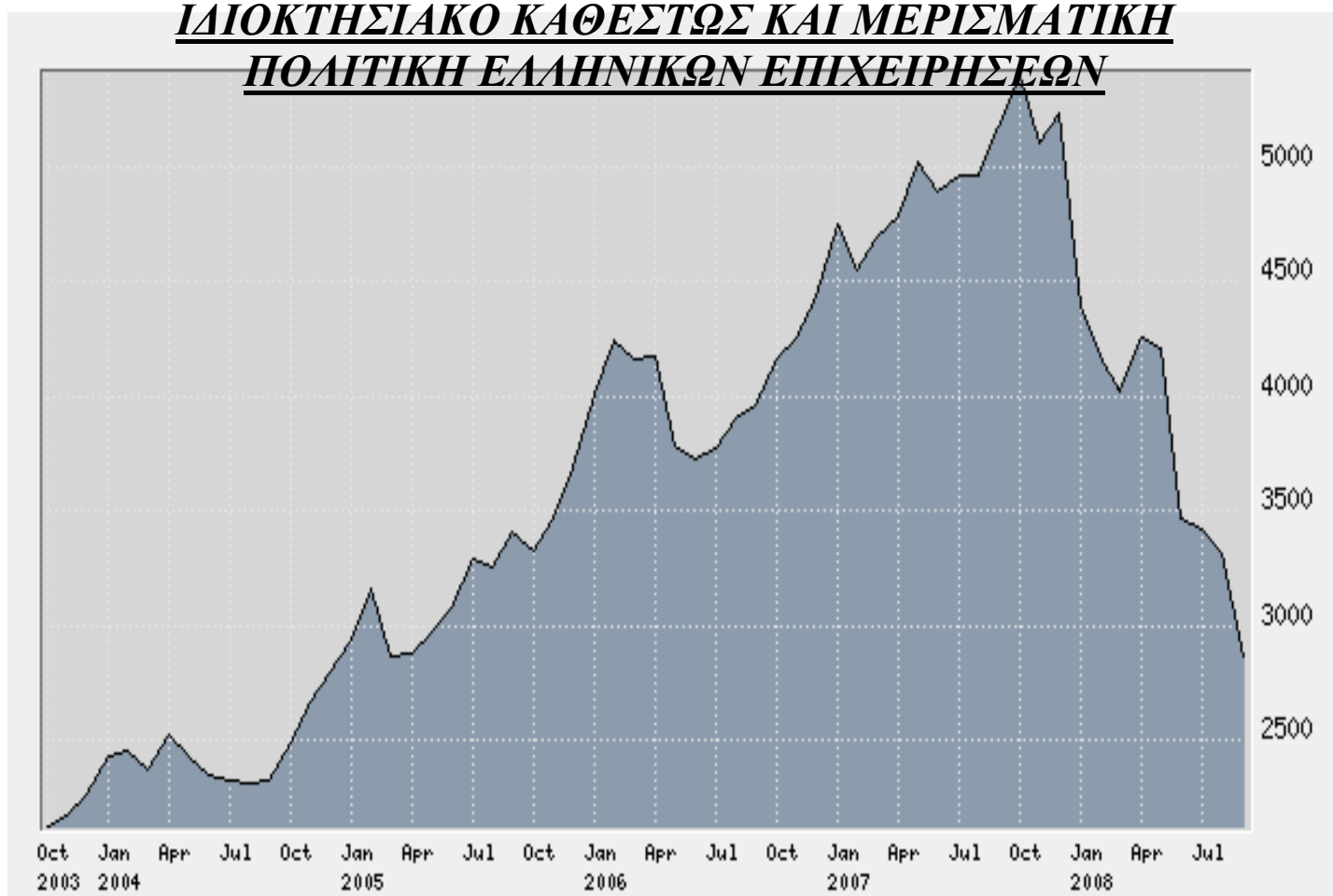


**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**



**ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ ΚΑΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ
ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**



**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ
ΦΟΙΤΗΤΗΣ : ΚΟΥΛΟΥΜΑΣ Γ. ΜΑΡΙΟΣ**

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2008-2009

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέπων καθηγητή Κο Νικόλαο Τσαγκαράκη καθώς η βοήθειά του και οι σημειώσεις του ήταν απαραίτητες για την εκπόνηση της διπλωματικής εργασίας. Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τον Παναγιώτη Ασημακόπουλο για την βοήθεια του στο χειρισμό της βάσης δεδομένων Datastream για την ανεύρεση των απαραίτητων στοιχείων.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

2 .ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΑΙ ΡΟΛΟΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

2.1 Θεωρία 1^η, *dividend irrelevance theory*

2.2 Θεωρία 2^η, *tax preference theory*

2.3 Θεωρία 3^η, ασυμμετρία πληροφόρησης

2.3.1 *Cash flow signaling hypothesis και free cash flow hypothesis*

2.4 Θεωρία 4^η, εξαγωγή σημάτων

2.5 Θεωρία 5^η επίλυση διαμεσολαβητικού προβλήματος και οι 3 μορφές του.

2.5.1 Κόστος προβλήματος διαμεσολάβησης

2.6 Θεωρία 6^η, *bird in the hand*

2.7 Χρηματοοικονομικοί δείκτες και λοιποί παράγοντες που διαμορφώνουν την μερισματική πολιτική

3. ΘΕΩΡΕΙΑ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΟΥ ΚΑΘΕΣΤΩΤΟΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΕΛΕΓΧΟΥ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.

3.1 Εργαλεία περιορισμού δύναμης των μετόχων

3.1.1 Προνομιούχες μετοχές και μετοχές κλάσεων/τάξεων

3.1.2 Δομή πυραμίδας

3.1.3 Συμφωνίες μεγαλομετόχων

3.1.4 Εταιρεία συμμετοχών

3.1.5 Πιστοποιητικά κατάθεσης

3.1.6 Αλυσίδα ελέγχου

3.1.7 Νομοθετικό πλαίσιο

3.2 Συγκέντρωση ιδιοκτησίας, θετική ή αρνητική για την εταιρεία

3.3 Διαχωρισμός ιδιοκτησίας και ελέγχου

3.4 Μεταβλητές και υποθέσεις που συνδέουν ιδιοκτησία-αποτίμηση από αγορές-μερισματική πολιτική

4.ΣΧΕΣΗ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ ΚΑΙ ΣΥΝΘΕΣΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ

5. Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΘΕΤΙΚΗ ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΓΕΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

5.1 Υπέρ και κατά οικογενειακών επιχειρήσεων

5.2 Προτάσεις για την βελτίωση της λειτουργίας των οικογενειακών επιχειρήσεων

6. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

6.1 ΗΠΑ και Ηνωμένο Βασίλειο VS Ηπειρωτικής Ευρώπης.

6.2.1 ΗΠΑ (Α)

6.2.2 ΗΠΑ (Β)

6.3 Ηνωμένο Βασίλειο

6.4.1 Ασία, Ινδία

6.4.2 Hong Kong

6.4.3 Κίνα

6.4.4 Ιαπωνία (α)

6.4.5 Ιαπωνία (β)

6.5 Αυστραλία

6.6.1 Λατινική Αμερική, Αργεντινή

6.6.2 Βραζιλία

6.7.1 Ευρώπη, Γερμανία

6.7.2 Ιταλία

6.7.3 Ισπανία

6.7.4 Βέλγιο

6.7.5 Ολλανδία

6.7.6 Νορβηγία

6.8 Ρωσία

6.9.1. Κύπρος.

6.9.2 Ελλάδα (α)

6.9.3 Ελλάδα (β)

6.9.3 Ελλάδα (γ)

7. ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΚΕΡΔΩΝ Α.Ε.

7.1 Αμοιβές μελών του Δ.Σ των επιχειρήσεων

7.2 Σειρά διάθεσης κερδών Α.Ε

8. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

8.1 Το δείγμα

8.2.1 Διαίρεση του δείγματος των εταιρειών τα έτη 2001, και 2007 ανάλογα με την μορφή ιδιοκτησίας.

8.2.2 Συνεισφορά της μορφής ιδιοκτησίας στα μερίσματα

8.3.1 Διαίρεση του δείγματος τα έτη 2001 και 2007 σε τομέα δραστηριοποίησης, συνεισφορά αυτού στα μερίσματα.

8.4 Συνεισφορά των μεγαλομετόχων στην ετήσια διανομή μερίσματος

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων

8.4.1 Μεθοδολογία-μεταβλητές ενδιαφέροντος

8.4.2 Διαχρονική απεικόνιση συγκέντρωσης ιδιοκτησίας και μεταβλητών ενδιαφέροντος για το σύνολο του δείγματος.

8.4.3 Διαμόρφωση των μέσων τιμών και των διακυμάνσεων των μεταβλητών ενδιαφέροντος συνολικά για τις 75 επιχειρήσεις, και για τα δυο δημιουργηθέντα υποσύνολα το 2001.

8.4.4 Επιθυμητή και μη επιθυμητή μεταβολή του μέσου όρου και της διακύμανσης των μεταβλητών ενδιαφέροντος για τα υπόλοιπα έτη της έρευνας.

8.4.5 Συγκεντρωτική απεικόνιση της συνεισφοράς των μεγαλομετόχων στις μεταβλητές ενδιαφέροντος.

9. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

10. ΑΝΑΦΟΡΕΣ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η μελέτη του ιδιοκτησιακού καθεστώτος-δομής και της μερισματικής πολιτικής στην Ελλάδα αντιμετωπίζει σημαντικές προκλήσεις ταυτόχρονα, όμως και περιορισμούς. Οι προκλήσεις και οι περιορισμοί επαφίενται στο γεγονός ότι καμιά μελέτη δεν έχει στο παρελθόν εξετάσει την σχέση αυτή για τις επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Επίσης το δείγμα των επιχειρήσεων που μπορούν να εξεταστούν είναι σχετικά μικρό, αν λάβουμε υπόψη μας το σύνολο των κριτηρίων που τίθενται για τις εταιρείες σε δημοσιευμένες παρόμοιες μελέτες για άλλα κράτη. Το νομοθετικό πλαίσιο λειτουργίας των επιχειρήσεων δεν είναι τέτοιο ώστε η ανεύρεση όλων των απαραίτητων πληροφοριών να είναι εύκολη. Η διαθέσιμη βιβλιογραφία για την Ελλάδα, καλύπτει μονομερώς είτε το ζήτημα του ιδιοκτησιακού καθεστώτος είτε της μερισματικής πολιτικής, ποτέ όμως σε συνδυασμό. Συνέπεια όλων αυτών ήταν πέραν του μικρού διαθέσιμου αριθμού μελετών για την ελληνική πραγματικότητα, να εξεταστεί και ένα πλήθος μελετών ιδιοκτησιακού καθεστώτος και μερισματικής πολιτικής άλλων κρατών, των σημαντικότερων στην παγκόσμια και ευρωπαϊκή οικονομία. Στο πλαίσιο αυτό εξετάστηκαν οι οικονομίες της ομάδας του G8 με εξαίρεση την Γαλλία καθώς δεν υπήρχε διαθέσιμη βιβλιογραφία, καθώς και οι σημαντικότερες οικονομίες Ασίας, Λατινικής Αμερικής, Ευρώπης, καθώς και ένα δείγμα μικρότερων οικονομιών της Ευρώπης, της ONE και όχι μόνο. Άλλωστε η ελληνική οικονομία δραστηριοποιείται σε ένα διεθνές περιβάλλον το οποίο διαμορφώνουν και ορίζουν αυτές οι οικονομικές δυνάμεις.

Συνολικός κανόνας για την σχέση μεταξύ ιδιοκτησίας και μερισματικής πολιτικής δεν μπορεί να διατυπωθεί. Το κάθε κράτος παρουσιάζει μοναδικά στοιχεία. Ακόμα και για κράτη που ανήκουν στην ίδια ήπειρο, η ανομοιομορφία των χαρακτηριστικών των χρηματιστηριακών δεικτών, της κατάστασης που βρίσκεται η οικονομία τους, του νομοθετικού πλαισίου που ορίζει την μερισματική πολιτική, την ιδιοκτησία και πιθανό διαχωρισμό αυτής από τον έλεγχο, όλα οδηγούν σε αδυναμία εξαγωγής κοινής εικόνας, για τη σύνδεση μερισματικής πολιτικής και ιδιοκτησίας. Αναμφίβολα, το κάθε κράτος επηρεάζεται από όσα συμβαίνουν στον περίγυρο του, και όσα του επιβάλλουν διεθνείς συνθήκες και κανονισμοί στα οποία συμμετέχει ή έχει προσυπογράψει. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν η ONE, η NAFTA, τα διεθνή λογιστικά πρότυπα κλπ. Παρόμοιο ρόλο θα μπορούσαν να διαδραματίζουν και διεθνείς οργανισμοί στους οποίους έχουν παραχωρηθεί κρατικές λειτουργίες όπως η ΕΚΤ. Αν και η παγκοσμιοποίηση και η ολοκλήρωση των χρηματοοικονομικών αγορών και υπηρεσιών θα έπρεπε να οδηγεί σταδιακά στην καθιέρωση κοινής εικόνας για την σχέση που μας αφορά, ωστόσο αυτό δεν συμβαίνει

Η παρούσα έρευνα διαμορφώνεται ως εξής:

Στο 2^ο μέρος αρχικά παρατίθεται μια θεωρητική βάση της μερισματικής πολιτικής και του ρόλου αυτής. Θα αναφέρουμε 6 υποθέσεις-θεωρίες που προσπαθούν να εξηγήσουν την μερισματική πολιτική και θα δούμε πως αυτή διαμορφώνεται και ποιοι παράγοντες την ορίζουν. Το μέρος θα κλείσει με μια απαρίθμηση κάποιων χρηματοοικονομικών δεικτών και κάποιων ποιοτικών παραμέτρων που συνδέονται στην εξεταζόμενη βιβλιογραφία με την μερισματική πολιτική.

Το 3^ο μέρος δίνει βάρος στο θεωρητικό υπόβαθρο του ιδιοκτησιακού καθεστώτος των επιχειρήσεων, και γίνεται προσπάθεια σύνδεσής του με τον έλεγχο αυτών. Επίσης αναφέρονται κάποια μέτρα που χρησιμοποιούν οι διοικήσεις και η ιδιοκτησία των εταιρειών για να ελαχιστοποιήσουν την δύναμη των μετόχων, συνεπώς και τις απαιτήσεις τους. Ακόμα θα αναφέρουμε τα θετικά και τα αρνητικά της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας και πότε/πως διαχωρίζεται από τον έλεγχο.

Το 4^ο μέρος ασχολείται με τη σχέση ιδιοκτησίας και σύνθεσης του ΔΣ αφού η ύπαρξη της πρώτης στο δεύτερο παρατηρείται σε παγκόσμια βάση. Θα δούμε πως πρέπει να συντίθεται το ΔΣ για να υπάρχει θετικός αντίκτυπος στην επιχείρηση.

Το 5^ο μέρος κάνει λόγο για την οικογενειακή επιχείρηση, την θετική συνεισφορά αυτής στην παγκόσμια οικονομία, τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα αυτής, καθώς και κάποιες προτάσεις για βελτίωση της λειτουργίας και της αποδοτικότητας αυτής.

Στο 6^ο μέρος γίνεται η παράθεση της βιβλιογραφίας. Αρχικά δίνεται μια συγκεντρωτική μελέτη για την σχέση ιδιοκτησιακού καθεστώτος και μερισματικής πολιτικής μεταξύ ΗΠΑ, Αγγλίας και Ηπειρωτικής Ευρώπης, για μια συνολική εικόνα. Στη συνέχεια εξετάζονται αντιπροσωπευτικές οικονομίες των 6 ηπείρων για να δούμε σε παγκόσμια κλίμακα την σχέση ιδιοκτησίας και μερίσματος. Δεν περιλαμβάνουμε την Αφρική για ευνόητους λόγους. Το κεφάλαιο κλείνει με την σκιαγράφηση μερισματικής πολιτικής και ιδιοκτησίας –ξεχωριστά όμως εξεταζόμενες- για την Ελλάδα.

Το 7^ο κεφάλαιο περιλαμβάνει το νομοθετικό πλαίσιο της μερισματικής πολιτικής στην Ελλάδα, τις αμοιβές των μελών του ΔΣ και τη σειρά διάθεσης κερδών των Α.Ε

Στο 8^ο κεφάλαιο υπάρχει το εμπειρικό κομμάτι της εργασίας. Εδώ θα δούμε το δείγμα που θα εξεταστεί, τις διαιρέσεις αυτού ανάλογα με την μορφή ιδιοκτησίας και τομέα δραστηριοποίησης, τις μεταβλητές που θα μας απασχολήσουν, την διαχρονική κίνηση αυτών, και την μεθοδολογία. Επιπρόσθετα θα δούμε την συνολική θετική/αρνητική/ουδέτερη συνεισφορά των μεγαλομετόχων στην μερισματική πολιτική στην Ελλάδα.

Στο 9^ο κεφάλαιο διατυπώνουμε τα συμπεράσματα της έρευνας για τη σύνδεση ιδιοκτησίας και μερισματικής πολιτικής στην Ελλάδα.

Στο 10^ο υπάρχουν οι αναφορές.

2. ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΑΙ ΡΟΛΟΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Στο παρόν κεφάλαιο θα εξεταστούν 6 θεωρίες σχετικά με την μερισματική πολιτική και τα θετικά/αρνητικά σημεία αυτών από την σκοπιά των αγορών και της ευρείας μετοχικής βάσης. Επίσης σημασία αποδίδεται στον αντίκτυπο κάθε θεωρίας στην εσωτερική λειτουργία των επιχειρήσεων, καθώς και στο πως οι εταιρείες χειρίζονται κάθε θεωρία. Το κεφάλαιο κλείνει με μια αναφορά σε κάποιους χρηματοοικονομικούς δείκτες και άλλες ποιοτικές μεταβλητές που επηρεάζουν την διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής και πότε λειτουργούν υπέρ ή κατά αυτής.

2.1 Θεωρία 1^η, *dividend irrelevance theory*

Η μερισματική πολιτική, οι λόγοι υπέρ και κατά της καταβολής μερισμάτων αποτελούν αντικείμενο βιβλιογραφίας από το 1956 και τον Linter. Με βάση αυτή την έρευνα παγιώθηκε η άποψη ότι οι εταιρείες πρέπει να αποφεύγουν διαχρονικά δραστικές μεταβολές στις πληρωμές των μερισμάτων. Ωστόσο ήλθε η έρευνα των Modigliani και Miller εφεξής MM το (1961) που προώθησε την ιδέα ότι σε αποτελεσματικές frictionless¹ αγορές οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών (*dividend irrelevance theory*), εφόσον υπάρχει δυνατότητα αντικατάστασης των μεν με τα δε, με απώτερο σκοπό να φτάσουν στο επιθυμητό επίπεδο μερισμάτων αγοράζοντας ή πωλώνοντας μετοχές.² Εδώ έρχονται να προστεθούν μερικά υπέρ και μερικά κατά μεταξύ των δυο επιλογών σύμφωνα με κάποιες παραμέτρους, καθώς και κάποια θετικά αποτελέσματα για την εταιρεία από την καταβολή μερίσματος ή τα αρνητικά- όχι πάντα βέβαια- από μη πληρωμή αυτού.

2.2 Θεωρία 2^η, *tax preference theory*

Μια 2^η θεωρία δίνει βάρος στους διαφορετικούς συντελεστές φορολόγησης μεταξύ μερισμάτων και παρακρατηθέντων κερδών, οι οποίοι τουλάχιστον τα τελευταία χρόνια φαίνεται να ευνοούν τα δεύτερα έναντι των πρώτων. Η παράμετρος οδηγεί στην θεωρεία που καλείται *tax clientele*, στην διαμόρφωση δηλαδή του επενδυτικού κοινού με βάση τις φορολογικές προτιμήσεις. Οι μέτοχοι που ανήκουν στα ψιλότερα φορολογικά κλιμάκια επιθυμούν μικρό μέρισμα, ενώ εκείνοι των χαμηλότερων επιθυμούν μεγάλο μέρισμα. Έχουν διατυπωθεί εμπειρικά 2 θέσεις. Από την μια πλευρά έρευνες έχουν δείξει ότι η ύπαρξη μεγάλου φορολογικού συντελεστή στα μερίσματα δεν θα έχει αντίκτυπο στην αγορά μετοχών και συνεπώς στα πιθανά κέρδη από μερίσματα, με την προϋπόθεση όμως

¹ Πρόκειται για ένα θεωρητικό παρά πραγματικό εμπορικό περιβάλλον όπου όλα τα κόστη και οι περιορισμοί συναλλαγών απλά δεν υφίστανται.

² Για περισσότερες πληροφορίες βλέπε Miller M and Modigliani F, 1961, "Dividend Policy Growth and the Valuation of Shares", *Journal of Business* 34: 411-433.

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
ότι αυτά είναι επαρκώς αυξημένα ώστε να αφήνουν ένα καλό περιθώριο κέρδους.³ Από την άλλη πάλι, υπάρχει και η αντίθετη άποψη επίσης υπαγορευόμενη από έρευνες.⁴ Κατά κανόνα τα παρακρατηθέντα κέρδη θα οδηγήσουν σε αυξημένα κεφαλαιακά κέρδη, τα οποία φορολογούνται χαμηλότερα από ότι τα μερίσματα, και οι φόροι αυτοί μετατίθενται στο μέλλον. Οι επενδυτές θα επιλέξουν εταιρείες με μικρό ποσοστό διανομής.

2.3 Θεωρία 3^η, ασυμμετρία πληροφόρησης.

Από το 1980 εμφανίζεται η 3^η θεωρία όπου εισάγεται ως παράμετρος στο δίλημμα της διανομής ή αποφυγής διανομής μερίσματος η ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ όσων δραστηριοποιούνται μέσα στην εταιρεία (εργαζόμενοι, διοίκηση κλπ, εφεξής insiders) και όσων δραστηριοποιούνται έξω από αυτήν, αλλά επηρεάζονται άμεσα από την λειτουργία της (πχ μέτοχοι, προμηθευτές, ανάδοχοι εκδόσεων κλπ, εφεξής outsiders). Στις common law χώρες όπου η ιδιοκτησία είναι διασκορπισμένη, τον ρόλο των insiders διαδραματίζουν συνήθως τα στελέχη, οι διοικητές, οι beneficial owners, καθώς και μεγαλομέτοχοι με ποσοστό κατοχής μετοχών άνω του 10% του συνολικού αριθμού σε κυκλοφορία.⁵ Αντίθετα στις civil law χώρες που παρατηρείται συγκέντρωση ιδιοκτησίας, τον ρόλο καλούνται να διαδραματίσουν σχεδόν αποκλειστικά οι μεγαλομέτοχοι που ουσιαστικά ασκούν έλεγχο, αφού εύκολα ελέγχουν τους διοικητές. Δεν αποτελεί λοιπόν έκπληξη το γεγονός ότι στις common law χώρες όπου η προστασία των μετόχων είναι αυξημένη, οι μερισματικές αποδόσεις είναι καλύτερες από τις civil law χώρες.

2.3.1 Cash flow signaling hypothesis και free cash flow hypothesis

Η ασυμμετρία πληροφόρησης θέλει τους insiders να έχουν ταχύτερη πρόσβαση σε πιο αξιόπιστες και αντικειμενικές πληροφορίες από τους outsiders, σχετικά με τις μελλοντικές χρηματικές ροές της επιχείρησης. Αυτές οι πληροφορίες είναι θεμιτό να διοχετευτούν στους outsiders (cash flow signaling hypothesis). Εδώ υπεισέρχεται η μερισματική πολιτική σαν εργαλείο περιορισμού της πιθανής εκμετάλλευσης των outsiders αφού μεγαλύτερο μερίσμα, μειώνει τις διαθέσιμες ροές –που αποκτήθηκαν λόγω καλύτερων πληροφοριών,-και βρίσκονται στα χέρια των insiders, και οδηγεί σε θετικές abnormal αποδόσεις για την μετοχή της επιχείρησης. Αφού μεγαλύτερες ταμειακές ροές, αυξάνουν τον κίνδυνο να αποτελέσουν λεία των διοικητών ή των insiders εν γένει, καταβολή

³ Για περισσότερα βλέπε Allen, Franklin and Roni Michalek, 2002: Payout Policy, *Handbook of Economics of Finance*, in Constantinides, Harris and Stultz editions.

⁴ Poterba J, 2004: Taxation and Corporate Payout Policy, *NBER working paper*, καθώς και Graham J, and Kumar A, 2006: Do Dividend Clienteles Exist? Evidence on Dividend Preference of Retail Investors, *Journal of Finance*, volume 61, pages 1305-1336.

⁵ Σαν common law δίκαιο, ορίζουμε αυτό στο οποίο ο νόμος ή κώδικας για τις ΑΕ, ή αλλιώς ο Εμπορικός κώδικας που διέπει την λειτουργία τους, πηγάζει ή είναι το αγγλικό κοινό δίκαιο, βλέπε Ην. Βασίλειο, ΗΠΑ. Αντίθετα το civil law δίκαιο έχει τις ρίζες του στο Ρωμαϊκό Δίκαιο. Εμφανίζεται στην ηπειρωτική Ευρώπη.

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
μερίσματος και δη αυξημένου, μειώνει τον κίνδυνο. Μια άλλη υπόθεση είναι η free cash flow hypothesis, σύμφωνα με την οποία η αξία της επιχείρησης θα αυξηθεί αν μεγαλύτερο μέρος των ταμειακών ροών αποδίδεται στους μετόχους, αντί να σπαταλάται σε επενδύσεις με αμφίβολη ΚΠΑ. Πέραν όμως αυτού, μεγαλύτερα μερίσματα οδηγούν σε εξωτερική χρηματοδότηση για τις ανάγκες σε ρευστό της εταιρείας. Αυτό οδηγεί σε αυξημένο έλεγχο από τις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, των διοικητών και των ιδιοκτητών της επιχείρησης. Εξωτερική χρηματοδότηση σύμφωνα με τους MM έχει θετικό αντίκτυπο στην κερδοφορία της επιχείρησης, μάλιστα όσο μεγαλύτερη, τόσο καλύτερα.⁶ Μάλιστα, υπάρχουν ακόμη και θεωρητικά μαθηματικά μοντέλα σχετικά με το πώς η διοίκηση πρέπει χρησιμοποιεί την μερισματική πολιτική, για σκοπούς ενημέρωσης, και της λειτουργίας της μερισματικής πολιτικής ως δίοδο σημάτων.⁷

Στην πράξη όμως συχνά παρατηρούμε ότι οι insiders δεν επιθυμούν να καταβάλουν μερίσματα στους outsiders, για τον εξής λόγο: για δεδομένο ύψος χρηματικών ροών που δημιουργούνται από τις δραστηριότητες της επιχείρησης, οι μεγαλομέτοχοι και οι διοικητές, πρέπει να επιλέξουν μεταξύ των δικών τους τυχοδιωκτικών βλέψεων από την μια πλευρά, και της διανομής μερίσματος σε όλους τους μετόχους ανάλογα με τα δικαιώματα στις ταμειακές ροές που έχουν από την άλλη. Διανομή μεγάλου μερίσματος σημαίνει ότι οι χρηματικές αυτές ροές στην διάθεση των διοικητών δεν είναι τέτοιες που να ελλοχεύουν τον κίνδυνο εκμετάλλευσης. Απόρροια της παραπάνω υπόθεσης είναι ότι οι κατανομές μερισμάτων θα είναι ικανοποιητικές όταν :

1. υφίστανται επαρκείς και αξιόπιστες διαδικασίες εταιρικής διακυβέρνησης (δηλαδή παρατηρείται αυξημένη προστασία των μικρομετόχων),
2. όταν κάθε μέτοχος αλλά και στο σύνολό τους συγκεντρώνουν σημαντικό αριθμό δικαιωμάτων για τις ταμειακές ροές,
3. όταν τα δικαιώματα ελέγχου των μεγαλομετόχων είναι περιορισμένα, καθώς και
4. όταν υφίσταται ο ελάχιστος δυνατός διαχωρισμός μεταξύ δικαιωμάτων ελέγχου (άλλη έκφραση για τα δικαιώματα ψήφου) και δικαιωμάτων στις ταμειακές ροές.

Με αφετηρία την διάκριση ανάμεσα σε insider και outsider παράγοντες διαμορφώνονται και δυο ευδιάκριτα συστήματα λειτουργίας και προσανατολισμού των επιχειρήσεων χαρακτηριστικά των διαφορετικών γεωγραφικών διαμερισμάτων, ΗΠΑ και Αγγλίας αφενός και λοιπής ηπειρωτικής Ευρώπης αφετέρου. Το insider σύστημα εμφανίζει στοιχεία όπως μικρό αριθμό επιχειρήσεων που διαπραγματεύονται, (quoted), μεγάλη συγκέντρωση

⁶ Είτε υφίσταται μόνο φορολογία επιχειρήσεων, είτε φορολογία επιχειρήσεων και προσωπική, οι εταιρείες θα πρέπει να χρησιμοποιούν σχεδόν 100% δανεισμό σαν χρηματοδότηση για να αυξηθεί η αξία της επιχείρησης.

⁷ Bhattacharya. S ,1980,: Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy, *Bell Journal of Economics*, volume 10, pages 259-270, καθώς και Miller, M.H, and Rock K, 1985: Dividend policy under asymmetric information, *Journal of Finance*, volume 40, pages 1031-1051

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
ιδιοκτησίας, και μικρή δραστηριότητα εξαγορών. Τα αντίθετα προφανώς ισχύουν για το outsider σύστημα.⁸

Εδώ να υπογραμμίσουμε ότι καλή πληρωμή μερισμάτων και σε τακτική βάση δεν σημαίνει απαραίτητα προστασία μικρομετόχων και λύση του προβλήματος διαμεσολάβησης. Εκεί που το νομικό πλαίσιο είναι φτωχό, μεγάλες πληρωμές μερισμάτων από εταιρείες που χαρακτηρίζονται από μεγάλα ποσοστά συγκέντρωσης ιδιοκτησίας ισοδυναμούν με εξαγωγή ρευστού από την επιχείρηση. Κλασσικό παράδειγμα η περίπτωση της ρωσικής εταιρείας πετρελαίου Sibneft, όπου το 2001 οι μεγαλομέτοχοι πούλησαν και επαναγόρασαν τα μερίδιά τους δημιουργώντας- κερδίζοντας μέρισμα πενταπλάσιο του κανονικού μερίσματος που διένειμε η επιχείρηση.⁹

2.4 Θεωρία 4^η, εξαγωγή σημάτων

Μια 4^η θεωρία κάνει λόγο για την εξαγωγή σημάτων μέσω της πληρωμής σταθερών και ενίοτε αυξημένων μερισμάτων για την παρούσα και μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης.¹⁰ Από την στιγμή που οι διοικητές έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες που οι εξωτερικοί επενδυτές δεν διαθέτουν, η μερισματική πολιτική, αποτελεί ένα μέσο για να διοχετευτούν στην αγορά, οι πληροφορίες αυτές. Έρευνες έχουν δείξει ότι μετά από μια αύξηση του μερίσματος, η πιθανότητα πτώσης των εσόδων της επιχείρησης σχεδόν μηδενίζεται.¹¹ Αντίθετα η μείωση των εσόδων αποτελεί ικανή όχι όμως και αναγκαία συνθήκη για μείωση του επόμενου μερίσματος. Ακόμα όμως και σε περίπτωση μείωσης των μερισμάτων η μελλοντική κερδοφορία μπορεί να προβλεφθεί με βάση την εικόνα του τρέχοντος έτους. Βέβαια έχει αποδειχτεί επίσης εμπειρικά, ότι ακόμα και μείωση μερίσματος, μπορεί να έχει επακόλουθο αυξημένη μελλοντική κερδοφορία για την επιχείρηση. Η εξήγηση έχει να κάνει με το τέλος της περιόδου χρηματοοικονομικής πτώσης για την επιχείρηση, και την είσοδό της σε φάση αναδόμησης, και εκσυγχρονισμού. Γενικά πάντως με την τακτική πληρωμή σταθερού και αν γίνεται διαχρονικά αυξημένου μερίσματος, η εικόνα της επιχείρησης προς τα έξω βελτιώνεται, και αποφεύγονται οι όποιες κριτικές θα μπορούσαν να προέλθουν και να στιγματίσουν την επιχείρηση από μη τακτική πληρωμή, αναβολή αυτής, ή ακόμα στην χειρότερη βέβαια περίπτωση επ' αόριστον αναβολή καταβολής μερίσματος.

⁸ Για περισσότερα στοιχεία σχετικά με τα συστήματα insider και outsider βλέπε Franks J, Mayer C, 2001 : Ownership and Control of German Corporations, *Review of Financial Studies*, volume 14, pages 943-977.

⁹ Bait switch, swallow gulp: Russia's new business class still has some bad old habits, *The Economist*, volume 3, November 2001, page 75-76.

¹⁰ Miller, M.H, and Rock K, 1985: Dividend policy under asymmetric information, *Journal of Finance*, volume 40, pages 1031-1051

¹¹ Bernatzi S, Michaely R, Thaler R, 1997 : Do changes in dividends signal the future or the past? *Journal of Finance*, volume 52, pages 1007-1030.

Με την τακτική καταβολή μερίσματος οι εταιρείες δημιουργούν καλή φήμη στους υποψήφιους μελλοντικούς πιστωτές στους οποίους θα απευθυνθούν για ρευστότητα, και διαφοροποιούν έτσι τους εαυτούς τους από μη καλές εταιρείες στον αγώνα για εξωτερικά κεφάλαια.¹² Τα τελευταία αν και ποιο ακριβά μπορούν να αντικαταστήσουν τα παρακρατηθέντα κέρδη αν αυτά μειώνονται επικίνδυνα

2.5 Θεωρία 5^η επίλυση διαμεσολαβητικού προβλήματος και οι 3 μορφές του.

Σύμφωνα με την 5^η θεωρία η καταβολή μερίσματος μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αντιμετώπιση του διαμεσολαβητικού προβλήματος (agency problem). Αυτό εμφανίζεται με 3 μορφές. Η 1^η είναι μεταξύ διοικητών και μετόχων. Πιο συγκεκριμένα η καταβολή συχνών και σταθερών μερισμάτων μειώνει τον ηθικό κίνδυνο και αποθαρρύνει τους διοικητές από ενέργειες εναντίον των μετόχων με το να μειώνει τις διαθέσιμες ελεύθερες χρηματικές ροές (εφεξής FCF) που βρίσκονται στην διάθεση των διοικούντων την επιχείρηση.¹³ Τότε ενέργειες όπως η χρηματοδότηση επενδύσεων με αρνητική Καθαρή Παρούσα Αξία, ή απόκτηση ατομικών ανέσεων, από πλευράς διοικητών είναι αρκετά απίθανες. Την ίδια λειτουργία βέβαια μπορούν να επιτελέσουν και οι επαναγορές μετοχών. Είναι απόλυτα λογικό ότι όσο μεγαλύτερα τα μερίδια στην κατοχή των μεγαλύτερων μετόχων, τόσο μεγαλύτερα τα κίνητρά τους για βέλτιστο έλεγχο της διοίκησης, και τόσο μικρότερη η χρησιμότητα των μερισμάτων ως εργαλείο ελέγχου. Οι μεγαλομέτοχοι έχουν και το κίνητρο, και την δυνατότητα να επιτύχουν ικανοποιητικό έλεγχο, πέραν του αυτονόητου κινήτρου για μεγιστοποίηση του πλούτου των απλών μετόχων. Θα εξαρτηθεί όμως και από το γεωγραφικό διαμέρισμα που γίνεται λόγος, η σχέση διοίκησης και μετόχων αφού συχνά οι μεγαλομέτοχοι συμμαχούν με την διοίκηση.¹⁴ Προφανώς σε χώρες με φτωχή νομική προστασία των μικρομετόχων δεν υφίσταται αρκετή πίεση στους διοικητές και τους ιδιοκτήτες να αυξήσουν τις χρηματικές ροές προς την ευρεία μετοχική βάση.¹⁵

Η 2^η μορφή είναι μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων. Η μορφή αυτή θέλει τους μεγαλομετόχους να "οραματίζονται" διαφορετικά την επιχείρηση, τις ροές που παράγει και την πορεία αυτής από ότι οι μικρομέτοχοι.¹⁶ Οι μεταβολές στα μερίσματα,

¹² Για περισσότερα σχετικά με την σχέση πληρωμής μερίσματος και δυνατότητας εξωτερικής χρηματοδότησης βλέπε Miller M, and Rock K, 1985, "Dividend Policy under Asymmetric Information" *Journal of Finance* 40: 1031-1051

¹³ Για περισσότερα βλέπε Jensen M, 1986 "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers" *American Economic Review* 76(2): 323-329

¹⁴ Stiglitz J, 1986 : Credit markets and the control of capital, *Journal of Money Credit and Banking*, volume 17, pages 461-488.

¹⁵ La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer, A and Vishny R, 1999. Law and finance, *Journal of Political Economy* volume 105 pages 1113-1155.

¹⁶ Shleifer, A and Vishny R, 1997 : A survey on corporate governance, *Journal of Political Economy*, volume 95, pages 461-488.

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
διατυπώνουν την εξέλιξη αυτής της διαμάχης. Προφανώς και οι μεγαλομέτοχοι είχαν, έχουν και θα έχουν κίνητρο να αυξήσουν τις ταμειακές ροές που βρίσκονται στην διάθεσή τους, με το να διανεμούν μικρότερο μέρισμα. Έτσι οδηγούμαστε στην rent extraction hypothesis, σύμφωνα με την οποία δημιουργείται θετική σχέση μεταξύ αύξησης του μερίσματος και θετικών abnormal αποδόσεων, στην τιμή μετοχής της επιχείρησης, αφού αυξημένο μέρισμα σημαίνει μικρότερο ύψος ταμειακών ροών στην διάθεση των μεγαλομετόχων προς οικεία εκμετάλλευση. Αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι επιχειρήσεις που έχουν δυνατούς μεγαλομετόχους θα συγκεντρώσουν μεγαλύτερη χρηματική δύναμη από επιχειρήσεις που κατέχονται από ευρείς μετοχικές βάσεις.

Ακόμα, ο κίνδυνος εκμετάλλευσης των μικρομετόχων από τους μεγαλομετόχους αντιμετωπίζεται διαφορετικά από γεωγραφική σκοπιά. Στην Ευρώπη, πχ αυξημένος κίνδυνος, οδηγεί σε αυξημένα μερίσματα, με εξαίρεση την Ιταλία. Ο λόγος που συμβαίνει αυτό στην Ιταλία, μάλλον εξηγείται από τον μεγάλο αριθμό μεγαλομετόχων που κατέχουν τουλάχιστον 10% των συνολικών μετοχών και έτσι από κοινού μπορούν να ασκήσουν καλύτερο έλεγχο του πρώτου μεγαλομετόχου. Αντίθετα στην Ασία οι λοιποί μεγαλομέτοχοι δρουν από κοινού με τον μεγαλύτερο.

Ένας παράγοντας που μπορεί να διαμορφώσει περαιτέρω την εικόνα μεταξύ της σχέσης μικρομετόχων-μεγαλομετόχων και μερισματικής πολιτικής είναι η ανάγκη πρόσβασης σε αγορές κεφαλαίου για τις επιχειρήσεις. Επιθυμώντας οι εταιρείες να δημιουργήσουν καλή φήμη, θα αποδώσουν σημαντικό μέρισμα, ακόμα και αν οι μικρομέτοχοι δεν μπορούν να εγείρουν σημαντικές αξιώσεις για την καταβολή του.

Η 3^η μορφή έχει να κάνει με την σχέση μετόχων και ομολογιούχων. Οι μέτοχοι μπορούν να κερδίσουν πλούτο σε βάρος των ομολογιούχων, είτε μέσω καταβολής σημαντικών μερισμάτων, τα οποία χρηματοδοτούνται από κεφάλαια τα οποία θα κατευθύνονταν για επενδύσεις, είτε με την έκδοση νέου χρέους (debt-financed dividends). Αν οι επενδύσεις για οποιοδήποτε λόγο μειώνονται, τα κεφάλαια παραμένουν διαθέσιμα για άλλες χρήσεις. Για παράδειγμα, οι μέτοχοι των εταιρειών με μεγάλες ευκαιρίες ανάπτυξης, θεωρητικά τουλάχιστον, έχουν περισσότερες ευκαιρίες και κίνητρα για να κερδίσουν σε βάρος των ομολογιούχων, μέσω αναβολής επενδύσεων, και είσπραξης του αυξημένου μερίσματος.¹⁷ Υποτίθεται προφανώς ότι οι μέτοχοι έχουν αρκετή δύναμη για να επηρεάσουν τις αποφάσεις της διοίκησης -αν δεν αποτελούν μέλη αυτής- .

¹⁷ Myers S,C , 1977 : Determinants of corporate borrowing , *Journal of Financial Economics*, volume 5, pages 147-155.

2.5.1 Κόστος προβλήματος διαμεσολάβησης.

Το διαμεσολαβητικό πρόβλημα ανεξαρτήτου μορφής, χαρακτηρίζεται και από αυξημένο κόστος το οποίο μπορεί να αποφευχθεί όταν εναρμονιστούν τα συμφέροντα των ομάδων ενδιαφέροντος. Με βάση το κόστος του προβλήματος διαμεσολάβησης, έχουν διατυπωθεί δυο υποθέσεις. Η πρώτη που καλείται *agency-cost-based hypothesis*, αναφέρεται στην αντίθετη σχέση που παρατηρείται μεταξύ θεσμικής ιδιοκτησίας και μερισματικής πολιτικής. Οι θεσμικοί επενδυτές ως ιδιοκτήτες μπορούν να ασκήσουν ικανοποιητικό και επαγγελματικό έλεγχο στην διοίκηση και να την αναγκάσουν να λειτουργήσει υπέρ των μακροπρόθεσμων στόχων της επιχείρησης, μετριάζοντας την ανάγκη καταβολής μερίσματος για τον έμμεσο έλεγχο αυτής. Η δεύτερη καλείται *tax based hypothesis*, σύμφωνα με την οποία η μερισματική απόδοση συναρτάται θετικά με την ύπαρξη θεσμικών ιδιοκτητών, αφού στις περισσότερες χώρες τα μερίσματα χαρακτηρίζονται από μικρότερο φορολογικό συντελεστή, συγκρινόμενα με τα κεφαλαιακά κέρδη. Οι 2 υποθέσεις δεν είναι αμοιβαία αποκλιόμενες.

2.6 Θεωρία 6^η, *bird in the hand*.

Μια τελευταία θεωρία θέλει τους επενδυτές να επιθυμούν μερίσματα σήμερα, καθώς παρουσιάζουν μικρότερο κίνδυνο από ότι τα προβλεπόμενα μελλοντικά κεφαλαιακά κέρδη. Η υπόθεση σχετίζεται άμεσα με τον επενδυτικό ορίζοντα των επενδυτών, καθώς και με την γνώση και εμπειρία που έχουν σε θέματα χρηματοοικονομικής διοίκησης. Η υπόθεση επαφίεται της ψυχολογικής συμπεριφοράς των επενδυτών και θέλει τα σταθερά διαχρονικά μερίσματα μετοχών να αποτελούν αναπόσπαστο κριτήριο υποψήφιας επενδυτικής επιλογής. Η προσέγγιση αν και δεν τυγχάνει επαρκούς χρηματοοικονομικής λογικής, ωστόσο γίνεται εύκολα αντιληπτή αν συνυπολογίσουμε τις πιθανές απώλειες κεφαλαίου σε περίπτωση ρευστοποίησης της μετοχής γενικά ή πώλησης της μετοχής ακριβώς προτού αυτή σημειώσει άνοδο.¹⁸

Φυσικά όλα τα παραπάνω ισχύουν για χρηματοοικονομικά ανεπτυγμένες αγορές και όχι τόσο για αναδυόμενες. Τα παραπάνω προϋποθέτουν την ικανοποίηση 3 παραγόντων.

1. Η ιδιοκτησία είναι ιδιαίτερα διασκορπισμένη, και οι παραλήπτες μερισμάτων στην μεγάλη τους πλειοψηφία είναι διαφορετικά άτομα από τους *decision makers* της επιχείρησης. Εν προκειμένω τα μερίσματα μειώνουν τις πιθανές διαμάχες συμφερόντων μεταξύ των *insiders* και των *outsiders*. Άλλωστε τελικός και απώτερος

¹⁸ Για περισσότερα σχετικά με την ψυχολογία των επενδυτών και την προτίμησή τους σε σταθερά μερίσματα μετοχών βλέπε *bird in the hand theory*.

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
σκοπός της μερισματικής πολιτικής είναι να μεγιστοποιήσει την τιμή της μετοχής ώστε να μειωθεί το κόστος ιδίων κεφαλαίων σε μελλοντικές εκδόσεις μετοχών.

2. Οι αγορές κεφαλαίου είναι αποτελεσματικές υπό την έννοια ότι οι τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν και ενσωματώνουν πλήρως οποιαδήποτε αλλαγή στην εταιρία η οποία θα επηρεάσει την αξία της μετοχής της.
3. Οι επιχειρήσεις δεν αντιμετωπίζουν σημαντικά χρηματοοικονομικά εμπόδια τουλάχιστον προς το παρόν, σχετικά με την ελευθερία τους να καθορίσουν πως θα διανείμουν τα καθαρά κέρδη τους, και πόσα από αυτά θα παρακρατήσουν για να καλύψουν ανάγκες, συνεπικουρούμενα από άλλες μορφές εσωτερικής ή εξωτερικής χρηματοδότησης.

Μια αρκετά πιο πρόσφατη προσέγγιση (2006) παρά τα προαναφερθέντα, κάνει λόγο για την διάδραση μεταξύ μεγαλομετόχων και συγκεκριμένων μερισματικών αποδόσεων που επιθυμούν, καθώς ακόμα και στις frictionless αγορές η λογική θέλει τις επιχειρήσεις να προχωρούν σε γενναίες διανομές μερίσματος.¹⁹ Δεν είναι λίγες οι φορές που η καταβολή μερίσματος ως εργαλείο ελέγχου και επίβλεψης της διοίκησης απλά δεν στηρίζεται.²⁰

2.7 Χρηματοοικονομικοί δείκτες και λοιποί παράγοντες που διαμορφώνουν την μερισματική πολιτική.

Πέραν λοιπόν από ποσοστά ιδιοκτησίας και ελέγχου μεταξύ των μετόχων και κυρίως των μεγάλων, βασικές μεταβλητές που συνήθως αναλύονται σχετικά με την μερισματική πολιτική και η σχέση τους με την πορεία των μερισμάτων σε μετρητά είναι οι παρακάτω:

- Απόδοση ενεργητικού (ROA, Return On Assets): Όσο μεγαλύτερα τα net revenues τόσο περισσότερα μερίσματα πρέπει να διανεμηθούν. Ωστόσο μπορεί να επηρεάζουν αρνητικά την μερισματική απόδοση (dividend payout) αλλά θετικά το dividend yield.
- Tobin's q: όσο καλύτερες οι μελλοντικές ευκαιρίες ανάπτυξης της επιχείρησης, (Future Growth Opportunities, FGO) τόσο μικρότερη η πιθανότητα να διανεμηθεί μέρισμα, ειδικά όταν αντιμετωπίζει εμπόδια για πρόσβαση σε εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης. Οι μελλοντικές ευκαιρίες ανάπτυξης μπορούν να αντιπροσωπευθούν και από τον λόγο M/B (Market to Book ratio). Έχει διαπιστωθεί ότι οι εταιρείες που δεν κατέβαλαν ποτέ μέρισμα είναι εκείνες με τις μεγαλύτερες ευκαιρίες ανάπτυξης.²¹ Η θέση είναι σύμφωνη και με το μοντέλο του αποτελέσματος του La Porta και των

¹⁹ DeAngelo H, DeAngelo L, 2006 : The irrelevance of the Modigliani-Miller Dividend Irrelevance Theorem, *Journal of Financial Economics*, volume 79, pages 293-315.

²⁰ La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer, A and Vishny R, 2000 : Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, volume 58, pages 3-27.

²¹ Fama E,F, and French, K,R 2001: Disappearing dividends : changing firm characteristics or lower propensity to pay, *Journal of Financial Economics*, volume 60 pages 3-43.

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
συνεργατών του.²² Παρόλα αυτά στις civil law χώρες οι μεγάλες επιχειρήσεις με
μεγάλες ευκαιρίες ανάπτυξης θα διανείμουν σημαντικό μέρος, για να διαμορφώσουν
καλή εντύπωση και να διαλύσουν τον φόβο εκμετάλλευσης των μικρομετόχων από
τους μεγαλομετόχους, σύμφωνα με το μοντέλο της αντικατάστασης επίσης προταθέν
από τους ανωτέρω.

- ü Διαχρονική αύξηση των εσόδων (revenue growth). Επιχειρήσεις που αναμένουν ή χαρακτηρίζονται από αύξηση των εσόδων από έτος σε έτος, θα διανείμουν μικρότερο μέρος, γιατί η αύξηση των εσόδων σημαίνει και αυξημένα κεφαλαιακά έξοδα.²³
- ü Λόγος χρέους προς ενεργητικό (Debt to Assets): Εταιρίες με μεγάλα ποσοστά χρέους επιθυμούν την καταβολή μικρότερου μερίσματος (και χρησιμοποιούν ίδια κεφάλαια για να καλύψουν τις ανάγκες τους) ώστε να περιορίσουν τον κίνδυνο πτώχευσης και αδυναμίας εξυπηρέτησης πληρωμών (default). Παρόμοιο ρόλο διαδραματίζει και το ύψος μόχλευσης που χαρακτηρίζει την επιχείρηση. Συνήθως αναμένουμε μικρότερη διανομή μερίσματος για υψηλά μοχλευμένες επιχειρήσεις ώστε να αποφευχθεί πρόβλημα πληρωμής των υποχρεώσεων της στο μεσοπρόθεσμο και στο μακροπρόθεσμο διάστημα.
- ü Λογάρισμος ενεργητικού: όσο μεγαλύτερη η επιχείρηση τόσο πιο διαφοροποιημένη εμφανίζεται με συνέπεια μικρότερα ποσοστά κινδύνου, και μεγαλύτερη πρόσβαση σε αγορές χρήματος και κεφαλαίου, αλλά ταυτόχρονα λιγότερες (συνήθως) πιθανές κερδοφόρες επενδύσεις, γεγονός που τις οδηγεί στην διανομή μεγαλύτερου μερίσματος.²⁴ Ωστόσο σε Ηνωμένο Βασίλειο και Γερμανία συμβαίνει το αντίθετο σύμφωνα με έρευνες.²⁵
- ü Λόγος μερίσματος προς χρηματική ροή (dividend to cash flow ratio). Η μεταβλητή συνδέεται άμεσα με την θεωρία της σήμανσης.²⁶ Συνεπώς οι εταιρείες επιθυμούν μακροχρόνια σταθερή μερισματική πολιτική.
- ü Η ποιότητα των διαδικασιών εταιρικής διακυβέρνησης.
- ü Ο διαχωρισμός μεταξύ δικαιωμάτων ελέγχου και δικαιωμάτων στις ταμειακές ροές.
- ü Η εθνικότητα του μεγαλύτερου μεγαλομετόχου, αφού υπάρχει το φαινόμενο εταιρείες που αποτελούν ιδιοκτησία ξένων προς την χώρα μετόχων να μπορούν να αντιμετωπίζουν καλύτερα τα όποια εμπόδια χρηματοοικονομικής υφής και καθώς και όποιες δυσκολίες χρηματοδότησης. Αυτό, λογικά πάντα θα οδηγήσει με αυξημένη

²² La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer, A and Vishny R, 2000 : Agency problem and dividend policies around the world, *Journal of Finance*, volume 55 pages 1-33.

²³ Rozeff Michael S, 1982: Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios, *Journal of Financial Research*, volume 5, pages 249-259.

²⁴ Όπως στο 12.v

²⁵ Gugler, K. and B. Yurtoglu. 2003: Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany, *European Economic Review*, volume 47, pages 731-758.

²⁶ Όπως σελίδα 7 του παρόντος κεφαλαίου

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
μερισματική απόδοση. Επίσης η ιδιότητα του είναι άξια προσοχής. Χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν σημαντικά πλεονεκτήματα σαν φορείς ελέγχου και αξιολόγησης τόσο της διοίκησης όσο και της γενικότερης λειτουργίας της επιχείρησης αν και είναι και αυτή η θέση άμεσα σχετιζόμενη με το ποια χώρα μας ενδιαφέρει. Στην Αγγλία και στην Αυστρία για παράδειγμα οι μικρότερες μερισματικές αποδόσεις παρατηρούνται εκεί όπου ιδιώτες ασκούν τον έλεγχο, ενώ στην Γερμανία οι κυβερνητικές επιχειρήσεις σαν φορείς ελέγχου εγγυώνται καλές διανομές μερισμάτων.

- ü Λόγος μερίσματος προς έσοδα (Dividend to Earnings ratio, D/E) όπου τα έσοδα υπολογίζονται μετά από πληρωμή φόρων και τόκων. Αν και αποτελεί συχνά χρησιμοποιούμενο μέτρο, πολλάκις δεν είναι πλήρως αντιπροσωπευτικό, αφού μπορεί να αλλοιωθεί από καθοδηγούμενες λογιστικές πρακτικές. Ακόμα μπορεί να μην δίνει σωστή εικόνα των εσόδων που κατευθύνονται σε μερίσματα όταν οι πηγές των μερισμάτων διαφοροποιηθούν πριν ανακοινωθούν τα έσοδα.
- ü Λόγω των αδυναμιών του προηγούμενου δείκτη, είναι θεμιτό να συγκαταλέγεται ένας επικουρικός αυτού. Τον λόγο μερίσματος προς την κεφαλαιοποίηση του δείκτη (Dividend to Market Capitalization ratio, D/MC).
- ü Η μεσοπρόθεσμη και η μακροπρόθεσμη πορεία των λειτουργικών ταμειακών ροών, (operating cash flows OCF). Παρατηρούμε ότι επιχειρήσεις με σταθερά υψηλές λειτουργικές ταμειακές ροές καταβάλουν συχνό και μεγάλο μέρισμα, ενώ αντίθετα αυτές που διακρίνονται από μεταβλητότητα στις ταμειακές ροές χρησιμοποιούν κυρίως επαναγορές μετοχών, για να μειώσουν την αβεβαιότητα σχετικά με τις διαθέσιμες χρηματικές ροές.²⁷
- ü Ο αριθμός των μεγαλομετόχων, καθώς και η σχέση τους με τον πρώτο. Η θεωρία θέλει την ύπαρξη πέραν του ενός, να μεταφράζεται σε μειωμένη δύναμη του πρώτου, σε μεγαλύτερο έλεγχό του, και αυξημένη προστασία για την υπόλοιπη μετοχική βάση. Πάλι ο γεωγραφικός τομέας ενδιαφέροντος θα σταθμίσει την κατάσταση, αφού στην ηπειρωτική Ευρώπη λόγω χάρη, η ύπαρξή τους συνοδεύεται από αυξημένες μερισματικές αποδόσεις.²⁸ Αντίθετα στις ΗΠΑ και στην Αγγλία που χαρακτηρίζονται από αυξημένη προστασία μικρομετόχων και μεγαλύτερη διασπορά μετοχών, δεν υπάρχει τέτοια σχέση.²⁹
- ü Κίνδυνος επιχείρησης (business risk). Η σχέση του με την μερισματική απόδοση είναι συνήθως αρνητική, αφού επιχειρήσεις με μεγάλα ποσοστά κινδύνου, διανέμουν

²⁷ Jagannathan M, Stephens C. P, Weisbach M,S, 2000 : Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases, *Journal of Financial Economics*, volume 57 pages 355-384.

²⁸ Faccio M.L, Lang H.P, Young L, 2001: Dividends and Expropriation, *American Economic Review*, volume 91, pages 54-78.

²⁹ Rennebog L , Trojanowsky J 2006: Control Structures and Payout Policy, *Managerial Finance*, volume 21, pages 4-39.

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
μικρότερο μέρισμα, για να μειώσουν την πιθανότητα πτώχευσης. Επίσης μεγάλος κίνδυνος συνεπάγεται αυξημένο κόστος κεφαλαίου και χρησιμοποίηση εσωτερικής χρηματοδότησης, που οδηγεί σε μειωμένο μέρισμα. Μπορεί να μετρηθεί με την τυπική απόκλιση του δείκτη ROA.

- Εφαρμογή και υλοποίηση προσχεδιασμένης μερισματικής πολιτικής, και όχι πολιτική βασισμένη σε διαχρονικά μεταβαλλόμενες μεταβλητές. Σύμφωνα με τον Linter (1956), υπάρχει θετικός αντίκτυπος στα μερίσματα.

Αυτοί οι δείκτες-μέτρα να αναφέρουμε ότι αποτέλεσαν το συνολικό αντικείμενο ενδιαφέροντος των άρθρων που εξετάστηκαν. Ίσως υπάρχουν και άλλοι οι οποίοι δεν αναφέρθηκαν, αλλά εδώ έγινε προσπάθεια συγκέντρωσης όσων παραμέτρων εξετάστηκαν, και όχι όλων των πιθανών, αφού δεν είναι αυτός ο σκοπός της έρευνας.

3. ΘΕΩΡΕΙΑ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΟΥ ΚΑΘΕΣΤΩΤΟΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΕΛΕΓΧΟΥ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.

Σε αυτό το κεφάλαιο θα αναφερθούμε στην ισορροπία δύναμης μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου, όσο και στη σχέση αυτών με τους μικρομετόχους. Ακόμα θα δούμε κάποια εργαλεία τα οποία χρησιμοποιούνται εκ μέρους διοίκησης και ιδιοκτησίας, για να μειώσουν την δύναμη των μικρομετόχων. Ακολουθεί μια αναφορά στα μειονεκτήματα και τα πλεονεκτήματα που πηγάζουν από την συγκέντρωση ιδιοκτησίας, και από τον διαχωρισμό αυτής με τον έλεγχο. Το κεφάλαιο κλείνει με την παράθεση κάποιων μεταβλητών και υποθέσεων που διαμορφώνουν την σχέση μεταξύ συγκέντρωσης ιδιοκτησίας-αποτίμησης από την αγορά-μερισματικής πολιτικής.

Αποτελεί κοινή λογική ότι το ιδιοκτησιακό καθεστώς επηρεάζει άμεσα την απόδοση της εταιρείας όταν έρχονται στην επιφάνεια συγκρούσεις συμφερόντων, είτε μεταξύ διοίκησης (management) και μετόχων, είτε μεταξύ μικρομετόχων και μεγαλομετόχων. Στην πρώτη περίπτωση το agency problem οφείλεται κυρίως στην χαμηλή απόδοση της διοίκησης και σε μη παραγωγικές-κερδοφόρες επενδύσεις στις οποίες αυτή προβαίνει. Στην δεύτερη περίπτωση οι μεγαλομέτοχοι, μετέρχονται τη δύναμή τους προκειμένου να αποκομίσουν ίδια οφέλη- και όχι να μεγιστοποιήσουν την αξία της επιχείρησης που αποτελεί και τον βασικό ρόλο τους-, σε βάρος των μικρομετόχων, γίνεται δηλαδή κατάχρηση εξουσίας. Στην βάση και των δυο προβλημάτων έγκειται ότι ακόμα και αν η εταιρεία στο σύνολό της δεν λειτουργεί κερδοφόρα, οι μεγαλομέτοχοι και οι εκάστοτε διοικήσεις μπορούν ακόμα να αυξήσουν τις απολαβές τους χρηματικές και μη.

Προφανώς η κατάσταση διαμορφώνεται από την ισορροπία της δύναμης μεταξύ των διοικητών, των μεγαλομετόχων και όσων επηρεάζονται άμεσα από την λειτουργία της επιχείρησης (outsiders). Συνηθίζεται οι διοικητές να εμφανίζουν αυξημένες δυνατότητες καθώς αποτελούν ενεργά μέλη του ΔΣ των εταιρειών δρώντας από μόνοι τους, ή σε συμφωνία με τους μεγαλομετόχους. Η δύναμη των μεγαλομετόχων έγκειται στο κατά πόσο μπορούν να καθοδηγήσουν τις αποφάσεις του Δ.Σ, και να ικανοποιήσουν τα υμέτερα συμφέροντα, συνήθως μέσω της παραβίασης του κανόνα, μια μετοχή-μια ψήφος.

3.1 Εργαλεία περιορισμού δύναμης των μετόχων.

Υπάρχουν αρκετοί τρόποι για να επιτευχθεί η παραβίαση οι πιο γνωστοί και χρησιμοποιούμενοι εκ των οποίων είναι :

1. Ύπαρξη προνομιούχων μετοχών ή μετοχών με αυξημένα δικαιώματα ψήφου σε σχέση με τις απλές μετοχές

2. Ύπαρξη δομών πυραμίδας
3. Συμφωνίες μεταξύ των μεγαλομετόχων
4. Εταιρείες συμμετοχών
5. Ύπαρξη μετοχών που στερούνται δικαιώματος ψήφου.
6. Εμπορεύσιμα πιστοποιητικά κατάθεσης (tradable depository certificates).
7. Control Chains (αλυσίδες ελέγχου)
8. Εκάστοτε νομοθετικό πλαίσιο λειτουργίας των επιχειρήσεων.

3.1.1 Προνομιούχες μετοχές και μετοχές κλάσεων/τάξεων

Οι προνομιούχες μετοχές είναι εκείνες που παρέχουν στον κομιστή τους επιπλέον προνόμια σε σχέση με τις κοινές μετοχές όσον αφορά την προτεραιότητα στη διανομή μερίσματος, στη συμμετοχή τους στις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, και στην περίπτωση διάλυσης της επιχείρησης, αλλά συνήθως στερούνται του δικαιώματος ψήφου στη Γενική Συνέλευση και άρα στη λήψη των σοβαρών αποφάσεων της επιχείρησης. Επίσης σε περιπτώσεις που μια εταιρία παρουσιάζει μια σειρά ζημιολόγων χρήσεων, στην πρώτη κερδοφόρο χρήση που θα παρουσιάσει και που θα μπορεί να μοιράσει μέρισμα, οι κάτοχοι των προνομιούχων μετοχών δικαιούνται να λάβουν σωρευτικό μέρισμα και για τις προηγούμενες χρήσεις. Ο παραπάνω είναι ο ορισμός που δίνει το ΧΑ, ωστόσο στο εξωτερικό υπάρχουν αρκετές μορφές προνομιούχων μετοχών. Πιο συγκεκριμένα οι μετοχές μπορούν να χωρίζονται σε κλάσεις/τάξεις Α ή Β. Συνήθως οι μετοχές κλάσης Α συνοδεύονται από αναλογία ψήφου προς δικαίωμα μία προς ένα, αν και αυτό δεν αποτελεί τον κανόνα. Αρκετές επιχειρήσεις θα προσπαθήσουν να εκμεταλλευτούν την ψυχολογία των επενδυτών και της αντίληψης που έχουν για την πραγματικότητα, και να ονομάσουν μετοχές τάξης Α αυτές που έχουν την αναλογία μια προς ένα, αλλά τάξης Β αυτές που φέρουν περισσότερα δικαιώματα ψήφου ανά μετοχή. Η πιο συχνή περίπτωση θέλει τις μετοχές κλάσης Β να συνοδεύονται η κάθε μια από 5 δικαιώματα ψήφου. Λεπτομερής περιγραφή των κλάσεων των μετοχών των επιχειρήσεων υπάρχει στα νομικά έγγραφα με τα οποία θα συσταθεί η επιχείρηση, και θα εξακριβωθεί η μορφή της ο σκοπός της κλπ. Γενικά οι χωρίς δικαίωμα ψήφου μετοχές, επιτρέπουν στις εταιρείες να εισάγουν κεφάλαια στην επιχείρηση, χωρίς όμως να αποδεδμεύσουν μέρος του ελέγχου, και συνεπώς διαχωρίζεται η ιδιοκτησία από τον έλεγχο.

3.1.2 Δομή πυραμίδας

Η δομή πυραμίδας (η απλά πυραμίδα) έχει ως εξής. Υποθέτουμε αρχική αναλογία μετοχής και δικαιώματος ψήφου ένα προς ένα. Στη συνέχεια θεωρούμε ότι ο μέτοχος X έχει στην κατοχή του ένα α μέρος των μετοχών της επιχείρησης Α, η οποία έχει στην κατοχή της β

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων

μέρος των μετοχών της επιχείρησης B, η οποία έχει στην κατοχή της γ μέρος των μετοχών της επιχείρησης C. Αν υποθέσουμε ότι το ποσοστό κατοχής δικαιωμάτων για κάθε επίπεδο της πυραμίδας είναι τουλάχιστον 10% ένας τρόπος να υπολογίσουμε το ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου του μετόχου στην επιχείρηση C, είναι Voting Rights,(VR)= γ όπου γ το άμεσο μερίδιο κατοχής στο τελευταίο επίπεδο της πυραμίδας.³⁰ Τα δικαιώματα στις ταμειακές ροές Cash flow Rights (CR)= $\alpha * \beta * \gamma$. Υποθέτοντας ότι $\alpha = \beta = \gamma = 1/2$, ο μέτοχος X διαθέτει την πλειοψηφία του ελέγχου στην επιχείρηση C αφού $VR = 1/2$, αλλά τα δικαιώματα στις ταμειακές ροές είναι μόλις 12,5% ήτοι $\alpha * \beta * \gamma$. Ο λόγος δικαιωμάτων στις ταμειακές ροές προς δικαιωμάτων ψήφου είναι $12,5\% / 50\% = 0,25$.³¹ Η κατάσταση αυτή παρέχει αυξημένες δυνατότητες εκμετάλλευσης των μικρομετόχων λόγω συνδιαλλαγών μεταξύ των διαφορετικών επιπέδων της πυραμίδας. Η δομή πυραμίδας συνήθως εμφανίζει μικρότερο επίπεδο μερισματικών αποδόσεων, αν και υπάρχει ακριβώς και η αντίθετη άποψη ότι επειδή αναμένουμε εκμετάλλευση των μικρομετόχων παρατηρούμε αυξημένα μερίσματα ως αντάλλαγμα.

3.1.3 Συμφωνίες μεγαλομετόχων

Για τις συμφωνίες μεταξύ των μεγαλομετόχων και το πόσο καταλυτικές είναι για την άσκηση του απολύτου ελέγχου, είναι περιττό να αναφέρουμε το οτιδήποτε, αρκεί μια προσεκτική ματιά, στα ποσοστά ιδιοκτησίας που κατέχουν, ειδικά στις civil law χώρες. Σε αρκετά κράτη, κυρίως civil law ο νόμος επιβάλλει την δημοσιοποίησή τους, αν και οι ίδιοι οι μεγαλομέτοχοι εν τέλει θα κρίνουν τι θα δημοσιοποιήσουν και τι όχι.

3.1.4 Εταιρεία συμμετοχών

Σαν εταιρεία συμμετοχών ορίζουμε αυτή που σαν σκοπό έχει την κατοχή σημαντικού ποσοστού δικαιωμάτων ψήφου σε μια άλλη εταιρεία, ασκώντας έτσι διοίκηση και επηρεάζοντας τις αποφάσεις, μέσω της εκλογής των μελών του ΔΣ που εξυπηρετούν τα δικά της συμφέροντα. Για ευνόητους λόγους η ύπαρξη εταιρείας συμμετοχών στο τιμόνι μιας επιχείρησης οδηγεί σε αδυναμία εξακρίβωσης της ταυτότητας του μεγαλομετόχου-ρυθμιστή.

3.1.5 Πιστοποιητικά κατάθεσης

Τα πιστοποιητικά κατάθεσης ενέχουν πλήρη δικαιώματα στις χρηματικές ροές, αλλά δεν συνοδεύονται από κανένα δικαίωμα ψήφου. Εκδίδονται για ανταλλαγή με τις κοινές

³⁰ Χρησιμοποιούμε ως ποσοστό το 10% σύμφωνα και με τον La Porta και τους συνεργάτες του (2000) καθώς και τον Faccio και τους συνεργάτες του (2001),

³¹ Ο ορισμός είναι αυτός που υπάρχει στην ιστοσελίδα <http://www.bloomberg.com/invest/glossary/bfglosc.htm>

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
μετοχές που συνοδεύονται από δικαίωμα ψήφου. Προσφέρονται με καλύτερες χρηματικές ροές για τους επενδυτές ώστε να έχουν κίνητρο να ανταλλάξουν τις μετοχές τους. Οι αποσυρόμενες μετοχές και τα δικαιώματα ψήφου που συνεπάγονται, συλλέγονται από την ανάλογη υπηρεσία εντός της επιχείρησης και δίνεται η ευκαιρία στην ανώτερη διοίκηση να ασκήσει πιο ανενόχλητη το έργο της, αφού οι σχέσεις της με την υπηρεσία συνήθως είναι αγαστές.

3.1.6 Αλυσίδα ελέγχου.

Αφορά τη σύνδεση μιας επιχείρησης με άλλες. Συνήθως όλες βρίσκονται υπό την εποπτεία μιας κεντρικής επιχείρησης που διαθέτει ρόλο ρυθμιστή. Κλασσικό παράδειγμα αποτελούν οι όμιλοι επιχειρήσεων καθώς και το σύστημα keiretsu στην Ιαπωνία. Η κεντρική επιχείρηση συνήθως εξασφαλίζει στις επιμέρους, χρηματοδότηση ασκώντας ταυτόχρονα και συμβουλευτικό ρόλο, με την εισαγωγή μελών που επιθυμεί η ίδια στα ΔΣ των επιχειρήσεων κρίκων. Επίσης αναλαμβάνει την κάλυψη των υποχρεώσεων μιας εταιρείας η οποία δεν μπορεί να ανταποκριθεί σε αυτές. Αρκετές φορές αναλαμβάνει την αναδοχή των εκδόσεων των εταιρειών που ελέγχει και τους χορηγεί ρευστότητα, όταν δεν είναι δυνατός εναλλακτικός τρόπος δανεισμού. Μέσω των διαφορετικών κρίκων η εικόνα στις μικρότερες επιχειρήσεις του ποιος εν τέλει ασκεί τον έλεγχο γίνεται θολή. Αυτό συνήθως οδηγεί σε μεγαλύτερο φόβο για εκμετάλλευση των μικρομετόχων οι οποίοι ως αντάλλαγμα επιθυμούν αυξημένο μέρισμα

3.1.7 Νομοθετικό πλαίσιο

Αν και για την συνεισφορά του θα γίνει λόγος αρκετές φορές, ωστόσο εδώ καλούμαστε να τονίσουμε ότι όταν αυτό είναι ελλιπές η εκμετάλλευση των μετόχων, ακόμα και των διοικητών, από αυτούς που ελέγχουν την επιχείρηση είναι σχεδόν βέβαιη. Αν και διαφέρει από χώρα σε χώρα θα κρίνει σε πολύ μεγάλο βαθμό το ποιος ασκεί την εξουσία. Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση της Ρωσίας. Εκεί τουλάχιστον για την δεκαετία του 1990 ο μεγαλύτερος μεγαλομέτοχος μπορούσε κάνοντας επίκληση στον ανεπαρκή-ημιτελή νόμο που όριζε τις συνθήκες πτώχευσης, να απωλήσει την διοίκηση, να μην καταβάλει μέρισμα, και να κρατήσει για τον εαυτό του τις χρηματικές ροές των τελευταίων ετών της επιχείρησης.

Με όλους τους παραπάνω τρόπους δημιουργούνται συνθήκες διαστρέβλωσης και αλλοιώνεται ο λόγος των δικαιωμάτων ψήφου προς των δικαιωμάτων στις χρηματικές

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων ροές.³² Οι εξωτερικοί παράγοντες μπορούν να αντιμετωπίσουν την κατάσταση με δυο τρόπους: αφενός με την συνεχή προσπάθεια επιβολής αυστηρών διαδικασιών εταιρικής διακυβέρνησης (κλαστικό παράδειγμα ο κώδικας βέλτιστης πρακτικής Cadbury)³³ και αφετέρου με επίκληση στο θεσμικό και νομικό πλαίσιο.³⁴ Έτσι λοιπόν το πλαίσιο καλείται να είναι ιδιαίτερα δυνατό ώστε να αποθαρρύνει ενέργειες κατάχρησης εξουσίας, και όταν αυτές λάβουν χώρα να τις τιμωρεί υποδειγματικά.

3.2 Συγκέντρωση ιδιοκτησίας, θετική ή αρνητική για την εταιρεία

Η απάντηση στην ερώτηση του αν η συγκέντρωση ιδιοκτησίας έχει ξεκάθαρα αποτελέσματα στην απόδοση της επιχείρησης και στην αξία αυτής δεν είναι απόλυτη. Ήδη από το 1985 διατυπώθηκε η άποψη ότι δεν υφίσταται άμεση σύνδεση μεταξύ συγκέντρωσης ιδιοκτησίας και απόδοσης ιδίων κεφαλαίων.³⁵ Ανάλογες χρονικά έρευνες στις ΗΠΑ, απέδειξαν ότι για χαμηλά επίπεδα συγκέντρωσης ιδιοκτησίας η αξία της επιχείρησης (Tobin's q ως μονάδα μέτρησης) επηρεάζεται θετικά αφού υπάρχει καλύτερη ταύτιση των συμφερόντων των μικρομετόχων και των διοικητών.

Η κατάσταση όμως αλλάζει άρδην για μεγαλύτερα ποσοστά ιδιοκτησίας αφού οι διοικητές τότε διαμορφώνουν άλλες προσδοκίες και συμφέροντα. Υπάρχει επίσης μεγαλύτερη πιθανότητα εκμετάλλευσης των μικρομετόχων, και άμεση επίπτωση σε αποφάσεις επενδύσεων και ανάληψης κινδύνου, αφού, το χαρτοφυλάκιο των ίδιων των μεγαλομετόχων θα βρίσκεται σε κίνδυνο.

Ο αριθμός των μεγαλομετόχων, και η σχέση μεταξύ τους, είναι ένα σημαντικό θέμα, αφού η ύπαρξη ενός συνεπάγεται και αρνητικά και θετικά αποτελέσματα για την επιχείρηση, όπως συμβαίνει και με την ύπαρξη πολλών. Αυτό που θα πρέπει να επισημανθεί είναι ότι η σχέση μεταξύ ιδιοκτησίας-απόδοσης και κατ' επέκταση μερισματικής πολιτικής, διαμορφώνεται άμεσα από το γεωγραφικό διαμέρισμα που εξετάζουμε. Έτσι στην Ιαπωνία υφίσταται θετική σχέση αλλά ανεξαιρέτως ποσοστού ιδιοκτησίας, αφού οι επιχειρήσεις ελέγχονται άμεσα από τις τράπεζες και η ταύτιση κινήτρων των διοικητών, με αυτά της επιχείρησης και των μεγαλομετόχων είναι σχεδόν απόλυτη.³⁶ Ωστόσο επόμενες –ανεξαιρέτου τόπου αναφοράς- συνηγορούν υπέρ

³² Για περισσότερες πληροφορίες βλέπε La Porta et al, 1999. "Agency Problems and Dividend Policies Around the World", Cambridge, United States: Harvard University, mimeographed document.

³³ Περισσότερα για τον κώδικα βέλτιστης συμπεριφοράς Cadbury βλέπε Cadbury, A, 1992 *Report on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Gee & Co Ltd, London.

³⁴ Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με το νομοθετικό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης και μερισματικής πολιτικής βλέπε μέρος της παρούσας μελέτης.

³⁵ Για περισσότερα σχετικά με την άποψη βλέπε Demsetz H, Lehn K, 1985: The structure of corporate ownership: Causes and consequences, *Journal of Political Economy*, volume 93 pages 1155-1177.

³⁶ Η θέση διατυπώθηκε από τους Chen C, Guo W, Mande V, 2003, Managerial ownership and firm valuation, : Evidence from Japanese firms, *Pacific-Basin Finance Journal*, volume 11, pages 267-283.

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
της άποψης ότι άμεση σχέση μεταξύ ιδιοκτησίας και απόδοσης δεν υφίσταται. Αυτό συμβαίνει γιατί κάποιες μεταβλητές που επηρεάζουν το μέτρο Tobin's q ως μέτρο απόδοσης, επηρεάζουν την ίδια στιγμή και την συγκέντρωση ιδιοκτησίας. Αυτές οι μεταβλητές είναι εξωγενείς ως προς την επιχείρηση και υπάρχουν από την στιγμή που οι επιχειρήσεις μεταξύ τους εμφανίζουν σημαντική ετερογένεια (firm heterogeneity) ακόμα και αν μελετούμε επιχειρήσεις της ίδιας χώρας, του ίδιου κλάδου, με παρόμοια χαρακτηριστικά ιδιοκτησίας, ταμειακών ροών, λειτουργίας οργάνωσης κλπ.³⁷ Ακόμα τα παραπάνω αφορούν κυρίως ανεπτυγμένες χρηματιστηριακές αγορές και όχι αναπτυσσόμενες αφού οι δεύτερες εμφανίζουν διαφορετικά χαρακτηριστικά λειτουργίας και οργάνωσης. Γενικά μιλώντας, η συγκέντρωση ιδιοκτησίας συνεπάγεται συνήθως μικρότερη διαφοροποίηση και αύξηση του κινδύνου για τους υποψήφιους επενδυτές.

3.3 Διαχωρισμός ιδιοκτησίας και ελέγχου.

Αποτελεί κοινό τόπο ότι ο διαχωρισμός μεταξύ δικαιωμάτων ελέγχου και χρηματικών ροών αποβαίνει σε βάρος των μικρομετόχων, της εταιρικής αξιολόγησης και φήμης. Ωστόσο υπάρχει και η αντίθετη άποψη για το διττό του αποτελέσματος της συγκεντρωτικής διοίκησης (concentrated ownership).³⁸ Έτσι μπορεί να έχει θετικά αποτελέσματα στην απόδοση της εταιρείας και στην αποτίμηση αυτής (incentive effect). Αυτό συμβαίνει γιατί περισσότερα δικαιώματα ταμειακών ροών μοιρασμένα μεταξύ λίγων μεγαλομετόχων μειώνουν το πρόβλημα της διασκορπισμένης ιδιοκτησίας σε περιπτώσεις επίβλεψης και τιμωρίας διοικητών (free riding problem) που δρουν για οικείο συμφέρον. Στον αντίποδα βρίσκεται η αρνητική πλευρά το (entrenchment effect) το οποίο λαμβάνει χώρα όταν υπάρχει μεγάλη συγκέντρωση δικαιωμάτων ελέγχου και διαχωρισμός μεταξύ ελέγχου και δικαιωμάτων στις χρηματικές ροές.

3.4 Μεταβλητές και υποθέσεις που συνδέουν ιδιοκτησία-αποτίμηση από αγορές-μερισματική πολιτική

Σχετικά λοιπόν με ιδιοκτησία και απόδοση εταιρείας στην βιβλιογραφία που εξετάστηκε, δόθηκε βάρος στην σχέση των μεγαλύτερων μεγαλομετόχων και κάποιων παραμέτρων οι οποίες μπορεί να μεταβάλλονται από έρευνα σε έρευνα λόγω έλλειψης παρόμοιων αξιόπιστων στοιχείων, διαφορετικής στάθμισης των παραγόντων κλπ. Στις περισσότερες περιπτώσεις το ενδιαφέρον επικεντρώθηκε στα δικαιώματα ελέγχου (control rights), στα δικαιώματα στις ταμειακές ροές (cash flow rights), στον λόγος των δυο (control to cash

³⁷ Himmelberg C, P, Hubbard R, G, Palia D, 1999, Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance, *Journal of Financial Economics* volume 53, pages 353-384.

³⁸ Σύμφωνα με Jensen M, and W.Meckling 1976 " Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure " *Journal of Financial Economics* volume 11: p 5-50

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
flow ratio), στην ύπαρξη και την εθνικότητα των μεγαλομετόχων, στην συγκέντρωση δικαιωμάτων ψήφου, στο διαχωρισμό δικαιωμάτων ψήφου και δικαιωμάτων στις ταμειακές ροές. Πολλοί από τους παραπάνω παράγοντες επηρεάζουν τα μερίσματα, και την μερισματική πολιτική. Με βάση τα παραπάνω, ελέγχθηκαν και απαντήθηκαν στην βιβλιογραφία υποθέσεις όπως:

1. Μεγαλύτερη συγκέντρωση δικαιωμάτων ψήφου στην διάθεση του/των μεγαλύτερων μεγαλομετόχων αν συνεπάγεται με μικρότερη αποτίμηση για την εταιρεία.³⁹ Ισχύει γιατί τότε είναι που παρατηρείται και η μεγαλύτερη εκμετάλλευση των μικρομετόχων, καθώς πολύ πιθανό οι μεγαλομέτοχοι να έχουν προσωπικά οφέλη, που δεν τα συμμερίζονται οι μικρομέτοχοι.
2. Μεγαλύτερη συμμετοχή των μεγαλομετόχων στις χρηματικές ροές, αν μεταφράζεται σε μεγαλύτερη αποτίμηση για την εταιρεία.⁴⁰ Συνήθως, η εκμετάλλευση των μικρομετόχων χαρακτηρίζεται από μεγάλα έξοδα για αυτό υφίσταται η παραπάνω θέση. Υπάρχουν χρηματικά κίνητρα για τους μεγαλομετόχους να μην εκμεταλλευτούν τον απλό μέτοχο.
3. Μεγαλύτερος διαχωρισμός δικαιωμάτων ψήφου και δικαιωμάτων στις ταμειακές ροές για τους μεγαλύτερους μεγαλομετόχους, έπεται μικρότερη αποτίμηση για την επιχείρηση.⁴¹
4. Μεγαλύτερη συγκέντρωση δικαιωμάτων ψήφου σημαίνει μικρότερη μερισματική απόδοση. Από την στιγμή που συγκέντρωση ελέγχου συνήθως οδηγεί σε μικρότερη αξία για την εταιρεία-λόγω πιθανής εκμετάλλευσης μικρομετόχων- αναμένουμε και μικρότερη μερισματική απόδοση σαν αποτέλεσμα αυτής της εκμετάλλευσης. Ωστόσο μπορεί να συμβαίνει και το ακριβώς αντίθετο. Οι ιδιοκτήτες θα πιέσουν για μεγαλύτερο μέρισμα για να προσελκύσουν επενδυτές οι οποίοι επιθυμούν ένα risk premium ως αντίβαρο στην πιθανότητα εκμετάλλευσης.
5. Μεγάλη συγκέντρωση δικαιωμάτων στις ταμειακές ροές οδηγεί σε μεγαλύτερη μερισματική απόδοση. Η λογική έχει να κάνει με την σύμπνοια συμφερόντων μικρομετόχων και μεγαλομετόχων.
6. Μεγάλος διαχωρισμός δικαιωμάτων ψήφου, και δικαιωμάτων στις ταμειακές ροές έχει το αντίθετο αποτέλεσμα.

³⁹ Για περισσότερα βλέπε Shleifer, A and Vishny R : A survey of corporate governance, Journal of Finance, volume 52, p 737-783, 1997, καθώς και Morck R, Shleifer, A and Vishny R, : Management ownership and market valuation, an empirical analysis, Journal of Financial Economics Volume 27, p 293-315 , 1988.

⁴⁰ Για περαιτέρω πληροφορίες, Burkart M, Gromb D, Panuzi F: Why high takeover premia protect minority shareholders, Journal of Political Economy, volume 106, p 172-204, 1998.

⁴¹ Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με την σχέση βλέπε La Porta Rafael, Lopez-de-Silanes Florencio, Andrei Shleifer, A and Vishny R, : Corporate ownership around the world , Journal of Finance, volume 54, p 471-518 1999

7. Σχέση μεταξύ μεγαλομετόχων και διοίκησης. Στην Ευρωπαϊκή Ήπειρο, οι δυο τους διαμορφώνουν σχέσεις μακροπρόθεσμες, ικανές να εξυπηρετήσουν τα συμφέροντα τους.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

4.ΣΧΕΣΗ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ ΚΑΙ ΣΥΝΘΕΣΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ

Ξεκάθαρη είναι η σχέση μεταξύ ιδιοκτησίας και σύνθεσης ΔΣ. Το δεύτερο πρέπει να αποτελείται από αρκετούς εξωτερικούς διοικητές ώστε ο έλεγχος της επιχείρησης να είναι πιο εύκολος. Αν και υπάρχει η σκέψη ότι είναι πιθανό οι εξωτερικοί διοικητές να συμμαχήσουν με την εσωτερική διοίκηση στις αποφάσεις της, ωστόσο η σπύλωση της φήμης τους, της αξίας τους ως ανθρώπινο κεφάλαιο και η αμαύρωση της μελλοντικής τους καριέρας, θα είναι βέβαιες καταστάσεις αν η εταιρεία δεν λειτουργήσει ικανοποιητικά, και σύμφωνα με τα συμφέροντα των μικρομετόχων.⁴² Αποτελεί κοινό τόπο ότι η ύπαρξη μόνο εσωτερικών διοικητών στο ΔΣ δεν είναι επικερδής για την επιχείρηση, αφού δημιουργούνται σχέσεις μεταξύ τους, ικανές να επηρεάσουν τον ρόλο τους. Χρειάζονται και εξωτερικοί διοικητές για να αυξηθεί ο ελεγκτικός ρόλος του ΔΣ. Οι τελευταίοι αποτελούν μη εκτελεστικά στελέχη και δεν έχουν την οποιαδήποτε σχέση με την επιχείρηση, πέραν του διοικητικού ρόλου που τους έχει ανατεθεί. Συνεπώς αποτελούν τους κατεξοχήν ιθύνοντες για να κρίνουν την εσωτερική διοίκηση αντικειμενικά, με δεδομένο όμως ότι δεν θα έχουν σχέσεις με την ανώτερη διοίκηση. Εμπειρικά, υπάρχουν στοιχεία για την θετική αλλά και την αρνητική επίδραση των εξωτερικών διοικητών στην πορεία της επιχείρησης.

Σύμφωνα με την έρευνα των Alexander Dehaene and Hubert Ooghe (1998), η θετική επιρροή οδηγεί πολλές φορές στην απαίτηση ο νομοθέτης να καταστήσει υποχρεωτική την ύπαρξη τους στο ΔΣ. Η αρνητική συνεισφορά εξηγείται από την μεγαλύτερη πιθανότητα που χαρακτηρίζει τους εξωτερικούς διοικητές να απωλήσουν την ανώτερη διοίκηση, όταν αυτή δεν λειτουργεί υπέρ των συμφερόντων της επιχείρησης και των μετόχων, αλλά την ίδια στιγμή, δεν είναι σε θέση να καταδείξει τον καλύτερο για να την αντικαταστήσει, αφού αυτό το γνωρίζουν κυρίως οι εσωτερικοί διοικητές. Η σχέση μεταξύ αριθμού εξωτερικών διοικητών και μερισματικής πολιτικής αναμένεται θετική, αφού οι εσωτερικοί διοικητές υφίστανται μεγαλύτερη πίεση να διανείμουν ταμειακές ροές. Συνεπώς τα ΔΣ πρέπει να είναι μεικτά και η ποιότητα και η ποσότητα της πληροφορίας μεταξύ εσωτερικών και εξωτερικών διοικητών να είναι η ίδια. Την εισαγωγή εξωτερικών μη εκτελεστικών διοικητών στα ΔΣ συστήνει ανεπιφύλακτα και ο κώδικας Cadbury.

Αναφορικά με την καθαυτό σύνθεση του ΔΣ ο διαχωρισμός της θέσης του CEO και του προέδρου του ΔΣ είναι καθοριστική για την πορεία. Ο διαχωρισμός των δυο θέσεων δεν μπορεί παρά να αποτελεί μονόδρομο για την καλή εξέλιξη της επιχείρησης, την

⁴² Fama E,F and Jensen M,C, 1983a, : Agency Problems and Residual Claims, *Journal of Political Economy*, volume 26, pages 327-349, καθώς και 1983b, :Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics* volume 26, pages 301-326 των ιδίων.

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
κερδοφορία αυτής κλπ, αφού η πλειοψηφία των ερευνών που έχουν γίνει αποδεικνύει την αναγκαιότητα. Και σε αυτό το σημείο δεν είναι δύσκολο να υποθέσουμε ότι στις περισσότερες οικογενειακές επιχειρήσεις με αυξημένη συγκέντρωση ιδιοκτησίας και ελέγχου ο διαχωρισμός δεν υφίσταται, καθιστώντας έτσι τον έλεγχο της διοίκησης πιο δύσκολο. Προφανώς ο διαχωρισμός των θέσεων θα οδηγήσει σε αυξημένη μερισματική απόδοση. Το διαχωρισμό προτείνει ευθαρσώς και ο κώδικας Cadbury.

Το μέγεθος του ΔΣ είναι ένα ακόμα ζήτημα. Ένα μικρό ΔΣ με λιγότερα από 8 άτομα θα είναι πιο παραγωγικό και εύκαμπτο αλλά με λιγότερες απόψεις και ιδέες για τις ενέργειες και τις αποφάσεις που θα πρέπει να ληφθούν. Σε γενικές βέβαια γραμμές αναμένουμε αρνητική σχέση μεγέθους ΔΣ και αποδοτικότητας επιχείρησης.

Σε αυτά τα τρία στοιχεία διαφέρουν λοιπόν τα ΔΣ από εταιρεία σε εταιρεία.

5. Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΘΕΤΙΚΗ ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΓΕΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.

Στο κεφάλαιο που ακολουθεί θα δούμε γιατί η οικογενειακή επιχείρηση ήταν είναι και θα είναι σημαντική στην παγκόσμια οικονομία, τα χαρακτηριστικά της, τα υπέρ και τα κατά αυτής της μορφής ιδιοκτησίας. Επίσης θα προτείνουμε κάποια μέτρα για την βελτίωση τη λειτουργίας της.

Η οικογενειακή εισηγμένη επιχείρηση είναι ένα πολύ συχνά παρατηρούμενο φαινόμενο σε αρκετές αν όχι όλες τις χώρες, και αξίζει να δοθεί ιδιαίτερη σημασία στα χαρακτηριστικά της. Ας δούμε λίγο κάποιους αριθμούς για να καταλάβουμε την σημασία. Σύμφωνα με τους Shleifer και Vishny το 1986, σε δείγμα 456 επιχειρήσεων του αμερικανικού δείκτη Fortune 500, οι 206 χαρακτηρίζονται από ιδιοκτησία θεσμικών επενδυτών, 150 από οικογενειακή ιδιοκτησία με συμμετοχή αυτής στο ΔΣ, και 99 από ιδιοκτησία άλλης επιχείρησης, ή εταιρειών συμμετοχών κύριοι μέτοχοι των οποίων είναι οι οικογένειες.⁴³ Αν υπάρχουν ενστάσεις σχετικά με την παλαιότητα της έρευνας, αρκετές πιο σύγχρονες έρχονται να δώσουν την ίδια εικόνα. Μάλιστα οι Aronoff C.E, Astrahan .J.H, and War J.L, το 1996 υπολόγισαν ότι το 50% του ΑΕΠ των ΗΠΑ παράγεται από οικογενειακής ιδιοκτησίας επιχειρήσεις⁴⁴ οι οποίες απασχολούν του 80% του συνολικού εργατικού δυναμικού!⁴⁵ Σε παρόμοια αποτελέσματα κατέληξαν και οι Anderson και Reeb, για την περίοδο 1992-2000, όπου σε όλο τον δείκτη S&P 500 βρήκαν ότι η οικογενειακή ιδιοκτησία χαρακτηρίζει το 1/3 όλων των επιχειρήσεων.⁴⁶

Ο La Porta και οι συνεργάτες του το 1999 εξέτασαν το ιδιοκτησιακό καθεστώς και το καθεστώς ελέγχου των 20 μεγαλύτερων επιχειρήσεων και αυτό των 10 αμέσως μικρότερων, στις 27 μεγαλύτερες οικονομίες της υφηλίου. Η έρευνα έδειξε ότι υπήρχε οικογενειακή ιδιοκτησία στο 30% του δείγματος για τις μεγάλες επιχειρήσεις, και για τις μικρές, το ποσοστό έφτανε στο 53%.⁴⁷ Ο Claessens και οι συνεργάτες του εξετάζοντας δείγμα 2980 επιχειρήσεων εννέα Ανατολικών Ασιατικών οικονομιών, βρήκαν ότι ποσοστό μεγαλύτερο των 2/3 αυτών χαρακτηρίζονταν από οικογενειακή ιδιοκτησία.⁴⁸

⁴³ Shleifer Andrei, and Robert Vishny, 1986 : Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy*, volume 94, pages 461-488.

⁴⁴ Aronoff C.E, Astrahan .J.H, and War J.L, 1996: *Family Business Sourcebook 2*,

⁴⁵ Gudmundson. D, Hartman .A.E, and Tower C.B, 1999: Strategic Orientation, Differences between family and nonfamily firms. *Family Business Review*, volume 12 pages 27-39.

⁴⁶ Anderson Ronald, and David, M Reeb, 2003: Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500, *Journal of Finance*, volume 58, pages 1301-1329.

⁴⁷ La Porta Rafael, Lopez-de-Silanes Florencio, Andrei Shleifer, A and Vishny R, : Corporate ownership around the world , *Journal of Finance*, volume 54, p 471-518 1999.

⁴⁸ Claessens Stijn, Simeon Djankov, anh Larry H.P Lang, 2000: Separation of ownership from control of East Asian firms, *Journal of Financial Economics*, volume 58, pages 81-112.

Τέλος στην ηπειρωτική Ευρώπη, ένας μικρός αριθμός οικογενειών, ελέγχει ένα σημαντικό μέρος του συνόλου των επιχειρήσεων. Στα δυτικό-Ευρωπαϊκά κράτη, οι οικογένειες ελέγχουν το 44% των επιχειρήσεων σύμφωνα με τους Faccio και Lang.⁴⁹ Εντύπωση προφανώς προκαλεί ότι ακόμα και σε κράτη με μεγάλο μέγεθος των επιχειρήσεων η συγκέντρωση ιδιοκτησίας είναι πολύ συχνή. Η κατάσταση στην Αμερική παρατηρείται ακόμα και στις επιχειρήσεις με την μεγαλύτερη μετοχική διασπορά. Ο Kang υπολόγισε ότι οι οικογένειες ελέγχουν το 30% όλων των μεγάλων αμερικανικών επιχειρήσεων, και τουλάχιστον στο 1/3 αυτών, λαμβάνουν ενεργά μέλος στην διοίκηση.⁵⁰

5.1 Υπέρ και κατά οικογενειακών επιχειρήσεων

Το βασικό χαρακτηριστικά μιας οικογενειακής επιχείρησης είναι η ισχυρή παρουσία μιας ή περισσότερων οικογενειών στον έλεγχο και στην διοίκηση. Η οικογενειακή ιδιοκτησία έχει μια σειρά πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων, τα σημαντικότερα εκ των οποίων είναι:

1. Τα κόστη από το διαμεσολαβητικό πρόβλημα (της πρώτης μορφής) είναι ουσιαστικά ανύπαρκτα αφού δεν διαχωρίζεται έλεγχος και διοίκηση, αφού ουσιαστικά μια οικογένεια ασκεί και τα δυο.
2. Η οικογένεια μπορεί να διαμορφώσει πιο μακροχρόνια σχέδια και προοπτικές για την επιχείρηση, αφού θα παραμείνει ιδιοκτήτης και ρυθμιστής. Δεν διακρίνεται από την τυχοδιωκτική συμπεριφορά των ιδιοκτητών και διοικήσεων που κάθε τόσο αλλάζουν.
3. Η ύπαρξη ξεκάθαρης ταυτότητας τόσο του ιδιοκτήτη, όσο και εκείνου που ασκεί έλεγχο έχει θετική αντίκτυπό στην αγορά και στους υποψήφιους επενδυτές τουλάχιστον σύμφωνα με τον κώδικα Cadbury.
4. Η εμπιστοσύνη που υπάρχει μεταξύ των μελών της οικογένειας, οδηγεί σε από κοινού ρύθμιση σημαντικών ζητημάτων, μείωση των ασυμμετριών πληροφόρησης.
5. Μειωμένα λειτουργικά και διοικητικά έξοδα, καθώς και καλύτερο έλεγχο του κατά πόσο οι αποφάσεις της οικογένειας υλοποιούνται.
6. Επιλογή χαμηλού κινδύνου στρατηγικές, που αποσκοπούν κυρίως στην διατήρηση της ιδιοκτησίας εντός της οικογένειας.

Στον αντίποδα βέβαια υπάρχουν και κάποια μελανά σημεία όπως:

1. Υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα για σπατάλη χρήματος σε ατομικές ανέσεις, και ικανοποίηση των συμφερόντων των ιδιοκτητών, που δεν οδηγούν στην μεγιστοποίηση του πλούτου των κοινών μετόχων. Εκμετάλλευση αυτών.

⁴⁹ Faccio, M and Lang, H, 2001: The ultimate ownership of western European corporations, *Journal of Financial Economics*, volume 65, pages 365-395.

⁵⁰ Kang, D, 2000: The impact of family ownership on performance, in public organizations, a study of the US Fortune 500, 1982-1994. *Academy of management meetings*, Toronto, Canada.

2. Η διάκριση μεταξύ οικογενειακών ζητημάτων και θεμάτων που άπτονται στην λειτουργία της επιχείρησης, είναι πιο δύσκολη.
3. Επιλογή προσωπικού για διάφορες διοικητικές και μη θέσεις, όχι βασισμένη σε αντικειμενικά κριτήρια και στην αποδοτικότητα αυτών αλλά μέσω σχέσεων που έχουν αποκτήσει οι ενδιαφέροντες με την ιδιοκτησία. Το αποτέλεσμα είναι πολλαπλασιαστικά αρνητικό για την επιχείρηση αν οι υποψήφιοι προορίζονται για ανώτερες διοικητές θέσεις και θέσεις ελέγχου.
4. Η ικανοποίηση ιδίων συμφερόντων από πλευράς οικογένειας, βασισμένη στην καλή απόδοση μελών που δεν ανήκουν σε αυτή οικογένεια, είναι πολύ πιθανό να οδηγήσει σε τυχροδικτική συμπεριφορά εκ μέρους των δευτέρων.
5. Τέλος είναι δύσκολη η αποτίμηση του έργου των μελών της οικογένειας αφού υπάρχει αλληλοκάλυψη και οικογενειακή ιεραρχία. Η αγορά μπορεί να εμπιστευτεί τον Πρόεδρο του ΔΣ (πατέρα) αλλά όχι και τον CEO (υιό), με ότι αυτό συνεπάγεται για την πορεία της μετοχής της επιχείρησης.

5.2 Προτάσεις για την βελτίωση της λειτουργίας των οικογενειακών επιχειρήσεων

Οι Pablo Martin De Holan, και Luis J. Sanz (2005) προτείνουν ένα σύνολο ενεργειών που μπορούν να υλοποιήσουν οι οικογενειακές επιχειρήσεις για να βελτιώσουν την θέση τους στον ανταγωνισμό και να αναδειχθούν σε δυνατούς παίκτες για την συνολική κεφαλαιοποίηση του παγκόσμιου δείκτη. Σε αυτό ανήκουν:

1. Η εισαγωγή εξωτερικών και άγνωστων για την οικογένεια μελών στο ΔΣ.
2. Υιοθέτηση ανεξάρτητων επιτροπών ελέγχου.
3. Πρόσληψη επαγγελματιών διοικητών.
4. Διασφάλιση της αποδοτικής συνέχειας της ιεραρχίας. Ο υιός δηλαδή που θα διαδεχτεί τον πατέρα στο στην διοίκηση να είναι το ίδιο ικανός, διαφορετικά να την αναλάβει άλλος.
5. Εισαγωγή πιστών κανόνων εταιρικής διακυβέρνηση όπως ο κώδικας Cadbury.

Για να κατανοήσουμε του ρόλου των οικογενειακών επιχειρήσεων στην απόδοση των επιχειρήσεων και κατ' επέκταση στην μερισματική πολιτική πρέπει να δοθεί βάρος σε τρεις παράγοντες:

1. Αρχικά αν η οικογενειακή ιδιοκτησία δημιουργεί αξία για την επιχείρηση και κάτω από ποιες προϋποθέσεις. Έχουν διατυπωθεί εμπειρικά και οι δυο απόψεις. Πρώτον ότι αυξάνει την αξία της επιχείρησης μέσω της αντιμετώπισης του διαμεσολαβητικού προβλήματος της πρώτης μορφής. Δεύτερον ότι η συγκέντρωση ιδιοκτησίας είναι το ενδογενές αποτέλεσμα αποφάσεων για μεγιστοποίηση του κέρδους, παρόντων και

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
μελλοντικών μετόχων και ουσιαστικά δεν θα πρέπει να έχει καμιά επίδραση στην αξία της επιχείρησης.

2. Αν ο έλεγχος εκ μέρους της οικογένειας είναι θετικός ή αρνητικός για την αξία της επιχείρησης. Και πάλι υπάρχουν απόψεις για την διττή φύση του αποτελέσματος. Μέσω και πάλι της επίλυσης του agency problem η αξία αυξάνεται, αλλά μέσω της δημιουργίας της δεύτερης μορφής του προβλήματος η αξία μειώνεται.
3. Αν η διοίκηση της επιχείρησης εκ μέρους της οικογένειας έχει θετική ή αρνητική συνεισφορά για την αξία της επιχείρησης. Πάλι μέσω της αντιμετώπισης του προβλήματος διαμεσολάβησης ο αντίκτυπος είναι θετικός, όμως οι μελέτες που έχουν γίνει στηρίζουν την αρνητική συνεισφορά.

Εδώ πρέπει να τονίσουμε ότι η οικογενειακή ιδιοκτησία και η θετική ή αρνητική επίδραση στην επιχείρηση, συναρτάται άμεσα από το νομοθετικό πλαίσιο προστασίας των μικρομετόχων. Με άλλα λόγια, η συμπεριφορά της οικογένειας ως διοίκηση μπορεί να αντικαταστήσει την ανάγκη ύπαρξης δυνατού νομοθετικού πλαισίου προστασίας των μικρομετόχων. Η σχέση πρέπει να βασίζεται στην εμπιστοσύνη. Η έλλειψη εμπιστοσύνης εκ μέρους των μικρομετόχων, (η οποία έλλειψη θα δικαιολογείται από αθέμιτες πρακτικές της ιδιοκτησίας σε βάρος τους), τους οδηγεί στην επίκληση της προστασίας που επιβάλλει το νομοθετικό πλαίσιο. Ωστόσο για να είναι επιτυχής η ύπαρξη της οικογένειας στο τιμόνι της επιχείρησης πρέπει πρωτίστως, οι δεσμοί μεταξύ των μελών της να είναι αγαστοί, ομαλοί και να λειτουργούν υπέρ της πορείας της εταιρείας. Ας δούμε όμως ένα υπόδειγμα για την σχέση αντικατάστασης μεταξύ οικογενειακής ιδιοκτησίας και νομοθετικού πλαισίου τόσο όταν οι δεσμοί μεταξύ της οικογένειας είναι καλοί όσο και όταν δεν είναι. Με αφετηρία το πιο ευνοϊκό αριστερά άνω πλαίσιο λειτουργίας, ακολουθούμενο από το αριστερά κάτω, κλπ η επιχείρηση μπορεί να επιλέξει την προοπτική της και το περιβάλλον λειτουργίας της.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1. Σχέση μεταξύ οικογενειακής ιδιοκτησίας και νομοθετικού πλαισίου. Δημιουργία ή απώλεια αξίας για την εταιρεία

	<u>Ισχυρό νομοθετικό πλαίσιο για την προστασία μικρομετόχων</u>	<u>Αδύναμο νομοθετικό πλαίσιο για την προστασία μικρομετόχων.</u>
<u>Αγαστοί δεσμοί οικογένειας- ευνοϊκή δυναμική για οικογένεια</u>	Οι νόμοι δρουν από κοινού με την οικογένεια. Αποτελεσματικοί κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης => Διατήρηση παρόντων μετόχων, προσέλκυση νέων.	Η οικογένεια αντικαθιστά το νόμο. Η αποτελεσματικότητα των δεσμών σταδιακά μειώνεται και η σταθερότητα διακυβεύεται σε διάφορες καταστάσεις, πχ (διαδοχές, πώληση παγίων, αναδιαμόρφωση εταιρείας)
<u>Κακοί, ανύπαρκτοι ή μη λειτουργικοί οικογενειακοί δεσμοί.</u>	Οι νόμοι αντικαθιστούν την οικογένεια. Κυριαρχεί δυσπιστία από την αγορά. Πιθανή διατήρηση παρόντων μετόχων, δύσκολη η προσέλκυση νέων επενδυτών.	Καταστροφή. Προβλήματα στην οικογένεια συνεπικουρούμενα από αδύναμους νόμους, οδηγούν σε κατάχρηση μικρομετόχων, και ανυπαρξία αυτών σε οποιαδήποτε σημαντική απόφαση για την επιχείρηση.

6. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Από εδώ αρχίζει η παράθεση των άρθρων της βιβλιογραφίας. Τα άρθρα που εξετάστηκαν κατανέμονται με γεωγραφική ακολουθία, σε μια προσπάθεια να δούμε τι συμβαίνει με την μερισματική πολιτική και το ιδιοκτησιακό καθεστώς σε παγκόσμια κλίμακα. Το κεφάλαιο ξεκινά με μια συγκριτική μελέτη μεταξύ ΗΠΑ-Αγγλίας και Ηπειρωτικής Ευρώπης, για μια πιο συγκεντρωτική εκτίμηση. Ακολουθούν από μόνες τους ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο, Ινδία, Hong Kong, Κίνα, Ιαπωνία, Αυστραλία, Αργεντινή, Βραζιλία, Γερμανία, Ιταλία, Ισπανία, Βέλγιο, Ολλανδία, Νορβηγία, Ρωσία, Κύπρος, Ελλάδα.

6.1 ΗΠΑ και Ηνωμένο Βασίλειο VS Ηπειρωτικής Ευρώπης.

Μια συγκριτική μελέτη του Steen Thomsen (2004) σχετικά με το πώς η ύπαρξη μεγαλομετόχων ιδιοκτητών επιδρά στην μερισματική πολιτική και στην αξία της επιχείρησης μεταξύ ηπειρωτικής Ευρώπης και ΗΠΑ-Ηνωμένου Βασιλείου οδήγησε σε κάποια ενδιαφέροντα συμπεράσματα. Στην ηπειρωτική Ευρώπη συνυπολογίστηκαν και οι μικρότερες 11 οικονομίες (Αυστρία, Βέλγιο, Δανία, Φινλανδία, Ελλάδα, Ιρλανδία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Νορβηγία, Πορτογαλία, Σουηδία). Σαν μεγαλομέτοχος, ορίστηκε αυτός που διαθέτει ποσοστό μετοχών τουλάχιστον 5% των συνολικών διαθέσιμων μετοχών που έχουν δικαίωμα ψήφου. Συνυπολογίστηκαν τα ποσοστά των διοικητών, των μελών οικογενειών μεγαλομετόχων, ποσοστά των εταιρειών συμμετοχής και γενικά όλων των μετόχων ανεξαιρέτου μορφής και νομικού προσώπου λειτουργίας. Εν τέλει το δείγμα περιλαμβάνει 990 επιχειρήσεις και καλύπτει την χρονική περίοδο 1988-1998. Χρησιμοποιήθηκε μέθοδος εκτίμησης GMM (Generalized Method of Moments). Σαν μεταβλητή της αξίας τη επιχείρησης χρησιμοποιείται το μέτρο Q, το οποίο ορίζεται ως: τιμή αγοράς της καθαρής θέσης συν ιστορική (book) τιμή του συνολικού χρέους προς την ιστορική αξία του συνολικού ενεργητικού. Για να γίνει ορατή η οποιαδήποτε σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακού καθεστώτος, μερισματικής πολιτικής και μεγέθους επιχείρησης χρησιμοποιούνται ως παράμετροι οι εξής: πωλήσεις, ανάπτυξη πωλήσεων, πωλήσεις/ενεργητικό, καθαρή θέση /ενεργητικό. Τα αποτελέσματα της περιγραφικής στατιστικής δίνουν τα παρακάτω αποτελέσματα:

1. Υπάρχει μεγάλη συγκέντρωση ιδιοκτησίας στην Ευρώπη, συγκρινόμενη με ΗΠΑ-Ηνωμένο Βασίλειο. Οι μεγαλομέτοχοι διαθέτουν ποσοστό της τάξης του 47% στην Ευρώπη, ενώ μόλις 10% σε ΗΠΑ-Ηνωμένο Βασίλειο, το οποίο μάλλον εξηγείται από το μικρότερο μέγεθος των εταιρειών. Το μέσο ύψος πωλήσεων των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων, 3.1δισ\$ συγκρινόμενο με το 8.6δισ\$ του Αγγλοσαξονικού άξονα.

2. Οι τιμές του Q για τον αγγλοσαξονικό τομέα, 1.71, είναι αισθητά ανώτερες από τις αντίστοιχες του ευρωπαϊκού, 1.29.
 3. Η συγκέντρωση ιδιοκτησίας σχετίζεται θετικά με την αξία της επιχείρησης στον αγγλοσαξονικό άξονα, αλλά αρνητικά στον ευρωπαϊκό, δείχνοντας έτσι ότι σε ΗΠΑ-Ην.Βασίλειο υπάρχει μεγαλύτερη ταύτιση συμφερόντων μικρομετόχων και μεγαλομετόχων, ενώ στην Ευρώπη υπάρχει κατάχρηση εξουσίας από πλευράς ιδιοκτητών.
 4. Αντίθετη είναι η σχέση που δημιουργείται για τα μερίσματα. Πιο συγκεκριμένα η συγκέντρωση εξουσίας οδηγεί σε αυξημένο μέρισμα στην Ευρώπη (οι πιθανοί λόγοι παρουσιάστηκαν στην εισαγωγή), και σε μικρότερο σε Αμερική-Αγγλία. Οι επενδύσεις όμως είναι λιγότερες για την ευρωπαϊκή ήπειρο. Φαίνεται ότι οι Ευρωπαίοι μεγαλομέτοχοι, προσπαθώντας να δώσουν έμπρακτη υπόσχεση ότι δεσμεύονται για την μεγιστοποίηση του πλούτου των απλών μετόχων –και των ιδίων φυσικά–, επηρεάζουν αποτελεσματικότερα τις αποφάσεις της διοίκησης σχετικά με την μερισματική πολιτική.
 5. Η αξία της επιχείρησης σχετίζεται αρνητικά με τα μερίσματα, και θετικά με τον βαθμό επανεπένδυσης και για τις δυο γεωγραφικές περιοχές ενδιαφέροντος. Στον αγγλοσαξονικό άξονα βέβαια οι σχέσεις είναι πιο δυνατές, αφού υπάρχει μεγαλύτερη εμπιστοσύνη ότι τα παρακρατηθέντα κέρδη θα χρηματοδοτήσουν μελλοντικές επενδύσεις και δεν θα αποτελέσουν αντικείμενο εκμετάλλευσης από διοίκηση και μεγαλομετόχους.
 6. Ομοίως η αξία των εταιρειών σχετίζεται θετικά με ικανοποιητική καθαρή θέση και για τα 2 γεωγραφικά διαμερίσματα. Και πάλι όμως η σχέση είναι πιο δυνατή για ΗΠΑ-Αγγλία αφού εδώ η αναμενόμενη εκμετάλλευση των μικρομετόχων είναι πιο δύσκολη. Η μέθοδος GMM (εδώ εξαρτημένη μεταβλητή, ο λογάριθμος του Q) στην ουσία μελετά αν αλλαγή σε μια μεταβλητή ενδιαφέροντος, θα επηρεάσει τις άλλες και με ποιόν τρόπο. Για την συγκεκριμένη μελέτη η μέθοδος έδωσε την εξής εικόνα για την Ευρώπη στο σύνολό της.:
- Ϊ** Υπάρχει σημαντική αρνητική συσχέτιση μεταξύ συγκέντρωσης ιδιοκτησίας και αξίας επιχείρησης. Ωστόσο η σχέση δεν είναι γραμμική, αφού για ποσοστό συγκέντρωσης ιδιοκτησίας από τους μεγαλομετόχους άνω του 60% η σχέση γίνεται θετική. Η πιο πιθανή εξήγηση αναφέρει ότι από την στιγμή που ο έλεγχος και η ιδιοκτησία αποκτήσει ξεκάθαρη μορφή, οι όποιες αρνητικές ενέργειες των ιδιοκτητών εις βάρος της επιχείρησης, θα στραφούν κυριολεκτικά εναντίον τους. Το 60% μπορεί να αναφέρεται σε έναν μεγαλομέτοχο, ή σε συνασπισμό αυτών.

- ü Αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης, της μόχλευσης, και της έντασης κεφαλαίου, ρίχνουν την αξία αυτής.
- ü Υψηλά μερίσματα στο παρόν, οδηγούν σε πτώση της αξίας της επιχείρησης το οποίο εξηγείται από την σχέση ανταπόδοσης μεταξύ παρόντος και μελλοντικού μερίσματος. Μεγάλο μέρισμα σήμερα, -που ίσως δεν δικαιολογείται από την λειτουργία της επιχείρησης-, θα οδηγήσει σε μικρότερο μέρισμα στο μέλλον.
- ü Συγκέντρωση ιδιοκτησίας οδηγεί σε αυξημένο μέρισμα. Εδώ η μερισματική πολιτική θα χρησιμοποιηθεί για να εσωτερικεύσει η ιδιοκτησία όλα τα θετικά στοιχεία από την ικανοποιητική μερισματική απόδοση όπως περιγράφησαν στην εισαγωγή, να στείλουν τα ανάλογα μηνύματα προς τα έξω, να μειώσουν τον φόβο των μικροεπενδυτών κλπ.
- ü Οι επενδύσεις στις οποίες προχωρά η ιδιοκτησία εξαρτώνται αρνητικά από την συγκέντρωση ιδιοκτησίας.⁵¹

Τέλος κάποιες παλινδρομήσεις για να δείξουν την εμπειρική σχέση ανάμεσα σε συγκέντρωση ιδιοκτησίας και μερισματική απόδοση, και οι οποίες συμπεριέλαβαν άλλους παράγοντες που θα μπορούσαν να διαδραματίσουν ρόλο στην μερισματική απόδοση κατέδειξαν τα παρακάτω:

1. Η συγκέντρωση ιδιοκτησίας σε μεγαλομετόχους, έχει εν τέλει αρνητικό αντίκτυπο στην μερισματική απόδοση και σε ΗΠΑ-Αγγλία και στην Ευρώπη, με πιο αρνητική την σχέση για τις πρώτες. Ωστόσο δεν είναι πολύ δυνατή η σχέση και στα δυο καθεστώτα.
2. Στην Ευρώπη η μερισματική απόδοση παραμένει διαχρονικά σταθερή κάτι που δεν παρατηρείται σε Αμερική και Ηνωμένο Βασίλειο.
3. Και στα δυο συστήματα, υψηλότερες τιμές Q, οδηγούν σε μείωση των μερισμάτων, αφού καλός δείκτης συνιστά καλές ευκαιρίες ανάπτυξης.
4. Αύξηση των πωλήσεων οδηγεί σε αύξηση μερισματικής απόδοσης για ΗΠΑ-Αγγλία όχι όμως και για την Ευρώπη.
5. Ο λόγος καθαρής θέσης προς συνολικό ενεργητικό έχει θετικό αντίκτυπο και στα δυο συστήματα, με πιο σημαντικό αυτόν για τις επιχειρήσεις των ΗΠΑ και Αγγλίας.

6.2.1 ΗΠΑ (Α)

Η μελέτη των Raphael Amit, Belén Villalonga (2004) εξέτασε την σχέση μεταξύ οικογενειακής ιδιοκτησίας, επιρροής αυτής στην λειτουργία της επιχείρησης και δημιουργίας ή απώλειας αξίας για την επιχείρηση έδωσε τα εξής συμπεράσματα. Να τονίσουμε ότι γενικά, ακόμα και όταν δεν υφίσταται ξεκάθαρη αναφορά για την επίδραση της οικογενειακής ιδιοκτησίας στην μερισματική πολιτική, πολλά μπορούν να γίνουν

⁵¹ Reinvestment ratio= Reinvested profits / Equity

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
αντιληπτά μέσω αντιμετώπισης ή χειροτέρευσης του προβλήματος διαμεσολάβησης, καθώς και της δημιουργίας ή απώλειας αξίας για την επιχείρηση. Η έρευνα δίνει βάρος στην οικογενειακή ιδιοκτησία αφού η σημαντικότητα αυτής κατέστη εμφανής στο 6^ο μέρος της παρούσας μελέτης.

Το δείγμα περιλαμβάνει όλες τις επιχειρήσεις του δείκτη Fortune 500 και καλύπτει την χρονική περίοδο μεταξύ 1994 και 2000. Τα αποτελέσματα είναι ίδια, ανεξαρτήτου οικονομετρικής τεχνικής που χρησιμοποιήθηκε, και περιελάμβανε πολυμεταβλητές OLS παλινδρομήσεις του μέτρου Tobin's q , καθώς και q βιομηχανικά προσαρμοσμένο (industry adjusted) για διαφορετικά μέτρα οικογενειακής ιδιοκτησίας και ελέγχου, μοντέλα δεδομένων σταθερών και τυχαίων αποτελεσμάτων (fixed and random effects data models) και μοντέλα αντιμετώπισης του προβλήματος της ενδογένειας (treatment effect models for endogeneity). Τα αποτελέσματα έδωσαν την εξής εικόνα:

1. Η οικογενειακή ιδιοκτησία αυξάνει την αξία της επιχείρησης όταν συνοδεύεται από συγκεκριμένη συμμετοχή αυτής στην διοίκηση και στον έλεγχο.
2. Η αξία αυξάνεται όταν ο ιδρυτής της επιχείρησης έχει και την θέση του CEO ή του προέδρου του ΔΣ, με CEO όμως όχι μέλος της οικογένειας.
3. Η αξία κυριολεκτικά καταστρέφεται όταν απόγονοι του ιδρυτή καταλαμβάνουν την θέση του CEO.
4. Ο οικογενειακός έλεγχος όταν δεν δικαιολογείται από τα ποσοστά ιδιοκτησίας είναι αποτέλεσμα χρησιμοποίησης διάφορων μεθόδων διαχωρισμού, όπως ύπαρξη μετοχών διαφορετικών κλάσεων με διαφορετικά δικαιώματα ψήφου, πυραμίδες, cross holdings, και συμφωνίες μεγαλομετόχων. Με μια πρώτη ματιά η χρησιμοποίησή τους μειώνει τον πλούτο των κοινών μετόχων, ειδικά σε επιχειρήσεις όπου ο ιδρυτής λειτουργεί και ως CEO. Εδώ η πτώση για την αξία της επιχείρησης είναι μεγάλη.
5. Παρά την παραπάνω εικόνα η μερισματική απόδοση για αυτές τις επιχειρήσεις είναι καλύτερη σε σχέση με τις μη οικογενειακές! Ο πλούτος των μικρομετόχων σε μια οικογενειακή επιχείρηση αυξάνεται καλύτερα από ότι θα γινόταν διαφορετικά. Η απόδοση για τους μικρομετόχους είναι κατά 25% υψηλότερη στις οικογενειακές επιχειρήσεις της παραπάνω μορφής (founder-CEO duality) Το κόστος της εκμετάλλευσης είναι μικρότερο από το κέρδος που έχουν όταν επενδύουν.
6. Όταν απόγονοι του ιδρυτή καταλαμβάνουν την θέση του CEO η χρησιμοποίηση μεθόδων διαχωρισμού ιδιοκτησίας και ελέγχου έχουν αρνητική επίδραση στην αξία. Η αγορά αντιλαμβάνεται την υιοθέτηση τέτοιων μέτρων σαν κίνηση άμυνας των απόγονων για να μην χάσουν την ιδιοκτησία, προς όφελος νεοεισελθόντων οικογενειακών μελών στην ιδιοκτησία, ή προς όφελος της ευρείας μετοχικής βάσης, όταν το μέγεθος της επιχείρησης αυξάνει. Η επένδυση σε επιχειρήσεις με αυτό το

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
χαρακτηριστικό μειώνει την μερισματική απόδοση, και τον πλούτο των μικρομετόχων, από ότι θα ήταν αν είχαν τοποθετήσει τα κεφάλαιά τους σε μη οικογενειακές επιχειρήσεις. Εδώ έχουμε και την απάντηση στο ποιας μορφής πρόβλημα διαμεσολάβησης είναι πιο επιζήμιο για την επιχείρηση, και η απάντηση είναι αυτό μεταξύ μικρομετόχων και μεγαλομετόχων που ασκούν έλεγχο, τουλάχιστον για τις επιχειρήσεις με απογόνους του ιδρυτή στη θέση του CEO. Η αξία καταστρέφεται ακόμα και όταν δεν χρησιμοποιηθούν οι μηχανισμοί.

7. Οι ιδρυτές δημιουργούν την μεγαλύτερη αξία για την επιχείρηση για τους μικρομετόχους, όταν δεν μετέρχονται μηχανισμούς διαχωρισμού ιδιοκτησίας και ελέγχου.
8. Υπάρχει μη μονοτονική σχέση μεταξύ αξίας επιχείρησης, μερισματικής απόδοσης και κατοχής της θέσης του CEO από απογόνους. Έχοντας τον ιδρυτή ως πρώτη γενιά στην διοίκηση της επιχείρησης, η δεύτερη γενιά θα μειώσει την αξία της επιχείρησης και την απόδοση σε μερίσματα αλλά η τρίτη θα τις αυξήσει και μάλιστα σημαντικά.

Τα αποτελέσματα είναι σημαντικά καθώς ο δείκτης υπό εξέταση αποτελείται από τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις παγκοσμίως, σε μια χώρα με μεγάλη προστασία των μικρομετόχων, μεγάλη εμπορευσιμότητα, και γενικώς ώριμες ηλικιακά επιχειρήσεις όπου ο οικογενειακός έλεγχος είναι δύσκολο να διατηρηθεί.

6.2.2 ΗΠΑ (B)

Επειδή όπως προαναφέρθηκε, το μεγαλύτερο τμήμα των αμερικανικών επιχειρήσεων αποτελεί ιδιοκτησία θεσμικών επενδυτών, μια γρήγορη ματιά και στην δική τους συνεισφορά στην διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων φαντάζει σημαντική. Η έρευνα των Ki C. Han, Suk Hun Lee, David Y. Suk (1999) θέλησε να αποδείξει αν κυριαρχεί η agency cost based hypothesis, ή η tax-based hypothesis, υποθέσεις σχετικά με την σχέση θεσμικής ιδιοκτησίας και μερισματικής πολιτικής.⁵² Μελετήθηκε δείγμα 303 επιχειρήσεων την περίοδο 1988-1992. Η έρευνα συμπίπτει χρονικά με τις μελέτες που αναφέρθηκαν και υπογράμμισαν την μεγάλη ύπαρξη ποσοστού θεσμικών επενδυτών στην ιδιοκτησία των περισσότερων επιχειρήσεων στις ΗΠΑ. Μια επιχείρηση για να περιληφθεί στο δείγμα έπρεπε να είναι εισηγμένη στο COMPUSTAT Annual File της Disclosure/Spectrum Ownership Database, και στο CRSP NYSE/AMEX file. Παράλληλα με τις υποθέσεις ενδιαφέροντος μελετήθηκαν και όποιοι άλλοι παράγοντες, (περιλαμβάνονται στο 2^ο μέρος της μελέτης), μπορούν να διαδραματίσουν ρόλο στην μερισματική πολιτική, και θα παρουσιαστούν στα 6 συμπεράσματα που

⁵² Για την έννοια των δυο υποθέσεων βλέπε κεφάλαιο 2^ο σελίδα 10.

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
ακολουθούν. Χρησιμοποιήθηκαν παλινδρομήσεις μεταξύ μερισματικής απόδοσης, θεσμικής ιδιοκτησίας, και άλλων μεταβλητών μερισματικής πολιτικής, καθώς και ανάλυση Tobit. Τα αποτελέσματα της μελέτης έδωσαν την εξής εικόνα:

1. Όσο μεγαλύτερη η συγκέντρωση ιδιοκτησίας εκ μέρους θεσμικών, τόσο μεγαλύτερη η μερισματική απόδοση για τις τους περισσότερους βιομηχανικούς κλάδους.
2. Η ιδιοκτησία εκ μέρους των θεσμικών επενδυτών κινείται μεταξύ του 30% και του 50% των επιχειρήσεων ενώ αυτή των insiders κατά μέσο όρο στο 10%.
3. Η ιδιοκτησία των insiders ασκεί ελάχιστη επιρροή στην μερισματική απόδοση. Αυτό μαζί με το πρώτο συμπέρασμα οδηγούν στην επιβεβαίωση της tax-based hypothesis, και στην απόρριψη της agency-cost based hypothesis, τουλάχιστον όσον αφορά το συγκεκριμένο δείγμα.

Από εκεί και μετά δημιουργούνται οι ακόλουθες σχέσεις για τους υπόλοιπους παράγοντες.

1) Διαχρονική αύξηση εσόδων (Sales growth rate) => μείωση μερισμάτων, πιθανότατα λόγω αυξημένων αναγκών σε επενδύσεις λειτουργικού κεφαλαίου, και αυξημένα κεφαλαιακά έξοδα.

2) Οι αποφάσεις επενδύσεων, ως δείκτης χρησιμοποιείται ο λόγος κεφαλαιακών εξόδων προς ενεργητικό- δεν επηρεάζουν άμεσα την μερισματική απόδοση, τόσο λόγω του μεγάλου μεγέθους των υπό εξέταση επιχειρήσεων, όσο και της εύκολης πρόσβασης αυτών σε αγορές κεφαλαίων αφού αποτελούν ώριμες και γνωστές επιχειρήσεις. Η ανυπαρξία θετικής ή αρνητικής σχέσης μεταξύ μερισματικής απόδοσης και επενδυτικών αποφάσεων είναι σύμφωνη με τις επιταγές των MM.

3) Αύξηση χρέους => μείωση μερισμάτων για τις μικρές επιχειρήσεις αλλά αύξηση αυτών για τις μεγάλες. Η κατάσταση που διαμορφώνεται για τις μεγάλες είναι επίσης σύμφωνη με ότι προτάσσουν οι MM.

4) Αύξηση του κινδύνου της επιχείρησης => μείωση μερισμάτων για ευνόητους λόγους.

5) Αύξηση εσόδων => αύξηση μερισμάτων

6) Εφαρμογή και προσπάθεια υλοποίησης του στόχου της μερισματικής απόδοσης, (target dividend payout) => αύξηση μερίσματος.

Τέλος αν σκεφτούμε για άλλη μια φορά ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις έχουν πλειοψηφική θεσμική ιδιοκτησία η οποία έχει καλό αντίκτυπο στην μερισματική πολιτική, μπορούμε να κάνουμε προεκτάσεις μεταξύ των παραπάνω μεταβλητών και της θεσμικής ιδιοκτησίας απευθείας, χωρίς να συνυπολογίσουμε μερισματική απόδοση.

Εδώ αξίζει να αναφερθεί μια μελέτη αναφορικά με την σχέση που δημιουργούν τα ποσοστά κατοχής μετοχών των διοικητικών στελεχών, και της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων. Προφανώς εκεί που υπάρχει συγκέντρωση ιδιοκτησίας σε ιδιώτες και οικογένειες, θα παρατηρείται και διατήρηση μεγάλων ποσοστών μετοχών από αυτούς στην

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
επιχείρηση, καθώς και εμπλοκή αυτών στην διοίκηση με τον ένα ή τον άλλο τρόπο. Βέβαια βάρος δίνεται και στον αντίκτυπο που είχε ο νόμος του Μαΐου του 2003 με τον οποίο η φορολογία επί των μερισμάτων μειώθηκε σημαντικά αφήνοντας μεγάλο περιθώριο κέρδους για τους επενδυτές. Το δείγμα περιελάμβανε 1350 επιχειρήσεις, σχεδόν το 85% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του αμερικανικού χρηματιστηρίου, και κάλυπτε χρονικά την περίοδο 1993-2003. Μια επιχείρηση για να συμπεριληφθεί στην έρευνα έπρεπε να είναι εισηγμένη πάλι στους δείκτες της προηγούμενης έρευνας. Χρησιμοποιήθηκαν ανάλυση Probit και πολυμεταβλητές παλινδρομήσεις.

Το αποτέλεσμα της έρευνας έδειξε ότι μετά την μείωση της φορολογίας επί των μερισμάτων, μεγάλα ποσοστά κατοχής μετοχών από διοικητές, οδηγούν σε αύξηση μερίσματος, πιθανότατα υπαγορευόμενη από αυξημένα κίνητρα ρευστότητας αυτών. Η θετική σχέση δεν υπήρχε πριν την μείωση του φορολογικού συντελεστή. Μην ξεχνούμε ότι για τους διοικητές στις αμερικανικές επιχειρήσεις τα κέρδη από μετοχές και μερίσματα είναι πολλαπλάσια από αυτά των απολαβών σε μετρητά. Αντίθετα, η συνεισφορά θετική ή αρνητική άλλων παραγόντων (συμπεριλαμβάνεται η θεσμική ιδιοκτησία) που διαμορφώνουν την μερισματική πολιτική δεν αλλάζει μετά τον νόμο του 2003. Το αποτέλεσμα οδηγεί στην υιοθέτηση της θεωρίας του tax clientele, με την ύπαρξη αρνητικής σχέσης ανάμεσα σε φορολογία μερισμάτων και ύψος αυτών.

6.3 Ηνωμένο Βασίλειο

Με δυο λόγια το κράτος διανέμει πολύ πιο αυξημένα μερίσματα σε σχέση με την Ευρώπη, και η ιδιοκτησία εμφανίζεται ιδιαίτερα διασκορπισμένη πολλές φορές στα χέρια χρηματοοικονομικών υπηρεσιών οι οποίες όμως συνήθως αδυνατούν να ελέγξουν την τυχοδιωκτική συμπεριφορά των εκάστοτε διοικητών. Το δείγμα της έρευνας, της Tehmina Khan, (2006) περιλαμβάνει 330 εισηγμένες επιχειρήσεις στον London Stock Exchange, και το χρονικό διάστημα 1985-1998. Χρησιμοποιείται το μοντέλο του Linter, και μέθοδοι OLS, GMM (Generalized Method of Moments). Η εικόνα που διαμορφώθηκε για την σχέση ιδιοκτησίας και μερισματικής απόδοσης έχει ως εξής:

1. Η συγκέντρωση ιδιοκτησίας έχει αρνητική επίδραση στα μερίσματα, αν και η σχέση δεν είναι γραμμική. Όταν κάποια ασφαλιστική εταιρεία (ανήκουν στους θεσμικούς επενδυτές) είναι ο μεγαλύτερος μέτοχος, τα μερίσματα αυξάνονται, ενώ μειώνονται όταν ιδιώτες ελέγχουν την επιχείρηση. Η εικόνα δεν αλλάζει ανάλογα με την σταδιακή αύξηση ή μείωση των ποσοστών των συγκεκριμένων μεγαλομετόχων, εφόσον αυτοί παραμένουν πρώτοι. Οι παραπάνω δυο μορφές ιδιοκτησίας αποτελούν την ευνοϊκότερη και την δυσμενέστερη για την μερισματική πολιτική. Μεταξύ αυτών συγκαταλέγονται και άλλοι ιδιοκτήτες όπως αμοιβαία κεφάλαια, τράπεζες και άλλοι, των οποίων η

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
συνεισφορά στην μερισματική απόδοση είναι θετική αλλά όχι όσο θετική είναι για τις ασφαλιστικές εταιρείες.

2. Διαχρονικά το ποσοστό των ιδιωτών ως πρώτων μεγαλομετόχων σταδιακά μειώνεται ενώ αντίθετα αυτό των συνταξιοδοτικών ταμείων και εν γένει της θεσμικής ιδιοκτησίας αυξάνεται, με όσα αυτό συνεπάγεται για την μερισματική απόδοση. Ωστόσο σε λίγες περιπτώσεις επιχειρήσεων παρατηρείται ποσοστό ιδιοκτησίας από θεσμικούς επενδυτές, (κυρίως συνταξιοδοτικά ταμεία και ασφαλιστικές εταιρείες) ανάλογο αυτού του ποσοστού των ιδιωτών εκεί που αυτοί αποτελούν τους "τοποτηρητές". Δηλαδή οι θεσμικοί ιδιοκτήτες συνήθως ασκούν έλεγχο με μικρότερο αριθμό δικαιωμάτων ψήφου σε σύγκριση με τους ιδιώτες.
3. Η ύπαρξη περισσότερων του ενός μεγαλομετόχων δεν αλλάζει την κατάσταση που διαμορφώνουν τα δεδομένα. Παρουσία 5 μεγαλομετόχων και ιδιώτης ο πρώτος δεν αλλάζει τον αρνητικό αντίκτυπο που υπάρχει για τα μερίσματα. Ανάλογα δεν αλλάζει και το θετικό της εικόνας στα μερίσματα, η ύπαρξη για 5 μεγαλομετόχων και θεσμικό τον πρώτο.
4. Ανεξαρτήτου τώρα κυρίαρχης μορφής ιδιοκτησίας, η συγκέντρωση αυτής πάλι μεταξύ 5 μεγαλομετόχων έχει αρνητικά αποτελέσματα για την μερισματική απόδοση, αν και πάλι η σχέση δεν είναι γραμμική, καθώς θα πρέπει να υπερβαίνει ένα συγκεκριμένο ποσοστό ψήφων όχι καθολικό για το σύνολο του δείγματος.
5. Για το μέγεθος της επιχείρησης, όταν αυτό είναι μεγάλο, η παραπάνω σχέση μεταξύ ιδιοκτησίας από ιδιώτη και μείωσης της μερισματικής απόδοσης, χειροτερεύει.
6. Η ύπαρξη των ασφαλιστικών εταιρειών ως κύρια μορφή ιδιοκτησίας συνεπάγεται αυξημένα μερίσματα, αλλά δυστυχώς η εξήγηση έχει να κάνει με το ότι δεν μπορούν να ελέγξουν αποτελεσματικά και συστηματικά τις διοικήσεις και προχωρούν σε ισχυρή μερισματική απόδοση για να αντιμετωπίσουν το πρόβλημα διαμεσολάβησης. Αντίθετα οι ιδιώτες παρουσιάζονται πιο αποτελεσματικοί στην άσκηση ελέγχου οπότε μικρότερη και η ανάγκη για αυξημένο μέρισμα. Επίσης οι θεσμικοί επενδυτές καθώς δεν μπορούν να πειθαρχήσουν την διοίκηση, διανέμουν μεγάλο μέρισμα, για να μειωθούν τα ρευστά διαθέσιμα, να τις αναγκάσουν σε δανεισμό, και να πειθαρχήσουν εν τέλει από τις δυνάμεις της ελεύθερης και αδυσώπητης αγοράς κεφαλαίου και ό,τι αυτή προστάζει. Τέλος υπάρχει και το θέμα της φορολογικής προτίμησης αφού οι ιδιώτες φορολογούνται αρκετά στα κέρδη από μερίσματα ενώ οι θεσμικοί επενδυτές λιγότερο. Συνεπώς η συνολική παραπάνω εικόνα δεν είναι μονοδιάστατη αλλά άμεσα υπαγορευόμενη από τα κίνητρα και το νομοθετικό πλαίσιο λειτουργίας κάθε μορφής ιδιοκτησίας.

6.4.1 Ασία, Ινδία

Σαν χρηματιστηριακή αγορά χαρακτηρίζεται από συγκέντρωση ιδιοκτησίας στις περισσότερες επιχειρήσεις στα χέρια κυρίως διοικητών και insiders. Οι μεγαλομέτοχοι καθορίζουν την μερισματική πολιτική, καθώς και άλλες σημαντικές αποφάσεις. Η μερισματική πολιτική επηρεάζεται άμεσα από την μορφή ιδιοκτησίας, αλλά με όχι ενιαίο και καθολικό τρόπο. Η φορολογική πολιτική στην χώρα ευνοεί τα παρακρατηθέντα κέρδη. Τέλος η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων γίνεται από πιστωτικά ιδρύματα τα οποία αποτελούν και μετόχους των επιχειρήσεων. Συνεπώς η θεωρία της χρησιμοποίησης μερισμάτων ως μέσο για διάθεση πληροφοριών εδώ δεν υφίσταται αφού οι πιστωτές-μέτοχοι έχουν επαρκή εσωτερική πληροφορία.

Η περίοδος έρευνας Jayesh Kumar (2003) αφορά το διάστημα 1994-2000 και το δείγμα αφορά 2000 επιχειρήσεις, και δεν περιλαμβάνει κρατικές εταιρείες (SOEs State Owned Enterprises), χρηματοοικονομικά ιδρύματα, και επιχειρήσεις κοινή ωφέλειας. Για την ανάδειξη της σχέσης μεταξύ ιδιοκτησίας και μερισματικής πολιτικής χρησιμοποιούνται τα εξής μοντέλα : Full Adjusted Model (FAM), Partial Adjusted Model (PAM)⁵³, Waud Model (WM)⁵⁴, Earnings Trend Model (ETM).⁵⁵ Μεταβλητές ενδιαφέροντος αποτελούν ο λόγος της μερισματικής απόδοσης προς την ονομαστική αξία των μετοχών, τα ποσοστά μετοχών (σε σχέση με τον συνολικό αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία) των αλλοδαπών επενδυτών, των θεσμικών επενδυτών, της διοίκησης, και της εταιρείας (corporate shareholding). Σε σχέση με αυτές τις μεταβλητές, ελέγχουμε και την διαχρονική εξέλιξη των εξής παραμέτρων των επιχειρήσεων ενδιαφέροντος: μέσο επίπεδο μερισμάτων, μέγιστο επίπεδο αυτών, τα Κέρδη Προ Υποτίμησης, Τόκων και Φόρων (PBDIT), πορεία εσόδων, μέσο επίπεδο παρακρατηθέντων κερδών. Τα αποτελέσματα των ελέγχων για αυτές τις μεταβλητές δείχνουν ότι:

- Το μέσο επίπεδο μερισματικής απόδοσης διαχρονικά αυξήθηκε.
- Ανάλογη είναι η πορεία του μέγιστου επιπέδου μερισματικής απόδοσης.
- Τα PBDIT παραμένουν διαχρονικά σταθερά, αν και τα μέγιστα αυτών αυξήθηκαν.
- Το μέσο επίπεδο παρακρατηθέντων κερδών μειώθηκε.
- Η πορεία εσόδων αυξάνεται διαχρονικά, αλλά ακόμα και όταν είναι αρνητική, τα μερίσματα σημείωσαν αύξηση

Σε αυτό το σημείο να τονίσουμε ότι από τους παραπάνω παράγοντες μόνο η πορεία των κερδών είναι επισφαλής όσον αφορά την συμμετοχή της στην μερισματική απόδοση,

⁵³ Για FAM, PAM βλέπε Linter J, 1956: Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes, *The American Economic Review*, volume 46, pages 97-113.

⁵⁴ Waud R, 1966: Small sample bias due to misspecification in the partial adjustment and adapted expectations models, *Journal of The American Statistical Association* volume 61, pages 134-145.

⁵⁵ Για ETM βλέπε Fama E, and Babiak W, 1968: Dividend Analysis, an empirical analysis, *Journal of The American Statistical Association*, volume 63 pages 1132-1161.

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
αφού οι άλλοι παράγοντες κινούνται εννοϊκά προς μια αυξημένη μερισματική απόδοση. Τα μοντέλα θα δώσουν βάρος λοιπόν στα έσοδα και στην αύξηση αυτών.

Σχετικά με τα μερίδια μετοχών των τεσσάρων μορφών ιδιοκτησίας παρατηρούμε ότι:

1. Το μέσο επίπεδο ξένης-αλλοδαπής ιδιοκτησίας ως ποσοστό τους συνολικού αριθμού των μετοχών διαχρονικά μειώνεται.
2. Τα μερίδια των θεσμικών επενδυτών παραμένουν σταθερά.
3. Τα μερίδια της διοίκησης βαθμιαία αυξάνονται.
4. Ανάλογα κινούνται και τα μερίδια της εταιρείας.

Ο έλεγχος των 4 μοντέλων μας δίνει τα εξής συμπεράσματα:

FAM: Αύξηση του ποσοστού μετοχών της διοίκησης, οδηγεί σε αύξηση εσόδων και συνεπώς απόδοσης για τους μετόχους. Αντίθετα αύξηση του ποσοστού μετοχών των θεσμικών θα οδηγήσει σε μείωση των εσόδων. Η ύπαρξη λοιπόν των θεσμικών έχει αρνητικό αντίκτυπο στην μερισματική απόδοση. Αντίθετα αύξηση του ποσοστού της διοίκησης έχει θετικό.

ETM: Πτώση του αριθμού των μετοχών τόσο της διοίκησης, όσο και της εταιρείας, οδηγεί σε αύξηση των εσόδων και αύξηση της μερισματικής απόδοσης

PAM: Αύξηση των ποσοστών τόσο των θεσμικών όσο και της εταιρείας οδηγεί σε μείωση εσόδων και μείωση της μερισματικής απόδοσης. Υπάρχει θετική σχέση εσόδων και μερισματικής απόδοσης.

WM: Η σχέση μεταξύ μερισματική απόδοσης και εσόδων όπως παραπάνω. Αύξηση όμως των ποσοστών συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών, αλλοδαπών επενδυτών όσο και της εταιρείας, θα οδηγήσουν σε μείωση των κερδών και κατ' επέκταση σε μικρότερες αποδόσεις.

Proposed Model: με εξαρτημένη μεταβλητή την μερισματική πυκνότητα, αύξηση του λόγου (Dividends/Total Assets) οδηγεί σε αύξηση μερισματικής απόδοσης. Για να έχουμε αύξηση της πρώτης, προηγείται αύξηση της πυκνότητας των εσόδων. Επίσης αύξηση στην μερισματική πυκνότητα μπορεί να προέλθει από την αύξηση στην πυκνότητα των πωλήσεων. Μείωση θα είναι αποτέλεσμα αύξησης του λόγου μερίσματα/έσοδα.

Τέλος δημιουργείται θετική σχέση μεταξύ αύξησης των πωλήσεων και πυκνότητας εσόδων. Κάνοντας λόγο για τα ποσοστά συμμετοχής τα αποτελέσματα και την πυκνότητα μερίσματος οι σχέσεις έχουν ως εξής:

Αύξηση ποσοστού εταιρείας και διοίκησης => αύξηση μερισματικής πυκνότητας.

Αύξηση ποσοστού θεσμικών=> μείωση μερισματικής πυκνότητας

Αύξηση ποσοστού αλλοδαπών=> αύξηση μερισματικής πυκνότητας.

Όλα τα παραπάνω για τις μορφές ιδιοκτησίας αφορούν ποσοστά συμμετοχής μέχρι ένα συγκεκριμένο επίπεδο επί του συνόλου. Αν αυτό ξεπεραστεί, οι σχέσεις λειτουργούν

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
αντίστροφα. Επίσης συνθέτουν την εικόνα στο πως θα κινηθούν οι μεταβλητές που συσχετίστηκαν με την μερισματική πυκνότητα και περιγράφησαν ανωτέρω.

Επιλογικά η μορφή ιδιοκτησίας καθορίζει άμεσα την μερισματική πολιτική. Αυτό που τελικά θα κρίνει την πορεία της επιχείρησης και μεταξύ άλλων και την μερισματική πολιτική θα είναι η ταύτιση ή απόκλιση των συμφερόντων μεταξύ των διαφορετικών κατηγοριών ιδιοκτήτη.

6.4.2 Hong Kong

Η έρευνα των Zhilan Chen, Yan-Leung Cheung, Aris Stouraitis, Anita W.S. Wong, (2005) εξετάζει κυρίως αν η οικογενειακή συγκέντρωση ιδιοκτησίας έχει αντίκτυπο θετικό ή αρνητικό στην λειτουργία και στην αξία των εταιρειών και την μερισματική πολιτική αυτών. Επίσης ποια η σχέση που δημιουργείται μεταξύ της σύνθεσης του ΔΣ, της ταυτόχρονης κατοχής της θέσης του CEO (Chief Economics Officer) και του προέδρου του ΔΣ (CEO duality), και λειτουργίας επιχείρησης, αξίας αυτής και της μερισματικής της πολιτικής. Γενικά ο συγκεκριμένος δείκτης χαρακτηρίζεται από ευρύ οικογενειακό έλεγχο των εταιρειών που τον απαρτίζουν, και διέπεται από common law system και εταιρική διακυβέρνηση άμεσα σχετιζόμενη με την υιοθέτηση του κανόνα Cadbury.

Το δείγμα αφορά 412 εταιρείες, σχεδόν τα 2/3 του συνόλου των εταιρειών και καλύπτει την περίοδο 1995-1998. Η απόδοση των επιχειρήσεων μετράται με τα εξής: ROA, ROE, M/B ratio. Η μερισματική πολιτική αποδίδεται με το δείκτη dividend payout ratio, και το dividend yield. Η συγκέντρωση ιδιοκτησίας με τον λόγο του αριθμού των μετοχών που κατέχει η οικογένεια προς τον συνολικό υπαρκτό αριθμό μετοχών και τέλος ο έλεγχος επί της επιχείρησης από το CEO duality, τον αριθμό των διοικητών του ΔΣ, τον αριθμό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών (non executive) διοικητών στο ΔΣ καθώς και της ύπαρξης ελεγκτικής επιτροπής (audit committee).⁵⁶ Η ανάλυση που έγινε οδήγησε στα εξής συμπεράσματα:

1. Διαχρονικά παρατηρούνται μικρές μεταβολές στα ποσοστά ιδιοκτησίας των ατόμων που κατέχουν το μεγαλύτερο μέρος αυτής. Αυτό σημαίνει ότι η σχέση μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου διαχρονικά παρουσιάζει σταθερότητα.
2. Το 76% του συνολικού δείγματος χαρακτηρίζεται από οικογενειακή ιδιοκτησία η οποία κατέχει τουλάχιστον το 10% των δικαιωμάτων ψήφου, και στο 62% η οικογένεια διαθέτει τουλάχιστον το 30% αυτών.
3. Υπάρχουν κατά μέσο όρο 3 μη εκτελεστικά διοικητικά στελέχη στο ΔΣ, κατοχή περίπου του 30% των θέσεων του ΔΣ, αν και ο πραγματικός αριθμός είναι σίγουρα

⁵⁶ Η εισαγωγή τους στο ΔΣ κατέστη υποχρεωτική μετά την υιοθέτηση του κανόνα Cadbury το 1992.

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
μικρότερος, αφού δεν υπάρχουν αρκετοί διαθέσιμοι για την θέση αυτή στον κλάδο που ανήκει το δείγμα των επιχειρήσεων. Μικρός αριθμός οδηγεί σε μεγάλες αμφιβολίες αναφορικά με την ανεξαρτησία τους, την επαρκή συμβολή τους στην λειτουργία της επιχείρησης, και την άσκηση επαρκών ελεγκτικών διαδικασιών.

4. Στο 52% του δείγματος έχουμε CEO duality.
5. Η ύπαρξη audit committee αφορά μόλις το 2% του δείγματος στην αρχή της περιόδου αναφοράς και το 7% στο τέλος αυτής.
6. Ο αριθμός των μελών του ΔΣ είναι επιρρεπής στις τιμές που λαμβάνει το ενεργητικό καθώς και στην ύπαρξη του CEO duality. Το αυτό συμβαίνει για την ύπαρξη των ελεγκτικών επιτροπών.
7. Η λιγότερο επιτακτική απαίτηση για δημοσίευση πληροφοριών στις μικρότερες εταιρείες, παρέχει μεγαλύτερη διακριτική ευχέρεια στους μεγαλομετόχους που ασκούν έλεγχο για εκμετάλλευση των μικρομετόχων προς ίδιο όφελος.

Συνοπολογίζοντας τα ποσοστά συγκέντρωσης ιδιοκτησίας (OC, ownership concentration) η εικόνα της απόδοσης και των μεταβλητών διαμορφώνεται ως εξής:

- Για $OC \leq 5\%$ δεν υπάρχει ορατή σχέση για οποιαδήποτε από τις 3 μεταβλητές
- Για $OC \leq 10\%$ οι δείκτες ROA, ROE, και M/B ratio επηρεάζονται αρνητικά.
- Για $10\% \leq OC \leq 35\%$ η προηγούμενη εικόνα εμφανίζεται ακριβώς αντίθετη.
- Για $OC \geq 35\%$ τα αποτελέσματα είναι διφορούμενα με μόνη ωστόσο εξαίρεση τον δείκτη ROE ο οποίος φθίνει.

Τα παραπάνω στηρίζουν την άποψη ότι δεν υπάρχει άμεση σχέση μεταξύ συγκέντρωσης ιδιοκτησίας και απόδοσης της επιχείρησης σύμφωνα και με τη θέση των Demsetz ,Lehn. Ακόμα όσο μικρότερη η συγκέντρωση ιδιοκτησίας, συνήθως τόσο καλύτερη η ταύτιση των συμφερόντων της διοίκησης με αυτά των μικρομετόχων.

- Το φαινόμενο του CEO duality οδηγεί σε μείωση του M/B ratio ανεξάρτητα του ποσοστού συγκέντρωσης ιδιοκτησίας, για ευνόητους λόγους.
- Η ύπαρξη ελεγκτικής επιτροπής έχει επίσης θετικό αντίκτυπο στον δείκτη ROA, καθώς μεταφράζεται σε πιο εύρυθμη λειτουργία της επιχείρησης, ανεξαιρέτως ποσοστού συγκέντρωσης ιδιοκτησίας.
- Για τα μη εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη δεν μας ενδιαφέρει το ποσοστό συγκέντρωσης ιδιοκτησίας αφού τίθεται υπό αμφιβολία η πραγματική ανεξάρτητη φύση αυτών των ατόμων από την στιγμή που ο αριθμός τους δεν είναι επαρκής για να καλύψουν το συνολικό δείγμα των εταιρειών.

Σχετικά με την μερισματική πολιτική τα αποτελέσματα των ελέγχων δεν έδειξαν στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ οικογενειακής ιδιοκτησίας –που συνηθίζεται για την πλειοψηφία του δείγματος- και μερισματικής πολιτικής για τις μεγάλες επιχειρήσεις. Η

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
εικόνα όμως στις μικρές επιχειρήσεις έχει διαφορετικά. Εκεί όταν η $OC \leq 10\%$, τότε το dividend yield φθίνει. Αντίθετα $10\% \leq OC \leq 35\%$ σημειώνει άνοδο. Αυτή η θετική σχέση μεταξύ αύξησης των επιπέδων ιδιοκτησίας και αύξησης του dividend yield εξηγείται από την επιθυμία των επενδυτών για μεγαλύτερες αποδόσεις, που εμφανίζουν μεγαλύτερο κίνδυνο λόγω συγκέντρωσης ιδιοκτησίας. Ωστόσο η κατάσταση είναι συνεπής και με την υπόθεση που έγινε στην εισαγωγή ότι μεγάλες πληρωμές μερισμάτων γίνονται και για να επιτευχθεί εξαγωγή ρευστού από την εταιρεία, με την μορφή μερισμάτων για τους μεγαλομετόχους. Ένας λόγος που συνηγορεί υπέρ αυτής της θέσης είναι ότι για τους ανώτερους διοικητές –συνήθως μέλη οικογένειας- οι πληρωμές σε μερίσματα είναι πολύ πιο σημαντικές από την πληρωμή μετρητών ως μισθό. Από εκεί και ύστερα διαμορφώνεται η εξής εικόνα:

1. Η ύπαρξη ελεγκτικής επιτροπής οδηγεί σε πτώση και των δυο μεταβλητών της μερισματικής πολιτικής, ενώ αντίθετη είναι η συνεισφορά των μη εκτελεστικών ανεξάρτητων διοικητών τόσο για μικρές όσο και μεγάλες επιχειρήσεις.
2. Περιέργως τα dividend payouts θα αυξηθούν όταν το M/B ratio φθίνει ενώ όταν το δεύτερο αυξηθεί, το dividend yield θα σημειώσει κάθοδο. Αντίθετα πάλι αύξηση του ROA οδηγεί σε αύξηση του yield. Τα τελευταία αποτελέσματα ισχύουν κυρίως για μεγάλες επιχειρήσεις. Για τις μικρές άμεση σχέση μεταξύ απόδοσης επιχείρησης και μερισματικής απόδοσης δεν υπάρχει.
3. Συνυπολογίζοντας ποσοστά συγκέντρωσης ιδιοκτησίας, υπάρχει πτώση του dividend yield για $OC \geq 10\%$, ενώ όταν $10\% \leq OC \leq 35\%$ τότε το dividend yield θα έχει θετική κλίση.

6.4.3 Κίνα

Η Κίνα δεν θα μπορούσε να λείπει από την έρευνα.⁵⁷ Τα χαρακτηριστικά των δεικτών της Κίνας⁵⁸ συνοψίζονται στην μεγάλη συγκέντρωση ιδιοκτησίας, -όπου κυβερνητικές δομές ελέγχουν την πλειοψηφία, ή τα ποσοστά ιδιοκτησίας που αρκούν για να ασκηθεί έλεγχος στις περισσότερες επιχειρήσεις που διαπραγματεύονται-, και στην πλειοψηφία των επιχειρήσεων να αποτελούν carve outs επίσης κυβερνητικά ελεγχόμενων εταιρειών.⁵⁹ Τέλος μεγάλο μέρος των αξιογράφων των διαπραγματευόμενων εταιρειών δεν συναλλάσσεται αλλά διατηρείται για ακόμα μια φορά από κυβερνητικά ελεγχόμενες επιχειρήσεις σαν μη εμπορεύσιμα μερίδια. Οι επενδυτές και η αγορά δεν έχουν την δύναμη

⁵⁷ Η Κίνα εξετάζεται διαφορετικά από το Hong Kong αφού περιλαμβάνει εκτός από αυτό, την Ταιβάν, το Μακάο και την ηπειρωτική Κίνα.

⁵⁸ Shanghai and Shenzhen stock exchanges.

⁵⁹ Carve out: νέα και ανεξάρτητη επιχείρηση δημιουργείται με αποσύνδεση μέρους των στοιχείων του ενεργητικού και των λειτουργιών της μητρικής, όπου οι μετοχές της νέας επιχείρησης διατίθενται με δημόσια εγγραφή.

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
να επηρεάσουν, να κρίνουν, ή να διαμορφώσουν τις αποφάσεις της διοίκησης, η οποία ορίζεται από τον μεγαλύτερο μεγαλομέτοχο, συνήθως άμεσα προσκείμενο στην κυβέρνηση. Επίσης παρατηρούνται αλυσίδες ελέγχου στην πλειοψηφία των επιχειρήσεων. Από τα παραπάνω γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι το κράτος ουσιαστικά ενεργεί κατά το δοκούν, και η προστασία των μικρομετόχων όπως υπαγορεύεται από το νομικό πλαίσιο τίθεται υπό μεγάλη αμφισβήτηση.

Η παρούσα μελέτη των William Bradford, Chao Chen, Song Zhu (2005) ερευνά την σχέση χρηματικής μερισματικής απόδοσης και ιδιοκτησιακού καθεστώτος και ελέγχονται 3 υποθέσεις.

1. Η απαίτηση μετρητών από τους μετόχους (Cash demand of shareholders hypothesis). Σύμφωνα με την υπόθεση οι όχι κρατικά ελεγχόμενες επιχειρήσεις, και τα "παρακλάδια" αυτών, έχουν σημαντικές δυσκολίες εύρεσης κεφαλαίου, χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερο κόστος ευκαιρίας, μεγαλύτερη θεσμική-κανονιστική αβεβαιότητα, και όμως διανέμουν μεγαλύτερο μέρισμα. Η εξήγηση έχει να κάνει με τα αυξημένα κεφάλαια που απομένουν στην επιχείρηση, λόγω μικρότερων επενδύσεων σε σχέση με τις κυβερνητικά ελεγχόμενες επιχειρήσεις. Μεγαλύτερο κόστος ευκαιρίας, και κεφαλαίου => λιγότερες επενδύσεις => περισσότερα διαθέσιμα κεφάλαια για μερίσματα.
2. Η υπόθεση της εσωτερικής αγοράς (internal capital market hypothesis). Μια χρηματιστηριακή αγορά που λειτουργεί καλά, μειώνει την εξουσία των μεγαλομετόχων και τους αναγκάζει σε μεγαλύτερες μερισματικές αποδόσεις. Σαν κριτήριο αποτελεσματικότητας της εσωτερικής αγοράς κεφαλαίου, θα χρησιμοποιηθεί η αλυσίδα ελέγχου των μεγαλύτερων μεγαλομετόχων, μέσω της οποίας ασκούν έλεγχο και στις υπόλοιπες επιχειρήσεις, "κρίκους" της αλυσίδας.
3. Rent seeking hypothesis. Σε μια προσπάθεια για να μειώσουν ακόμα περαιτέρω τις αντιδράσεις των μικρομετόχων που εκφράζονται μέσω της αυξημένης επιθυμίας για καταβολή μερίσματος, οι επιχειρήσεις θα προχωρήσουν σε καταβολή μερίσματος, ειδικά εκεί που παρατηρείται μεγάλος διαχωρισμός δικαιωμάτων ψήφου και δικαιωμάτων στις ταμειακές ροές, χαρακτηριστικό του εν λόγω κράτους. Η υπόθεση έρχεται σε αντίθεση με την ιδέα καταβολής μερίσματος για μείωση του προβλήματος διαμεσολάβησης.

Το δείγμα περιλαμβάνει 6650 επιχειρήσεις και καλύπτει την χρονική περίοδο 1996-2004. Περιλαμβάνει και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα –σχεδόν όλα ελεγχόμενα από το κράτος– αφού αποτελούν μητρικές πολλών επιχειρήσεων, και διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
στην συνολική κεφαλαιοποίηση του δείκτη. Χρησιμοποιήθηκε το μοντέλο του Linter,⁶⁰
ένα προταθέν από τους ερευνητές, και πολυμεταβλητές παλινδρομήσεις. Τα αποτελέσματα
έδωσαν την παρακάτω εικόνα:

Ο μεγαλύτερος μεγαλομέτοχος, διαθέτει κατά μέσο όρο το 46% των δικαιωμάτων
ψήφου, και το 41% των δικαιωμάτων στις χρηματικές ροές. Μην ξεχνούμε ότι συνήθως, με
τον ένα ή τον άλλο τρόπο μιλούμε για το κράτος σαν μεγαλομέτοχο.

Το ύψος των μερισμάτων είναι μεγαλύτερο για τις μη κρατικά ελεγχόμενες
επιχειρήσεις, ενώ η πιθανότητα διανομής μερίσματος και ο λόγος μερισματικής απόδοσης
δεν συναρτώνται άμεσα από την ύπαρξη του κρατικού παράγοντα ή όχι πίσω από τον
έλεγχο. Επιβεβαιώνεται μερικώς έτσι η πρώτη υπόθεση.

Ακόμα και εκεί που υπάρχει κρατικός έλεγχος, το που διαπραγματεύεται τελικά η
επιχείρηση θα κρίνει την επιρροή που θα υπάρξει στην μερισματική της απόδοση.
Εννοούμε δηλαδή ότι η όποια τοπική κυβέρνηση (που ορίζεται από την κεντρική) μπορεί
να επιθυμεί διαφορετική μερισματική πολιτική, αφού διακρίνεται από διαφορετικούς
στόχους.

Μεγαλύτερη συγκέντρωση δικαιωμάτων στις ταμειακές ροές για τον μεγαλύτερο
μεγαλομέτοχο, οδηγεί σε μεγαλύτερη πιθανότητα καταβολής μερίσματος, μεγαλύτερο
επίπεδο μερίσματος, και μεγαλύτερο δείκτη μερισματικής απόδοσης.

Όσο μεγαλύτερος ο διαχωρισμός δικαιωμάτων ψήφου και χρηματικών ροών, τόσο
μεγαλύτερο το μέρισμα, σε μια προσπάθεια να μειωθούν οι αντιδράσεις των
μικρομετόχων, επιβεβαιώνοντας έτσι την 3^η υπόθεση.

Όσο μεγαλύτερη η αλυσίδα ελέγχου, τόσο μικρότερη η πιθανότητα καταβολής
μερίσματος, μικρότερο επίπεδο μερίσματος, και μικρότερος λόγος μερίσματος ανά μετοχή,
αλλά μόνο για τις επιχειρήσεις που ελέγχονται από ιδιώτες. Για τις κρατικά ελεγχόμενες,
μεγάλη αλυσίδα ελέγχου έχει ακριβώς τα αντίθετα αποτελέσματα, αλλά τότε είναι που
διογκώνονται και τα προβλήματα διαμεσολάβησης. Συνεπώς η απάντηση στην 2^η υπόθεση
εξαρτάται από το πρόσωπο του μεγαλομετόχου.

Σχετικά με τις υπόλοιπες μεταβλητές της μερισματικής πολιτικής η ανάπτυξη έχει
θετική συμβολή στην πιθανότητα διανομής μερίσματος, αρνητική όμως στον λόγο
μερίσματος ανά μετοχή και στον δείκτη μερισματικής απόδοσης.

Αύξηση του δείκτη ROA, επίσης κάνει πιο πιθανή την διανομή μερίσματος. Η ίδια
σχέση δημιουργείται και μεταξύ αύξησης των ελεύθερων ταμειακών ροών και πιθανότητας
διανομής μερίσματος.

⁶⁰ Linter J, 1956: Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes, *The American Economic Review*, volume 46, pages 97-113.

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
Διανομή μερίσματος αυτό τον χρόνο δίνει υπόσχεση για διανομή και τον επόμενο.

Αύξηση διανομής μερίσματος σε μετοχές οδηγεί σε αύξηση της πιθανότητας διανομής μερίσματος σε μετρητά., μείωση όμως του μερίσματος ανά μετοχή, και του δείκτη μερισματικής απόδοσης.

Μείωση της μόχλευσης ενέχει θετική επίδραση για όλα τα μέτρα μερισματικής πολιτικής.

6.4.4 Ιαπωνία (α)

Εδώ έγινε εξέταση δυο διαφορετικών μελετών για να υπάρξουν ξεκάθαρα συμπεράσματα μεταξύ ιδιοκτησιακού καθεστώτος και μερισματικής πολιτικής.

Η πρώτη μελέτη των Kimie Harada, Pascal Nguyen (2006) κάνει λόγο για την σχέση συγκέντρωσης ιδιοκτησίας και μερισματικής απόδοσης. Χρησιμοποιεί δυο μεταβλητές της μερισματικής πολιτικής, το dividend payout και το dividend yield.⁶¹ Σαν μεταβλητή της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας χρησιμοποιείται το ποσοστό των μετοχών των 5 μεγαλύτερων μεγαλομετόχων από κοινού. Από εκεί και μετά χρησιμοποιούνται και άλλες 5 μεταβλητές: μέγεθος επιχείρησης, ROA, Tobin's Q, μόχλευση, και ύπαρξη keiretsu. Η έρευνα αφορά το διάστημα 4/1995-3/2002, και περιλαμβάνει όλες τις επιχειρήσεις των 2 πρώτων τομέων του Χρηματιστηριακού δείκτη του Τόκιο χωρίς να περιλαμβάνονται χρηματοοικονομικά ιδρύματα. Χρησιμοποιήθηκαν πολυμεταβλητές παλινδρομήσεις και ανάλυση Tobit. Τα αποτελέσματα έχουν ως εξής:

1. Η συγκέντρωση ιδιοκτησίας οδηγεί σε μείωση και των δυο μεταβλητών της μερισματικής πολιτικής, σηματοδοτώντας έτσι την ύπαρξη διαμεσολαβητικού προβλήματος μεταξύ μικρομετόχων και μεγαλομετόχων. Επίσης συγκέντρωση ιδιοκτησίας θα οδηγήσει σε μη διανομή μερίσματος όταν βελτιώνονται οι προοπτικές ανάπτυξης της επιχείρησης, καθώς και όταν η μόχλευση αυξάνεται.
2. Η συγκέντρωση ιδιοκτησίας δεν παρατηρείται στις επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους. Συνήθως συνεπάγεται μεγαλύτερη κερδοφορία, μεγαλύτερη ανάπτυξη και μικρότερη μόχλευση. Έτσι μπορούμε να δούμε και κάποιες άλλες κύριες αίτιες, για την διανομή μικρότερου μερίσματος πέραν της δύναμης των μεγαλομετόχων. Αν δηλαδή μια επιχείρηση έχει σημαντικές ευκαιρίες ανάπτυξης και ταυτόχρονα συγκέντρωση ιδιοκτησίας, το πρώτο χαρακτηριστικό είναι ο κύριος λόγος της μειωμένης μερισματικής απόδοσης και όχι η συγκεντρωμένη ιδιοκτησία. Το μέγεθος μειώνει τις μερισματικές αποδόσεις αντίθετα σε ότι θα περιμέναμε, αφού εκεί ο έλεγχος είναι πιο δύσκολος και η πιθανότητα εκμετάλλευσης των μικρομετόχων μεγαλύτερη.

⁶¹ Dividends/operating income καθώς και total dividend/ total book value of equity.

3. Διαχρονική αύξηση του μεγέθους μειώνει και τις δυο μεταβλητές της μερισματικής πολιτικής. Αύξηση της κερδοφορίας οδηγεί σε μείωση του dividend payout αλλά αύξησης του dividend yield. Με άλλα λόγια οι κερδοφόρες επιχειρήσεις διανέμουν μεγαλύτερα μερίσματα, ωστόσο μικρότερα ως ποσοστά των (υψηλότερων) κερδών τους.
4. Επειδή το πρόβλημα της διαμεσολάβησης και η ασυμμετρία πληροφόρησης δεν έχουν την έκταση που παρατηρείται σε άλλες χώρες, οι ιαπωνικές επιχειρήσεις είναι πιο απρόθυμες να μειώσουν το ύψος των μερισμάτων, λόγω της εντύπωσης που θα δημιουργήσει μια τέτοια κίνηση σε υποψήφιους επενδυτές.
5. Η υπαγωγή-εισδοχή σε ευρύτερη επιχειρησιακή ομάδα (σύστημα keiretsu), αυξάνει και τις δυο μεταβλητές της μερισματικής πολιτικής. Οι διοικητές των συνδεδεμένων επιχειρήσεων αποφασίζουν μεγαλύτερες μερισματικές αποδόσεις για να αντισταθμίσουν τον αυξημένο φόβο εκμετάλλευσης των μικρομετόχων, και υποψηφίων επενδυτών.

Σε γενικές γραμμές εκεί που η ιδιοκτησία είναι συγκεντρωμένη, ο έλεγχος είναι δύσκολος, οι μερισματικές αποδόσεις μικρότερες του αναμενόμενου, και η εκμετάλλευση των μικρομετόχων σχεδόν βέβαιη. Μόνο ο φόβος που διακρίνει την διοίκηση, για τον αρνητικό αντίκτυπο στην αγορά, από παραβίαση των δικαιωμάτων των μικρομετόχων, μετριάξει κάπως την εικόνα.

6.4.5 Ιαπωνία (β)

Αναφορικά με το ιδιοκτησιακό καθεστώς η Ιαπωνία παρουσιάζει μια μοναδική εικόνα. Οι τράπεζες στο κράτος αυτό αποτελούν μεγαλομέτοχους σε όλες τις μη χρηματοοικονομικές εταιρείες. Μια τυπική επιχείρηση έχει σαν μεγαλομέτοχο μια κεντρική (main) τράπεζα, η οποία της εξασφαλίζει την χρηματοδότηση του χρέους της, εμπλέκεται σε τυπικές χρηματοοικονομικές συνδιαλλαγές και συνήθως είναι πολύ καλά πληροφορημένη για τις προοπτικές της επιχείρησης. Επίσης την αντιπροσωπεύει σε consortia για την συγκέντρωση ρευστού διαθέσιμου για την επιχείρηση, ελέγχει το ΔΣ και τις αποφάσεις αυτού και λειτουργεί ως εγγυητής για τους υπόλοιπους πιστωτές, σε περίπτωση που θα αδυνατεί η επιχείρηση να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της. Επίσης εισάγει αποτελεσματικά στελέχη της, στα ΔΣ επιχειρήσεων με προβλήματα και βελτιώνει την εικόνα αυτών.

Σε μια προσπάθεια άμυνας εναντίον εχθρικών εξαγορών οι επιχειρήσεις μεταξύ 1970-1990 συνασπίστηκαν σε οργανωτικές ομάδες τις κοινώς κληθείσες keiretsu. Αυτές αποτελούν ένα σύνθετο ιστό όπου που λειτουργεί με την εξής μορφή: για μια επιχείρηση που ανήκει σε ένα συγκεκριμένο keiretsu, η ιδιοκτησία αυτής συγκεντρώνεται από τα

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
υπόλοιπα μέλη της ομάδας, με μια κεντρική τράπεζα σαν ρυθμιστή και συνήθως τον μεγαλύτερο μεγαλομέτοχο της επιχείρησης. Συνεπώς στην Ιαπωνία το ιδιοκτησιακό καθεστώς των εισηγμένων επιχειρήσεων αναφέρεται άμεσα στις τράπεζες, αφού ο ρόλος τους είναι καθοριστικός για την λειτουργία των keiretsu και για την ομαλή σχέση και μελλοντική μεταξύ των συνδεδεμένων επιχειρήσεων. Η έρευνα των Randall Morck; Masao Nakamura; Anil Shivdasani (2006) απέδειξε ότι:

1. Για μικρά μέχρι μεσαία ποσοστά ιδιοκτησίας από τράπεζες το Tobin's Q μειώνεται αλλά αυξάνεται με μεγαλύτερα ποσοστά.
2. Υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα σε επενδυτικές δαπάνες και τραπεζική ιδιοκτησία. Μάλιστα όσο μεγαλύτερα τα πρώτα τόσο μικρότερο το Tobin's Q. Η εικόνα αφορά συνήθως μεγάλα ποσοστά ιδιοκτησίας από την τράπεζα.
3. Μεγάλα ποσοστά ιδιοκτησίας από την τράπεζα οδηγούν σε χρώση μεγαλύτερου επιτοκίου για την επιχείρηση όταν αυτή ζητά ρευστά διαθέσιμα, και ειδικά στην περίπτωση που συναντά θεσμικές δυσκολίες στην εξεύρεση ρευστού μέσω της έκδοσης χρέους.
4. Πέραν βέβαια της τραπεζικής ιδιοκτησίας, όταν η πλειοψηφία της ιδιοκτησίας ανήκει στην διοίκηση, υπάρχει θετική επιρροή στην αξία της επιχείρησης. Ίδια είναι η εικόνα για την συγκέντρωση της ιδιοκτησίας στα χέρια των υπόλοιπων insiders.
5. Το entrenchment effect⁶² δεν παρατηρείται αφού οι συναλλαγές μεταξύ των μονάδων που ανήκουν στα keiretsu και τα ποσοστά ιδιοκτησίας από τις τράπεζες εξαφανίζουν την πιθανότητα επιθετικών εξαγορών.

6.5 Αυστραλία

Αν και ο χρηματιστηριακός δείκτης του εν λόγω κράτους παρουσιάζει αρκετά όμοια σημεία με αυτόν των ΗΠΑ, ωστόσο η οικογενειακή ιδιοκτησία των περισσότερων επιχειρήσεων αλλάζει κάπως τα δεδομένα. Τα τραπεζικά ιδρύματα αποτελούν τους κύριους χορηγούς κεφαλαίων των μικρομεσαίων επιχειρήσεων μαζί με κεφάλαια venture capital. Και οι δυο μορφές χορηγών έχουν πολύ καλή εικόνα των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούν και ασκούν επαρκή έλεγχο στα διοικητικά στελέχη και την τυχοδιωκτική συμπεριφορά αυτών. Η έρευνα των Grant Fleminga, Richard Heaneyb, Rochelle McCosker (2004) αφορά 3800 μικρού και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις -όχι μόνο εισηγμένες- που ισοδυναμούν με το 99,8% του συνολικού ιδιωτικού τομέα και απασχολούν περίπου το 66% του συνολικού εργατικού δυναμικού. Καλύπτει την διετία 1996-1998.

⁶² (protection from hostile takeovers due to large managerial stockholdings)

Σκοπός είναι να αποδειχτεί το πώς το κόστος διαμεσολάβησης και έμμεσα η μερισματική πολιτική διαμορφώνονται από το ιδιοκτησιακό καθεστώς και από τον διαχωρισμό ελέγχου και ιδιοκτησίας. Σαν σημαντικές μορφές ιδιοκτησίας μελετώνται οι οικογένειες που έχουν ιδρύσει την επιχείρηση και διαθέτουν μεγάλο μέρος ιδιοκτησίας, απασχολούμενοι στις επιχειρήσεις που έχουν σημαντικό μετοχικό μερίδιο, μητρικές αυτών. Χρησιμοποιούνται πολυμεταβλητές παλινδρομήσεις, t-tests καθώς και Mann–Whitney U-tests για να αποδειχτούν οι παραπάνω σχέσεις.

Προφανώς σε μια επιχείρηση όπου υπάρχει πλήρης ταύτιση ιδιοκτησίας και ελέγχου το κόστος διαμεσολάβησης είναι πρακτικά ανύπαρκτο. Τα αποτελέσματα της μελέτης είναι τα εξής :

1. Οι insiders και κυρίως οι διοικητές και οι οικογένειές τους ελέγχουν σχεδόν το 67% των εξεταζόμενων επιχειρήσεων με ποσοστό ιδιοκτησίας άνω του 50%, το οποίο για τα 2/3 του συνολικού δείγματος αγγίζει το 100%.
2. Η σταδιακή αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης οδηγεί σε απώλεια του συνδυασμού πλήρους ιδιοκτησίας-ελέγχου για τον μεγαλύτερο μέτοχο, γεγονός που αυξάνει το κόστος διαμεσολάβησης. Οι επενδυτές αναμένουν μεγαλύτερη εκμετάλλευση των δικαιωμάτων τους και σε μια προσπάθεια προσέλκυσής τους θα διανεμηθεί μεγαλύτερο μέρισμα.
3. Οι επιχειρήσεις με ιδιοκτήτη, που ταυτόχρονα λειτουργεί ως ανώτερο διοικητικό στέλεχος λειτουργούν πιο αποτελεσματικά, και επιτυγχάνουν μεγαλύτερες πωλήσεις.
4. Εκεί που η συγκέντρωση ιδιοκτησίας στα χέρια του ιδρυτή της επιχείρησης και της οικογένειας του είναι μεγαλύτερη από το 50%, η άσκηση του ελέγχου επί των λοιπών εξωοικογενειακών διοικητικών στελεχών είναι πολύ καλή και η ικανοποίηση προσωπικών ανέσεων των τελευταίων αρκετά δυσχερής. Η διανομή μικρού μερίσματος είναι το φυσικό επακόλουθο. Όταν όμως το ποσοστό ιδιοκτησίας της οικογένειας πέφτει κάτω από το 50%, η οικογένεια θα κάνει ότι μπορεί για να αυξήσει τα μερίσματα και να περιορίσει τις διαθέσιμες χρηματικές ροές που βρίσκονται στην διακριτική ευχέρεια των λοιπών διοικητικών στελεχών, ειδικά όταν αυτοί αποτελούν και σημαντικούς μετόχους της εταιρείας.
5. Για τους απασχολούμενους και τους διοικητές (εδώ δεν ανήκουν όσοι περιλαμβάνονται στην οικογένεια του ιδρυτή και μεγαλύτερου μεγαλομετόχου) η αύξηση των ποσοστών ιδιοκτησίας τους μειώνει το μέρισμα, καθώς το πρόβλημα της διαμεσολάβησης και το κόστος αυτού μειώνονται σημαντικά.
6. Η ύπαρξη μητρικής εταιρείας ως κυρίαρχου μεγαλομετόχου, αυξάνει το μέρισμα, καθώς δεν διαθέτει επαρκείς διαδικασίες ελέγχου των διοικητικών στελεχών της θυγατρικής, ούτε και συμμετοχή στο ΔΣ αυτής. Η κατάσταση είναι γνωστή στους

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
επενδυτές και ως αποτέλεσμα απαιτούν μεγαλύτερο μέρος για να επενδύσουν στην
επιχείρηση. Το κόστος διαμεσολάβησης επίσης αυξάνεται όπως είναι αναμενόμενο.

7. Ο έλεγχος που ασκείται από τα τραπεζικά ιδρύματα και τα venture capital ως χορηγούς κεφαλαίων δεν δίνει ξεκάθαρα αποτελέσματα για τον αντίκτυπο στα μερίσματα και στο κόστος διαμεσολάβησης.
8. Τέλος το ύψος της μόχλευσης επηρεάζει αρνητικά το μέρος και οδηγεί σε πιο χρηστή χρήση των στοιχείων του ενεργητικού, αλλά ταυτόχρονα δεν μειώνει την ικανοποίηση προσωπικών επιθυμιών των μελών του ΔΣ ειδικά όταν ο πρώτος μεγαλομέτοχος δεν μπορεί να ασκήσει επαρκή έλεγχο.
9. Διαχωρισμός ελέγχου και ιδιοκτησίας αυξάνει το κόστος διαμεσολάβησης και το μέρος.

6.6.1 Λατινική Αμερική, Αργεντινή

Σε γενικές γραμμές ο χρηματιστηριακός δείκτης της Αργεντινής παρουσιάζεται ως μια ιδιαίτερα ρηχή αγορά, της οποίας οι διαδικασίες και ακολουθούμενες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης παρουσιάζουν σοβαρές ελλείψεις.⁶³ Η πρόσφατη κρίση το 2001-2002 ήρθε να αποκαλύψει τις αδυναμίες του συστήματος και να προλείψει το έδαφος για καλύτερη διαχείριση συγκρούσεων συμφερόντων, συγκρούσεων ιδιοκτησίας και ελέγχου, καθώς και θεμάτων εταιρικής διακυβέρνησης. Η Αργεντινή χαρακτηρίζεται σαν αναδύομενη αγορά με όσα χαρακτηριστικά η κατάσταση αυτή συνεπάγεται.⁶⁴ Αν και αρκετές προσπάθειες μεταρρυθμιστικής υφής έχουν γίνει από το 1990, ωστόσο η κρίση του 2001-2002 κατέδειξε την αδυναμία του δείκτη και την απουσία κινήτρων για αλλαγές στην εταιρική διακυβέρνηση των επιχειρήσεων. Η έρευνα του Ricardo N. Bebczuk (2005) περιλαμβάνει 54 εταιρείες (από τις αρχικές 103) για την περίοδο 2003-2004 και δεν περιλαμβάνει χρηματοοικονομικά ιδρύματα.

Γενικά δεν υφίστανται κρατικές εταιρείες επειδή έχουν ιδιωτικοποιηθεί στο σύνολό τους. Επίσης δεν υπάρχουν εταιρείες ευρείας μετοχικής βάσης. Δυο είναι οι κύριες μορφές ιδιοκτησίας των επιχειρήσεων. Μεγάλες οικογένειες και αλλοδαπές εταιρείες, με μεγαλύτερη παρουσία των δεύτερων. Μέσα από τους άμεσους μετόχους, μπορούμε να βρούμε ποιοι βρίσκονται πίσω από αυτούς και τελικά τους ιδιοκτήτες εκεί που παρατηρούνται αλυσίδες ελέγχου. Ελέγχθηκαν μεταβλητές όπως: α) τα δικαιώματα στις ταμειακές ροές του μεγαλύτερου μεγαλομετόχου, β) τα δικαιώματα ελέγχου αυτού, γ) ο

⁶³ Σαν ρηχή αγορά εννοούμε εκείνη όπου ο όγκος συναλλαγών είναι μικρός, και συνεπώς μικρό το εύρος των προσφερόμενων τιμών αγοράς και πώλησης του προϊόντος, το οποίο είναι και δύσκολα ρευστοποιήσιμο. Υπάρχει μικρός αριθμός αξιογράφων για αγορά ή πώληση.

⁶⁴ α) Υψηλή συγκέντρωση ελέγχου, β) αμελητέα ή πολύ μικρή πρωτογενή αγορά μετοχών, γ) αμφισβητήσιμο βαθμό αποτελεσματικότητας αγοράς δ) χρηματοοικονομικά εμπόδια σε μελλοντικές επενδύσεις εξαιτίας έλλειψης αυτών, ή αδυναμίας εύρεσης εξωτερικής χρηματοδότησης προς αυτές.

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
λόγος δικαιωμάτων ψήφου προς δικαιωμάτων στις ταμειακές ροές αυτού δ) συχνότητα παραβίασης του κανόνα μια μετοχή, μια ψήφος, ε) ύπαρξη μηχανισμών ελέγχου όπως πυραμίδες, εταιρείες συμμετοχών, προνομιούχες μετοχές.⁶⁵ Τα αποτελέσματα μέσω της κλίμακας TDI⁶⁶ και των υποκατηγοριών αυτής έδειξαν χαμηλής ποιότητας εταιρική διακυβέρνηση, σημαντική συγκέντρωση ιδιοκτησίας γύρω από τον μεγαλύτερο ιδιοκτήτη, απλές διοικητικές δομές, και σημαντικές αποκλίσεις του κανόνα μια μετοχή-μια ψήφος, κυρίως λόγω δημιουργίας πυραμίδων και λιγότερο λόγω προνομιούχων μετοχών.⁶⁷

Την ίδια στιγμή ο διαχωρισμός δικαιωμάτων ελέγχου και δικαιωμάτων στις ταμειακές ροές ισχύει για λιγότερες από τις μισές εταιρείες κάτι που οφείλεται στην χρήση του μηχανισμού των πυραμίδων. Αναφορικά με την απόδοση της επιχείρησης και την ιδιοκτησία αυτής όπως εκφράζεται κυρίως μέσω των μεγαλομετόχων, τα αποτελέσματα καταδεικνύουν αρκετά μεγάλη θετική επίδραση του μέτρου CGI,⁶⁸ κυρίως μέσω του πρώτου συστατικού (TDI) στο μέτρο ROA και στο μέτρο Tobin's q. Με άλλα λόγια όσες περισσότερες οι δημοσιοποιημένες πληροφορίες για τα ΔΣ, τους μεγαλομετόχους, τον αριθμό δικαιωμάτων στις ταμειακές ροές και τον αριθμό των δικαιωμάτων ελέγχου, και όσο μεγαλύτερη η προθυμία για δημοσίευση πληροφοριών τόσο καλύτερη η επίδραση στο ROA και στο Tobin's q.

Αν και οι οικονομετρικοί έλεγχοι απέδειξαν ότι η καλή διοίκηση της εταιρείας είναι λιγότερο χρήσιμη σε εταιρείες με δυνατούς μεγαλομετόχους, καθώς άσχετα με το πόσο αυστηροί είναι οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, οι μεγαλομέτοχοι σχεδόν πάντα τους αποφεύγουν, ωστόσο η δυναμική του πρώτου αποτελέσματος δεν μειώνεται. Επίσης ο διαχωρισμός μεταξύ δικαιωμάτων ελέγχου, και δικαιωμάτων στις ταμειακές ροές για τον μεγαλύτερο μέτοχο εμποδίζει την βελτίωση της εταιρικής απόδοσης και μειώνει τον ευεργετικό αντίκτυπο από καλούς εταιρικούς κανόνες διακυβέρνησης. Σχετικά με τα μερίσματα παρατηρήσαμε ότι αν και μέσα σε κρίση η οικονομία το 2001, τα μερίσματα αυξάνονται καθώς πρέπει να διασφαλιστούν οι επενδυτές από πιθανή υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος, και από την αδυναμία του τραπεζικού συστήματος να χορηγήσει πιστώσεις.

⁶⁵ Dual class shares, μετοχές στις οποίες παρατηρείται αυξημένη αναλογία ψήφων σε σχέση με τις απλές.

⁶⁶ Δείκτης-κλίμακα αξιολόγησης που μετρά διαφάνεια εταιρικής πληροφόρησης και ποιότητα προστασίας μικρομετόχων, μέσω αξιολόγησης τριών χαρακτηριστικών: ΔΣ, κοινοποίηση πληροφοριών, μετοχολόγιο. Κάθε χαρακτηριστικό έχει υποκατηγορίες για να αξιολογείται στο σύνολό του.

⁶⁷ Για περισσότερα σχετικά με τους μηχανισμούς διαχωρισμού δικαιωμάτων ελέγχου και δικαιωμάτων στις ταμειακές ροές βλέπε μέρος 4^ο της παρούσας μελέτης.

⁶⁸ CGI ή Corporate Governance Index: περιλαμβάνει 2 συμπληρωματικές μεταξύ τους κλίμακες αξιολόγησης, το Transparency Disclosure Index που βασίζεται σε δημοσιοποιημένες πληροφορίες όπως ισολογισμούς, ΚΑΧ, ετήσιες αναφορές κλπ σχετικά με την διαφάνεια και την κοινοποίηση πληροφοριών, καθώς και το CCGI ή Complete Corporate Governance Index που βασίστηκε σε απεσταλθέν ερωτηματολόγιο σε κάθε εταιρεία ενδιαφέροντος.

Αμέσως μετά την κρίση οι πληρωμές μερισμάτων προσωρινά διακόπτονται. Τη ίδια περίοδο (2002) ο δείκτης ROA κατρακυλά αλλά την ίδια στιγμή το μέτρο Tobin's q αυξάνεται λόγω της αναμενόμενης καλής πορείας του 2002-2003, όχι μόνο του εγχώριου δείκτη αλλά γενικώς και των εξωτερικών περιστάσεων. Επίσης την ίδια περίοδο η μόχλευση των εταιρειών αυξάνεται αν και το τραπεζικό σύστημα έχει διακόψει την χρηματοδότηση.

Οι εταιρείες που πληρώνουν τακτικό και σταθερό μέρισμα συνήθως είναι οι μεγαλύτερες και οι πιο κερδοφόρες, οι λιγότερο μοχλευμένες και με την καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση, όλα δηλαδή σύμφωνα με τα αναμενόμενα για τους <<καλούς πληρωτές>>.

Για το μέτρο CGI, όσο πιο ευνοϊκές οι τιμές του, τόσο πιο θετικό το αποτέλεσμα στον λόγο χρηματικό μέρισμα προς χρηματική ροή(εδώ χρησιμοποιείται το δεύτερο σαν μέτρο μερισματικής δραστηριότητας, εξαρτημένη τυχαία μεταβλητή) αν και τα αποτελέσματα φαντάζουν λίγο ασταθή όταν συμπεριλάβουμε και άλλες μεταβλητές όπως αυτές της εταιρικής διακυβέρνησης.

Τα οικονομετρικά αποτελέσματα βασισμένα με διαδικασία Tobit έδειξαν τα εξής:

1. Μέγεθος εταιρείας, ύψος μόχλευσης, ROA, επηρεάζουν σύμφωνα με τα αναμενόμενα τα μερίσματα, ανεξαιρέτου επιπέδου εμπιστοσύνης.⁶⁹ Βέβαια το διάστημα 2002-2003 λόγω της γενικότερης κατάστασης όπου οι εταιρείες διακόπτουν τις πληρωμές μερισμάτων και προσπαθούν να αφομοιώσουν και να εξέλθουν από την κρίση τα δεδομένα κάπως αλλάζουν.
2. Οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον χώρο των προϊόντων κοινής ωφέλειας φαίνονται να καταβάλουν τα περισσότερα μερίσματα
3. Πράγματι οι εταιρείες επιθυμούν την διατήρηση σταθερής πληρωμής μερίσματος. Μάλιστα παρατηρείται δυσανάλογη αύξηση μεταξύ του TDI και της εξαρτημένης μεταβλητής (λόγος μερίσματος προς χρηματική ροή), προς όφελος της δεύτερης.
4. Ο δείκτης TDI επηρεάζεται σημαντικά από τον τομέα δραστηριοποίησης της επιχείρησης, και από το χρονικό διάστημα ενδιαφέροντος κάτι μη αναμενόμενο.
5. Η μεταβλητή της ιδιοκτησίας καθώς και της εθνικότητας του μεγαλύτερου μεγαλομετόχου επηρεάζουν άμεσα και καταλυτικά τα μερίσματα.

6.6.2 Βραζιλία

Σχετικά με την ιδιοκτησία, δεν ελέγχθηκε μόνο η άμεση μορφή αυτής, αλλά και η έμμεση.⁷⁰ Η έρευνα του André Carvalhal-da-Silva (2004) κατέληξε σε τελικούς 4

⁶⁹ Για την σχέση μεταξύ των μεταβλητών αυτών και του μερίσματος βλέπε 2^ο μέρος της παρούσας μελέτης

⁷⁰ Η έμμεση εξηγείται ως εξής: αν ο Α επενδυτής είναι ιδιοκτήτης του 60% της εταιρείας Π, η οποία κατέχει το 51% της εταιρείας Ρ, τότε ο επενδυτής Α είναι έμμεσος ιδιοκτήτης του 31% της εταιρείας Ρ.

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
ιδιοκτήτες : 1) ιδιώτες ή οικογένειες, 2)αλλοδαποί επενδυτές, 3)κυβέρνηση, 4) εγχώριοι
θεσμικοί επενδυτές. Λόγω ύπαρξης πυραμίδων, μετοχών που δεν συνοδεύονται από
δικαίωμα ψήφου και συμφωνιών μεγαλομετόχων, τα δικαιώματα στις ταμειακές ροές, δεν
είναι ανάλογα των δικαιωμάτων ψήφου. Οι εταιρείες χωρίζονται σε 2 ομάδες ανάλογα με
την ύπαρξη ή την απουσία πλειοψηφικού μετόχου.⁷¹ Τα αποτελέσματα των ελέγχων
κατέδειξαν τα εξής :

1. Σε σύνολο 225 εταιρειών, οι 203 χαρακτηρίζονται από πλειοψηφικό μεγαλομέτοχο ο οποίος ελέγχει κατά μέσο όρο το 75% των συνολικών δικαιωμάτων ψήφου. Όταν δεν υφίσταται πλειοψηφικός μεγαλομέτοχος, ο μεγαλύτερος μέτοχος διαθέτει το 37% των ψήφων. Ακόμα πιο απίθανο είναι το γεγονός ότι συνολικά ο πρώτος μεγαλομέτοχος, οι πρώτοι τρεις από κοινού, και οι πρώτοι 5 επίσης μαζί(ανάμεσα στους 3 και στους 5 είναι και ο πλειοψηφικός), διαθέτουν το 72%, 85%, και 87% των συνολικών ψήφων αντίστοιχα! Επίσης οι μεγαλομέτοχοι χρησιμοποιούν την έκδοση μετοχών χωρίς δικαίωμα ψήφου, για να διατηρήσουν τον έλεγχο χωρίς να έχουν το 50% του συνολικού κεφαλαίου. Στο σύνολο του δείγματος οι πέντε μεγαλύτεροι μέτοχοι διαθέτουν το 87% των συνολικών ψήφων, αλλά μόλις το 63% του συνολικού κεφαλαίου. Τα παραπάνω αναφέρονται σε άμεση ιδιοκτησία.
2. Για έμμεση ιδιοκτησία ο πλειοψηφικός μεγαλομέτοχος κατέχει το 69% των συνολικών ψήφων, και μόλις το 40% του συνολικού κεφαλαίου. Ανάλογης σημαντικότητας είναι και τα ποσοστά των 3 και των 5 μεγαλύτερων μαζί όταν συμπράττουν με τον πλειοψηφικό. Όταν όμως ο τελευταίος δεν υφίσταται ο μεγαλύτερος μέτοχος, διαθέτει μόλις το 40% των ψήφων και το 24% του συνολικού κεφαλαίου. Το φαινόμενο εξηγείται από την χρήση δομών πυραμίδας όπου διατηρείται ο έλεγχος από τους μεγαλομετόχους αλλά με μικρές αναλογικά επενδύσεις στην εταιρεία.
3. Σε σύνολο 225 εταιρειών παρατηρείται ύπαρξη πλειοψηφικού μεγαλομετόχου σε 203 εκ των οποίων,108 ελέγχονται από οικογένειες ή ιδιώτες, 16 από την κυβέρνηση, 60 από αλλοδαπούς επενδυτές και 19 από εγχώριους θεσμικούς επενδυτές. Ανεξαρτήτως προσώπου ιδιοκτησίας, στην διάθεση της κάθε μιας βρίσκονται, ελάχιστος αριθμός ψήφων 73%, και ελάχιστο συνολικό κεφάλαιο 46% για άμεση ιδιοκτησία. Για έμμεση οι ελάχιστες τιμές είναι 64% των ψήφων και 31% του κεφαλαίου. Τα παραπάνω είναι οι ελάχιστες τιμές και μπορεί να χαρακτηρίζουν διαφορετική ιδιοκτήτη.
4. Σχετικά με την χρήση μηχανισμών ελέγχου στο 23% του συνολικού δείγματος χρησιμοποιούνται συμφωνίες μεγαλομετόχων εξασφαλίζοντας 53% των συνολικών ψήφων προς το συνολικό κεφάλαιο, και στο 86% χρησιμοποιούνται πυραμίδες

⁷¹ Είναι αυτός που διαθέτει άμεσα τουλάχιστον το 50% των συνολικών δικαιωμάτων ψήφου.

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
παρέχοντας επίσης ίδια αναλογία ψήφων προς συνολικό κεφάλαιο. Αποτελεί ιδιαίτερη σημείωση η χρησιμοποίηση πυραμίδων στο 91% των εταιρειών με ιδιοκτήτη ιδιώτη.

Σχετικά με την αξιολόγηση της αγοράς για την εταιρεία(χρησιμοποιήθηκε το μέτρο Tobin's q), οι έλεγχοι έδειξαν τα ότι η ύπαρξη πλειοψηφικού μεγαλομετόχου συνεπάγεται μικρότερη αξιολόγηση για την επιχείρηση, ανεξαρτήτως μορφής ιδιοκτησίας, το οποίο καταδεικνύει την αρνητική σχέση συγκέντρωσης δικαιωμάτων ψήφου και αξιολόγησης από την αγορά. Οι κρατικές εταιρείες παρουσιάζονται ως υποτιμημένες ενώ οι ιδιόκτητες ως υπερτιμημένες. Επίσης οι παλινδρομήσεις που ακολούθησαν (δεσμευμένη μεταβλητή το μέτρο Tobin's q) μας έδωσαν τα εξής αποτελέσματα για την σύνδεση μορφής ιδιοκτησίας και αξιολόγησης για τις επιχειρήσεις:

Αυξημένη συγκέντρωση αριθμού ψήφων =>μικρότερη αποτίμηση.

Αυξημένη συγκέντρωση δικαιωμάτων στις χρηματικές ροές αυξάνει την τον βαθμό αξιολόγησης της εταιρείας.

Μεγαλύτερος διαχωρισμός μεταξύ του αριθμού ψήφων και του συνολικού κεφαλαίου, => μικρότερη αποτίμηση.

Τα παραπάνω αφορούν άμεση ιδιοκτησία και ύπαρξη 1,3 και 5 μεγαλύτερων μεγαλομετόχων. Για την έμμεση ιδιοκτησία τα αποτελέσματα διαφέρουν μόνο ως προς το επίπεδο σημαντικότητας, αλλά όχι ως προς την ουσία. Αναφορικά με τα πρόσωπα της ιδιοκτησίας, η ύπαρξη αλλοδαπών η εγχώριων θεσμικών επενδυτών είναι θετική για την εταιρεία, κάτι όμως που δεν συμβαίνει στην ύπαρξη ιδιωτών και ακόμα χειρότερα στην ύπαρξη του κράτους, πίσω από την διοίκηση των επιχειρήσεων. Γενικά υπάρχει άμεση σύνδεση αξιολόγησης για την εταιρεία και προέλευσης του κεφαλαίου στο οποίο βασίζεται η επιχείρηση.

Για την μερισματική πολιτική έχουμε να παρατηρήσουμε τα ακόλουθα:

1. Οι εταιρείες χωρίς πλειοψηφικό μεγαλομέτοχο δίνουν μεγαλύτερο μέρισμα από ότι συμβαίνει όταν αυτός είναι παρών. Επίσης οι μικρότερες μερισματικές αποδόσεις χαρακτηρίζουν τις ιδιόκτητες εταιρείες και οι μεγαλύτερες αποδόσεις τις κρατικές.
2. Για άμεσης μορφής ιδιοκτησία η συγκέντρωση δικαιωμάτων ψήφου, ανεξάρτητα αριθμό ιδιοκτητών 1-3-5, συνεπάγεται μικρότερη μερισματική απόδοση για την εταιρεία επιβεβαιώνοντας τα αναμενόμενα σύμφωνα με την θεωρεία.
3. Υψηλή συγκέντρωση δικαιωμάτων στις χρηματικές ροές από τον ιδιοκτήτη, συνεπάγεται αυξημένη μερισματική απόδοση για την επιχείρηση επίσης σύμφωνα με όσα προτάσει η θεωρεία.
4. Μεγαλύτερος διαχωρισμός αριθμού ψήφων προς συνολικό κεφάλαιο οδηγεί σε μικρότερη μερισματική απόδοση, και εδώ σύμφωνα με τα αναμενόμενα.

5. Για την έμμεση μορφή ιδιοκτησίας τα αποτελέσματα δεν αλλάζουν παρά μόνο γίνονται πιο σημαντικά από στατιστικής πλευράς, κάτι που πιθανώς εξηγείται γιατί η έμμεση ιδιοκτησία δίνει βάρος στον πραγματικό ιδιοκτήτη.

6.7.1 Ευρώπη, Γερμανία

Σαν κάθε άλλη Ευρωπαϊκή χώρα χαρακτηρίζεται από συγκέντρωση ιδιοκτησίας στις επιχειρήσεις. Αυτή η συγκέντρωση δίνει στους μεγαλομετόχους την δύναμη να διαμορφώσουν οι ίδιοι πλήθος θεμάτων, μεταξύ αυτών και της μερισματικής απόδοσης. Μάλιστα σε αρκετές επιχειρήσεις ο μεγαλομέτοχος κατέχει πλέον του 50% των μετοχών που φέρουν δικαίωμα ψήφου. Ωστόσο σύμφωνα με το νόμο, μέρος στην διοίκηση θα λάβουν και όσοι μέτοχοι κατέχουν πάνω από το 5% των μετοχών και θα χαρακτηριστούν μεγαλομέτοχοι. Η ύπαρξή τους μειώνει την απόλυτη δύναμη του πρώτου μεγαλομετόχου. Συνήθως η ιδιοκτησία συγκεντρώνεται σε χέρια ιδιωτών και των οικογενειών τους, το κράτος και χρηματοοικονομικά ιδρύματα. Η διάκριση μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου επιτυγχάνεται μέσω χρησιμοποίησης δομών πυραμίδας, και cross holdings.

Το δείγμα της μελέτης των Klaus Gugler, B. Burcin Yurtoglu (2003) περιλαμβάνει 266 μεγάλες επιχειρήσεις εισηγμένες στον Standard & Poors' Global Vantage, και καλύπτει την περίοδο 1992-1999. Για να αποδειχθεί η σχέση εταιρικής διακυβέρνησης και μερισματικής απόδοσης χρησιμοποιείται το μοντέλο του Linter καθώς και ένα μοντέλο με βάση αυτό των Scholes-Williams (1977) για να ανακαλυφθεί ποια είναι η σχέση μεταξύ ανακοίνωσης μερίσματος και απόδοσης μετοχής. Επίσης χρησιμοποιήθηκαν πολυμεταβλητές παλινδρομήσεις. Τα αποτελέσματα των εμπειρικών αναλύσεων και των δυο μέτρων έχουν ως εξής:

- Υπάρχει μεγάλη συγκέντρωση ιδιοκτησίας με τον μεγαλύτερο μέτοχο να διαθέτει το 50% των δικαιωμάτων ψήφου και το 39% των δικαιωμάτων στις χρηματικές ροές. Υπάρχει ευρεία χρησιμοποίηση πυραμίδων για την συγκέντρωση ελέγχου και την μη ταυτόχρονη επένδυση στην επιχείρηση αφού κατά μέσο όρο υπάρχουν 3 επίπεδα που χωρίζουν την άμεση και την έμμεση ιδιοκτησία. Μεγαλύτερος διαχωρισμός δικαιωμάτων ψήφου και δικαιωμάτων στις ταμειακές ροές οδηγεί σε μικρότερο μέρισμα. Αντίθετα αν διακρίνουμε την επίπτωση μεταξύ των δυο ειδών δικαιωμάτων στην μερισματική απόδοση, βρίσκουμε θετική σχέση για δικαιώματα στις χρηματικές ροές και αρνητική για τα δικαιώματα ελέγχου. Συγκέντρωση δικαιωμάτων από έναν μεγαλομέτοχο επηρεάζει αρνητικά την μερισματική απόδοση.
- Η μερισματική απόδοση σχετίζεται αρνητικά με το μέγεθος της επιχείρησης, το μέτρο Tobin's Q, και το ύψος της μόχλευσης.

- ü Ὑπαρξη 2^{ου} ή 3^{ου} κλπ μεγαλομετόχου έχει θετικό αντίκτυπο στα μερίσματα, αφού έτσι η απόλυτη δύναμη του πρώτου μειώνεται και ασκείται έλεγχος στις ενέργειές του.
- ü Η απόδοση της μετοχής πέφτει όταν μη ελεγχόμενοι (δεν υπάρχει 2^{ος} , 3^{ος} κλπ), μεγαλομέτοχοι μειώνουν την μερισματική απόδοση, σε πολύ μεγάλο ποσοστό. Όμοια είναι και η εικόνα όταν υπάρχουν λοιποί μεγαλομέτοχοι αλλά η αντίδραση της αγοράς είναι πολύ πιο ήπια από την προηγούμενη περίπτωση. Το γεγονός μιλά υπέρ του ελεγκτικού ρόλου των υπόλοιπων μεγαλομετόχων στις ενέργειες του μεγαλύτερου. Η χρησιμοποίηση των πυραμίδων επιτείνει ακόμα περισσότερο την κατάσταση για την πρώτη περίπτωση.
- ü Η άσκηση ελέγχου επίσης μέσω cross-holdings μειώνει την μερισματική απόδοση και οδηγεί σε αρνητική αντίδραση στην τιμή της μετοχής μέσω της αγοράς, αφού συνιστά παραβίαση του κανόνα μια μετοχή μια ψήφος.
- ü Όσο μεγαλύτερο το ποσοστό ιδιοκτησίας του μεγαλύτερου μετόχου τόσο πιο αρνητική η αντίδραση στην μερισματική απόδοση επικυρώνοντας την rent extraction hypothesis για τις γερμανικές επιχειρήσεις με συγκέντρωση ιδιοκτησίας.
- ü Οι οικογένειες αποτελούν την πιο συχνή μορφή ιδιοκτησίας αφού ελέγχουν το 60% περίπου το δείγματος, αν και την ίδια στιγμή, οι οικογενειακές επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται από τον μεγαλύτερο λόγο δικαιωμάτων στις χρηματικές ροές προς δικαιωμάτων ψήφου. Με άλλα λόγια την μικρότερη απόκλιση από τον κανόνα μια μετοχή μια ψήφος. Το γεγονός προκαλεί εντύπωση γιατί σε τέτοιας μορφής ιδιοκτησία περιμένουμε και τις μεγαλύτερες αποκλίσεις. Η χρήση πυραμίδων είναι η μικρότερη για τις οικογενειακές επιχειρήσεις. Η οικογενειακή ιδιοκτησία είναι θετικό χαρακτηριστικό για την μερισματική απόδοση. Ωστόσο από την στιγμή που θα αρχίσει να παρατηρείται και να διογκώνεται αλλοίωση του χρυσού κανόνα, ο αντίκτυπος στην μερισματική απόδοση είναι πολύ χειρότερος, συγκρινόμενος με την αλλοίωση αυτού και την επιρροή του στα μερίσματα, σε επιχειρήσεις άλλης μορφής ιδιοκτησίας.
- ü Το 17% των εταιρειών του δείγματος ελέγχεται από το κράτος με γενναία χρησιμοποίηση πυραμίδων και μικρότερη μερισματική απόδοση συγκρινόμενη με αυτή των οικογενειακών επιχειρήσεων. Η συγκέντρωση ιδιοκτησίας με την μορφή αυτή έχει θετική επίδραση στην μερισματική πολιτική για ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου, μικρότερο του 38% αλλά αρνητική όταν το ποσοστό λάβει μεγαλύτερες τιμές.
- ü Ένα 5% του δείγματος ελέγχεται άμεσα από χρηματοοικονομικά ιδρύματα. Και λέμε άμεσα γιατί μέσω των cross holdings ουσιαστικά ελέγχεται το 19% του συνολικού δείγματος, αφού το 12,5% των cross holdings είναι ασφαλιστικές επιχειρήσεις που παρέχουν και χρηματοοικονομικές υπηρεσίες. Εδώ αν και δεν παρατηρείται αλλοίωση του χρυσού κανόνα, ωστόσο υπάρχει ευρεία χρησιμοποίηση πυραμίδων, η δεύτερη

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
μεγαλύτερη αναφορικά με την μορφή ιδιοκτησίας. Η σχέση αυτής της μορφής ιδιοκτησίας και της μερισματικής απόδοσης δεν είναι απόλυτη αφού ενσωματώνονται αρκετοί παράγοντες που δεν μπορούν να υπολογιστούν.

- ü Ανάλογη είναι και η σχέση με την ιδιοκτησία εκ μέρους αλλοδαπής επιχείρησης, η οποία αφορά το 6% του δείγματος. Και εδώ υπάρχει μεγάλη χρήση πυραμίδων όμως καλός λόγος δικαιωμάτων στις χρηματικές ροές προς δικαιώματα ψήφου.
- ü Τέλος η χειρότερη από άποψη μορφής ιδιοκτησίας για τα μερίσματα είναι η ύπαρξη των cross-holdings. Εδώ έχουμε το χειρότερο λόγο των δυο μορφών δικαιωμάτων και την πιο συχνή χρήση πυραμίδων, γεγονός υπέρ μια πολύ μικρής μερισματικής απόδοσης. Αφορούν κυρίως ασφαλιστικές εταιρείες.

6.7.2 Ιταλία

Αποτελεί κλασσικό παράδειγμα civil law κράτους, με αυξημένη συγκέντρωση ιδιοκτησίας, και σημαντική εκμετάλλευση των μικρομετόχων από τους μεγαλομετόχους. Βασιζόμενοι στην υπόθεση ότι οι μεγαλομέτοχοι θα εκμεταλλευτούν τους μικρομετόχους όποτε υπάρξει σημαντικό κίνητρο για τους πρώτους, οδηγούμαστε στην θέση ότι ύπαρξη μεγαλομετόχων οδηγεί σε μειωμένη μερισματική απόδοση. Ελέγχεται η θέση με παλινδρόμηση του λόγου μερισματικής απόδοσης με διάφορες μεταβλητές ιδιοκτησίας όπως ο αριθμός δικαιωμάτων ψήφου, συμφωνίες μεταξύ μεγαλομετόχων κ.α που εν συντομία εδώ δεν θα αναφερθούν αλλά θα γίνουν εμφανείς στα αποτελέσματα των ελέγχων.

Στην έρευνά τους οι Luciana Mancinelli, Aydin Ozkan, (2006) βρήκαν ότι η δομή ιδιοκτησίας στην Ιταλία παρουσιάζει μεγάλη συγκέντρωση. Μάλιστα για το 60% των εταιρειών του Χρηματιστηριακού Δείκτη του Μιλάνου, ένας μέτοχος κατέχει την απόλυτη πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου, και το 80% των επιχειρήσεων έχουν μεγαλομετόχους που ασκούν έλεγχο μέσω των μεριδίων τους. Το μέσο ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου του μεγαλύτερου μετόχου, για το σύνολο του δείκτη είναι 45%, ενώ το μέσο ποσοστό των υπόλοιπων μεγαλομετόχων δεν ξεπερνά το 9,5%. Διαχρονικά παρατηρείται σταθερότητα στα ποσοστά ιδιοκτησίας.

Επίσης παρατηρείται αυξημένος διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου. Το μέσο που χρησιμοποιείται είναι οι πυραμίδες με το 50% των εταιρειών του δείκτη να ανήκουν σε κάποια δομή πυραμίδας. Αν και η παραβίαση του κανόνα μια μετοχή μια ψήφος επιτρέπεται νομικά, ωστόσο δεν έχουμε σημαντικές παρεκκλίσεις. Οι μετοχές που δεν συνοδεύονται από δικαίωμα ψήφου αφορούν το 7% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του δείκτη, ενώ οι μετοχές με περιορισμένα δικαιώματα ψήφου το 1,3% αυτού. Ακόμα σαν μέσο διαχωρισμού με αυξημένο όμως βάρος αποτελεί η ύπαρξη circular shareholdings,

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
όπου ποσοστά ιδιοκτησίας άνω του 2% έχει διαπιστωθεί ότι συνδέουν 20 σύνολα επιχειρήσεων, αντιπροσωπεύοντας το 36% του δείκτη.

Ο ύπαρξη του δεύτερου μεγαλομετόχου δεν επηρεάζει σημαντικά την κατάσταση αφού η δύναμή του συγκρινόμενη με αυτή του πρώτου είναι αισθητά περιορισμένη. Την θέση κατέχουν συνήθως χρηματοοικονομικά ιδρύματα και θεσμικοί επενδυτές. Αυτό οδηγεί σε ανεπαρκή έλεγχο των μεγαλομετόχων από τα εν λόγω ιδρύματα, κατάσταση που θα προστάτευε περαιτέρω τους μικρομετόχους. Νομικές βελτιώσεις λαμβάνουν χώρα για να αυξήσουν τον ρόλο του ωστόσο το μέλλον θα κρίνει την αποτελεσματικότητά τους. Σε γενικές γραμμές η ικανότητα του νομικού πλαισίου για την προστασία των μικρομετόχων και τον περιορισμό της απόλυτης δύναμης του πρώτου μεγαλομετόχου είναι η μικρότερη μεταξύ των κρατών του G8. Η κατάσταση συνεπικουρείται από τις τιμές που λαμβάνει ο δείκτης διαπλοκής και από την ποιότητα των λογιστικών διαδικασιών.

Βέβαια συνήθως παρατηρούνται συμφωνίες μεταξύ των μεγαλομετόχων, (15% των συνολικών εταιρειών του δείκτη) δίνοντας έτσι την ευκαιρία στον πρώτο να ασκήσει τον έλεγχο, αν και πρέπει να ενημερωθούν οι χρηματιστηριακές αρχές για το περιεχόμενο των συμφωνιών, και να δημοσιοποιηθούν και στον τύπο όπως επιτάσσει το γράμμα του νόμου. Συνήθως έχουν την μορφή συνδικάτων ψήφου, όπου λαμβάνονται αποφάσεις για την εταιρεία, βασιζόμενες στην πλειοψηφία των δικαιωμάτων που δημιουργούν οι συμφωνίες αυτές. Με αυτόν τον τρόπο μετριάζεται κάπως η απόλυτη δύναμη του πρώτου μεγαλομετόχου, καθώς χρειάζεται και την δύναμη όσων βρίσκονται πίσω του για να λάβει σημαντικές αποφάσεις.

Το δείγμα αφορά την χρονική περίοδο 2001-2002, και περιλαμβάνει 139 επιχειρήσεις, το 50% του δείκτη, δεν περιλαμβάνει χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ασφαλιστικές εταιρείες, και αλλοδαπές επιχειρήσεις, λόγω διαφορετικών λογιστικών πρακτικών. Σαν εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιείται η συνολική χρηματική πληρωμή σε μερίσματα που διανέμεται σε κοινούς και προνομιούχους μετόχους, μετρημένη με τον λόγο D/E και τον D/MC.⁷² Οι ανεξάρτητες μεταβλητές θα γίνουν αντιληπτές από τα αποτελέσματα που έδειξαν οι έλεγχοι καθώς και οι παλινδρομήσεις με την μέθοδο Tobit και έχουν ως εξής.

1. Το 71% του δείγματος ελέγχεται από ιδιώτες, με τον μεγαλύτερο μεγαλομέτοχο να έχει το ελάχιστο το 9% των δικαιωμάτων ψήφου και 96% το μέγιστο. Το μέσο ποσοστό του μεγαλύτερου μεγαλομετόχου είναι 52%. Ο δεύτερος μεγαλομέτοχος συναντάται σε 112 από τις 139 επιχειρήσεις και διαθέτει κατά μέσο όρο το 9% των δικαιωμάτων ψήφου.

⁷² Για την επιλογή των δεικτών βλέπε 3^ο μέρος της μελέτης
*Τμήμα Χρηματοοικονομικής
και Τραπεζικής Διοικητικής*

2. Από το σύνολο του δείγματος 47 δεν κατανέμουν μέρισμα, ενώ για αυτές που διανέμουν η μόχλευση σχετίζεται αρνητικά και με τα δυο μέτρα μερισματικής απόδοσης, κάτι που ισχύει και για τον λόγο M/B, υπογραμμίζοντας έτσι ότι ακόμα και σε μια χώρα με civil law οι ταχέως αναπτυσσόμενες εταιρείες θα διανείμουν μικρότερο μέρισμα.
3. Αντίθετη είναι η σχέση για το μέγεθος της επιχείρησης και την μερισματική απόδοση αφού έχει θετικό αντίκτυπο στα μερίσματα, σύμφωνα και με τους δυο λόγους.
4. Ο αριθμός των δικαιωμάτων ψήφου του μεγαλύτερου μετόχου και η μερισματική απόδοση χαρακτηρίζονται επίσης από αρνητική σχέση και για τους δυο λόγους D/E, D/MC προφανώς λόγω του αυξημένου κινδύνου εκμετάλλευσης των μικρομετόχων. Ακόμα και οι διοικητές που συχνά σχετίζονται άμεσα με τους μεγαλομετόχους (φυσικά όταν δεν είναι τα ίδια άτομα), επιθυμούν να έχουν μεγαλύτερη πρόσβαση σε πλεονάζουσες χρηματικές ροές, σκιαγραφώντας έτσι την ανωτέρω σχέση.
5. Η ύπαρξη των υπόλοιπων μεγαλομετόχων ως εργαλείο περιορισμού και ελέγχου της μεγάλης δύναμης του πρώτου μεγαλομετόχου δεν έχει καμιά επίδραση θετική ή αρνητική στην μερισματική απόδοση και για τους 2 λόγους.
6. Η ύπαρξη συνασπισμών και συμφωνιών μεταξύ πρώτου μεγαλομετόχου και των υπολοίπων έχει θετικό, αλλά όχι σημαντικό αντίκτυπο στην μερισματική απόδοση. Οι συνασπισμοί μειώνουν την απόλυτη δύναμη του πρώτου, και την επιρροή του στην μερισματική απόδοση εφόσον βέβαια δεν διαθέτει αριθμό δικαιωμάτων, ικανό να διαδραματίσει πρωταγωνιστικό ρόλο.
7. Ο συνυπολογισμός του λόγου O/C (Ownership rights to Control rights) του πρώτου μεγαλομετόχου δεν μεταβάλλει συνολικά την προηγούμενη εικόνα., αν και μεγάλος διαχωρισμός έχει θετική επίδραση στα δυο μέτρα μερισματικής απόδοσης.
8. Χρησιμοποιώντας μοντέλο LOGIT για τις επιχειρήσεις που δεν δίνουν μέρισμα, και προσπαθώντας να δούμε αν οι παραπάνω μεταβλητές επηρεάζουν την απόφαση για διανομή μερίσματος καθαυτή, το μόνο διαφορετικό με τα παραπάνω είναι ότι η ύπαρξη συνασπισμού μεγαλομετόχων θα διαδραματίσει καθοριστικό ρόλο στην λήψη απόφασης για διανομή μερίσματος.⁷³ Πέραν αυτού το μόνο που αλλάζει είναι τα επίπεδα σημαντικότητας μεταξύ των μεταβλητών.

6.7.3 Ισπανία

Στην Ισπανία, σε γενικές γραμμές παρατηρείται σημαντική συγκέντρωση ιδιοκτησίας των εισηγμένων επιχειρήσεων, και οι όποιες μεταβολές στην ιδιοκτησία οφείλονται αποκλειστικά και μόνο στην μεταβολή των ποσοστών των μεγαλομετόχων, αφού η συμμετοχή τους στην ιδιοκτησία δεν αλλάζει διαχρονικά. Με άλλα λόγια παραμένουν μεγαλομέτοχοι στις επιχειρήσεις, ίσως όμως αλλάζει η σειρά μεταξύ τους.

Το δείγμα που εξετάστηκε από τους Carmen Galve Górriz; Vicente Salas Fumás (1996) χωρίζεται σε οικογενειακές και μη επιχειρήσεις. Περιλαμβάνει 81 μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις, εισηγμένες στον Ισπανικό χρηματιστηριακό δείκτη, 38 εκ των οποίων είναι οικογενειακές ενώ οι υπόλοιπες ανήκουν σε άλλες ημεδαπές και ξένες επιχειρήσεις, και καλύπτει την περίοδο 1990-1991. Μελετώνται μεταξύ άλλων η επίδραση της οικογενειακής και μη ιδιοκτησίας στην μερισματική απόδοση και στην λειτουργική αποδοτικότητα της επιχείρησης. Μάλιστα στην Ισπανία υπάρχει και ένας θεσμός το Ινστιτούτο Οικογενειακής Επιχείρησης, το οποίο επιδιώκει πιο ευνοϊκό κλίμα λειτουργίας για τις επιχειρήσεις αυτές. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδωσαν τα παρακάτω συμπεράσματα:

1. Οι κάτοχοι οικογενειακών επιχειρήσεων διανέμουν σημαντικό μέρισμα, σε μια προσπάθεια να συγκεντρώσουν και οι ίδιοι μέσω των δικαιωμάτων που τους αναλογούν, τα χρηματικά διαθέσιμα, που η κρατική φορολογία, και πιο συγκεκριμένα οι φορολογικοί συντελεστές στην περιουσία θα τους απαιτήσουν. Αυτό όμως έχει αρνητικό αντίκτυπο σε ευκαιρίες ανάπτυξης και ανταγωνιστικότητα της επιχείρησης.
2. Ακόμα όμως και τα μερίσματα δεν επαρκούν για να καλύψουν το ύψος των φόρων όταν οι ιδιοκτήτες μεταφέρουν τις μετοχές τους στους διαδόχους τους, και η μόνη λύση για να βρεθούν τα κεφάλαια αυτά είναι με την πώληση των ποσοστών τους σε πολυεθνικές επιχειρήσεις.
3. Σε γενικές γραμμές οι οικογενειακές επιχειρήσεις παρουσιάζουν μικρότερο μέγεθος από τις μη οικογενειακές, γεγονός που είναι απόλυτα λογικό σύμφωνα με το πρώτο συμπέρασμα, αφού τα ρευστά διαθέσιμα που θα διοχετεύονταν σε επενδύσεις χρηματοδοτούν τα αυξημένα μερίσματα για την ικανοποίηση των φορολογικών απαιτήσεων που βαρύνουν τους ιδιοκτήτες.
4. Η λειτουργική αποδοτικότητα για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις δεν είναι τόσο καλή όσο στις οικογενειακές.
5. Οι οικογενειακές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν μεγαλύτερο κόστος δανεισμού.
6. Ανεξάρτητα κυρίαρχης μορφής ιδιοκτησίας η μεγαλύτερη αποδοτικότητα στην λειτουργία των εταιρειών δεν συνεπάγεται άμεσα και αυξημένη κερδοφορία.

7. Διαμεσολαβητικό πρόβλημα δεν υπάρχει στις οικογενειακές επιχειρήσεις αφού και οι ιδιοκτήτες επιθυμούν την διανομή αυξημένου μερίσματος. Ο φορολογικός συντελεστής στα μερίσματα για τους ιδιώτες επενδυτές δεν είναι τόσο υψηλός ώστε να προτιμούν τα παρακρατηθέντα κέρδη και να υπάρχουν εντάσεις με τους ιδιοκτήτες. Για τις μη οικογενειακές εταιρείες, επίσης δεν υπάρχει σημαντικό πρόβλημα καθώς η πίστη των μικρομετόχων στους ιδιοκτήτες και τις ενέργειες αυτών είναι τέτοια ώστε συγκρούσεις με σκοπό την αύξηση του μερίσματος είναι σπάνιο φαινόμενο.

Αξίζει να αναφέρουμε ότι στην μελέτη του La Porta και των συνεργατών του, Agency Problems and Dividend Policies around the World το 1994, η Ισπανία σε μια συγκριτική έρευνα με άλλα 20 κράτη όπου υπάρχει common law, καταλαμβάνει την 3^η θέση στον λόγο μερίσματος προς χρηματική ροή, και την 6^η θέση στον λόγο μερίσματος προς έσοδα!

6.7.4 Βέλγιο

Αντικείμενο της έρευνας των Alexander Dehaene, Hubert Ooghe (1998) ήταν η διαμόρφωση του ΔΣ, σύμφωνα με τους τρεις παράγοντες που αναφέρθηκαν στην εισαγωγή (χρησιμοποιούνται ως εξαρτημένες μεταβλητές), και το πως η σύνθεση επηρεάζει την μερισματική πολιτική και την αποδοτικότητα της επιχείρησης. Η σύνθεση έχει έμμεσες αναφορές και για το ιδιοκτησιακό καθεστώς. Το δείγμα αφορά 122 επιχειρήσεις, 61 εισηγμένες, και 61 εκτός χρηματιστηριακού δείκτη. Διαιρείται σε 3 υποκατηγορίες, α) βιομηχανικές και εμπορικές επιχειρήσεις, β) χρηματοοικονομικά ιδρύματα, γ) εταιρείες συμμετοχών. Σαν εξαρτημένες μεταβλητές χρησιμοποιούνται το μέγεθος της επιχείρησης, μετρημένο από συνολικό ενεργητικό, αριθμό απασχολούμενων, και κεφαλαιοποίηση αγοράς. Η περίοδος αναφοράς καλύπτει την διετία 1993-1995. Τα αποτελέσματα των ελέγχων διαμορφώνουν την παρακάτω εικόνα για την εικόνα των εταιρειών:

1. Ο μέσος αριθμός διοικητών του ΔΣ είναι 8 μέλη.
2. Ο αριθμός των εξωτερικών μη εκτελεστικών μελών είναι ιδιαίτερα σημαντικός κατά μέσο όρο 6 σε συνολικό αριθμό 10 μελών, ωστόσο αυτό δεν συνεπάγεται ότι είναι και πραγματικά ανεξάρτητοι.⁷⁴
3. Στο 42% του δείγματος παρατηρείται CEO duality.
4. Παρατηρείται σχετική συγκέντρωση ιδιοκτησίας μετρημένη με τα δικαιώματα ψήφου. Στο 46% του δείγματος ένας μέτοχος κατέχει τουλάχιστον το 5% των δικαιωμάτων, ενώ στο υπόλοιπο τμήμα, θα χρειαστούν τουλάχιστον 3 μέτοχοι για να συγκεντρώσουν ανάλογο ποσοστό ιδιοκτησίας.

⁷⁴ Σαν εξωτερικός διοικητής ορίζεται εκείνος που δεν έχει την οποιαδήποτε σχέση με την εταιρεία πέραν του ελέγχου και της διοίκησης που θα ασκήσει.

Για το μέγεθος της εταιρείας και τις 3 μεταβλητές του ΔΣ παρατηρούμε ότι (για τις δημοσιευμένες επιχειρήσεις):

- ü Υπάρχει θετική σχέση μεταξύ μεγέθους επιχείρησης και αριθμού μελών του ΔΣ, και για τις 3 μεταβλητές του μεγέθους. Οι εταιρείες με μέτοχο που κατέχει τουλάχιστον το 5% των δικαιωμάτων ψήφου, είναι συνήθως μικρότερες, και διοικούνται συνήθως από τον ίδιο, μαζί με περιορισμένο αριθμό μελών ΔΣ. Επίσης οι εισηγμένες επιχειρήσεις διαθέτουν μεγαλύτερα ΔΣ, και μεταξύ των 3 υποκατηγοριών οι εταιρείες συμμετοχών παρουσιάζουν τα μεγαλύτερα ΔΣ.
- ü Υπάρχει επίσης θετική σχέση μεταξύ εξωτερικών διοικητών και μεγέθους επιχείρησης, καθώς οι μικρότερες εταιρείες, διακρίνονται από μικρότερο αριθμό εξωτερικών διοικητών στα ΔΣ. Παράλληλα ο μεγάλος αριθμός απαντάται κυρίως για εισηγμένες επιχειρήσεις. Ο αριθμός δεν φαίνεται να σχετίζεται με τον αριθμό των μεγαλομετόχων και με το είδος δραστηριοποίησης της επιχείρησης.
- ü Ο διαχωρισμός των θέσεων του CEO και του προέδρου του ΔΣ έχει μια ελαφρά θετική επίδραση στο μέγεθος της επιχείρησης, μετρημένο με το σύνολο του ενεργητικού, όμως καμιά επίδραση σύμφωνα με τους άλλους δείκτες μέτρησης. Επίσης δεν περιγράφεται κάποια σχέση μεταξύ CEO duality και ιδιοκτησιακού καθεστώτος, καθώς και κάποια διαφοροποίηση μεταξύ δημοσιοποιημένων και μη εταιρειών..

Αναφορικά με την σχέση μεταξύ των 3 στοιχείων του ΔΣ και της μερισματικής απόδοσης(μετρημένη με την dividend yield και του dividend payout ισχύουν τα εξής (για τις εισηγμένες επιχειρήσεις):

- ü Μικρός αριθμός μελών ΔΣ οδηγεί σε πτώση της μερισματικής απόδοσης. Η εικόνα αφορά κυρίως μικρές και οικογενειακές επιχειρήσεις, αλλά μπορεί να εξηγείται και από την αδυναμία πρόσβασης σε σημαντικές πηγές χρηματοδότησης και στην εύνοια στα παρακρατηθέντα κέρδη που δείχνει το φορολογικό πλαίσιο λειτουργίας.
- ü Αντίθετα με την κοινή λογική η ύπαρξη πολλών εξωτερικών διοικητών έχει αρνητικό αντίκτυπο στην μερισματική απόδοση των εταιρειών. Η πιο πιθανή εξήγηση αναφέρει ότι οι εξωτερικοί διοικητές είναι μέτοχοι των επιχειρήσεων και λόγω φορολογίας προτιμούν τα μειωμένα μερίσματα, υπέρ των παρακρατηθέντων κερδών. Άλλωστε έτσι υπάρχουν κεφάλαια για μελλοντικές επενδύσεις και περεταίρω ανάπτυξη της επιχείρησης. Η σύνδεση με ότι συμβαίνει στις οικογενειακές επιχειρήσεις φαίνεται αβάσιμη, καθώς συνήθως διακρίνονται από πιο βραχυπρόθεσμους στόχους.
- ü Σχέση μεταξύ CEO duality και μερισματικής απόδοσης δεν υφίσταται, πάλι αντίθετα με όσα η θεωρία και ο κοινός νους προτάσσει. Πάλι δεν μπορούμε να κάνουμε οποιαδήποτε προέκταση του αποτελέσματος για τις οικογενειακές επιχειρήσεις αφού

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
τότε η σχέση είναι είτε θετική είτε αρνητική, τουλάχιστον σύμφωνα με όσα οι περισσότερες μελέτες βρίσκουν.

6.7.5 Ολλανδία

Η Ολλανδία είναι από τις λίγες χώρες, ίσως και η μοναδική, όπου μέσω των θεσμών του συστήματος τα δικαιώματα των μετόχων περιορίζονται. Πιο συγκεκριμένα μόλις οι επιχειρήσεις αποκτήσουν ένα συγκεκριμένο μέγεθος, υποχρεώνονται από το νόμο να υιοθετήσουν ένα αποκαλούμενο καθεστώς δομής "structured regime", το οποίο αφαιρεί από τους μετόχους τα περισσότερα από τα δικαιώματά τους. Πιο ήπιες μορφές του καθεστώτος, χαρακτηριστικές για τις ξένες επιχειρήσεις, επιτρέπουν μαζικότερη συμμετοχή των μετόχων στις αποφάσεις της εταιρείας. Η κατάσταση γίνεται ακόμα χειρότερη αν συνυπολογίσουμε ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις υιοθετούν μέτρα περιορισμού της δύναμης των μετόχων, όπως προνομιούχες και προτεραιότητας (preference και priority) μετοχές. Σε αυτά προστίθεται η απόσυρση μετοχών που συνοδεύονται από δικαίωμα ψήφου και η αντικατάστασή τους από εμπορεύσιμα πιστοποιητικά κατάθεσης, (tradable depository certificates), με απουσία δικαιώματος ψήφου. Αντικείμενο της μελέτης των Luc Renneboog, Peter G. Szilagyi, (2007) είναι αν όλοι αυτοί οι περιορισμοί, επιδρούν στην μερισματική απόδοση, καθώς και αν παραπάνω μέθοδοι μπορούν να αντικαταστήσουν τα μερίσματα ως εργαλείο ελέγχου, χρησιμοποιώντας μια επέκταση του μοντέλου του Linter, καθώς και ένα σύνολο παλινδρομήσεων Probit.⁷⁵ Για την επιρροή των μετόχων χρησιμοποιούνται η συγκέντρωση ιδιοκτησίας, και οι δείκτες Banzhaf.⁷⁶

Το Ολλανδικό μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης (polder model), είναι ένα stakeholder oriented insider σύστημα κλασσικό για την ηπειρωτική Ευρώπη όπου κυριαρχεί insider μορφή, με φτωχό νομοθετικό πλαίσιο λειτουργίας. Ελέγχονται οι εξής υποθέσεις.⁷⁷

1. Ποια η σχέση μεταξύ του καθεστώτος δομής στην απόλυτη και στην πιο ελαφριά μορφή του και της μερισματικής απόδοσης. Αναμένουμε αρνητική σχέση και μικρότερα μερίσματα για τις επιχειρήσεις που ανήκουν στο καθεστώς. Επίσης

⁷⁵ Linter J, 1956 : Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes, *American Economic Review*, volume 76, pages 97-113.

⁷⁶ Banzhaf, J.F 1965: Weighted Voting Doesn't Work, A mathematical analysis, *Rutgers Law Review*, volume 19 pages 317-343.

⁷⁷ Ο χαρακτηρισμός polder χρησιμοποιείται για να υπογραμμίσει την αργή διαδικασία λήψης αποφάσεων από τις Ολλανδικές επιχειρήσεις, όπου οι και τρία μέλη που συμμετέχουν στην λήψη αποφάσεων πρέπει να ακουστούν. Τα μέλη είναι οργανώσεις εργοδοτών, εργατικά συνδικάτα, και η κυβέρνηση μέσω του κοινωνικό-οικονομικού Συμβουλίου. Το μοντέλο έχει βοηθήσει στην επίλυση των εργατικών συγκρούσεων και στην αποφυγή απεργιών.

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
αναμένουμε ότι ήπια μορφή του καθεστώτος οδηγεί σε μικρότερο αρνητικό αντίκτυπο για την μερισματική πολιτική.

2. Ποια η σχέση ανάμεσα στα 3 είδη περιορισμού των δικαιωμάτων των μετόχων και της μερισματικής πολιτικής. Λογικά η χρήση προνομιούχων μετοχών οδηγεί σε μικρότερα και λιγότερο συχνά μερίσματα. Η χρήση πιστοποιητικών κατάθεσης οδηγεί σε μεγαλύτερες μερισματικές αποδόσεις, προφανώς επειδή οι επενδυτές θέλουν αυξημένη αποζημίωση για την αποστέρηση των δικαιωμάτων τους. Τέλος η χρήση μετοχών προτεραιότητας λογικά δεν φαίνεται να έχει επίπτωση στην μερισματική απόδοση, καθώς αυτές μειώνουν την πίεση που ασκείται στην διοίκηση από για αποζημίωση των μετόχων.
3. Πως επηρεάζει την μερισματική απόδοση η ύπαρξη ενός μόνο μεγαλομετόχου και πως η ύπαρξη περισσότερων. Η εμπειρία θέλει την ύπαρξη ενός να οδηγεί σε μικρότερες αποδόσεις, ενώ περισσότερων μεγαλύτερες.
4. Πως διαμορφώνονται οι αποδόσεις σύμφωνα με την ταυτότητα του μεγαλομετόχου. Η πρακτική θέλει την ύπαρξη χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να έχει θετικό αντίκτυπο, ενώ μεικτό αντίκτυπο η ύπαρξη θεσμικών επενδυτών. Στον αντίποδα βρίσκονται η συνεισφορά ιδιωτών μεγαλομετόχων και μη χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων. Τέλος ελέγχονται οι κυβερνητικά ελεγχόμενες επιχειρήσεις.

Το δείγμα περιλαμβάνει 150 επιχειρήσεις του δείκτη, σχεδόν τα 2/3 αυτού, που οφείλονται για το 90% της συνολικής κεφαλαιοποίησής του. Δεν περιλαμβάνονται χρηματοοικονομικά και πιστωτικά ιδρύματα, λόγω διαφορετικών ακολουθούμενων λογιστικών πρακτικών. Η χρονική περίοδος καλύπτει τα έτη 1996-2004. Οι έλεγχοι έδωσαν τα εξής αποτελέσματα:

- ü Η υιοθέτηση του καθεστώτος δομής επεκτείνει την χρήση των 3 μεθόδων περιορισμού της δύναμης των μικρομετόχων, κάνοντας έτσι πολλαπλασιαστικό το αποτέλεσμα για αυτούς, αφού είτε με την υιοθέτηση του καθεστώτος είτε όχι, οι μέθοδοι θα χρησιμοποιηθούν.
- ü Μόνο οι προνομιούχες μετοχές δεν έχουν αρνητική επίδραση στα μερίσματα. Το θέμα χρήζει προσοχής, αφού τα 2/3 του χρηματιστηριακού δείκτη μετέρχονται τα 3 αξιόγραφα για να μειώσουν τα δικαιώματα και τις δυνάμεις των μικρομετόχων.
- ü Η πλήρης μορφή του καθεστώτος δομής, στην πλειονότητα των επιχειρήσεων θα οδηγήσει σε μικρότερη μερισματική απόδοση και πιο αρνητικές μεγάλες μεταβολές σε αυτά.
- ü Η πιο ήπια μορφή του καθεστώτος, που συναντάται συνήθως σε επιχειρήσεις με ξένο μεγαλομέτοχο οδηγεί σε αυξημένο έλεγχο και μικρότερη μεταβλητότητα για τον δείκτη μερισματικής απόδοσης.

- ü Τα μερίσματα δεν καταβάλλονται στην βάση μιας προαποφασισμένης πολιτικής εκ μέρους της εταιρείας, αλλά βασίζονται άμεσα στις πραγματοποιούμενες χρηματικές ροές, παρά στα κέρδη μετά φόρων.
- ü Η μερισματική απόδοση δεν σχετίζεται με το μέγεθος των επιχειρήσεων, την μόχλευση, τις επενδυτικές ευκαιρίες και τις ευκαιρίες ανάπτυξης.
- ü Επίσης η μερισματική απόδοση δεν χρησιμοποιείται για την αντιμετώπιση του προβλήματος διαμεσολάβησης, και για την μείωση της αβεβαιότητας και των επιφυλάξεων σχετικά με τις διαθέσιμες χρηματικές ροές στην διακριτική ευχέρεια των διοικητών και των μεγαλομετόχων.
- ü Η ύπαρξη πολλών μεγαλομετόχων θα οδηγήσει σε αυστηρότερη μερισματική πολιτική, όπου η τελευταία είναι συμπληρωματική της αντιμετώπισης του προβλήματος διαμεσολάβησης.
- ü Αντίθετα με την κοινή αντίληψη, ότι η συγκέντρωση ιδιοκτησίας οδηγεί σε μειωμένες διανομές μερισμάτων, στην Ολλανδία αυτό δεν συμβαίνει. Μειωμένα μερίσματα είναι αποτέλεσμα της χρησιμοποίησης των 3 αξιογράφων που προαναφέρθηκαν και του θεσμικού πλαισίου που υποχρεώνει το καθεστώς δομής. Στην Ολλανδία, οι μεγαλομέτοχοι θα επιθυμήσουν αυξημένα μερίσματα, για να μην αποτελέσουν και οι ίδιοι, αντικείμενο εκμετάλλευσης της μεγάλης δύναμης των εσωτερικών δομών των επιχειρήσεων, που επιβάλει το κρατικά υπαγορευόμενο καθεστώς δομής

6.7.6 Νορβηγία

Η Νορβηγία επιλέχθηκε λόγω του νομοθετικού πλαισίου λειτουργίας της, ίσως το πιο καλό από όλες τις χώρες που μελετήθηκαν. Οι επιχειρήσεις αναγκάζονται από νόμο να δημοσιοποιούν σχεδόν οποιαδήποτε πληροφορία σχετικά με την ύπαρξη μεγαλομετόχων, την ταυτότητά τους, τα ποσοστά τους, καθώς και κυριολεκτικά οτιδήποτε μπορεί να διαμορφώσει άμεσα ή έμμεσα την μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Βάρος δόθηκε και στο φορολογικό καθεστώς, σε μια προσπάθεια να επιβεβαιωθεί ή να απορριφθεί το η υπόθεση tax clientele.

Η έρευνα του Qinglei Dai (2007) περιλαμβάνει όλες τις επιχειρήσεις του χρηματιστηριακού δείκτη του Oslo, πλην χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, και καλύπτει την περίοδο 1989-1998. Σαν εργαλείο για την εξαγωγή των συμπερασμάτων για άλλη μια φορά χρησιμοποιείται το Partial Adjusted Model του Linter, καθώς και πολυμεταβλητές παλινδρομήσεις. Τα αποτελέσματα των ελέγχων σκιαγραφούν την παρακάτω εικόνα:

Η μέση εταιρεία του δείκτη δεν διανέμει μέρισμα! Αυτό βέβαια δεν είναι απαραίτητα αρνητικό καθώς μπορεί να είναι ιδιαίτερα θετική πρακτική για την μελλοντική

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
πορεία της επιχείρησης και τις προοπτικές ανάπτυξής της. Άλλωστε δεν πρέπει να λησμονούμε ότι εμπειρικά έχει αποδειχτεί ότι οι εταιρείες που δεν διένειμαν ποτέ μέρισμα, είναι αυτές με τις μεγαλύτερες ευκαιρίες και ρυθμούς ανάπτυξης. Αυτές που διανέμουν αποδίδουν διαχρονικά σταθερό, περίπου το 22% των εσόδων τους σε μερίσματα.

Λόγω μιας μακροχρόνιας κρίσης στον χρηματοπιστωτικό τομέα σχεδόν σε όλη την δεκαετία 1980-1990, η οποία και είχε σοβαρές επιπτώσεις στην πιστοληπτική δυνατότητα των επιχειρήσεων, οι δείκτες ROA και ROE δεν σημείωσαν ικανοποιητικά επίπεδα, δίνοντας άλλη μια εξήγηση για την παραπάνω κατάσταση, αφού παρατηρείται θετική σχέση μερισματικής απόδοσης και αύξησης των δεικτών αυτών. Ωστόσο η κερδοφορία παραμένει ο πιο βαρύνων παράγοντας διαμόρφωσης του μερίσματος.

Σχετικά με την συγκέντρωση ιδιοκτησίας επιτέλους έχουμε ένα κράτος με την ιδιοκτησία να βρίσκεται στην διάθεση της ευρείας μετοχικής βάσης. Υπάρχουν 3 μορφές ιδιοκτητών και τα μέσα ποσοστά ιδιοκτησίας τους (με την μορφή δικαιωμάτων ψήφου) είναι τα ακόλουθα: ξένοι επενδυτές με ποσοστό 23%, κράτος με ποσοστό 5%, θεσμικοί και ιδιώτες επενδυτές, ποσοστό 72%. Εδώ η ύπαρξη θεσμικών δεν υποθάλπει το κράτος αλλά αποτελούν χωριστές οντότητες αφού επηρεάζουν διαφορετικά την μερισματική πολιτική. Επίσης διαχρονικά οι μεταβολές στα ποσοστά είναι πολύ μικρές.

Με την φορολογική μεταρρύθμιση που είχε αντικείμενο τα μερίσματα το 1992, οι επιθυμίες τόσο των ιδιωτών όσο και του κράτους για αυτά ήταν σχεδόν πανόμοιες, αφού ουσιαστικά πλέον τα μερίσματα τόσο των ημεδαπών ιδιωτών όσο και του κράτους δεν φορολογούνταν. Συνεπώς όλοι ήθελαν μερίσματα και δη όσο το δυνατόν αυξημένα. Σε όλη μελέτη που έχει γίνει, είναι για άλλη μια φορά η μοναδική περίπτωση που ένα κράτος με νόμο, οδηγεί σε ταύτιση των συμφερόντων του, με αυτών του απλού ιδιώτη, μειώνοντας ταυτόχρονα τα έσοδά του, που θα μπορούσαν να προέλθουν από την μη άρση της φορολογίας των μερισμάτων των ιδιωτών. Οποιοσδήποτε λοιπόν αναφορές από κυβερνήσεις άλλων κρατών, σχετικά με εν γένει απόκλιση κινήτρων-στόχων του κράτους και του απλού επενδυτή, απλά στερούνται επαρκούς επιχειρηματολογίας.

Αναφορικά με την μορφή ιδιοκτησίας και το ρόλο που διαδραματίζει στην μερισματική πολιτική το δείγμα χωρίζεται σε 2 κατηγορίες, πριν και μετά την φορολογική μεταρρύθμιση. Έτσι λοιπόν πριν την θεσμική μεταβολή οι μεγαλύτερες μερισματικές αποδόσεις χαρακτήριζαν τις επιχειρήσεις με κρατική ιδιοκτησία, ακολουθούμενες από αυτές των ξένων επενδυτών με τρίτες στη σειρά αυτές υπό ιδιώτη ιδιοκτήτη. Μετά την μεταβολή, και μέχρι το τέλος της συγκεκριμένης έρευνας, (6 χρόνια) στις μισές ετήσιες παρατηρήσεις, ο δείκτης μερισματικής απόδοσης για κρατικές και ιδιωτικές επιχειρήσεις ήταν σχεδόν όμοιος. Αντίθετα οι επιχειρήσεις με ξένη ιδιοκτησία σημείωσαν τις μικρότερες συγκριτικά αποδόσεις. Το γεγονός βέβαια δεν είναι άσχετο με την φορολογική

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
μεταρρύθμιση η οποία δεν ήρε την φορολογία μερισμάτων για τους αλλοδαπούς επενδυτές. Ακόμα αξίζει να αναφερθεί ότι μετά την μεταρρύθμιση ο δείκτης μερισματικής απόδοσης για τις ιδιωτικές επιχειρήσεις ήταν κάθε χρόνο καλύτερος από τον δείκτη μερισματικής απόδοσης για το σύνολο του χρηματιστηρίου!

Μετά την φορολογική μεταρρύθμιση, παρατηρείται θετική σχέση μεταξύ ιδιωτικής ιδιοκτησίας και μερισματικής απόδοσης. Με άλλα λόγια όσο περισσότεροι οι ιδιώτες μέτοχοι και ο αριθμός δικαιωμάτων ψήφου που συγκεντρώνουν, τόσο καλύτερη η μερισματική απόδοση.

Η μερισματική απόδοση σε συνολικό επίπεδο συναρτάται θετικά με την κερδοφορία των επιχειρήσεων, και την παρελθοντική συμπεριφορά διανομής ή μη μερίσματος. Ακόμα όμως και όταν η κερδοφορία ικανοποιητική δεν είναι, τα υψηλά ποσοστά παρακρατηθέντων κερδών θα διαμορφώσουν το μέσο επίπεδο μερίσματος, αρκετά πιο πάνω από ότι θα ήταν, αν υπήρχε μονομερής εξάρτηση από την κερδοφορία.

Τέλος όσο μεγαλύτερο το μέγεθος των επιχειρήσεων τόσο καλύτερη η μερισματική απόδοση. Η εξήγηση έχει να κάνει με τις μικρότερες επενδυτικές ευκαιρίες για περεταίρω ανάπτυξη και συνεπώς περισσότερα διαθέσιμα για μερίσματα.

6.8 Ρωσία

Ήδη από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 εφαρμόζονται μεγάλα προγράμματα ιδιωτικοποίησης των κρατικών επιχειρήσεων στη χώρα. Ένα τέτοιο ήταν και το Μαζικό Πρόγραμμα Ιδωτικοποίησης της περιόδου 1992-1994, καθώς και το πρόγραμμα Μίσθωσης-Εξαγοράς. Σαν αποτέλεσμα όλων η ιδιοκτησία πέρασε στα χέρια των insiders, με τις περισσότερες μετοχές των επιχειρήσεων να αποκτώνται από διοικητές και εργαζομένους. Αν και το μερίδιο των εργαζομένων είναι σημαντικά μεγαλύτερο αυτού των διοικητών, ωστόσο παρατηρείται διαχρονική μείωση του πρώτου και αύξηση του δεύτερου. Πέραν αυτού του γεγονότος, η χρήση διαφόρων πρακτικών θα αυξήσει δραστικά την ιδιοκτησίας της διοίκησης. Μέχρι τότε οι outsiders είχαν τον πρώτο λόγο, και κυρίως διάφορα επενδυτικά κεφάλαια, οι τράπεζες και το κράτος. Η μονοκαθεδρία των διοικητών στην ιδιοκτησία δεν εξηγείται από το ποσοστό τους περίπου 18%, αλλά από το ανεπαρκές νομικό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης και προστασίας των μικρομετόχων. Επίσης για τις μεγάλες επιχειρήσεις παρατηρούνται συνασπισμοί διοικητών με μεγαλομετόχους σχετικά με το μέλλον των επιχειρήσεων (χαρακτηριστικό στις εταιρείες ενεργείας), οι οποίοι συνασπισμοί οδηγούν στην εκμετάλλευση των μικρομετόχων.

Συνεπώς τα μεγαλύτερα προβλήματα εταιρικής διακυβέρνησης άπτονται των ποσοστών ιδιοκτησίας των διοικητών. Οι outsiders πλέον αδυνατούν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στον έλεγχο των επιχειρήσεων και να ασκήσουν ικανοποιητικό έλεγχο στις διοικήσεις και κατ' επέκταση στην ιδιοκτησία. Το διαμεσολαβητικό πρόβλημα που

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
παρατηρείται είναι μεταξύ μικρομετόχων και μεγαλομετόχων αφού οι τελευταίοι θα καθορίσουν τις αποφάσεις και θα ορίσουν τις διοικήσεις. Επίσης αξίζει να σημειωθεί ότι περίπου το 90% του συνόλου των επιχειρήσεων δεν διανέμουν μέρισμα. Αυτό εξηγεί και την μορφή αυτής της συγκεκριμένης έρευνας, του Carsten Sprenger (2002).

Χαρακτηριστικό της δύναμης των διοικητών ως ιδιοκτήτες είναι το εξής: ο πρώτος μεγαλομέτοχος με την μορφή του διοικητή διαθέτει κατά μέσο όρο το 16% , ενώ όταν μεγαλομέτοχος είναι επενδυτικό κεφάλαιο ή τράπεζα το ποσοστό αγγίζει το 36% και το 43% για μεγαλομέτοχο το κράτος. Λόγω όμως όσων αναφέρθηκαν και θα αναφερθούν η διοίκηση έχει τον πρώτο λόγο. Αν και η διοίκηση μπορεί να αλλάξει διαχρονικά, κύριος λόγος για να γίνει κάτι τέτοιο δεν αποτελεί η πορεία της επιχείρησης, η κερδοφορία αυτής κλπ, αλλά η αύξηση του μεριδίου των outsiders. Σε μια προσπάθεια διατήρησης της ιδιοκτησίας και συνεπώς του ελέγχου, οι διοικητές αγοράζουν μετοχές της εταιρείας από τους εργαζομένους, ενέργεια άσχετη με το ποια είναι η εικόνα της επιχείρησης σύμφωνα με τους δείκτες. Επειδή όμως οι διοικητές δεν μπορούν να προβλέψουν το μέλλον, χαρακτηρίζονται από βραχυπρόθεσμες σκοποθεσίες, άσχετες με αυτές των μικρομετόχων. Συνεπώς επιθυμούν προσωπικά οφέλη παρά διανομή μερισμάτων σε μικρομετόχους. Θεωρούν τις μεταρρυθμίσεις που λαμβάνουν χώρα στις περισσότερες εταιρείες ως ενέργειες με αμφίβολο αποτέλεσμα και προτιμούν άμεσα οφέλη. Η δύναμή τους είναι χαρακτηριστική για μεγάλες επιχειρήσεις, όπου υφίσταται διαχωρισμός ελέγχου και ιδιοκτησίας. Μετέρχονται διάφορες μεθόδους παραβίασης των δικαιωμάτων των λοιπών outsider μετόχων όπως:

1. η διάλυση του ποσοστού των outsiders, μέσω έκδοσης προνομιούχων μετοχών και μετατρέψιμων ομολόγων και αγοράς αυτών από τους ιδίους,
2. καθυστερήσεις και συχνά μη καταβολές μερισμάτων, πάντα εκμεταλλευόμενες τον παρόντα πληθωρισμό και την πορεία του νομίσματος,
3. περιορισμένη πρόσβαση στις γενικές συνελεύσεις για τους μικρομετόχους, περιορισμένη δυνατότητα απόκτησης θέσης στο ΔΣ, ανεπαρκή πληροφόρηση για σημαντικά γεγονότα, και γενικά οποιαδήποτε ενέργεια η οποία θα ήταν σύμφωνη με όσα προτάσει ο νόμος σε άλλες χώρες.
4. Επιθετική πτώχευση. Χρησιμοποίηση δηλαδή του ανεπαρκούς κανόνα για την πτώχευση των επιχειρήσεων ώστε να αποκτήσουν τον πλήρη έλεγχο απομακρύνοντας παράγοντες όχι φιλικά προσκείμενους.

Πέραν αυτών να αναφέρουμε ότι το ΔΣ έχει μεγάλη άνεση στον χειρισμό της μερισματικής πολιτικής αφού μόνο του καταρτίζει το πρόγραμμα των διανομών, άσχετα με ότι επιτάσσει ο νόμος. Επίσης έχει μεγάλη ευχέρεια στην παραποίηση όλων των στοιχείων που διαμορφώνουν την μερισματική πολιτική, όπως καθαρά κέρδη, παρακρατηθέντα κέρδη,

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
απόδοση ιδίων κεφαλαίων, επενδύσεις κλπ. Η δημοσίευση αυτών μπορεί απλά να μην γίνει, και αν γίνει δεν μπορούν να ελεγχθούν.

Το νομοθετικό πλαίσιο είναι πλήρως ανεπαρκές. Αν και από το 2000 έχουν γίνει σημαντικά βήματα στην προστασία των μικρομετόχων, ο έλεγχος επί της διοίκησης έχει να διανύσει αρκετά βήματα για να καταστεί ικανοποιητικός.

Τέλος να αναφερθεί ότι εξαρτάται πάντα από τον κλάδο η τελική μορφή ιδιοκτησίας, αφού πολύ συχνά παρατηρούνται πυραμίδες, και ένα μυστήριο, καλύπτει την ταυτότητα του άμεσου ιδιοκτήτη.

6.9.1. Κύπρος.

Η Κύπρος αν και αποτελεί αναδυόμενη αγορά, εμφανίζει αρκετά χαρακτηριστικά αναπτυγμένης. Το πιο κλασσικό εξ αυτών είναι ότι ανακοινώσεις για μερίσματα σε μετοχές και μετρητά, οδηγούν σε πολύ μεγάλες αποδόσεις (abnormal returns) για τις μετοχές αφού διαχέεται στην αγορά ένα πολύ ευνοϊκό κλίμα. Σε γενικές γραμμές ο δείκτης παρουσιάζει συγκέντρωση ιδιοκτησίας, με όσα αυτό συνεπάγεται για την μερισματική πολιτική. Επίσης επικρατεί έλλειψη διαφάνειας, και τουλάχιστον για την περίοδο του δείγματος, εκμετάλλευση των μικρομετόχων από τους μεγαλομετόχους. Τέλος η απουσία σταθερού κόστους συναλλαγών, καθώς και κάποια εμπόδια εμπορευσιμότητας, δεν δίνουν στις μετοχές την δυνατότητα να σημειώσουν τις αποδόσεις τις οποίες μπορούν. Από πλευράς νομοθετικού πλαισίου λειτουργίας, έχουν γίνει σημαντικά βήματα, αλλά απομένουν ακόμα αρκετά ώστε να έχουμε την εικόνα ενός λειτουργικά εύρωστου δείκτη.

Το δείγμα πάνω στο οποίο βασίστηκε η μελέτη των Νικολάου Τραβλού, Λένου Τριγεώργη, και Νίκου Βαφέα (2001) περιλαμβάνει 38 επιχειρήσεις και καλύπτει την δεκαετία 1985-1995. Εδώ θα γίνει έλεγχος και στα μερίσματα σε μετοχές. Τα αποτελέσματα των οικονομετρικών ελέγχων, παλινδρομήσεων, καθώς και της μεθοδολογίας συσχετισμού πλούτου των μετόχων και ανακοίνωσης διανομής μερίσματος, οδήγησαν στην εξής εικόνα.⁷⁸

Το μεγαλύτερο μέρος των επιχειρήσεων χαρακτηρίζεται από συγκέντρωση ιδιοκτησίας στα χέρια ενός ή τεσσάρων μεγαλομετόχων και παρατηρείται επίσης ευρεία οικογενειακή ιδιοκτησία. Ο πρώτος μεγαλομέτοχος, διαθέτει ποσοστό ψήφων από 60-75%. Οι μεγαλύτεροι 4 μεγαλομέτοχοι, δεν διαθέτουν ποτέ ποσοστό αξιογράφων που φέρουν δικαίωμα ψήφου, μικρότερο του 55%, το οποίο ενίοτε φθάνει στο 75%, και συχνά

⁷⁸ Χρησιμοποιήθηκαν 2 μοντέλα, ένα μονοπαραγοντικό μοντέλο αγοράς το οποίο χρησιμοποιεί προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις, καθώς ένα μοντέλο προσαρμοσμένο στην αγορά το οποίο υποθέτει συντελεστή $\beta=1$ για όλες τις επιχειρήσεις.

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
αποτελούν μέλη της ίδιας οικογένειας. Επίσης συνήθως οι μεγαλομέτοχοι είναι και μέλη της διοίκησης. Είναι περιττό να αναφερθεί ότι τα ποσοστά ιδιοκτησίας παραμένουν διαχρονικά σταθερά για ευνόητους λόγους. Οι επιχειρήσεις με τέτοια εικόνα, αποδίδουν τακτικό και καλό μέρισμα σε μετρητά. Οι λόγοι είναι πολλοί για την θετική αυτή σχέση. Κατ' αρχήν σημαντικές επενδύσεις για ανάπτυξη, θα μεγαλώσουν το μέγεθος της επιχείρησης και θα την καταστήσουν πιο δύσκολα διοικήσιμη, όχι προς όφελος της οικογένειας-διοίκησης. Άλλωστε μέρος των κεφαλαίων που θα χρησιμοποιηθούν είναι και της οικογένειας, με την μορφή παρακρατηθέντων κερδών, που διαφορετικά θα τα εισέπραττε σε χρηματικό μέρισμα η οικογένεια. Επίσης επειδή αναμένεται εκμετάλλευση των μικρομετόχων από τους ιδιοκτήτες μεγαλύτερο μέρισμα μειώνει τον φόβο, προσελκύοντας ταυτόχρονα επενδυτές, και ανεβάζοντας παράλληλα την τιμή της μετοχής της εταιρείας, αφού η υπόθεση σήμανσης παρατηρείται στον δείκτη. Άλλωστε δεν είναι λίγο το κέρδος που θα αποφέρουν στους ίδιους ιδιοκτήτες-διοικητές τα μεγάλα μερίσματα. Τα μερίσματα σε μετοχές δεν αντιμετωπίζονται όμοια. Έχουν κόστη συναλλαγών και θεωρούνται μέσο διάθεσης της θετικής πληροφόρησης που έχουν στην διάθεσή τους οι διοικητές (συνήθως οικογένεια) για την μελλοντική πορεία της επιχείρησης. Και επειδή οι επιχειρήσεις στην Κύπρο αναγκάζονται από τον νομοθέτη να διατηρούν ένα ελάχιστο ποσοστό παρακρατηθέντων κερδών, το οποίο σημαντικό πλεόνασμα αυτών, θα διατεθεί σε μετοχικό μέρισμα, μόνο αν η διοίκηση αναμένει ότι τα μελλοντικά παρακρατηθέντα κέρδη θα είναι τουλάχιστον ισόποσα των τωρινών παρακρατηθέντων που πρόκειται να διαθετούν σαν μέρισμα. Αυτός βέβαια είναι και ο λόγος που η διανομή μερίσματος σε μετοχές θα οδηγήσει σε μεγάλη αύξηση της απόδοσης της μετοχής.

Υπάρχει γρήγορη αφομοίωση των νέων πληροφοριών που προέρχονται από τις διανομές μερίσματος ανεξαρτήτου μορφής σε χρονικό διάστημα 2-4 ημέρες μετά την ανακοίνωση της επικείμενης διανομής. Αν και χαρακτηριστικό αναπτυγμένων αγορών, είναι εύκολο να υποθέσουμε τα κέρδη για την επιχείρηση, την ιδιοκτησία αυτής την διοίκηση, την οικογένεια....

Αύξηση χρηματικού μερίσματος σχετίζεται θετικά με αύξηση στον δείκτη ROE. Μάλιστα, όσο μεγαλύτερη η αύξηση του μερίσματος, τόσο καλύτερη η εικόνα που έχει στην διάθεση η διοίκηση σχετικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές, τόσο μεγαλύτερη η αύξηση του ROE.

Η οποιαδήποτε αύξηση του χρηματικού μερίσματος δεν θα οδηγήσει σε σημαντική άνοδο των εσόδων, θέτοντας υπό αμφισβήτηση την θεωρία σήμανσης και την σχέση για τις ανωτέρω μεταβλητές που διαμορφώνει. Αυτό όμως συμβαίνει με τα μερίσματα σε μετοχές καθώς για τα επόμενα 2 χρόνια μετά ανακοίνωση διανομής μερίσματος, τα έσοδα διακρίνονται από μεγάλη αύξηση. Αυτό βέβαια σημαίνει, πως οι επιχειρήσεις με

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
συχρότερη την διανομή μερίσματος σε μετοχές έχουν τιμή μετοχής μεγαλύτερη από τον ανταγωνισμό, και για τους λόγους ρευστότητας που προαναφέρθηκαν.

Σχετικά με τους υπόλοιπους δείκτες που επηρεάζουν την μερισματική απόδοση, όπως λόγος M/B, ROA, FCF, το περιορισμένο δείγμα και η ανάλυσή του δεν έδωσαν ξεκάθαρα αποτελέσματα για την διαμόρφωση κάποιας εικόνας.

6.9.2 Ελλάδα (α)

Δυστυχώς δεν υπάρχουν αρκετές δημοσιεύσεις για την σχέση μερισματικής πολιτικής και ιδιοκτησιακού καθεστώτος στην Ελλάδα. Οι διαθέσιμες καλύπτουν μόνο την σχέση ιδιοκτησιακού καθεστώτος και εταιρικής απόδοσης, καθώς και την δυνατότητα των 3 μοντέλων για την εξηγήσουν την διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής.⁷⁹ Η συγκεκριμένη έρευνα των Γ.Α Καραθανάση και Ε.Χ Χρυσανθοπούλου (2005) μελετά την σχέση που διαμορφώνεται μεταξύ της ιδιοκτησίας και μερισματικής πολιτικής δίνοντας βάρος σε θεσμικούς επενδυτές και την διοίκηση ως ιδιοκτησία. Θα χρησιμοποιηθούν τα ίδια 3 μοντέλα. Σε γενικές γραμμές και τα 3 περιγράφουν το πώς θα προσαρμοστούν τα μερίσματα λόγω μεταβολών σε διάφορες μεταβλητές των εταιρικών εσόδων. Αν και δεν θα δοθεί βάρος στην λογική βάση των 3 μοντέλων, απλά για το FAM, θα αναφέρουμε ότι δεν ανταποκρίνεται καλά στην πραγματικότητα αφού υποθέτει ότι οι ετήσιες μεταβολές στα έσοδα είναι σταθερές (κάτι που προφανώς δεν ισχύει) και η μερισματική απόδοση καθορίζεται στην βάση της μεταβολής των εσόδων υπαγορευόμενη από τον στόχο που έχει καθοριστεί για το ύψος του μερίσματος. Το ETM επίσης έχει ένα μείζον μειονέκτημα αφού υποθέτει ότι τα μερίσματα προσαρμόζονται πλήρως στην αναμενόμενη μεταβολή των εσόδων, αλλά μόνο μερικώς στην μη αναμενόμενη μεταβολή αυτών. Το PAM έχει συνετή λογική βάση, είναι το πιο ευρέως χρησιμοποιούμενο στην περιγραφή της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων, και έχει καταφέρει να εξηγήσει το 85% των μεταβολών στα μερίσματα όπου χρησιμοποιήθηκε! Τα παραπάνω αναφέρθηκαν για να δοθεί το ανάλογο βάρος στα αποτελέσματα της έρευνας όπως προκύπτουν από τα 3 μοντέλα.

Το δείγμα περιλαμβάνει 55 επιχειρήσεις, και καλύπτει την περίοδο 1996-1998. Τράπεζες, εταιρείες ασφάλισης, επενδύσεων, εκμίσθωσης και ΔΕΚΟ σε διαδικασίες ιδιωτικοποίησης και μεταβολής ιδιοκτησιακού καθεστώτος δεν συνυπολογίστηκαν. Οι μεταβλητές στις οποίες δόθηκε βάρος είναι: τα μερίσματα ανά μετοχή, τα έσοδα ανά

⁷⁹ Full Adjustment Model, Partial Adjustment Model, Earnings Trend Model, ως έχουν αναφερθεί
Τμήμα Χρηματοοικονομικής Πανεπιστήμιο Πειραιώς
και Τραπεζικής Διοικητικής

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
μετοχή, η θεσμική ιδιοκτησία, ξένη και εγχώρια, καθώς και η ιδιοκτησία της διοίκησης. Τα αποτελέσματα για κάθε μοντέλο έδειξαν τα εξής:

- **FAM:** συγκέντρωση ιδιοκτησίας από την πλευρά της διοίκησης θα οδηγήσει σε μείωση της μερισματικής απόδοσης. Οι διοικητές κατοχυρώνουν έτσι την θέση τους και ακολουθούν πολιτικές για την προώθηση των συμφερόντων τους, σε βάρος των εξωτερικών μικρομετόχων και λοιπών επενδυτών. Η αρνητική σχέση μετριάζεται όταν μέρος της ιδιοκτησίας ανήκει σε θεσμικούς επενδυτές, αν και οι τελευταίοι δεν είναι πρόθυμοι να επενδύσουν σε επιχειρήσεις με σημαντική ιδιοκτησία στα χέρια της διοίκησης. Σαν φορείς ιδιοκτησίας, μεταξύ τους χαρακτηρίζονται από αρνητική σχέση. Η αύξηση του μεριδίου των θεσμικών θα οδηγήσει σε αύξηση των μερισμάτων ανά μετοχή και των εσόδων ανά μετοχή. Για την αύξηση του ποσοστού της διοίκησης η εικόνα είναι ακριβώς η αντίθετη.
- **PAM:** Το μόνο που αλλάζει από την παραπάνω εικόνα είναι η στατιστική σημαντικότητα κάποιων μεταβλητών αλλά συνολικά η εικόνα παραμένει ως έχει.
- **ETM:** Αν και αποτελεί μεγάλη έκπληξη, εδώ η ύπαρξη μεγάλου μέρους της ιδιοκτησίας από πλευράς διοίκησης οδηγεί σε αύξηση των μεταβλητών της μερισματικής πολιτικής, και μείωση αυτών προκαλείται από την μεγαλύτερη συμμετοχή θεσμικών στην ιδιοκτησία.

Συμπερασματικά να αναφέρουμε ότι ξεκάθαρα αποτελέσματα δεν υφίστανται, αφού θα εξαρτηθεί από την επιλογή του μοντέλου η σχέση που θα διαμορφωθεί. Βασιζόμενοι όμως στην ανωτερότητα του μοντέλου PAM θα μείνουμε σε αυτά που αυτό προτάσσει. Τα αποτελέσματα απορρίπτουν την υπόθεση της ταύτισης των συμφερόντων μεταξύ διοίκησης και θεσμικών, όταν η πρώτη διαθέτει σημαντικό ποσοστό ιδιοκτησίας. Αντίθετα σημαντική ύπαρξη θεσμικών επενδυτών, παράλληλα με την ύπαρξη της διοίκησης στην ιδιοκτησία, βελτιώνει την μερισματική απόδοση, συνηγορώντας υπέρ της υπόθεσης του αποτελεσματικού ελέγχου (efficient monitoring hypothesis), και απορρίπτοντας ταυτόχρονα την υπόθεση της στρατηγικής σύμπνοιας (hypothesis of strategic alignment). Η πρώτη υπόθεση έχει να κάνει με τον αποτελεσματικό έλεγχο που μπορεί να ασκηθεί από μεγαλομετόχους θεσμικούς επενδυτές στην διοίκηση της επιχείρησης, προς το συμφέρον όλων. Η δεύτερη με την ταύτιση των συμφερόντων διοίκησης και θεσμικών ως κύριους ιδιοκτήτες, και άσκηση μερισματικής πολιτικής από κοινού αποφασισμένης.

6.9.3 Ελλάδα (β)

Μια άλλη έρευνα των Σπανού Λουκά, Τσιπούρης Λένας και Ξανθάκη Μανώλη (2005) μελετά τα ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης για τις ελληνικές επιχειρήσεις που εμφανίζουν οικογενειακή ιδιοκτησία. Η οικογένεια εμπλέκεται άμεσα, αναλαμβάνοντας

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
σχεδόν εξ' ολοκλήρου την διοίκηση. Ρητή αναφορά στην μερισματική πολιτική δεν γίνεται, αλλά υπάρχουν αρκετά συμπεράσματα για την προστασία των μικρομετόχων, και έμμεσα για την μερισματική απόδοση, αν συνυπολογίσουμε όσα έχουν αναφερθεί στην εισαγωγή. Γενικά οικογένειες χρησιμοποιούν εταιρείες συμμετοχών σαν επενδυτικό όχημα για να ελέγχουν έμμεσα μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων διαφορετικών χαρακτηριστικών και κλάδων. Συνεπώς ο αντίκτυπος των ενεργειών τους επιδρά άμεσα την ανάπτυξη του χρηματιστηριακού δείκτη. Το βάρος όπως είπαμε θα πέσει στην προστασία των μικρομετόχων, οι οποίοι αποκλείονται από τις διαδικασίες λήψης αποφάσεων.

Η ιδιοκτησιακή συγκέντρωση στην Ελλάδα είναι από τις μεγαλύτερες μεταξύ των civil law χωρών, με μέσο ποσοστό της τάξης του 67%. Σύμφωνα με έρευνα της Ελληνικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς το 2001, σε 370 διαπραγματευόμενες επιχειρήσεις, η συγκέντρωση ιδιοκτησίας αγγίζει το 53% με μεγαλομέτοχο να ορίζεται αυτός που διαθέτει ποσοστό ιδιοκτησίας τουλάχιστον 5%.⁸⁰ Συνολικά στις 370 εταιρείες, 974 μεγαλομέτοχοι, αποτελούν τους κύριους ρυθμιστές με κάθε επιχείρηση να έχει κατά μέσο όρο 3 μεγαλομέτοχους. Αυτό συνεπάγεται μειωμένο ανταγωνισμό για τον έλεγχο της επιχείρησης μεταξύ των μετόχων. Η εικόνα είναι πιο χαρακτηριστική για τις εταιρείες μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης, με τα μέλη της οικογένειας να αποτελούν τα ανώτερα διοικητικά στελέχη. Συνεπώς από τα παραπάνω προκύπτει διαμεσολαβητικό πρόβλημα της 2^{ης} μορφής μεταξύ μικρομετόχων και μεγαλομετόχων. Η μορφή μας δίνει σημάδια για την μερισματική πολιτική που αναφέρθηκαν στην εισαγωγή και για λόγους περιορισμού της έκτασης δεν θα αναφερθούν ξανά.

Το δείγμα περιλαμβάνει 120 εισηγμένες επιχειρήσεις, που συνολικά επιτυγχάνουν το 90% της κεφαλαιοποίησης της αγοράς. Το 81% αυτών (98 επιχειρήσεις) χαρακτηρίζονται από οικογενειακή ιδιοκτησία, ενώ οι υπόλοιπες όχι. Η έρευνα είχε την μορφή συμπλήρωσης ερωτηματολογίου στηριζόμενου στα 5 κεφάλαια του ελληνικού κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης, ο οποίος ουσιαστικά αντιγράφει τις αρχές για την εταιρική διακυβέρνηση του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης το 1999. Πάνω σε αυτούς τους δείκτες θα κριθεί η αποτελεσματικότητα και επιτυχία η μη των οικογενειακών και μη επιχειρήσεων. Επίσης πάνω σε αυτούς θα εξαχθούν συμπεράσματα για την μερισματική πολιτική. Οι 5 κατηγορίες-μέτρα αφορούσαν.

1. Τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των μετόχων.
2. Διαφάνεια, γνωστοποίηση πληροφοριών
3. ΔΣ
4. Εκτελεστική διοίκηση

⁸⁰ Το αποτέλεσμα της έρευνας συμπίπτει χρονικά με το σπάσιμο της φούσκας του χρηματιστηριακού δείκτη. Συνεπώς μπορεί να μην αντικατοπτρίζει με ακρίβεια την εικόνα.

5. Δέσμευση εταιρικής διακυβέρνησης, ρόλος μεγαλομετόχων, και εταιρική κοινωνική ευθύνη.

Οι 5 αυτές κύριες κατηγορίες περιελάμβαναν υποδιαίρεσεις. Ο έλεγχος έγινε τόσο στο σύνολο των κατηγοριών, όσο και στις υποδιαίρεσεις τους. Τα αποτελέσματα της έρευνας έχουν ως εξής:

ü Και στα 5 παραπάνω μέτρα, οι οικογενειακές επιχειρήσεις σημείωσαν μικρότερα ποσοστά, συγκρινόμενες με αυτές που δεν διαθέτουν οικογενειακό έλεγχο. Έγινε και σύγκριση με τα μέσα ποσοστά που εμφανίζει ο γενικός χρηματιστηριακός δείκτης. Η μεγαλύτερη διαφορά χαρακτηρίζει το μέτρο διαφάνειας και γνωστοποίησης πληροφοριών όπου οι οικογενειακές επιχειρήσεις εμφανίζουν ποσοστό συμμόρφωσης 69% ενώ οι μη 84% (το 69% των οικογενειακών επιχειρήσεων εμφανίζουν συμμόρφωση με το μέτρο και το 84% των μη οικογενειακών). Και το 5^ο μέτρο παρουσιάζει μεγάλη διαφορά με ποσοστό 28% για τις οικογενειακές επιχειρήσεις και 44% για της μη οικογενειακές.

ü Περνώντας στις υποδιαίρεσεις των 5 κύριων κατηγοριών παρατηρούμε ότι η προστασία των μετόχων εμφανίζεται ικανοποιητική στην Ελλάδα αφού ο κανόνας μια ψήφος-ένα δικαίωμα, επιβάλλεται από τον νομοθέτη για τις οικογενειακές και μη επιχειρήσεις. Οι πρώτες όμως εμφανίζουν παντελή έλλειψη από αμυντικές λειτουργίες σε περίπτωση επιθετικής εξαγοράς. Επίσης υστερούν συγκρινόμενες με τις μη οικογενειακές όσον αφορά τους μηχανισμούς επαρκούς και χρονικά σωστής πληροφόρησης για θέματα όπως ημερομηνίες, θέματα προς συζήτηση κλπ που σχετίζονται με την σύγκληση της συνέλευσης των μετόχων. Μόνο στις διαδικασίες ψήφησης οι οικογενειακές επιχειρήσεις εμφανίζουν καλύτερο ποσοστό.

ü Σχετικά με την ανακοίνωση ετήσιων και εξαμηνιαίων χρηματοοικονομικών καταστάσεων, την έγκαιρη και έγκυρη πληροφορία αυτών, καθώς και την ίση μεταχείριση των μετόχων και των επενδυτών για την απόκτηση των πληροφοριών που ζητούν, οι οικογενειακές και μη επιχειρήσεις δεν διαφέρουν και παρουσιάζουν πολύ ικανοποιητική εικόνα αφού το 100% και των δυο ομάδων λειτουργεί αποτελεσματικά. Δυστυχώς όμως οι οικογενειακές πάλι υστερούν σε κάποιες άλλες υποκατηγορίες του μέτρου Διαφάνεια και γνωστοποίηση πληροφοριών. Οι λογιστικές πρακτικές είναι ένα τέτοιο παράδειγμα, όπου οι οικογενειακές επιχειρήσεις ακόμα χρησιμοποιούν ελληνικές λογιστικές πρακτικές και όχι οι διεθνείς, πρακτική που ακολουθούν οι μη οικογενειακές εταιρείες. Επίσης τεράστια είναι η διαφορά, εις βάρος των οικογενειακών στον τομέα της διαχείρισης κινδύνου και της έκθεσης σε κίνδυνο. Δεν έχουν ικανοποιητικό σύστημα υπολογισμού και διαχείρισης του κινδύνου. Αντίθετα οι μη οικογενειακές παρουσιάζουν πιο καλή εικόνα.

- ü Για τις μεταβλητές που συνθέτουν το μέτρο ΔΣ πάλι οι οικογενειακές επιχειρήσεις υστερούν. Στις μισές επιχειρήσεις παρατηρείται CEO duality, και σύνθεση ΔΣ όχι σύμφωνα με τις επιταγές του ΟΟΣΑ. Επίσης η ανεξαρτησία των μη εκτελεστικών διοικητών παρατηρείται μόλις στις μισές οικογενειακές επιχειρήσεις, και η επαρκής πρόσβασή τους στην εκτελεστική διοίκηση είναι μικρή σε σχέση με την κατάσταση για τις μη οικογενειακές. Η ύπαρξη συμβουλευτικών επιτροπών αφορά μόλις το 12% των οικογενειακών επιχειρήσεων. Οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν καθαρό προβάδισμα σε όλες τις μεταβλητές για το ΔΣ. Οι μεγαλύτερες διαφορές απαντώνται στην σύνθεση του ΔΣ, στην ανεξαρτησία των μη εκτελεστικών διοικητών, και στην καθιέρωση συμβουλευτικών επιτροπών.
- ü Σχετικά με τις μεταβλητές του 4 μέτρου πάλι οι οικογενειακές επιχειρήσεις δεν εμφανίζονται να λειτουργούν ικανοποιητικά. Ο CEO και η εκτελεστική διοίκηση δεν λειτουργούν αποτελεσματικά κρίνοντας με ότι συμβαίνει στις μη οικογενειακές, λόγω κυρίως της απουσίας συστήματος πληρωμής με βάση την απόδοση για την διοίκηση, και της απουσίας της θέσης του CFO. Η δημοσίευση πληροφοριών για τα μερίδια μετοχών της ιδιοκτησίας αποτελεί γενικό πρόβλημα ανεξαρτήτως οικογενειακής ή μη επιχείρησης.
- ü Αναφορικά με τις μεταβλητές του 5 μέτρου, και πάλι η εικόνα δεν αλλάζει. Οι οικογενειακές επιχειρήσεις στερούνται συγκεκριμένων “γραμμών” εταιρικής διακυβέρνησης, και δεν δεσμεύονται για το μέρος της κοινωνικής ευθύνης που τους αντιστοιχεί, παρά μόνο για τις τοπικές κοινωνίες που βρίσκονται, δημιουργώντας μακροπρόθεσμες σχέσεις μαζί τους. Η εικόνα είναι άσχημη και για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις αλλά όχι στον βαθμό των οικογενειακών. Επειδή οι συγκεντρωτικοί πίνακες είναι ιδιαίτερα ενδιαφέροντες περιλαμβάνονται στο παράρτημα

6.9.3 Ελλάδα (γ)

Αξίζει να αναφερθεί μια ακόμα μελέτη των Δημητρίου Βασιλείου, Νικολάου Εριότη και Ευάγγελου Πούτου (2004), η οποία χρήζει προσοχής σχετικά με την μερισματική πολιτική στην Ελλάδα για τις εισηγμένες επιχειρήσεις. Η μελέτη καλύπτει μικρή χρονική περίοδο (1^η Νοεμβρίου 2006-31^η Μαρτίου 2007), και περιλαμβάνει 121 επιχειρήσεις από το σύνολο των 355 εισηγμένων για την περίοδο αναφοράς. Αν και λόγος για το ιδιοκτησιακό καθεστώς δεν γίνεται, η σημασία της έρευνας θα γίνει κατανοητή, από το ποσοστό οικογενειακής ιδιοκτησίας που παρατηρείται στον ΧΑΑ, και που θα υπολογιστεί αργότερα στην εργασία. Η έρευνα είχε την μορφή συμπλήρωσης ερωτηματολογίου για τις ενδιαφερόμενες επιχειρήσεις. Τα σημαντικότερα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι:

- ü Η μερισματική απόδοση κινείται σε σχετικά χαμηλό επίπεδο, μικρότερο του 41% των καθαρών εσόδων για το 72% του δείγματος.
- ü Το 52% των επιχειρήσεων, διαμορφώνει μακροπρόθεσμο στόχο μερισματικής απόδοσης, βασισμένο σε παράγοντες όπως οι παρούσες και μελλοντικές χρηματοδοτικές ανάγκες. Το 65% προσαρμόζει το μέρισμα στον μακροπρόθεσμο στόχο που έχει, μέσα σε περίοδο 2 ετών, ενώ το 93% μέσα σε περίοδο 4 χρόνων. Οι εισοδηματικές προτιμήσεις των υποψηφίων επενδυτών διαμορφώνουν σε σημαντικό βαθμό τις αποδόσεις συνεπικουρούμενες κυρίως από τις ανάγκες σε ρευστό για την επιχείρηση και το ρυθμό ανάπτυξης.
- ü Από το σύνολο του δείγματος, 40 επιχειρήσεις έχουν σταθερή μερισματική απόδοση, 20 έχουν σταθερά αυξανόμενη απόδοση (άμεσα βέβαια συναρτώμενη από τον αναμενόμενο βαθμό ανάπτυξης της επιχείρησης) , 29 δεν έχουν συγκεκριμένη αλλά συνεχώς μεταβαλλόμενη , και οι υπόλοιπες 32 διακρίνονται από άλλου είδους αποδόσεις.
- ü Οι εταιρείες πιστεύουν ότι η διανομή μερίσματος, επηρεάζει άμεσα την τιμή της μετοχής και για αυτό θα προσαρμόσουν την μερισματική τους πολιτική στο βραχυπρόθεσμο ή μεσοπρόθεσμο μέλλον.

7.ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΚΕΡΔΩΝ Α.Ε

Σε αυτό το κεφάλαιο θα δούμε τα οριζόμενα από τον νόμο για την μερισματική πολιτική στην Ελλάδα, δηλαδή πότε, πόσα και πως διανέμει κέρδη η ελληνική εταιρεία. Επίσης θα δούμε συνοπτικά τι συμβαίνει με τις αμοιβές των μελών του Δ.Σ καθώς και την σειρά προτεραιότητας που υπάρχει όταν θα διατεθεί κέρδος.

Σύμφωνα με τις διατάξεις του Κ.Ν.2190/20 (άρθρα 42δ παρ. 2, 44α παρ. 2 και άρθρο 45), καθορίζεται η σειρά διάθεσης των κερδών της χρήσεως. Σύμφωνα με το υπόδειγμα του ΠΙΝΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ, όπως προβλέπεται από το Ε.Γ.Λ.Σ., τα κέρδη χρήσεως μειώνονται ή αυξάνονται κατά περίπτωση από τις "Διαφορές Φορολογικού Ελέγχου" και τους "Λοιπούς μη ενσωματωμένους στο λειτουργικό κόστος φόρους".

Το αλγεβρικό αποτέλεσμα των παραπάνω ποσών συνιστά το αποτέλεσμα της χρήσεως, το οποίο σε περίπτωση που είναι κέρδος διατίθεται αφού αφαιρεθεί ο φόρος εισοδήματος ως εξής:

1. Αρχικά το κέρδος της χρήσεως διατίθεται για κάλυψη ζημιών προηγούμενων χρήσεων. Δεν επιτρέπεται διανομή κερδών όταν υπάρχει ακάλυπτη ζημία από προηγούμενες χρήσεις (άρθρο 44α, παρ2 Ν.2190/20).
2. Διατίθεται ποσοστό 5% τουλάχιστον για το σχηματισμό Τακτικού Αποθεματικού. Ο υπολογισμός του τακτικού αποθεματικού γίνεται μετά την αφαίρεση από τα κέρδη, των ζημιών προηγούμενων χρήσεων και του φόρου εισοδήματος.
3. Διανομή του πρώτου μερίσματος στους μετόχους, δηλαδή του υποχρεωτικά διανεμόμενου μερίσματος, το οποίο προκύπτει πλέον μετά την ψήφιση του Ν.3604/2007 με ισχύ από 8/8/2007, μόνο με βάση τα καθαρά κέρδη της χρήσεως σε ποσοστό 35% επί των καθαρών κερδών μετά την αφαίρεση του τακτικού αποθεματικού (Ν.876/79, άρθρο 1), δηλαδή καταργήθηκε ο υπολογισμός πρώτου μερίσματος στους μετόχους με βάση το 6% του καταβλημένου μετοχικού κεφαλαίου (άρθρο 45, παρ. 2, παρ. β, Ν.2190/20).
4. Εάν η Ανώνυμη Εταιρεία κατέχει δικές της μετοχές, θα πρέπει να σχηματισθεί αποθεματικό ισόποσο με την αξία κτήσης αυτών των μετοχών (Ν.2190/20 άρθρο 42 ε παρ 13).
5. Το υπόλοιπο κερδών μετά την αφαίρεση των παραπάνω κρατήσεων διατίθεται σύμφωνα με το καταστατικό και την απόφαση της Τακτικής Γενικής Συνέλευσης των μετόχων. Σημειώνεται ότι για τον υπολογισμό του φόρου εισοδήματος εφαρμόζονται οι διατάξεις των άρθρων 99 και 106 του Ν.2238/94. Επίσης, με το Ν.3091/2002 άρθρο 3,

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
παράγραφοι 1 και 2 μια ουσιαστική αλλαγή που επέρχεται στη φορολογία των νομικών προσώπων είναι ότι τα εισοδήματα που προέρχονται από:

- ü Τόκους Καταθέσεων
- ü Τόκους ομολογιακών δανείων του Δημοσίου
- ü Τόκους REPOS

Λοιπά εισοδήματα του άρθρου 12 του Ν.2238/94 φορολογούνται πλέον σύμφωνα με τις γενικές διατάξεις, ανεξαρτήτως αν τα νομικά πρόσωπα προβαίνουν ή όχι σε διανομή κερδών. Σύμφωνα με το άρθρο 3, παρ.6 τα εισοδήματα της παραγράφου 1 του άρθρου 13 του Ν.2238/94, δηλαδή τα προερχόμενα από τη μεταβίβαση επιχειρήσεων ή εταιρικών μερίδων ή μεριδίων ή ποσοστών συμμετοχής σε κοινωνία αστικού δικαίου ή κάθε κέρδος ή ωφέλεια που προέρχεται από την εκχώρηση ή μεταβίβαση κάθε δικαιώματος, καθώς και κάθε ποσό που εισπράττεται πέραν από τα μισθώματα, φορολογούνται όταν οι δικαιούχοι αυτών είναι νομικά πρόσωπα του άρθρου 101, παρ 1 σύμφωνα με τις γενικές διατάξεις

Επίσης , μετά την τροποποίηση του άρθρου 13 του κώδικα φορολογίας εισοδήματος (Ν.2238/1994) που επήλθε με το άρθρο 39 του Ν.3522/2006, από 1/1/2007 δεν υπάρχει περίπτωση εσόδου φορολογηθέντος κατ' ειδικό τρόπο. Θα πρέπει να τονίσουμε επίσης τη δυνατότητα σχηματισμού αφορολόγητου αποθεματικού, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 3 του Ν.3299/2004. Επιπρόσθετα, η καταβολή του φόρου εισοδήματος, καθώς και της προκαταβολής, γίνεται πλέον σε οκτώ (8) ισόποσες μηνιαίες δόσεις με τις διατάξεις του Ν.3220/2004.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει το άρθρο 5 του Ν.3604/2007 (ΦΕΚ 189/Α'/8.8.2007), σχετικά με την Αναμόρφωση και τροποποίηση του κωδικοποιημένου νόμου 2190/1920 «Περί ανωνύμων εταιρειών» και άλλων διατάξεων. Τροποποιεί το άρθρο 3 με την αντικατάσταση των παραγράφων 1-5 του 2190/1920. Μετά την αντικατάσταση έχουμε κάποιες πληροφορίες για την μερισματική πολιτική. Πιο συγκεκριμένα σύμφωνα με το άρθρο 1:

Επιτρέπεται να ορίζεται με διατάξεις του καταστατικού προνόμιο υπέρ μετοχών. Το προνόμιο αυτό συνίσταται στη μερική ή ολική απόληψη, πριν από τις κοινές μετοχές, του διανεμόμενου μερίσματος, σύμφωνα με τις ειδικότερες διατάξεις του καταστατικού, και στην προνομιακή απόδοση του καταβληθέντος από τους κατόχους των προνομιούχων μετοχών κεφαλαίου από το προϊόν της εκκαθάρισης της εταιρικής περιουσίας, συμπεριλαμβανομένης της συμμετοχής τούτων στα υπέρ το άρτιο ποσά, που είχαν τυχόν καταβληθεί. Ομοίως, επιτρέπεται να ορίζεται ότι σε περίπτωση μη διανομής μερίσματος σε μια ή περισσότερες χρήσεις, το προνόμιο υπέρ των μετοχών αφορά στην προνομιακή καταβολή μερισμάτων και για τις χρήσεις κατά τις οποίες δεν έγινε διανομή μερίσματος.

7.1 Αμοιβές μελών του Δ.Σ των επιχειρήσεων

Ωστόσο επειδή αναμένουμε να συναντήσουμε σημαντικό ποσοστό οικογενειακής ιδιοκτησίας στον γενικό δείκτη του Χρηματιστηρίου και προφανώς σε κάποιο βαθμό συμμετοχή αυτού στα ΔΣ ας ρίξουμε και μια ματιά στις αμοιβές των μελών του ΔΣ. Πέραν της οικογενειακής ή μη ιδιοκτησίας το θέμα είναι σοβαρό καθώς οι αμοιβές αυτές θα δώσουν κίνητρο και έναυσμα στα διοικητικά στελέχη για ενεργό συμμετοχή τους στην χάραξη της μερισματικής πολιτικής.

Μέσα στα πλαίσια των σχέσεων Α.Ε. και μελών Δ.Σ. περιλαμβάνονται και οι αμοιβές του Δ.Σ. Κατ' αρχήν η Α.Ε. δεν υποχρεούται στην παροχή αμοιβών προς τα μέλη της γιατί η σχέση μελών Δ.Σ. προς την εταιρία είναι καθαρά σχέση διοίκησης - αντιπροσώπευσης. Δεν αποκλείεται όμως, μάλιστα δε προβλέπεται από το Νόμο, η παροχή αμοιβών στα μέλη. Οι προβλεπόμενες από το Νόμο αμοιβές των μελών Δ.Σ. διακρίνονται στις παρακάτω κατηγορίες:

- α. Σε αμοιβές από ποσοστά κερδών της Α.Ε.
- β. Αμοιβές για έξοδα παραστάσεως.
- γ. Εκτός μισθού αμοιβές μελών Δ.Σ.
- δ. Αμοιβές λόγω σύναψης ειδικών σχέσεων εργασίας.

Σχετικά με τις αμοιβές από ποσοστά κερδών, αυτές προβλέπονται από το άρθρο 24 παρ. 1 του Ν.2190/1920 το οποίο στην ουσία του δεν καθορίζει επακριβώς τα ποσά που μπορούν να λάβουν τα μέλη του Δ.Σ. σαν αμοιβή από τα κέρδη της χρήσεως, πλην όμως καθορίζει τις προτεραιότητες που πρέπει να δοθούν στη σειρά της διάθεσης των κερδών της Α.Ε. Για να εξετάσουμε επακριβώς τη σειρά με την οποία διατίθενται τα κέρδη θα πρέπει να λάβουμε υπόψη όχι μόνο τις διατάξεις του άρθρου 24 παρ. 1 του Ν.2190/20 αλλά και άλλες διατάξεις του Ν.2190/20 καθώς και διατάξεις άλλων σχετικών με τη διάθεση κερδών νόμων.

7.2 Σειρά διάθεσης κερδών Α.Ε

Πρώτα - πρώτα πρέπει να ληφθούν υπόψη οι διατάξεις του άρθρου 45 του Ν.2190/20 σύμφωνα με τις οποίες κάθε διανομή κερδών πρέπει να λάβει χώρα μετά την αφαίρεση τυχόν ζημιών προηγούμενων χρήσεων και εταιρικών βαρών. Συνεπώς πρέπει τα κέρδη της χρήσεως να μειωθούν δηλαδή να διατεθούν για την απαλοιφή των ζημιών προηγούμενων χρήσεων οι οποίες εμφανίζονται στα βιβλία. Σαν ζημία τέτοια θεωρούνται και οι χρεωστικές διαφορές φορολογικού ελέγχου οι οποίες επιβλήθηκαν μετά από φορολογικό έλεγχο και εμφανίζονται στα βιβλία.

Εν συνεχεία θα πρέπει να καλυφθούν τα εταιρικά βάρη. Ως εταιρικά βάρη θεωρούνται ο φόρος εισοδήματος των κερδών της χρήσεως και οι διάφοροι φόροι μη ενσωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος (λ.χ. Φ.Μ.Α.Π.).

Κατόπιν αυτών θα πρέπει υποχρεωτικά να διατεθεί το 1/20 των κερδών που θα έχουν απομείνει (καθαρά κέρδη χρήσεως-ζημίες προηγούμενων χρήσεων-φόροι εισοδήματος και λοιποί μη ενσωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος φόροι) για το σχηματισμό του Τακτικού Αποθεματικού. Ο σχηματισμός αυτός παύει να είναι υποχρεωτικός όταν το Τακτικό Αποθεματικό φθάσει σε ύψος το 1/3 του Μετοχικού Κεφαλαίου της εταιρίας.

Ακολούθως διατίθεται το προβλεπόμενο ποσό για τη διανομή πρώτου μερίσματος. Από την ισχύουσα νομοθεσία ο υπολογισμός του πρώτου μερίσματος προβλέπεται ότι γίνεται με βάση έναν από τους 3 παρακάτω τρόπους:

1. Με βάση το άρθρο 45 του Ν.2190/20.
2. Με βάση την παραπάνω διάταξη το πρώτο μέρισμα υπολογίζεται με ποσοστό 6% του καταβλημένου Μετοχικού Κεφαλαίου.
3. Με βάση το άρθρο 1 του Ν.876/79.

Με βάση την διάταξη αυτή το μέρισμα ανέρχεται σε 35% των καθαρών κερδών της χρήσεως μετά την αφαίρεση όλων των παραπάνω αναγραφόμενων ζημιών και εταιρικών βαρών καθώς και του Τακτικού Αποθεματικού. Η Α.Ε. υποχρεούται να διανείμει το μεγαλύτερο πρώτο μέρισμα που προκύπτει ακολουθώντας τις δύο παραπάνω περιπτώσεις.

Εδώ πρέπει όμως να ληφθεί υπόψη ότι εφόσον το μέρισμα που προκύπτει με τον τρόπο της δεύτερης περίπτωσης είναι μεγαλύτερο από αυτό της πρώτης τότε μπορεί να διανεμηθεί το της πρώτης αν αποφασίσει προς τούτο η Γενική Συνέλευση με πλειοψηφία τουλάχιστον 70% του συνόλου του Μετοχικού Κεφαλαίου.

Μικρότερο μέρισμα από αυτό της πρώτης περίπτωσης διανέμεται ή ακόμη δεν διανέμεται καθόλου πρώτο μέρισμα μόνο στην περίπτωση που αποφασίσει για κάτι τέτοιο η Γενική Συνέλευση με απόλυτη πλειοψηφία (100%) του Μετοχικού Κεφαλαίου.

Σχηματικά λοιπόν η σειρά της διαθέσεως των κερδών της χρήσεως έχει ως εξής:

Καθαρά κέρδη χρήσεως

Μείον: Ζημίες προηγ. χρήσεων

Μείον: Φόρος εισοδήματος χρήσεως

Μείον: Λοιποί μη ενσωματωμένοι στο

λειτουργικό κόστος φόροι

Μείον: Τακτικό Αποθεματικό

Μείον: Πρώτο μέρισμα

Υπόλοιπο

A

Συμπερασματικά λοιπόν το ποσό των αμοιβών των μελών του Δ.Σ. που θα διατεθεί από τα κέρδη της χρήσεως σύμφωνα με τη νομοθεσία δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερο από το ύψος του υπολοίπου Α. Περαιτέρω από το Νόμο δεν καθορίζεται ο τρόπος διάθεσης στα μέλη των κερδών. Δηλαδή τα κέρδη μπορούν να διατεθούν σε ορισμένα μόνο μέλη του Δ.Σ. και όχι στο σύνολο αυτών, και άλλα μέλη μπορούν να λάβουν πολύ μεγαλύτερες αμοιβές σε σχέση με κάποια άλλα κλπ. Η διαδικασία της διάθεσης των κερδών στα μέλη γίνεται ως εξής:

-Πρώτα γίνεται η πρόταση από το ίδιο το Δ.Σ.

-Επακολουθεί η έγκριση από την Τακτική Γενική Συνέλευση.

Ισχύει δηλαδή ότι γενικά ισχύει για το σύνολο της διάθεσης των κερδών. Σχετικά με την φορολογία αμοιβών των μελών Δ.Σ., που καταβάλλονται από τα κέρδη της χρήσεως, οι αμοιβές αυτές δεν φορολογούνται περαιτέρω επειδή δίδονται από τα κέρδη της Α.Ε. μετά την αφαίρεση από τα συνολικά κέρδη του αναλογούντος φόρου εισοδήματος του Νομικού Προσώπου. Με την αφαίρεση αυτή θεωρείται ότι έχει επέλθει εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης για το σύνολο των διανεμομένων κερδών στα οποία συμπεριλαμβάνονται και οι αμοιβές των μελών του Δ.Σ.

Οι αμοιβές αυτές των μελών του Δ.Σ. αποτελούν εισόδημα από κινητές αξίες. Χρόνος απόκτησης του εισοδήματος θεωρείται ο χρόνος εγκρίσεως του Ισολογισμού από τη Γενική Συνέλευση. Ισχύει δηλαδή εδώ ότι ισχύει και για τα διανεμόμενα μερίσματα.

8. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Σε αυτό το κεφάλαιο θα παραθέσουμε το εμπειρικό κομμάτι της εργασίας. Αρχικά θα γίνει μια σύντομη αναφορά στο υπό μελέτη δείγμα και στα χαρακτηριστικά του. Στη συνέχεια οι ελληνικές εταιρείες που εξετάζονται, θα καταταχθούν ανάλογα με το ιδιοκτησιακό τους καθεστώς τα έτη 2001 και 2007, και θα ελεγχθούν κάποιες μεταβλητές της μερισματικής πολιτικής για να δούμε κατά πόσο η ιδιοκτησία και η συνεπαγόμενη μερισματική παρουσίαση σημαντικές μεταβολές το πρώτο και το τελευταίο έτος της περιόδου έρευνας. Ακολουθεί μια αναφορά στο ιδιοκτησιακό καθεστώς των βιομηχανικών κλάδων στους οποίους διαιρείται το δείγμα επίσης για τα έτη 2001 και 2007 και ελέγχονται πάλι οι προηγούμενες μεταβλητές μερισματικής πολιτικής, για να δούμε εάν ο τομέας δραστηριοποίησης σχετίζεται με την ιδιοκτησία και την μερισματική απόδοση. Κατόπιν θα μελετήσουμε τις επιχειρήσεις που διανέμουν κάθε χρόνο μέρισμα. Εδώ για κάθε έτος από το 2001 έως το 2006 θα χωρίσουμε τις εταιρείες σε αυτές που βρίσκονται κάτω και όσες βρίσκονται πάνω από την διάμεσο του συνολικού ποσοστού δικαιωμάτων ψήφου των μεγαλομετόχων. Μεγαλομέτοχος είναι αυτός που διαθέτει άνω του 5% των δικαιωμάτων ψήφου. Θα συγκρίνουμε κάποιες μεταβλητές μερίσματος μεταξύ των δυο υποσυνόλων και ολόκληρου του δείγματος σε μια προσπάθεια να δούμε αν και πως η συγκέντρωση ιδιοκτησίας επηρεάζει την μερισματική πολιτική

8.1 Το δείγμα

Τα δεδομένα του δείγματος καλύπτουν την χρονική περίοδο 2001-2007 και περιλαμβάνουν όλες τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρίες. Με άλλα λόγια εξετάστηκε ο δείκτης όλων των μετοχών του Χ.Α.Α έτσι όπως παρατίθεται στην ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου. Εκτός δείγματος ωστόσο παρέμειναν οι τράπεζες, οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και υπηρεσίες συμβούλων, οι εταιρείες ακίνητης περιουσίας, και οι εταιρείες συμμετοχών, καθώς και οι ασφαλιστικές εταιρείες και οι εταιρείες επενδύσεων. Έτσι αποκλείστηκαν 52 επιχειρήσεις. Επίσης δεν συνυπολογίστηκαν όποιες άλλες δεν δημοσιοποίησαν τα απαραίτητα δεδομένα, ή κατέστη ανέφικτη η εύρεση αυτών των δεδομένων κυρίως λόγω καθυστερημένης -για την χρονική περίοδο 2001-2007 ημερομηνίας εισαγωγής στο ΧΑ, συνολικά 3 επιχειρήσεις. Ακόμα εκτός δείγματος έμειναν και όσες ανήκουν στην κατηγορία επιτήρησης, και δεν είναι εύκολη η εύρεση των στοιχείων τους, ήτοι 22 επιχειρήσεις. Η παρούσα μελέτη ενδιαφέρεται για τις κοινές ονομαστικές μετοχές, οπότε έμειναν εκτός όλα τα προνόμια, δηλαδή άλλες 8 επιχειρήσεις. Αυτές οι επιχειρήσεις που μετετράπηκαν σε εταιρείες συμμετοχών, κατά τα τελευταία χρόνια της έρευνας δεν αποκλείστηκαν από το δείγμα. Το σύνολο των επιχειρήσεων που

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
εξετάστηκαν, δραστηριοποιούνταν τόσο κατά το 2001, όσο και κατά το 2007. Δηλαδή όσες επιχειρήσεις συγχωνεύθηκαν, έπαψαν την λειτουργία τους η μπόκαν στην κατηγορία επιτήρησης μέχρι και το 2007 δεν συνυπολογίστηκαν στην μελέτη. Οι λόγοι για τους οποίους δεν περιλαμβάνονται στο δείγμα όλες οι παραπάνω εταιρείες δεν θα αναφερθούν, για συντομία, αν και η αποτελεί συνηθισμένη πρακτική στην γενικότερη βιβλιογραφία η αφαίρεση των παραπάνω είδους εταιρειών.⁸¹ Τέλος επειδή ο δείκτης υπόκειται σε περιοδικές μεταβολές, για λόγους πιστότητας αναφέρεται ότι χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης της 2/4/2008.

8.2.1 Διάρθρωση του δείγματος των εταιρειών τα έτη 2001, και 2007 ανάλογα με την μορφή ιδιοκτησίας.

Στη συνέχεια αντλήθηκαν στοιχεία για τον αριθμό, τα ποσοστά δικαιωμάτων, και τα ονόματα των μεγαλομετόχων των επιχειρήσεων από το 2001 και το 2007. Η επιλογή των χρόνων δεν είναι τυχαία καθώς θέλουμε να δούμε την εικόνα που παρουσιάζει μετά την μεγάλη πτώση του 1999 καθώς και την εικόνα που εμφανίζει μετά από κάποια χρόνια, όταν θεωρητικά η μεγάλη πτώση τουλάχιστον θεωρητικά έχει απορροφηθεί πλήρως, το χρηματιστήριο διαγράφει συνολικά ικανοποιητική πορεία, και η εικόνα της οικονομίας παρουσιάζει σχετική σταθερότητα. Η αρχική αυτή ανάλυση δεν έδωσε σημασία στην υποχρεωτική ετήσια καταβολή χρηματικού μερίσματος, πρακτική που χρησιμοποιήθηκε στην δεύτερη ανάλυση.

Σαν μεγαλομέτοχο εννοούμε αυτόν που διαθέτει άμεσα ή έμμεσα -όπου βέβαια αυτό μπορεί να διερευνηθεί γιατί η χρησιμοποίηση αλυσίδας ή ομίλου και λοιπών μορφών έμμεσης ιδιοκτησίας παρατηρείται συχνά στο ελληνικό χρηματιστήριο-. Μας ενδιαφέρει ποσοστό άνω του 5% των συνολικών δικαιωμάτων ψήφου των εταιρειών. Η ελληνική νομοθεσία επιτάσσει την δημοσιοποίηση κατοχής ποσοστού δικαιωμάτων από 5% και άνω, πρακτική που υπάρχει και στην βιβλιογραφία. Το 5% άλλωστε είναι το ποσοστό που σηματοδοτεί ιδιότητα μεγαλομέτοχου σε όλα τα civil law κράτη. Επίσης πρέπει να επαναλάβουμε άλλη μια σημαντική διευκρίνιση ότι στην Ελλάδα μια μετοχή νομικά συνεπάγεται ένα δικαίωμα στην γενική συνέλευση των μετόχων.

Η παραπάνω ανάλυση έδωσε την εξής εικόνα. Οι 195 επιχειρήσεις που εξετάστηκαν, μπορούν να χωριστούν σε 6 μορφές ιδιοκτησίας σύμφωνα με τον μεγαλύτερο μεγαλομέτοχο το 2007. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι στο 85% του δείγματος, ο μεγαλύτερος μεγαλομέτοχος το 2007 ήταν και ο ίδιος το 2001!. Οπότε, η εικόνα ιδιοκτησίας που παρουσιάζουν οι επιχειρήσεις το 2007, είναι σχεδόν όμοια με ότι

⁸¹ Για λεπτομερή εικόνα του συνολικού δείκτη του ΧΑ και τις μη συμπεριλαμβανόμενες επιχειρήσεις βλέπε στα περιεχόμενα του CD.

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
συνέβαινε το 2001. Οι μορφές αυτές ιδιοκτησίας είναι οι εξής: 1) οικογενειακές επιχειρήσεις, 2) επιχειρήσεις που ανήκουν σε αλλοδαπές επιχειρήσεις, 3) επιχειρήσεις που ανήκουν σε τράπεζες-τραπεζικούς ομίλους, 4) επιχειρήσεις Ελλήνων και ξένων επενδυτών, 5) επιχειρήσεις του ελληνικού δημοσίου, 6) επιχειρήσεις που ανήκουν σε άλλες ελληνικές μη εισηγμένες επιχειρήσεις. Να σημειωθεί ότι οι 195 επιχειρήσεις που ελέγχθηκαν ήταν παρούσες τόσο στην αρχή όσο και στο τέλος της χρονικής περιόδου έρευνας.

Λίγα λόγια για το πώς διαμορφώθηκαν οι παραπάνω μορφές ιδιοκτησίας, και ποια είναι τα χαρακτηριστικά τους. Σαν οικογενειακές επιχειρήσεις θεωρώ όσες οι μεγαλομέτοχοι ανήκουν στην ίδια οικογένεια, -τουλάχιστον κρίνοντας σύμφωνα με την ύπαρξη κοινού επιθέτου-, και διαθέτουν για τουλάχιστον 5 από τα χρόνια της έρευνας από κοινού άνω του 40% των συνολικών δικαιωμάτων ψήφου. Το ποσοστό μπορεί να μην δίνει πλειοψηφία, αλλά για να διατηρείται για 5 χρόνια σημαίνει πως ένας κοινός επενδυτής δεν μπορεί να αγοράσει ποσοστό μετοχών ικανό, ώστε οι υφιστάμενοι μεγαλομέτοχοι να απωλέσουν τα κεκτημένα τους. Επίσης θα πρέπει η οικογένεια να εκπροσωπείται στο Δ.Σ τουλάχιστον από 2 άτομα, για Δ.Σ έως 5 ατόμων, και από 3 άτομα για μεγαλύτερα. Θα πρέπει όμως είτε τα 2, είτε τα 3+ άτομα να κατέχουν οπωσδήποτε μια εκτελεστική θέση, και οπωσδήποτε αυτή του προέδρου ή του αντιπροέδρου του Δ.Σ. Το ποσοστό βέβαια θα είναι μικρότερο του πραγματικού καθώς, η ύπαρξη συζυγικών σχέσεων μεταξύ των μεγαλομετόχων ή των μελών του Δ.Σ δεν μπορεί να διερευνηθεί, παρά μόνο στην περίπτωση που υπάρχει ρητή αναφορά από τις πληροφορίες του μετοχολογίου.

Σαν επιχείρηση η οποία ανήκει σε αλλοδαπή επιχείρηση θεωρώ αυτή που βρίσκεται υπό ξένη ιδιοκτησία, η οποία ελέγχει τουλάχιστον για 4 χρόνια, ποσοστό άνω του 30% των δικαιωμάτων ψήφου. Σε αυτές τις επιχειρήσεις, η αγορά από ιδιώτη επενδυτή ποσοστό μεγαλύτερο του 30% των μετοχών φαντάζει μάλλον απίθανη. Σε αυτές τις ξένες επιχειρήσεις δεν μελετήθηκε το μετοχολόγιο, τόσο γιατί δεν μας ενδιαφέρει, όσο και γιατί ο τελικός μεγαλομέτοχος μπορεί να μην είναι ανευρέσιμος.

Για τις τράπεζες ή τους τραπεζικούς ομίλους σαν ιδιοκτήτες επιχειρήσεων δεν χρειάζεται ιδιαίτερη μνεία. Σε όλες τις περιπτώσεις η τράπεζα ή ο τραπεζικός όμιλος κατέχει πάνω από το 45% των δικαιωμάτων ψήφου.

Οι Έλληνες και ξένοι ιδιώτες επενδυτές ως ξεχωριστή κατηγορία ιδιοκτησίας προέκυψε από την ύπαρξη πολλών επιχειρήσεων όπου ο πρώτος μεγαλομέτοχος, δεν φαίνεται διατιθέμενος να εισάγει μέλη της οικογένειας του στην επιχείρηση είτε ως μετόχους, είτε στο Δ.Σ, είτε και στα δυο. Επίσης διαχρονικά μπορεί να αλλάζει και ο ίδιος ως πρόσωπο. Οι πρώτοι μεγαλομέτοχοι είναι πρόεδροι ή αντιπρόεδροι του Δ.Σ και οι δεύτεροι μεγαλομέτοχοι κατέχουν επίσης μια εκτελεστική θέση. Ακόμα και οι δεύτεροι μεγαλομέτοχοι δεν εισάγουν μέλη των οικογενειών τους στην επιχείρηση έστω και σαν

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
μικρομετόχους. Η ύπαρξη μιας "συμφωνίας κυρίων" μεταξύ πρώτου και δεύτερου μεγαλομέτοχου στα παρασκήνια φαντάζει πολύ πιθανή, ως εξήγηση της παραπάνω κατάστασης. Ο πρώτος μεγαλομέτοχος διαθέτει τουλάχιστον το 30% των δικαιωμάτων ψήφου.

Οι επιχειρήσεις που διαχειρίζονται από το ελληνικό δημόσιο είναι αυτές στις οποίες για όλα τα χρόνια της περιόδου έρευνας, το δημόσιο διαθέτει το μεγαλύτερο πακέτο μετοχών, και ποτέ μικρότερο του 40%. Συνήθως είναι από τις πλέον κερδοφόρες επιχειρήσεις.

Τέλος ελληνικές εταιρείες ως πρώτος μεγαλομέτοχος σε εισηγμένες επιχειρήσεις μπορεί να χαρακτηρίζεται από ποσοστό ιδιοκτησίας μεταξύ του 6% και του 65% και επίσης παραμένει σταθερός τουλάχιστον για 4 χρόνια της περιόδου έρευνας.

Εδώ θα πρέπει να γίνει μια σημείωση. Μπορεί το ποσοστό δικαιωμάτων του πρώτου μεγαλομέτοχου για όλες τις μορφές ιδιοκτησίας σε κάποιες επιχειρήσεις να είναι κατά τι, μικρότερο, συγκριτικά με αυτό που αναφέρθηκε παραπάνω. Για παράδειγμα αναφέρθηκε ότι στην κατηγορία των οικογενειακών επιχειρήσεων υπάγονται οι επιχειρήσεις, στις οποίες για τουλάχιστον 5 χρόνια ο πρώτος μεγαλομέτοχος, μαζί με μέλη της οικογένειας του κατέχουν πάνω από το 40% των δικαιωμάτων ψήφου, ωστόσο σε 7 επιχειρήσεις (σε σύνολο 98 επιχειρήσεων) το ποσοστό αυτό είναι στην πραγματικότητα μικρότερο. Όμως η ύπαρξη της οικογένειας επί 7 συναπτά έτη, και για τις 7 αυτές εταιρείες στη αρχηγία της επιχείρησης, ως μεγαλομέτοχο, και η συμμετοχή αυτής στο Δ.Σ με 2 και περισσότερα άτομα, επαρκούν να την κατατάξουν στην κατηγορία των οικογενειακών επιχειρήσεων. Παρόμοια ισχύουν και για τις άλλες κατηγορίες. Στην κατηγορία με αλλοδαπές επιχειρήσεις ως πρώτο μεγαλομέτοχο, ο παραπάνω κανόνας παρέκλινε για 1 επιχείρηση, ομοίως και για τις τραπεζικής ιδιοκτησίας εταιρείες. Για τους ιδιώτες υπάρχουν 5 επιχειρήσεις, και καμία για το ελληνικό δημόσιο. Για μια λεπτομερή εικόνα της κατάστασης ο διαχωρισμός υπάρχει σε αρχείο, στο CD που κατατέθηκε μαζί με την εργασία, αφού η μορφή του δεν μπορούσε να καταστήσει εφικτή την εμφάνισή του στο παρόν σημείο.

8.2.2 Συνεισφορά της μορφής ιδιοκτησίας στα μερίσματα.

Από το σημείο αυτό και μετά, μελετήθηκαν σύμφωνα με τον διαχωρισμό στις 6 μορφές ιδιοκτησίας οι παρακάτω παράμετροι:

1. Το συνολικό μέρισμα δηλαδή πόσο θα ήταν το χρηματικό κέρδος από τα μερίσματα για τον υποψήφιο επενδυτή, αν διέθετε μια μετοχή από κάθε εταιρεία. Με αυτό τον τρόπο θα δούμε ποιας μορφής ιδιοκτησία είναι πιο συμφέρουσα για τους υποψήφιους επενδυτές.

2. Ο συνολικός αριθμός μεγαλομετόχων.
3. Το μέσο μέρισμα ανά εταιρεία (ισχύουν όσα και για το συνολικό ως προς την ανάγκη έρευνας της παραμέτρου αυτής).
4. Ο μέσος αριθμός μεγαλομετόχων ανά εταιρεία.
5. Το μέσο ποσοστό κατοχής δικαιωμάτων από τους μεγαλομετόχους. Από εδώ θα έχουμε και την πρώτη εικόνα για το διαμεσολαβητικό πρόβλημα στην Ελλάδα.

Σε μια προσπάθεια να μην γίνει πολύ λεπτομερής ο πίνακας, βάρος δόθηκε στον πρώτο και στον τελευταίο χρόνο της περιόδου έρευνας. Η εικόνα έχει ως εξής:

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων

	ΟΙΚΟΓΕΝΕΙΑΚΕΣ (98)	ΑΛΛΟΔΑΠΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ (21)	ΕΛ. ΤΡΑΠΕΖΩΝ- ΟΜΙΛΩΝ (7)	ΙΔΙΩΤΩΝ ΕΛΛΗΝΩΝ/ΞΕΝΩΝ (57)	ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ (7)	ΕΛΛΗΝ. ΜΗ ΕΙΣΗΓΜ. ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (4)	ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΓΙΑ ΟΛΕΣ ΤΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ
ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΜΕΡΙΣΜΑ ΟΛΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΤΗΣ ΜΟΡΦΗΣ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ							
2001	8,42 €	2,49 €	0,55 €	4,17 €	2,03 €	0,13 €	17,79 €
2007	10,94 €	3,99 €	0,20 €	3,26 €	2,94 €	0,22 €	21,56 €
ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΓΑΛΟΜΕΤΟΧΩΝ							
2001	296	49	12	136	8	5	506
2007	290	49	11	126	12	9	497
ΜΕΣΟ ΜΕΡΙΣΜΑ ΑΝΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ							
2001	0,09 €	0,12 €	0,08 €	0,07 €	0,29 €	0,03 €	0,09 €
2007	0,11 €	0,19 €	0,03 €	0,06 €	0,42 €	0,06 €	0,11 €
ΜΕΣΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΓΑΛΟΜΕΤΟΧΩΝ ΑΝΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ							
2001	3,02	2,33	1,71	2,39	1,14	1,25	2,59
2007	2,96	2,33	1,57	2,21	1,71	2,25	2,55
ΜΕΣΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΚΑΤΟΧΗΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΑΠΟ ΜΕΓΑΛΟΜΕΤΟΧΟΥΣ							
2001	65,090%	59,26%	66,01%	56,96%	71,78%	17,49%	60,63%
2007	60,462%	57,75%	57,72%	51,56%	62,83%	45,97%	57,10%
Με τον όρο συνολικό μέρισμα, υπολογίστηκε πόσο θα είναι το κέρδος για τον επενδυτή αν είχε μια μετοχή από κάθε εταιρεία της εκάστοτε μορφής ιδιοκτησίας.							

Πίνακας 2. Διαίρεση των επιχειρήσεων ανά μορφή ιδιοκτησίας.
Επιρροή αυτής στον αριθμό μεγαλομετόχων και στο μέρισμα

Αυτό που πρέπει να μείνει στον αναγνώστη είναι μια τεράστια συγκέντρωση ιδιοκτησίας στα χέρια των μεγαλομετόχων για το σύνολο σχεδόν των επιχειρήσεων . Πιο συγκεκριμένα 506 μεγαλομέτοχοι το 2001 κατέχουν το 61% των δικαιωμάτων ψήφου όλων των εξεταζόμενων επιχειρήσεων και 497 μεγαλομέτοχοι το 2007 κατέχουν το 57%. Η εικόνα είναι εναρμονισμένη με ότι συμβαίνει στην λοιπή ηπειρωτική Ευρώπη και στα κράτη με civil law νομοθεσία. Επίσης τόσο το συνολικό μέρισμα για όλες τις εταιρείες, όσο και το μέσο μέρισμα ανά εταιρεία αυξήθηκαν κατά 17,48% από 17,79ευρώ το 2001 σε 21,56ευρώ το 2007 το συνολικό, και από 0,09ευρώ σε 0,11 ευρώ το μέσο. Ο αριθμός των μεγαλομετόχων για το σύνολο των εταιρειών μειώθηκε κατά 1,81% από 506 στην αρχή της περιόδου έρευνας σε 497 στο τέλος αυτής, ενώ ο μέσος αριθμός μεγαλομετόχων ανά εταιρεία από 2,59 σε 2,55. Το μέσο ποσοστό κατοχής δικαιωμάτων από μεγαλομέτοχους εμφάνισε μικρή μείωση της τάξης του 6,19% από 60,63% το 2001 σε 57,10% το 2007.

Για άλλη μια φορά σε αρχείο που υπάρχει στο CD που κατατέθηκε μαζί με την διπλωματική, υπάρχει ένας αναλυτικός πίνακας ο οποίος για λόγους έκτασης δεν μπορεί να τοποθετηθεί στο παρόν σημείο και διαθέτει αναλυτικές πληροφορίες για μετοχολόγιο και μερίσματα για όλα τα χρόνια έρευνας. Εδώ απλά υπογραμμίζουμε ότι από τις 195 επιχειρήσεις, 43 επιχειρήσεις δεν έδωσαν μέρισμα το 2001 και 78 επιχειρήσεις το 2007. Μόνο 75 επιχειρήσεις έδωσαν μέρισμα όλα τα χρόνια της έρευνας!

Η ασυμμετρία πληροφόρησης μπορεί να εξηγεί σε κάποιο βαθμό την ιδιάζουσα μερισματική πολιτική των ελληνικών εταιρειών. Ένα φαινόμενο που παρατηρείται συχνά είναι οικονομικά εύρωστες και καταξιωμένες επιχειρήσεις, ενώ ακολουθούν μερισματική πολιτική διαχρονικής σταθερής αύξησης, ξαφνικά δεν διανέμουν μέρισμα, και όταν ξαναρχίσουν, αυτό είναι σημαντικά μειωμένο και τείνει να μειωθεί έτι περαιτέρω. Η κατάσταση σηματοδοτεί χειραγώγηση των απλών επενδυτών από τους μεγαλομέτοχους, και γενικά τους insiders παράγοντες. Αλλά και στην αντίθετη περίπτωση η καταβολή καλού μερίσματος διαχρονικά αυξανόμενου, μπορεί εύκολα να ερμηνευθεί ως εξαγωγή ρευστού από τις επιχειρήσεις, προς όφελος των μεγαλομετόχων. Απαιτείται η έρευνα περισσότερων παραγόντων που διαμορφώνουν την μερισματική πολιτική, για να μπορέσει κάποιος με ασφάλεια να επιβεβαιώσει, ή να απορρίψει την θέση.

Τα παραπάνω φαινόμενο οδηγεί στην απόρριψη της επόμενης θεωρίας σχετικά με την εξαγωγή σημάτων για την κερδοφορία και γενικότερα την μελλοντική

πορεία της επιχείρησης μέσω της μερισματικής πολιτικής. Διαχρονική αύξηση ή μείωση θα ήταν αρκετή για να στηρίξει την άποψη. Η αναβολή όμως πληρωμής μερίσματος για 2 και 3 χρόνια δεν αφήνει σημαντικά περιθώρια ερμηνείας.

Οι εταιρείες δεν φαίνεται να ενδιαφέρονται άμεσα για την εικόνα που δημιουργούν σε υποψήφιους επενδυτές με την μερισματική πολιτική που ακολουθούν, καθώς η μη καταβολή μετά από χρόνια διαχρονικά αυξανόμενου μερίσματος δεν εξηγείται από την λογική της εξεταζόμενης θεωρίας. Ως εκ τούτου και η θεωρία αυτή καταρρίπτεται. Όσον αφορά την αντιμετώπιση του διαμεσολαβητικού προβλήματος, όχι μόνο δεν αντιμετωπίζεται, αλλά μια ματιά στα ποσοστά ιδιοκτησίας των μεγαλομετόχων, τόσο στο χωρισμό κατά κλάδο δραστηριοποίησης όσο και στον διαχωρισμό στις μορφές ιδιοκτησίας (βλ παρακάτω), μπορεί να μας πει αρκετά για την δύναμη και τα προνόμια που απολαμβάνουν.

8.3.1 Διάρθρωση του δείγματος τα έτη 2001 και 2007 σε τομέα δραστηριοποίησης, συνεισφορά αυτού στα μερίσματα.

Στη συνέχεια οι εξεταζόμενες επιχειρήσεις χωρίστηκαν σε κλάδους δραστηριοποίησης για να εξαχθούν τυχόν χρήσιμα συμπεράσματα. Λόγω του ότι η ιστοσελίδα του Χ.Α.Α από την οποία αντλήθηκαν όλες οι απαραίτητες πληροφορίες, δεν κατανέμει όλες τις εταιρείες στους αντίστοιχους κλάδους, δημιουργήθηκε πρόβλημα κατάταξης. Για να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα χρησιμοποιήθηκαν από κοινού τόσο η κατανομή των επιχειρήσεων σε κλάδους σύμφωνα με το ιστορικό αρχείο μεταβολών των ποσοστών δικαιωμάτων του έτους 2006 -από την ιστοσελίδα του Χ.Α.Α-, καθώς το αντίστοιχο του 2007, διαχωρίζει τις εταιρείες ανάλογα με την κεφαλαιοποίηση και όχι τον τομέα που δραστηριοποιούνται, όσο και η κατανομή σε τομείς που κάνει η βάση δεδομένων datastream στα "Ιστορικά και Προσαρμοσμένα Στοιχεία Μερισμάτων Εισηγμένων Εταιρειών" έτους 2007. Απαιτήθηκε η χρήση και των δύο πηγών. Τέλος, επειδή οι κλάδοι δραστηριοποίησης ήταν αρκετοί σε αριθμό, και η παρουσίαση στοιχείων για μεγαλομέτοχους και μερίσματα θα γινόταν αδύνατη, δημιουργήθηκαν ad hoc κάποιοι υπερκλάδοι με συναφές-παρόμοιο αντικείμενο δραστηριοποίησης. Για παράδειγμα οι ξεχωριστοί μεταξύ τους κλάδοι, κατασκευής εμπορίας, συντήρησης, και πώλησης οχημάτων, τοποθετήθηκαν σε έναν ενιαίο, όπου περιλαμβάνονται όλες οι ανάλογες εταιρείες. Να αναφέρουμε άλλη μια φορά ότι οι 195 εταιρείες που ελέγχθηκαν είναι "ενεργές" τόσο κατά το 2001 όσο και κατά το 2007. Σχόλια πάνω στον πίνακα δεν χρειάζεται να διατυπωθούν. Άλλωστε η

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
ανομοιομορφία στην αριθμητική σύνθεση των κλάδων τελικά δεν ευνοεί την
σύγκριση μεταξύ τους. Ελέγχθηκαν οι ίδιες μεταβλητές που ελέγχθηκαν και
παραπάνω στην κατηγοριοποίηση ανά μορφή ιδιοκτησίας.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων

ΚΛΑΔΟΣ	ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΜΕΡΙΣΜΑ ΟΛΟΥ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ		ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΓΑΛΟΜΕΤΟΧΩΝ		ΜΕΣΟ ΜΕΡΙΣΜΑ ΑΝΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ		ΜΕΣΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΓΑΛΕΜ. ΑΝΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ		ΜΕΣΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΚΑΤΟΧΗΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΑΠΟ ΜΕΓΛΜΕΤΧ	
	2001	2007	2001	2007	2001	2007	2001	2007	2001	2007
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ (4)	0,77 €	0,61 €	9	12	0,19 €	0,15 €	2,25	3,00	58,07%	37,20%
ΕΝΕΡΓΕΙΑ (2)	0,13 €	0,34 €	5	3	0,07 €	0,17 €	2,50	1,50	65,01%	54,56%
ΝΑΥΤΙΛΙΑ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΜΟΣ (6)	0,24 €	0,62 €	8	13	0,04 €	0,10 €	1,33	2,17	46,33%	42,14%
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ (18)	0,98 €	0,60 €	50	38	0,05 €	0,03 €	2,78	2,11	65,10%	54,89%
ΕΚΔΟΣΕΙΣ-ΕΚΤΥΠΩΣΕΙΣ (10)	0,15 €	0,45 €	29	29	0,01 €	0,05 €	2,90	2,90	76,12%	77,46%
ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ-ΨΥΧΑΓΩΓΙΑ (2)	0,15 €	0,13 €	9	5	0,08 €	0,07 €	4,50	2,50	78,25%	57,23%
ΤΥΧΕΡΑ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ (2)	0,92 €	1,88 €	6	6	0,46 €	0,94 €	3,00	3,00	82,99%	45,22%
ΥΓΕΙΑ-ΙΑΤΡΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ (5)	1,23 €	0,63 €	10	12	0,25 €	0,13 €	2,00	2,40	71,94%	71,94%
ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ (12)	0,59 €	1,41 €	24	27	0,05 €	0,13 €	2,18	2,45	59,37%	56,34%
ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ (4)	0,23 €	0,69 €	14	14	0,06 €	0,17 €	3,50	3,50	62,29%	54,03%
ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ-ΕΙΔΗ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ (2)	0,26 €	0,62 €	7	8	0,13 €	0,31 €	3,50	4,00	57,21%	54,51%
ΚΑΛΩΔΙΑ (2)	0,30 €	0,25 €	2	2	0,15 €	0,13 €	1,00	1,00	74,52%	75,73%
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ (1)	0,42 €	0,00 €	2	2	0,42 €	0,00 €	2	2	47,82%	38,96%
ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ-ΤΣΙΜΕΝΤΑ (8)	0,99 €	2,22 €	17	13	0,14 €	0,32 €	2,43	1,86	58,51%	51,39%
ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ (30)	2,01 €	2,51 €	76	86	0,07 €	0,08 €	2,53	2,87	49,77%	53,30%
ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ (9)	0,65 €	1,73 €	21	23	0,07 €	0,19 €	2,33	2,56	68,38%	65,08%
ΤΡΟΦΙΜΑ-ΠΟΤΑ (16)	0,72 €	0,24 €	43	48	0,04 €	0,01 €	2,69	3,00	64,63%	64,26%
ΚΑΠΝΟΣ (1)	2,20 €	2,52 €	4	4	2,20 €	2,52 €	4,00	4,00	92,86%	88,14%
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ-ΚΑΤΑΛΥΜΜΑΤΑ (3)	0,08 €	0,08 €	3	8	0,03 €	0,03 €	1,00	2,67	48,75%	81,29%
ΜΕΤΑΦΟΡΕΣ-ΥΠΟΣΤΗΡΙΚΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡ. (4)	0,43 €	0,40 €	9	10	0,11 €	0,10 €	2,25	2,50	72,55%	71,36%
ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΑ-ΕΙΔΗ ΕΝΔΥΜΑΣΙΑΣ (14)	0,57 €	0,18 €	59	47	0,04 €	0,01 €	4,21	3,36	62,49%	60,94%
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ (14)	0,86 €	0,75 €	29	28	0,07 €	0,06 €	2,23	2,15	45,99%	44,43%
ΧΗΜΙΚΑ-ΕΛΑΣΤΙΚΑ-ΠΛΑΣΤΙΚΑ (8)	0,62 €	0,30 €	20	19	0,08 €	0,04 €	2,50	2,38	62,62%	58,01%
ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΑΡΤΟΥ-ΞΥΛΟΥ-ΦΕΛΛΟΥ (5)	0,12 €	0,06 €	9	9	0,02 €	0,01 €	1,80	1,80	64,24%	67,98%
ΕΠΙΠΛΑ (3)	0,21 €	0,08 €	7	6	0,07 €	0,03 €	2,33	2,00	59,98%	61,27%
ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ-ΣΥΝΤΗΡΗΣΗ-ΠΩΛΗΣΗ ΟΧΗΜΑΤΩΝ (2)	0,13 €	0,85 €	7	6	0,06 €	0,43 €	3,50	3,00	73,99%	73,02%
ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ (6)	0,13 €	0,13 €	20	17	0,02 €	0,02 €	3,33	2,83	64,93%	48,88%
ΓΕΩΡΓΕΙΑ-ΚΤΗΝΟΤΡΟΦΙΑ (1)	0,07 €	0,00 €	2	1	0,07 €	0,00 €	2	1	66,74%	55,56%
ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΟΛΕΣ ΟΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ (195)	17,79 €	21,56 €	506	497	0,09 €	0,11 €	2,59	2,55	60,63%	57,10%

Μεγαλομέτοχος ορίζεται ο επενδυτής που διαθέτει άνω του 5% των δικαιωμάτων ψήφου

Πίνακας 3. Διαίρεση των επιχειρήσεων ανά κλάδο δραστηριοποίησης. Επιρροή αυτής στον αριθμό μεγαλομετόχων και στο μέρισμα

8.4 Συνεισφορά των μεγαλομετόχων στην ετήσια διανομή μερίσματος

Κατόπιν βάρους αποδόθηκε στις εταιρείες που πραγματικά ασκούν μερισματική πολιτική και διανέμουν κάθε χρόνο μέρισμα χωρίς να υπάρχει ούτε ένας χρόνος μη καταβολής αυτού. Δεν φαντάζει περίεργο ότι τελικά απέμειναν μόνο 75 εταιρείες για μελέτη, που είναι και οι σταθεροί πληρωτές μερίσματος.

8.4.1 Μεθοδολογία-μεταβλητές ενδιαφέροντος

Για έναν επενδυτή που επιλέγει να κρατήσει μια μετοχή μέχρι και την ημέρα αποκοπής του δικαιώματος, ο πλούτος του αυτή την ημέρα θα ισούται με την τιμή της μετοχής κατά την ημέρα αποκοπής, συν το υπό καταβολή μέρισμα δηλαδή P_0+D . Σε μη arbitrage συνθήκες θα πρέπει το παραπάνω άθροισμα να ισούται με την τιμή της μετοχής την ημέρα, πριν την ανακοίνωση του αποκοπής του μερίσματος, δηλαδή P_{-1} , ceteris paribus. Έχουμε δηλαδή $P_{-1}=P_0+D$ (1)

Αφαιρώντας και από τα δυο μέλη της εξίσωσης το P_0 και διαιρώντας με το D έχουμε το Raw Price Ratio :

$$RPR = (P_{-1}-P_0)/D = ((P_0+D-P_0)/D) = 1 \quad (2)$$

Η δεύτερη εξίσωση παρουσιάζει την μεταβολή της τιμής μεταξύ τελευταίας ημέρας διαπραγμάτευσης πριν την αποκοπή δικαιώματος, και της τιμής κατά την ημέρα αποκοπής σε όρους καταβληθέντος μερίσματος. Κανονικά θα πρέπει να ισούται με 1. Επειδή όμως η τιμή μπορεί να αλλοιωθεί από παράγοντες της αγοράς κατά τις δυο ημέρες διαπραγμάτευσης, υπολογίζουμε τον όρο Market Adjusted Raw Price Ratio ως εξής:

$$MAPR = [P_{-1}-(P_0)/(1+R_m)]/D \quad (3)$$

όπου R_m είναι η απόδοση του δείκτη της αγοράς. Και εδώ θα πρέπει $MAPR=1$.

Ωστόσο στην πραγματικότητα η σχέση (2) δεν ισούται με 1. Η διαφορά στην τιμή μπορεί να εκφραστεί σε όρους της τιμής της μετοχής κατά την τελευταία ημερομηνία διαπραγμάτευσης. Έτσι προκύπτει μια νέα μεταβλητή, η οποία στην βιβλιογραφία είναι γνωστή με τον όρο Raw Price Drop Ratio ή RPD, ο οποίος ισούται με:

$$RPD = (P_{-1}-P_0)/P_{-1} = D/P_{-1} \quad (4)$$

Μπορούμε όπως και πριν να υπολογίσουμε το Market Adjusted Price Drop Ratio (MAPD) δηλαδή:

$$MAPD = [P_{-1}-(P_0)/(1+R_m)]/P_{-1} \quad (5)$$

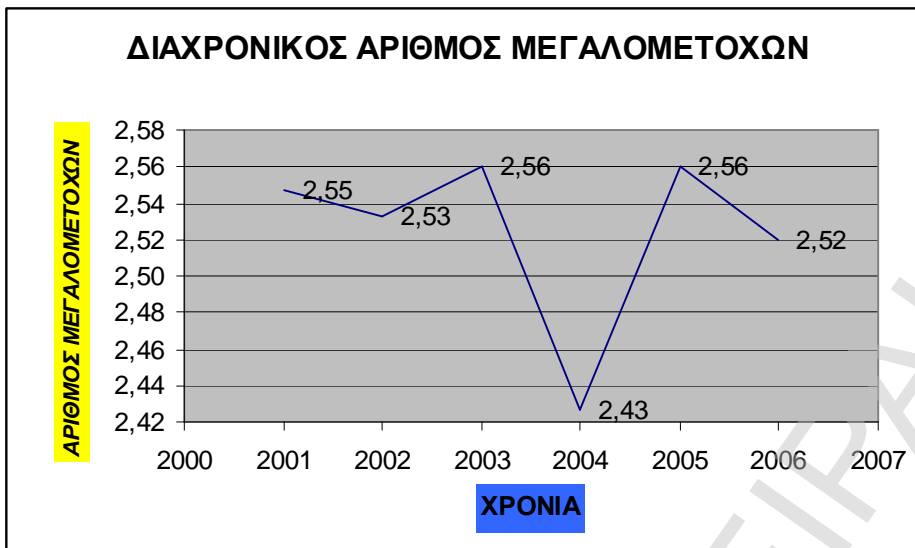
Στην παρακάτω ανάλυση εξετάστηκε η ύπαρξη ή μη, σημαντικής διαφοροποίησης των τιμών των μεταβλητών αυτών μεταξύ χαμηλών και υψηλών

ποσοστών ιδιοκτησίας για τις 75 επιχειρήσεις, για όλα τα χρόνια από 2001-2006. Καταρχήν υπολογίστηκαν οι παραπάνω μεταβλητές για όλα τα χρόνια. Επίσης υπολογίστηκαν ο μέσος όρος, η διακύμανση και η τυπική απόκλιση αυτών, ομοίως για όλα τα χρόνια. Ακόμα σημασία δόθηκε στον αριθμό των μεγαλομετόχων και τα ποσοστά αυτών, προκειμένου μετά να γίνει ένας ακόμα ετήσιος διαχωρισμός, μεταξύ των ποσοστών ιδιοκτησίας. Πιο συγκεκριμένα μέσω της διαμέσου των ποσοστών ιδιοκτησίας όλων των μεγαλομετόχων, οι εταιρείες μοιράστηκαν σε 2 ομάδες, αυτές στις οποίες οι μεγαλομέτοχοι είχαν ποσοστό μικρότερο της διαμέσου, και αυτές στις οποίες οι μεγαλομέτοχοι διέθεταν ποσοστό μεγαλύτερο της διαμέσου. Εδώ επανεξετάστηκαν οι παραπάνω 5 μεταβλητές για να αποκαλυφθεί πιθανή επιρροή των ποσοστών ιδιοκτησίας στην μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Τέλος εξετάστηκαν ο αριθμός των μεγαλομετόχων, τα ποσοστά αυτών, οι τιμές των μερισμάτων, και των μετοχών τόσο κατά την ημερομηνία αποκοπής δικαιώματος όσο και την προηγούμενη αυτής. Οι μέσοι όροι, οι διακυμάνσεις και οι τυπικές αποκλίσεις υπολογίστηκαν και για αυτούς τους παράγοντες, για μια πιο πλήρη εικόνα της επιρροής των αυξημένων ποσοστών ιδιοκτησίας στην μετοχή και το μέρισμα των εταιρειών.

Στο σημείο αυτό δημιουργήθηκαν πίνακες όπου για κάθε χρόνο ξεχωριστά, συγκρίθηκαν οι μέσοι όροι, οι διακυμάνσεις και οι τυπικές αποκλίσεις των παραπάνω παραγόντων, και στους οποίους πίνακες, οι εταιρείες χωρίζονται ανάλογα με τα ποσοστά ιδιοκτησίας άνω και κάτω της διαμέσου του ποσοστού, και συγκρίνονται με τα αποτελέσματα που παρουσιάζει το σύνολο και των 75 επιχειρήσεων για το κάθε έτος.

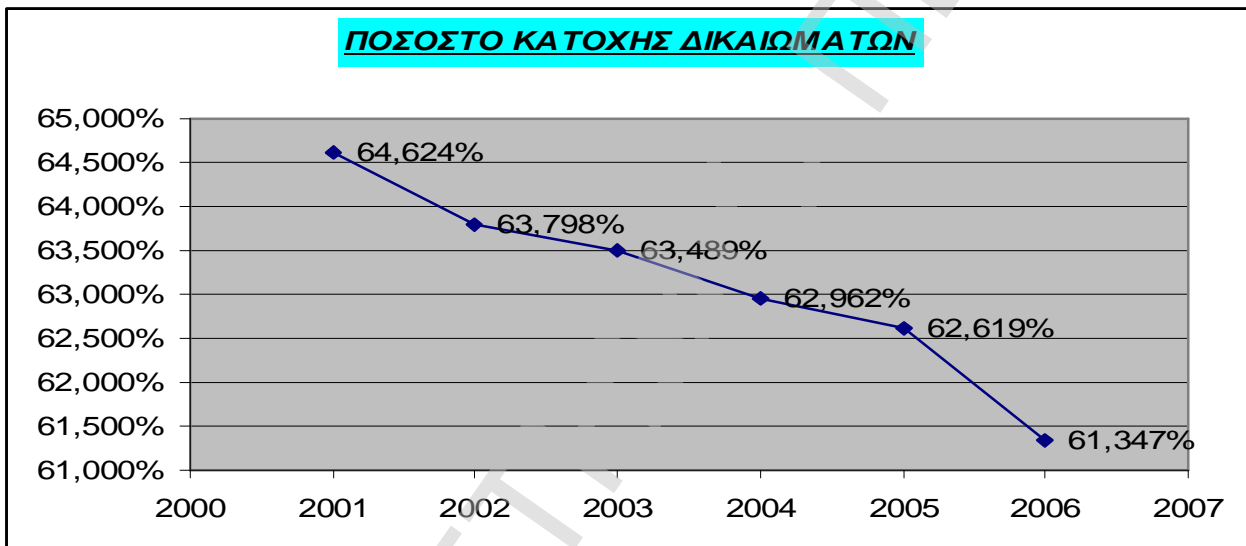
8.4.2 Διαχρονική απεικόνιση συγκέντρωσης ιδιοκτησίας και μεταβλητών ενδιαφέροντος για το σύνολο του δείγματος.

Πριν πάμε όμως στους πίνακες ας παρουσιάσουμε κάποια γραφήματα σχετικά με την ιδιοκτησία των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων, και το πώς διαμορφώνονται διαχρονικά οι παραπάνω μεταβλητές. Στα διαγράμματα –πλην του τελευταίου– χρησιμοποιήθηκε ο μέσος όρος των μεταβλητών.

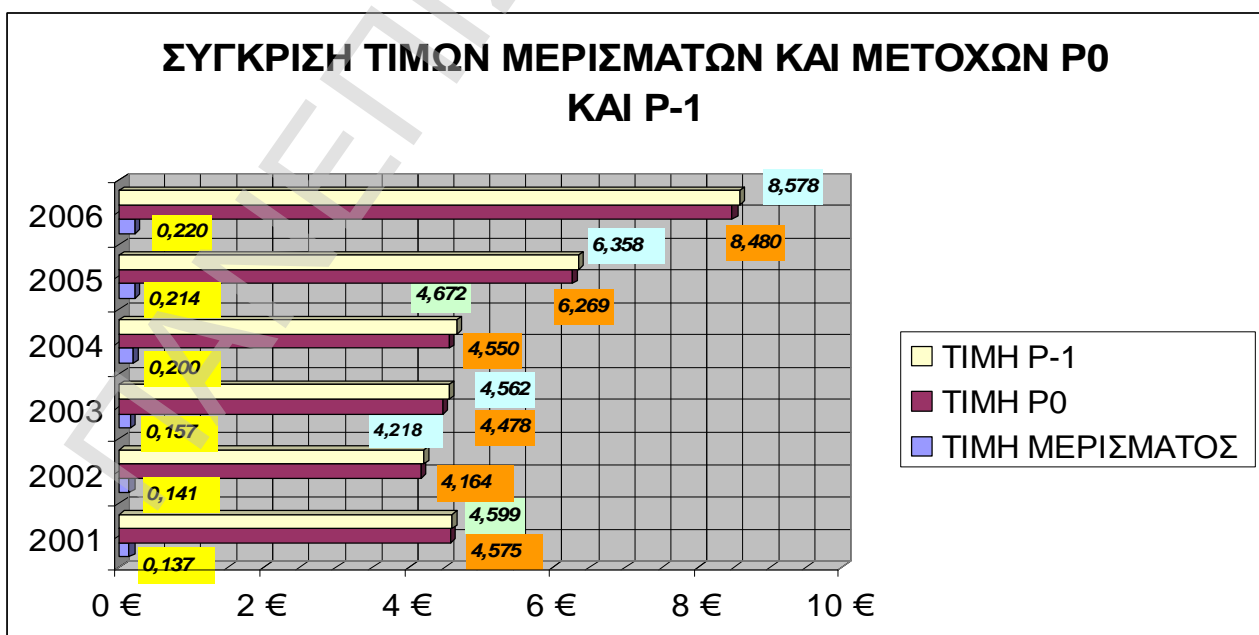


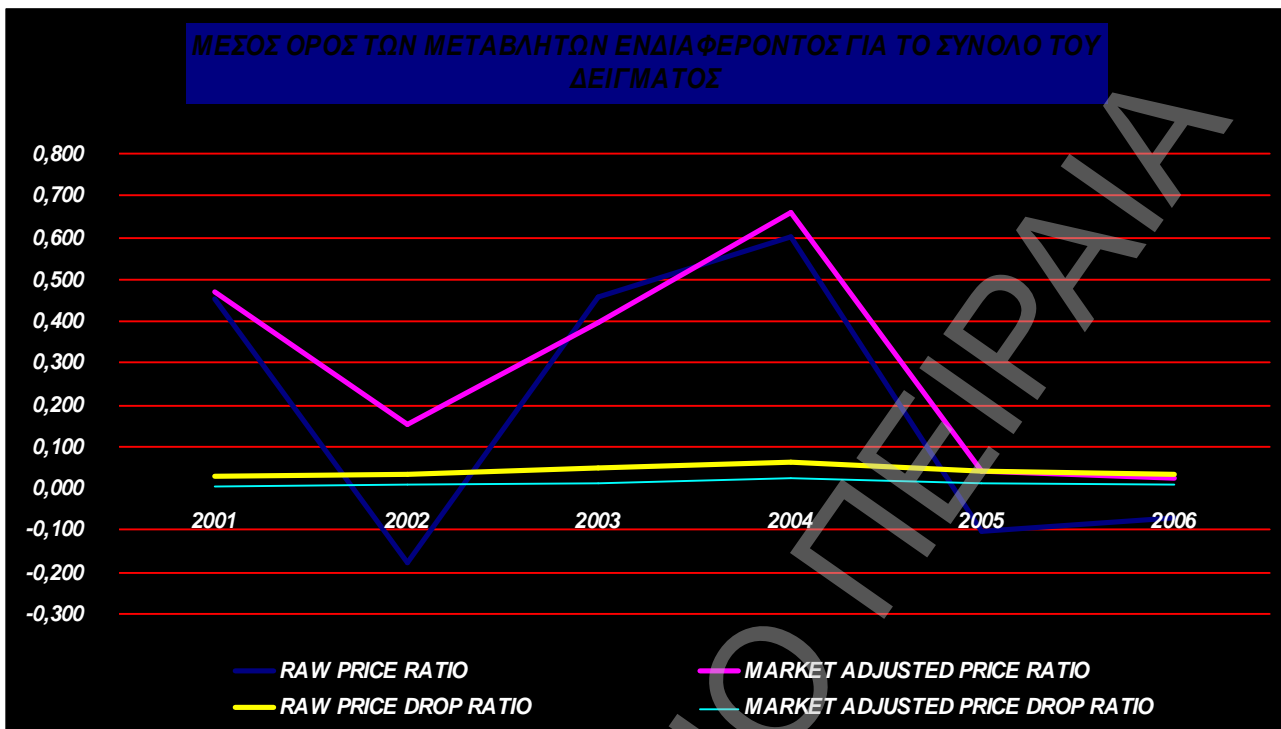
Διάγραμμα 1
Ετήσιος αριθμός μεγαλομετόχων

Διάγραμμα 2. Συνολικό ποσοστό δικαιωμάτων από μεγαλομετόχους του διαγράμματος 1

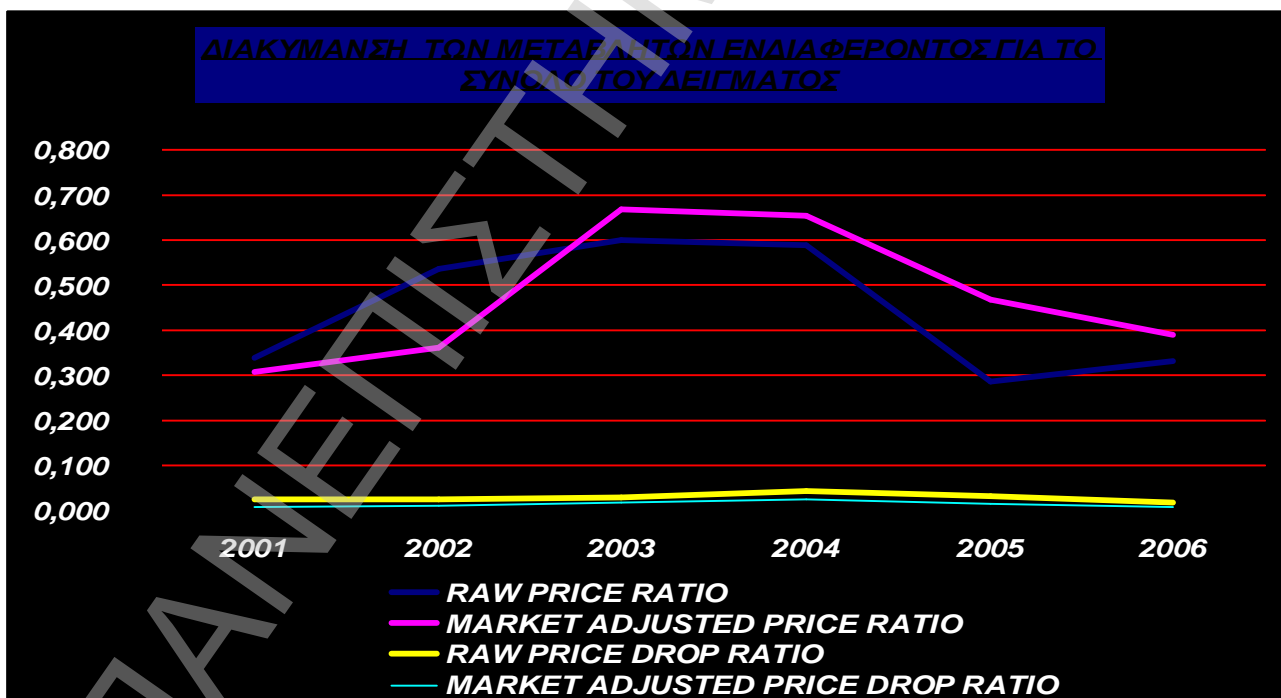


Διάγραμμα 3. Διαχρονική μεταβολή μέσω όρων μεταβλητών





Διαγράμματα 4,5. Διαχρονική μεταβολή μεταβλητών μεθοδολογίας, για τις 75 επιχειρήσεις.



8.4.3 Διαμόρφωση των μέσων τιμών και των διακυμάνσεων των μεταβλητών ενδιαφέροντος συνολικά για τις 75 επιχειρήσεις, και για τα δυο δημιουργηθέντα υποσύνολα το 2001.

Για το 2001, το σύνολο των επιχειρήσεων είχε κατά μέσο όρο 2,57 μεγαλομετόχους ανά επιχείρηση οι οποίοι κατείχαν κατά μέσο όρο το 64,624% των δικαιωμάτων ψήφου. Η διάμεσος του ποσοστού δικαιωμάτων ήταν 69,914% και δημιουργήθηκαν δυο υποσύνολα εταιρειών ένα με ποσοστό δικαιωμάτων από 0%-69,914% και ένα από 69,914%-100%. Οι εταιρείες που εξετάστηκαν και δημιούργησαν τα δυο υποσύνολα ιδιοκτησίας, εκπροσωπούνται από 2 μετοχές που περιλαμβάνουν τα χαρακτηριστικά όλων των επιχειρήσεων, μια για κάθε υποσύνολο. Μελετώντας τις μέσες τιμές του δείγματος πήραμε τις παρακάτω απαντήσεις:

- Η τιμή του μερίσματος για το σύνολο του δείγματος είναι 0,137ευρώ 0,108ευρώ για το πρώτο υποσύνολο επιχειρήσεων αλλά αρκετά μεγαλύτερη, 0,168ευρώ για το δεύτερο υποσύνολο.
- Η τιμή της μετοχής την ημερομηνία αποκοπής είναι 4,575ευρώ για ολόκληρο το δείγμα, 3,913ευρώ για το πρώτο υποσύνολο αλλά, 5,277 ευρώ για το δεύτερο. Και τα δυο γεγονότα συνεπικουρούν στην θετική επίδραση του μεγάλου ποσοστού ιδιοκτησίας στην μερισματική απόδοση.
- Η τιμή της μετοχής κατά την ημερομηνία αποκοπής παρουσιάζει μείωση σύμφωνα με τα αναμενόμενα, από 4,599 ευρώ την ημέρα πριν την αποκοπή σε 4,575ευρώ την ημέρα αποκοπής για το σύνολο του δείγματος. Τα δυο υποσύνολα του δείγματος παρουσιάζουν σχεδόν ταυτόσημη μείωση στην τιμή 0,03ευρώ.
- Σημαντική ακόμα είναι η διαφορά που παρατηρείται στο λόγο Raw Price Ratio, με 0,455 για το σύνολο του δείγματος, αλλά 0,124 για ποσοστά ιδιοκτησίας μέχρι 69,914% και 0,804 για ποσοστά από 69,914% έως 100%.
- Ανάλογη είναι και η διαφορά στο Market Adjusted Price Ratio, με 0,470 για το σύνολο, 0,127 για το πρώτο υποσύνολο, και 0,829 για το δεύτερο. Το γεγονός ότι η τεράστια διαφορά παρατηρείται και στον δείκτη που ενσωματώνει την επιρροή της αγοράς, φανερώνει ότι πράγματι το ποσοστό ιδιοκτησίας έχει αντίκτυπο στα μερίσματα, αρνητικό για αυτές τις 2 μεταβλητές. Για να το θέσουμε πιο απλά, από την στιγμή που η μεταβολή στην τιμή της μετοχής μεταξύ της ημέρας πριν την ανακοίνωση αποκοπής μερίσματος και αυτής της ανακοίνωσης, δεν είναι σημαντική για τα δυο υποσύνολα, μεγάλο Raw Price Ratio σημαίνει ότι κατά

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
κανόνα τα μεγάλα ποσοστά ιδιοκτησίας θα οδηγήσουν σε μικρότερη μερισματική απόδοση.

Û Η εικόνα είναι αντίθετη για τους δυο επόμενους λόγους το Raw Price Drop Ratio, και το Market Adjusted Price Drop Ratio. Αναφορικά με τον πρώτο λόγο ένας μέτοχος θα τον επιθυμεί αυξημένο, καθώς θα εμφανίζεται τέτοιος εξαιτίας του μεγάλου μερίσματος, ή σε διαφορετική περίπτωση, εξαιτίας της μικρότερης τιμής της μετοχής πριν την ημερομηνία αποκοπής. Η σύγκριση όμως μεταξύ των δυο υποσυνόλων ως προς τον λόγο μπορεί να γίνει όταν η μεταβολή στην τιμή της μετοχής μεταξύ των δυο ημερών είναι συγκρίσιμη. Στην παρούσα κατάσταση αυτό ισχύει. Εδώ για ποσοστά από 0%-69,914% η τιμή του λόγου είναι 0,032 ενώ για 69,914 μέχρι 100% η τιμή είναι 0,025. Για το σύνολο του δείγματος 0,028.

Û Στο Market Adjusted Price Drop Ratio πάλι η πρώτη κατηγορία εμφανίζει μεγαλύτερη τιμή αλλά η διαφορά με την δεύτερη κατηγορία όπως και με το σύνολο του δείγματος είναι μικρή. Ωστόσο οι τιμές τόσο μεταξύ των δυο υποσυνόλων μεταξύ τους, όσο και σε σύγκριση με το σύνολο του δείγματος δεν αποκλίνουν σημαντικά ώστε να δώσουν ξεκάθαρη εικόνα για πιθανή επίδραση του ποσοστού ιδιοκτησίας στα μερίσματα. Αυτό σημαίνει ότι παράγοντες της αγοράς δίνουν θολή εικόνα ως προς την μερισματική απόδοσης των εταιρειών, και καθιστούν τον RPD επίφοβο ως προς το βάρος που θα του αποδοθεί, αφού η εικόνα που δίνει δεν επιβεβαιώνεται από τον MAPD.

Συλλογικά λοιπόν σε 5 από τους 7 παράγοντες που εξετάστηκαν για το 2001, οι μέσοι όροι των παραπάνω μεταβλητών έδειξαν σημαντική επίδραση των ποσοστών ιδιοκτησίας των μεγαλομετόχων στην μερισματική απόδοση, θετική η αρνητική, και σε 2 παράγοντες θα κριθεί από την εικόνα και των υπόλοιπων χρόνων αν υπάρχει σημαντική ή όχι επίδραση.

Ας δούμε τι συμβαίνει με τις διακυμάνσεις των 8 παραγόντων που εξετάστηκαν.

Û Η διακύμανση της τιμής του μερίσματος για το σύνολο του δείγματος 0,065 και 0,071 του πρώτου υποσυνόλου. Για ποσοστά ιδιοκτησίας από 69,914%-100% η τιμή αυτή πέφτει στο 0,050 γεγονός που σημαίνει ότι υπάρχει μεγαλύτερη σταθερότητα για μεγάλα ποσοστά ιδιοκτησίας.

Û Η τιμή της μετοχής την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος για το σύνολο του δείγματος είναι 3,000 2,700 για το πρώτο υποσύνολο, αλλά 3,720 για το δεύτερο. Εδώ συνεπώς υπάρχει αρνητική επίδραση στην τιμή της μετοχής για μεγάλα ποσοστά ιδιοκτησίας.

- Û Ανάλογα ισχύουν και για την τιμή της μετοχής μια ημέρα πριν την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος. Πιο συγκεκριμένα έχουμε 3,040 ευρώ για το σύνολο του δείγματος, 2,700 ευρώ για το πρώτο υποσύνολο, αλλά 3,840 για το δεύτερο.
- Û Οπότε και εδώ το μεγάλο ποσοστό ιδιοκτησίας είναι αρνητικός παράγοντας για τον μικροεπενδυτή. Αποτελεί σημαντική παρατήρηση ότι δεν υφίσταται διαφορά στην διακύμανση μεταξύ της ημερομηνίας αποκοπής του δικαιώματος όσο και αυτής που προηγήθηκε.
- Û Για τον όρο Raw Price Ratio η διακύμανση για το σύνολο του δείγματος είναι 0,341 αλλά μόλις 0,185 για ποσοστά από 0-69,914% ενώ για ποσοστά από 69,914%-100% η τιμή είναι 0,392. Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι και εδώ σημαντικό ποσοστό κατοχής από μεγαλομετόχους οδηγεί σε μεγαλύτερη διακύμανση της μεταβολής της τιμής ως προς το διανεμόμενο μέρισμα, συνθήκη αρνητική για τον μικροεπενδυτή. Η κατάσταση δεν οφείλεται σε παράγοντες της αγοράς αφού και ο Market Adjusted Price Ratio δείχνει έντονα αυτή την αρνητική επιρροή.
- Û Πιο συγκεκριμένα, ο λόγος λαμβάνει τιμή 0,308 για το σύνολο του δείγματος, 0,293 για το πρώτο υποσύνολο, αλλά 0,328 για το δεύτερο. Η αρνητική συνεισφορά συνεπικουρείται από την ελάχιστη διαφορά που έχουν τα δυο υποσύνολα στην μεταβολή της τιμής της μετοχής.
- Û Όπως και στην εξέταση των μέσων όρων, η μελέτη των διακυμάνσεων για τους λόγους Raw Price Drop Ratio και Market Adjusted Price Drop Ratio δεν δίνει ξεκάθαρη εικόνα για την αρνητική ή θετική επίδραση από τα ποσοστά ιδιοκτησίας των μεγαλομετόχων. Και αυτό γιατί, όσον αφορά τον Raw Price Drop Ratio για το σύνολο του δείγματος η τιμή είναι 0,026 ενώ για τα επιμέρους τμήματα, 0,024 για το πρώτο και 0,023 για το δεύτερο. Προφανώς το επιθυμητό είναι μικρή διακύμανση. Ο λόγος Market Adjusted Price Drop Ratio λαμβάνει τιμές 0,009 και για τις 75 επιχειρήσεις, 0,007 για το πρώτο υποσύνολο, 0,005 για το δεύτερο, γεγονός που δεν δίνει πολλά περιθώρια αποκρυσταλλωμένης θέσης για την συνεισφορά του ποσοστού ιδιοκτησίας στην μερισματική πολιτική.

Εδώ θα παραθέσουμε τους συγκεντρωτικούς πίνακες του πρώτου έτους έρευνας. Σε κάθε μεταβλητή, ο πράσινος χρωματισμός υπονοεί θετική επίδραση υψηλού ποσοστού κατοχής δικαιωμάτων από μεγαλομετόχους, ενώ ο κόκκινος αρνητική. Ο γκριζός χρωματισμός υπονοεί την ύπαρξη κάποιας σχέσης, η οποία όμως δεν είναι ξεκάθαρη.

ΜΕΣΟΙ ΟΡΟΙ	ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ ΤΟ 2001	0%-69,914%	69,914%-100%
ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	0,137	0,108	0,167
ΤΙΜΗ P ₀	4,575	3,913	5,277
ΤΙΜΗ P ₋₁	4,599	3,940	5,300
RAW PRICE RATIO	0,455	0,124	0,804
MARKET ADJUSTED PRICE RATIO	0,470	0,127	0,829
RAW PRICE DROP RATIO	0,028	0,032	0,025
MARKET ADJUSTED PRICE DROP RATIO	0,006	0,007	0,005

Πίνακες 4,5. Μέσοι όροι και διακυμάνσεις για τις μεταβλητές ενδιαφέροντος το 2001, για τις 75 επιχειρήσεις και τα 2 υποσύνολα που δημιουργούνται

ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗ	ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ	0%-69,914%	69,914%-100%
ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	0,065	0,071	0,050
ΤΙΜΗ P ₀	3,000	2,700	3,720
ΤΙΜΗ P ₋₁	3,040	2,700	3,840
RAW PRICE RATIO	0,341	0,185	0,392
MARKET ADJUSTED PRICE RATIO	0,308	0,293	0,328
RAW PRICE DROP RATIO	0,024	0,024	0,023
MARKET ADJUSTED PRICE DROP RATIO	0,006	0,007	0,005

8.4.4 Επιθυμητή και μη επιθυμητή μεταβολή του μέσου όρου και της διακύμανσης των μεταβλητών ενδιαφέροντος για τα υπόλοιπα έτη της έρευνας.

Για τα έτη 2002-2006 η ανάλυση δεν θα είναι τόσο λεπτομερής όσον αφορά τον σχολιασμό, αφού μπορούμε αντί αυτού να παραθέσουμε τους πίνακες και να διακρίνουμε συνολικά σαν μορφή θεωρίας τα θετικά και τα αρνητικά των ποσοστών ιδιοκτησίας που βρίσκονται πάνω και κάτω από την διάμεσο. Για τον μέσο όρο λοιπόν των μεταβλητών που εξετάστηκαν έχουμε:

1. Αυξημένη τιμή μερίσματος, για μεγάλα ποσοστά ιδιοκτησίας, θετική για τους επενδυτές.
2. Αυξημένη τιμή μετοχής πριν την ημερομηνία αποκοπής αλλά και μετά από αυτή, αποτελεί θετική κατάσταση για τα μεγάλα ποσοστά ιδιοκτησίας, συγκρινόμενη με μικρότερα ποσοστά συγκέντρωσης δικαιωμάτων ψήφου.
3. Η μεταβολή στην τιμή, πριν και μετά την αποκοπή δεν ενδιαφέρει άμεσα τον μέτοχο αν η διαφορά τους ισούται με το μέρισμα που θα του καταβληθεί.
4. Αν μεταξύ δυο ποσοστών ιδιοκτησίας υπάρχει παρόμοια μεταβολή της τιμής της μετοχής, μεταξύ της ημέρας πριν την αποκοπή του δικαιώματος, όσο και αυτής που αποκόπτεται το δικαίωμα, τότε μικρότερη τιμή μερίσματος σημαίνει αυξημένο λόγο Raw Price Ratio, $RPR = (P_{-1} - P_0)/D$, κατάσταση αρνητική για τον απλό επενδυτή-μέτοχο. Με άλλα λόγια ο κοινός μικρομέτοχος επιθυμεί μικρό λόγο Raw Price Ratio ο οποίος όμως διαμορφώνεται έτσι από το μεγάλο μέρισμα. Μικρό μέρισμα, αυξημένος ο λόγος.
5. Αν και ο λόγος Market Adjusted Price Ratio, $MAPR = [P_{-1} - (P_0)/(1 + R_m)]/D$, είναι μεγάλος, και εφόσον η μεταβολή στην τιμή της μετοχής μεταξύ των δυο ημερών δεν παρουσιάζει μεγάλη διαφορά για τα 2 ποσοστά δικαιωμάτων, τότε είναι νομοτελειακό ότι το μέρισμα που θα καταβληθεί δεν θα ευχαριστήσει τον κοινό μέτοχο. Οπότε θα επιθυμεί μετοχές με μικρό λόγο και μεγάλο μέρισμα.
6. Για τον λόγο Raw Price Drop, $RPD = (P_{-1} - P_0)/P_{-1} = D/P_{-1}$, όσο μεγαλύτερος τόσο το καλύτερο για τον μέτοχο, αφού αυτό σημαίνει μεγαλύτερο μέρισμα. Όμως θα εξαρτηθεί από τον αριθμητή του λόγου η τελική τιμή του. Ας δώσουμε ένα παράδειγμα. Από τον παραπάνω πίνακα με τις μέσες τιμές βλέπουμε ότι στην μεταβολή της τιμής, πριν την ημέρα αποκοπής, όσο και κατά την αποκοπή, δεν υφίσταται σημαντική διαφορά μεταξύ των ποσοστών από 0-69,914% και από 69,914%-100%. Επίσης η διαφορά στην τιμή θα έπρεπε να ισούται με το μέρισμα τουλάχιστον θεωρητικά. Αν η ισότητα δεν υφίσταται ο παρακάτω λόγος θα μας δώσει μια πιο ξεκάθαρη απάντηση για τον αν μπορούμε να βασιστούμε στον RPD για να κρίνουμε την μερισματική απόδοση. Γενικά πάντως μεγαλύτερος λόγος σημαίνει μεγαλύτερο –σε πραγματικές συνθήκες μέρισμα- ή σε διαφορετική περίπτωση μικρή τιμή μετοχής πριν την ημέρα αποκοπής. Η πρώτη περίπτωση αναιρεί εκ των πραγμάτων την λογική ότι οι μετοχές που είναι ακριβές είναι πιθανόν και αυτές που θα δώσουν το καλύτερο μέρισμα.
7. Ο λόγος Market Adjusted Drop Price Ratio $MAPD = [P_{-1} - (P_0)/(1 + R_m)]/P_{-1}$, εφόσον λαμβάνει τιμές κοντά στον RPD επιβεβαιώνει ότι η εικόνα του δεν οφείλεται σε

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων
 παράγοντες της αγοράς. Συνεπώς ένας κοινός μέτοχος θέλει τον MAPD αυξημένο
 και όχι τόσο τον RPD.

Για τις διακυμάνσεις των μεταβλητών υφίστανται αλλαγές στην παραπάνω εικόνα ως προς τα εξής:

1. Σε αντίθεση με τον μέσο όρο, επιθυμητή είναι η μικρή διακύμανση στην τιμή του μερίσματος.
2. Το αυτό ισχύει και για τις τιμές που λαμβάνουν οι μετοχές τις δυο ημέρες που μας ενδιαφέρουν, όσο και για την μεταβολή στην τιμή των μετοχών τις δυο αυτές ημέρες.
3. Όμοια είναι η απαίτηση και για τους λόγους, RPR, MAPR, RPD, MAPD.

Μια ακόμα σημαντική σημείωση που πρέπει να γίνει ότι όταν υπάρχει σημαντική διαφορά μεταξύ των λόγων RPR, MAPR καθώς και RPD, MAPD, σημασία δίνεται στα αποτελέσματα των δευτέρων καθώς θεωρούνται πιο έγκυροι. Αυτό δεν θα συμβαίνει μόνο στην περίπτωση που τα αποτελέσματα των MAPR και MAPD δίνουν σχεδόν ίδιες τιμές για τα υποσύνολα ποσοστών ιδιοκτησίας.

Θα ακολουθήσουν οι πίνακες με τις μεταβλητές που εξετάστηκαν. Οι πίνακες θα αφορούν μόνο την μέση τιμή και την διακύμανση, αλλά στο CD υπάρχουν και οι αντίστοιχοι για τις τυπικές αποκλίσεις. Ο χρωματισμός αφορά την συνεισφορά για τα ποσοστά ιδιοκτησίας που είναι πάνω από την διάμεσο.

ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ 2002	ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ	0%-68,400%	68,400%-100%
ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	0,141 €	0,109	0,172
ΤΙΜΗ P ₀	4,164	3,280	4,732
ΤΙΜΗ P ₋₁	4,218	3,320	4,798
RAW PRICE RATIO	-0,175	0,228	-0,583
MARKET ADJUSTED PRICE RATIO	0,154	0,397	-0,090
RAW PRICE DROP RATIO	0,033	0,035	0,032
MARKET ADJUSTED PRICE DROP RATIO	0,009	0,006	0,013

Πίνακες 6,7 Μέσοι όροι και διακυμάνσεις για τις μεταβλητές ενδιαφέροντος το 2002, για τις 75 επιχειρήσεις και τα 2 υποσύνολα που δημιουργούνται

ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗ	ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ	0%-68,400%	68,400%-100%
ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	0,071	0,076	0,055
ΤΙΜΗ P ₀	2,690	2,445	2,905
ΤΙΜΗ P ₋₁	2,660	2,390	2,970
RAW PRICE RATIO	0,537	0,550	0,529
MARKET ADJUSTED PRICE RATIO	0,360	0,275	0,456
RAW PRICE DROP RATIO	0,026	0,032	0,022
MARKET ADJUSTED PRICE DROP RATIO	0,009	0,010	0,010

Για το 2003 έχουμε:

ΜΕΣΟΙ ΟΡΟΙ 2003	ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ	0%-68,400%	68,400%-100%
ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	0,157	0,133	0,172
ΤΙΜΗ P ₀	4,478	4,044	4,695
ΤΙΜΗ P ₋₁	4,562	4,133	4,757
RAW PRICE RATIO	0,457	0,443	0,463
MARKET ADJUSTED PRICE RATIO	0,398	0,388	0,405
RAW PRICE DROP RATIO	0,049	0,066	0,033
MARKET ADJUSTED PRICE DROP RATIO	0,013	0,016	0,010

Πίνακες 8,9 Μέσοι όροι και διακυμάνσεις για τις μεταβλητές ενδιαφέροντος το 2003, για τις 75 επιχειρήσεις και τα 2 υποσύνολα που δημιουργούνται

ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗ	ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ	0%-68,400%	68,400%-100%
ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	0,080	0,100	0,060
ΤΙΜΗ P ₀	2,440	2,360	2,480
ΤΙΜΗ P ₋₁	2,310	2,290	2,420

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων

RAW PRICE RATIO	0,600	0,650	0,524
MARKET ADJUSTED PRICE RATIO	0,668	0,556	0,694
RAW PRICE DROP RATIO	0,028	0,035	0,028
MARKET ADJUSTED PRICE DROP RATIO	0,017	0,018	0,017

Για το 2004 έχουμε:

Πίνακες 10,11 Μέσοι όροι και διακυμάνσεις για τις μεταβλητές ενδιαφέροντος το 2004, για τις 75 επιχειρήσεις και τα 2 υποσύνολα που δημιουργούνται

ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ 2004	ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ	0%-68,66%	68,66%-100%
ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	0,200	0,182	0,222
ΤΙΜΗ P ₀	4,550	4,441	4,727
ΤΙΜΗ P ₋₁	4,672	4,541	4,876
RAW PRICE RATIO	0,601	0,686	0,514
MARKET ADJUSTED PRICE RATIO	0,658	0,71	0,623
RAW PRICE DROP RATIO	0,064	0,076	0,051
MARKET ADJUSTED PRICE DROP RATIO	0,027	0,028	0,027

ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗ	ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ	0%-68,66%	68,66%-100%
ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	0,087	0,14	0,064
ΤΙΜΗ P ₀	2,030	2,265	1,905
ΤΙΜΗ P ₋₁	2,160	2,38	1,92
RAW PRICE RATIO	0,588	0,561	0,627
MARKET ADJUSTED PRICE RATIO	0,652	0,675	0,573
RAW PRICE DROP RATIO	0,043	0,044	0,043
MARKET ADJUSTED PRICE DROP RATIO	0,025	0,026	0,024

Για το 2005:

Πίνακες 12,13 Μέσοι όροι και διακυμάνσεις για τις μεταβλητές ενδιαφέροντος το 2001, για τις 75 επιχειρήσεις και τα 2 υποσύνολα που δημιουργούνται

ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ 2005	ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ	0%-67,400%	67,400%-100%
ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	0,214	0,181	0,251
ΤΙΜΗ P0	6,269	6,009	6,666
ΤΙΜΗ P-1	6,358	6,109	6,748
RAW PRICE RATIO	-0,102	0,121	-0,32
MARKET ADJUSTED PRICE RATIO	0,042	-0,053	0,14
RAW PRICE DROP RATIO	0,042	0,052	0,032
MARKET ADJUSTED PRICE DROP RATIO	0,012	0,01	0,015

ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗ	ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ	0%-67,400%	67,400%-100%
ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	0,078	0,1	0,065
ΤΙΜΗ P0	2,880	2,88	3,09
ΤΙΜΗ P-1	2,900	2,9	3,14
RAW PRICE RATIO	0,286	0,333	0,187
MARKET ADJUSTED PRICE RATIO	0,469	0,469	0,509
RAW PRICE DROP RATIO	0,032	0,034	0,028
MARKET ADJUSTED PRICE DROP RATIO	0,013	0,016	0,01

Και τέλος για το 2006:

Πίνακες 14,15 Μέσοι όροι και διακυμάνσεις για τις μεταβλητές ενδιαφέροντος το 2006, για τις 75 επιχειρήσεις και τα 2 υποσύνολα που δημιουργούνται

ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ 2006	ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ	0%-65,33%	65,33%-100%
ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	0,220	0,237	0,203
ΤΙΜΗ P ₀	8,480	9,361	7,575
ΤΙΜΗ P ₋₁	8,578	9,470	7,662
RAW PRICE RATIO	-0,070	0,503	-0,658
MARKET ADJUSTED PRICE RATIO	0,025	0,540	-0,504
RAW PRICE DROP RATIO	0,035	0,046	0,024
MARKET ADJUSTED PRICE DROP RATIO	0,007	0,011	0,004

ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗ	ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ	0%-65,33%	65,33%-100%
ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	0,110	0,140	0,070
ΤΙΜΗ P ₀	4,240	5,600	3,840
ΤΙΜΗ P ₋₁	4,320	5,675	3,690
RAW PRICE RATIO	0,333	0,342	0,267
MARKET ADJUSTED PRICE RATIO	0,390	0,441	0,065
RAW PRICE DROP RATIO	0,019	0,019	0,019
MARKET ADJUSTED PRICE DROP RATIO	0,007	0,010	0,003

8.4.5 Συγκεντρωτική απεικόνιση της συνεισφοράς των μεγαλομετόχων στις μεταβλητές ενδιαφέροντος.

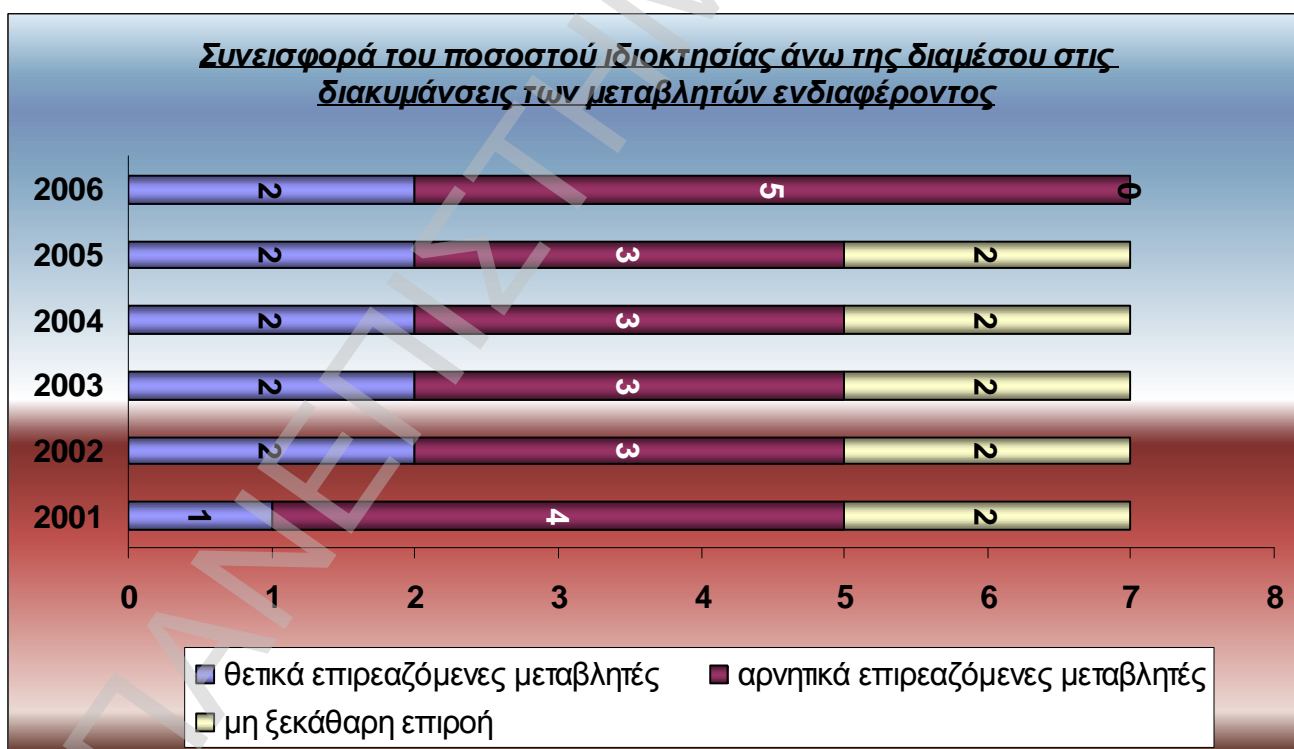
Και επειδή οι πίνακες έχουν αρκετή λεπτομέρεια ας προσπαθήσουμε να δώσουμε δυο συγκεντρωτικά γραφήματα για το πώς το ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου που βρίσκεται πάνω από την διάμεσο επηρεάζει την μερισματική απόδοση. Τα διαγράμματα αφορούν τον μέσο και την διακύμανση των 7 μεταβλητών που

Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων ελέγχθηκαν χωρίς όμως να αναφέρουν λεπτομερώς κάθε φορά ποια μεταβλητή παρουσιάζεται με αρνητικό ή θετικό αντίκτυπο από τα αυξημένα ποσοστά των μεγαλομετόχων.

Διάγραμμα 6.



Διάγραμμα 7.



Η τελική εικόνα δεν είναι πλήρως ξεκάθαρη αφού σε 84 μεταβλητές που ελέγχθηκαν οι 34 μεταβλητές δέχονται θετική συνεισφορά από τα μεγάλα ποσοστά ιδιοκτησίας, οι 33 αρνητική και οι 17 ουδέτερη.

Σε αντίθεση με τις περισσότερες μελέτες που δημοσιεύτηκαν σχετικά με το ιδιοκτησιακό καθεστώς και την μερισματική πολιτική, συνήθως στοιχεία ξεχωριστά μελετώμενα, η παρούσα εργασία έρχεται να δείξει ότι η μερισματική πολιτική των ελληνικών επιχειρήσεων, τουλάχιστον σύμφωνα με την συγκεκριμένη μέθοδο εξέτασης, δεν επηρεάζεται από την ευρεία κατοχή των ποσοστών δικαιωμάτων από τους μεγαλομέτοχους. Αν και σε γενικές γραμμές 2.6 μεγαλομέτοχοι για όλα τα χρόνια της έρευνας δεν διαθέτουν ποσοστό ψήφων ποτέ μικρότερο από το 62% επί του συνόλου των 75 εξεταζόμενων εταιρειών, εν τούτοις η συμμετοχή τους στην μερισματική απόδοση είναι τελικά ουδέτερη. Σε σύνολο 84 παραμέτρων που εξετάστηκαν οι 34 έδειξαν θετική συμμετοχή αυτών στην μερισματική απόδοση, αλλά 33 αρνητική. Συνεπώς το αποτέλεσμα είναι διττό. Αν ένας ιδιώτης επιθυμεί αν αποκτήσει μετοχές σε κάποια από τις εταιρείες στις οποίες οι μεγαλομέτοχοι, διαθέτουν υψηλό ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου, ανάλογα με τις επενδυτικές επιλογές θα δώσει βάρος σε κάποιες μεταβλητές και κάποιες άλλες θα τις παραμερίσει ως επουσιώδεις.

Επίσης διαπιστώθηκε ότι σε ευρύτερο σύνολο 194 επιχειρήσεων, ανεξάρτητα με όσα αναφέρουν οι επιχειρήσεις σε άλλες εργασίες που είχαν την μορφή ερωτηματολογίου, εν τέλει δεν διαθέτουν μεσοπρόθεσμη, ή μακροπρόθεσμη μερισματική πολιτική, αφού καμιά από τις σχετικές θεωρίες δεν μπορεί να εξηγήσει την πολιτική που ακολουθούν. Προφανώς το ποσό του διανεμόμενου μερίσματος θα επαφίεται σε παράγοντες οι οποίες από χρόνο σε χρόνο μεταβάλλονται και παίζουν καθοριστικό ρόλο όχι μόνο στο ύψος του μερίσματος αλλά και στην ίδια την απόφαση για το αν τελικά θα διανεμηθεί μέρισμα. Τέτοιοι παράγοντες θα μπορούσαν να είναι κάποιοι από αυτούς που αναφέρθηκαν στο 1^ο κεφάλαιο, σελίδες 11, 12. Ωστόσο η παρούσα μελέτη δεν αποσκοπούσε στο να συνδέσει τις παραμέτρους αυτές και την διαχρονική εξέλιξή τους με την μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.

Καλούμαστε όμως να σημειώσουμε ότι δεν γνωρίζουμε ποια θα ήταν τα αποτελέσματα, αν το δείγμα περιελάμβανε ολόκληρο τον δείκτη χωρίς τις εξαιρέσεις που έγιναν και στηριχτήκαν στην πρακτική της ακολουθούμενης βιβλιογραφίας. Επίσης δεν γνωρίζουμε ποια θα ήταν η εικόνα αν δεν μέναμε στον πολύ αυστηρό κανόνα ετήσιας καταβολής μερίσματος, και δεν αποκλείαμε τόσες εταιρείες.

10. ΑΝΑΦΟΡΕΣ

Ricardo N. Bebczuk (November 2005). Corporate Governance and Ownership: Measurement and Impact on Corporate Performance and Dividend Policies in Argentina. Inter-American Development Bank, Latin American Research Network, Research Network Working paper #R-516, Centre for Financial Stability and Universidad Nacional de La Plata.

William Bradford, Song Zhu, Chao Chen, (2006) Ownership Structure, Control Chains, and Cash Dividend Policy: Evidence from China. Centre for China and Business Research, California State University.

André Carvalhal-da-Silva (2004). Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil. COPPEAD Graduate Business School Federal University of Rio de Janeiro.

Zhilan Chen, Yan-Leung Cheung, Aris Stouraitis, Anita W.S. Wong, (2005). Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong, by Pacific – (Basin Finance Journal, Elsevier, Department of economics and finance, University of Hong Kong).

Qinglei Dai (2007). Influence of a Tax Reform on Dividend Clienteles. Universidabe Nova de Lisboa, Portugal (Research Department of Norges Bank).

Alexander Dehaene and Hubert Ooghe (1998). Board composition, corporate performance and dividend policy.

Grant Fleminga, Richard Heaneyb, Rochelle McCoskera, (2005). Agency costs and ownership structure in Australia. Pacific-Basin Finance Journal v.13 pp. 29– 52 Elsevier B.V.

Carmen Galve Górriz; Vicente Salas Fumás, (1996). Ownership Structure and Firm Performance: Some Empirical Evidence from Spain. Managerial and Decision Economics, Vol. 17, No. 6, JSTOR

Klaus Gugler, B. Burcin Yurtoglu. (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review* v. 47 (2003) p. 731 – 758, Elsevier B.V.

Ki C. Han, Suk Hun Lee, David Y. Suk (1999). Institutional Shareholders and dividends. (Rider University) (*Journal of Financial and Strategic Decisions* Vol 12 No 1

Kimie Harada, and Pascal Nguyen (2006). Ownership concentration, agency conflicts, and dividend policy in Japan. School of Banking and Finance, University of New South Wales.

G. A. Karathanassis and E. Ch. Chrysanthopoulou (2005). The relationship between ownership structure and corporate dividend policy – Evidence from the Athens Stock Exchange. Department of Business Administration, Athens University of Economics and Business.

Tehmina Khan, (2006). Company dividends and ownership structure: evidence from UK panel data. *The Economic Journal*, 116 (March, C172–C189. Royal Economic Society 2006 Blackwell Publishing

Jayesh Kumar (2003). Ownership Structure and Dividend Payout Policy in India. Indira Gandhi Institute of Development Research Gen.

Luciana Mancinelli a; Aydin Ozkan (April 2006) Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms. *European Journal of Finance*, vol12, No 3 pg 265-282.

Pablo Martin De Holan, Luis J. Sanz (2005). Protected by the family? How closely-held family firms protect minority shareholders. Instituto de Empresa and INCAE Madrid with the help of (Centre of Entrepreneurship and Family Enterprise of the Business School at the University of Alberta) ,Spain

Randall Morck; Masao Nakamura; Anil Shivdasani (2000) Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan. *The Journal of Business*, Vol. 73, No. 4, pp. 539-567, JSTOR

Luc Renneboog, Peter G. Szilagyi Saïd, (2007). How Relevant is Dividend Policy under Low Shareholder Protection? Tilburg University and European , Corporate Governance Institute, Warandelaan.

Spanos Loukas, Tsiouri Lena Xanthakis Manolis (2005). Corporate Governance Rating and Family Firms: The Greek Case. Dept. of Economics, University of Athens.

Carsten Sprenger (2002). Ownership and corporate governance in Russian industry: a survey. European Bank for Reconstruction and Development, EBRD's Office of the Chief Economist and at the Russian European Centre for Economic Policy (RECEP)

Steen Thomsen, (2004). Blockholder Ownership, Dividends and Firm Value in Continental Europe (a comparison between EU and USA/UK firms). Department of International Economics and Management, Copenhagen Business School, (Research Project for ISNIE 2004, under Danish Social Science Research Council)

Nickolaos Travlos, Lenos Trigeorgis, Nikos Vafeas (2001). Shareholder Wealth Effects of Dividend Policy Changes in an Emerging Stock Market: The Case of Cyprus. *Multinational Finance Journal*, 2001, vol5, no 2 pp 87-112

Belén Villalonga (2004). How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value. Harvard Business School Boston Raphael Amit, August 20, 2004

Ιστοσελίδες:

ü <http://www.bloomberg.com/invest/glossary/bfglosc.htm> από όπου ελήφθησαν οι περισσότεροι ορισμοί δεικτών, εννοιών, κλπ

ü <http://www.ASE.GR/> από όπου ελήφθησαν όλα τα στοιχεία για το υπό εξέταση δείγμα επιχειρήσεων, τα ποσοστά δικαιωμάτων ψήφου της περιόδου αναφοράς, καθώς και κάποιοι ορισμοί

- Ιδιοκτησιακό καθεστώς και μερισματική πολιτική ελληνικών επιχειρήσεων*
- ü <http://www.economist.com/> από όπου μελετήθηκε το άρθρο που αναφέρεται για την ρωσική εταιρεία πετρελαίου Sibneft.
 - ü <http://www.wikipedia.com> από όπου ελήφθησαν οι λεπτομέρειες των υπό εξέταση οικονομιών.
 - ü Βάση δεδομένων Datastream από όπου ελήφθησαν τα μερίσματα οι τιμές των μετοχών και η απόδοση του δείκτη των επιχειρήσεων.
 - ü Βάσεις δεδομένων Worldscope και Finance, από όπου ελήφθησαν οι δείκτες χρηματοοικονομικής διάρθρωσης και λειτουργίας των υπό εξέταση επιχειρήσεων.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ