



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
UNIVERSITY OF PIRAEUS

ΣΧΟΛΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ
<<ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ>> ΜΕ ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ
<<ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ>>

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Η επίδραση του κόστους αντιπροσώπευσης στην αξία και την κερδοφορία των
επιχειρήσεων**

Του

ΠΑΤΕΑΣ ΘΕΟΔΩΡΟΥ ΠΑΡΑΣΚΕΥΑ
mxrh2015

Επιβλέπον Καθηγητής: Τσιριτάκης Εμμανουήλ

Εξεταστική Επιτροπή: 1) Στεφανάδης Χ.
2) Βολιώτης Δ.

(ΠΕΙΡΑΙΑΣ, ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2023)



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΣΧΟΛΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ “ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ

ΑΠΟΔΟΣΗ ΘΕΜΑΤΟΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΣΤΗΝ ΑΓΓΛΙΚΗ ΓΛΩΣΣΑ ΓΙΑ ΤΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΔΙΠΛΩΜΑΤΟΣ

Στοιχεία Μεταπτυχιακού Φοιτητή

Επώνυμο: PATEAS

Όνομα: THEODOROS

Αριθ. Μητρώου: mxrh2015

Απόδοση θέματος εργασίας στην αγγλική γλώσσα (Παράρτημα Διπλώματος):

“Agency costs and firm profitability and value”

Επιβλέπων Καθηγητής:

TSIRITAKIS EMMANUIL

Πειραιάς: 13 / 02 / 2023



Περιεχόμενα:

1. Περίληψη διπλωματικής εργασίας.....	3
2. Εισαγωγή.....	4
3. Ανασκόπηση βιβλιογραφίας και ανάπτυξη θεωριών	5
3.1 Η έννοια της Αντιπροσώπευσης	5
3.2 Ελλείψεις στην θεωρία Αντιπροσώπευσης.....	7
3.4 Θεωρίες της Αντιπροσώπευσης.....	8
3.4.1. Θετική θεωρία αντιπροσώπευσης.....	8
3.4.2. Θεωρία της συμπεριφορικής αντιπροσώπευσης.....	10
3.5 Μέτρηση κόστους αντιπροσώπευσης.....	15
3.6. Θετική Σχέση Μεταξύ Δανεισμού και Επιχειρησιακής Αξίας.....	17
4. Δεδομένα και μεθοδολογία	18
4.1 Εισαγωγή:.....	19
4.2 Μεθοδολογία	19
4.3 Ανάλυση Μεθοδολογίας.....	20
4.6 Ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος	22
5. Εμπειρικό αποτέλεσμα	26
5.1 Καθορισμός Υποθέσεων.....	26
5.2 Καθορισμός Μεταβλητών.....	27
5.3 Παρουσίαση Αποτελεσμάτων	29
5.4. Συσχέτιση μεταξύ tobin με τις άλλες μεταβλητές	30
5.5 Ανάλυση Αποτελεσμάτων.....	32
6. Συμπέρασμα.....	36
6.1 Παρουσίαση Αποτελεσμάτων έρευνας με Παλινδρόμηση	37
7 Βιβλιογραφία.....	42



1. Περίληψη διπλωματικής εργασίας

Η πολυπλοκότητα της σύγχρονης συναλλακτικής πρακτικής έχει οδηγήσει σε σύγχρονες εταιρικές διαρθρώσεις οι οποίες απαιτούν το διαχωρισμό ιδιοκτησίας και διαχείρισης των σύγχρονων εταιρικών μορφωμάτων. Σε αυτό το πλαίσιο, ένα από τα σημαντικότερα ζητήματα που έχει οδηγήσει σε ένα ευρύ φάσμα αντιλήψεων και προβληματικής είναι το ζήτημα της σύγκρουσης συμφερόντων. Σε αυτό το πλαίσιο, έχει αναπτυχθεί η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης και το κατά πόσο αυτό μπορεί να έχει αρνητικό αντίκτυπο στην απόδοση - υπεραξία της εταιρείας. Χρησιμοποιώντας οικονομικά στοιχεία των τελευταίων 20 ετών θα επιχειρήσουμε να εξετάσουμε τον αντίκτυπο του κόστους αντιπροσώπευσης στην αγοραία αξία μεγάλων εταιρειών εισηγμένων στο χρηματιστήριο των Η.Π.Α.

Ειδικότερα, επικεντρωνόμαστε στο πως το κόστος αντιπροσώπευσης ασκεί αρνητικό αντίκτυπο στην απόδοση της εταιρείας μέσω αντικρουόμενων συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών μιας επιχείρησης. Διερευνούμε τους τομείς που παρουσιάζονται αυτές οι συγκρούσεις, πως αυτές επηρεάζουν και σε τι βαθμό την αξία της επιχείρησης. Επίσης, στο πλαίσιο της σύγχρονης επιχειρηματικής δραστηριότητας αναλύονται τα μέσα που υπάρχουν για τον περιορισμό του φαινομένου μέσω μια ανασκόπησης επί του εν λόγω θέματος από την διεθνή βιβλιογραφία.

Λέξεις κλειδιά: Ιδιοκτησιακή δομή, εταιρική διακυβέρνηση, τελικός έλεγχος, κόστος αντιπροσώπευσης, συναλλαγές με συνδεδεμένα μέρη, νομικές παραβάσεις, εταιρική αξία, Συγκρούσεις μετόχων - διευθυντικών στελεχών, Υπό επένδυση – Υπέρ επένδυση.



2. Εισαγωγή

Η θεωρία αντιπροσώπευσης είναι ένας όρος που χρησιμοποιείται για να εξηγήσει και να επιλύσει ζητήματα στη σχέση μεταξύ των επιχειρηματικών εντολέων και των αντιπροσώπων τους. Συνήθως, αυτή η σχέση είναι αυτή μεταξύ των μετόχων, ως εντολέων, και των στελεχών της εταιρείας, ως αντιπροσώπων. Μπορεί όμως σε έναν οργανισμό να αναφέρεται και στους χρηματοοικονομικούς σχεδιαστές και τους πελάτες τους. Σκοπός αυτής της εργασίας είναι να προσπαθήσει να εξηγήσει και να επιλύσει διαφορές σχετικά με τις αντίστοιχες προτεραιότητες μεταξύ εμπλεκόμενων μερών. Οι μέτοχοι βασίζονται σε αντιπροσώπους για την εκτέλεση ορισμένων εταιρικών συναλλαγών, γεγονός που οδηγεί σε διαφορά συμφωνίας σχετικά με τις προτεραιότητες και τις μεθόδους. Η διαφορά προτεραιοτήτων και συμφερόντων μεταξύ αντιπροσώπων και εντολέων είναι γνωστή ως πρόβλημα εντολέα-εντολοδόχου και ένας κοινά αποδεκτός τρόπος για την επίτευξη ισορροπίας μεταξύ εντολέα και αντιπροσώπου είναι η αποζημίωση βάσει απόδοσης.¹

Η σχέση μεταξύ δύο μερών στην οποία το ένα, ο αντιπρόσωπος, εκπροσωπεί το άλλο, τον αντιπροσωπευόμενο, στις καθημερινές συναλλαγές ονομάζεται αντιπροσώπευση. Ο αντιπροσωπευόμενος ή οι αντιπροσωπευόμενοι έχουν προσλάβει τον αντιπρόσωπο για να εκτελέσει μια υπηρεσία για λογαριασμό τους. Οι εντολές αναθέτουν την εξουσία λήψης αποφάσεων στους αντιπροσώπους. Επειδή πολλές αποφάσεις που επηρεάζουν οικονομικά την εταιρεία λαμβάνονται από τον αντιπρόσωπο, μπορεί να προκύψουν διαφορές απόψεων, ακόμη και διαφορές στις προτεραιότητες και τα συμφέροντα, καθώς είναι πολύ πιθανό τα συμφέροντα ενός εντολέα και ενός αντιπροσώπου να μην ταυτίζονται.

¹ [Agency Theory: Definition, Examples of Relationships, and Disputes \(investopedia.com\)](https://www.investopedia.com/terms/a/agency-theory.asp)



Λόγω της φύσης αυτής της σχέσης, ο αντιπρόσωπος χρησιμοποιεί τους πόρους ενός εντολέα. Ο εντολέας έχει εμπιστευτεί χρήματα, αλλά έχει ελάχιστες ή καθόλου καθημερινές εισροές αναμένοντας τα τελικά οικονομικά αποτελέσματα. Ο αντιπρόσωπος είναι αυτός που λαμβάνει τις αποφάσεις διατρέχοντας μικρό ή μηδενικό κίνδυνο, διότι τυχόν ζημίες θα βαρύνουν τον αντιπροσωπευόμενο.

3. Ανασκόπηση βιβλιογραφίας και ανάπτυξη θεωριών

3.1 Η έννοια της Αντιπροσώπησης.

Η θεωρία της αντιπροσώπησης αποτελεί σημαντικό στοιχείο της οικονομικής θεωρίας της επιχείρησης από τη δημοσίευση των εργασιών των Spence και Zeckhauser (1971)², Alchian και Demsetz (1972)³, Ross (1973)⁴ και Jensen και Meckling (1976)⁵. Είναι από τους παλαιότερους και συνηθέστερους τρόπους κοινωνικής αλληλεπίδρασης και αποτελεί σημαντικό στοιχείο της οικονομικής θεωρίας της επιχείρησης. Μια σχέση αντιπροσώπησης προκύπτει μεταξύ δύο ή και περισσότερων μερών όταν το ένα που ορίζεται ως πράκτορας ενεργεί για λογαριασμό, εξ ονόματος ή ως αντιπρόσωπος του εντολέα του σ ένα συγκεκριμένο τομέα αποφάσεων⁶.

Η εν λόγω αντιπροσωπευτική σχέση έχει πεδίο εφαρμογής σε κάθε είδους οργανισμό, επιχείρηση και λοιπές ενώσεις προσώπων που ενεργώντας ως επενδυτές, εργοδότες ή ασκούντες οποιαδήποτε οικονομική δραστηριότητα και λόγω έλλειψης των απαραίτητων γνώσεων, δεξιοτήτων και εξειδίκευσης για την πραγματοποίηση μιας ενέργειας αναθέτουν σε κάποιο άλλο πρόσωπο την πραγματοποίηση αυτής. Συνήθως αυτή η συμφωνία αποτυπώνεται σε μια σύμβαση μεταξύ του ατόμου ή της οικονομικής οντότητας που αναθέτει την εντολή και του αποδεχόμενου για την πραγματοποίηση της ανατεθείσας εργασίας. Αυτή η συμφωνία είναι άμεσα συνδεδεμένη με την σχέση

² [Insurance, Information, and Individual Action \(harvard.edu\)](https://www.harvard.edu), Insurance, Information, and Individual Action

³ [Production, Information Costs, and Economic Organization on JSTOR](https://www.jstor.org), Production, Information Costs, and Economic Organization

⁴ [The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem on JSTOR](https://www.jstor.org), **Stephen A. Ross**

⁵ [Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure - ScienceDirect](https://www.sciencedirect.com)

⁶ Stephen A. Ross, 'The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem' 1973, The American Economic Review, 134, <https://www.jstor.org/stable/1817064>



εκχώρησης εξουσίας προκειμένου ο εντολοδόχος να λάβει τις αποφάσεις που απαιτούνται για την ολοκλήρωση της ανατεθείσας δραστηριότητας.

Η σχέση μεταξύ μετόχων και μελών του διοικητικού συμβουλίου είναι μια απόλυτα ξεκάθαρη σχέση αντιπροσώπευσης. Η εν λόγω σχέση αντιπροσώπευσης γίνεται αντικείμενο συζητήσεων αλλά και θέμα ακαδημαϊκής έρευνας λόγω της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών δηλαδή όταν τα συμφέροντα των διευθυντών της επιχείρησης δεν ευθυγραμμίζονται με εκείνα του ιδιοκτήτη της επιχείρησης και λαμβάνουν τη μορφή προτίμησης για προνόμια κατά την εργασία, αποφυγή και λήψη ιδιοτελών και παγιωμένων αποφάσεων που μειώνουν τον πλούτο των μετόχων. Σύμφωνα με την έρευνα των Jensen και Meckling (1976)⁷ υπάρχει σοβαρός λόγος να πιστεύουμε ότι όταν ο εντολοδόχος επιδιώκει να μεγιστοποιήσει την χρησιμότητα του δεν θα δρα πάντα με γνώμονα την εκπλήρωση των στόχων του εντολέα του.

Με βάση τη θεωρία εξάρτησης από τους πόρους (Pfeffer και Salancik 1978)⁸, οι Cornell και Shapiro (1987)⁹ υποστηρίζουν ότι η απόδοση της επιχείρησης καθορίζεται από την ικανότητα εξασφάλισης κρίσιμων πόρων και η ικανότητα μιας επιχείρησης να εξασφαλίζει τέτοιους πόρους εξαρτάται από την ικανότητά της να εκπληρώνει τόσο ρητές όσο και σιωπηρές συμβάσεις με τα ενδιαφερόμενα μέρη τους (π.χ. μετόχους, υπαλλήλους, προμηθευτές κ.λπ.). Σε παρόμοιο πνεύμα, οι Hill και Jones (1992)¹⁰ προτείνουν τη θεωρία ενδιαφερόμενων μερών-πρακτορείων και υποστηρίζουν ότι η σύγκρουση συμφερόντων στις εταιρείες δεν συμβαίνει μόνο μεταξύ διαχειριστών και μετόχων (Jensen and Meckling 1976).

Ζητήματα οργανισμού μπορούν επίσης να προκύψουν μεταξύ των διαχειριστών και ενός ευρύτερου φάσματος ενδιαφερόμενων μερών λόγω των ιδιοτελών συμφερόντων των διευθυντικών στελεχών και, κυρίως, λόγω του περίπλοκου πλέγματος ρητών και σιωπηρών συμβάσεων μεταξύ της επιχείρησης και των ενδιαφερόμενων μερών της. Ως εκ τούτου, η απόφαση των διαχειριστών να ικανοποιήσουν το συμφέρον μιας ομάδας ενδιαφερομένων μπορεί να αποβεί εις βάρος διαφορετικών ενδιαφερόμενων μερών. Έτσι, οι συνεχείς ευθυγραμμίσεις μεταξύ των συμφερόντων των διευθυντικών στελεχών και των συμφερόντων των διάφορων ενδιαφερόμενων μερών είναι ζωτικής σημασίας, διότι η απόδοση της επιχείρησης επηρεάζεται αρνητικά όταν τα διευθυντικά στελέχη

⁷ William H. Meckling University of Rochester << Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure >> , [SSRN#94043 \(sfu.ca\)](#)

⁸ The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective , [The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective by Jeffrey Pfeffer, Gerald R. Salancik :: SSRN](#)

⁹ [Corporate Stakeholders and Corporate Finance on JSTOR](#), Bradford Cornell and Alan C. Shapiro

¹⁰ STAKEHOLDER-AGENCY THEORY, pages: 131-154



αποτυγχάνουν να ευθυγραμμίσουν τα συμφέροντα των διοικήσεων και των ενδιαφερόμενων μερών.

Η σύμβαση αποτελεί το σημαντικότερο στοιχείο ρύθμισης της σχέσης εντολέα και εντολοδόχου, είναι η μονάδα ανάλυσης στο πλαίσιο της θεωρίας αντιπροσώπευσης. Αποτέλεσμα αυτού είναι να επικεντρώνεται στον προσδιορισμό μιας αποτελεσματικής σύμβασης που ρυθμίζει την συγκεκριμένη σχέση στο πλαίσιο ενός αριθμού υποθέσεων που έχουν σχέση με τα άτομα, τους οργανισμούς και την πληροφόρηση. Ο προσδιορισμός της πιο αποτελεσματικής σύμβασης μπορεί να διατυπωθεί με την παρακάτω μορφή.

Είναι μια σύμβαση προσανατολισμένη στην συμπεριφορά του εντολοδόχου (που βασίζεται πχ σε αμοιβή με μισθό, στην ιεραρχική διακυβέρνηση) πιο αποτελεσματική από μια σύμβαση προσανατολισμένη στην αποτελεσματικότητα των αποφάσεων του εντολοδόχου; (που βασίζεται στην αμοιβή με ποσοστά, στην διακυβέρνηση της αγοράς)

Η θεωρία αντιπροσώπευσης σύμφωνα με τον καθηγητή Kathleey M.Eisenhard (1989)¹¹ συγκεντρώνει το ενδιαφέρον στην επίλυση δυο προβλημάτων:

- Αρχικά στο γεγονός ότι το πρόβλημα ανακύπτει όταν διαφέρουν οι στόχοι του εντολέα και του εντολοδόχου και είναι δύσκολο για τον εντολέα να διαπιστώσει πως πραγματικά ενεργεί ο εντολοδόχος και αν συμπεριφέρθηκε σύμφωνα με τα συμφωνηθέντα.
- Επιπλέον το πρόβλημα ανακύπτει και όταν υπάρχει διαφορετική άποψη έναντι του κινδύνου καθώς υπάρχει διάσταση απόψεων μεταξύ των 2 μερών αναφορικά με τις δράσεις που πρέπει να ληφθούν για τον περιορισμό του κινδύνου.

3.2 Ελλείψεις στην Θεωρία Αντιπροσώπευσης.

Το γεγονός όμως ότι η θεωρία της αντιπροσώπευσης έχει ελλείψεις είναι εμφανές εδώ και αρκετό καιρό. Πιο συγκεκριμένα, δεδομένου του ρόλου του Jensen ως κορυφαίου θεωρητικού της αντιπροσώπευσης, η εμπειρική εργασία που διεξήχθη από τους Jensen και Murphy (1990)¹² απέτυχε να τεκμηριώσει μια πειστική σχέση μεταξύ της αμοιβής του διευθύνοντος συμβούλου και της απόδοσης της τιμής της μετοχής. Δέκα χρόνια αργότερα, σε μια ανάλυση 137 εμπειρικών μελετών, οι Tosi, Werner, Katz και Gomez-

¹¹ Kathleey M.Eisenhard (1989), Building Theories from Case Study Research, [Building Theories from Case Study Research on JSTOR](#)

¹² [Performance Pay and Top-Management Incentives on JSTOR](#), Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy, pp. 225-264



Mejia (2000)¹³ διαπίστωσαν ομοίως ότι η ευθυγράμμιση των κινήτρων ως ερμηνευτική κατασκευή της αντιπροσώπευσης για την αμοιβή του διευθύνοντος συμβούλου υποστηρίζεται στην καλύτερη περίπτωση ασθενώς από τα στοιχεία. Πιο πρόσφατα, οι Frydman και Jenter (2010)¹⁴ υποστήριξαν, με βάση μια επισκόπηση των δεδομένων για τις αμοιβές των διευθυντικών στελεχών στις ΗΠΑ που καλύπτουν την περίοδο 1936-2005, ότι ούτε η βέλτιστη σύμβαση (θεωρία αντιπροσώπευσης) ούτε η υπόθεση της διοικητικής εξουσίας είναι πλήρως συνεπείς με τα διαθέσιμα στοιχεία. Ο Roberts, ένας ακόμα θεωρητικός της αντιπροσώπευσης, έχει σχολιάσει ότι η θεωρία της αντιπροσώπευσης απέδωσε ανεπαρκώς κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης και έχει αναφέρει διάφορες καταστάσεις όπου τα ισχυρά κίνητρα δεν είναι προφανώς βέλτιστα, όπως υπονοεί η θεωρία της αντιπροσώπευσης (Roberts, 2010)¹⁵.

Σε αυτές περιλαμβάνονται οι περιπτώσεις όπου δεν υπάρχουν καλές μετρήσεις της προσπάθειας ή της απόδοσης ενός πράκτορα, όταν απαιτούνται σύνθετες εργασίες και όταν είναι απαραίτητη η συνεργασία μεταξύ διαφορετικών πρακτόρων, όλες συνηθισμένες διαδικασίες όταν πρόκειται για ομάδες ανώτατης διοίκησης. Ο Roberts προβάλλει επιχειρήματα υπέρ της εφαρμογής ασθενών και όχι ισχυρών κινήτρων σε τέτοιες περιστάσεις.

3.4 Θεωρίες της Αντιπροσώπευσης.

3.4.1. Θετική θεωρία αντιπροσώπευσης

Η θετική θεωρία αντιπροσώπευσης, το τυπικό μοντέλο αντιπροσώπευσης που εξετάζουμε στο παρούσα ενότητα, έχει χρησιμοποιηθεί εκτενώς ως βάση για θεωρητικές και εμπειρικές εργασίες από μελετητές της διοίκησης και θεωρητικούς της οργάνωσης (π.χ. Eisenhardt, 1989)¹⁶, καθώς και έχει εφαρμοστεί ευρέως στην εξέταση ερευνητικών ερωτημάτων που σχετίζονται με την αποζημίωση των διευθυντικών στελεχών (π.χ. Tosi & Gomez-Mejia, 1989)¹⁷.

Υποστηρίζει ότι η επιχείρηση αποτελεί μια ειδική περίπτωση της θεωρίας της αντιπροσώπευσης, ότι η επιχείρηση παρέχει έναν σύνδεσμο για ένα πολύπλοκο σύνολο

¹³ How Much Does Performance Matter? A Meta-analysis of CEO Pay Studies, ([PDF](#)) [How Much Does Performance Matter? A Meta-analysis of CEO Pay Studies \(researchgate.net\)](#)

¹⁴ CEO Compensation, [CEO Compensation by Carola Frydman, Dirk Jenter :: SSRN](#)

¹⁵ [The Dissertation Journey: A Practical and Comprehensive Guide to Planning ... - Carol M. Roberts - Βιβλία Google](#)

¹⁶ Building Theories from Case Study Research, [Building Theories from Case Study Research on JSTOR](#)

¹⁷ The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory Perspective, [The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory Perspective on JSTOR](#)



συβάσεων, γραπτών και άγραφων, μεταξύ διαφόρων μερών και ότι το κόστος αντιπροσώπευσης δημιουργείται ως αποτέλεσμα των διαφορετικών συμφερόντων και συμβατικών ρυθμίσεων μεταξύ των ιδιοκτητών και των ανώτατων στελεχών (Alchian & Demsetz, 1972¹⁸- Jensen, 1983¹⁹ - Jensen & Meckling, 1976²⁰).

Οι υποκείμενες υποθέσεις είναι ότι οι οργανισμοί επιδιώκουν το κέρδος, ότι οι πράκτορες είναι ορθολογικοί και επιδιώκουν το έσοδα και ότι δεν υπάρχουν μη χρηματικά κίνητρα για τους πράκτορες. Υποτίθεται ότι οι εντολείς είναι ουδέτεροι ως προς τον κίνδυνο, επειδή μπορούν να εξισορροπήσουν τα χαρτοφυλάκιά τους, ότι οι πράκτορες αποστρέφονται τον κίνδυνο, επειδή οι δυνητικές επιπτώσεις του πλούτου από τη σχέση απασχόλησης είναι σημαντικές, ότι η χρησιμότητα ενός πράκτορα εξαρτάται θετικά από τα χρηματικά κίνητρα και αρνητικά από την προσπάθεια και ότι οι χρονικές προτιμήσεις υπολογίζονται μαθηματικά σύμφωνα με μια εκθετική συνάρτηση προεξόφλησης (Jensen, 1998)²¹. Υποστηρίζεται ότι η προσπάθεια και τα κίνητρα αυξάνονται μονοτονικά με την πρόσθετη αμοιβή. Η συνάρτηση αμοιβής-προσπάθειας απεικονίζεται ως ευθεία γραμμή με θετική κλίση που προχωρεί από κάτω αριστερά προς τα πάνω δεξιά.

Η αποτελεσματικότητα είναι το κύριο κριτήριο για την αξιολόγηση της επιτυχίας ή μη των προγραμμάτων σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης. Η θεωρία αντιπροσώπευσης επικεντρώνεται στο κόστος της πιθανής σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ εντολέων και αντιπροσώπων, που αναφέρεται ως "κόστος αντιπροσώπευσης". Οι Jensen και Meckling ορίζουν το κόστος αντιπροσώπευσης ως το άθροισμα των δαπανών παρακολούθησης του εντολέα, των δαπανών δέσμευσης του αντιπροσώπου και της εναπομένουσας απώλειας στην ευημερία που υφίσταται ο εντολέας ως αποτέλεσμα της απόκλισης των συμφερόντων μεταξύ του εντολέα και του αντιπροσώπου (Jensen & Meckling, 1976). Ο Jensen προσέφερε στη συνέχεια έναν ευρύτερο ορισμό, περιγράφοντας το κόστος αντιπροσώπευσης ως "το άθροισμα του κόστους διάρθρωσης, δέσμευσης και παρακολούθησης των συμβάσεων μεταξύ των αντιπροσώπων ... [το οποίο] . . περιλαμβάνει επίσης το κόστος που απορρέει από το γεγονός ότι δεν αποδίδει η τέλεια επιβολή όλων των συμβάσεων" (Jensen, 1983: 331).⁵

Το κόστος αντιπροσώπευσης είναι επομένως μια ειδική περίπτωση του κόστους συναλλαγών (με την κοασιανή έννοια) στην εσωτερική (ενδοεπιχειρησιακή) και όχι στην εξωτερική (ενδοαγοραία) μορφή του. Η θετική θεωρία αντιπροσώπευσης προτείνει ότι οι εντολείς μπορούν να μετριάσουν το κόστος αντιπροσώπευσης με τη θέσπιση κατάλληλων

¹⁸ Production, Information Costs, and Economic Organization , [Production, Information Costs, and Economic Organization on JSTOR](#)

¹⁹ Separation of Ownership and Control , [Separation of Ownership and Control on JSTOR](#)

²⁰ Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure , [Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure - ScienceDirect](#)

²¹ Citation , [The g factor: The science of mental ability. \(apa.org\)](#)



συμβάσεων κινήτρων και με την ανάληψη κόστους παρακολούθησης. Αυτό τυποποιείται από τον Eisenhardt σε δύο προτάσεις -πρώτον, σε σχέση με τα αντίστοιχα κίνητρα: "όταν το συμβόλαιο μεταξύ του εντολέα και του πράκτορα βασίζεται στο αποτέλεσμα, ο πράκτορας είναι πιθανότερο να συμπεριφερθεί προς το συμφέρον του εντολέα"- (Eisenhardt, 1989: 60)- δεύτερον, όσον αφορά την παρακολούθηση: "όταν ο εντολέας έχει πληροφορίες για να επαληθεύσει τη συμπεριφορά του πράκτορα, ο πράκτορας είναι πιθανότερο να συμπεριφερθεί προς το συμφέρον του εντολέα" (Eisenhardt, 1989: 60).

3.4.2. Θεωρία της συμπεριφορικής αντιπροσώπευσης

Σύμφωνα με τη θεωρία της συμπεριφορικής αντιπροσώπευσης είναι απαραίτητο να χρησιμοποιούνται τόσο η αποτελεσματικότητα όσο και η αποδοτικότητα ως κριτήρια για την αξιολόγηση της δραστηριότητας του αντιπροσώπου. Υιοθετώντας την αποτελεσματικότητα καθώς και την αποδοτικότητα ως κριτήρια αξιολόγησης, ακολουθούμε μια μακρά σειρά θεωρητικών της διοίκησης που χρονολογείται από τον Barnard (1968)²².

Ο Simon επεσήμανε ότι οι όροι αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα θεωρούνταν σχεδόν συνώνυμοι μέχρι το τέλος του 19ου αιώνα και γενικά θεωρούνταν ότι σήμαιναν τη δύναμη για την επίτευξη του επιδιωκόμενου σκοπού, ωστόσο, οι έννοιες των δύο λέξεων στη συνέχεια απέκλιναν. Η αποτελεσματικότητα άρχισε να ορίζεται, πρώτα στη μηχανική και στη συνέχεια στα οικονομικά, τις επιχειρήσεις και τη διοίκηση, με βάση τη σχέση μεταξύ εισροών και εκροών. Σε αυτό το σημείο χρησιμοποιούμε τους όρους αποδοτικότητα και αποτελεσματικότητα με τον ακόλουθο τρόπο:

Από τη μία πλευρά, μια δράση, ένα γεγονός, ένα σχέδιο, μια πολιτική ή ένα πρόγραμμα θεωρείται αποτελεσματικό εάν προκαλεί την ελαχιστοποίηση των εισροών για ένα δεδομένο σύνολο εκροών ή τη μεγιστοποίηση των εκροών για ένα δεδομένο σύνολο εισροών. Από την άλλη πλευρά, μια δράση, ένα γεγονός, ένα σχέδιο, μια πολιτική ή ένα πρόγραμμα θεωρείται αποδοτικό εάν είναι ικανό να επιτύχει τους επιδιωκόμενους στόχους του, ενώ οι στόχοι είναι εξωγενείς για τη θεωρία.

²² Management Philosophy of Peter F. Drucker: A Critique, [\(PDF\) Management Philosophy of Peter F. Drucker: A Critique \(researchgate.net\)](#)



Η συμπεριφορική θεωρία αντιπροσώπευσης υποστηρίζει ότι το μοντέλο του οικονομικού ανθρώπου που αποτελεί τη βάση της θετικής θεωρίας αντιπροσώπευσης είναι πολύ απλοϊκό. Προτείνει έναν επαναπροσδιορισμό, αναπτύσσοντας ένα νέο μοντέλο που υποθέτει περιορισμένο ορθολογισμό, αναγνωρίζει τη σημασία του ανθρώπινου κεφαλαίου των πρακτόρων (θεωρώντας το ως συνάρτηση της ικανότητας και των εργασιακών κινήτρων) και επιτρέπει αποκλίσεις από το μοντέλο ορθολογικής επιλογής όσον αφορά τις απώλειες, την αποστροφή κινδύνου και αβεβαιότητας, την προεξόφληση του χρόνου, την αποστροφή της αδικίας και την αντιστάθμιση μεταξύ εσωτερικών και εξωτερικών κινήτρων. Προτείνει ότι το τυπικό μοντέλο της θεωρίας της συμπεριφορικής αντιπροσώπευσης του ανθρώπου θα πρέπει να τροποποιηθεί με διάφορους τρόπους.

Η πρώτη τροποποίηση αφορά την απόδοση του πράκτορα και τα κίνητρα εργασίας. Η θεωρία της αντιπροσώπευσης δίνει λιγότερη έμφαση στον στόχο της παρακίνησης των αντιπροσώπων να αποδώσουν τα μέγιστα των ικανοτήτων τους από ό,τι στην ευθυγράμμιση των συμφερόντων των πρακτόρων και των εντολέων. Ο Leibenstein (1966)²³ υποστηρίζει ότι, δεδομένης της σημασίας αυτού που σήμερα ονομάζεται ανθρώπινο κεφάλαιο, τα κίνητρα (ιδίως τα εσωτερικά κίνητρα) δεν μπορούν να αγνοηθούν στον οικονομικό υπολογισμό. Οι Pratt και Zeckhauser (1985)²⁴ προβάλλουν την ίδια άποψη για τη θεωρία της αντιπροσώπευσης.

Η συμπεριφορική θεωρία αντιπροσώπευσης υποστηρίζει ότι η μεγιστοποίηση της απόδοσης του αντιπροσώπου θα πρέπει να αποτελεί βασικό στόχο της σχέσης εντολέα-αντιπροσώπου και ότι η σημασία των εργασιακών κινήτρων του αντιπροσώπου, συμπεριλαμβανομένων των εσωτερικών κινήτρων, δεν θα πρέπει να υποτιμάται. Αμφισβητεί την ιδέα ότι τα εσωτερικά και τα εξωτερικά κίνητρα είναι είτε ανεξάρτητα είτε προσθετικά, υποστηρίζοντας αντίθετα ότι οι ενδεχόμενες χρηματικές ανταμοιβές μπορεί στην πραγματικότητα να προκαλέσουν μείωση των εσωτερικών κινήτρων (βλ. Deci & Ryan, 1985)²⁵. Οι Frey και Jegen (2001)²⁶, ακολουθώντας μια γραμμή επιστημονικής

²³ Allocative Efficiency vs. "X-Efficiency", [Allocative Efficiency vs. "X-Efficiency" on JSTOR](#)

²⁴ Principals and Agents: The Structure of Business, ([PDF](#)) [Principals and Agents: The Structure of Business \(researchgate.net\)](#)

²⁵ Intrinsic Motivation and Self-Determination in Human Behavior, [Deci, E. L., & Ryan, R. M. \(1985\). Intrinsic Motivation and Self-Determination in Human Behavior. Berlin Springer Science & Business Media. - References - Scientific Research Publishing \(scirp.org\)](#)

²⁶ Motivation Crowding Theory, [Motivation Crowding Theory - Frey - 2001 - Journal of Economic Surveys - Wiley Online Library](#)



σκέψης που χρονολογείται από τους Lepper και Greene (1978)²⁷, έχουν περιγράψει αυτό το φαινόμενο ως "crowding-out" (Sliwka, 2007)²⁸.

Η δεύτερη τροποποίηση σχετίζεται με τον κίνδυνο και την αβεβαιότητα. Η θεωρία της συμπεριφορικής αντιπροσώπευσης υποθέτει ότι τα ανώτερα στελέχη αποστρέφονται πρωτίστως τις απώλειες και μόνο δευτερευόντως τον κίνδυνο (Wiseman & Gomez-Mejia, 1998)²⁹. Τα κέρδη και οι απώλειες υπολογίζονται από κάθε μεμονωμένο παράγοντα σε σχέση με ένα σημείο αναφοράς που υποκειμενικά καθορίζει ο ίδιος. Οι προτιμήσεις κινδύνου διαφέρουν ως προς τα κέρδη και τις απώλειες, με αποτέλεσμα μια συνάρτηση αξίας σχήματος "S", με τις απώλειες να προβάλλουν μεγαλύτερες από τα κέρδη. Αυτό σημαίνει ότι, κάτω από ένα σημείο αναφοράς, οι πράκτορες θα αποστρέφονται τις απώλειες, με αποτέλεσμα να αυξάνεται η διάθεσή τους να αναλάβουν βραχυπρόθεσμο κίνδυνο. Πάνω από το σημείο αναφοράς οι πράκτορες θα αποστρέφονται γενικά τον κίνδυνο, αλλά οι συντελεστές στάθμισης των αποφάσεων θα ποικίλλουν ανάλογα με την υποκειμενική εκτίμηση των πιθανοτήτων- για παράδειγμα, οι μικρές πιθανότητες υπερτονίζονται και οι μεγάλες πιθανότητες ΥΠΟ τονίζονται.

Η τρίτη τροποποίηση αφορά τις χρονικές προτιμήσεις. Στη συμπεριφορική θεωρία πρακτόρευσης θεωρείται ότι οι πράκτορες προεξοφλούν το χρόνο σύμφωνα με μια υπερβολική συνάρτηση προεξόφλησης και όχι εκθετικά, όπως συμβαίνει με την οικονομική προεξόφληση (Ainslie, 1991³⁰- Ainslie & Haslam, 1992³¹). Αυτό σημαίνει ότι οι μελλοντικές ανταμοιβές προ εξοφλούνται σε μεγάλο βαθμό, επιτρέποντας τη δυνατότητα αντιστροφής των προτιμήσεων. Τα πραγματικά μέσα ποσοστά προεξόφλησης ποικίλλουν μεταξύ των ατόμων και πρέπει να προσδιορίζονται εμπειρικά.

Η τέταρτη τροποποίηση σχετίζεται με τις αντιλήψεις ενός πράκτορα για τη δίκαιη αποζημίωση. Εάν οι πράκτορες αισθάνονται ότι οι εισροές τους, η προσπάθεια και οι δεξιότητες που καταβάλλουν στην εργασία τους, ανταμείβονται δίκαια και επαρκώς από τις εκροές, τις υλικές και άυλες ανταμοιβές από την απασχόληση, τότε οι πράκτορες θα

²⁷ The hidden costs of reward: New perspectives on the psychology of human motivation, [The hidden costs of reward: New perspectives on the psychology of human motivation. \(apa.org\)](#)

²⁸ Trust as a Signal of a Social Norm and the Hidden Costs of Incentive Schemes, [Trust as a Signal of a Social Norm and the Hidden Costs of Incentive Schemes - American Economic Association \(aeaweb.org\)](#)

²⁹ A Behavioral Agency Model of Managerial Risk Taking, [A Behavioral Agency Model of Managerial Risk Taking on JSTOR](#)

³⁰ Derivation of "Rational" Economic Behavior from Hyperbolic Discount Curves, [EconPapers: Derivation of "Rational" Economic Behavior from Hyperbolic Discount Curves \(repec.org\)](#)

³¹ Hyperbolic discounting, [Hyperbolic discounting. \(apa.org\)](#)



είναι ευχαριστημένοι από την εργασία τους και θα έχουν κίνητρο να συνεχίσουν να συνεισφέρουν στο ίδιο ή σε υψηλότερο επίπεδο (Adams, 1965)³². Ωστόσο, εάν η σχέση μεταξύ εισροών και εκροών δεν είναι ανάλογη, τότε ένας πράκτορας θα γίνει δυσαρεστημένος και, ως εκ τούτου, θα αποθαρρυνθεί. Σε αυτό το μοντέλο το σημείο αναφοράς της ισοτιμίας του πράκτορα καθορίζεται υποκειμενικά σύμφωνα με τους κανόνες της αγοράς και τις προσωπικές αναφορές. Οι Fehr και Schmidt (1999)³³ ονομάζουν αυτό το φαινόμενο "αποστροφή της ανισότητας". Όπως συμβαίνει με την προεξόφληση κινδύνου και χρόνου, αναμένουμε ότι τα πραγματικά επίπεδα αποστροφής της αδικίας θα διαφέρουν μεταξύ των ατόμων και πρέπει να προσδιοριστούν εμπειρικά.

Συνοψίζοντας τις υποθέσεις σχετικά με τα χαρακτηριστικά του οικονομικού ανθρώπου που αποτελούν τα θεμέλια της θεωρίας της αντιπροσώπευσης και τις συγκρίνει με τον τρόπο με τον οποίο η συμπεριφορική θεωρία της αντιπροσώπευσης επαναπροσδιορίζει το μοντέλο, ένα σημαντικό πρώιμο συμπέρασμα που μπορεί να εξαχθεί είναι ότι η αντίληψη ενός πράκτορα για την (υποκειμενικά υπολογισμένη) αξία ενός βραβείου κινήτρων θα είναι συνήθως μικρότερη από την (αντικειμενικά υπολογισμένη) οικονομική αξία του βραβείου. Αυτό έχει σαφώς επιπτώσεις στον τρόπο με τον οποίο σχεδιάζονται οι συβάσεις παροχής κινήτρων.

Υποστηρίζουμε ότι είναι απαραίτητο οι μελετητές του μανάτζμεντ να υιοθετήσουν και τα δύο κριτήρια για να παρέχουν μια πλήρη και ακριβή αξιολόγηση των πολιτικών, των σχεδίων και των προγραμμάτων του μανάτζμεντ.

Λαμβάνοντας ως παράδειγμα την αποζημίωση των διευθυντικών στελεχών, ένα σχέδιο αποζημίωσης μπορεί να είναι αποτελεσματικό και αποδοτικό (δηλαδή να επιτυγχάνει τους στόχους του, δηλαδή να παρακινεί τα ανώτατα στελέχη και να ευθυγραμμίζει τα συμφέροντα των στελεχών και των μετόχων, και μάλιστα με τρόπο που να ελαχιστοποιεί το κόστος), αποτελεσματικό αλλά όχι αποδοτικό (δηλαδή να επιτυγχάνει τους στόχους του αλλά με τρόπο που να είναι πιο δαπανηρός από τον αναγκαίο), ή ούτε αποτελεσματικό ούτε αποδοτικό (δηλαδή να μην επιτυγχάνει τους στόχους του και ταυτόχρονα να είναι δαπανηρό).

Ωστόσο, υποστηρίζεται ότι δεν έχει νόημα να περιγράφεται μια πολιτική, ένα σχέδιο ή ένα πρόγραμμα διαχείρισης ως αποδοτικό αλλά ως αποτελεσματικό. Η έννοια της αποτελεσματικότητας υπονοείται ήδη από την έννοια της αποδοτικότητας- θα μπορούσε διαφορετικά να προκύψει χαμηλότερο κόστος (ή και καθόλου κόστος), ενώ δεν θα μπορούσε να επιτύχει τους επιθυμητούς στόχους.

³² Inequity In Social Exchange, [Inequity In Social Exchange - ScienceDirect](#)

³³ A Theory of Fairness, Competition, and Cooperation, [A Theory of Fairness, Competition, and Cooperation on JSTOR](#)



Μια σημαντική προϋπόθεση της θεωρίας της συμπεριφορικής αντιπροσώπευσης, η οποία συνάδει με την προσέγγιση της ομάδας ανώτατης διοίκησης ή των "ανώτερων κλιμακίων" (Hambrick & Mason, 1984)³⁴, είναι ότι οι ομάδες ανώτερων στελεχών έχουν σημαντικό αντίκτυπο στην απόδοση της επιχείρησης.

Ορίζουμε την ομάδα ανώτατης διοίκησης (και ως εκ τούτου τον ανώτατο διευθυντή) ως την ομάδα των πολύ ανώτερων στελεχών που είναι υπεύθυνα για τον καθορισμό και την εκτέλεση της στρατηγικής μιας επιχείρησης, τα οποία μέσω των ενεργειών τους είναι σε θέση να επηρεάσουν τα κέρδη της επιχείρησης, την τιμή της μετοχής, τη φήμη και τη θέση της στην αγορά (Carpenter, Geletkanycz, & Sanders, 2004)³⁵.

Η ομάδα αυτή, η οποία περιλαμβάνει τον διευθύνοντα σύμβουλο (CEO), τον διευθυντή λειτουργίας (COO), τον οικονομικό διευθυντή (CFO), τους επικεφαλής των τμημάτων και άλλους επικεφαλής λειτουργιών, αναφέρεται μερικές φορές ως διοικητικό συμβούλιο, λειτουργικό συμβούλιο, εκτελεστική επιτροπή ή γενική διοικητική επιτροπή. Οι μεταβαλλόμενες τάσεις στην εταιρική διακυβέρνηση σημαίνουν ότι, ενώ ιστορικά τα άτομα αυτά θα ήταν εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου, είναι όλο και πιο συνηθισμένο σε πολλές χώρες να βρίσκονται μόνο ο διευθύνων σύμβουλος και ο οικονομικός διευθυντής στο κύριο διοικητικό συμβούλιο, ενώ όλα τα βασικά ανώτερα στελέχη συμμετέχουν στην εκτελεστική επιτροπή ή σε ισοδύναμο όργανο (Pepper, 2006).

Με τον ορισμό των ανώτατων στελεχών με αυτόν τον τρόπο, αυτό το μέρος της θεωρίας της συμπεριφορικής αντιπροσώπευσης γίνεται, κατά μία έννοια, ταυτόσημο (η εταιρική απόδοση είναι, εν μέρει, συνάρτηση της απόδοσης των ανώτατων στελεχών- τα ανώτατα στελέχη είναι εκείνοι οι μεμονωμένοι παράγοντες που είναι σε θέση να επηρεάσουν την εταιρική απόδοση). Ωστόσο, αυτό είναι το είδος της "χρήσιμης ταυτοποίησης", την οποία ο Jensen (1983)³⁶ επισημαίνει ότι αποτελεί απαραίτητο μέρος της διαδικασίας ανάπτυξης θεωριών. Ούτε η συμπερίληψή της στη συμπεριφορική θεωρία αντιπροσώπευσης σημαίνει ότι αυτό το μέρος της θεωρίας γίνεται στην πράξη αναντίρρητο. Μπορεί να αποδειχθεί ότι οι ομάδες ανώτατων διοικητικών στελεχών δεν είναι στην πράξη σε θέση να έχουν σημαντικό αντίκτυπο στην απόδοση της επιχείρησης.

Η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης έφερε στο προσκήνιο τους ρόλους των διευθυντικών στελεχών. Το "Διοικητικό Συμβούλιο (Board of Directors - BD)" όπως αποκαλείται το όργανο που διοικεί την εταιρεία αποτελεί ένα κομβικό στοιχείο του συστήματος της εταιρικής διακυβέρνησης, ορισμένες από τις κύριες λειτουργίες του

³⁴ Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers, [Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers on JSTOR](#)

³⁵ Upper Echelons Research Revisited: Antecedents, Elements, and Consequences of Top Management Team Composition, [Upper Echelons Research Revisited: Antecedents, Elements, and Consequences of Top Management Team Composition - Mason A. Carpenter, Marta A. Geletkanycz, Wm. Gerard Sanders, 2004 \(sagepub.com\)](#)

³⁶ Separation of Ownership and Control, [Separation of Ownership and Control on JSTOR](#)



οποίου είναι η σύνδεση μεταξύ των μετόχων και της διοίκησης, το να προσανατολίζει, να εποπτεύει και να συμβουλεύει τη σχέση της διοίκησης με όλα τα άλλα ενδιαφερόμενα μέρη. Έχουν υπάρξει αρκετές μελέτες σχετικά με τη διακυβέρνηση του BD και έχουν λάβει μεγάλο ενδιαφέρον, κάτι που αντικατοπτρίζει την ανησυχία των ερευνητών για θέματα επιβίωσης και ανάπτυξης των επιχειρήσεων. Από τη μία πλευρά, η δομή της ιδιοκτησίας που συνδέεται με χαμηλό κόστος αντιπροσώπευσης μπορεί να οδηγήσει στην αύξηση της απόδοσης της επιχείρησης ενώ από την άλλη η η αύξηση του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου σχετίζεται με τη μείωση της εταιρική απόδοση, διότι τα προβλήματα αντιπροσώπευσης γίνονται πιο σοβαρά σε μια εταιρεία με μεγαλύτερο διοικητικό συμβούλιο. Οι Hermlin & Weisbach, (2003)³⁷ - Black και Kim (2012) και Liu et al. (2015) αναφέρουν ότι τα ανεξάρτητα διοικητικά συμβούλια μπορούν να μετριάσουν το πρόβλημα αντιπροσώπευσης και συνεπώς να αυξήσει την απόδοση της επιχείρησης.

3.5 Μέτρηση κόστους αντιπροσώπευσης.

Κόστος στην επιχείρηση μπορεί να προκύψει όταν τα συμφέροντα της εκτελεστικής διοίκησης συγκρούονται με αυτά των μετόχων της. Οι μέτοχοι μπορεί να θέλουν η διοίκηση να διευθύνει την εταιρεία με συγκεκριμένο τρόπο, γεγονός που αυξάνει την αξία των μετόχων, σε αντίθεση με την διοίκηση η οποία μπορεί να επιδιώκει την ανάπτυξη της εταιρείας με άλλους τρόπους, οι οποίοι ενδέχεται να αντιβαίνουν στα συμφέροντα των μετόχων. Ως αποτέλεσμα, οι μέτοχοι θα υποστούν έξοδα αντιπροσωπείας.

Ήδη από το 1932, οι Αμερικανοί οικονομολόγοι Gardiner Coit Means και Adolf Augustus Berle συζήτησαν την εταιρική διακυβέρνηση με όρους «αντιπροσώπου» και «εντολέα», εφαρμόζοντας αυτές τις αρχές για την διαχείριση μεγάλων εταιρειών, όπου τα συμφέροντα των ασκών την διοίκηση της εταιρείας διέφεραν από εκείνα των ιδιοκτητών. Υποστηρίζουν ότι όταν υπάρχει διαχωρισμός μεταξύ διοίκησης και ιδιοκτησίας σε μια επιχείρηση, ο μάνατζερ που ενεργεί ως αντιπρόσωπος της εταιρείας θα έχει το κίνητρο και την ευκαιρία να διεξάγει δραστηριότητες που εξυπηρετούν το δικό του συμφέρον αντί να μεγιστοποιεί την αξία του πλούτου των ιδιοκτητών. Στη συνέχεια, πολλές μελέτες επιχειρούν να διερευνήσουν το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης στην εταιρική διακυβέρνηση αναπτύσσοντας θεωρητικά πλαίσια για την ανάλυση του κόστους

³⁷ Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature, [Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature | Request PDF \(researchgate.net\)](#)



αντιπροσώπευσης (π.χ. Ross, 1973³⁸ - Jensen & Meckling, 1976³⁹ - Jensen, 1986⁴⁰ - Bernanke & Gertler, 1989⁴¹ - Leland, 1998⁴²). Οι Jensen και Meckling (1976) υποστηρίζουν ότι το κόστος αντιπροσώπευσης εμφανίζεται λόγω της ελλιπούς συμβατικής σχέσης μεταξύ των μετόχων (εντολέας) και των διευθυντών (εντολοδόχος). πράκτορα). Αναφέρουν ότι το κόστος αντιπροσώπευσης περιλαμβάνει τρία είδη κόστους:

- Το πρώτο κόστος είναι τα έξοδα στα οποία υποβάλλονται οι ιδιοκτήτες για την παρακολούθηση των δραστηριοτήτων των πρακτόρων, συμπεριλαμβανομένων των δαπάνες για την εξέταση, την απόλυση των αντιπροσώπων ή τη σύναψη συμβάσεων αποζημίωσης για αυτούς.
- Το δεύτερο κόστος είναι οι δαπάνες δέσμευσης για τη δημιουργία ενός μηχανισμού που θα διασφαλίζει ότι οι ιδιοκτήτες θα αποζημιώνονται επαρκώς όταν οι πράκτορες ασκούν δραστηριότητες που προκαλούν ζημιές στους προς όφελός τους
- Το τελευταίο κόστος, το οποίο ονομάζεται υπολειμματική ζημία, είναι οι σχετικές δαπάνες που προκύπτουν λόγω της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ του εντολέα και των πρακτόρων.

Δεδομένου ότι είναι δύσκολο να μετρηθεί το κόστος αντιπροσώπευσης, ορισμένες μελέτες προσπαθούν να προτείνουν διάφορα υποκατάστατα για το κόστος αντιπροσώπευσης.

Οι Ang, Cole και Line (2000)⁴³ μετρούν το κόστος αντιπροσώπευσης με τον λόγο των λειτουργικών εξόδων προς τις ετήσιες πωλήσεις (AGE/Sales) και με τον λόγο των ετήσιων πωλήσεων προς το σύνολο του ενεργητικού (sales/capex). Υποστηρίζουν ότι ο πρώτος δείκτης δείχνει πόσο αποτελεσματικά ο διευθυντής της επιχείρησης ελέγχει τα λειτουργικά έξοδα που περιλαμβάνουν το κόστος αντιπροσώπευσης. Ένας υψηλός δείκτης λειτουργικών εξόδων προς τις ετήσιες πωλήσεις συνδέεται με υψηλό κόστος αντιπροσώπευσης.

³⁸ The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, [The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem on JSTOR](#)

³⁹ Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, [Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure - ScienceDirect](#)

⁴⁰ Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, [Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers on JSTOR](#)

⁴¹ Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations, [Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations on JSTOR](#)

⁴² Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure, [Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure on JSTOR](#)

⁴³ Agency Costs and Ownership Structure, [\(PDF\) Agency Costs and Ownership Structure \(researchgate.net\)](#)



Ο δεύτερος δείκτης, η χρησιμοποίηση του ενεργητικού αριθμοδείκτη, μετρά πόσο αποτελεσματικά ο διαχειριστής της εταιρείας χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία. Ένας υψηλότερος δείκτης χρησιμοποίησης περιουσιακών στοιχείων υποδηλώνει αποτελεσματικότερη χρήση των περιουσιακών στοιχείων και, ως εκ τούτου, ο δείκτης αυτός σχετίζεται αντιστρόφως ανάλογα με το κόστος αντιπροσώπευσης.

Επεκτείνοντας τη μελέτη των Ang, Cole και Line. (2000), οι Singh και Davidson (2003)⁴⁴ προτείνουν επίσης δύο μέτρα του κόστους αντιπροσώπευσης. Το πρώτο μέτρο του κόστους αντιπροσώπευσης είναι παρόμοιο με αυτό των Ang, Cole και Line (2000), το οποίο είναι ο δείκτης χρησιμοποίησης περιουσιακών στοιχείων. Ωστόσο, το δεύτερο μέτρο τους είναι ελαφρώς διαφορετικό από τον λόγο των λειτουργικών εξόδων προς τις ετήσιες πωλήσεις όπως στους Ang, Cole και Line (2000). Χρησιμοποιούν έναν λόγο των δαπανών πώλησης, γενικών και διοικητικών εξόδων (SG&A) (δαπάνες / SG&A) προς τις συνολικές πωλήσεις ως το δεύτερο μέσο για το κόστος αντιπροσώπευσης. Υποστηρίζουν ότι αυτό το μέτρο αντικατοπτρίζει καλύτερα "τη διακριτική ευχέρεια των διευθυντικών στελεχών στη δαπάνη των πόρων της εταιρείας".

Μια υψηλότερη αναλογία των GENERAL EXPENSES προς τις συνολικές πωλήσεις υποδηλώνει υψηλότερο κόστος αντιπροσώπευσης. Σε συνέχεια των μελετών των Ang, Cole και Line (2000) και των Singh και Davidson (2003), άλλες μελέτες χρησιμοποιούν επίσης τα δύο προαναφερθέντα υποδείγματα (π.χ. Fleming, Heaney, & McCosker, 2005 - Florackis, 2008 - McKnight & Weir, 2009 - Rashid, 2013 - Rossi et al., 2018).

3.6. Θετική Σχέση Μεταξύ Δανεισμού και Επιχειρησιακής Αξίας

Βασισμένοι στην υπόθεση ότι το κόστος αντιπροσώπευσης ασκεί αρνητική επίδραση στην απόδοση της επιχείρησης (Jensen & Meckling, 1976), αναπτύσσουμε την ακόλουθη υπόθεση. Η μόχλευση της επιχείρησης μπορεί να μειώσει την αρνητική επίδραση του κόστους αντιπροσώπευσης στην εταιρική απόδοση. Η αύξηση του δείκτη χρέους της επιχείρησης θα ασκήσει μεγαλύτερη πίεση στο διευθυντή της, διότι πρέπει να πληρώσει περισσότερα έξοδα τόκων και κεφάλαιο χρέους στο μέλλον. Ως αποτέλεσμα, πρέπει να αποφύγει τις αναποτελεσματικές επενδύσεις προκειμένου να διατηρήσει την ικανότητα να ανταποκριθεί στις δανειακές υποχρεώσεις. Αυτή η μορφή ελέγχου μέσω του δανεισμού αποτελεί έναν από τους καθοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσής των επιχειρήσεων. Αυτό μπορεί να συμβάλει στη μείωση της σύγκρουσης

⁴⁴ Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms, [Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms - ScienceDirect](#)



μεταξύ της εταιρείας μετόχων και των διαχειριστών και συνεπώς να μειωθεί το κόστος αντιπροσώπευσης μεταξύ τους.

Επισημαίνουν ότι το πρόβλημα του οργανισμού προκύπτει όταν τα συμφέροντα των διαχειριστών αποκλίνουν από εκείνα των μετόχων. Όταν υπάρχουν αυτές οι συνθήκες, οι διαχειριστές είναι πιο πιθανό να επιδιώξουν το δικό τους συμφέρον εις βάρος των ιδιοκτητών. Ο διαχωρισμός ιδιοκτησίας και ελέγχου στις εταιρείες έχει αναγνωριστεί ως η πηγή του προβλήματος των οργανισμών (Berle and Means, (1932) - Τζένσεν και Μέκλινγκ, (1976). Οι Hill και Jones (1992) υποδεικνύουν ότι προκύπτουν επίσης συγκρούσεις συμφερόντων (πρόβλημα πρακτορείου) μεταξύ των διαχειριστών και των ευρύτερων ενδιαφερόμενων μερών, γεγονός που δημιουργεί μια απώλεια νεκρού βάρους (υπολειμματική ή χρησιμότητα) γνωστή ως κόστος ενδιαφερόμενου μέρους-οργανισμού. Το κόστος των ενδιαφερόμενων μερών και των οργανισμών επηρεάζει αρνητικά την αξία της επιχείρησης και οι εταιρείες με υψηλότερο κόστος ενδιαφερόμενων μερών και οργανισμών είναι πιο πιθανό να «χάσουν έδαφος και... τελικά [να] επιλεγεί» (Hill and Jones 1992, σελ. 136).

Βασισμένο στη θεωρία σηματοδότησης (Leland and Pyle 1977; Healy and Palepu 2001), υποστηρίζουμε ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ διαχειριστών και ενδιαφερόμενων μερών επιδεινώνει το κόστος των ενδιαφερόμενων μερών. Ως εκ τούτου, η μείωση αυτής της ασυμμετρίας πληροφόρησης είναι σημαντική τόσο για τους μετόχους όσο και για τα μη επενδυτικά ενδιαφερόμενα μέρη. Υποστηρίζουμε ότι οι μη χρηματοοικονομικές γνωστοποιήσεις επιχειρήσεων μειώνουν το κόστος απόκτησης πληροφοριών σχετικά με τις δεσμεύσεις της επιχείρησης (διευθυντικές) για την ικανοποίηση των ευρύτερων ενδιαφερόμενων μερών της (ιδίως όταν ένα αξιόπιστο, ανεξάρτητο τρίτο μέρος επαληθεύει τις γνωστοποιήσεις). Το χαμηλότερο κόστος απόκτησης πληροφοριών επιφέρει μεγαλύτερη διαφάνεια στις διοικητικές αποφάσεις, καθώς οι ενέργειες των διευθυντικών στελεχών γίνονται πιο ορατές στα ενδιαφερόμενα μέρη τους, γεγονός που, με τη σειρά του, μπορεί να αυξήσει το κίνητρο για τους διευθυντές να ευθυγραμμίσουν τα συμφέροντά τους με εκείνα των ενδιαφερόμενων μερών τους.

Συνοψίζοντας, οι μη χρηματοοικονομικές γνωστοποιήσεις μειώνουν το κόστος των ενδιαφερόμενων μερών που προκύπτουν στις εταιρείες, επειδή οι μη χρηματοοικονομικές γνωστοποιήσεις ευθυγραμμίζουν εκ νέου τα συμφέροντα των διαχειριστών με τα συμφέροντα των ενδιαφερόμενων μερών.

4. Δεδομένα και μεθοδολογία



4.1 Εισαγωγή:

Σύμφωνα με την θεωρία το κόστος αντιπροσώπευσης των εταιρειών προσδιορίζεται από ένα σύνολο ανεξάρτητων μεταβλητών που την επηρεάζουν η κάθε μια αρκετά σημαντικά. Πιο συγκεκριμένα θα μελετήσουμε εκείνους τους παράγοντες που επηρεάζουν την αξία 1455 εταιριών εισηγμένων στο χρηματιστήριο της Νεας Υορκης στους δείκτες NYSE ΚΑΙ NASDAQ για τα έτη από το 2002 έως και το 2021. Για την διεκπεραίωση της συγκεκριμένης μελέτης λαμβάνουμε σοβαρά υπόψιν τις κυριότερες θεωρίες του κόστους αντιπροσώπευσης που έχουν αναφερθεί σε προηγούμενα κεφάλαιο και κατά πόσο επηρεάζεται η αξία και η κερδοφορία των εταιρειών αυτών .

Τα δεδομένα που χρειάστηκαν αντλήθηκαν από την DATA Stream και συγκεντρωθήκαν σε αρχείο excel το οποίο μετατράπηκε σε Panel Data ώστε να γίνει μεταφορά του στο οικονομετρικό πακέτο STATA, με σκοπό την οικονομετρική ανάλυση τους

4.2 Μεθοδολογία

Η μέθοδος Panel Data αποτελεί έναν συνδυασμό χρονολογικής ανάλυσης, ο οποίος μέσα από την χρησιμοποίηση της συγκεκριμένης μεθόδου στο υπόδειγμά μας, προσφέρει τη δυνατότητα αποφυγής σημαντικών περιορισμών που θα προκύπταν μέσω της χρήσης γραμμικών μοντέλων παλινδρόμησης.

Ένα σύνολο από Panel Data περιέχει παρατηρήσεις από επαναλαμβανόμενα δεδομένα, τα οποία συγκεντρώνονται κι αξιολογούνται από τις ίδιες πηγές σε κανονικά χρονικά διαστήματα, πρόκειται δηλαδή για δεδομένα από «πολλαπλές οντότητες», όπου η κάθε οντότητα παρατηρείται σε δύο ή περισσότερα διαφορετικά χρονικά σημεία. Τα δεδομένα Panel Data απεικονίζονται ως εξής:

Ένας διπλός δείκτης διαχωρίζει τις οντότητες(στρώματα) και τις χρονικές περιόδους(έτη).

- i = οντότητα (στρώμα)
- n =πλήθος στρωμάτων
- t =χρονική περίοδος (έτος)
- T =πλήθος χρονικών περιόδων, έτσι $T=1, 2, \dots, t$

Με τα διαστρωματικά στοιχεία Panel Data μπορούμε να εξετάσουμε παράγοντες που:



- Μεταβάλλονται μεταξύ των στρωμάτων, αλλά δεν μεταβάλλονται διαχρονικά.
- Μπορούν να προκαλέσουν μεροληψία από παραλειπόμενες μεταβλητές, αν δεν ληφθούν υπόψιν
- Είναι μη παρατηρήσιμοι ή μη μετρήσιμοι και συνεπώς δε μπορούμε να τους περιλάβουμε στην παλινδρόμηση μέσω της πολλαπλής παλινδρόμησης

4.3 Ανάλυση Μεθοδολογίας

Για την εκτίμηση του υποδείγματός μας θα γίνει χρήση της μεθόδου ελαχίστων τετραγώνων (OLS). Ένα βασικό πλεονέκτημα της μεθόδου αυτής, σύμφωνα με το θεώρημα του Gauss-Markov είναι ότι οι συντελεστές του υποδείγματος μπορούν να εκτιμηθούν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο κι ακρίβεια αποτελέσματος. Από την άλλη πλευρά ωστόσο, ένα μειονέκτημα αναφέρεται ότι κατά την ανάλυση υποδείγματος είναι δυνατόν να παραβιάζεται μία από τις αρχικές υποθέσεις των Gauss-Markov και να προκύπτουν διάφορα προβλήματα όπως αυτό της πολυσυγγραμμικότητας, της ετεροσκεδαστικότητας και της αυτοσυσχέτισης.

Το πρόβλημα της **πολυσυγγραμμικότητας** προκύπτει όταν παραβιάζεται η υπόθεση ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές δεν πρέπει να είναι γραμμικά εξαρτημένες μεταξύ τους. Ο συντελεστής R^2 αλλά και το τυπικό σφάλμα για κάθε μεταβλητή που είναι στατιστικά σημαντική λαμβάνουν υψηλές τιμές σε περίπτωση που υπάρχει πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας μεταξύ των επεξηγηματικών μεταβλητών. Το τυπικό σφάλμα για κάθε συντελεστή αυξάνεται με συνέπεια το t -statistic να μειώνεται και κάποιιοι συντελεστές να μη μπορούν να ξεπεράσουν την κρίσιμη τιμή του t . Προβλήματα της πολυσυγγραμμικότητας είναι ότι επηρεάζεται το εύρος των τιμών του διαστήματος εμπιστοσύνης των παραμέτρων του υποδείγματος, επηρεάζεται η αξιοπιστία των αποτελεσμάτων, δεν είναι δεδομένη η ακρίβεια και η σταθερότητα των εκτιμήσεων και τέλος προκύπτει πρόβλημα στην ερμηνεία των αποτελεσμάτων. Κάτω από αυτές τις συνθήκες θεωρείται δύσκολη η εξαγωγή συμπεράσματος όσον αφορά την ερμηνευτική ικανότητα του οικονομετρικού μοντέλου καθώς από την μια πλευρά παρατηρούνται υψηλές τιμές των τυπικών σφαλμάτων των εκτιμητών του υποδείγματος κάτι που συνεπάγεται χαμηλή ερμηνευτική ικανότητα. Επιπλέον ο συντελεστής προσδιορισμού R^2 λαμβάνει εξίσου υψηλή τιμή κάτι που συνεπάγεται υψηλή ερμηνευτική ικανότητα.

Ετεροσκεδαστικότητα τώρα είναι ένα πρόβλημα που προκύπτει σε περίπτωση που χρησιμοποιούνται μεταβλητές οι παρατηρήσεις των οποίων προέρχονται από στοιχεία (cross section data) αλλά και από χρονοσειρές (time series data). Στην περίπτωση αυτή οι τιμές των παρατηρήσεων των ανεξάρτητων μεταβλητών είναι πολύ πιθανό να παρουσιάζουν μεγάλη μεταβλητότητα. Συνέπεια της ετεροσκεδαστικότητας



είναι οι εκτιμητές που προκύπτουν να μην είναι αποδοτικοί. Ένα κριτήριο ελέγχου που μπορεί να εφαρμοστεί στην περίπτωση αυτή είναι το κριτήριο του White κατά το οποίο η μηδενική υπόθεση εξετάζει την μη ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας με την εναλλακτική υπόθεση να θεωρεί δεδομένο την ύπαρξη αυτής.

Τέλος το πρόβλημα της **αυτοσυσχέτισης** παρατηρείται όταν δεν ικανοποιείται η υπόθεση της ανεξαρτησίας των τιμών του τυχαίου σφάλματος. Εξαιτίας του προβλήματος αυτού της αυτοσυσχέτισης οι εκτιμητές που προκύπτουν δεν είναι αποδοτικοί, δηλαδή σταματούν να παρουσιάζουν την μικρότερη διακύμανση. Σε περίπτωση που παρατηρείται αυτό το φαινόμενο το κριτήριο ελέγχου που χρησιμοποιείται είναι αυτό των Durbin Watson με βάση του οποίου ελέγχεται η σειριακή αυτοσυσχέτιση πρώτου βαθμού όταν η παλινδρόμηση περιέχει μία μόνο σταθερά. Το κριτήριο ελέγχου των Durbin-Watson χρησιμοποιείται για την στατιστική- d, η οποία ορίζεται ως εξής:

$$d = \frac{\sum (e_t - e_{t-1})^2}{\sum e_t^2}$$

Και στη μηδενική υπόθεση ότι ο συντελεστής (ρ) λαμβάνει την τιμή μηδέν. Η στατιστική d παίρνει τιμές από 0 έως 4, δηλαδή $0 < d < 4$. Στην περίπτωση που το d ισούται με 0 τότε υπάρχει τέλεια θετική αυτοσυσχέτιση, ενώ αν το d ισούται με 4 τότε υπάρχει τέλεια αρνητική αυτοσυσχέτιση. Όταν το d λαμβάνει τιμή 2 τότε δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση. Σε περίπτωση που ισχύει $0 < d < 2$ και $2 < d < 4$ τότε κινούμαστε στις περιοχές θετικής κι αρνητικής αυτοσυσχέτισης αντίστοιχα.

Παράλληλα το Panel Data καθιστά εφικτό ο σταθερός όρος του υποδείγματος να διαφέρει ανάμεσα στις διαστρωματικές μονάδες με την εκτίμηση διαφορετικών σταθερών όρων για κάθε διαστρωματική μονάδα. Με αυτό τον τρόπο οι διαφορετικοί σταθεροί όροι περιλαμβάνονται στο υπόδειγμα με χρήση ψευδομεταβλητών κι ο τρόπος εκτίμησής του είναι η έκφραση σε όρους αποκλίσεων από τους ατομικούς μέσους και εφαρμογή OLS. Έτσι γίνεται χρήση όλων των δεδομένων καθώς ο σταθερός όρος μπορεί να αλλάζει μεταξύ των εταιριών ή/και στον χρόνο. Σαν αποτέλεσμα μεταβλητές που τυχόν έχουν παραληφθεί να έχουν επιδράσεις οι οποίες μπορούν τώρα και συμπεριλαμβάνονται στον μεταβαλλόμενο για κάθε επιχείρηση σταθερό όρο. Έτσι μπορεί να ελέγχεται η σπουδαιότητα των ανεξάρτητων- επεξηγηματικών μεταβλητών

Μπορούμε να αξιολογήσουμε το κατά πόσο ο τρόπος για την εκτίμηση του υποδείγματός μας είναι ικανοποιητικός ή όχι με βάση τον ακόλουθο κανόνα: Αν ο αριθμός των διαστρωματικών τμημάτων είναι μεγαλύτερος από τον αντίστοιχο των χρονολογικών ή οι ξεχωριστοί σταθεροί όροι μπορεί να συσχετίζονται με τις εξαρτημένες μεταβλητές, τότε προτιμάται το Panel Data. Αντίθετα όταν δεν ισχύουν τα ανωτέρω επιλέγεται άλλη μέθοδος, όπως αυτή του Random Effects Model, κατά την οποία ο αριθμός των



χρονολογικών περιόδων υπερβαίνει τον αριθμό των διαστρωματικών τμημάτων ή οι ξεχωριστοί σταθεροί όροι δεν συσχετίζονται με τις εξαρτημένες μεταβλητές. Στην παρούσα έρευνα, παρατηρείται γενικά ο αριθμός των διαστρωματικών τμημάτων να είναι μεγαλύτερος από αυτόν των χρονολογικών περιόδων και συνεπώς ακολουθείται η μέθοδος του Panel Data

Μπορούμε να αξιολογήσουμε το κατά πόσο ο τρόπος για την εκτίμηση του υποδείγματός μας είναι ικανοποιητικός ή όχι με βάση τον ακόλουθο κανόνα: Αν ο αριθμός των διαστρωματικών τμημάτων είναι μεγαλύτερος από τον αντίστοιχο των χρονολογικών ή οι ξεχωριστοί σταθεροί όροι μπορεί να συσχετίζονται με τις εξαρτημένες μεταβλητές, τότε προτιμάται το Gretl Panel Data. Αντίθετα όταν δεν ισχύουν τα ανωτέρω επιλέγεται άλλη μέθοδος, όπως αυτή του Random Effects Model, κατά την οποία ο αριθμός των χρονολογικών περιόδων υπερβαίνει τον αριθμό των διαστρωματικών τμημάτων ή οι ξεχωριστοί σταθεροί όροι δεν συσχετίζονται με τις εξαρτημένες μεταβλητές. Στην παρούσα έρευνα, παρατηρείται γενικά ο αριθμός των διαστρωματικών τμημάτων να είναι μεγαλύτερος από αυτόν των χρονολογικών περιόδων και συνεπώς ακολουθείται η μέθοδος του Gretl Panel Data

4.6 Ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος

Έχοντας εκτιμήσει το υπόδειγμά μας, το επόμενο βήμα είναι η αξιολόγηση των αποτελεσμάτων που προέκυψαν από αυτό.

Η αξιολόγηση των αποτελεσμάτων του υποδείγματος είναι μια διαδικασία η οποία εξασφαλίζεται με διάφορους στατιστικούς ελέγχους καθώς και με τον καθορισμό της ερμηνευτικής ικανότητας του υποδείγματος η οποία προσδιορίζεται από την τιμή του συντελεστή προσδιορισμού R^2

Η ερμηνευτική ικανότητα του οικονομετρικού υποδείγματός μας σχετίζεται με τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας του υποδείγματός μας και των μεταβλητών που έχουμε συμπεριλάβει σε αυτό. Ο συγκεκριμένος έλεγχος αφορά τόσο στον έλεγχο της επεξηγηματικής δύναμης του μοντέλου συνολικά, όσο και στον έλεγχο της επεξηγηματικής δύναμης των συγκεκριμένων ανεξάρτητων μεταβλητών που έχουμε επιλέξει.

Η ερμηνευτική ικανότητα του οικονομετρικού υποδείγματος προσδιορίζεται από: τα περιγραφικά κριτήρια αξιολόγησης και τα στατιστικά κριτήρια αξιολόγησης.

- Περιγραφικά κριτήρια αξιολόγησης είναι: η διακύμανση των τιμών των καταλοίπων s^2 και ο συντελεστής προσδιορισμού R^2 , ενώ



- Στατιστικά κριτήρια αξιολόγησης είναι: το κριτήριο της στατιστικής τιμής F(F- statistic) και το κριτήριο της στατιστικής t(t- statistic)

Στο υπόδειγμά μας, το συνολικό άθροισμα τετραγώνων δίνεται από την ακόλουθη σχέση:

$$SST=SSR+SSE$$

Με βάση την παραπάνω σχέση, το συνολικό άθροισμα των τετραγώνων (SST), που εκφράζει την συνολική διακύμανση των τιμών της εξαρτημένης μεταβλητής από το μέσο όρο της, προσδιορίζεται από το άθροισμα των τετραγώνων της παλινδρόμησης (SSR), το οποίο εκφράζει την διακύμανση αυτή της εξαρτημένης μεταβλητής από τον μέσο όρο της και από το άθροισμα των τετραγώνων των καταλοίπων (SSE) το οποίο εκφράζει την διακύμανση της εξαρτημένης μεταβλητής η οποία δεν ερμηνεύεται από το εκτιμώμενο υπόδειγμα.

Η διακύμανση των τιμών των καταλοίπων δίδεται από τη σχέση:

$$S^2 = \frac{1}{n-k-1} \sum_{i=1}^n \epsilon_i^2 = \frac{SSE}{n-k-1}$$

,όπου το n υποδηλώνει το μέγεθος του δείγματος και το k δηλώνει τον αριθμό των ανεξάρτητων μεταβλητών. Το άθροισμα των τετραγώνων των καταλοίπων, SSE, διαιρείται με το (n-k-1) που είναι οι βαθμοί ελευθερίας, ενώ η διακύμανση των τιμών των καταλοίπων υποδηλώνει τη διασπορά των δειγματοληπτικών τιμών του υποδείγματος γύρω από την γραμμή παλινδρόμησης που εκτιμάμε. Η θετική τετραγωνική της ρίζα $s = \sqrt{s^2}$ είναι το τυπικό σφάλμα της παλινδρόμησης και η επεξηγηματική δύναμη του μοντέλου είναι αντιστρόφως ανάλογη της απόλυτης τιμής του S. Όσο μικρότερη είναι η απόλυτη τιμή του S τόσο μεγαλύτερη είναι η ερμηνευτική ικανότητα του οικονομετρικού μοντέλου από τη στιγμή που οι επεξηγηματικές μεταβλητές που έχουν ληφθεί υπόψιν για το υπόδειγμα επεξηγούν σε ικανοποιητικό βαθμό την διαμόρφωση των τιμών της εξαρτημένης μεταβλητής.

Ο συντελεστής προσδιορισμού R² προσδιορίζεται από τη σχέση:

$$R^2 = 1 - \frac{\sum \epsilon_i^2}{\sum (y_i - \bar{y})^2} = 1 - \frac{SSE}{SST}$$

Η τιμή του R² κυμαίνεται μεταξύ του 0 και του 1, δηλαδή ισχύει ότι 0 ≤ R² ≤ 1. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του R², δηλαδή όσο προσεγγίζει τη μονάδα τόσο μεγαλύτερη

είναι η επεξηγηματική δύναμη του οικονομετρικού μοντέλου, με άλλα λόγια τόσο καλύτερα ερμηνεύονται οι τιμές της εξαρτημένης μεταβλητής που έχουμε επιλέξει από το εκτιμηθέν υπόδειγμα. Αντίθετα όσο η τιμή του συντελεστή προσδιορισμού R^2 πλησιάζει το μηδέν, τόσο λιγότερο ικανοποιητικές είναι οι τιμές των k ανεξάρτητων μεταβλητών που ερμηνεύουν την επίδραση της εξαρτημένης μεταβλητής. Το $(1 - R^2)$ αντιπροσωπεύει το μέρος της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής, το οποίο δεν ερμηνεύεται από τις k ανεξάρτητες μεταβλητές του υποδείγματος. Αν κι ο συντελεστής προσδιορισμού χρησιμοποιείται ως κριτήριο αξιολόγησης της ερμηνευτικής ικανότητας ενός υποδείγματος, κατά την ανάλυση παλινδρόμησης δεν πρέπει αυτό να χρησιμοποιείται ως κριτήριο επιλογής του καταλληλότερου υποδείγματος μεταξύ υποδειγμάτων που αφορούν την ίδια εξαρτημένη μεταβλητή κι έχουν διαφορετικό αριθμό ανεξάρτητων μεταβλητών. Σε τέτοιες περιπτώσεις χρησιμοποιείται ο προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού, ο οποίος δίνεται από τη σχέση:

$$R^2_{\text{προσαρμ.}} = 1 - \frac{\frac{SSE}{(n-k-1)}}{\frac{SST}{(n-1)}} = 1 - (1 - R^2) \frac{(n-1)}{(n-k-1)}$$

Ο προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού εκφράζει το ποσοστό μεταβλητότητας των τιμών της εξαρτημένης μεταβλητής, το οποίο εκφράζεται από το εκτιμηθέν υπόδειγμα προσαρμοσμένο ως προς τον αριθμό των ανεξάρτητων μεταβλητών που χρησιμοποιούνται. Με αυτό τον τρόπο ελαχιστοποιείται η πιθανότητα της εικονικής αύξησης της τιμής του συντελεστή προσδιορισμού R^2 , η οποία παρατηρείται όταν προστίθενται στο υπόδειγμα ανεξάρτητες μεταβλητές που δεν είναι στατιστικά σημαντικές.

Χρησιμοποιούμε το κριτήριο F- statistic για να εξετάσουμε αν το υπόδειγμά μας είναι στατιστικά σημαντικό ή όχι στο σύνολό του, δηλαδή αν και κατά πόσο το οικονομετρικό μας μοντέλο ερμηνεύει ικανοποιητικά το φαινόμενο που εξετάζουμε. Με βάση την μηδενική υπόθεση H_0 οι ερμηνευτικές μεταβλητές που έχουμε επιλέξει δεν έχουν καμία επίδραση πάνω στην ανεξάρτητη μεταβλητή, δηλαδή ελέγχουμε την μηδενική υπόθεση ότι οι συντελεστές των k ανεξάρτητων μεταβλητών είναι ταυτόχρονα μηδέν. Η απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης σημαίνει ότι δεχόμαστε την εναλλακτική υπόθεση H_1 , με βάση την οποία τουλάχιστον ένας συντελεστής είναι διάφορος του μηδενός, αλλιώς οι ανεξάρτητες μεταβλητές ασκούν επηρεάζουν την διαμόρφωση των τιμών της εξαρτημένης μεταβλητής κι άρα στατιστικά σημαντικός.

Για τον παραπάνω έλεγχο θα πρέπει να καθορίσουμε το επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας α καθώς και τους βαθμούς ελευθερίας λ που υποδηλώνουν τον αριθμό των πραγματικών ανεξάρτητων ποσοτήτων που θα χρησιμοποιήσουμε κατά την εκτίμηση του στατιστικού κριτηρίου. Το επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας μαρτυρεί σε όρους πιθανότητας τον κίνδυνο να απορριφθεί η μηδενική υπόθεση H_0 ενώ στην πραγματικότητα ισχύει. Η F-statistic ορίζεται ως εξής:



$$F = \frac{\frac{SSR}{k}}{\frac{SSE}{(n-k-1)}}$$

Η F-statistic ακολουθεί την κατανομή F με k και (n-k-1) βαθμούς ελευθερίας για τον αριθμητή και παρανομαστή αντίστοιχα, δηλαδή $F \sim F_{k, n-k-1, \alpha}$

Όταν η τιμή της F-statistic παρουσιάζεται μεγαλύτερη από την αντίστοιχη κριτική τιμή της κατανομής F, δηλαδή

$$F > F_{k, n-k-1, \alpha}$$

Απορρίπτουμε τη μηδενική υπόθεση, ενώ αλλιώς τη δεχόμαστε.

Με διαφορετικό τρόπο η F-statistic μπορεί να προσδιοριστεί μέσω της σχέσης (3.3) ως εξής:

$$F = \frac{R^2}{1-R^2} \frac{n-k-1}{k}$$

Με βάση την παραπάνω σχέση η τιμή της F-statistic εξαρτάται από την τιμή του συντελεστή προσδιορισμού R^2 . Όσο μεγαλύτερη η τιμή του R^2 , κάτι που παρατηρείται όταν η ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος είναι μεγάλη, τόσο μεγαλύτερη θα είναι και η τιμή της F-statistic, με συνέπεια να απορρίπτουμε ευκολότερα τη μηδενική υπόθεση.

Το κριτήριο ελέγχου t-statistic εξετάζει το κατά πόσο οι ανεξάρτητες μεταβλητές που έχουμε επιλέξει για την ανάλυση του υποδείγματός μας επεξηγούν ικανοποιητικά κι επαρκώς τη διαμόρφωση των τιμών της εξαρτημένης μεταβλητής, αλλιώς κάνουμε στατιστικό έλεγχο για καθένα συντελεστή χωριστά. Ειδικότερα, με βάση τη μηδενική υπόθεση H_0 η ανεξάρτητη μεταβλητή X_i δεν επηρεάζει την διαδικασία διαμόρφωσης των τιμών της εξαρτημένης μεταβλητής. Σε περίπτωση που η μηδενική υπόθεση H_0 απορριφθεί τότε αυτομάτως δεχόμαστε την εναλλακτική H_1 , κατά την οποία η επεξηγηματική μεταβλητή όντως επιδρά στην διαμόρφωση της εξαρτημένης.

Ένας εναλλακτικός τρόπος για να εξετάσουμε την στατιστική σημαντικότητα του υποδείγματός μας είναι μέσω της F-statistic, την οποία και θα εφαρμόσουμε για την εμπειρική ανάλυση του υποδείγματός μας. Αν η τιμή της F-statistic είναι μεγαλύτερη του 0,05 τότε γίνεται αποδεκτή η μηδενική υπόθεση H_0 , οπότε διαφορετικά δεχόμαστε ότι η μεταβλητή είναι στατιστικά μη σημαντική. Σε αντίθετη περίπτωση δεχόμαστε την εναλλακτική υπόθεση H_1 , όταν η τιμή της F-statistic είναι μικρότερη του 0,05 και συνεπώς δεχόμαστε ότι η μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική.



5. Εμπειρικό αποτέλεσμα

5.1 Καθορισμός Υποθέσεων

Η επιλογή αυτών των προσδιοριστικών παραγόντων αποτελεί ένα από τα βασικότερα σημεία που διαφοροποιούν κατά καιρούς τις μελέτες. Ακριβώς επειδή το ζητούμενο της συγκεκριμένης έρευνας είναι η εξαγωγή όσο γίνεται το δυνατόν πιο αξιόπιστων αποτελεσμάτων επιδιώκουμε την όσο περισσότερο ορθότερη επιλογή των μεταβλητών αυτών. Κατόπιν αξιολογούμε κι αναλύουμε την αναμενόμενη επίδραση που θα έχει κάθε μια από αυτές τις ανεξάρτητες μεταβλητές στον δείκτη Tobin's q

below median cash: Η μειωμένη ρευστότητα δεν παίζει σημαντικό ρόλο ως προσδιοριστικός παράγοντας της αξίας της εταιρείας. Σε εταιρίες με χαμηλά ταμειακά διαθέσιμα έχει παρατηρηθεί ότι δεν επηρεάζεται η αξίας της εταιρείας από τον δείκτη μετρητών (cash). Το γεγονός αυτό προκύπτει στο ότι οι εταιρίες με λίγα μετρητά η πιθανότητα για κατασπατάληση δεν είναι ξεκάθαρο ότι προκαλεί αυξημένο το κόστος αντιπροσώπησης. Στην περίπτωση αυτή όσο αυξάνει η μόχλευση (leverage) θα μειώνει σύμφωνα με την θεωρία την κατασπατάληση και συνεπώς το κόστος αντιπροσώπησης και η μεταβλητή Leverage θα έχει θετική σχέση με την αξία (Tobin's Q). Τα αποτελέσματα το επιβεβαιώνουν. Από την άλλη πλευρά ,πιθανή αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και δείκτη μόχλευσης αποδίδεται στις επιχειρήσεις εκείνες που προτιμούν να αυτοχρηματοδοτούνται με βάση την pecking order θεωρία.

Υποθέσεις:



- H1: Υπάρχει ασάφεια στη συσχέτιση μεταξύ μόχλευσης και αξία της εταιρείας
- H2: Δεν είναι ξεκάθαρη η σχέση μεταξύ μόσχευσης και αξία της εταιρείας

above median cash: Η αυξημένη ρευστότητα παίζει σημαντικό ρόλο ως προσδιοριστικός παράγοντας της αξίας της εταιρείας. Σε εταιρίες με υψηλά ταμειακά διαθέσιμα έχει παρατηρηθεί και αρνητική σχέση μεταξύ αξίας εταιρείας και δείκτη μετρητών (cash). Το γεγονός αυτό προκύπτει στο ότι οι εταιρίες με πολλά μετρητά η πιθανότητα για κατασπατάληση είναι μεγαλύτερη και συνεπώς αυξημένο το κόστος αντιπροσώπευσης. Στην περίπτωση αυτή όσο αυξάνει η μόχλευση (leverage) θα μειώνει σύμφωνα με την θεωρία την κατασπατάληση και συνεπώς το κόστος αντιπροσώπευσης και η μεταβλητή Leverage θα έχει θετική σχέση με την αξία (Tobin's Q).

Υποθέσεις:

- H1:Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ μόχλευσης και κόστους αντιπροσώπευσης
- :H2:Υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ μόχλευσης και κόστους αξία επιχείρησης.

Δείκτης Υψηλού Χρεός (dummy leverage * cash): Για εταιρίες που διατηρούν τα επίπεδα μόχλευσης χαμηλά, οι αποδόσεις των επενδυτών ιδίων κεφαλαίων αναμένεται να είναι υψηλές. Επίσης χαμηλούς έχουν οι εταιρίες αυτές και τους δείκτες P/E τους.

Υποθέσεις:

- H1:Υπάρχει ασάφεια στη συσχέτιση μεταξύ μόχλευσης και δείκτη P/E στις εταιρίες
- H2: Η συσχέτιση μεταξύ μόχλευσης και δείκτη P/E δεν είναι ξεκάθαρη.

5.2 Καθορισμός Μεταβλητών

Για τους σκοπούς της συγκεκριμένης έρευνας θα χρησιμοποιήσουμε το υπόδειγμα γραμμικής παλινδρόμησης με στοιχεία χρονολογικών σειρών (Panel Data) και θα εξετάσουμε την υπόθεση ότι η αυξημένη ρευστότητα είναι συνάρτηση του κόστους αντιπροσώπευσης, του μεγέθους, των αναπτυξιακών προοπτικών και του δείκτη P/E. Για την ανάλυση του υποδείγματός μας θα χρησιμοποιήσουμε εξίσωση της μορφής:

- LEVERAGE_{i,t}:
- CASH_{i,t}



- RNDi.t
- SGAi.t
- CAPEXi.t
- Nli.t
- SALESi.t
- TANGIBLEi.t

Όπως γίνεται αντιληπτό και από το υπόδειγμά μας στην εκτίμηση της παλινδρόμησής μας ως εξαρτημένη μεταβλητή θα χρησιμοποιηθεί ο δείκτης μόχλευσης (LEVERAGE), δηλαδή οι συνολικές υποχρεώσεις προς το σύνολο ενεργητικού κι ως ανεξάρτητες μεταβλητές θα χρησιμοποιηθούν η κερδοφορία της επιχείρησης, αλλιώς η απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων (ROE), το μέγεθος της εταιρείας ,δηλαδή η κεφαλαιοποίηση της κάθε εταιρείας, οι αναπτυξιακές προοπτικές της εταιρείας(λόγος λογιστικής αξίας προς συνολικής αξίας της αγοράς BM), και τέλος ο λόγος χρηματιστηριακής τιμής προς κέρδη προ φόρων και τόκων της εταιρείας (P/E). Το α είναι μια σταθερά και δηλώνει την αναμενόμενη τιμή της εξαρτημένης μεταβλητής (εδώ συγκεκριμένα του LEVERAGE) όταν όλες οι άλλες μεταβλητές λάβουν ταυτόχρονα την τιμή μηδέν. Ενώ το β αποτελεί ένα διάνυσμα συντελεστών ευαισθησίας. Το ε σχετίζεται με τις τιμές των καταλοίπων, δηλαδή συμψηφίζει όλους τους άλλους παράγοντες που δεν περιλαμβάνονται στο υπόδειγμα. Επισημαίνεται ότι καθώς οι τιμές των καταλοίπων ακολουθούν την κανονική κατανομή, κανονική κατανομή ακολουθεί επίσης κι η εξαρτημένη μεταβλητή(εδώ το LEVERAGE).

Οι συνολικές υποχρεώσεις περιλαμβάνουν τόσο τις βραχυπρόθεσμες όσο και τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις. Όπως είναι γνωστό το Σύνολο του Ενεργητικού περιλαμβάνει όλα τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας τα οποία και παρατίθενται στους ισολογισμούς της κάθε εταιρίας στην αριστερή του πλευρά με βάση την λογιστική τους αξία(όπως αυτή παρουσιάζεται στα λογιστικά βιβλία της εταιρίας). Για τον υπολογισμό της μόχλευσης (LEVERAGE) λαμβάνονται υπόψιν οι συνολικές υποχρεώσεις κι όχι μόνο οι μακροπρόθεσμες ,όπως ορίζει ο κανονικός και τυπικός ορισμός της χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Κι αυτό γιατί το σύνολο των επιχειρήσεων του κλάδου που περιλαμβάνεται στο παρών υπόδειγμα τείνουν να δανείζονται βραχυπρόθεσμα και παρουσιάζουν χαμηλά επίπεδα μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων. Οι Baker& Wurgler (2002), Frank& Goyal(2003), Kayhan &Titman(2007), Muradoglou& Sivaprasad(2007), «Καρταλάς Κωνσταντίνος», «Χρηματοοικονομική Μόχλευση και πώς αυτή έχει επηρεάσει την κερδοφορία εισηγμένων εταιρειών στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών» Διπλωματική Εργασία 29 Abor(2005) και Amjed(2007) είναι κάποιοι που εκτίμησαν την μόχλευση με την συγκεκριμένη μέθοδο.

Η κερδοφορία μετράται από τον δείκτη ROE(Return On Equity), ο οποίος προκύπτει αν διαιρέσουμε τα καθαρά κέρδη προ τόκων και φόρων με τα Ίδια Κεφάλαια της εταιρίας.

Το μέγεθος της εταιρίας ή αλλιώς η κεφαλαιοποίηση της εταιρίας απεικονίζεται μέσω του δείκτη MARKET_CAP και οι αναπτυξιακές προοπτικές της εταιρείας μέσω του δείκτη BEME, επίσης ως ανεξάρτητες μεταβλητές του συγκεκριμένου υποδείγματος. Οι Titman & Wessels (1988), Rajan και Zingales (1995), Ozkan (2001), Muradoglou Sivaprasad (2007) υπολόγισαν το μέγεθος με αυτό τον τρόπο. Επίσης οι Muradoglou Sivaprasad (2007) εκτίμησαν τις αναπτυξιακές προοπτικές των εταιριών με παρόμοιο τρόπο.

Ο δείκτης PE είναι μια ακόμα ανεξάρτητη μεταβλητή που χρησιμοποιήθηκε στο υπόδειγμα. Είναι ίσος με τον λόγο χρηματιστηριακή τιμή της κάθε μετοχής στο τέλος του έτους προς τα κέρδη προ φόρων και τόκων ανά μετοχή. Η δυνατότητα να παρουσιαστούν μελλοντικές ευκαιρίες ανάπτυξης για την εταιρία αντικατοπτρίζεται στον συγκεκριμένο δείκτη από την στιγμή που ο δείκτης αυτός λαμβάνει υπόψιν τις μελλοντικές ταμειακές ροές που μπορεί να επιτύχει η εταιρεία (Smith and Watts 1992, Lang and Stulz, 1994).

5.3 Παρουσίαση Αποτελεσμάτων

Πριν από την ανάλυση και παρουσίαση των αποτελεσμάτων της οικονομετρικής μας έρευνας κρίνεται πολύ σημαντικό να παρουσιάσουμε τα περιγραφικά στατιστικά κριτήρια των εταιριών που έχουμε συμπεριλάβει στο δείγμα μας και τα οποία καλύπτουν την περίοδο από το 2002 έως το 2021. Οι υπό ανάλυση πίνακες περιλαμβάνουν τη μέση τιμή (average), τη διάμεσο (median), τη μέγιστη (max) και την ελάχιστη (min) της εξαρτημένης και των επεξηγηματικών μεταβλητών καθώς και την τυπική απόκλιση (stdev).

Πίνακας 1: Περιγραφικά Στατιστικά στοιχεία των εταιριών υπό εξέταση

variable	mean	median	sd	min	max	N
tobin	2.847706	1.863009	3.28395	0.3484013	24.2155	28637
lev	0.1821372	0.1545948	0.1747255	0	0.6815646	28637
cash	0.186494	0.1024126	0.2156152	0.0006455	0.9459252	28637
rnd	0.0414302	0	0.0916311	0	0.5644369	28637
sga	0.9409551	0.766049	0.7427253	0.0053236	3.78479	28637
capex	0.0440329	0.0291763	0.0457957	0	0.2482021	28637
ni	0.169014	0.028611	0.9418969	-3.091681	6.388989	28637
sales	1.00029	0.8261504	0.7848836	0	4.03109	28637
tangible	0.5104237	0.4912944	0.2392948	0.035731	1.141554	28637



Πίνακας 2: Συντελεστές Συσχέτισης ικά στοιχεία των εταιρειών υπο εξέταση

	tobin	lev	cash	rnd	sga	capex	ni	sales	tangible
tobin	1								
lev	-0,1006	1							
cash	0,3065	-0,3502	1						
rnd	0,2099	-0,1379	0,4868	1					
sga	0,0389	-0,2279	-0,011	0,1532	1				
capex	-0,0652	0,1441	-0,2491	-0,1364	-0,0398	1			
ni	0,1152	-0,052	0,1224	0,1042	0,0936	-0,029	1		
sales	0,1314	-0,2325	-0,1119	-0,146	0,8269	-0,0128	0,0559	1	
tangible	0,0445	-0,5267	0,1855	-0,1083	-0,1637	-0,0071	-0,067	0,0101	1

5.4. Συσχέτιση μεταξύ tobin με τις άλλες μεταβλητές

Συσχέτιση μεταξύ Leverage με τις άλλες μεταβλητές: Με βάση τα στοιχεία του παραπάνω αυτού πίνακα συσχέτισεων παρατηρούμε ότι υπάρχει μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ μόχλευσης και κερδοφορίας των επιχειρήσεων καθώς επίσης και μεταξύ μόχλευσης και κεφαλαιοποίησης της εξεταζόμενης αγοράς. Τα αποτελέσματα αυτά υποδεικνύουν ότι υπάρχει μια αντίστροφη σχέση μεταξύ μόχλευσης με τις 2 αυτές



παραπάνω ανεξάρτητες μεταβλητές. Στην περίπτωση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων αυτό σημαίνει ότι καθώς η μόχλευση αυξάνεται η κερδοφορία των CORRELATIONS Leverage ROE MARKET CAP BOOK TO MARKET RATIO P/E Leverage 1 -0,48539 -0,18940 -0,01810 0,19955 ROE 1,00000 0,19968 -0,07497 0,12943 MARKET CAP 1,00000 -0,11202 -0,15782 BOOK TO MARKET RATIO 1,00000 -0,34686 P/E 1 εταιρειών μειώνεται και το αντίστροφο, σε απόλυτο νούμερο η σχέση αυτή αποτυπώνεται στο -0,48539 κάτι το οποίο συνεπάγεται κι αρνητική κλίση στο διάγραμμα το οποίο αποτυπώνει την σχέση μεταξύ των 2 αυτών μεταβλητών. Η αντίστροφη αυτή παραπάνω σχέση ισχύει και στην περίπτωση μεταξύ μόχλευσης και μεγέθους ή αλλιώς κεφαλαιοποίηση της υπό εξέταση αγοράς, η οποία κι αποτυπώνεται στο νούμερο -0,18940. Όταν η μόχλευση αυξάνει το μέγεθος του κλάδου μειώνεται, η αγορά συρρικνώνεται κι όταν η μόχλευση μειώνεται συμβαίνει το αντίθετο, η αγορά ανοίγει και νέες εταιρείες εισέρχονται στον κλάδο. Αρνητική κλίση έχουμε επίσης και στο διάγραμμα που αποτυπώνει την σχέση των 2 αυτών μεταβλητών. Αντίστροφη τέτοια αρνητική σχέση υπάρχει και μεταξύ του δείκτη μόχλευσης με τον δείκτη BOOK TO MARKET RATIO που αποτυπώνει τις αναπτυξιακές προοπτικές των εταιρειών του συγκεκριμένου κλάδου. Συγκεκριμένα η σχέση αυτή ισούται με -0,01810. Αντίθετα παρατηρούμε μια θετική συσχέτιση μεταξύ της μόχλευσης με τον δείκτη P/E. Η θετική αυτή σχέση μαρτυρεί μια παράλληλη κίνηση μεταβολών μεταξύ των 2 αυτών μεταβλητών, με την σχέση αυτή να αποτυπώνεται στον παραπάνω πίνακα στο 0,19955. Με άλλα λόγια όταν η μια αυξάνεται, αυξάνεται κι η άλλη και το ακριβώς αντίθετο. Κατα συνέπεια ένα λογικό συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι η μόχλευση ασκεί θετική επίδραση πάνω στον προαναφερόμενο δείκτη. Η υψηλή τιμή των μετοχών θα επηρεάσει θετικά την μόχλευση και κατ'επέκταση την κερδοφορία των εταιρειών. Στο διάγραμμα που αντανακλά την σχέση των 2 αυτών μεταβλητών έχουμε θετική κλίση.

Συσχέτιση μεταξύ ROE με τις άλλες μεταβλητές Πάμε τώρα να αξιολογήσουμε την συσχέτιση μεταξύ της κερδοφορίας των εταιρειών (ROE) με τις 3 άλλες μεταβλητές, το MARKET_CAP, το BOOK_TO_MARKET_RATIO και τον δείκτη P/E. Εξετάζοντας την πρώτη συσχέτιση μεταξύ του ROE με την κεφαλαιοποίηση ή μέγεθος των εταιρειών βλέπουμε μια θετική συσχέτιση, 0,19968. Αυτό συνεπάγεται ότι στην κίνηση των μεταβολών, οι 2 παραπάνω μεταβλητές παρουσιάζουν ίδια συμπεριφορά. Όταν η μια αυξάνει αυξάνεται κι η άλλη και το ακριβώς αντίθετο. Η κερδοφορία των εταιρειών επιδρά «Καρταλάς Κωνσταντίνος», «Χρηματοοικονομική Μόχλευση και πώς αυτή έχει επηρεάσει την κερδοφορία εισηγμένων εταιρειών στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών» Διπλωματική Εργασία 40 θετικά. Λοιπόν στο μέγεθος του κλάδου καθώς όσα περισσότερα κέρδη εμφανίζουν οι εταιρείες τόσο περισσότερο υγιής είναι ο κλάδος αυτός με περισσότερα κίνητρα να προσφέρονται έτσι σε νέες εταιρείες να επενδύσουν τα χρήματά τους και να εισέλθουν σε αυτόν. Στο διάγραμμα που αποτυπώνει την σχέση των 2 αυτών μεταβλητών έχουμε θετική κλίση. Αναλύοντας τώρα την δεύτερη συσχέτιση μεταξύ του ROE με τον λόγο (λογιστική αξία των εταιρειών/συνολική αγοραία αξία του κλάδου) ή το BEME



παρατηρούμε μια αρνητική συσχέτιση της τάξης του $-0,07497$. Εδώ τώρα σε αντίθεση με τις ως άνω περιπτώσεις οι 2 μεταβλητές τείνουν να κινούνται αντίθετα σε περιπτώσεις μεταβολών. Όταν η μια αυξάνει, η άλλη μειώνεται και το αντίθετο. Το αρνητικό αυτό αποτέλεσμα αποδίδεται στο γεγονός ότι καθώς η περίοδος που εξετάζουμε είναι στα πλαίσια έντονης οικονομικής κρίσης και κάμψης των οικονομιών των χωρών που έχουμε συμπεριλάβει στο δείγμα, η κερδοφορία των εταιρειών δε σημαίνει ότι θα επηρεάσει απαραίτητα θετικά τις προοπτικές ανάπτυξης των εταιρειών του κλάδου και την βιώσιμη και αποδοτική λειτουργία της επιχειρηματικής τους δραστηριότητας. Αρνητική κλίση έχουμε και στο διάγραμμα που μας δείχνει τη σχέση των 2 αυτών μεταβλητών. Τέλος αντίστοιχη θετική συσχέτιση υπάρχει και μεταξύ του ROE με τον δείκτη P/E. Η θετική αυτή συσχέτιση σημαίνει ότι καθώς η κερδοφορία αυξάνει η τιμή της μετοχής της εταιρείας προς τα κέρδη ανα μετοχή αυξάνει και το αντίθετο όταν τα κέρδη των εταιρειών μειώνονται. Το ίδιο ισχύει και με την κλίση στο διάγραμμα που αποτυπώνει την σχέση των 2 αυτών μεταβλητών, είναι κι εδώ θετική.

Συσχέτιση του MARKET_CAP με τις άλλες μεταβλητές Στην περίπτωση των συσχετίσεων του MARKET_CAP τώρα με τις άλλες μεταβλητές καταλήγουμε στα εξής συμπεράσματα. Το MARKET_CAP ή αλλιώς το μέγεθος των εταιρειών του εξεταζόμενου κλάδου συσχετίζεται αρνητικά με το BEME στο $-0,11202$. Με άλλα λόγια υπάρχει μια αντίστροφη σχέση μεταξύ της κεφαλαιοποίησης των εταιρειών με την λογιστική τους αξία. Όταν το μέγεθος των εταιρειών αυξάνει η λογιστική τους αξία μειώνεται και το αντίστροφο «Καρταλάς Κωνσταντίνος», «Χρηματοοικονομική Μόχλευση και πώς αυτή έχει επηρεάσει την κερδοφορία εισηγμένων εταιρειών στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών» Διπλωματική Εργασία 41 ακριβώς συμβαίνει στην περίπτωση που η αγορά συρρικνώνεται. Στο διάγραμμα της σχέσης του μεγέθους της εταιρείας με την λογιστική αξία των εταιρειών η κλίση είναι αρνητική. Από την άλλη υπάρχει επίσης αρνητική συσχέτιση μεταξύ του MARKET_CAP με τον δείκτη P/E στο $-0,15782$. Αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι διαφαίνεται μια αντίστροφη σχέση μεταξύ των 2 αυτών μεταβλητών. Και πάλι όταν η μια αυξάνει, η άλλη μειώνεται και το ακριβώς αντίστροφο. Όταν το μέγεθος των εταιρειών αυξάνει δεν είναι ακριβώς σίγουρο ότι θα αυξάνει και η τιμή της μετοχής της εταιρείας προς τα κέρδη. Στο διάγραμμα της σχέσης των 2 αυτών μεταβλητών η κλίση είναι αρνητική.

5.5 Ανάλυση Αποτελεσμάτων

Ανάλυση Κερδοφορίας (ROE) Με βάση τις θεωρητικές μελέτες σχετικά με το κατά πόσο η κερδοφορία επηρεάζει το επίπεδο δανεισμού της κάθε εταιρείας υποδηλώνει ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ μόχλευσης και κερδοφορίας. Σχέση η οποία όμως δεν υποστηρίζεται από την trade-off θεωρία κι από την θεωρία του κόστους



αντιπροσώπευσης. Η trade-off θεωρία υποστηρίζει ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ κερδοφορίας και δείκτη μόχλευσης, ενώ με βάση τη θεωρία αυτή όσο πιο κερδοφόρα είναι μια επιχείρηση -2 5 -2 0 -1 5 -1 0 -5 0 5 -5 0 5 1 0 1 5 2 0 2 5 3 0 3 5 4 0 4 5 1 3 5 7 9 1 1 1 3 1 5 1 7 1 9 2 1 2 3 2 5 2 7 2 9 3 1 3 3 3 5 3 7 3 9 4 1 4 3 4 5 4 7 4 9 BOOK TO MARKET RATIO P/E «Καρταλάς Κωνσταντίνος», «Χρηματοοικονομική Μόχλευση και πώς αυτή έχει επηρεάσει την κερδοφορία εισηγμένων εταιρειών στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών» Διπλωματική Εργασία 54 τόσο πιο πολύ θα πρέπει αυτή να δανείζεται ώστε να εκμεταλλεύεται τις φορολογικές ελαφρύνσεις που προβλέπονται εξαιτίας του δανεισμού της. Οι Gaud et al(2005) υποστηρίζουν ότι ακόμα κι αν η κερδοφορία του παρελθόντος αποτελεί έναν καλό εκτιμητή της μελλοντικής κερδοφορίας, οι κερδοφόρες εταιρείες έχουν τη δυνατότητα να δανειστούν περισσότερο καθώς η πιθανότητα αποπληρωμής των δανειακών τους υποχρεώσεων είναι μεγαλύτερη. Η σχετική αυτή συσχέτιση ισχύει όταν η μόχλευση μετράται σε λογιστικές αξίες, κι όχι όταν αυτή υπολογίζεται σε αγοραίες αξίες. Παράλληλα με την trade-off θεωρία συμβαδίζει και η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης. Με βάση τη θεωρία αυτή η υψηλότερη μόχλευση συντελεί στην επίλυση του προβλήματος των ελεύθερων ταμειακών ροών ,ενθαρρύνοντας τα διευθυντικά στελέχη των εταιρειών να χρησιμοποιούν μεγαλύτερο μέρος των ελεύθερων αυτών ταμειακών ροών για την αποπληρωμή των δανείων. Το γεγονός αυτό οδηγεί στο συμπέρασμα ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ κερδοφορίας και μόχλευσης. Από την άλλη πλευρά η pecking-order θεωρία υποστηρίζει την αρνητική συσχέτιση μεταξύ κερδοφορίας και μόχλευσης. Με βάση τη θεωρία αυτή οι επιχειρήσεις θα προτιμήσουν να χρηματοδοτηθούν με την εξής ιεραρχία: πρώτα θα αξιοποιήσουν τα διατηρήσιμα κέρδη, κατόπιν θα δανειστούν και στο τέλος θα προχωρήσουν στην έκδοση νέων μετοχών. Αυτό γίνεται επειδή υπάρχουν κόστη συναλλαγών από την έκδοση των μετοχών υπό την ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης. Με βάση τα παραπάνω σίγουρα οι επιχειρήσεις θα προτιμήσουν να χρησιμοποιήσουν τα παρακρατηθέντα κέρδη μιάς και το μετοχικό κεφάλαιο θα οδηγήσει σε μείωση της τιμής της μετοχής και σε μεγάλα κόστη συναλλαγών.

Ανάλυση Μεγέθους του εξεταζόμενου Κλάδου(MARKET_CAP) Το μέγεθος μιας εταιρείας είναι δυνατόν να αποτυπωθεί με διάφορους τρόπους, στη δική μας ωστόσο έρευνα χρησιμοποιήσαμε το δείκτη Market_Cap, ο οποίος μετράει την κεφαλαιοποίηση της εταιρίας. Σύμφωνα με την trade-off θεωρία ,το μέγεθος της εταιρίας συσχετίζεται αρνητικά με την πιθανότητα χρεοκοπίας και την μεταβλητότητα των ταμειακών ροών. Όσο πιο μεγάλη είναι μια εταιρία (Titman και Wessels ,1988) τόσο πιο διαφοροποιημένη θα είναι ,τόσο μικρότερη πιθανότητα θα έχει για να χρεοκοπήσει και τόσο μικρότερη μεταβλητότητα θα παρατηρείται στις ταμειακές της ροές. Η εταιρεία αυτή θα μπορεί να δανεισθεί περισσότερο από τις αντίστοιχες εταιρείες μικρότερου μεγέθους. Η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης από την άλλη υποστηρίζει θετική συσχέτιση μεταξύ μεγέθους και δείκτη μόχλευσης. Συνήθως οι εταιρείες μεγάλου μεγέθους εκδίδουν δανειακά κεφάλαια για να ελέγξουν τη συμπεριφορά των στελεχών τους. Κατόπιν για να «Καρταλάς



Κωνσταντίνος», «Χρηματοοικονομική Μόχλευση και πώς αυτή έχει επηρεάσει την κερδοφορία εισηγμένων εταιρειών στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών» Διπλωματική Εργασία 55 μειωθεί ο κίνδυνος πιθανής χρεοκοπίας τα στελέχη μπορούν να αξιοποιήσουν τα κεφάλαια αυτά που έχουν εκδοθεί ,μετριάζοντας παράλληλα και τον κίνδυνο να έχαναν κάποια από τα προνόμιά τους σε μια τέτοια περίπτωση. Επιπρόσθετα οι εταιρείες μεγάλου μεγέθους παρέχουν στους δανειστές περισσότερη πληροφόρηση από τις μικρότερες κι έτσι χρεώνονται με μικρότερα κόστη παρακολούθησης. Από την άλλη πλευρά η pecking-order θεωρία προβλέπει αρνητική συσχέτιση μεταξύ μεγέθους και μόχλευσης. Το μέγεθος της εταιρείας είναι δυνατό να αποτυπώσει την ύπαρξη ή μη ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ των διοικητικών στελεχών της εταιρείας και των εξωτερικών της επενδυτών. Όσο πιο μεγάλη είναι μια εταιρεία τόσο πιο στενά εξετάζεται από τους οικονομικούς αναλυτές οι οποίοι και μεταφέρουν τις πληροφορίες τους στην αγορά. Σε μια τέτοια περίπτωση η εταιρεία μπορεί να δανειστεί λιγότερο ,αφού μπορεί να εκδώσει νέες μετοχές της και χωρίς να αντιμετωπίζει το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης ,πρόβλημα που είναι πιθανόν να παρουσιαζόταν σε περίπτωση που το μέγεθός της ήταν μικρότερο (Rajan και Zingales, 2005).

Αναπτυξιακές προοπτικές μέσα από το BOOK TO MARKET RATIO Οι αναπτυξιακές προοπτικές μπορούν να οριστούν με διάφορους τρόπους, όπως παλαιότερες μελέτες έχουν λάβει υπόψιν τους διάφορα εργαλεία για την απεικόνιση της ανάπτυξης. Στην παρούσα έρευνα, όπως όρισαν και οι Rajan και Zingales (2005), Bevan και Danbolt (2000) και Gaud et al (2003) ,οι αναπτυξιακές ευκαιρίες αποτυπώνονται από τον δείκτη book to market ratio. Σύμφωνα με την trade-off θεωρία, εταιρείες που παρουσιάζουν μεγάλες αναπτυξιακές προοπτικές θα πρέπει να έχουν χαμηλά επίπεδα δανεισμού. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι οι αναπτυξιακές ευκαιρίες μπορούν να παρουσιαστούν σαν ένα είδος άυλων περιουσιακών στοιχείων, τα οποία οι εταιρείες δε μπορούν να αξιοποιήσουν ως εγγυήσεις σε περίπτωση που αυτές καταφύγουν σε ξένο δανεισμό ,ούτε αυτές οι επενδυτικές ευκαιρίες μπορούν να δώσουν άμεσα φορολογητέο εισόδημα. Την αντίστροφη αυτή σχέση μεταξύ αναπτυξιακών ευκαιριών της εταιρείας και μόχλευσης υποστηρίζει και η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης. Σε περιπτώσεις επιχειρήσεων με μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης παρατηρείται να προσφεύγουν λιγότερο σε δανεισμό, διότι σε αυτή τη περίπτωση οι ελεύθερες ταμειακές ροές θα χρησιμοποιηθούν για την χρηματοδότηση των επενδύσεων της εταιρίας. Επιπλέον οι εταιρείες αυτές έχουν μεγαλύτερα περιθώρια να προβαίνουν σε υποεπενδύσεις κι έτσι να μεταβιβάζουν πλούτο από τους δανειστές στους μετόχους εξαιτίας του προβλήματος της υποκατάστασης των πόρων. Κατά συνέπεια όσο περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες υπάρχουν ,θα συγκρούονται πάντα τα συμφέροντα μεταξύ δανειστών και μετόχων της εταιρίας ,με αποτέλεσμα να υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ μόχλευσης κι αναπτυξιακών προοπτικών της εταιρείας. Η σχέση αυτή τώρα, μεταξύ αναπτυξιακών προοπτικών της εταιρείας και μόχλευσης δε φαίνεται να είναι ξεκάθαρη με βάση την pecking-order θεωρία. Από τη μια υπάρχει η άποψη ότι η μόχλευση και οι αναπτυξιακές



ευκαρίες συσχετίζονται θετικά, ότι δηλαδή οι «Καρταλάς Κωνσταντίνος», «Χρηματοοικονομική Μόχλευση και πώς αυτή έχει επηρεάσει την κερδοφορία εισηγμένων εταιρειών στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών» Διπλωματική Εργασία 56 εταιρείες δανειοδοτούνται όλο και λιγότερο όταν οι επενδυτικές τους ανάγκες είναι μικρότερες από τα κέρδη εις νέον κι αντίστροφα. Από την άλλη πλευρά υποστηρίζεται η άποψη της pecking-order ότι οι αναπτυξιακές προοπτικές της εταιρείας και η μόχλευση σχετίζονται αρνητικά μεταξύ τους. Με βάση τη θέση αυτή, εταιρείες με μεγάλες αναπτυξιακές προοπτικές επιδιώκουν την εξισορρόπηση μεταξύ τρεχόντων και μελλοντικών δαπανών χρηματοδότησης, διατηρώντας υψηλή δανειακή ικανότητα, ώστε να μη χρειαστεί να δανειστούν μελλοντικά κι αν προκύψει κάποια αξιόλογη επένδυση να είναι σε θέση να την αξιοποιήσουν ανάλογα.

Ανάλυση του δείκτη P/E Ο δείκτης P/E αναφέρεται στο λόγο τρέχουσας τιμής προς κέρδη. Οι επιχειρήσεις είναι ιδιαίτερα ανήσυχες ως προς τις αξιολογήσεις (credit ratings), οι οποίες αντικατοπτρίζουν μια ένδειξη κινδύνου χρηματοοικονομικών δυσκολιών. Ένας ακόμα παράγοντας που ανησυχεί τις εταιρείες είναι η αστάθεια στα κέρδη που παρατηρείται όταν αυτές καλούνται να λάβουν αποφάσεις για τη λήψη χρέους (earnings volatility). Γενικά μιλώντας πάντως φαίνεται να μην υπάρχει ξεκάθαρη σχέση μεταξύ του δείκτη μόχλευσης και του δείκτη P/E (Price to Earnings) με βάση την trade-off θεωρία. Με βάση τη θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης, οι μέτοχοι μπορεί να καταλήξουν σε <<υποεπένδυση>> και να αγνοήσουν επενδύσεις με θετική ΚΠΑ εάν συνειδητοποιήσουν ότι τα κέρδη θα χρησιμοποιηθούν για την αποπληρωμή υφιστάμενων δανειοδοτών. Με βάση τον Myers (1977) επιχειρήσεις είναι δυνατόν να ελαχιστοποιήσουν το συνολικό χρέος τους, ή να αξιοποιήσουν το βραχυπρόθεσμο χρέος τους προκειμένου να περιορίσουν το κόστος των υποεπενδύσεων. Με άλλα λόγια, η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης διατείνεται ότι η υψηλότερη μόχλευση συμβάλει στην επίλυση του προβλήματος των ελευθέρων ταμειακών ροών παροτρύνοντας τα διευθυντικά στελέχη των εταιρειών να χρησιμοποιούν μεγαλύτερο μέρος των ελευθέρων ταμειακών ροών για την αποπληρωμή των δανείων. Παρόλα αυτά, δεδομένων των υποθέσεων της θεωρίας του κόστους αντιπροσώπευσης και πάλι δεν είναι ξεκάθαρη η σχέση μεταξύ μόχλευσης και δείκτη P/E. Η θεωρία Pecking Order προβλέπει ότι οι επιχειρήσεις δεν επιδιώκουν ένα συγκεκριμένο επίπεδο χρέους, αλλά καταφεύγουν σε εξωτερική χρηματοδότηση όταν τα εσωτερικά τους κεφάλαια καταστούν ανεπαρκή. Η εξωτερική χρηματοδότηση προτιμάται λιγότερο εξαιτίας της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ της διοίκησης και των επενδυτών κάτι που μαρτυρεί ότι τα εξωτερικά κεφάλαια είναι υποτιμημένα σε σχέση με τον βαθμό ασυμμετρίας (Myers και Majluf, (1984), Myers (1984)). Προβάνουν μόνο σε έκδοση νέων μετοχών όταν αυτές είναι υπερτιμημένες. Σε γενικές γραμμές, συνεπώς, με βάση την Pecking Order θεωρία οι εταιρείες δε καταλήγουν σε έκδοση κοινών μετοχών όταν θεωρούν ότι αυτές είναι υποτιμημένες. Αρα με βάση τη συγκεκριμένη θεωρία συμπεραίνουμε ότι υπάρχει μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη μόχλευσης και του δείκτη P/E.



6. Συμπέρασμα

Στα πλαίσια λήψης αποφάσεων σχετικά με την οικονομική πολιτική που θα ακολουθήσουν οι εταιρείες, τα ταμειακά διαθέσιμα παίζουν καθοριστικό ρόλο και είναι ζωτικής σημασίας για την λειτουργία της επιχείρησης. Για να ληφθούν οι αποφάσεις αυτές, είναι σημαντικό οι εταιρείες να γνωρίζουν τους παράγοντες αυτούς που επηρεάζουν άμεσα την αξία τους. Στην παρούσα έρευνα εξετάζουμε κι αναλύουμε ποιοι ακριβώς είναι οι παράγοντες αυτοί και πώς επηρεάζουν μια συγκεκριμένη μεταβλητή που έχουμε επιλέξει ως εξαρτημένη για το υπόδειγμά μας, το Tobin's q (Αγοραία αξία) για εταιρείες που η μετοχή του διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης .

Η συγκεκριμένη έρευνα χρησιμοποίησε κι αξιοποίησε τους εξής προσδιοριστικούς παράγοντες: Total Assets.Value , Total Equity.Value είκτης P/E.Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε είναι το Gretl Panel Data και για τις 3 χώρες ,στο σύνολο της έρευνας. Πιο συγκεκριμένα σχετικά με τους προσδιοριστικούς παράγοντες της κερδοφορίας και του μεγέθους των εταιρειών παρατηρούμε ότι τα αποτελέσματα από την έρευνά μας είναι απολύτως συμβατά με την pecking order θεωρία καθώς και οι 2 μεταβλητές συσχετίζονται αρνητικά με τη μόχλευση.Αναφορικά τώρα με τον προσδιοριστικό παράγοντα BEME που αποτυπώνει τις αναπτυξιακές προοπτικές των εταιρειών υπάρχει κι εδώ αρνητική συσχέτιση με τη μόχλευση κάτι το οποίο συνάδει με τις βασικές υποθέσεις της trade-off θεωρίας και της θεωρίας του κόστους αντιπροσώπευσης οι οποίες και οι 2 συμφωνούν ότι υπάρχει αντίστροφη σχέση μεταξύ του δείκτη μόχλευσης και των αναπτυξιακών προοπτικών των εταιρειών του κλάδου.Ωστόσο ως προς το συμπέρασμα αυτό θα πρέπει να είμαστε επιφυλακτικοί καθώς ο δείκτης BEME δεν είναι στατιστικά σημαντικός από τον πίνακα παλινδρόμησης.Τέλος ο δείκτης μόχλευσης(Leverage) συσχετίζεται θετικά με τον δείκτη P/E και για τις 3 χώρες ,το οποίο όμως δεν είναι συμβατό με καμία από τις θεωρητικές μας προσεγγίσεις. Καταλήγοντας παρατηρούμε ότι από την παρούσα έρευνα δε μπορούμε με ασφαλή τρόπο να βγάλουμε συμπεράσματα για όλους τους προσδιοριστικούς παράγοντες.Αυτό που μπορούμε να πούμε με βεβαιότητα είναι ότι και στις 3 χώρες του δείγματος που εξετάζουμε οι περισσότερο κερδοφόρες εταιρείες παρουσιάζουν χαμηλά επίπεδα μόχλευσης ,που σημαίνει ότι οι εταιρείες αυτές προτιμούν εσωτερική χρηματοδότηση κι όχι να δανειστούν απέξω με ξένα κεφάλαια.Είναι συμπέρασμα το οποίο συμφωνεί και με τις προσεγγίσεις της pecking order θεωρίας. Ως βάση για περαιτέρω έρευνα θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί κι αξιοποιηθεί η χρήση κι άλλων εκτός από των ανωτέρω μεταβλητών ,ως ανεξάρτητες για την αξιολόγηση κι εξέταση της επιρροής και επίδρασής τους στην μόχλευση των εταιρειών του

συγκεκριμένου κλάδου. Κάποιες απ' αυτές τις μεταβλητές μπορούν να είναι ο δείκτης ROA γνωστός ως αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού, ο οποίος ισούται με τον λόγο (Καθαρά Κέρδη προ τόκων και φόρων/Σύνολο Ενεργητικού*100) για να δούμε πώς τα καθαρά αυτά κέρδη ανα μέγεθος ενεργητικού επηρεάζονται από τον αντίστοιχο δείκτη μόχλευσης και πώς αυτή η σχέση αποτυπώνεται στον αντίστοιχο πίνακα συσχετίσεων και «Καρταλάς Κωνσταντίνος», «Χρηματοοικονομική Μόχλευση και πώς αυτή έχει επηρεάσει την κερδοφορία εισηγμένων εταιρειών στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών» Διπλωματική Εργασία 62 διάγραμμα συσχέτισής τους. Μια άλλη μεταβλητή θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ο αριθμοδείκτης οικονομικής μοχλεύσεως που ισούται με τον λόγο (Σύνολο Ενεργητικού/Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων) για να δούμε κατά πόσο η επίδραση από την χρήση Ξένων Κεφαλαίων είναι θετική ή επιζήμια για τα κέρδη της κάθε επιχείρησης του κλάδου. Τέλος κι ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας (Σύνολο Κυκλοφορούντος Ενεργητικού/Σύνολο Βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων), προσφέρεται ως ανεξάρτητη μεταβλητή ικανή να μετρήσει κατά πόσο το μέγεθος μόχλευσης της εταιρείας επηρεάζει την ικανότητά της να ανταποκρίνεται στην καθημερινή πληρωμή απαιτήσεων κι υποχρεώσεών της. Θα μπορούσαμε να χρησιμοποιήσουμε τις παραπάνω μεταβλητές και σε άλλους κλάδους όπως πχ αυτοκινητοβιομηχανία, τράπεζες, ξενοδοχεία και να εξετάσουμε ότι σε αυτούς τους αντίστοιχους κλάδους κάποιες μεταβλητές όπως το MARKET CAP και το BEME ή αλλιώς το BOOK TO MARKET RATIO μπορεί να είναι εκεί στατιστικά σημαντικές

6.1 Παρουσίαση Αποτελεσμάτων έρευνας με Παλινδρόμηση

Πίνακας 3

	b/se	b/se
_cons	0.851** [0.422]	0,169 [0.374]
lev	0,223 [0.590]	2.119*** [0.681]
rnd	-2,931 [3.414]	5.551*** [1.155]
sga	-0,094 [0.662]	-0,493 [0.326]
capex	3.238*** [0.939]	3.818* [2.009]
ni	-0,1	0,02



	[0.077]	[0.055]
sales	0,636	1.549***
	[0.656]	[0.343]
tangible	0,633	1.997***
	[0.662]	[0.428]
year dummies	Yes	Yes
N	14323	14314
r2_a	0,038	0,061
r2	0,039	0,063

Πίνακας 4

interaction with dummy leverage
b/se

_cons	-0,199
	[0.281]
cash	1.709***
	[0.450]
1.dummy_leverage	-0,302
	[0.435]
lev	1.742***
	[0.415]
rnd	4.738***
	[1.145]
sga	-0.536*
	[0.298]
capex	3.777***
	[1.071]
ni	0,009
	[0.044]
sales	1.441***
	[0.317]



tangible	1.612***
	[0.384]
year dummies	Yes
N	28637
r2_a	0,055
r2	0,056

Ο πίνακας 6.1 απεικονίζει την εκτίμηση του υποδείγματός μας σχετικά με τις εταιρείες στον τηλεπικοινωνιακό κλάδο σε Ελλάδα, Κύπρο και Γερμανία έχοντας ως εξαρτημένη μεταβλητή τη μόχλευση (Leverage). Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε κι από τον παραπάνω πίνακα το δείγμα καλύπτει 50 περιόδους, 1 έως και 49 κατά τα έτη 2011 έως 2017 και περιλαμβάνει 7 εταιρείες του κλάδου εισηγμένες σε ΧΑ των αντίστοιχων χωρών που δραστηριοποιούνται. Όπως παρατηρούμε από τον παραπάνω πίνακα το υπόδειγμά μας έχει καλή ερμηνευτική ικανότητα, εφόσον η τιμή του συντελεστή προσδιορισμού R² ισούται με 0,31 που είναι αρκετά ικανοποιητικό για διαστρωματικές αναλύσεις στις οποίες ένα καλό R² κυμαίνεται από 0,2 μέχρι 0,4, ενώ η τιμή του προσαρμοσμένου συντελεστή προσδιορισμού είναι στο 0,245716. Αυτό σημαίνει ότι κατά 31% η μεταβλητότητα των τιμών της εξαρτημένης μεταβλητής (μόχλευσης) ερμηνεύεται από το εκτιμηθέν υπόδειγμα ή αλλιώς από την μεταβλητότητα των ανεξάρτητων μεταβλητών. Επιπλέον προκύπτει ότι κατά 24,5716% οι τιμές της εξαρτημένης μεταβλητής ερμηνεύονται από το εκτιμηθέν υπόδειγμα προσαρμοσμένο ως προς τους βαθμούς ελευθερίας. Παράλληλα το F-statistic της εκτίμησης του υποδείγματος είναι στο $F(4,44)=5,996207$ περίπου στο 6, στατιστικά σημαντικό κι αρκετά ικανοποιητικό, κάτι που πιστοποιεί την αξιοπιστία και την δυναμική του μοντέλου που χρησιμοποιήθηκε. Από την άλλη πλευρά λαμβάνοντας υπόψιν τα κριτήρια t-statistic και p-τιμή, μπορούμε να αποκλείσουμε μεταβλητές του υποδείγματός μας που δεν είναι στατιστικά σημαντικές, όπως μπορούμε να δούμε κι από τον πίνακά μας τέτοιες μεταβλητές είναι το MARKET CAP και το BOOK TO MARKET RATIO. Αυτό με άλλα λόγια συνεπάγεται, από τον πίνακά μας πάντα ότι ο δείκτης MARKET CAP που αντιπροσωπεύει το μέγεθος των εταιρειών του κλάδου δεν επηρεάζει την εξαρτημένη μεταβλητή, την μόχλευση. Αυτό το συμπέρασμα συνάγεται από το γεγονός ότι το p-τιμή ισούται με 0,4794 είναι αρκετά μεγαλύτερο από το επίπεδο σημαντικότητας στο 0,05, όπως επίσης και το t-statistic είναι πολύ χαμηλό κι αρνητικό στο -0,7133. Επιπρόσθετα κι ο δείκτης BOOK TO MARKET RATIO (Λογιστική Αξία εταιρείας/Συνολική αγοραία αξία) δεν επηρεάζει κι αυτός τη μόχλευση καθώς ο αντίστοιχος με πρίν δείκτης p-τιμή ισούται με $0,7348 > 0,05$ και παράλληλα παίρνει χαμηλή τιμή το t-statistic. Οι υπόλοιποι δείκτες με



βάση τα κριτήρια t -statistic και p -τιμή φαίνεται να είναι στατιστικά σημαντικοί. «Καρταλάς Κωνσταντίνος», «Χρηματοοικονομική Μόχλευση και πώς αυτή έχει επηρεάσει την κερδοφορία εισηγμένων εταιρειών στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών» Διπλωματική Εργασία 60 Παρατηρώντας πάντα την εκτίμηση του υποδείγματος με βάση τον Πίνακα 6.1 προκύπτει μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη μόχλευσης και της κερδοφορίας ίση με $-0,235320$, ενώ ο δείκτης P/E παρουσιάζει θετική συσχέτιση ίση με $0,0164938$. Η τελική εξίσωση του υποδείγματος έχει την ακόλουθη μορφή: $LEVERAGE=0,690641-0,235320ROE+0,00018MARKET_CAP+0,00113084BOOK_TO_MARKET_RATIO+0,0164938P/E$ Όσον αφορά τον πίνακα παλινδρόμησης τώρα, ένα άλλο στοιχείο που παρατηρούμε είναι το P (τιμή F) το οποίο ισούται με $0,00610 < 0,001$ που σημαίνει ότι όλη η παλινδρόμηση είναι στατιστικά σημαντική που σημαίνει ότι η εξαρτημένη μας μεταβλητή, μόχλευση (Leverage) επηρεάζει θετικά όλες τις ανεξάρτητες μεταβλητές, κερδοφορία, μέγεθος αγοράς, αναπτυξιακές προοπτικές του κλάδου των τηλεπικοινωνιών και τον δείκτη P/E , ακόμα κι αν με βάση τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης δείχνουν τους δείκτες $MARKET\ CAP$ και $BOOK\ TO\ MARKET\ RATIO$ ως μη στατιστικά σημαντικούς. Τέλος σημαντικό στοιχείο που πρέπει να σημειωθεί είναι ότι για την παραπάνω παλινδρομητική ανάλυση έχει ήδη ληφθεί υπόψη η μη ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας που συνεπάγεται ότι τα τυπικά σφάλματα έχουν υπολογιστεί σωστά.

6.2 Συμπεράσματα και προτάσεις για περαιτέρω έρευνα Στα πλαίσια λήψης αποφάσεων σχετικά με την οικονομική πολιτική που θα ακολουθήσουν οι εταιρείες, η κεφαλαιακή διάρθρωση παίζει καθοριστικό ρόλο και είναι ζωτικής σημασίας για την λειτουργία της επιχείρησης. Είναι αποφάσεις που αφορούν την χρηματοδότηση των εταιρειών αυτών για την συνέχιση κι επέκταση της δραστηριότητάς τους. Για να ληφθούν επομένως οι αποφάσεις αυτές, είναι σημαντικό οι εταιρείες να γνωρίζουν τους παράγοντες αυτούς που επηρεάζουν άμεσα την κεφαλαιακή τους δομή, αν επιδιώκουν μεγιστοποίηση της αξίας τους. Στην παρούσα έρευνα εξετάζουμε κι αναλύουμε ποιοι ακριβώς είναι οι παράγοντες αυτοί και πώς επηρεάζουν μια συγκεκριμένη μεταβλητή που έχουμε επιλέξει ως εξαρτημένη για το υπόδειγμά μας, τη μόχλευση για εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον χώρο των τηλεπικοινωνιών σε Ελλάδα, Κύπρο και Γερμανία από το 2011 έως το 2017, έχοντας «Καρταλάς Κωνσταντίνος», «Χρηματοοικονομική Μόχλευση και πώς αυτή έχει επηρεάσει την κερδοφορία εισηγμένων εταιρειών στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών» Διπλωματική Εργασία 61 υπόψη βασικές θεωρητικές προσεγγίσεις. Η συγκεκριμένη έρευνα χρησιμοποίησε κι αξιοποίησε τους εξής προσδιοριστικούς παράγοντες: κερδοφορία, μέγεθος επιχειρήσεων, αναπτυξιακές προοπτικές και δείκτης P/E . Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε είναι το Gretl Panel Data και για τις 3 χώρες, στο σύνολο της έρευνας. Πιο συγκεκριμένα σχετικά με τους προσδιοριστικούς παράγοντες της κερδοφορίας και του μεγέθους των εταιρειών παρατηρούμε ότι τα αποτελέσματα από την έρευνά μας είναι απολύτως συμβατά με την pecking order θεωρία καθώς και οι 2 μεταβλητές συσχετίζονται αρνητικά με τη μόχλευση. Αναφορικά τώρα με τον προσδιοριστικό παράγοντα $BEME$ που αποτυπώνει τις αναπτυξιακές προοπτικές των εταιρειών υπάρχει κι εδώ αρνητική συσχέτιση με τη



μόχλευση κάτι το οποίο συνάδει με τις βασικές υποθέσεις της trade-off θεωρίας και της θεωρίας του κόστους αντιπροσώπευσης οι οποίες και οι 2 συμφωνούν ότι υπάρχει αντίστροφη σχέση μεταξύ του δείκτη μόχλευσης και των αναπτυξιακών προοπτικών των εταιρειών του κλάδου. Ωστόσο ως προς το συμπέρασμα αυτό θα πρέπει να είμαστε επιφυλακτικοί καθώς ο δείκτης BEME δεν είναι στατιστικά σημαντικός από τον πίνακα παλινδρόμησης. Τέλος ο δείκτης μόχλευσης (Leverage) συσχετίζεται θετικά με τον δείκτη P/E και για τις 3 χώρες, το οποίο όμως δεν είναι συμβατό με καμία από τις θεωρητικές μας προσεγγίσεις. Καταλήγοντας παρατηρούμε ότι από την παρούσα έρευνα δε μπορούμε με ασφαλή τρόπο να βγάλουμε συμπεράσματα για όλους τους προσδιοριστικούς παράγοντες. Αυτό που μπορούμε να πούμε με βεβαιότητα είναι ότι και στις 3 χώρες του δείγματος που εξετάζουμε οι περισσότερες κερδοφόρες εταιρείες παρουσιάζουν χαμηλά επίπεδα μόχλευσης, που σημαίνει ότι οι εταιρείες αυτές προτιμούν εσωτερική χρηματοδότηση κι όχι να δανειστούν απέξω με ξένα κεφάλαια. Είναι συμπέρασμα το οποίο συμφωνεί και με τις προσεγγίσεις της pecking order θεωρίας. Ως βάση για περαιτέρω έρευνα θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί κι αξιοποιηθεί η χρήση κι άλλων εκτός από των ανωτέρω μεταβλητών, ως ανεξάρτητες για την αξιολόγηση κι εξέταση της επιρροής και επίδρασής τους στην μόχλευση των εταιρειών του συγκεκριμένου κλάδου. Κάποιες απ' αυτές τις μεταβλητές μπορούν να είναι ο δείκτης ROA γνωστός ως αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού, ο οποίος ισούται με τον λόγο (Καθαρά Κέρδη προ τόκων και φόρων/Σύνολο Ενεργητικού*100) για να δούμε πώς τα καθαρά αυτά κέρδη ανα μέγεθος ενεργητικού επηρεάζονται από τον αντίστοιχο δείκτη μόχλευσης και πώς αυτή η σχέση αποτυπώνεται στον αντίστοιχο πίνακα συσχετίσεων και «Καρταλάς Κωνσταντίνος», «Χρηματοοικονομική Μόχλευση και πώς αυτή έχει επηρεάσει την κερδοφορία εισηγμένων εταιρειών στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών» Διπλωματική Εργασία 62 διάγραμμα συσχέτισής τους. Μια άλλη μεταβλητή θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ο αριθμοδείκτης οικονομικής μοχλεύσεως που ισούται με τον λόγο (Σύνολο Ενεργητικού/Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων) για να δούμε κατά πόσο η επίδραση από την χρήση Ξένων Κεφαλαίων είναι θετική ή επιζήμια για τα κέρδη της κάθε επιχείρησης του κλάδου. Τέλος κι ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας (Σύνολο Κυκλοφορούντος Ενεργητικού/Σύνολο Βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων), προσφέρεται ως ανεξάρτητη μεταβλητή ικανή να μετρήσει κατά πόσο το μέγεθος μόχλευσης της εταιρείας επηρεάζει την ικανότητά της να ανταποκρίνεται στην καθημερινή πληρωμή απαιτήσεων κι υποχρεώσεών της. Θα μπορούσαμε να χρησιμοποιήσουμε τις παραπάνω μεταβλητές και σε άλλους κλάδους όπως πχ αυτοκινητοβιομηχανία, τράπεζες, ξενοδοχεία και να εξετάσουμε ότι σε αυτούς τους αντίστοιχους κλάδους κάποιες μεταβλητές όπως το MARKET CAP και το BEME ή αλλιώς το BOOK TO MARKET RATIO μπορεί να είναι εκεί στατιστικά σημαντικές



7 Βιβλιογραφία

- Agency Theory: Definition, Examples of Relationships, and Disputes (investopedia.com)
- Agency Costs Definition (investopedia.com)
- Insurance, Information, and Individual Action (harvard.edu), Insurance, Information, and Individual Action
- Production, Information Costs, and Economic Organization on JSTOR, Production, Information Costs, and Economic Organization
- The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem on JSTOR, Stephen A. Ross
- Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure - ScienceDirect
- Stephen A. Ross, 'The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem' 1973, The American Economic Review, 134, <https://www.jstor.org/stable/1817064>
- William H. Meckling University of Rochester << Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure>>, SSRN#94043 (sfu.ca)
- The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective , The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective by Jeffrey Pfeffer, Gerald R. Salancik :: SSRN
- Corporate Stakeholders and Corporate Finance on JSTOR, Bradford Cornell and Alan C. Shapiro
- 1 STAKEHOLDER-AGENCY THEORY, pages: 131-154
- Kathleey M. Eisenhard (1989) , Building Theories from Case Study Research , Building Theories from Case Study Research on JSTOR



- Performance Pay and Top-Management Incentives on JSTOR, Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy, pp. 225-264
- How Much Does Performance Matter? A Meta-analysis of CEO Pay Studies , (PDF) How Much Does Performance Matter? A Meta-analysis of CEO Pay Studies (researchgate.net)
- CEO Compensation , CEO Compensation by Carola Frydman, Dirk Jenter :: SSRN
- The Dissertation Journey: A Practical and Comprehensive Guide to Planning ... - Carol M. Roberts - Βιβλία Google
- Building Theories from Case Study Research , Building Theories from Case Study Research on JSTOR
- The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory Perspective , The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory Perspective on JSTOR
- Production, Information Costs, and Economic Organization, Production, Information Costs, and Economic Organization on JSTOR
- Separation of Ownership and Control, Separation of Ownership and Control on JSTOR
- Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure , Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure - ScienceDirect
- Management Philosophy of Peter F. Drucker: A Critique, (PDF) Management Philosophy of Peter F. Drucker: A Critique (researchgate.net)
- Citation, The g factor: The science of mental ability. (apa.org)
- Allocative Efficiency vs. "X-Efficiency" , Allocative Efficiency vs. "X-Efficiency" on JSTOR
- Principals and Agents: The Structure of Business , (PDF) Principals and Agents: The Structure of Business (researchgate.net)
- Intrinsic Motivation and Self-Determination in Human Behavior, Deci, E. L., & Ryan, R. M. (1985). Intrinsic Motivation and Self-Determination in Human Behavior. Berlin Springer Science & Business Media. - References - Scientific Research Publishing (scirp.org)
- Motivation Crowding Theory, Motivation Crowding Theory - Frey - 2001 - Journal of Economic Surveys - Wiley Online Library
- The hidden costs of reward: new perspectives on the psychology of human motivation, The hidden costs of reward: new perspectives on the psychology of human motivation. (apa.org)
- Trust as a Signal of a Social Norm and the Hidden Costs of Incentive Schemes, Trust as a Signal of a Social Norm and the Hidden Costs of Incentive Schemes - American Economic Association (aeaweb.org)
- A Behavioral Agency Model of Managerial Risk Taking, A Behavioral Agency Model of Managerial Risk Taking on JSTOR



- Derivation of "Rational" Economic Behavior from Hyperbolic Discount Curves, EconPapers: Derivation of "Rational" Economic Behavior from Hyperbolic Discount Curves (repec.org)
- Hyperbolic discounting, Hyperbolic discounting. (apa.org)
- Inequity In Social Exchange, Inequity In Social Exchange - ScienceDirect
- A Theory of Fairness, Competition, and Cooperation, A Theory of Fairness, Competition, and Cooperation on JSTOR
- Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers, Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers on JSTOR
- Upper Echelons Research Revisited: Antecedents, Elements, and Consequences of Top Management Team Composition, Upper Echelons Research Revisited: Antecedents, Elements, and Consequences of Top Management Team Composition - Mason A. Carpenter, Marta A. Geletkanycz, Wm. Gerard Sanders, 2004 (sagepub.com)
- Separation of Ownership and Control, Separation of Ownership and Control on JSTOR
- Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature, Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature | Request PDF (researchgate.net)
- The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem on JSTOR
- Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure - ScienceDirect
- Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers on JSTOR
- Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations, Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations on JSTOR
- Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure, Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure on JSTOR
- Agency Costs and Ownership Structure, (PDF) Agency Costs and Ownership Structure (researchgate.net)
- Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms, Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms – ScienceDirect
- <https://pergamos.lib.uoa.gr/uoa/dl/frontend/file/lib/default/data/2883545/theFile>, Διπλωματική εργασία
- <https://dione.lib.unipi.gr/xmlui/bitstream/handle/unipi/981/Magkanari.pdf?sequence=1>, διπλωματική εργασία

