



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**Π.Μ.Σ. ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΘΕΜΑ:

## **ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ, ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ**

**Όνοματεπώνυμο:** Μπαϊρακτάρη Μαρία (ΜΧΑΝ929)



**Επιβλέπων Καθηγητής:** Επικ. Καθηγητής Ν. Κουρογένης

**Τριμελής Επιτροπή:** Επικ. Καθηγητής Ν. Κουρογένης,  
Επικ. Καθηγητής Π. Σταϊκούρας,  
Λέκτορας Α. Μπότσαρη

*Φεβρουάριος 2011*

## Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εργασία επικεντρώνεται στη θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης, με σκοπό να εξετάσει τη σχέση μεταξύ κεφαλαιακής διάρθρωσης, ιδιοκτησιακής δομής και επιχειρησιακής αποδοτικότητας ελληνικών επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, στόχος της είναι να διαπιστώσει εμπειρικά αν οι αποδοτικές επιχειρήσεις παρουσιάζουν υψηλή ή χαμηλή χρηματοοικονομική μόχλευση στη κεφαλαιακή τους διάρθρωση, λαμβάνοντας όμως υπόψη την επίδραση της ιδιοκτησιακής δομής.

Εισάγοντας δύο αντικρουόμενες υποθέσεις την υπόθεση της άυλης-εμπορικής αξίας και την υπόθεση απόδοσης-κινδύνου, ερευνάται εμπειρικά η σχέση μεταξύ αποδοτικότητας και χρηματοοικονομικής μόχλευσης καθώς και η αντίστροφη αιτιώδης σχέση τους. Για την εμπειρική ανάλυση λαμβάνονται επίσης υπόψη ένα σύνολο από χαρακτηριστικά, τα οποία έχει αποδειχθεί ότι επιδρούν θετικά ή αρνητικά στην απόδοση και τη χρηματοοικονομική μόχλευση.

**Λέξεις κλειδιά:** επιχειρησιακή αποδοτικότητα, κεφαλαιακή διάρθρωση, ιδιοκτησιακή διάρθρωση, χρηματοοικονομική μόχλευση, κόστος αντιπροσώπευσης.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>1. Εισαγωγή</b>	<b>4</b>
<b>2. Επιχειρησιακή Αποδοτικότητα, Κεφαλαιακή Διάρθρωση και Ιδιοκτησία</b>	<b>6</b>
<b>2.1. Σχέση Κεφαλαιακής Διάρθρωσης και Επιχειρησιακής Αποδοτικότητας</b>	<b>6</b>
2.1.1. Θεώρημα Modigliani-Miller (1958)- Μη Σχετικότητα της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης	6
2.1.2. Παραδοσιακή Προσέγγιση - Σχετικότητα της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης	7
2.1.2.1. Θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης	8
2.1.2.2. Χρηματοοικονομική Μόχλευση και Επιχειρησιακή απόδοση	9
2.1.2.2.1. Θεωρίες που υποστηρίζουν θετική σχέση μεταξύ δανεισμού και αξίας	10
1. Η προσέγγιση του Jensen (1986)	10
2. Η προσέγγιση του Stulz Rene (1985)	11
2.1.2.2.2. Θεωρίες που υποστηρίζουν αρνητική σχέση μεταξύ δανεισμού και αξίας	12
2.1.2.2.3. Θεωρίες που υποστηρίζουν θετική ή αρνητική σχέση δανεισμού & αξίας	14
<b>2.2. Αντίστροφη Αιτιώδης Σχέση: από την Επιχειρησιακή Απόδοση στην Κεφαλαιακή Διάρθρωση</b>	<b>15</b>
<b>2.3. Ιδιοκτησιακή Διάρθρωση και Επιχειρησιακή Αποδοτικότητα</b>	<b>16</b>
2.3.1. Ο ρόλος της διευθυντικής ιδιοκτησίας στην αξία της επιχείρησης – το πρόβλημα της «εδραίωσης»	17
2.3.2. Ο ρόλος των εξωτερικών μεγαλομετόχων	20
2.3.3. Ο ρόλος της οικογενειακής ιδιοκτησίας	21
2.3.4. Ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών	23
2.3.5. Ο ρόλος του θεσμικού πλαισίου	25
<b>3. Το εμπειρικό μοντέλο</b>	<b>27</b>
3.1. Το μοντέλο της επιχειρηματικής αποδοτικότητας	27
3.2. Το μοντέλο της χρηματοοικονομικής μόχλευσης	34
<b>4. Εμπειρική Ανάλυση</b>	
4.1. Συλλογή Δεδομένων	40
4.2. Οικονομετρική Ανάλυση Δεδομένων	40
4.2.1. Πίνακας Περιγραφικών Στατιστικών Μέτρων	40
4.2.2. Εμπειρική Ανάλυση του μοντέλου επιχειρησιακής αποδοτικότητας	44
4.2.3. Εμπειρική Ανάλυση του μοντέλου χρηματοοικονομικής μόχλευσης	49
<b>5. Συμπεράσματα</b>	<b>54</b>
<b>6. Βιβλιογραφία</b>	<b>57</b>
<b>7. Πίνακες</b>	<b>60</b>
<b>8. Διαγράμματα</b>	<b>67</b>

## 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό περιβάλλον, οι επιλογές των επιχειρήσεων όσον αφορά τη κεφαλαιακή και ιδιοκτησιακή τους διάρθρωση διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην ύπαρξη και λειτουργία τους. Οι επιλογές αυτές διαφοροποιούνται ανάλογα με τον κλάδο και τη χώρα δραστηριοποίησης της επιχείρησης, ενώ μπορεί να επιδρούν θετικά ή αρνητικά στην επιχειρησιακή τους αποδοτικότητα. Στην παρούσα διπλωματική εργασία, εξετάζεται ο ρόλος της χρηματοοικονομικής μόχλευσης ως μηχανισμού ελέγχου για τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης και τη βελτίωση της επιχειρησιακής αποδοτικότητας σε δύο κλάδους ελληνικών επιχειρήσεων: έναν παραδοσιακό κλάδο και έναν υψηλής ανάπτυξης. Επιπλέον, ερευνάται η αντίστροφη σχέση μεταξύ της επιχειρησιακής αποδοτικότητας και της χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

Η σχέση μεταξύ κεφαλαιακής διάρθρωσης, επιχειρησιακής αποδοτικότητας και ιδιοκτησιακής δομής έχει αποτελέσει αντικείμενο έντονων συζητήσεων και αντικρουόμενων απόψεων. Από τη μια πλευρά υπάρχει η «παραδοσιακή» βιβλιογραφία, η οποία υποστηρίζει ότι τα υψηλά κόστη αντιπροσώπευσης μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών, επιδρούν αρνητικά στη χρηματοοικονομική μόχλευση. Από την άλλη πλευρά, όμως, η σύγχρονη βιβλιογραφία αντιτείνει ότι η υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση μπορεί να αποτελέσει μηχανισμό για την εξομάλυνση των συγκρούσεων και να συμβάλλει στη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης (Jensen, 1986).

Αρκετές μελέτες υποστηρίζουν ότι η κατοχή μετοχικού κεφαλαίου από τα διοικητικά στελέχη συμβάλλει αρνητικά στην εταιρική απόδοση. Οι Fama και Jensen (1983) υποστηρίζουν ότι όταν τα διευθυντικά στελέχη κατέχουν σημαντικό ποσοστό επί του μετοχικού κεφαλαίου, υπάρχει πιθανότητα να κυριαρχήσουν στο διοικητικό συμβούλιο, προκειμένου να διαχειριστούν την εταιρική περιουσία σύμφωνα με τη δική τους βούληση. Ο Stulz (1988) εξηγεί πώς η αυξημένη διευθυντική ιδιοκτησία οδηγεί σε κερδοσκοπικές συμπεριφορές, αυξάνει τη δύναμη της ψήφου εσωτερικά και μειώνει τη δύναμη της ψήφου εξωτερικά γεγονός που επιφέρει σημαντικές συνέπειες στην επιχειρησιακή απόδοση.

Πλήθος επίσης μελετών εξετάζουν την επίδραση της ιδιοκτησίας στην επιχειρησιακή αξία. Οι Morck, Shleifer και Vishny (1988), οι McConnell και Servaes (1990) αλλά και άλλοι εξέτασαν εμπειρικά την επίδραση της ιδιοκτησιακής δομής στην επιχειρησιακή αποδοτικότητα. Χρησιμοποιώντας την Tobin's Q, ως προσέγγιση της επιχειρησιακής απόδοσης και ως ανεξάρτητη μεταβλητή τον αριθμό των μετοχών που κατέχεται από την εσωτερική ιδιοκτησία, κατέληξαν σε αρνητική σχέση μεταξύ ιδιοκτησίας και επιχειρησιακής αποδοτικότητας.

Στα πλαίσια της διπλωματικής εργασίας, για την εμπειρική τεκμηρίωση των προηγούμενων μελετών, χρησιμοποιούνται δύο μέτρα αποδοτικότητας, η Tobin's Q και η απόδοση του ενεργητικού, με σκοπό να ληφθούν υπόψη τόσο στοιχεία της αγοράς, όσο και λογιστικά στοιχεία. Εισάγονται δύο αντίθετες υποθέσεις, γιατί ο δανεισμός μπορεί να επιδρά με διαφορετικό τρόπο ανάλογα με τις επιλογές των επιχειρήσεων. Η πρώτη υπόθεση είναι αυτή της *αποδοτικότητας-κινδύνου*, σύμφωνα με την οποία οι πιο αποδοτικές επιχειρήσεις επιλέγουν υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση, γιατί η υψηλή αποδοτικότητα μειώνει την πιθανότητα πτώχευσης. Η δεύτερη υπόθεση είναι η *υπόθεση της άυλης-εμπορικής αξίας (franchise value)*, σύμφωνα με την οποία οι πιο αποδοτικές επιχειρήσεις επιλέγουν χαμηλούς δείκτες μόχλευσης, με σκοπό να προστατεύσουν την αξία τους από τον κίνδυνο πτώχευσης (Demsetz [1973], Berger και Bonaccorsi di Patti [2006]).

Η διπλωματική εργασία οργανώνεται σε πέντε ενότητες, αρχής γενομένης από την εισαγωγή. Η δεύτερη ενότητα παρουσιάζει τις θεωρητικές εργασίες, οι οποίες έχουν μελετήσει τη σχέση της επιχειρησιακής αποδοτικότητας με την κεφαλαιακή και ιδιοκτησιακή διάρθρωση. Η τρίτη ενότητα παρουσιάζει τα μοντέλα της επιχειρησιακής αποδοτικότητας και χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Στη συνέχεια, ακολουθεί η τέταρτη ενότητα με την ανάλυση των δεδομένων της έρευνας και τέλος η πέμπτη ενότητα με την παρουσίαση των συμπερασμάτων της διπλωματικής εργασίας.

## 2. ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ, ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΚΑΙ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑ

Σε αυτή την ενότητα παρουσιάζεται η βιβλιογραφία, η οποία μελετάει τη σχέση επιχειρησιακής απόδοσης και κεφαλαιακής διάρθρωσης καθώς και την αντίστροφη σχέση τους. Επιπρόσθετα, παραθέτονται οι θεωρητικές μελέτες, οι οποίες εξετάζουν τη σχέση μεταξύ επιχειρησιακής απόδοσης και ιδιοκτησιακής διάρθρωσης.

### 2.1. ΣΧΕΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Ως κεφαλαιακή διάρθρωση ορίζονται οι τρόποι με τους οποίους η επιχείρηση μπορεί να χρηματοδοτήσει τα περιουσιακά της στοιχεία. Συγκεκριμένα, υφίστανται τρεις τρόποι χρηματοδότησης: μέσω μετοχικού κεφαλαίου (equity), δανεισμού (debt) και υβριδικών αξιόγραφων (hybrid securities), τα οποία συνδυάζουν κάποια χαρακτηριστικά δανεισμού και κάποια μετοχικού κεφαλαίου. Η αξία της επιχείρησης δίνεται από το άθροισμα της αξίας των ξένων και των ιδίων κεφαλαίων της.

Οι θεωρίες της κεφαλαιακής διάρθρωσης κατατάσσονται σε δύο ευρύτερες κατηγορίες: σε αυτήν της προσέγγισης των Modigliani-Miller (1958) αναφορικά με τη μη «σχετικότητα» του κόστους κεφαλαίου και σε αυτήν της παραδοσιακής προσέγγισης για τη «σχετικότητα» του κόστους κεφαλαίου.

#### 2.1.1. ΘΕΩΡΗΜΑ MODIGLIANI-MILLER (1958)- ΜΗ ΣΧΕΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

Το θεώρημα των Modigliani-Miller (1958), γνωστό και ως θεώρημα της «Μη Σχετικότητας της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης» (Capital Structure Irrelevance Principle) αποτελεί τη βάση για τη σύγχρονη σκέψη σχετικά με το ρόλο της κεφαλαιακής διάρθρωσης στην αξία της επιχείρησης. Σύμφωνα με το ανωτέρω θεώρημα, η αγοραία αξία της επιχείρησης - σε μια αποτελεσματική αγορά χωρίς φόρους, κόστη συναλλαγών και ασυμμετρία

πληροφόρησης - δεν επηρεάζεται από τον τρόπο χρηματοδότησής της μέσω δανεισμού ή ιδίων κεφαλαίων. Σε ένα περιβάλλον συμβατό με αυτό των Modigliani-Miller ο εξωτερικός δανεισμός και η έκδοση νέων μετοχών αποτελούν τέλειο υποκατάστατο της εσωτερικής χρηματοδότησης, δηλαδή αυτής από τις ταμειακές ροές και τα παρακρατηθέντα κέρδη της επιχείρησης.

Το πρώτο θεώρημα των Modigliani και Miller (1958) ορίζει ότι η επιλογή μεταξύ δανεισμού και έκδοσης νέων μετοχών για τη χρηματοδότηση ενός δεδομένου επιπέδου επένδυσης δεν έχει επιπτώσεις στην αξία της επιχείρησης, υπονοώντας ότι δεν υπάρχει βέλτιστο ποσοστό χρηματοοικονομικής μόχλευσης (leverage ratio).

Το δεύτερο θεώρημα των Modigliani και Miller δείχνει ότι υπό τους ίδιους όρους, η πολιτική μερισμάτων της επιχείρησης δεν έχει επιπτώσεις στην αξία της, οπότε δεν υπάρχει βέλτιστο ποσοστό επί των κερδών της εταιρείας, το οποίο θα πρέπει να καταβάλλεται στους μετόχους της ως μέρισμα (payout ratio).

Επομένως, η κεφαλαιακή δομή μιας επιχείρησης - σε ένα κόσμο τέλειων και άρτιων αγορών κεφαλαίου - είναι ασυσχέτιστη ως προς τις επενδυτικές της αποφάσεις. Σύμφωνα με τους θεμελιωτές της νεοκλασικής θεωρίας της επένδυσης, Hall και Jorgenson (1967), σε μια τέτοια αγορά η λήψη των επενδυτικών αποφάσεων εξαρτάται από τη θετική καθαρή παρούσα αξία της επένδυσης και επομένως ο δείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης δεν θα συσχετίζεται με την αξία των κεφαλαίων της επιχείρησης. Στην άποψη των Modigliani και Miller συμφωνεί ο Stiglitz (1974), ο οποίος εξέτασε εμπειρικά τη σχέση κεφαλαιακής διάρθρωσης και αξίας της επιχείρησης, τοποθετώντας στο υπόδειγμά του μία επιπρόσθετη υπόθεση, αυτήν της ύπαρξης κινδύνου στα δανειακά κεφάλαια.

### **2.1.2. ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ - ΣΧΕΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ**

Στην πραγματικότητα, όμως, οι αγορές χαρακτηρίζονται από ατέλειες και περιορισμένους πόρους. Μορφές ατελειών της αγοράς αποτελούν τα προβλήματα που προκύπτουν από τις σχέσεις αντιπροσώπευσης.

### 2.1.2.1. ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ

Το 1973 ο Ross βασιζόμενος σε μελέτες των Arrow και Marshcak, ορίζει πρώτος τη σχέση αντιπροσώπευσης. Θεωρεί ότι είναι μία από τις παλαιότερες και πιο κωδικοποιημένες μορφές κοινωνικής αλληλεπίδρασης, η οποία εμφανίζεται σε κάθε είδους οργανισμό, επιχείρηση ή ίδρυμα, καθώς και σε όλες τις καταστάσεις, οι οποίες απαιτούν συνέργια.

Στην ερευνητική τους εργασία για τη θεωρία της επιχείρησης οι Jensen και Meckling (1976) ορίζουν τη σχέση αντιπροσώπευσης ως ένα συμβόλαιο, στο οποίο το ένα μέρος λειτουργεί ως εντολέας-αντιπρόσωπος (agent), ενεργώντας εκ μέρους του άλλου (εντολοδόχου) σε θέματα λήψης επιχειρησιακών αποφάσεων. Όταν και τα δύο ενδιαφερόμενα μέρη επιδιώκουν να μεγιστοποιήσουν τη χρησιμότητά τους, τότε είναι πιθανόν οι εντολοδόχοι να μην δρουν με γνώμονα τη βέλτιστη εκπλήρωση των στόχων του εντολέα.

Για την αποτύπωση του μοντέλου τους οι Jensen και Meckling χρησιμοποιούν το μοντέλο του Διευθυντικού Στελέχους-Ιδιοκτήτη, δηλαδή υποθέτουν ότι ο ιδιοκτήτης είναι και διευθυντής της επιχείρησης. Όταν υφίσταται αυτός ο διπλός ρόλος, καθώς μειώνεται η συμμετοχή του διευθυντικού στελέχους στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης αυξάνονται τα κίνητρα του να οικειοποιείται μη χρηματικά οφέλη, αντί να επενδύει σε έργα με θετική Καθαρή Παρούσα Αξία. Αντιθέτως, οι Shleifer και Vishny (1989) υποστηρίζουν ότι τα διευθυντικά στελέχη επιλέγουν τα επενδυτικά προγράμματα βάσει των προσωπικών τους ικανοτήτων και όχι λόγω της προαναφερόμενης αιτίας.

Οι μέτοχοι δύνανται να περιορίσουν παρεκκλίνουσες ενέργειες των διευθυντικών στελεχών τους, δημιουργώντας κίνητρα και αναλαμβάνοντας τα κόστη ελέγχου. Σε ορισμένες περιπτώσεις ο εντολέας θα πρέπει να δαπανήσει επιπλέον πόρους (π.χ. για bonus) με την προοπτική να διασφαλίσει την επιχείρηση από τέτοιες ενέργειες. Ωστόσο, είναι γενικά ανέφικτο οι μέτοχοι να εξασφαλίσουν με μηδενικό κόστος τη βέλτιστη λήψη αποφάσεων από τους εντολοδόχους. Στις περισσότερες σχέσεις αντιπροσώπευσης, συγκρουόμενα συμφέροντα και κίνητρα υφίστανται μεταξύ διευθυντών, ιδιοκτητών και μετόχων. Οι συγκρούσεις αυτές μπορεί να



επιδράσουν καθοριστικά τη δομή και τη λειτουργία επιχειρήσεων, οι οποίες χαρακτηρίζονται από σημαντική ρευστότητα και επικερδείς επενδυτικές ευκαιρίες.

Αντίστοιχα, αλληλοσυγκρουόμενα συμφέροντα υφίστανται μεταξύ της πλειοψηφίας και της μειοψηφίας των μετόχων, γιατί οι πρώτοι μπορεί να ενεργούν με σκοπό τη μεγιστοποίηση της δικής τους χρησιμότητας σε βάρος των δεύτερων. Τα κόστη ελέγχου της πλειοψηφίας από τη μειοψηφία αποτυπώνονται στη τιμή της μετοχής.

Σύμφωνα με την Kathleey M. Eisenhardt (1989) οι επιχειρήσεις πρέπει να επιλύουν δύο προβλήματα: α) Τις αλληλοσυγκρουόμενες επιθυμίες και στόχους των εντολέων και εντολοδόχων, εξαιτίας των διαφορετικών προτιμήσεών τους προς τον κίνδυνο. β) Το πώς ακριβώς ενεργεί ο εντολοδόχος. Κατά συνέπεια, για την αποφυγή λανθασμένων στόχων ή ενεργειών από τους εντολοδόχους, συντάσσονται αποτελεσματικές συμβάσεις για τη ρύθμιση της σχέσης.

#### **2.1.2.2. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ**

Άλλες ατέλειες της αγοράς είναι: η ασυμμετρία της πληροφόρησης, δηλαδή η ανικανότητα των διοικητικών στελεχών-εντολοδόχων να παρουσιάσουν την πραγματική κατάσταση της εταιρείας στους μετόχους-ομολογιούχους, η χρηματοδότηση με εξωτερικό δανεισμό σε συνδυασμό με την περιορισμένη ευθύνη των μετόχων και η μερική ιδιοκτησία της επιχείρησης από τους μετόχους. Όλα τα ανωτέρω δημιουργούν κόστη αντιπροσώπευσης, τα οποία μπορεί να μειώσουν την αγοραία αξία της επιχείρησης. Η άντληση δανειακών κεφαλαίων μπορεί να συμβάλλει είτε θετικά είτε αρνητικά στη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης και στην αύξηση της αξίας της επιχείρησης.

### 2.1.2.2.1. ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΟΥ ΥΠΟΣΤΗΡΙΖΟΥΝ ΘΕΤΙΚΗ ΣΧΕΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗΣ ΑΞΙΑΣ

#### **1. Η προσέγγιση του Jensen (1986) για τα κόστη αντιπροσώπευσης των ελεύθερων ταμειακών ροών και την άντληση δανειακών κεφαλαίων ως μέσο ελέγχου:**

Ενώ ουσιαστικά οι Grossman και Hart αναγνωρίζουν πρώτοι το 1982 αυτά τα συγκρουόμενα συμφέροντα και τη σύναψη του χρέους ως μηχανισμού εξομάλυνσης των συγκρούσεων, η ιδέα γίνεται ευρέως γνωστή από τον Jensen (1986). Σύμφωνα λοιπόν με τον Jensen, το χρέος συμβάλλει στη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης γιατί τα διευθυντικά στελέχη δεσμεύονται στη διατήρηση διαθέσιμων κεφαλαίων, προκειμένου να αποπληρώνουν μελλοντικές ταμειακές ροές και να διασφαλίσουν την επιχείρηση από την πτώχευση. Σύμφωνα με τον Jensen, «το πρόβλημα είναι το πώς θα παρακινήσουμε τους διευθυντές ώστε να μην οδηγούνται σε επενδύσεις κάτω του κόστους κεφαλαίου ή σε επιχειρησιακές αναποτελεσματικότητες».

Η ανωτέρω θεωρία αναπτύχθηκε για να εξηγήσει μεταξύ άλλων, για το πως το χρέος συμβάλλει στην επιχειρησιακή απόδοση μέσω της μείωσης του κόστους αντιπροσώπευσης των ελεύθερων ταμειακών ροών (free cash flows) και της αντικατάστασης του χρέους με μερίσματα. Η χρηματοδότηση μέσω δανειακών κεφαλαίων αναγκάζει τα διευθυντικά στελέχη να δεσμευτούν για τη διαθεσιμότητα μελλοντικών ταμειακών ροών. Επομένως, ο δανεισμός μπορεί να αποτελέσει αποτελεσματικό υποκατάστατο των μερισμάτων, αν και κάτι τέτοιο δεν έχει αναγνωριστεί στη βιβλιογραφία της εταιρικής διακυβέρνησης. Εκδίδοντας ομολογίες αντί μετοχές, τα διοικητικά στελέχη δεσμεύονται με ένα τρόπο, ο οποίος δεν μπορεί να επιτευχθεί από την απλή αύξηση μερισμάτων.

Ως αποτέλεσμα των προαναφερθέντων διαπιστώνεται ότι ο δανεισμός μειώνει τα κόστη αντιπροσώπευσης των ελεύθερων ταμειακών ροών και ελαχιστοποιεί αυτές που είναι διαθέσιμες να δαπανηθούν στη διακριτική ευχέρεια των διοικητικών στελεχών. Αυτή η μορφή ελέγχου μέσω του δανεισμού αποτελεί έναν από τους καθοριστικούς παράγοντες της

κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων και συμβάλλει θετικά στην αξία τους.

Επιπρόσθετα, ο Jensen σημειώνει ότι η αποστροφή των διοικητικών στελεχών προς τον κίνδυνο, τους οδηγεί στην αλλαγή της πολιτικής χρηματοδότησης προς την άντληση δανειακών κεφαλαίων, η οποία μειώνει τα κόστη αντιπροσώπευσης. Από την άλλη πλευρά, όμως, η υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση οδηγεί σε συνήθη κόστη αντιπροσώπευσης, όπως είναι τα κόστη πτώχευσης. Στην άποψη του Jensen, αντιτίθεται ο Brennan (1995), ο οποίος αναφέρει ότι η αποστροφή προς τον κίνδυνο οδηγεί τις επιχειρήσεις στη χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια λόγω του φόβου της πτώχευσης. Το άριστο σημείο του δείκτη Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια είναι εκείνο, στο οποίο μεγιστοποιείται η αξία της επιχείρησης, σημείο στο οποίο τα οριακά κόστη του χρέους αντισταθμίζονται από τα οριακά οφέλη.

Η υπόθεση για την υιοθέτηση της άντλησης δανειακών κεφαλαίων ως μέσο ελέγχου, δε συνεπάγεται ότι το χρέος θα συνεισφέρει πάντα θετικά στην αξία της επιχείρησης. Μπορεί για παράδειγμα να μην επιδρά θετικά σε ταχέως αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις με υψηλής κερδοφορίας επενδυτικά προγράμματα αλλά χωρίς ελεύθερες ταμειακές ροές. Οι επιχειρήσεις αυτές θα πρέπει ίσως να καταφεύγουν στις χρηματοοικονομικές αγορές προκειμένου να αντλήσουν κεφάλαια. Σε αυτές τις περιπτώσεις, οι αγορές θα έχουν την ευκαιρία να αξιολογήσουν την επιχείρηση, τη διοίκηση και τις επενδύσεις της.

Σε παρόμοια συμπεράσματα οδηγήθηκαν και οι Crutchley και Hensen (1989) καθώς και ο Mehran (1992), οι οποίοι διαπίστωσαν ότι υφίσταται θετική σχέση μεταξύ επιχειρησιακής αποδοτικότητας και χρέους. Μέσω της χρηματοοικονομικής μόχλευσης μειώνονται τα κόστη αντιπροσώπευσης και κατ' επέκταση αυξάνεται η αξία της επιχείρησης.

***-Η προσέγγιση του Stulz Rene (1985): Το εγγυημένο χρέος αυξάνει την αξία της επιχείρησης.***

Σύμφωνα με τον Stulz (1985), η ύπαρξη εγγυημένων δανειακών κεφαλαίων (collateralized loans) με ισχυρές εξασφαλίσεις μπορεί να επιλύσει το πρόβλημα της υψηλής χρηματοοικονομικής μόχλευσης, η οποία εμποδίζει την εύρεση δανεισμού. Οι μέτοχοι μπορούν να αποφύγουν το πρόβλημα των

μειωμένων κεφαλαίων προς επένδυση ή το πρόβλημα της άντλησης διαθέσιμων για την πληρωμή μερισμάτων με τη χρηματοδότηση των νέων επενδύσεων μέσω πώλησης στοιχείων του ενεργητικού. Ωστόσο, τέτοιες δράσεις μπορεί να μην είναι επιτρεπτές από τους όρους των συμβολαίων που έχουν συνάψει με τους ομολογιούχους τους.

Υπάρχουν για παράδειγμα συμβόλαια που θέτουν όρια στην πληρωμή μερισμάτων και απαιτούν την κάλυψη των εν λόγω πληρωμών μέσω λειτουργικών ταμειακών ροών και όχι μέσω δανεισμού. Εξαίρεση σε αυτούς τους όρους των συμβολαίων θα σήμαινε υψηλά κόστη ελέγχου για τους ομολογιούχους και θα απαιτούσε τη συμφωνία μεταξύ ομολογιούχων και μετόχων για το ύψος των απασχολούμενων δανειακών κεφαλαίων.

Η ύπαρξη, όμως, δανειακών κεφαλαίων με υψηλές εξασφαλίσεις και εγγυήσεις μπορεί να αυξήσει την αξία της επιχείρησης, γιατί μετριάξει το πρόβλημα της εύρεσης επαρκών κεφαλαίων προς επένδυση. Όταν, η επιχείρηση δείχνει ότι έχει τη δυνατότητα να χρηματοδοτήσει νέα έργα με εγγυημένο δανεισμό, είναι πιο πιθανό να αναλάβει αυτά τα έργα. Με αυτό τον τρόπο δεν αυξάνεται ο πλούτος των μετόχων σε βάρος των ομολογιούχων και συνάμα αποφεύγονται τα κόστη αντιπροσώπευσης.

#### 2.1.2.2.2. ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΟΥ ΥΠΟΣΤΗΡΙΖΟΥΝ ΑΡΝΗΤΙΚΗ ΣΧΕΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΑΞΙΑΣ

**-Η προσέγγιση του Myers (1977) για την επίδραση της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας στην αξία της επιχείρησης.**

Σύμφωνα με τον Myers (1977), οι συγκρούσεις μεταξύ ομολογιούχων και μετόχων προκύπτουν όταν υπάρχει κίνδυνος πτώχευσης (default risk). Όταν για την επιχείρηση δεν υφίσταται τέτοιος κίνδυνος, οι ομολογιούχοι είναι αδιάφοροι για τα έσοδα, την αξία ή τον κίνδυνο της επιχείρησης. Αν όμως υπάρχει πιθανότητα πτώχευσης, οι μέτοχοι μπορούν να κερδοσκοπούν σε βάρος των δανειστών. Αν υποθεθεί ότι τα διευθυντικά στελέχη ενεργούν προς το συμφέρον των μετόχων και ο κίνδυνος πτώχευσης είναι σημαντικός, υπάρχει πιθανότητα τα στελέχη να μπουν στο πειρασμό να αναλάβουν δράσεις, αποσκοπώντας να μεταφερθεί αξία από τους πιστωτές της εταιρείας προς τους μετόχους.

Αυτό μπορεί να πραγματοποιηθεί με διάφορους τρόπους. Πρώτον, τα διοικητικά στελέχη μπορεί να επενδύσουν σε περιουσιακά στοιχεία υψηλού ρίσκου ή να στραφούν σε επικίνδυνες επιχειρησιακές στρατηγικές.

Δεύτερον, μπορεί να αντλήσουν νέα δανειακά κεφάλαια και να τα καταβάλλουν τοις μετρητοίς στους μετόχους. Σε αυτή την περίπτωση, η συνολική αξία της επιχείρησης θα παραμείνει σταθερή, αλλά η αγοραία αξία του υφιστάμενου χρέους θα μειωθεί.

Τρίτον, τα διευθυντικά στελέχη μπορούν να μειώσουν επενδύσεις που χρηματοδοτούνται από ίδια κεφάλαια. Υπό κανονικές συνθήκες η εταιρεία επενδύει μέχρι στο σημείο, το οποίο η αναμενόμενη απόδοση ισούται με το κόστος κεφαλαίου της και η επιπλέον παρούσα αξία που παράγεται από την επένδυση είναι ακριβώς ίση με την απαιτούμενη επένδυση. Όμως, μέρος αυτής της επιπλέον παρούσας αξίας μετακυλύεται στους υφιστάμενους πιστωτές της επιχείρησης, οι οποίοι προστατεύονται όταν η επένδυση πραγματοποιηθεί.

Όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος πτώχευσης, τόσο μεγαλύτερο είναι το όφελος για το υπάρχον χρέος από επιπρόσθετες επενδύσεις. Το κέρδος της αγοραίας αξίας του χρέους ενεργεί όπως ο φόρος σε μία νέα επένδυση. Αν ο φόρος είναι αρκετά υψηλός, τα διοικητικά στελέχη μπορεί να επιδιώξουν να συρρικνωθεί η επιχείρηση και να καταβάλλουν την αξία τοις μετρητοίς στους μετόχους. Ο Myers (1977) όρισε το πρόβλημα αυτό ως πρόβλημα υποεπένδυσης (*underinvestment* ή *overhang problem*). Σε αυτή την περίπτωση το χρέος έχει αρνητικό αντίκτυπο στην αξία της επιχείρησης.

Τέταρτον, τα διοικητικά στελέχη μπορούν να κερδίσουν χρόνο, αποκρύπτοντας από τους πιστωτές την προβληματική κατάσταση, οι οποίοι θα μπορούσαν να λάβουν προληπτικά μέτρα και να αιτηθούν την άμεση πτώχευση ή αναδιάρθρωση του χρέους.

Για την αποφυγή των ανωτέρω, οι ομολογιούχοι-πιστωτές συντάσσουν συμβόλαια για την προστασία τους. Τέτοια συμβόλαια, μπορεί να περιορίζουν τους δανειζόμενους από νέο δανεισμό ή από πληρωμές μερισμάτων και να προβλέπουν την άμεση εξόφληση του χρέους, αν οι όροι των συμβολαίων δεν ακολουθούνται.

### 2.1.2.2.3. ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΟΥ ΥΠΟΣΤΗΡΙΖΟΥΝ ΘΕΤΙΚΗ Η΄ ΑΡΝΗΤΙΚΗ ΣΧΕΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Βάσει του μοντέλου του Stulz (1990), η χρηματοοικονομική πολιτική παίζει σημαντικό ρόλο γιατί μειώνει τα κόστη αντιπροσώπευσης. Η επιλογή επενδύσεων από τα διοικητικά στελέχη, δημιουργεί δύο κόστη: το κόστος της υπερεπένδυσης (overinvestment), δηλαδή το κόστος που δημιουργείται όταν επενδύουν υπερβολικά σε κάποια έργα, και το κόστος της υπο-επένδυσης (underinvestment), που δημιουργείται όταν δεν επενδύουν τους εσωτερικούς πόρους της επιχείρησης σε έργα με Θετική Καθαρή Παρούσα Αξία (Net Present Value - NPV). Η έκδοση χρέους, η οποία απαιτεί την πληρωμή κεφαλαίων, μετριάζει το κόστος της υπερεπένδυσης, αλλά επιδεινώνει το κόστος της υπο-επένδυσης. Ως αποτέλεσμα αυτού, το μοντέλο προβλέπει ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση μπορεί να επιδρά τόσο θετικά όσο και αρνητικά στην επιχειρησιακή απόδοση.

Για το αν η επίδραση του δανεισμού στην επιχειρησιακή αξία είναι θετική ή αρνητική, εξαρτάται από τις ευκαιρίες ανάπτυξης. Οι McConnell και Servaes (1995) υποστηρίζουν ότι ο δανεισμός σχετίζεται θετικά με την επιχειρησιακή αξία στις επιχειρήσεις χαμηλής ανάπτυξης, ενώ σχετίζεται αρνητικά στις επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης. Ο βαθμός ανάπτυξης της επιχείρησης θα επηρεάζει τις χρηματοοικονομικές της πολιτικές και αυτές με τη σειρά τους θα επηρεάζουν την απόδοση (Stulz [1990], McConnell και Servaes [1995], McConnell και Servaes [1995], Kim και Stulz [1996], Abor [2005]).

Με την παρουσίαση των ανωτέρω θεωρητικών υποδειγμάτων καταλήγουμε στις δύο αντικρουόμενες υποθέσεις του **κόστους αντιπροσώπευσης** (Agency Cost Hypothesis):

**H1:** Όσο υψηλότερη είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση, τόσο χαμηλότερα είναι τα κόστη αντιπροσώπευσης. Η άντληση δανειακών κεφαλαίων συμβάλλει στη βελτίωση της αποδοτικότητας.

**H1α:** Όσο υψηλότερη είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση, τόσο υψηλότερα είναι τα κόστη αντιπροσώπευσης. Η υψηλή δανειακή επιβάρυνση επιδρά αρνητικά στην επιχειρησιακή αποδοτικότητα λόγω της πιθανότητας πτώχευσης.

## 2.2. ΑΝΤΙΣΤΡΟΦΗ ΑΙΤΙΩΔΗΣ ΣΧΕΣΗ: ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ

Η επιχειρησιακή απόδοση μπορεί επίσης να επηρεάσει την κεφαλαιακή διάρθρωση, δηλαδή να υφίσταται μια αντίστροφη αιτιώδης σχέση. Σε πρόσφατη έρευνά τους οι Berger και Bonaccorsi di Patti (2006) υποστηρίζουν ότι οι πιο αποτελεσματικές επιχειρήσεις τείνουν να επιλέγουν σχετικά χαμηλούς δείκτες ιδίων κεφαλαίων, αφού οι υψηλές αναμενόμενες αποδόσεις υποκαθιστούν σε κάποιο βαθμό το μετοχικό κεφάλαιο. Επίσης, επειδή οι επιχειρήσεις αυτές είναι πιο πιθανόν να κερδίζουν υψηλότερη απόδοση για μια δεδομένη κεφαλαιακή διάρθρωση, τείνουν να αντικαθιστούν το μετοχικό κεφάλαιο με χρέος, αφού οι υψηλές αποδόσεις τις προφυλάσσουν κατά του κινδύνου πτώχευσης. Βάσει του ανωτέρω, καταλήγουμε στην **Υπόθεση Απόδοσης-Κινδύνου:**

**H2:** *Οι πιο αποδοτικές επιχειρήσεις επιλέγουν υψηλούς δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης, επειδή η υψηλή αποδοτικότητα αναμένεται να μειώσει τα κόστη πτώχευσης.*

Από την άλλη πλευρά, όμως, αν οι επιχειρήσεις αναμένουν υψηλές μελλοντικές αποδόσεις, θα επιλέξουν χαμηλούς δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης (ξένα προς ίδια), για να διασφαλίσουν από την απειλή της χρεοκοπίας τα οικονομικά τους οφέλη και την άυλη εμπορική τους αξία (franchise-value).

Η άυλη εμπορική αξία (franchise-value) της επιχείρησης αντιπροσωπεύει τα άυλα περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού της, δηλαδή την αξία της επιχείρησης πέραν της αξίας των ενσώματων ακινητοποιήσεων. Σύμφωνα με τον Demsetz (1996), η υψηλή άυλη εμπορική αξία μιας επιχείρησης αυξάνει τις αρνητικές επιπτώσεις της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, επειδή οι μέτοχοι χάνουν την αξία αυτή σε περίπτωση πτώχευσης. Η άυλη εμπορική αξία, συνεπώς, δημιουργεί κινδύνους περιορισμού των κινήτρων των επιχειρήσεων.

Οι Marcus (1984) καθώς και οι Li και λοιποί (1995) ανέπτυξαν ένα μοντέλο αποτίμησης που αποδεικνύει ότι η υψηλή άυλη εμπορική αξία μπορεί

να αποτρέψει τις επιχειρήσεις από την ανάληψη κινδύνων. Η θεωρία αυτή είναι γνωστή και ως Franchise Value Theory (FVT) και προβλέπει αρνητική σχέση μεταξύ της άυλης εμπορικής αξίας και της ανάληψης κινδύνων. Σε μελέτη τους σε ασφαλιστικές εταιρίες, οι Staking και Babbel (1995) διαπιστώνουν ότι οι εταιρίες αυτές ελαχιστοποιούν τη χρηματοοικονομική μόχλευση και αποφεύγουν τον κίνδυνο επιτοκίου, προκειμένου να προστατεύσουν την άυλη εμπορική τους αξία.

Από τα ανωτέρω διαπιστώνουμε ότι η σχέση μεταξύ αποδοτικότητας και κεφαλαιακής απόδοσης χαρακτηρίζεται από μια επίδραση «εισοδήματος» στο αποτέλεσμα της επιχείρησης (income effect), από την οποία καταλήγουμε στην **Υπόθεση της Άυλης-Εμπορικής Αξίας (Franchise-Value Hypothesis)**

**H2α:** Λόγω της πιθανότητας πτώχευσης, οι πιο αποδοτικές επιχειρήσεις - προκειμένου να προστατεύσουν την άυλη εμπορική τους αξία και τα χρηματοοικονομικά οφέλη που παράγονται από την υψηλή αποδοτικότητα - επιλέγουν χαμηλότερους δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

Οι δύο ανωτέρω υποθέσεις, όπως και οι δύο προηγούμενες, δίνουν αντίθετες προβλέψεις στη σχέση κεφαλαιακής δομής και απόδοσης, οπότε για τη διεξαγωγή συμπερασμάτων θα πρέπει να συγκριθούν με διαφορετικές επιλογές κεφαλαιακής διάρθρωσης.

### 2.3. ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ

Έχουν πραγματοποιηθεί αρκετές μελέτες, οι οποίες εξετάζουν τη σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακής δομής και επιχειρησιακής αξίας, και οι οποίες επικεντρώνονται στην αξία της επιχείρησης εν γένει, παρά στις αντιδράσεις της αγοράς στις νέες πληροφορίες. Οι Berle και Means (1932) δείχνουν μια αρνητική σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακής δομής και εταιρικής απόδοσης, υποστηρίζοντας ότι γνωστές εταιρίες των ΗΠΑ τείνουν να έχουν χαμηλή απόδοση, όταν χαρακτηρίζονται από συγκεντρωτική οργανωτική δομή. Στην άποψη αυτή, όμως, αντιτίθενται οι Demsetz (1983) και Villalonga (2001), οι



οποίοι υποστηρίζουν ότι δεν υφίσταται συστηματική σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακής διάρθρωσης και επιχειρησιακής απόδοσης.

Η επίδραση της εσωτερικής ιδιοκτησίας στην επιχειρησιακή αξία έχει εξεταστεί από έναν περιορισμένο αριθμό μελετών. Οι Demsetz και Lehn (1985) διαπιστώνουν μια γραμμική σχέση μεταξύ διευθυντικής ιδιοκτησίας και επιχειρησιακής απόδοσης, ενώ οι τελευταίες μελέτες των Morck και λοιπών (1988) καθώς και των McConnell και Servaes (1990) δείχνουν μια μη γραμμική σχέση, με τα υψηλά επίπεδα διευθυντικής ιδιοκτησίας να έχουν αρνητικό αντίκτυπο στην επιχειρησιακή απόδοση. Τέλος, μερικές μελέτες προσδιορίζουν μια θετική σχέση μεταξύ της ιδιοκτησιακής δομής των εταιρειών που ανήκουν σε μεγαλομετόχους και της αγοραίας αξίας της επιχείρησης (McConnell και Servaes [1990], Brickley και λοιποί [1988]).

Από την άλλη, οι Demsetz και Lehn (1985) εισήγαγαν τη Συμμετρική Θεωρία για την ιδιοκτησία (Symmetrical Theory of Ownership), η οποία εξετάζει τα κόστη και τα οφέλη της διάχυσης της ιδιοκτησίας. Δεδομένων των διαφορετικών στόχων των στελεχών και των μετόχων, ισχυρίζονται ότι οι ιδιοκτήτες αποφεύγουν να αναλάβουν το κόστος του πειθαρχικού ελέγχου των στελεχών τους. Αυτό εμμέσως υπονοεί ότι ένα από τα καθήκοντα του μετόχου είναι να ελέγχει τα διευθυντικά στελέχη και να εξασφαλίζει την εκτέλεση των καθηκόντων τους σύμφωνα με τα συμφέροντα των ιδιοκτητών της επιχείρησης.

Σύμφωνα με τους ανωτέρω, υφίσταται αρνητική σχέση μεταξύ κινδύνου που ενυπάρχει στη μετοχή και του επιπέδου της ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης. Στην περίπτωση της ανάληψης επικίνδυνων επενδυτικών προγραμμάτων, παρατηρείται ότι η εταιρική ομάδα τοποθετεί πολύ μικρό ποσοστό του προσωπικού της πλούτου, επιλέγοντας στρατηγική διαφοροποίησης. Στην αντίθετη περίπτωση, δηλαδή της χαμηλής ανάληψης κινδύνου, η επιχείρηση χαρακτηρίζεται από υψηλό βαθμό ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης.

### **2.3.1. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΔΙΕΥΘΥΝΤΙΚΗΣ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ ΣΤΗΝ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ-ΤΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΤΗΣ «ΕΔΡΑΙΩΣΗΣ»**

Το ιδιοκτησιακό καθεστώς έχει μεγάλο αντίκτυπο στο βαθμό στον οποίο τα συμφέροντα των διευθυντών ευθυγραμμίζονται με εκείνα των

μετόχων. Ένα μεγάλο ποσοστό κατοχής μετοχών από τα στελέχη της επιχείρησης, συμβάλλει στην ευθυγράμμιση των συμφερόντων αυτών. Επομένως, η υψηλή εσωτερική ιδιοκτησία συμβάλλει θετικά στην επιχειρησιακή αποδοτικότητα (Jensen και Meckling, 1976). Ένα χαμηλότερο ποσοστό διευθυντικής ιδιοκτησίας μπορεί να οδηγήσει σε συγκρούσεις συμφερόντων και σε ενέργειες εδραίωσης (entrenchment) των διευθυντών, αλλά και στην υιοθέτηση στρατηγικών εξαγοράς (Malatesta και Walking [1988], Davis [1991], Mallete και Fowler [1992]).

Από την άλλη πλευρά, ένα μεγάλο ποσοστό διευθυντικής ιδιοκτησίας μπορεί να ενδυναμώσει τα διοικητικά στελέχη και επίσης να τα οδηγήσει σε στρατηγικές περιχαράκωσης (Demsetz [1983], Fama και Jensen [1983]). Αυτά τα δύο αντίθετα χαρακτηριστικά της διευθυντικής ιδιοκτησίας, υποδεικνύουν ότι η κατοχή μετοχών από τους διευθυντές επηρεάζει μη γραμμικά την αξία της επιχείρησης. Οι Morck και λοιποί (1988) διαπίστωσαν μια αντίστροφη σχέση με καμπύλη σε σχήμα «U» μεταξύ της διευθυντικής ιδιοκτησίας και της αξίας της επιχείρησης.

Παρομοίως, οι Fama και Jensen (1983) υποστηρίζουν ότι η αύξηση της διευθυντικής ιδιοκτησίας μπορεί να επιδρά αρνητικά στην αύξηση του πλούτου των μετόχων, γιατί οι διευθυντές μπορούν να αυξήσουν την κατοχή τους στο μετοχικό κεφάλαιο σε ένα βαθμό, ο οποίος να τους επιτρέπει να κυριαρχούν στο διοικητικό συμβούλιο και να αποτρέπουν εσωτερικούς ή εξωτερικούς μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης.

Στη σύνθεση των διοικητικών συμβουλίων, τα διοικητικά συμβούλια με πλειοψηφία εξωτερικών μη εκτελεστικών διευθυνόντων συμβούλων έχουν κίνητρο να αντιπαχθούν κατά δράσεων εδραίωσης των διευθυντών (Fama και Jensen, 1983). Ωστόσο, η δυνατότητα άσκησης ελέγχου τους θα μειωθεί, εάν ο διευθύνων σύμβουλος (CEO) είναι επίσης πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου. Αυτός ο διπλός ρόλος του διευθύνοντος συμβούλου μπορεί να οδηγήσει σε σύγκρουση συμφερόντων, εμποδίζοντας τα διοικητικά συμβούλια από την αποτελεσματική παρακολούθηση και εποπτεία των δράσεων των διευθυντικών στελεχών.

Ο δεύτερος μηχανισμός σχετίζεται με την ιδιοκτησιακή δομή. Σε πιο συγκεντρωτικές ιδιοκτησιακές δομές οι μεγάλοι επενδυτές έχουν το κίνητρο να συλλέγουν πληροφορίες, να ελέγχουν τα διευθυντικά στελέχη και να

εμποδίζουν τη χειραγώγηση της ιδιοκτησίας, μειώνοντας έτσι τα κόστη αντιπροσώπευσης (Shleifer και Vishny, 1986).

Ωστόσο, ένα δεύτερο πρόβλημα ανακύπτει καθώς οι μεγαλομέτοχοι προωθούν τα δικά τους συμφέροντα εις βάρος της μειοψηφίας των μετόχων (Shleifer και Vishny, 1997). Στην πραγματικότητα οι μέτοχοι μπορούν ακόμη και να συνεννοηθούν με τους διευθυντές, επιτρέποντας ορισμένες στρατηγικές εδραίωσης, προκειμένου να χειραγωγήσουν τους μετόχους της μειοψηφίας (Pound, 1988). Αξίζει να σημειωθεί, ότι όταν ο έλεγχος χάνεται μεταξύ πολλών μεγάλων επενδυτών, η απόφαση για τη χειραγώγηση των μετόχων της μειοψηφίας, απαιτεί τη συναίνεση ενός μεγάλου αριθμού επενδυτών, τη δημιουργία ενός «συνασπισμού», μια κατάσταση που διαλύει την εξουσία, προστατεύει τη μειοψηφία και εμποδίζει την αθέμιτη σύμπραξη με τους διευθυντές για την εδραίωσή τους. Το στοιχείο αυτό επηρεάζει θετικά την επιχειρησιακή απόδοση, αφού απαιτείται η σύμπραξη μεγάλου αριθμού μετόχων, πράγμα αρκετά δύσκολο (Bennedsen και Wolfenzon, 2000).

Τέλος, αξίζει να υπογραμμιστεί ότι η συγκέντρωση ιδιοκτησίας ως μηχανισμού εταιρικής διακυβέρνησης, είναι στενά συνδεδεμένη με τη χρηματοοικονομική διάρθρωση της επιχείρησης καθώς και με τη μερισματική της πολιτική. Στις συγκεντρωμένες ιδιοκτησιακές δομές οι μεγαλομέτοχοι μπορεί να αναγκάζουν τους διευθυντές να χρησιμοποιούν το χρέος ως χρηματοδοτικό μέσο για να αποφευχθεί η διάλυση της συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας. Επίσης, οι μεγαλομέτοχοι μπορεί να απαιτούν υψηλό ποσοστό επί των μερισμάτων (payout ratio).

Και τα δύο χρηματοδοτικά μέσα, ο δανεισμός (Berger και λοιποί, 1997) και τα μερίσματα (Farinha, 2003) - προκειμένου να περιοριστεί η διευθυντική ευχέρεια και να αποτραπεί η περιχαράκωση - μπορούν να συμπληρώσουν (Zwiebel, 1996) ή να υποκαταστήσουν (Jensen, 1986) το ένα το άλλο. Οι επιχειρήσεις μπορεί να μετριάσουν το κόστος αντιπροσώπευσης μέσω της δημιουργίας ανεξάρτητων διοικητικών συμβουλίων που θα αποφασίζουν τις προαγωγές και θα εφαρμόζουν κατάλληλα προγράμματα παροχής κινήτρων για τα διευθυντικά στελέχη.

### 2.3.2. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΕΞΩΤΕΡΙΚΩΝ ΜΕΓΑΛΟΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΗ ΜΕΙΩΣΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ

Οι εξωτερικοί μεγαλομέτοχοι (outsiders), οι οποίοι κατέχουν τουλάχιστον το 5 τοις εκατό του μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης, αλλά δεν απασχολούνται ως εκτελεστικά στελέχη ή διευθυντές, αποτελούν σημαντικό εξωτερικό μηχανισμό για τη διαχείριση των διευθυντικών στελεχών, κυρίως για τις επιχειρήσεις χωρίς ιδιαίτερη ιδιοκτησία (Shleifer και Vishny [1986], [1997]).

Οι εξωτερικοί μεγαλομέτοχοι έχουν περισσότερα κίνητρα να παρακολουθούν τις ενέργειες των διευθυντικών στελεχών απ' ό,τι οι εξωτερικοί μικρομέτοχοι, επειδή η παρακολούθηση είναι πιο αποδοτική για τους εξωτερικούς μεγαλομετόχους (Jensen και Meckling [1976], Shleifer και Vishny [1986]). Όσον αφορά τη σύνδεση μεταξύ των εξωτερικών μεγαλομετόχων και τη διαχείριση των παρακρατηθέντων κερδών, υφίστανται δύο σχετικές απόψεις.

Κατά την πρώτη, οι μικρομέτοχοι μπορούν να πουλήσουν τις μετοχές τους ταχύτερα, εάν δεν είναι ικανοποιημένοι με την απόδοση των διευθυντικών στελεχών. Η κατάσταση διαφέρει για τους εξωτερικούς μεγαλομετόχους. Η πώληση ενός μεγάλου ποσοστού μετοχών οδηγεί συχνά στη μείωση των τιμών των μετοχών. Οι εξωτερικοί μεγαλομέτοχοι γενικά πρέπει να υιοθετούν μια πιο μακροπρόθεσμη στρατηγική. Κατά συνέπεια, ο έλεγχος των διευθυντών παράγει ισχυρότερα κίνητρα γι' αυτούς από ό,τι για τους εξωτερικούς μικρομετόχους.

Σύμφωνα με τη δεύτερη, οι εξωτερικοί μέτοχοι, οι οποίοι παρακολουθούν τις ενέργειες των διευθυντών, έχουν οφέλη από τον έλεγχο μόνο κατά το ποσοστό των μετοχών που τους ανήκουν, αλλά πρέπει να αναλάβουν όλα τα έξοδα του ελέγχου τους. Ένα μεγαλύτερο ποσοστό μετοχών προσφέρει μεγαλύτερο μερίδιο στα οφέλη, τα οποία παράγονται από τον έλεγχο και κατά συνέπεια μια μεγαλύτερη πιθανότητα να καλυφθούν οι σχετικές δαπάνες. Η μελέτη των Jensen και Meckling (1976) είναι μια από τις πρώτες μελέτες, η οποία δείχνει ότι ο έλεγχος από τους μεγαλομετόχους μπορεί να αποτελέσει ένα μέσο για να μειωθούν τα κόστη αντιπροσώπευσης. Πολλές μεταγενέστερες μελέτες έχουν δείξει ότι οι εξωτερικοί μεγαλομέτοχοι

θα μπορούσαν να ελέγξουν αποτελεσματικά τη διαχείριση των επιχειρήσεων, να μειώσουν τα κόστη αντιπροσώπευσης και να συμβάλλουν με αυτόν τον τρόπο στην αύξηση της αξίας της επιχείρησης (Koch [1981], Mikkelson και Ruback [1985], Shleifer και Vishny [1986], Barclay και Holderness [1991]).

Οι Claessens, Djankov και λοιποί (2002) σε σχετική τους ερευνά στην Ανατολική Ασία αποδεικνύουν ότι η αξία της επιχείρησης αυξάνεται όταν οι ταμειακές ροές κατέχονται από τους μεγαλομετόχους. Το αποτέλεσμα αυτό είναι συνεπές με τη σχετική βιβλιογραφία, η οποία υποστηρίζει θετική σχέση μεταξύ της επιχειρησιακής απόδοσης και της κατοχής αυξημένων ταμειακών ροών από τους μεγαλομετόχους.

Από την άλλη πλευρά, όμως, αποδεικνύουν ότι υπάρχει και η αρνητική επίπτωση της «περιχαράκωσης». Συγκεκριμένα, σημειώνουν ότι τα αυξημένα δικαιώματα ελέγχου από τους μεγαλομετόχους μπορούν να οδηγήσουν σε πτώση της αξίας της επιχείρησης. Το αρνητικό αυτό αποτέλεσμα είναι ιδιαίτερα σοβαρό, όταν υφίστανται μεγάλες αποκλίσεις μεταξύ δικαιωμάτων ελέγχου και ιδιοκτησίας. Τα αποτελέσματα της έρευνάς τους δείχνουν ότι - στις περισσότερες χώρες, σήμερα - ο κίνδυνος της χειραγώγησης των μειοψηφούντων μετόχων από τους μεγαλομετόχους είναι ένα σημαντικό πρόβλημα εντολέα-εντολοδόχου. Ο βαθμός στον οποίο ορισμένες ιδιοκτησιακές δομές και δομές ελέγχου είναι συνδεδεμένες με την προστασία από την περιχαράκωση, εξαρτάται από τις ειδικές οικονομικές συνθήκες που επικρατούν σε αυτές. Στις ειδικές αυτές συνθήκες μπορεί να συγκαταλέγεται η ποιότητα των τραπεζικών συστημάτων καθώς και η νομική προστασία των μεμονωμένων μετόχων.

### 2.3.3. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΓΕΝΕΙΑΚΗΣ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ

Πλήθος μελετών εξετάζουν τα προβλήματα που συνδέονται με τον έλεγχο των οικογενειακών ιδιοκτησιακών δομών και την πιθανότητα κατάχρησης της εξουσίας από τα διευθυντικά στελέχη (Morck και λοιποί [1988], Smith και Amoako-Adu [1999], Schulze και λοιποί [2001]). Η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας και της διοίκησης στα χέρια της οικογένειας, προσφέρει μεγάλη δύναμη σε αυτήν και της επιτρέπει να λαμβάνει μέτρα που χαρακτηρίζονται επωφελή για την ίδια και επιζήμια για τη μειοψηφία.

Ως εκ τούτου, το πρωταρχικό πρόβλημα του κόστους αντιπροσώπευσης σε αυτό το περιβάλλον δεν είναι η επιδίωξη των διευθυντών να ικανοποιήσουν τους στόχους των μετόχων, αλλά μάλλον η περιχαράκωση της μειοψηφίας για την ικανοποίηση των συμφερόντων της οικογένειας (La Porta και λοιποί [1999], [2000], Anderson και Reeb [2004], Faccio και Lang [2002], Maury [2006], Villalonga και Amit [2006]). Ο ηθικός κίνδυνος (*moral hazard*), που προκύπτει από τη σύγκρουση μεταξύ της οικογενειακής ιδιοκτησίας και των εξωτερικών μετόχων, δημιουργεί ένα νέο σύνολο από κόστη αντιπροσώπευσης, συμπεριλαμβανομένου του κόστους ελέγχου και του κόστους ευκαιρίας, τα οποία μπορεί να έχουν αρνητικές επιπτώσεις στην αξία της επιχείρησης.

Οι εκποιήσεις μετοχών μέσω της πώλησής τους σε θεσμικούς επενδυτές μπορεί να αναδειχθεί για τους μειοψηφούντες μετόχους μια βιώσιμη εναλλακτική λύση για τη διασπορά της κυριότητας (Hansmann [1996], Shleifer και Vishny [1986], [1997], Stulz [1988], Grossman και Hart [1988], Harris και Raviv [1988], Bebchuck [1994], Burkart και λοιποί [1997], [1998], Maury και Pajuste [2005]). Όταν ο έλεγχος διαχέεται μεταξύ πολλών μεγάλων επενδυτών, η απόφαση να χειραγωγηθούν οι μέτοχοι της μειοψηφίας απαιτεί τη συναίνεση των επενδυτών. Οι Villalonga και Amit (2006) στη μελέτη τους σχετικά με το πώς η οικογενειακή ιδιοκτησία επηρεάζει την αξία της επιχείρησης, εξετάζουν αν οι οικογενειακές ή οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερη αποδοτικότητα. Διαπιστώνουν ότι η οικογενειακή ιδιοκτησία δημιουργεί αξία μόνο όταν συνδυάζεται με ορισμένες μορφές οικογενειακού ελέγχου και διοίκησης.

Οι μηχανισμοί αυτοί μπορεί να μειώνουν την αξία των μετόχων, με τη μείωση της αξίας να είναι ανάλογη με την υπέρβαση στα δικαιώματα ψήφου έναντι των ταμειακών ροών. Η οικογενειακή διοίκηση προσθέτει αξία, όταν ο ιδρυτής είναι και διευθύνων σύμβουλος της οικογενειακής επιχείρησης ή πρόεδρος της, αλλά ο γενικός διευθυντής (CEO) είναι εξωτερικός συνεργάτης. Αντίστοιχα, μειώνεται η αξία της επιχείρησης όταν οι διάδοχοι της οικογένειας αναλαμβάνουν τη θέση προέδρου ή διευθύνοντος συμβούλου (Villalonga και Amit, 2006).

Οι Anderson και Reeb (2003a) διαπιστώνουν ότι οι οικογενειακές ιδιοκτησιακές δομές οδηγούν σε μια ανώτερη χρηματιστηριακή και λογιστική

απόδοση και χαμηλότερο κόστος εξυπηρέτησης του χρέους σε σχέση με τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις. Οι οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν μια μοναδική ιδιοκτησιακή δομή, η οποία συμβάλλει θετικά στον έλεγχο του κόστους αντιπροσώπευσης, που προκύπτει από τη σύγκρουση ομολογιούχων-μετόχων. Ειδικότερα, η οικογενειακή ιδιοκτησιακή δομή χαρακτηρίζεται από υψηλή συγκέντρωση, ενώ τα μέλη των οικογενειακών επιχειρήσεων χαρακτηρίζονται από σχετικά χαμηλή διαφοροποίηση.

Σύμφωνα με μελέτη των Anderson και Reeb (2003a), τα μέλη της οικογενειακής επιχείρησης επενδύουν άνω του 69% του πλούτου τους στις επιχειρήσεις τους, ενώ το 45,7% των CEOs των οικογενειακών επιχειρήσεων είναι και ιδρυτές ή διάδοχοι αυτών. Επιπρόσθετα, οι εξωτερικοί μέτοχοι, οι οποίοι θα μπορούσαν να χρησιμεύσουν ως ισχυροί εξωτερικοί μηχανισμοί ελέγχου, κατέχουν συνήθως μικρό ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου των οικογενειακών επιχειρήσεων.

Αν και η μοναδική δομή των οικογενειακών επιχειρήσεων θα μπορούσε να αντισταθμίσει ορισμένα προβλήματα αντιπροσώπευσης (ειδικότερα, το πρόβλημα αντιπροσώπευσης ιδιοκτήτη-διευθυντή), οι Jensen και Meckling (1976) καθώς και οι Smith και Warner (1979), υποστηρίζουν ότι όταν η διοίκηση και τα συμφέροντα των μετόχων συνδέονται στενά, καθώς βρίσκονται σε οικογενειακές επιχειρήσεις, η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μετόχων και ομολογιούχων οδηγεί σε κερδοσκοπικές συμπεριφορές για τα διευθυντικά στελέχη, με αποτέλεσμα ο πλούτος των ομολογιούχων να μειώνεται.

#### **2.3.4. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ**

Οι επικριτές του μοντέλου εντολέα-εντολοδόχου της εταιρικής διακυβέρνησης υποστηρίζουν ότι οι μακροπρόθεσμες επενδύσεις έχουν υποτιμηθεί από τις χρηματιστηριακές αγορές, γεγονός που αποτρέπει την επένδυση σε μακροπρόθεσμα κερδοφόρα έργα (Charkham, 1994). Οι Keasey και λοιποί (1997) παρατήρησαν, σύμφωνα με το «Μυωπικό Μοντέλο Αγοράς», ότι ο στόχος των μετόχων δεν είναι συνώνυμος με τη μεγιστοποίηση της τιμής της μετοχής, επειδή η αγορά υποτιμά συστηματικά ορισμένες μακροπρόθεσμες δαπάνες και ιδιαίτερα τις επενδύσεις κεφαλαίου

αλλά και τις δαπάνες σε Έρευνα και Ανάπτυξη (R&D). Το κύριο αποτέλεσμα αυτού, είναι τα διοικητικά στελέχη να αναγκάζονται από την αγορά σε μια υπερβολική ενασχόληση με τις βραχυπρόθεσμες τιμές της μετοχής και τα βραχυπρόθεσμα κέρδη. Και αυτό προκειμένου να αποφευχθεί ο κίνδυνος των εχθρικών εξαγορών.

Η ύπαρξη σημαντικού ποσοστού θεσμικών επενδυτών μπορεί να επιβάλλει στη διοίκηση την επίτευξη βραχυπρόθεσμων στόχων προς όφελος των επενδυτών αυτών. Οι χρηματοοικονομικές αγορές και η εταιρική διακυβέρνηση, με την απειλή της πώλησης των μετοχών ή και της εξαγοράς, μπορεί να δημιουργεί πιέσεις στα διευθυντικά στελέχη για τη διατήρηση της τιμής της μετοχής και των μερισμάτων σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα (Charkham, 1994). Ωστόσο, η θετική επίδραση της θεσμικής ιδιοκτησίας δείχνει ότι αν οι εσωτερικοί μέτοχοι αγοράζουν μετοχές από ένα θεσμικό επενδυτή, η μείωση της θεσμικής ιδιοκτησίας μειώνει την επίδραση της αγοραπωλησίας στην επιχειρησιακή αξία. Σε αυτήν την περίπτωση είναι πολύ σημαντικό να διαπιστώνεται τον αν οι εσωτερικοί μέτοχοι συναλλάσσονται με θεσμικούς επενδυτές.

Οι θεσμικοί επενδυτές έχουν τους πόρους και την ικανότητα να επηρεάζουν και να εποπτεύουν τα διευθυντικά στελέχη (McConnell και Servaes [1990], Nesbitt [1994], Smith [1996], Del Guercio και Hawkins [1999]). Μερικές μάλιστα έρευνες εισάγουν τη θεσμική ιδιοκτησία, ως ένα μηχανισμό ελέγχου των προβλημάτων που προκύπτουν από τα κόστη αντιπροσώπευσης (Agrawal και Knaeber [1996], Kao και λοιποί [2004]).

Σε μελέτη τους, οι McConnell και Servaes (1990) απέδειξαν ότι η θεσμική ιδιοκτησία συσχετίζεται θετικά με την Tobin's Q της επιχείρησης. Οι Nesbitt (1994), Smith (1996), Del Guercio και Hawkins (1999) υποδεικνύουν επίσης θετική σχέση μεταξύ της θεσμικής ιδιοκτησίας και της αποδοτικότητας της επιχείρησης. Εντούτοις, οι Agrawal και Knaeber (1996), Karroff και λοιποί (1996), Duggal και Miller (1999), Faccio και Lasfer (2000) καταλήγουν σε αντίθετα αποτελέσματα.



### 2.3.5. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΘΕΣΜΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ

Εφόσον, η νομοθεσία και η εφαρμογή της ποικίλλει από χώρα σε χώρα, το ερώτημα είναι πώς οι χώρες με ανεπαρκές νομοθετικό πλαίσιο αντιμετωπίζουν τα προβλήματα που σχετίζονται με την ιδιοκτησιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Μπορούν να δημιουργούν υποκατάστατα των μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης, και να τους ενσωματώνουν στο δίκαιο ή να μην ενσωματώνουν καθόλου. Μπορεί επίσης να θεσπίζουν νομικώς δεσμευτικά πρότυπα για τη διατήρηση και τη διανομή κεφαλαίων στους επενδυτές, τα οποία να περιορίζουν τις δυνατότητες των διευθυντικών στελεχών για εδραίωση.

. Το νομοθετικό πλαίσιο εξαρτάται από τη δομή των επιχειρήσεων της εκάστοτε χώρας. Για παράδειγμα, οι χώρες με υψηλή ιδιοκτησιακή συγκέντρωση έχουν χαμηλότερο επίπεδο προστασίας των μετόχων τους. Αντιθέτως, στις χώρες με χαμηλή ιδιοκτησιακή συγκέντρωση, τα δικαιώματα της μειοψηφίας προστατεύονται αποτελεσματικότερα (La Porta και λοιποί, 1999). Οι αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) αναφέρουν ότι «όλοι οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν δικαιώματα ψήφου» και «δεν θα πρέπει να υπάρχει μέτοχος που να διατηρεί τον έλεγχο». Ο ελληνικός κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης έχει προσαρμοστεί στις συγκεκριμένες αρχές.

Ο βαθμός προστασίας των μετόχων εξαρτάται από τη νομική παράδοση κάθε χώρας (La Porta και λοιποί, 1998). Οι χώρες που ακολουθούν το εθιμικό δίκαιο χαρακτηρίζονται από αποτελεσματική προστασία των μετόχων της μειοψηφίας και αυστηρούς νόμους. Οι χώρες με παράδοση στο αστικό δίκαιο βασίζονται σε αναλυτικούς κανόνες. Η Ελλάδα κατατάσσεται στο γαλλικό αστικό δίκαιο. Οι La Porta και λοιποί (1998) υποστηρίζουν ότι μόνο στη Γαλλία το αστικό δίκαιο απαιτεί υποχρεωτικό μέρισμα, ενώ μόνο το γερμανικό αστικό δίκαιο έχει πολύ αυστηρές νομικές απαιτήσεις για όλες τις νομικές ομάδες.

Σύμφωνα με τους Barca (1995), Panetta και Zingales (1995), οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης της Ιταλίας είναι τόσο υπανάπτυκτες που επιβραδύνουν σημαντικά την άντληση ξένων κεφαλαίων. Στις λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να είναι

τελείως ανύπαρκτοι. Στη Ρωσία η αδυναμία των μηχανισμών οδηγεί στην κατοχή σημαντικού ποσοστού των περιουσιακών στοιχείων από τα διευθυντικά στελέχη και στην ανικανότητα άντλησης ξένων κεφαλαίων (Boyscko, Shleifer και Vishny 1995). Η κατανόηση της σημασίας της εταιρικής διακυβέρνησης συμβάλλει στην κατανόηση της ανάγκης βελτιώσεων στις εύρωστες οικονομίες, ενώ μπορεί να δημιουργήσει την ανάγκη για τη πραγματοποίηση μεγάλων θεσμικών αλλαγών σε αυτές.

Οι μεγαλομέτοχοι, οι οποίοι ελέγχουν τα διευθυντικά στελέχη, μπορεί να αυξάνουν το μετοχικό τους κεφάλαιο, προκειμένου να ασκούν καλύτερα τα δικαιώματα ελέγχου τους ώστε να μην χειραγωγούνται από τους διευθυντές. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα όταν υπάρχουν ορισμένοι νομικοί ή οικονομικοί λόγοι. Όπως υποστηρίζεται από τους Shleifer και Vishny (1997), η υψηλή ιδιοκτησιακή συγκέντρωση αντανακλά χαμηλή προστασία των επενδυτών. Όταν είναι ανεπαρκώς προστατευμένοι, οι μικροί επενδυτές μπορεί να είναι πρόθυμοι να αγοράσουν εταιρικά μερίδια μόνο σε τόσο χαμηλές τιμές, που τις καθιστούν μη ελκυστικές. Η εν λόγω χαμηλή ζήτηση από τη μειοψηφία των επενδυτών για εταιρικά μερίδια θα τονώσει τη συγκέντρωση της ιδιοκτησίας. Φυσικά, είναι συχνά αποτελεσματικό να υπάρχει κάποια συγκέντρωση ιδιοκτησίας, διότι οι μεγαλομέτοχοι μπορούν να ελέγχουν τα διευθυντικά στελέχη και να αυξάνουν έτσι την αξία της επιχείρησης (Shleifer και Vishny 1986). Αλλά με ελλιπή προστασία των επενδυτών, η συγκέντρωση ιδιοκτησίας γίνεται υποκατάστατο της νομικής προστασίας, επειδή μόνο οι μεγαλομέτοχοι μπορούν να προσδοκούν ότι θα λάβουν απόδοση από τις επενδύσεις τους (Porta και λοιποί, 1998).

Σύμφωνα, λοιπόν, με τα ανωτέρω, οι επιχειρήσεις με χαμηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας βρίσκονται συνήθως σε χώρες, οι οποίες προσφέρουν καλή προστασία στους επενδυτές τους, ενώ οι επιχειρήσεις με υψηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας βρίσκονται σε χώρες με μη ικανοποιητικά συστήματα προστασίας επενδυτών.

### 3. ΤΟ ΕΜΠΕΙΡΙΚΟ ΜΟΝΤΕΛΟ

Στην εμπειρική ανάλυση χρησιμοποιούνται δύο μοντέλα: το μοντέλο της επιχειρησιακής αποδοτικότητας και το μοντέλο της χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Μέσω των δύο μοντέλων εξετάζονται οι υποθέσεις του κόστους αντιπροσώπευσης καθώς και οι υποθέσεις απόδοσης-κινδύνου και άυλης εμπορικής αξίας (franchise-value hypothesis).

Και τα δύο μοντέλα είναι βασισμένα σε αυτά που έχουν δημιουργηθεί από τους Μαργαρίτη Δημήτρη και Μαρία Ψυλλάκη για την ερευνητική τους εργασία το 2009 «Capital structure, equity ownership and firm performance» για βιομηχανικές επιχειρήσεις στη Γαλλία.

#### 3.1. ΜΟΝΤΕΛΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Η συνάρτηση γραμμικής πολλαπλής παλινδρόμησης για το μοντέλο της επιχειρησιακής αποδοτικότητας δίνεται από τον κάτωθι τύπο:

$$PR_t = \alpha_0 + \alpha_1 LEV_t + \alpha_2 LEV_t^2 + \alpha_3 LOG_t + \alpha_4 LOG_t^2 + \alpha_5 TAN_t + \alpha_6 TAN_t^2 + \alpha_7 INT_t + \alpha_8 GROWTH_t + \alpha_9 OWNC_t + \alpha_{10} FAM_t + u_t \quad (1)$$

όπου,

**PR**: είναι η μέτρηση της επιχειρησιακής αποδοτικότητας,

**LEV**: ο δείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης,

**LOG**: ο φυσικός λογάριθμος των πωλήσεων,

**TAN**: ο βαθμός παγιοποίησης,

**INT**: το σύνολο των άυλων στοιχείων προς το σύνολο του ενεργητικού,

**GROWTH**: ο ρυθμός ανάπτυξης των πωλήσεων,

**OWNC**: η ιδιοκτησιακή συγκέντρωση,

**FAM**: μεταβλητή, η οποία περιλαμβάνει τις οικογενειακές επιχειρήσεις του δείγματος,

και **u** η στοχαστική παράμετρος σφάλματος.

Για την εξαρτημένη μεταβλητή, η οποία αντιπροσωπεύει την **επιχειρησιακή αποδοτικότητα (PR –firm performance)**, χρησιμοποιούνται δύο διαφορετικά μέτρα, με σκοπό να ληφθούν υπόψη τόσο στοιχεία της αγοράς όσο και λογιστικά στοιχεία:

### 1)Tobin's q:

Η Tobin's q έχει χρησιμοποιηθεί εκτενώς στην εμπειρική βιβλιογραφία και υπολογίζεται ως η αγοραία αξία της επιχείρησης προς το κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών της στοιχείων. Μια πιο πρόσφατη προσέγγιση για τον υπολογισμό της αποτελεί ο λόγος της αγοραίας αξίας προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, η οποία χρησιμοποιείται στην παρούσα διπλωματική εργασία.

Όταν η Tobin's q είναι μεγαλύτερη της μονάδας, τότε η επένδυση στα κεφάλαια της επιχείρησης θεωρείται επικερδής, αφού τα μελλοντικά οφέλη αναμένεται να υπερβαίνουν το κόστος απόκτησης των περιουσιακών στοιχείων. Όταν η Tobin's q είναι μικρότερη της μονάδας, τότε η αξία της επιχείρησης είναι μικρότερη από το κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών της στοιχείων. Η Tobin's q, η οποία απεικονίζει τις μελλοντικές ευκαιρίες ανάπτυξης της επιχείρησης, ενσωματώνει στοιχεία της αγοράς, μπορεί όμως να επηρεάζεται από τη ψυχολογία των επενδυτών.

### 1)ROA:

Η μέτρηση της αποδοτικότητας μέσω του δείκτη απόδοσης ενεργητικού (return on assets -ROA), επιλέχθηκε γιατί αποτελεί μια σημαντική και ευρέως αποδεκτή μέτρηση της αποδοτικότητας. Πλήθος ερευνητών έχουν χρησιμοποιήσει αυτό το δείκτη ως μέτρο της επιχειρησιακής απόδοσης (Demsetz και Lehn [1985], Habib και Victor [1991], Gorton και Rosen [1995], Mehran [1995], Ang, Cole και Line [2000], Margaritis και Psillaki [2006], Rao και λοιποί [2007]). Ο δείκτης απόδοσης ενεργητικού υπολογίζεται ως το καθαρό αποτέλεσμα μετά φόρων (profit after tax) προς το σύνολο του ενεργητικού (total assets) και βασίζεται αποκλειστικά σε λογιστικά στοιχεία.

Η ανεξάρτητη μεταβλητή **LEV** (leverage) αντιπροσωπεύει το δείκτη **χρηματοοικονομικής μόχλευσης** της επιχείρησης και ισούται με το σύνολο των ξένων κεφαλαίων (debt) προς σύνολο του ενεργητικού. Βάσει της υπόθεσης για τα κόστη αντιπροσώπευσης H1, η επίδραση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης στην επιχειρησιακή απόδοση αναμένεται να είναι θετική. Όμως, σύμφωνα με τους Myers (1977), Stulz (1988, 1990), η υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση μπορεί να έχει αρνητική επίδραση στην απόδοση, πράγμα που συμφωνεί με την υπόθεση H1α. Οι McConnell και Servaes (1990) απέδειξαν ότι στις χαμηλής ανάπτυξης επιχειρήσεις, η σχέση μεταξύ επιχειρησιακής αξίας και μόχλευσης είναι αρνητική και στατιστικά σημαντική, ενώ στις επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης η σχέση είναι αρνητική αλλά μη στατιστικά σημαντική.

Για τη μεταβολή της επίδρασης από θετική σε αρνητική στις περιπτώσεις της υψηλής χρηματοοικονομικής μόχλευσης, στη συνάρτηση (1) η μεταβλητή LEV υφίσταται και στο τετράγωνο. Η μόχλευση θα έχει αρνητική επίδραση στην αποδοτικότητα, όταν η τιμή της LEV θα ισούται μικρότερη του  $-a_1/2a_2$ . Μια επαρκής συνθήκη για τη διατήρηση του αντίστροφου σχήματος «U» στη σχέση μεταξύ μόχλευσης και αποδοτικότητας, είναι ο συντελεστής  $a_2$  να εκτιμηθεί αρνητικός ( $a_2 < 0$ ) (Dimitri Margariti και Maria Psillaki [2009]).

Στη συνέχεια, παρουσιάζονται οι υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές, οι οποίες μπορεί να επηρεάσουν την επιχειρησιακή απόδοση και απεικονίζουν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων.

Το **μέγεθος (log)** της επιχείρησης υπολογίζεται από το φυσικό λογάριθμο του ετήσιου κύκλου εργασιών της. Η σχέση μεταξύ του μεγέθους της επιχείρησης και της αποδοτικότητας αναμένεται να είναι θετική, αφού οι μεγάλες επιχειρήσεις διοικούνται πιο αποδοτικά, είναι περισσότερο διαφοροποιημένες, χρησιμοποιούν καλύτερα την τεχνολογία και μπορούν να επενδύουν περισσότερο στην έρευνα και ανάπτυξη (R&D). Οι μεγάλες επιχειρήσεις αναμένεται να είναι πιο αποδοτικές, δεδομένου ότι μπορούν να αξιοποιούν τις οικονομίες κλίμακας, να απασχολούν έμπειρα διοικητικά στελέχη και να τυποποιούν τις διαδικασίες, οι οποίες μπορεί να τις οδηγήσουν σε καλύτερη απόδοση (Himmelberg και λοιποί, 1999).

Από την άλλη πλευρά, όμως, οι μικρές επιχειρήσεις μπορεί να είναι πιο αποτελεσματικές, λόγω της απώλειας ελέγχου από τα ανώτερα διοικητικά

στελέχη στην περίπτωση των μεγάλων επιχειρήσεων (Himmelberg και λοιποί [1999], Sarkar [2000]). Γενικά μόνο οι δραστηριότητες της επιχείρησης με ένα ή λίγα επίπεδα ιεραρχίας μπορούν να ελεγχθούν μέσω της άμεσης εποπτείας. Καθώς οι επιχειρήσεις μεγαλώνουν, δημιουργούνται πολυεπίπεδες ιεραρχικές δομές και η εξουσία συχνά μεταβιβάζεται σε τρίτα πρόσωπα την εποπτεία της επιχείρησης (Abdel και Khalik, 1993). Οι πολυεπίπεδες ιεραρχικές δομές μπορεί να προκαλέσουν απώλεια του ελέγχου και να αυξήσουν τα κόστη αντιπροσώπευσης (Williamson [1967], Williamson και Ouchi [1981]). Οι Lang και Stulz (1994) αναφέρουν ότι η αξία της επιχείρησης μειώνεται όσο η επιχείρηση μεγαλώνει και γίνεται πιο διαφοροποιημένη.

Επειδή, λοιπόν, το μέγεθος της επιχείρησης μπορεί να επιδρά τόσο θετικά, όσο και αρνητικά στην επιχειρησιακή απόδοση, ο παράγοντας θα εμφανίζεται και στο τετράγωνο στην εξίσωση (1), όπως ακριβώς είχε αποτυπωθεί και από τους Himmelberg και άλλους(1999).

Η **παγιοποίηση (tangibility - TAN)** υπολογίζεται ως ο λόγος των πάγιων στοιχείων του ενεργητικού προς το σύνολο του ενεργητικού της επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων στο σύνολο του ενεργητικού, τόσο μεγαλύτερη είναι η εξασφάλιση (collateral) για τους πιστωτές και τόσο μικρότερη η αναμενόμενη ζημία σε περίπτωση πτώχευσης. Οι εξασφαλίσεις μετριάζουν τα κόστη αντιπροσώπευσης για την επιχείρηση (Himmelberg και λοιποί, 1999). Όμως, επειδή η πολύ υψηλή παγιοποίηση μπορεί να επιδρά αρνητικά στην αποδοτικότητα, ο δείκτης παγιοποίησης αποτυπώνεται στο προτεινόμενο μοντέλο και στο τετράγωνο (βάσει των Himmelberg και λοιπών, 1999).

Ο δείκτης άυλων στοιχείων του ενεργητικού (**intangibility - INT**) υπολογίζεται ως ο λόγος των άυλων περιουσιακών στοιχείων προς το σύνολο του ενεργητικού και αποτελεί δείκτη των μελλοντικών ευκαιριών ανάπτυξης της επιχείρησης (Titman και Wessels, 1988). Οι επιχειρήσεις με υψηλό δείκτη άυλων στοιχείων, για να δώσουν θετικά μηνύματα στην αγορά, θα πρέπει να έχουν υψηλές αποδόσεις μερισμάτων (payout ratio). Σύμφωνα με τους Myers και Majluf (1984), οι επιχειρήσεις επιλέγουν πηγές χρηματοδότησης, οι οποίες απαιτούν χαμηλότερα επίπεδα αποκάλυψης πληροφοριών. Καθώς, οι επιχειρήσεις με πολλά άυλα περιουσιακά στοιχεία χαρακτηρίζονται από υψηλό ποσοστό ασύμμετρης πληροφόρησης, δείχνουν χαμηλές πληρωμές

μερισμάτων, προκειμένου να μετριάσουν το πρόβλημα της υπο-επένδυσης. Ως εκ τούτου, δεδομένου ότι τα διοικητικά στελέχη αυτών των εταιριών έχουν καλύτερη γνώση από τους εξωτερικούς μετόχους σχετικά με τις δραστηριότητες της επιχείρησης, μπορούν να χρησιμοποιήσουν αυτές τις πληροφορίες ασύμμετρα (Grinblatt και Titman, 1997).

Κανονικά, θα αναμέναμε μια αρνητική σχέση μεταξύ των άυλων περιουσιακών στοιχείων και της πιθανότητας πτώχευσης. Ωστόσο, το πρόβλημα της υπο-επένδυσης (*underinvestment problem*) γίνεται εντονότερο στις εταιρίες με υψηλές ευκαιρίες ανάπτυξης. Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία είναι πιο πιθανό να υποστούν ζημιά κατά τη διάρκεια μιας χρηματοοικονομικής δυσπραγίας (Myers, 1977). Επομένως, σε ορισμένες περιπτώσεις υφίσταται θετική σχέση μεταξύ των άυλων περιουσιακών στοιχείων και της πιθανότητας πτώχευσης, ιδιαίτερα όταν η επιχείρηση αναλαμβάνει επικίνδυνα επενδυτικά έργα σε σχέση με το μέγεθός της (Myers, 1977).

Εκτός από το δείκτη άυλων περιουσιακών στοιχείων προς το σύνολο του ενεργητικού, μια μεταβλητή η οποία μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τη μέτρηση των μελλοντικών επενδυτικών ευκαιριών, είναι ο ρυθμός ανάπτυξης των πωλήσεων (**GROWTH-sales growth**), η οποία αναμένεται να έχει θετική επίδραση στην επιχειρησιακή απόδοση (Claessens κ.ά. [2002], Maury [2006], King και Santor [2008]).

Η μεταβλητή της ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης (**OWNC - ownership concentration**) υπολογίζεται ως το ποσοστό των μετοχών που κατέχονται από τους μεγαλομετόχους, δηλαδή από μετόχους οι οποίοι κατέχουν άνω του 25% του μετοχικού κεφαλαίου. Οι Morck και λοιποί (1988) χρησιμοποίησαν ένα γραμμικό μοντέλο, μέσω του οποίου απέδειξαν ότι υπάρχει σημαντική σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης και αγοραίας αξίας. Οι μεγάλοι ιδιοκτήτες είναι ίσως πιο ικανοί στην εποπτεία και παρακολούθηση των διευθυντικών στελεχών, καθώς και στην ευθυγράμμιση των στόχων. Ως εκ τούτου, η ιδιοκτησιακή συγκέντρωση αναμένεται να έχει θετική επίδραση στην επιχειρησιακή απόδοση, όταν οι μεγαλοϊδιοκτήτες αναλαμβάνουν αυτό τον εποπτικό ρόλο (Jensen και Meckling [1976], Shleifer και Vishny [1986], Jiraporn και Gleason [2007]).

Μπορεί, όμως, η ιδιοκτησιακή συγκέντρωση να επιδρά και αρνητικά στην επιχειρησιακή απόδοση, όταν το μεγαλύτερο ποσοστό των μετοχών κατέχεται από τους ιδιοκτήτες. Όταν η ιδιοκτησιακή συγκέντρωση αυξάνεται, η επιχειρησιακή ισχύ κάθε ιδιοκτήτη μειώνεται. Λόγω της μείωσης ρευστότητας της αγοράς ή της μείωσης των ευκαιριών διαφοροποίησης αυξάνεται το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης (Fama και Jensen 1983). Αντίθετα, όταν τα διοικητικά στελέχη κατέχουν ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου, προκειμένου να αυξήσουν το επίπεδο κερδών τους και να προστατεύσουν το δικό τους εισόδημα, θα επιδιώκουν περισσότερες ευκαιρίες διαφοροποίησης (Fama [1980], Fama και Jensen [1983], Davis, Schoorman και Donaldson [1997]).

Τελείως διαφορετική άποψη για την επίδραση της ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης στην αξία της επιχείρησης φαίνεται να έχει ο Demetz (1983). Υποστηρίζει ότι η ιδιοκτησιακή δομή είναι το ενδογενές αποτέλεσμα αποφάσεων μεγιστοποίησης κέρδους, στο οποίο διάφορα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα από πλευράς κόστους ισορροπούν και οδηγούν στην οργανωσιακή ισορροπία. Ως εκ τούτου, θεωρεί ότι δεν υφίσταται κάποια σχέση μεταξύ του ιδιοκτησιακού καθεστώτος και της αποδοτικότητας της επιχείρησης. Οι εμπειρικές μελέτες των Demsetz και Lehn (1985), Himmelberg και λοιπών (1999), καθώς και των Demsetz και Villalonga (2001) συμφωνούν με αυτή την άποψη.

Οι περισσότεροι ερευνητές προβλέπουν ότι οι επιχειρήσεις, στις οποίες ο ιδιοκτήτης είναι και διευθυντικό στέλεχος, έχουν είτε μηδενικό είτε ασήμαντο κόστος αντιπροσώπευσης (Jensen & Meckling [1976], Fama & Jensen [1983], Ang, Cole & Lin [2000]). Τη θεωρία αυτή συνήθως την επεκτείνουν στις **οικογενειακές επιχειρήσεις (fam)**, των οποίων τα μέλη της οικογένειας διάκινται αλτρουιστικά το ένα προς το άλλο (Stewart, 2003). Αφού σε αυτές τις επιχειρήσεις υπάρχουν ασήμαντα ή μηδενικά κόστη αντιπροσώπευσης, θεωρείται ότι υπάρχει θετική επίδραση της ιδιοκτησίας στην επιχειρησιακή απόδοση (Morck και λοιποί [1988], Anderson και Reeb [2003α], Villalonga και Amit [2006]).

Ο αλτρουισμός θα μπορούσε να μετριάσει ορισμένα κόστη αντιπροσώπευσης αλλά θα μπορούσε να οδηγήσει επίσης σε άλλα κόστη (Wu, 2001). Τέτοια κόστη δημιουργούνται όταν τα μέλη της οικογένειας παρασιτούν σε βάρος της επιχείρησης, με την εδραίωση αναποτελεσματικών



διευθυντικών στελεχών στα ανώτερα κλιμάκια της (Morck και λοιποί [1988], Morck & Yeung [2003]). Ο αλτρουισμός μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα στις οικογενειακές επιχειρήσεις, επειδή στις οικογενειακές σχέσεις είναι πιο δύσκολο να επιλυθούν ορισμένα είδη συγκρούσεων και να περιοριστούν αντιπαραγωγικές συμπεριφορές (Schulze και λοιποί [2001], Schulze, Lubatkin & Dino [2003]). Σε αυτές τις περιπτώσεις, μια καλή πρακτική θα ήταν η πρόσληψη έμπειρων διευθυντικών στελεχών για την αποτελεσματική διοίκηση των οικογενειακών επιχειρήσεων. Σημειώνεται ότι, οι επιχειρήσεις στις οποίες η «οικογένεια» κατέχει άνω του 50% του μετοχικού κεφαλαίου κωδικοποιούνται στο μοντέλο μας με την τιμή 1 και οι υπόλοιπες επιχειρήσεις με την τιμή 0.

### 3.2. ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ

Η εξίσωση της κεφαλαιακής διάρθρωσης μετράει πώς η αποδοτικότητα επιδρά στη χρηματοοικονομική μόχλευση της επιχείρησης. Λαμβάνει όμως υπόψη και ένα πλήθος άλλων παραγόντων που σχετίζονται με αυτή. Οι Harris και Raviv (1991) για παράδειγμα, διαπιστώνουν ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση συσχετίζεται θετικά με άλλους παράγοντες όπως το μέγεθος της επιχείρησης, η παγιοποίηση του ενεργητικού της και οι ευκαιρίες ανάπτυξης, αλλά συσχετίζεται αρνητικά με τον κίνδυνο πτώχευσης και την κερδοφορία της επιχείρησης.

Για την απεικόνιση του μοντέλου της κεφαλαιακής διάρθρωσης χρησιμοποιείται η κάτωθι εξίσωση:

$$LEV_t = \beta_0 + \beta_1 PR_t + \beta_2 LOG_t + \beta_3 LOG_t^2 + \beta_4 TAN_t + \beta_5 TAN_t^2 + \beta_6 INT_t + \beta_7 GROWTH_t + \beta_8 OWNC_t + \beta_9 FAM_t + e_t \quad (2)$$

Όπου,

**LEV**: ο δείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης,

**PR**: η μέτρηση της επιχειρησιακής αποδοτικότητας,

**LOG**: ο φυσικός λογάριθμος των πωλήσεων,

**TAN**: ο βαθμός παγιοποίησης,

**INT**: το σύνολο των άυλων στοιχείων προς το σύνολο του ενεργητικού,

**GROWTH**: ο ρυθμός ανάπτυξης των πωλήσεων,

**OWNC**: η ιδιοκτησιακή συγκέντρωση,

**FAM**: μεταβλητή (dummy variable), η οποία περιλαμβάνει τις οικογενειακές επιχειρήσεις του δείγματος,

και **e** η στοχαστική παράμετρος σφάλματος.

Αναφορικά με την **αποδοτικότητα (PR)**, και σε αυτό το μοντέλο χρησιμοποιούνται τα δύο μέτρα αποδοτικότητας, Tobin's Q και ROA. Από την μία πλευρά, σύμφωνα με την υπόθεση της Αποδοτικότητας-Κινδύνου (H2: performance-risk hypothesis), οι αποδοτικές επιχειρήσεις εμφανίζουν υψηλούς δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Κατά συνέπεια, η

αποδοτικότητα αναμένεται να έχει θετική επίδραση στη μόχλευση, και το  $\beta_1$  να λαμβάνει θετικές τιμές ( $\beta_1 > 0$ ) (Dimitri Margariti και Maria Psillaki [2009]).

Από την άλλη πλευρά, όμως, σύμφωνα με την υπόθεση της άυλης εμπορικής αξίας (Franchise – Value Hypothesis, H2α), οι αποδοτικές επιχειρήσεις επιλέγουν χαμηλότερους δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης, λόγω της πιθανότητας η υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση να οδηγήσει στην απώλεια της εμπορικής τους αξία. Επομένως, σύμφωνα με αυτήν την υπόθεση η μόχλευση έχει αρνητική επίδραση και το  $\beta_1$  λαμβάνει αρνητικές τιμές ( $\beta_1 < 0$ ). Με βάση τα ανωτέρω, διαπιστώνεται ότι στην ανάλυσή μας υπάρχουν δύο υποθέσεις-θεωρίες συνθηκών (Dimitris Margaritis και Maria Psillaki [2009]).

Σύμφωνα και με τον Myers (2001) δεν υφίσταται μια καθολική θεωρία για την επιλογή χρηματοδότησης ιδίων ή ξένων κεφαλαίων, αλλά υπάρχουν κάποιες θεωρίες συνθηκών (conditional theories). Για παράδειγμα, υπάρχει η θεωρία της ιεραρχίας (pecking order theory), σύμφωνα με την οποία η επιχείρηση θα προτιμήσει την άντληση δανειακών κεφαλαίων από την έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου, όταν οι ταμειακές της ροές δεν επαρκούν για τη χρηματοδότηση των κεφαλαιακών της δαπανών. Υπάρχει επίσης η θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών (free cash flow theory), η οποία υποστηρίζει ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση θα αυξήσει την επιχειρησιακή αξία, όταν οι λειτουργικές ταμειακές ροές της επιχείρησης υπερβαίνουν σημαντικά τις κερδοφόρες επενδυτικές ευκαιρίες, ανεξάρτητα του κινδύνου πτώχευσης.

Όπως και στο μοντέλο της επιχειρησιακής αποδοτικότητας (firm performance model), οι υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές απεικονίζουν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της επιχείρησης, τα οποία επηρεάζουν τις επιλογές χρηματοδότησής της και είναι τα ίδια με εκείνα τα οποία έχουν αναφερθεί στο πρώτο μοντέλο. Πολλές μελέτες υποστηρίζουν (Gupta [1969], Bates [1971], Titman και Wessels [1988], Ang [1991], Petersen και Rajan [1995], Chittenden και λοιποί [1996]) ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση είναι συνάρτηση ορισμένων χαρακτηριστικών της επιχείρησης όπως, το μέγεθός της, ο ρυθμός ανάπτυξής της και η δομή του ενεργητικού της.

Η επίδραση του **μεγέθους (log)** της επιχείρησης στη χρηματοοικονομική μόχλευση είναι αμφιλεγόμενη από θεωρητικής άποψης. Μερικοί ερευνητές υποστηρίζουν ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ του

μεγέθους και της μόχλευσης (Booth και λοιποί [2001], Rajan και Zingales [1995]) ενώ άλλοι καταλήγουν σε αρνητική σχέση (Titman και Wessels, 1988).

Οι Friend και Lang (1988) καθώς και ο Marsh (1982), όπως και οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες, προτείνουν θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους της επιχείρησης και της χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Οι μεγάλες επιχειρήσεις τείνουν να έχουν υψηλούς δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης επειδή: είναι πιο διαφανείς, έχουν χαμηλότερη μεταβλητότητα ενεργητικού, είναι πιο διαφοροποιημένες, μπορούν να προχωρούν σε μεγάλες εκδόσεις χρέους και έχουν μικρότερη πιθανότητα χρεοκοπίας. Αντιθέτως, οι μικρές επιχειρήσεις επιβαρύνονται με υψηλότερα κόστη εκδόσεως ομολογιών ή ιδίων κεφαλαίων, επειδή υπόκεινται σε σοβαρά προβλήματα ασυμμετρίας πληροφόρησης και λόγω της μεταβλητότητας των ταμειακών τους ροών, έχουν μικρότερη πρόσβαση σε ξένα κεφάλαια από ό,τι οι μεγάλες επιχειρήσεις. Επιπλέον, το κόστος της πτώχευσης είναι ιδιαίτερα υψηλό σε αυτές τις επιχειρήσεις, επειδή ένα μεγάλο μέρος της αξίας τους προέρχεται από τις επιλογές ανάπτυξης, των οποίων η αξία υποβαθμίζεται αμέσως αν η επιχείρηση υποστεί μία χρηματοοικονομική κρίση.

Όσον αφορά την **παγιοποίηση (TAN-tangibility)**, άλλοι ερευνητές υποστηρίζουν ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ παγιοποίησης και μόχλευσης (Wiwattanakantang, 1999) και άλλοι υποστηρίζουν ότι υπάρχει αρνητική σχέση (Booth και λοιποί, 2001). Ο βαθμός παγιοποίησης και η χρηματοοικονομική μόχλευση πρέπει να συσχετίζονται θετικά, επειδή τα πάγια περιουσιακά στοιχεία μπορεί να χρησιμοποιηθούν ως εξασφάλιση για την ανάληψη δανειακών κεφαλαίων. Σύμφωνα με τους Jensen και Meckling (1976), όταν μια επιχείρηση δανίζεται άνευ εξασφαλίσεων, τα κόστη αντιπροσώπευσης του δανεισμού αυξάνονται λόγω της πιθανότητας, οι δανειστές να μην εισπράξουν τις απαιτήσεις τους από τους δανειζόμενους (ηθικός κίνδυνος - moral hazzard). Για το λόγο αυτό, οι δανειστές θα απαιτούν ευνοϊκότερους όρους (π.χ. υψηλότερο επιτόκιο δανεισμού) και οι επιχειρήσεις θα επιλέγουν για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους, ίδια κεφάλαια έναντι ξένων. Επίσης, θα μπορούν να χρησιμοποιούν τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης για το δανεισμό τους, αυξάνοντας με αυτόν τον τρόπο τη χρηματοοικονομική μόχλευση (Titman και Wessels [1988], Rajan και Zingales [1995]). Όμως, η ανεξάρτητη αυτή μεταβλητή εμφανίζεται στην

εξίσωση και στο τετράγωνο, υπονοώντας μια μη γραμμική σχέση. Σε πολύ υψηλά ποσοστά παγιοποίησης, η σχέση μεταξύ αυτής και της μόχλευσης αναμένεται αρνητική.

Ο δείκτης άυλων στοιχείων του ενεργητικού (**INT-intangibility**) υπολογίζεται από το λόγο των άυλων περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης προς το σύνολο του ενεργητικού. Η θεωρία αντιστάθμισης (trade-off theory) υποδεικνύει αρνητική σχέση μεταξύ των άυλων στοιχείων του ενεργητικού και της χρηματοοικονομικής μόχλευσης (Castanias, 1983), γιατί τα άυλα περιουσιακά στοιχεία χάνουν την αξία τους σε περίπτωση πτώχευσης (Myers, 1984). Δεδομένου ότι ο βαθμός ρευστοποίησης των περιουσιακών στοιχείων είναι καθοριστικός παράγοντας του κόστους πτώχευσης (Shleifer και Vishny, 1992) και η αξία των περισσότερων άυλων περιουσιακών στοιχείων εξαρτάται από την ύπαρξη της επιχείρησης (Myers, 1977), το κόστος πτώχευσης θα είναι σημαντικότερο σε εταιρείες με υψηλά άυλα περιουσιακά στοιχεία και επομένως αυτές οι επιχειρήσεις θα εμφανίζουν χαμηλή δανειακή επιβάρυνση. Αντίθετα, σύμφωνα με τη θεωρία της ιεραρχίας (pecking order theory), αφού αυτά τα περιουσιακά στοιχεία σχετίζονται με την ασυμμετρία πληροφόρησης, η επιχείρηση θα χαρακτηρίζεται από υψηλά επίπεδα δανεισμού.

Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης υποδεικνύουν επίσης τις ευκαιρίες ανάπτυξής της, ενώ μπορεί να χρησιμοποιηθούν ως εξασφάλιση για την άντληση δανειακών κεφαλαίων (collateral). Ωστόσο, οι περισσότερες μελέτες προτείνουν μια αρνητική σχέση μεταξύ ανάπτυξης και χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Όπως υποστηρίζουν οι Myers και Majluf (1984), όταν οι επιχειρήσεις αναμένουν υψηλό βαθμό ανάπτυξης στο μέλλον, θα επιλέγουν για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους τη χρήση ιδίων έναντι ξένων κεφαλαίων.

Ένας άλλος παράγοντας, ο οποίος μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την απεικόνιση των μελλοντικών ευκαιριών ανάπτυξης, είναι ο ρυθμός ανάπτυξης των πωλήσεων (**GROWTH-sales growth**). Όταν οι επιχειρήσεις έχουν υψηλές ευκαιρίες ανάπτυξης, επενδύουν λιγότερο και ως αποτέλεσμα αυτού εκμαιεύουν πλούτο από τους μετόχους (Titman και Wessels, 1988).

Ο Myers (1977) υποστηρίζει σε μελέτη του, ότι οι επιχειρήσεις με σημαντικές ευκαιρίες ανάπτυξης δε θα προχωρήσουν στην έκδοση

επικίνδυνου χρέους, ούτε θα χρηματοδοτούν την επιχείρηση με επικίνδυνα δανειακά κεφάλαια. Η χρηματοδότηση με δανειακά κεφάλαια υψηλού ρίσκου θα έχει ως αποτέλεσμα την απώλεια σημαντικών επενδυτικών ευκαιριών, οι οποίες θα μπορούσαν να έχουν θετική καθαρή συνεισφορά στην αγοραία αξία της επιχείρησης. Επιπρόσθετα, ο Myers υπογραμμίζει ότι οι δανειστές δε λαμβάνουν εμπράγματα εξασφαλίσεις μέσω των ευκαιριών ανάπτυξης. Ως αποτέλεσμα αυτού, οι επιχειρήσεις επιλέγουν ίδια κεφάλαια έναντι της άντλησης δανειακών κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση της ανάπτυξής τους. Εξαίρεση όμως αποτελούν, οι περιπτώσεις των πραγματικών ευκαιριών ανάπτυξης, οι οποίες είναι αντικειμενικά αναγνωρίσιμες και σχετικά μακράς διάρκειας ζωής (π.χ. διπλώματα ευρεσιτεχνίας, εμπορικά σήματα, franchises).

Σύμφωνα με τον Jensen (1986), στις περιπτώσεις χαμηλών ευκαιριών ανάπτυξης τα κόστη των ελεύθερων ταμειακών ροών αυξάνονται και για το λόγο αυτό θα πρέπει να αυξάνεται ο δανεισμός της επιχείρησης. Με αυτόν τον τρόπο, η πιθανότητα υπερεπένδυσης (overinvestment), δηλαδή η χρήση των ελεύθερων ταμειακών ροών σε επενδύσεις με αρνητική καθαρή παρούσα αξία από τα διευθυντικά στελέχη μειώνεται, καθώς οι επιχειρήσεις δεσμεύονται να χρησιμοποιούν μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές για την αποπληρωμή των δανειστών τους. Ως εκ τούτου, υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ των ευκαιριών ανάπτυξης και του βαθμού δανειακής επιβάρυνσης της επιχείρησης.

Οι Dasgupta και Sengupta (2002) παρατηρούν ότι οι επιχειρήσεις με μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες τείνουν να επενδύουν περισσότερο, διατηρώντας όμως χαμηλή χρηματοοικονομική μόχλευση. Και αυτό, προκειμένου να μειώσουν τους περιορισμούς στην άντληση δανειακών κεφαλαίων στο μέλλον, καθώς και τους κινδύνους για οικονομική επιβράδυνση ή μειωμένη ρευστότητα. Οι επιχειρήσεις αυτές, προκειμένου να προστατευθούν από μελλοντικούς περιορισμούς, χρησιμοποιούν ίδια κεφάλαια.

Η **ιδιοκτησιακή συγκέντρωση (OWNC)** μπορεί να έχει θετική ή αρνητική επίπτωση στη χρηματοοικονομική μόχλευση της επιχείρησης. Όταν τα δικαιώματα των μετόχων δεν είναι ισχυρά σε μια επιχείρηση, τότε αναμένεται να εμφανίσει υψηλή δανειακή επιβάρυνση (Jirapon και Gleason 2007).

Από την άλλη πλευρά, οι διαφοροποιημένοι μέτοχοι έχουν κίνητρο να εκμαιεύσουν πλούτο από τους ομολογιούχους, επενδύοντας σε επικίνδυνες στρατηγικές (Jensen και Meckling, 1976). Σε αυτήν την περίπτωση οι ομολογιούχοι θα απαιτούν υψηλότερη απόδοση. Όταν η χρηματοοικονομική μόχλευση είναι υψηλή, τότε ο κίνδυνος πτώχευσης αυξάνεται. Όταν θα αυξάνεται η εσωτερική ιδιοκτησία, οι μέτοχοι θα πιέζουν για μείωση των δανειακών κεφαλαίων, με σκοπό τη μείωση του κινδύνου πτώχευσης (Friend και Lang, 1988).

Οι επιχειρήσεις **οικογενειακής ιδιοκτησιακής δομής (fam)** λόγω των μακροπρόθεσμων δεσμεύσεών τους προς την επιχείρηση, δηλαδή λόγω της επιθυμίας τους να περάσουν τις επιχειρήσεις τους στους απογόνους τους, αλλά και τις ανησυχίες τους για τη φήμη της οικογένειας, έχουν ισχυρά κίνητρα να μετριάσουν τα κόστη αντιπροσώπευσης με δανεισμό, σε σύγκριση με τις μη οικογενειακές ιδιοκτησιακές δομές (Anderson και λοιποί, 2003). Ως αποτέλεσμα αυτού, εμφανίζουν υψηλούς δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

## 4. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Σε αυτή την ενότητα εξετάζεται εμπειρικά η σχέση μεταξύ κεφαλαιακής διάρθρωσης και επιχειρησιακής αποδοτικότητας καθώς και η αντίστροφη αιτιώδης σχέση τους.

### 4.1. ΣΥΛΛΟΓΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

Για την ανάλυση έχουν συλλεχθεί δεδομένα από το έτος 2007 έως το έτος 2009 (από την Thomson Datastream). Οι παρατηρήσεις της δειγματοληψίας είναι ετήσιες. Οι επιχειρήσεις του δείγματος είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (εταιρείες του Γενικού Δείκτη). Το δείγμα περιλαμβάνει ελληνικές επιχειρήσεις από δύο κλάδους: έναν παραδοσιακό και ώριμο κλάδο, τον κλάδο ένδυσης-κλωστοϋφαντουργίας και έναν κλάδο υψηλής ανάπτυξης από επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στις νέες τεχνολογίες. Στον Πίνακα 3, υπάρχει επίσης ένα τυχαίο δείγμα από επιχειρήσεις του Γενικού Δείκτη για τη διενέργεια συγκρίσεων με τους δύο εξεταζόμενους κλάδους. Από το τυχαίο δείγμα έχουν εξαιρεθεί οι τράπεζες, γιατί ενσωματώνουν διαφορετικά χαρακτηριστικά παθητικού και ενεργητικού. Για την επεξεργασία και μοντελοποίηση των δεδομένων χρησιμοποιείται το στατιστικό-λογισμικό μοντέλο Eviews.

### 4.2 ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

#### 4.2.1. ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΩΝ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΩΝ

Οι Πίνακες 1, 2 και 3 περιλαμβάνουν τα στατιστικά περιγραφικά μέτρα (descriptive statistics) των επιχειρήσεων του δείγματος για το έτος 2007, τα οποία έχουν προκύψει από την επεξεργασία των δεδομένων στο στατιστικό λογισμικό μοντέλο Eviews. Έχει επιλεγεί το έτος 2007, προκειμένου να απομονωθούν στοιχεία, τα οποία έχουν επηρεάσει τις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων λόγω της τρέχουσας οικονομικής κρίσης.



➤ ΚΛΑΔΟΣ ΕΝΔΥΣΗΣ:

Ο κλάδος της ένδυσης περιλαμβάνει συνολικό δείγμα από 14 επιχειρήσεις (Πίνακας 1). Χαρακτηρίζεται ως κλάδος εντάσεως εργασίας αλλά και ως ώριμος-παραδοσιακός κλάδος, αφού ο ρυθμός ανάπτυξης κυμαίνεται σε πολύ χαμηλά επίπεδα (12% έναντι 63% του κλάδου της υψηλής ανάπτυξης).

Σύμφωνα με τον Holl (1975), οι επιχειρήσεις χαμηλού ρυθμού ανάπτυξης εμφανίζουν υψηλή **ιδιοκτησιακή συγκέντρωση**, επειδή χαρακτηρίζονται από χαμηλή ανάληψη κινδύνου. Οι επιχειρήσεις του ώριμου κλάδου της ένδυσης ακολουθούν πιο συντηρητικές, χαμηλού κινδύνου στρατηγικές. Ως αποτέλεσμα αυτού, οι μέτοχοί τους θα επιδιώκουν την αύξηση της συμμετοχής τους στο μετοχικό κεφάλαιο λόγω της χαμηλής πιθανότητας απώλειας της επένδυσής τους. Όπως παρατηρείται και από τα αποτελέσματα της έρευνας, οι επιχειρήσεις του κλάδου εμφανίζουν το υψηλότερο ποσοστό μετόχων που κατέχουν άνω του 50% του μετοχικού κεφαλαίου (ήτοι 36% έναντι 25% του άλλου εξεταζόμενου κλάδου).

Επιπρόσθετα, σύμφωνα με τους Tagiuri και Davis (1992), οι **οικογενειακές επιχειρήσεις** επιλέγουν χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, προκειμένου να προστατεύσουν την οικογενειακή τους περιουσία και φήμη. Από τα εμπειρικά στοιχεία διαπιστώνεται ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις καταλαμβάνουν μεγαλύτερο ποσοστό επί του συνόλου στον ώριμο κλάδο συγκριτικά με τον κλάδο της υψηλής ανάπτυξης (29% έναντι 21% του άλλου κλάδου).

Στο στάδιο της ωρίμανσης η **αποδοτικότητα** των επιχειρήσεων τείνει να μειώνεται. Από τα εμπειρικά στοιχεία διαπιστώνεται ότι η επιχειρησιακή αποδοτικότητα του ώριμου κλάδου, είναι χαμηλότερη από αυτή του κλάδου της πληροφορικής. Συγκεκριμένα, η μέση Tobin's Q του δείγματος διαμορφώνεται σε επίπεδα μικρότερα του 1 (0,81 μέσος και 0,51 διάμεσος). Αυτό υποδεικνύει ότι η αξία των επιχειρήσεων του κλάδου είναι μικρότερη του κόστους αντικατάστασης των περιουσιακών τους στοιχείων. Όσον αφορά τα υπόλοιπα περιγραφικά μέτρα, η κατανομή είναι λεπτόκυρτη με θετική ασυμμετρία.

Βάσει της υπόθεσης H1a για τα κόστη αντιπροσώπευσης, οι επιχειρήσεις με υψηλή αποδοτικότητα αναμένεται να εμφανίσουν χαμηλή **χρηματοοικονομική μόχλευση** και αντιστρόφως. Τα αποτελέσματα της έρευνας συμφωνούν με την υπόθεση H1a. Όπως παρατηρείται από τον Πίνακα 1, οι επιχειρήσεις του ώριμου κλάδου είναι λιγότερο αποδοτικές και εμφανίζουν υψηλή δανειακή επιβάρυνση (29%). Αντιθέτως, οι επιχειρήσεις του κλάδου της πληροφορικής είναι πιο αποδοτικές και παρουσιάζουν χαμηλή χρηματοοικονομική μόχλευση (21%). Συμπεραίνουμε, λοιπόν, ότι οι ελληνικές αποδοτικές επιχειρήσεις επιλέγουν χαμηλή χρηματοοικονομική μόχλευση, προκειμένου να προστατεύσουν την αξία τους από την πτώχευση. Για το δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης ο μέσος προσεγγίζει τη διάμεσο, ενώ η κατανομή χαρακτηρίζεται από θετική ασυμμετρία και είναι λεπτόκυρτη.

Η υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση του κλάδου ένδυσης πιθανόν να είναι αποτέλεσμα της **υψηλής παγιοποίησης** του κλάδου (40% ο μέσος και 50% η διάμεσος). Σύμφωνα με τη θεωρία της «αντιστάθμισης», οι επιχειρήσεις με υψηλά ενσώματα περιουσιακά στοιχεία έχουν αυξημένη δανειακή ικανότητα, γιατί τα πάγια περιουσιακά στοιχεία μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εγγύηση για τη χρηματοδότησή τους. Οι ελληνικές επιχειρήσεις του κλάδου ένδυσης εμφανίζουν υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση, επειδή το κόστος άντλησης δανειακών κεφαλαίων κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα λόγω της υψηλής παγιοποίησης (Mackie και Mason, 1990).

#### ➤ ΚΛΑΔΟΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ:

Ο κλάδος της πληροφορικής περιλαμβάνει συνολικό δείγμα από 24 επιχειρήσεις (Πίνακας 2). Οι επιχειρήσεις του κλάδου εμφανίζουν τον υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης (58%), πολύ υψηλότερο από το τυχαίο δείγμα (24%), όπως αναμενόταν. Επίσης, επιτυγχάνουν υψηλότερη **αποδοτικότητα** συγκριτικά με τον παραδοσιακό κλάδο των ενδυμάτων. Σημειώνεται ότι η μέση Tobin's Q είναι μεγαλύτερη από την τιμή 1,0 (1,018), το οποίο υποδεικνύει την ύπαρξη μελλοντικών ευκαιριών ανάπτυξης. Η κατανομή της είναι λεπτόκυρτη με θετική ασυμμετρία.

Όπως αναφέρεται και ανωτέρω, η υψηλή αποδοτικότητα των επιχειρήσεων του κλάδου πληροφορικής συνοδεύεται από χαμηλή

**χρηματοοικονομική μόχλευση** (μέσος στο 21% και διάμεσος στο 15%). Οι εν λόγω επιχειρήσεις, οι οποίες είναι κυκλικές και προσανατολισμένες προς την έρευνα, χαρακτηρίζονται από υψηλή αβεβαιότητα. Οι ταχέως αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται από υψηλή κερδοφορία, μηδενικές τρέχουσες ταμειακές ροές αλλά αναμενόμενες υψηλές μελλοντικές ταμειακές ροές. Επομένως, οι ελληνικές επιχειρήσεις του κλάδου της πληροφορικής επιλέγουν χαμηλή χρηματοοικονομική μόχλευση, προκειμένου να προστατεύσουν τη θετική καθαρή παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών τους ροών. Όσον αφορά τα υπόλοιπα περιγραφικά μέτρα, ο δείκτης έχει συντελεστή κύρτωσης 2,01 και συντελεστή ασυμμετρίας στο 0,52.

Η χαμηλή δανειακή επιβάρυνση είναι αποτέλεσμα της ασθενούς **παγιοποίησης** του κλάδου (16%) και των υψηλών **άυλων στοιχείων** του ενεργητικού (11%). Η υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση θα οδηγούσε σε αύξηση της πιθανότητας πτώχευσης. Τα άυλα στοιχεία όμως υπόκεινται σε απώλεια της αξίας τους σε περίπτωση πτώχευσης, ενώ συνήθως δεν αποτελούν ικανοποιητική πηγή εξασφάλισης για τους δανειστές (Myers [1984], Castanias [1983]). Επομένως, για να προστατεύσουν την υψηλή άυλή τους αξία, οι ελληνικές επιχειρήσεις του κλάδου επιλέγουν χαμηλή χρηματοοικονομική μόχλευση. Σημειώνεται ότι, αναμέναμε υψηλό δείκτη ασώματων στοιχείων ενεργητικού για τις επιχειρήσεις του κλάδου, γιατί τα άυλα πάγια υποδεικνύουν τις ευκαιρίες ανάπτυξης της επιχείρησης, οι οποίες θεωρούνται σημαντικές στην περίπτωση του κλάδου της πληροφορικής.

Η **ιδιοκτησιακή τους διάρθρωση** έχει το χαμηλότερο ποσοστό μετόχων που κατέχουν άνω του 50% του μετοχικού κεφαλαίου (ήτοι 25%), ενώ συγκριτικά με τις άλλες κατηγορίες περιλαμβάνει τις λιγότερες οικογενειακές επιχειρήσεις. Η χαμηλή ιδιοκτησιακή συγκέντρωση συμφωνεί με τα αποτελέσματα του μοντέλου των Mahrt και Smith (2005) για τις επιχειρήσεις των κλάδων υψηλής ανάπτυξης. Επειδή, οι επιχειρήσεις αυτές τείνουν να αναλαμβάνουν πιο επικίνδυνες στρατηγικές, ενυπάρχει μεγαλύτερος κίνδυνος για τους επενδυτές. Ως αποτέλεσμα αυτού, η εταιρική ομάδα μειώνει τη συμμετοχή της στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης.

Γενικότερα, και οι δύο κλάδοι χαρακτηρίζονται από σημαντική ιδιοκτησιακή συγκέντρωση. Στην Ελλάδα οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης δεν θεωρούνται ικανοποιητικοί, ενώ η προστασία των

επενδυτών παρουσιάζεται ανεπαρκής. Σύμφωνα με τους Shleifer και Vishny (1997), οι χώρες με ελλιπή προστασία των μετόχων παρουσιάζουν υψηλή ιδιοκτησιακή συγκέντρωση.

#### 4.2.2. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Η εκτίμηση των συντελεστών ( $\alpha_1 \dots \alpha_{10}$ ) του υποδείγματος πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης έχει πραγματοποιηθεί με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (WLS-Weighed Least Squares), η οποία αποτελεί μία οικονομετρική τεχνική με ευρεία εφαρμογή στη διεθνή βιβλιογραφία, ενώ έχει επιλεγεί η μεθοδολογία Panel, η οποία συνδυάζει τόσο σταυροειδή δεδομένα (cross-section) όσο και δεδομένα χρονοσειρών (time series).

Στον Πίνακα 4, παρουσιάζεται το μοντέλο της επιχειρησιακής αποδοτικότητας. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης έχουν ελεγχθεί ως προς τη στασιμότητα και την ετεροσκεδαστικότητα.

##### ➤ ΣΤΑΣΙΜΟΤΗΤΑ

Για τον έλεγχο της στασιμότητας έχει πραγματοποιηθεί έλεγχος μοναδιαίας ρίζας (Unit Root Test) στο πρόγραμμα EVIEWS. Η παλινδρόμηση ADF – Fisher ελέγχει την ύπαρξη μοναδιαίας ρίζας σε όλες τις μεταβλητές του υποδείγματος. Η μηδενική υπόθεση για την ύπαρξη μοναδιαίας ρίζας ορίζει ότι η μεταβλητή είναι τυχαίος περίπατος και περιέχει μοναδιαία ρίζα, ενώ η εναλλακτική υπόθεση ορίζει στάσιμη σειρά. Και στους δύο εξεταζόμενους κλάδους απορρίπτουμε τη μηδενική υπόθεση σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, δηλαδή δεν υπάρχει μοναδιαία ρίζα (στάσιμη σειρά).

##### ➤ ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

Η εμφάνιση του προβλήματος της πολυσυγγραμμικότητας, δηλαδή της ύπαρξης μη γραμμικών σχέσεων μεταξύ των ερμηνευτικών μεταβλητών, μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα στην αξιοπιστία των υποδειγμάτων. Για την αύξηση της ερμηνευτικής ικανότητας του υποδείγματος, έχει επιλεγεί η Weighed Least Squares σε συνδυασμό με τη μεθοδολογία white με σκοπό τη διόρθωση της ετεροσκεδαστικότητας, δηλαδή της μη σταθερής διακύμανσης

των κατανομών των σφαλμάτων της παλινδρόμησης. Μετά τη διόρθωση, υφίσταται ομοσκεδαστικότητα και στους δύο εξεταζόμενους κλάδους, όπου σε επίπεδο σημαντικότητας 1% αποδεχόμαστε τη μηδενική υπόθεση.

Συνολικά, η ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος κρίνεται ικανοποιητική. Ο προσαρμοσμένος συντελεστής  $R^2$  (Adjusted- $R^2$ ) διαμορφώνεται στον κλάδο των ενδυμάτων στο 99%, όταν ως μέτρο αποδοτικότητας λαμβάνεται το ROA και στο 59%, εφόσον λαμβάνεται ως μέτρο της αποδοτικότητας η Tobin's Q. Επομένως, η μεταβλητότητα της εξαρτημένης μεταβλητής ερμηνεύεται κατά 99% και 59% αντίστοιχα από τις επιλεγμένες ανεξάρτητες μεταβλητές. Αντιστοίχως, ο προσαρμοσμένος συντελεστής  $R^2$  στον κλάδο πληροφορικής διαμορφώνεται στο 44%, όταν ως μέτρο αποδοτικότητας λαμβάνεται το ROA και στο 88% όταν λαμβάνεται ως μέτρο αποδοτικότητας η Tobin's Q.

Η τιμή της στατιστικής Durbin-Watson είναι αρκετά μεγαλύτερη από το 0 και προσεγγίζει την τιμή 2 σε όλες τις περιπτώσεις (κυμαίνεται στις τιμές 1,5 έως 2,5 περίπου). Επιπλέον, η τιμή της είναι αρκετά υψηλότερη από το  $R^2$ , επομένως σύμφωνα με τον Yule αποδεικνύεται ανυπαρξία αυτοσυσχέτισης στο μοντέλο. Σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, το F-statistic είναι στατιστικά σημαντικό, επομένως απορρίπτουμε την υπόθεση οι συντελεστές της παλινδρόμησης να ισούνται με μηδέν.

Στη συνέχεια ακολουθεί η ανάλυση των εκτιμήσεων των συντελεστών για κάθε μία από τις ανεξάρτητες μεταβλητές:

➤ **Ανεξάρτητη μεταβλητή FAM:**

Πλήθος εμπειρικών ερευνών υποστηρίζουν ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις επιτυγχάνουν υψηλότερη απόδοση συγκριτικά με τις μη οικογενειακές (Anderson και Reeb [2003a], Maury [2006], Villalonga και Amit [2006], King και Santor [2008]). Η οικογενειακή ιδιοκτησία μετριάζει τα κόστη αντιπροσώπευσης μεταξύ ομολογιούχων-μετόχων, με αποτέλεσμα να οδηγήσει σε μία ανώτερη χρηματιστηριακή και λογιστική αξία (Morck και λοιποί [1988], Anderson και Reeb [2003a], Villalonga και Amit [2006]). Τα αποτελέσματά μας συμφωνούν με τις εμπειρικές έρευνες. Η σχέση αποδεικνύεται θετική στους δύο εξεταζόμενους κλάδους και στατιστικά σημαντική στον κλάδο ένδυσης (σε

επίπεδο σημαντικότητας 1%). Επομένως, **η οικογενειακή ιδιοκτησιακή δομή επιδρά θετικά στην επιχειρησιακή απόδοση των ελληνικών επιχειρήσεων, γιατί οι οικογενειακές επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται από ασήμαντα κόστη αντιπροσώπευσης.**

➤ **Ανεξάρτητη μεταβλητή GROWTH:**

Μέσω της εκτίμησης των ελαχίστων τετραγώνων διαπιστώνεται ότι ο συντελεστής του ρυθμού ανάπτυξης των πωλήσεων είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός στους δύο εξεταζόμενους κλάδους (επίπεδο σημαντικότητας 1%). Αρκετοί ερευνητές υποστηρίζουν θετική σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών (Claessens και λοιποί [2002], Maury [2006], King και Santor [2008]). Οι ταχέως αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις τείνουν να έχουν υψηλότερη απόδοση (Reynolds και Francis [2000], Chung και Kullapur [2003], Bhabra [2007]). **Τα αποτελέσματά μας στηρίζουν τη θετική σχέση μεταξύ του ρυθμού ανάπτυξης των πωλήσεων και της αποδοτικότητας στην περίπτωση των ελληνικών επιχειρήσεων.**

➤ **Ανεξάρτητη μεταβλητή INT:**

Πρόσφατες εμπειρικές έρευνες εξετάζουν τη σχέση μεταξύ των άυλων στοιχείων του ενεργητικού και της επιχειρησιακής απόδοσης σε διάφορους κλάδους, αν και οι περισσότερες επικεντρώνονται στις επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης (Gleason και Klock [2006], Firer και Williams [2003]). Ο δείκτης των άυλων στοιχείων του ενεργητικού αποτυπώνει τις μελλοντικές ευκαιρίες ανάπτυξης της επιχείρησης, ενώ επιδρά αρνητικά στην επιχειρησιακή αποδοτικότητα, όταν η επιχείρηση αναλαμβάνει επικίνδυνες επενδυτικές στρατηγικές (Myers [1977], Stiglitz και Weiss [1981]).

Στον κλάδο ένδυσης η σχέση μεταξύ του δείκτη ασώματων στοιχείων και της αποδοτικότητας είναι θετική και στατιστικά σημαντική στη μέτρηση της αποδοτικότητας με την Tobin's Q (επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%). **Οι επιχειρήσεις του παραδοσιακού κλάδου της ένδυσης διατηρούν πιο συντηρητικές στρατηγικές και συνεπώς οι επιλογές ανάπτυξής τους δεν καταστρέφουν την αποδοτικότητά τους.**

Αντίθετα, στον κλάδο της πληροφορικής η σχέση αποδεικνύεται αρνητική και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, στη μέτρηση της

αποδοτικότητας με το ROA. **Οι επιχειρήσεις του κλάδου της πληροφορικής, λόγω της υψηλής τους ανάπτυξης πιθανόν ακολουθούν πιο επικίνδυνες στρατηγικές, οι οποίες μπορούν να καταστρέψουν την αποδοτικότητά τους.**

➤ **Ανεξάρτητη μεταβλητή LEV:**

Οι περισσότερες εμπειρικές έρευνες αναδεικνύουν μια αρνητική σχέση μεταξύ αποδοτικότητας και χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Οι Myers (1977), Jensen (1986), McConnell και Servaes (1995), Aivazian και λοιποί (2005) υποστηρίζουν ότι στις επιχειρήσεις με υψηλές ευκαιρίες ανάπτυξης, υψηλής κερδοφορίας επενδύσεις, αλλά χωρίς ελεύθερες ταμειακές ροές, η χρηματοοικονομική μόχλευση επιδρά αρνητικά στην επιχειρησιακή αποδοτικότητα. Οι συντελεστές παλινδρόμησης είναι αρνητικοί και στατιστικά σημαντικοί σε επίπεδο σημαντικότητας 1% στον κλάδο της υψηλής ανάπτυξης. **Συμπεραίνουμε, λοιπόν, ότι η υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση επιδρά αρνητικά στην επιχειρησιακή αποδοτικότητα στον κλάδο της πληροφορικής, γιατί αυξάνει τα κόστη ελέγχου, που προκύπτουν από την πιθανότητα πτώχευσης.**

Επιπλέον όμως, σύμφωνα με τους Jensen (1986), Stulz (1990), Booth και λοιπούς (2001), McConnell και Servaes (1995), ο δανεισμός επιδρά με διαφορετικό τρόπο στις επιχειρήσεις, ανάλογα με τις ευκαιρίες ανάπτυξής τους. Σύμφωνα με τους ανωτέρω, το αποτέλεσμα γίνεται πιο αρνητικό στους παραδοσιακούς κλάδους. Όπως παρατηρείται από τα εμπειρικά στοιχεία, ο πλέον αρνητικός συντελεστής παρουσιάζεται στην περίπτωση του κλάδου των ενδυμάτων, με τη μέτρηση της αποδοτικότητας μέσω της Tobin's Q.

Τα αποτελέσματα από τους δύο εξεταζόμενους κλάδους επιβεβαιώνουν την αρνητική σχέση και την υπόθεση H1α του κόστους αντιπροσώπευσης. **Στις ελληνικές επιχειρήσεις ο δανεισμός επιδρά αρνητικά στην επιχειρησιακή αποδοτικότητα, γιατί η υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση αυξάνει το κόστος πτώχευσης.** Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν την άποψη του Myers (1977), σύμφωνα με την οποία υφίσταται αρνητική σχέση μεταξύ αποδοτικότητας και χρηματοοικονομικής μόχλευσης, γιατί ο δανεισμός αυξάνει τα κόστη αντιπροσώπευσης, τα οποία δημιουργούνται από τον κίνδυνο πτώχευσης.

➤ **Ανεξάρτητη μεταβλητή LOG**

Οι μεγάλες επιχειρήσεις αξιοποιούν οικονομίες κλίμακας, απασχολούν πιο έμπειρα διοικητικά στελέχη, στοιχεία τα οποία επηρεάζουν θετικά την επιχειρησιακή αποδοτικότητα (Himmelberg και λοιποί, 1999). Οι πωλήσεις, οι οποίες αντιπροσωπεύουν το μέγεθος της επιχείρησης, παρουσιάζουν θετική επίδραση και στατιστική σημαντικότητα στον κλάδο της τεχνολογίας, όπως και αναμενόταν. Οι περισσότεροι ερευνητές καταλήγουν σε θετική σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών (Friend και Lay [1988], Himmelberg και λοιποί [1999], Fama και French [2002]). Επομένως, αποδεικνύεται ότι **οι μεγάλες ελληνικές επιχειρήσεις επιτυγχάνουν υψηλότερη απόδοση, το οποίο πιθανότατα οφείλεται στο γεγονός ότι διοικούνται και οργανώνονται πιο αποδοτικά, είναι περισσότερο διαφοροποιημένες και αξιοποιούν τις οικονομίες κλίμακας.**

➤ **Ανεξάρτητη μεταβλητή TAN**

Όπως και η χρηματοοικονομική μόχλευση, έτσι και ο βαθμός παγιοποίησης (TAN) επιδρά θετικά στην επιχειρησιακή αποδοτικότητα, όταν κινείται σε χαμηλά ή μέσα επίπεδα και αρνητικά όταν κυμαίνεται σε υψηλά επίπεδα (μη γραμμική σχέση).

Από τα ερευνητικά στοιχεία παρατηρείται ότι ο δείκτης παγιοποίησης είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός, εκτός από την περίπτωση του κλάδου της πληροφορικής που η απόδοση μετράται με λογιστικά στοιχεία, όπου ο συντελεστής είναι στατιστικά μη σημαντικός. Τα αποτελέσματα στηρίζουν την άποψη των Wessel και Titman (1988), Rajan και Zingales (1995), οι οποίοι δείχνουν μία ισχυρή αρνητική σχέση μεταξύ λειτουργικής αποδοτικότητας και παγιοποίησης. **Οι εξεταζόμενες ελληνικές επιχειρήσεις έχουν πιθανόν υπερεπενδύσει σε πάγια και όχι σε στοιχεία ενεργητικού, τα οποία θα μπορούσαν να αυξήσουν την αποδοτικότητά τους, με αποτέλεσμα να υφίσταται αρνητική σχέση μεταξύ αποδοτικότητας και παγιοποίησης.**

➤ **Ανεξάρτητη μεταβλητή OWNC**

Η ανεξάρτητη μεταβλητή της ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης δίνει διαφορετικά αποτελέσματα. Είναι στατιστικά σημαντική και θετική στην



περίπτωση του παραδοσιακού κλάδου όταν λαμβάνονται υπόψη λογιστικά στοιχεία. Ενώ στον κλάδο της πληροφορικής είναι στατιστικά σημαντική και αρνητική στη μέτρηση της αποδοτικότητας με το ROA, ενώ στατιστικά σημαντική και θετική στη μέτρηση της αποδοτικότητας με την Tobin's Q.

Σύμφωνα με τους McConnell και Servaes (1995), η ιδιοκτησιακή διάρθρωση επιδρά με διαφορετικό τρόπο στην επιχειρησιακή αποδοτικότητα σε επιχειρήσεις χαμηλής και υψηλής ανάπτυξης. Για τις παραδοσιακές επιχειρήσεις η ιδιοκτησία είναι πιο σημαντική. **Τα αποτελέσματα της έρευνας στις ελληνικές επιχειρήσεις του παραδοσιακού κλάδου επιβεβαιώνουν τη θετική σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης και επιχειρησιακής αποδοτικότητας.** Η ιδιοκτησιακή συγκέντρωση μπορεί να μειώσει τα κόστη αντιπροσώπευσης και κατ' επέκταση να αυξήσει την αξία της επιχείρησης, γιατί οι μεγαλομέτοχοι μπορεί να αποτελέσουν αποτελεσματικό μηχανισμό για την εξομάλυνση των συγκρούσεων (Jensen και Meckling [1976], Shleifer και Vishny [1986], Jiraporn και Gleason, [2007]).

#### 4.2.2. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ

Στον Πίνακα 5, παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις του μοντέλου της χρηματοοικονομικής μόχλευσης με βάση τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (WLS) και των δύο μέτρων αποδοτικότητας. Τα αποτελέσματα έχουν ελεγχθεί ως προς τη στασιμότητα, ενώ έχουν διορθωθεί και ελεγχθεί ως προς την ετεροσκεδαστικότητα με τον ίδιο τρόπο, όπως παρουσιάζεται στο προηγούμενο μοντέλο. Υφίσταται στασιμότητα και ομοσκεδαστικότητα σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, οπότε αποδεχόμαστε τη μηδενική υπόθεση.

Συνολικά, η ερμηνευτική ικανότητα του δεύτερου μοντέλου κρίνεται ικανοποιητική. Ο προσαρμοσμένος συντελεστής  $R^2$  (Adjusted- $R^2$ ) διαμορφώνεται στον κλάδο των ενδυμάτων στο 92%, όταν ως μέτρο αποδοτικότητας λαμβάνεται το ROA, ενώ ανάγεται στο 66% όταν λαμβάνεται ως μέτρο η Tobin's Q και αντιστοίχως σε 76% και 79% στον κλάδο πληροφορικής. Σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, το F-statistic είναι στατιστικά σημαντικό, επομένως απορρίπτουμε την υπόθεση ότι οι συντελεστές της παλινδρόμησης είναι μηδέν.

Ακολουθεί η ανάλυση των αποτελεσμάτων των ανεξάρτητων μεταβλητών:

➤ **Ανεξάρτητη μεταβλητή PR (ROA ή Tobin's Q)**

Πλήθος εμπειρικών ερευνών αναδεικνύουν αρνητική σχέση μεταξύ μόχλευσης και αποδοτικότητας (Majumdar και Chhibber [1999], Pushner [1995]). Τα αποτελέσματα της έρευνας στηρίζουν την υπόθεση της άυλης εμπορικής αξίας (H2α) και τις πεποιθήσεις του Demetz (1996). Η άυλη εμπορική αξία της επιχείρησης αυξάνει τις αρνητικές επιπτώσεις της πτώχευσης, επειδή οι μέτοχοι χάνουν την αξία αυτή κατά την πτώχευση. Επομένως, **οι ελληνικές αποδοτικές επιχειρήσεις επιλέγουν χαμηλότερους δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης, προκειμένου να προστατεύσουν από τον κίνδυνο πτώχευσης την άυλη εμπορική τους αξία και τα χρηματοοικονομικά οφέλη, τα οποία παράγονται από την υψηλή αποδοτικότητα.** Οι συντελεστές παλινδρόμησης είναι αρνητικοί και στατιστικά σημαντικοί στους δύο εξεταζόμενους κλάδους.

➤ **Ανεξάρτητη μεταβλητή FAM**

Οι οικογενειακές επιχειρήσεις παρουσιάζουν υψηλούς δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης, γιατί θεωρούνται λιγότερο επικίνδυνες από τους ομολογιούχους (King και Santor [2008]). Οι φορείς μιας οικογενειακής επιχείρησης έχουν ισχυρότερα κίνητρα να μετριάσουν τα κόστη αντιπροσώπευσης με έκδοση χρέους, λόγω της ισχυρής δέσμευσής τους στην επιχείρηση. Ως αποτέλεσμα αυτού, αντιμετωπίζουν χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης και μπορούν να φέρουν υψηλότερο χρέος στην κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Τα εμπειρικά αποτελέσματα επιβεβαιώνουν τη θετική σχέση στον κλάδο των ενδυμάτων σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. **Οι ελληνικές οικογενειακές επιχειρήσεις του κλάδου ένδυσης χαρακτηρίζονται από υψηλότερη χρηματοοικονομική μόχλευση λόγω των μακροχρόνιων δεσμεύσεων προς την επιχείρηση και του χαμηλού κόστους αντιπροσώπευσης.**

Παρατηρούμε όμως, ότι τα αποτελέσματα είναι αντίθετα στην περίπτωση του κλάδου της πληροφορικής, όπου υφίσταται αρνητική σχέση (στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%). Η αρνητική σχέση έχει

εξηγηθεί από τους ερευνητές ως αποτέλεσμα της αποστροφής προς τον κίνδυνο (Anderson και λοιποί, 2003). **Ως εκ τούτου, αποδεικνύεται ότι η αβεβαιότητα των επιχειρήσεων του κλάδου της πληροφορικής, οδηγεί πιθανόν τις οικογενειακές επιχειρήσεις στη μη ανάληψη του κινδύνου που ενέχει ο υψηλός δανεισμός.**

➤ **Ανεξάρτητη μεταβλητή GROWTH**

Ο ρυθμός ανάπτυξης είναι στατιστικά σημαντικός και θετικός και στους δύο εξεταζόμενους κλάδους (επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%). Κανονικά θα αναμέναμε θετική σχέση στην περίπτωση του κλάδου ένδυσης και αρνητική σχέση στην περίπτωση του κλάδου πληροφορικής. Σύμφωνα με τον Myers (1977), οι επιχειρήσεις με υψηλές ευκαιρίες ανάπτυξης επιλέγουν τη χρηματοδότησή τους με ίδια κεφάλαια, έναντι της άντλησης δανειακών κεφαλαίων. Ο θετικός συντελεστής στην περίπτωση του κλάδου ένδυσης επιβεβαιώνει την άποψη του Jensen (1986). **Στις ελληνικές επιχειρήσεις του κλάδου χαμηλής ανάπτυξης τα κόστη αντιπροσώπευσης των ελεύθερων ταμειακών ροών αυξάνονται και ως αποτέλεσμα αυτού οι επιχειρήσεις θα πρέπει να χρησιμοποιούν δανεισμό για να μετριάσουν τα κόστη αντιπροσώπευσης.**

Αν και οι περισσότερες μελέτες (Rajan και Zingales [1995], Titman και Wessels [1988]) υποστηρίζουν ότι υφίσταται αρνητική σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικής μόχλευσης και δανεισμού στις επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης, αρκετές μελέτες στηρίζουν την ύπαρξη θετικής σχέσης. Οι Modigliani και Miller (1958) ανακάλυψαν θετική σχέση μεταξύ ρυθμού ανάπτυξης και χρέους. Σύμφωνα με τον Pandey (2001), οι επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης έχουν αυξημένες μελλοντικές ανάγκες χρηματοδότησης και τείνουν να παρακρατούν περισσότερα κέρδη. Η ανάπτυξη τις οδηγεί στην έκδοση χρέους για τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης. Οι Billettt και λοιποί (2007) υποστηρίζουν ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ μόχλευσης και δανεισμού λόγω των συμβολαίων, τα οποία μετριάζουν τα κόστη αντιπροσώπευσης στις υψηλής ανάπτυξης επιχειρήσεις. **Καταλήγοντας θα υποστηρίξαμε πως οι ελληνικές επιχειρήσεις του κλάδου υψηλής ανάπτυξης λόγω των αυξημένων μελλοντικών αναγκών χρηματοδότησης, επιλέγουν υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση.**

➤ **Ανεξάρτητη μεταβλητή INT**

Ο συντελεστής του δείκτη άυλων στοιχείων του ενεργητικού προς το σύνολο του ενεργητικού παρατηρείται θετικός και στατιστικά σημαντικός σε όλες τις περιπτώσεις. Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, ο δείκτης είναι ένδειξη των μελλοντικών ευκαιριών ανάπτυξης της επιχείρησης. Σύμφωνα με τη θεωρία της ιεραρχίας (Pecking Order Theory), επειδή η υψηλή ανάπτυξη δε θα μπορεί να ικανοποιηθεί αποκλειστικά με τη χρήση ιδίων κεφαλαίων, οι επιχειρήσεις θα επιλέγουν τη χρηματοδότησή τους μέσω δανεισμού.

➤ **Ανεξάρτητη μεταβλητή LOG**

Αντίθετα αποτελέσματα παρουσιάζονται αναφορικά με την επίδραση του μεγέθους στους δύο εξεταζόμενους κλάδους. Στην περίπτωση του κλάδου της ένδυσης αποδεικνύεται μια ισχυρή αρνητική σχέση (σε επίπεδα σημαντικότητας 1% και 5%). Πολλοί ερευνητές καταλήγουν σε αρνητική σχέση, γιατί οι μεγάλες επιχειρήσεις διαθέτουν συνήθως υψηλότερη κεφαλαιακή επάρκεια, κυρίως όταν προέρχονται από παραδοσιακούς κλάδους, με αποτέλεσμα η χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια να γίνεται πιο ελκυστική γι' αυτές (Supanvanij [2006], Akhtar και Oliver [2009]. Συμπεραίνοντας, **οι μεγάλες επιχειρήσεις του ώριμου κλάδου επιλέγουν τη χρηματοδότησή τους με ίδια κεφάλαια, έναντι ξένων κεφαλαίων λόγω της υψηλής κεφαλαιακής τους επάρκειας.**

Αντίθετα, οι επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης εμφανίζουν συνήθως χαμηλή κεφαλαιακή επάρκεια. Επιπλέον, οι Friend και Lang (1988) υποστηρίζουν ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις είναι πιο διαφοροποιημένες, αποτυγχάνουν λιγότερο, ενώ η πιθανότητα χρεοκοπίας είναι χαμηλή σε αυτές, με αποτέλεσμα να μπορούν να δανείζονται ευκολότερα (Fama και French 2002). Τα αποτελέσματα της έρευνας επιβεβαιώνουν τις απόψεις των Friend και Lang (1988). **Η σχέση μεταξύ μεγέθους της επιχείρησης και χρηματοοικονομικής μόχλευσης αποδεικνύεται θετική για τον κλάδο της πληροφορικής.**

➤ **Ανεξάρτητη μεταβλητή OWNC**

Η ιδιοκτησιακή συγκέντρωση επιδρά με διαφορετικό τρόπο στους δύο εξεταζόμενους κλάδους. Στις επιχειρήσεις του κλάδου των ενδυμάτων και

συναφών ειδών ο συντελεστής είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός, όταν η αποδοτικότητα μετράται με λογιστικά στοιχεία και τα αποτελέσματα δείχνουν συμφωνία με την άποψη του Holl (1975). **Οι ελληνικές επιχειρήσεις του κλάδου ένδυσης πιθανόν προτιμούν λόγω της χαμηλής ανάληψης κινδύνου την άντληση δανειακών κεφαλαίων έναντι της χρηματοδότησης με ίδια κεφάλαια, η οποία θα μπορούσε να μειώσει τη συμμετοχή τους στο μετοχικό κεφάλαιο.** Σύμφωνα και με τις απόψεις τους Mahrt και Smith (2005), στις επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης, οι οποίες χαρακτηρίζονται από υψηλότερη αβεβαιότητα, θα πρέπει να υφίσταται αρνητική σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης και χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Τα αποτελέσματα της έρευνας τεκμηριώνουν την άποψη αυτή στην περίπτωση του κλάδου της πληροφορικής.

➤ **Ανεξάρτητη μεταβλητή TAN**

Ο δείκτης παγιοποίησης είναι στατιστικά σημαντικός και αρνητικός στην περίπτωση του παραδοσιακού κλάδου και στατιστικά σημαντικός και θετικός για τον κλάδο ανάπτυξης. Όταν τα υψηλά πάγια συμβάλλουν στη μείωση της ασυμμετρίας της πληροφόρησης, τότε θα αυξάνεται η χρηματοδότηση μέσω ιδίων κεφαλαίων έναντι ξένων. **Επιπρόσθετα, η υπερβάλλουσα παγιοποίηση στην περίπτωση του κλάδου των ενδυμάτων πιθανόν να λαμβάνεται αρνητικά από τους δανειστές, αφού οι επιχειρήσεις του εν λόγω κλάδου δε χρηματοδοτούν την ανάπτυξή τους μέσω της λειτουργικής τους δραστηριότητας.**

Το αντίστροφο συμβαίνει στην περίπτωση του κλάδου της πληροφορικής, ο οποίος χαρακτηρίζεται από χαμηλότερη παγιοποίηση. Βάσει της θεωρίας της ιεραρχίας, υπάρχει θετική σχέση μεταξύ του δανεισμού και των πάγιων στοιχείων του ενεργητικού, λόγω της ισχυρής εξασφάλισης που παρέχεται στους δανειστές (Frank και Goyal [2002], Rajan και Zingales [1995]).

## 6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην παρούσα διπλωματική εργασία ερευνήθηκε η σχέση μεταξύ επιχειρησιακής αποδοτικότητας, χρηματοοικονομικής μόχλευσης και ιδιοκτησιακής διάρθρωσης σε ελληνικές επιχειρήσεις χαμηλής και υψηλής ανάπτυξης. Οι προηγούμενες θεωρητικές μελέτες υποστηρίζουν τόσο θετική όσο και αρνητική σχέση μεταξύ απόδοσης και μόχλευσης. Με κίνητρο τις θεωρητικές εργασίες των Myers (1977), Jensen (1986), Shleifer και Vishny (1986) και Stulz (1988, 1990), αλλά και τις εμπειρικές εργασίες των McConnell και Servaes (1990), καθώς και των Margariti και Psilaki (2009), εξετάστηκε εμπειρικά η σχέση σε συνδυασμό με ένα πλήθος άλλων παραγόντων.

Αποδεικνύεται, λοιπόν, ότι οι ελληνικές αποδοτικές επιχειρήσεις επιλέγουν χαμηλούς δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Τα αποτελέσματα στηρίζουν την υπόθεση H1α για τα κόστη αντιπροσώπευσης και αντικρούουν την υπόθεση H1. Επιβεβαιώνεται δηλαδή η άποψη του Myers (1977), ο οποίος υποστηρίζει ότι υφίσταται αρνητική σχέση μεταξύ αποδοτικότητας και μόχλευσης λόγω του υψηλού κόστους αντιπροσώπευσης, που δημιουργείται από τον κίνδυνο πτώχευσης. Αντικρούεται όμως η άποψη των Jensen και Meckling (1986) σύμφωνα με τους οποίους η χρηματοοικονομική μόχλευση μπορεί να αποτελέσει αποτελεσματικό μηχανισμό εξομάλυνσης των συγκρούσεων και επομένως να συμβάλλει θετικά στην επιχειρησιακή αποδοτικότητα.

Επιπρόσθετα, από τα εμπειρικά αποτελέσματα καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι μεγάλες ελληνικές επιχειρήσεις είναι πιο αποδοτικές. Θετική σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών προτείνουν οι Fama και French (2002), οι οποίοι υποστηρίζουν ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις είναι πιο αποδοτικές, γιατί διοικούνται αποτελεσματικότερα, επιτυγχάνουν οικονομίες κλίμακας και είναι πιο διαφοροποιημένες. Η σχέση μεταξύ οικογενειακής ιδιοκτησιακής δομής και επιχειρησιακής αποδοτικότητας εκτιμάται επίσης θετική για τις ελληνικές επιχειρήσεις. Τα αποτελέσματα στηρίζουν την άποψη των Aderson και Reeb (2003a), σύμφωνα με τους οποίους υφίσταται θετική σχέση λόγω του χαμηλού κόστους αντιπροσώπευσης των οικογενειακών επιχειρήσεων. Τέλος, θετική αναδεικνύεται και η σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης και επιχειρησιακής αποδοτικότητας, επιβεβαιώνοντας την

άποψη των Jensen και Meckling (1976). Οι μεγαλομέτοχοι μπορεί να αποτελέσουν αποτελεσματικό μηχανισμό για τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης.

Για την αντίστροφη αιτιώδη σχέση χρηματοοικονομικής μόχλευσης και αποδοτικότητας τα αποτελέσματα συμφωνούν με τις πεποιθήσεις του Demetz (1996) και στηρίζουν την *υπόθεση της άυλης – εμπορικής αξίας H2a*. Οι ελληνικές αποδοτικές επιχειρήσεις αποδεικνύεται ότι επιλέγουν χαμηλή χρηματοοικονομική μόχλευση για να προστατεύσουν από την πιθανότητα χρεοκοπίας την άυλη εμπορική τους αξίας και τα χρηματοοικονομικά οφέλη, τα οποία παράγονται από την υψηλή αποδοτικότητα.

Για τη σχέση χρηματοοικονομικής μόχλευσης και οικογενειακής ιδιοκτησίας τα αποτελέσματα διαφέρουν μεταξύ των δύο κλάδων. Συμπεραίνεται ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις του κλάδου της ένδυσης επιλέγουν υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση λόγω των υψηλών μακροχρόνιων δεσμεύσεων της οικογένειας. Η θετική σχέση επιβεβαιώνει τις πεποιθήσεις των King και Santor (2008) για τις επιχειρήσεις χαμηλής ανάπτυξης. Αντιθέτως, οι οικογενειακές επιχειρήσεις του κλάδου πληροφορικής επιλέγουν χαμηλή χρηματοοικονομική μόχλευση λόγω της υψηλής αβεβαιότητας και της αποστροφής προς τον κίνδυνο. Η αρνητική σχέση των αποτελεσμάτων της έρευνας στηρίζει τις θεωρίες των Anderson και λοιπών (2003) για τις επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης.

Αντίθετα αποτελέσματα μεταξύ των δύο κλάδων παρουσιάζονται επίσης στη σχέση μόχλευσης και μεγέθους της επιχείρησης. Στην περίπτωση του κλάδου ένδυσης παρουσιάζεται αρνητική σχέση, πράγμα που επιβεβαιώνει τις απόψεις των Aktar και Oliver (2009). Οι μεγάλες επιχειρήσεις χαμηλής ανάπτυξης επιλέγουν για τη χρηματοδότησή τους ίδια κεφάλαια λόγω της υψηλής κεφαλαιακής τους επάρκειας. Στην περίπτωση του κλάδου πληροφορικής επαληθεύονται οι απόψεις των Fama και French (2002). Οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν μικρότερη πιθανότητα πτώχευσης και ως εκ τούτου χρηματοδοτούνται ευκολότερα. Όσον αφορά την ιδιοκτησιακή δομή, η σχέση αποδεικνύεται θετική στον κλάδο ένδυσης και συμφωνεί με την άποψη του Holl (1975). Όμως, είναι αρνητική στον κλάδο της πληροφορικής, όπου η υψηλή αβεβαιότητα αποτρέπει τους μετόχους να αυξήσουν τη συμμετοχή τους στο μετοχικό κεφάλαιο.

Τέλος, στις επιχειρήσεις του κλάδου ένδυσης η σχέση μεταξύ ρυθμού ανάπτυξης και μόχλευσης αποδεικνύεται θετική. Σύμφωνα με τον Jensen, το χρέος μπορεί να αποτελέσει αποτελεσματικό μηχανισμό ελέγχου του κόστους αντιπροσώπευσης στις επιχειρήσεις χαμηλής ανάπτυξης. Η σχέση όμως προβλέπεται θετική και στην περίπτωση του κλάδου της πληροφορικής, οπότε έρχεται σε αντίθεση με τις περισσότερες εμπειρικές μελέτες, οι οποίες προτείνουν αρνητική σχέση.

Εν κατακλείδι, σε αντίθεση με τις περισσότερες εμπειρικές μελέτες, οι οποίες εξετάζουν μονομερώς τη σχέση αποδοτικότητας και μόχλευσης και τη σχέση αποδοτικότητας και ιδιοκτησιακής διάρθρωσης, η διπλωματική εργασία επιδίωξε να συνδυάσει τις δύο σχέσεις κάτω από το ίδιο μοντέλο. Επικεντρώνοντας την έρευνα σε δύο σημαντικούς κλάδους του ελληνικού επιχειρησιακού περιβάλλοντος απέδειξε εμπειρικά τις σχέσεις, αξιοποιώντας τόσο λογιστικά στοιχεία, όσο και στη στοιχεία της αγοράς. Βεβαίως, αντικείμενο μελλοντικών ερευνών μπορεί να αποτελέσει η επέκταση αυτών των αναζητήσεων σε άλλες χώρες και σε ποικίλους επιχειρηματικούς κλάδους, καθώς και η χρήση διαφορετικών μετρήσεων αποδοτικότητας.



## 7. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ananiadis, Y. Notta, O. and Oustapassidis K. (2003). Cooperative Competitiveness and Capital Structure in the Greek Dairy Industry. *Journal of Rural Cooperation* 31(2,) 95-109.

Anderson, R.C., S.A. Mansi and D.M. Reeb (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics* 68, 263-285.

Anderson, R.C. and D.M. Reeb (2003b). Founding family ownership, corporate diversification, and firm leverage. *Journal of Law and Economics* 46, 653-684.

Barbarosa, N. and Louri, H. (2005), Corporate Performance: Does Ownership Matter? A Comparison of Foreign- and Domestic-Owned Firms in Greece and Portugal. *Review of Industrial Organization* 27, 73-102.

Berger, A. N. and E. Bonaccorsi di Patti (2006). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking and Finance* 30,1065-1102.

Booth, L., V. Aivazian, A. Demirguc-Kunt and V. Maksimovic (2001). Capital structure in developing countries. *Journal of Finance* 56 (1), 87-130.

Barclay, Michael J. and Clifford G. Holderness, 1989, Private benefits from control of public corporations, *Journal of Financial Economics* 25, 371–395.

Bradley, M., G. Jarrell and E. Han Kim (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *Journal of Finance* 39 (3), 857-878.

Claessens, S., S. Djankov, J. Fan and L. Lang (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance* 57 (6), 2741-2771.

Chung, Kee H. and Stephen W. Pruitt, 1994, A simple approximation of Tobin's  $q$ . *Financial Management* 23, 70–74.

Cronqvist, Henrik, and Mattias Nilsson, 2003, Agency costs of controlling minority shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 695–719.

Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics* 26 (2), 375-390.

Demsetz, Harold, and Kenneth Lehn, 1985, The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93, 1155–1177.

Demsetz, H. and B. Villalonga (2001b). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*. 7, 209-233.

Driffield, N. & Pal, Sarmistha, 2001. The East Asian crisis and financing corporate investment: is there a cause for concern?, *Journal of Asian Economics, Elsevier*. 12(4), 507-527.

Fama, E. and M. Jensen (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26 (2), 301-325.

Giannetti, M. (2003). Do better institutions mitigate agency problems? Evidence from corporate finance choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 (1), 185-212.

Harris, M. and A. Raviv (1990). Capital structure and the informational role of debt. *Journal of Finance* 45 (2), 321-49.

Harris, M. and A. Raviv (1991), The theory of capital structure, *Journal of Finance* 46, 297- 355.

Harvey, C., K. Lins, & A. Roper (2004). The Effect of Capital Structure When Expected Agency Costs are Extreme. *Journal of Financial Economics*, 74, 3-30.

Himmelberg C., G. Hubbard, and D. Palia (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics* 53, 353-84.

Jensen, M. (1986). Agency Costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76 (2), 323-29.

Jensen, M. and W. Meckling (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4), 305-60.

Lang, L., E. Ofek and R.M. Stulz (1996). Leverage, investment and firm growth. *Journal of Financial Economics* 40, 3-29.

La Porta, R., F. Lopez de Silanes and A. Shleifer (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54 (2), 471-517.

Leibenstein, H. (1966). Allocative efficiency vs. 'X-efficiency'. *American Economic Review* 56 (3), 392-415.

Leland, H. (1994). Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure. *Journal of Finance* 49, 1213-1252.

Lins, Karl V., 2003, Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 159–184.

Margaritis D, Psillaki M. (2010), Capital Structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance* 34, 621-632

Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance* 12, 321-341.

McConnell, J. and H. Servaes (1995). Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics* 39, 131-157.

Modigliani, F. and M.H. Miller (1963). Corporate Income Taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53 (3), 433-443.

Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.

Myers, S. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives* 15 (2), 81-102.

Myers, S. and N. Majluf (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.

Rajan, R.G. and L. Zingales (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance* 50, 1421-1460.

Ross, S. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signaling approach. *Bell Journal of Economics* 8 (1), 23-40.

Shleifer, A. and R. W. Vishny (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94, 461-488.

Smith, C. and Warner J. (1979). Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure. *Journal of Finance* 34 (1), 247-251.

Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics* 20, 25-54.

Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics* 26, 3-27.

Villalonga, B. and R. Amit (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80, 385-417.

## 8. ΠΙΝΑΚΕΣ

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΜΕΤΡΑ

ΚΛΑΔΟΣ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΩΝ ΕΙΔΩΝ				
	N	MEAN	MEDIAN	STANDARD DEVIATION
Labour	14	474	335	516
Sales	14	54.004	46.739	48.289
Intangible	14	2.277	378	4.491
Tangible	14	32.133	16.041	33.632
Total assets	14	82.701	49.943	76.443
Total debt	14	22.387	8.881	26.843
ROA	14	0,0282	0,020	0,075
TOBIN'S Q	14	0,81	0,51	0,94
Capital Intensity*	14	68	<i>*Capital Intensity=fixed assets/labour</i>	
Intangibility	14	0.023	0.008	0.033
Tangibility	14	0,40	0,50	0,21
Leverage ratio	14	0,29	0,26	0,17
Growth	14	0.12	0.12	0.13
ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ				
Own1	14	0,29	<i>own1: &lt;25%, χαμηλή ιδιοκτησιακή συγκέντρωση, own2: &gt;25% αλλά &lt;50%, μέση ιδιοκτησιακή συγκέντρωση, own3: &gt;50% υψηλή ιδιοκτησιακή συγκέντρωση</i>	
Own2	14	0,36		
Own3	14	0,36		
Family	14	0,29		
Other	14	0,71		
Financial	14	0,00		

ΠΙΝΑΚΑΣ 2: ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΜΕΤΡΑ

ΚΛΑΔΟΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ				
	N	MEAN	MEDIAN	STANDARD DEVIATION
Labour	24	445	176	552
Sales	24	83.394	28.819	119.245
Intangible	24	7.798	4.354	12.085
Tangible	24	19.814	5.257	37.438
Total assets	24	106.880	35.807	202.172
Total debt	24	32.264	3.254	82.910
ROA	24	0,029	0,0329	0,036
TOBIN'S Q	24	1,02	0,84	0,71
Capital Intensity*	24	45	<i>*Capital Intensity=fixed assets/labour</i>	
Intangibility	24	0,11	0,056	0,15
Tangibility	24	0,16	0,15	0,12
Leverage ratio	24	0,21	0,15	0,20
Growth	24	0,63	0,15	2,08
ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ				
Own1	24	0,21		
Own2	24	0,58		
Own3	24	0,25		
Family	24	0,21		
Other	24	0,79		
Financial	24	0,00		

own1: <25%, χαμηλή ιδιοκτησιακή συγκέντρωση,  
own2: >25% αλλά <50%, μέση ιδιοκτησιακή συγκέντρωση,  
own3: >50% υψηλή ιδιοκτησιακή συγκέντρωση

ΠΙΝΑΚΑΣ 3: ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΜΕΤΡΑ

ΑΛΛΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ				
	N	MEAN	MEDIAN	STANDARD DEVIATION
Labour	130	1.515	375	4.956
Sales	130	358.144	63.871	1.161.927
Intangible	130	106.778	687	377.526
Tangible	130	219.578	31.838	1.045.261
Total assets	130	486.468	115.769	1.586.575
Total debt	130	148.354	28.872	496.412
TOBIN'S Q	130	2,61	0,58	20,27
Capital Intensity*	130	144,93	<i>*Capital Intensity=fixed assets/labour</i>	
Intangibility	130	0,05	0,00	0,11
Tangibility	130	0,35	0,34	0,23
Leverage ratio	130	0,31	0,33	0,18
Growth	130	0,24	0,10	0,91
ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ				
Own1	130	0,28	<i>own1: &lt;25%, χαμηλή ιδιοκτησιακή συγκέντρωση,  own2: &gt;25% αλλά &lt;50%, μέση ιδιοκτησιακή συγκέντρωση,  own3: &gt;50% υψηλή ιδιοκτησιακή συγκέντρωση</i>	
Own2	130	0,42		
Own3	130	0,30		
Family	130	0,40		
Other	130	0,51		
Financial	130	0,09		

## ΠΙΝΑΚΑΣ 4: ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

### PANEL A-WLS

ΚΛΑΔΟΣ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΩΝ ΕΙΔΩΝ				
Dependent Variable-PR	Tobin's Q		ROA	
	Coefficient	t-stat	Coefficient	t-stat
Fam	0.710600*	3.029947	0.092345*	9.449687
Growth	1.305433*	5.194196	0.186269*	6.479482
Int	4.289743*	4.026054	0.074724	0.554829
Lev	-1.967811	-1.216390	-0.598248*	-17.16099
Lev_sq	0.546982	0.348766	0.500236*	35.64886
Log	-2.05E-06	-1.179747	-1.24E-07	-0.80249
Log_sq	2.02E-11***	1.872924	2.02E-12*	5.661775
Ownc	-0.060289	-0.578909	0.048933*	12.60897
Tan	-7.011488*	-2.865448	-0.510301*	-4.246789
Tan_sq	9.870445*	2.869254	0.567793*	3.517545
Constant	1.486556*	3.648635	0.137358*	13.45148
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0.700738</b>		<b>0.992778</b>	
<b>Adjusted R-squared</b>	<b>0.593858</b>		<b>0.990198</b>	

\*1% επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας, \*\*5% επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας, \*\*\*10% επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας

### PANEL B-WLS

ΚΛΑΔΟΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ				
Dependent Variable - PR	Tobin's Q		ROA	
	Coefficient	t-stat	Coefficient	t-stat
Fam	0.054810	0.697051	0.016378	1.217005
Growth	0.105060*	14.53387	0.013863*	3.460870
Int	-0.121242	-0.499464	-0.042972**	-2.656947
Lev	-1.780591*	-43.75709	-0.223187*	-6.397794
lev_sq	0.921016*	37.08880	0.183120*	7.614000
Log	2.99E-07*	6.156274	1.19E-07*	6.405319
log_sq	-6.45E-13*	-9.103105	-8.03E-14*	-6.985173
Ownc	-0.301316*	2.842466	-0.033638*	-6.423156
Tan	-1.117874*	-4.224029	-0.240532	-1.071050
tan_sq	1.575739*	25.06598	-0.027601	-0.082720
Constant	0.856269*	12.89392	0.107271*	7.628293
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0.883630</b>		<b>0.524369</b>	
<b>Adjusted R-squared</b>	<b>0.862850</b>		<b>0.442364</b>	

\*1% επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας, \*\*5% επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας, \*\*\*10% επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας

ΠΙΝΑΚΑΣ 5: ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ

PANEL C-WLS

ΚΛΑΔΟΣ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΩΝ ΕΙΔΩΝ				
Dependent Variable: lev	Tobin's Q		ROA	
	Coeffiecent	t-stat	Coeffiecent	t-stat
Pr	-0.139595*	-26.47238	-1.769885*	-11.76262
Fam	0.349081*	10.93955	0.266169*	8.094983
Growth	0.147974*	17.74624	0.211676*	5.761244
Int	3.481419*	5.456094	2.196995*	5.132757
Log	-1.54E-06*	-15.66140	-9.57E-07**	-2.197999
log_sq	1.15E-11*	16.41310	8.05E-12*	5.323698
Ownc	-0.038950	-1.270631	0.055247*	2.907267
Tan	-2.479778*	-139.6552	-1.545713*	-6.852010
tan_sq	3.472297*	78.79734	1.809918*	5.328858
Constant	0.525716*	35.16130	0.391243*	23.57388
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0.940382</b>		<b>0.903274</b>	
Adjusted R-squared	0.921880		0.873255	

\*1% επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας, \*\*5% επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας, \*\*\*10% επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας

PANEL D-WLS

ΚΛΑΔΟΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ				
Dependent variable: lev	Tobin's Q		ROA	
	Coeffiecent	t-stat	Coeffiecent	t-stat
Pr	-0.096796*	-6.200204	-0.070943**	-2.543294
Fam	-0.183426*	-7.312081	-0.200234*	-15.66592
Growth	0.046372*	5.910899	0.036548*	5.848299
Int	0.386158*	4.347100	0.449414*	11.50042
Log	3.09E-07**	2.644089	3.86E-07*	6.299071
log_sq	-1.40E-13	-1.455362	-1.16E-13	-1.619196
Ownc	-0.084358**	-2.033187	-0.160858*	-6.412198
Tan	1.229220*	9.615879	1.633755*	16.39847
tan_sq	-0.621525***	-1.752175	-1.147696*	-7.444616
Constant	0.144464*	4.365658	0.061878*	3.294856
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0.821364</b>		<b>0.796285</b>	
Adjusted R-squared	0.793159		0.765210	

\*1% επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας, \*\*5% επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας, \*\*\*10% επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας



## ΠΙΝΑΚΑΣ 6:ΕΛΕΓΧΟΣ ΑΥΤΟΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ

## ΚΛΑΔΟΣ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΩΝ ΕΙΔΩΝ

Correlation Analysis: Ordinary

Sample: 1 42

Included observations: 39

Correlation	Q	FAM	GROWTH	INT	LEV	LEV_SQ	LOG01	LOG_SQ	OWNC	TAN	TAN_SQ
<b>Q</b>	1.000000										
<b>FAM</b>	0.119214	1.000000									
<b>GROWTH</b>	0.508052	0.067605	1.000000								
<b>INT</b>	0.089420	-0.179587	0.199055	1.000000							
<b>LEV</b>	-0.343116	0.239482	-0.113750	0.444475	1.000000						
<b>LEV_SQ</b>	-0.283123	0.232913	-0.047876	0.502782	0.967638*	1.000000					
<b>LOG01</b>	0.230913	0.265754	0.379663	0.218504	0.145149	0.179238	1.000000				
<b>LOG_SQ</b>	0.237653	0.250354	0.378420	0.204697	0.141243	0.171768	0.997885*	1.000000			
<b>OWNC</b>	0.179073	-0.023422	0.222571	0.373713	0.121370	0.187495	0.545958	0.518145	1.000000		
<b>TAN</b>	-0.085820	0.160256	-0.425795	-0.613474	-0.223488	-0.256185	-0.241194	-0.224988	-0.489494	1.000000	
<b>TAN_SQ</b>	-0.101092	0.032408	-0.493517	-0.578085	-0.212858	-0.250808	-0.326935	-0.315211	-0.470160	0.976926*	1.000000

\*Παρά την υψηλή αυτοσυσχέτιση, οι μεταβλητές έχουν διατηρηθεί στο μοντέλο γιατί αποτυπώνουν τη μη γραμμική σχέση.

Covariance Analysis: Ordinary

Sample: 1 42

Included observations: 39

Correlation	ROA	FAM	GROWTH	INT	LEV	LEV_SQ	LOG01	LOG_SQ	OWNC	TAN	TAN_SQ
<b>ROA</b>	1.000000										
<b>FAM</b>	0.190747	1.000000									
<b>GROWTH</b>	0.734586	0.067605	1.000000								
<b>INT</b>	0.143351	-0.179587	0.199055	1.000000							
<b>LEV</b>	0.302563	0.239482	-0.113750	0.444475	1.000000						
<b>LEV_SQ</b>	0.206511	0.232913	-0.047876	0.502782	0.967638*	1.000000					
<b>LOG01</b>	0.523598	0.265754	0.379663	0.218504	0.145149	0.179238	1.000000				
<b>LOG_SQ</b>	0.512433	0.250354	0.378420	0.204697	0.141243	0.171768	0.997885	1.000000			
<b>OWNC</b>	0.539066	-0.023422	0.222571	0.373713	0.121370	0.187495	0.545958	0.518145	1.000000		
<b>TAN</b>	0.462583	0.160256	-0.425795	0.613474	-0.223488	-0.256185	0.241194	-0.224988	-0.489494	1.000000	
<b>TAN_SQ</b>	0.527183	0.032408	-0.493517	0.578085	-0.212858	-0.250808	0.326935	-0.315211	-0.470160	0.976926	1.000000

\*Παρά την υψηλή αυτοσυσχέτιση, οι μεταβλητές έχουν διατηρηθεί στο μοντέλο γιατί αποτυπώνουν τη μη γραμμική σχέση.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 7:ΕΛΕΓΧΟΣ ΑΥΤΟΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ

## ΚΛΑΔΟΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ

Correlation Analysis: Ordinary

Date: 02/06/11 Time: 11:53

Sample: 1 72

Included observations: 67

Balanced sample (listwise missing value deletion)

Correlation	Q	FAM	GROWTH	INT	LEV	LEV_SQ	LOG01	LOG_SQ	OWNC	TAN	TAN_SQ
Q	1.000000										
FAM	-0.114682	1.000000									
GROWTH	0.129703	0.261762	1.000000								
INT	0.071805	0.309369	0.445754	1.000000							
LEV	-0.444968	0.064825	0.141948	0.083112	1.000000						
LEV_SQ	-0.237112	-0.027241	0.054302	0.043057	0.878686*	1.000000					
LOG01	-0.207507	0.157766	0.232177	-0.104515	0.224574	0.096525	1.000000				
LOG_SQ	-0.189141	0.173284	0.230103	-0.095030	0.211396	0.084212	0.989134*	1.000000			
OWNC	0.275390	-0.538984	-0.158563	-0.088341	-0.182826	-0.028062	0.135481	0.155068	1.000000		
TAN	-0.310059	0.263325	-0.209879	-0.370820	0.342018	0.268850	0.191515	0.162349	-0.264349	1.000000	
TAN_SQ	-0.249503	0.329547	-0.152163	-0.254092	0.305446	0.232527	0.105444	0.084610	-0.294858	0.928874*	1.000000

\*Παρά την υψηλή αυτοσυσχέτιση, οι μεταβλητές έχουν διατηρηθεί στο μοντέλο γιατί αποτυπώνουν τη μη γραμμική σχέση

Correlation Analysis: Ordinary

Sample: 1 72

Included observations: 69

Correlation	GROWTH										
	FAM	INT	LEV	LEV_SQ	LOG01	LOG_SQ	OWNC	TAN	TAN_SQ	ROA1	
FAM	1.000000										
GROWTH	0.258894	1.000000									
INT	0.269025	0.422825	1.000000								
LEV	0.067997	0.140603	0.076427	1.000000							
LEV_SQ	0.022334	0.053084	0.030667	0.878703*	1.000000						
LOG01	0.171544	0.224066	-0.139172	0.228063	0.104743	1.000000					
LOG_SQ	0.186711	0.222081	-0.130925	0.215067	0.092640	0.989526*	1.000000				
OWNC	0.542965	-0.156018	-0.060156	-0.185439	-0.032852	0.114327	0.133492	1.000000			
TAN	0.273973	-0.210148	-0.381028	0.343841	0.273669	0.218528	0.190261	-0.275554	1.000000		
TAN_SQ	0.336085	-0.153331	-0.263494	0.307614	0.236532	0.123518	0.103163	-0.302054	0.927975*	1.000000	
ROA	0.083146	0.150999	0.080858	-0.091458	-0.083946	0.308580	0.227979	-0.065895	-0.113854	-0.141371	1.000000

\*Παρά την υψηλή αυτοσυσχέτιση, οι μεταβλητές έχουν διατηρηθεί στο μοντέλο γιατί αποτυπώνουν τη μη γραμμική σχέση

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΠΑ