC--C	-10.99601
_NIRE--C	3064.903	_ZAMP--C	1340.535
_OLYM--C	163.5701		
_OPAP--C	-1205.798		
_PAPE--C	-359.6790		
_PARN--C	-249.0880		
_PEGA--C	-372.4463		
_PERS--C	-12.97798		
_PETR--C	274.7513		
_PETZ--C	490.1074		
_NIKA--C	0.180317		
_PHIL--C	403.9631		
_PIPE--C	-970.0231		
_PLAI--C	-582.0374		
_PLIA--C	101.8697		
_PROO--C	244.0635		
_QUAL--C	132.5665		
_REDS--C	-67.72088		
_RIDE--C	576.8498		
_RILK--C	-129.7852		
_SBIN--C	-975.4759		
_SANY--C	-401.0388		
_SATO--C	-488.6609		

_SCIE--C	561.3117	
_SELE--C	435.5386	
<b>Fixed Effects (Period)</b>		
2002--C	43.00000	
2003--C	9.000000	
2004--C	53.00000	
2005--C	-33.00000	
2006--C	-35.00000	

---

**Effects Specification**


---



---

**Cross-section fixed (dummy variables)**  
**Period fixed (dummy variables)**


---

<b>R-squared</b>	0.618866	<b>Mean dependent var</b>	329.1600
<b>Adjusted R-squared</b>	0.516983	<b>S.D. dependent var</b>	624.4783
<b>S.E. of regression</b>	434.0087	<b>Akaike info criterion</b>	15.16952
<b>Sum squared resid</b>	1.55E+08	<b>Schwarz criterion</b>	16.21754
<b>Log likelihood</b>	-7697.489	<b>F-statistic</b>	6.074300
<b>Durbin-Watson stat</b>	2.098782	<b>Prob(F-statistic)</b>	0.000000

---

## ΠΙΝΑΚΑΣ 5

Dependent Variable: ROA?

Method: Pooled Least Squares

Date: 07/25/08 Time: 07:54

Sample: 2001 2006

Included observations: 6

Cross-sections included: 209

Total pool (unbalanced) observations: 1250

Cross-section SUR (PCSE) standard errors &amp; covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1081.148	350.1540	-3.087635	0.0021
DPS?	-3.830705	3.971073	-0.964652	0.3349
DY?	0.088729	0.072109	1.230480	0.2188
INN?	0.040110	0.024305	1.650305	0.0992
FA?	-0.119517	0.040410	-2.957605	0.0032
FAA?	0.222131	0.051760	4.291589	0.0000
LNS?	0.707904	0.198176	3.572089	0.0004
TANS?	0.039499	0.014401	2.742844	0.0062
<b>Fixed Effects (Cross)</b>				
_KALP--C	105.4220			
_VASS--C	-714.4136			
_AEGE--C	-423.3648			
_AEOL--C	-966.2007			
_AKRI--C	-401.3194			
_ALCO--C	-268.0789			
_ALLA--C	14.76278			
_ALMA--C	94.98202			
_ALPH--C	676.4172			
_ALSI--C	294.9496			
_ALTE--C	-471.2449			
_ALUM--C	-380.0135			
_ANEK--C	-425.3791			
_ASCO--C	395.9170			
_ASTI--C	-494.6655			
_ATHE--C	-82.09215			
_AMED--C	-355.8265			
_ATWA--C	-407.5246			
_ATLA--C	-711.9625			
_ATKA--C	26.87116			
_ATTI--C	-58.81311			
_AUTO--C	146.5715			
_AXON--C	-44.25798			
_BABI--C	535.0677			
_BALK--C	13.79666			
_BENR--C	356.9427			
_BETA--C	520.2512			
_BIOK--C	75.22278			

_BIOS--C	-246.0286	
_BIOT--C	51.65442	
_BITR--C	-101.8566	_GENE--C 530.0725
_BLUE--C	-374.4443	_SARA--C -9.828488
_BYTE--C	530.3868	_GREG--C 46.21819
_CARD--C	-24.12310	_HAID--C -47.78318
_ROKA--C	330.4142	_HALC--C -618.3756
_CHAT--C	744.5175	_HATZ--C -336.6780
_COCA--C	-1354.323	_HELL--C -448.5747
_CORI--C	-794.9816	_HFAB--C -139.5016
_CPIC--C	487.3547	_HFFA--C 274.6357
_CRET--C	612.4911	_HPET--C -1256.268
_CROW--C	-401.2366	_HSUG--C -647.8043
_CYCL--C	-75.20040	_HTEL--C -1297.595
_DAIO--C	154.2834	_HERA--C -202.8882
_DIAG--C	-283.1985	_HIPPI--C -21.71336
_DIAS--C	777.1953	_DUTY--C 1042.087
_DIEK--C	253.1109	_IASO--C -23.10426
_DION--C	218.6699	_IKON--C -178.0362
_DOMI--C	257.3556	_IKTI--C 633.1273
_DROM--C	45.04090	_ILEK--C -333.9837
_DRUC--C	7.358893	_IMAK--C -24.31614
_DURO--C	435.1461	_IMPE--C 304.0990
_PAIR--C	400.3162	_INQU--C -862.2984
_EDRA--C	107.5010	_LYK--C 366.7347
_EKTE--C	441.1898	_INFO--C 554.9682
_MOUZ--C	-681.8075	_INTE--C 489.9033
_ELEF--C	-110.9056	_INCO--C 172.5871
_ELFI--C	462.7517	_INHO--C -622.0849
_ELGE--C	-442.1213	_INLO--C 1169.164
_ELLE--C	-72.97325	_IONI--C -577.8570
_ELME--C	132.1492	_JPAV--C -30.67807
_ELTO--C	-30.38077	_BOUT--C -18.16738
_ELTR--C	498.7533	_JUMB--C 864.7735
_ELVA--C	-761.9649	_KARA--C -655.6787
_ELVE--C	358.7598	_KARE--C -332.2968
_ETEM--C	44.18317	_KARM--C -33.33284
_EDRI--C	119.6701	_KATH--C -318.1691
_EMED--C	-340.4806	_KATS--C 345.8357
_EVER--C	510.9314	_KEGO--C 783.8246
_EVRO--C	-198.2490	_KEKR--C 272.2431
_FGEU--C	-290.8743	_KIRI--C 40.55878
_KYRI--C	630.1338	_KLEE--C 510.3101
_FIER--C	142.2413	_KLON--C -720.3241
_FINT--C	464.7508	_KNIT--C 177.1660
_FLEX--C	87.74900	_KORD--C -205.3660
_FLRS--C	380.1654	_KREK--C 582.0859
_FOLL--C	1250.613	_KRET--C -538.2918
_FORT--C	-629.5561	_KTIM--C 212.7229
_FOUR--C	-359.1327	_LAMB--C -739.0793
_FRIG--C	-271.9138	_LAMD--C -226.3599

_GEKG--C	172.7324	_LAMP--C	309.0804
_GEKE--C	646.8712	_LANN--C	-9.109718
_LANA--C	1004.929	_SHEE--C	927.2155
_LAVI--C	-625.7774	_SHEL--C	-763.2320
_LIBE--C	-372.8148	_SIDE--C	-1541.467
_LOUL--C	9.788088	_SING--C	-36.27882
_MAIL--C	-228.8700	_SPAC--C	843.9340
_MARI--C	424.8309	_SPID--C	-584.5756
_MATH--C	-144.5158	_TECH--C	386.8020
_MEDI--C	1392.950	_TELE--C	135.9829
_MESO--C	617.8510	_THE--C	-339.2346
_METK--C	-301.9282	_THPO--C	530.9766
_MEVA--C	-118.1246	_THWA--C	-95.28287
_MICH--C	-14.91724	_THRA--C	614.5647
_MICR--C	182.9326	_TITA--C	-724.2274
_MINE--C	499.3440	_TRIA--C	668.0365
_MINO--C	-584.5839	_VARA--C	135.3180
_MLSM--C	997.2666	_VARD--C	-184.5211
_MOCH--C	257.3123	_VARV--C	-71.20858
_MOTO--C	-567.6023	_VIOH--C	-851.5767
_MULT--C	-55.99456	_VISC--C	-76.95992
_MYTI--C	-662.3448	_VIVA--C	-377.2808
_LEVE--C	800.0088	_VIVE--C	350.8595
_MOBA--C	-584.3345	_VOGI--C	356.0476
_NAFP--C	198.2164	_TEGO--C	-513.6563
_NEOR--C	-491.1658	_XYLE--C	255.0109
_NEXA--C	-949.1484	_YALC--C	-207.9910
_NIRE--C	3104.674	_ZAMP--C	1541.136
_OLYM--C	-24.91667		
_OPAP--C	-1207.083		
_PAPE--C	-43.63525		
_PARN--C	209.7326		
_PEGA--C	-90.51231		
_PERS--C	-150.5896		
_PETR--C	259.4131		
_PETZ--C	294.3253		
_NIKA--C	-189.0223		
_PHIL--C	214.5172		
_PIPE--C	-582.9666		
_PLAI--C	-911.1027		
_PLIA--C	279.4425		
_PROO--C	466.4823		
_QUAL--C	166.0182		
_REDS--C	-407.5024		
_RIDE--C	507.7154		
_RILK--C	-28.34847		
_SBIN--C	-996.7729		
_SANY--C	-239.7230		
_SATO--C	-451.1402		
_SCIE--C	68.54858		
_SELE--C	272.2752		

_SELO--C	-346.9952
_SFAK--C	-1030.878
<b>Fixed Effects (Period)</b>	
2001--C	142.0000
2002--C	-16.00000
2003--C	-14.00000
2004--C	22.00000
2005--C	-56.00000
2006--C	-56.00000

---

**Effects Specification**


---

**Cross-section fixed (dummy variables)**
**Period fixed (dummy variables)**


---

<b>R-squared</b>	0.551321	<b>Mean dependent var</b>	342.4504
<b>Adjusted R-squared</b>	0.455394	<b>S.D. dependent var</b>	634.1083
<b>S.E. of regression</b>	467.9556	<b>Akaike info criterion</b>	15.29367
<b>Sum squared resid</b>	2.25E+08	<b>Schwarz criterion</b>	16.20081
<b>Log likelihood</b>	-9337.542	<b>F-statistic</b>	5.747279
<b>Durbin-Watson stat</b>	1.859948	<b>Prob(F-statistic)</b>	0.000000

---



## **6. Βιβλιογραφία - Παραπομπές**

1. Mayer, C., Alexander, I., 1990. Banks and markets: corporate financing in Germany and the UK. *Journal of Japanese and International Economics* 3, 450 – 475.
2. Jensen, M.C. (1986) Agency Cost of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, pp. 323 – 329.
3. La Porta, R., Lopes-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., 2000. Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance* 55, 1 – 33.
4. Zeckhauser, R. J., Pound, J., 1990. Are large shareholders effective monitors? An investigation of share ownership and corporate performance. In: Hubbard, R.G. (Ed.), *Assymetric Information, Corporate Finance and Investment*. University of Chicago Press, Chicago, pp. 149 – 180.
5. Berle, A., Means, G., 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. Harcourt, Brace, & World, New York.
6. Demsetz, H., 1983. The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics* 26, 375 – 390.
7. Anderson, R.C., Reeb, D.M., 2003, Founding Family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *Journal of Finance* 58, 1301 – 1328.
8. Gale, Bradley, “ Market Share and Rate of Return”, *Review of Economics and Statistics*, November 1972, 54, 412 – 23.
9. Demsetz, Harold, “ Industry Structure, Market Rivalry and Public Policy”, *Journal of Law and Economics*, April 1973, 16, 1-9.
10. Himmelberg, C., Hubbard, G. and Palia, D., “Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, 1999, pp. 353 – 84.
11. Short, H., Zhang, H., Keasey, K., “The link between dividend policy and institutional ownership”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8, 2002, pp.105-122.
12. Ki, C., Hun Lee, S., Suk, D., “Institutional Shareholders and dividends”, *Journal of Finance and Strategic Decision*, Vol. 12 No. 1, 1999, pp. 53-62.
13. Mancinelli, L., Ozkan, A., “Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Italian Firms”, *The European Journal of Finance*, Vol.12, No.3, 2006, pp. 265-282.

14. Smirlock, M., Gilligan, T., Marshall, W., "Tobin's Q and the Structure – Performance Relationship", *The American Economic Review*, Vol.74, No.5, 1984, pp. 1051 – 1060.
15. Demsetz, H., Villalonga, B., "Ownership Structure and corporate performance", *Journal of Corporate Finance*, Vol.7, 2001, pp. 209-233.
16. Himmelberg, C., Hubbard, R., Palia, D., "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 53, 1999, pp. 353 – 384.
17. Anderson, R., Reeb, D., "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500", *The Journal of Finance*, Vol. LVIII, No.3, 2003, pp.1301-1327.
18. Maury, B., "Family Ownership and Firm Performance: Empirical evidence from Western European corporations", *Journal of Corporate Finance*, Vol.12, 2006, pp. 321-341.
19. Barbosa, N., Louri, H., "Corporate Performance: Does Ownership Matter? A comparison of Foreign- and Domestic-Owned Firms in Greece and Portugal", *Review of Industrial Organization*, 2005, pp.73-102.
20. Mudambi, R., Nicosia, C., "Ownership structure and firm performance: evidence from the UK financial services industry", *Applied Financial Economics*, 1998, Vol.8, pp. 175-180.
21. Craswell, A., Taylor, S., Saywell, R. "Ownership structure and corporate performance: Australian Evidence", *Pacific Basin Finance Journal*, Vol. 5, 1997, pp. 301-323.
22. Li, K., Young, W., "Asymmetric Information and Dividend Policy", *Financial Management*, Forthcoming Article.
23. Chen, Z., Cheung, Y., Stouraitis, A., Wong, A., "Ownership structure, firm performance and dividend policy in Hong Kong", *Pacific – Basin Journal*, Vol.13, 2005, pp.431-449.
24. Morck et.al., "Management ownership and market valuation: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1998, pp.293-315.
25. Pindado, J., De la Torre, C., "The Role of Investment, Financing and Dividend Decisions in Explaining Corporate Ownership Structure: Empirical Evidence from Spain", *European Financial Management*, Vol. 12, No. 5, 2006, pp. 661-687.