



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΜΒΑ)**

**Διπλωματική Εργασία**

**«Κίνδυνοι που απορρέουν από τη διοικητική οχύρωση  
και η επίδρασή τους στη μερισματική πολιτική των  
επιχειρήσεων»**

**Γεωργίου Κ. Δημήτριος  
Επιβλέπων Καθηγητής: Αρτίκης Γ. Παναγιώτης**

**Πειραιάς, Ιούνιος 2014**

Παράρτημα Β: Βεβαίωση Εκπόνησης Διπλωματικής Εργασίας



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή (δεύτερη) σελίδα στο σώμα της διπλωματικής εργασίας)

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων : MBA» με τίτλο Κινδύνοι που απορρέουν από τη διοικητική αχέρωση και η επίδραση των βελτιωτικών πολιτικών των επιχειρήσεων έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου».

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή/ τριας.....

Όνοματεπώνυμο..... Γεωργίου Δημήτριου.....

Ημερομηνία..... 27 Ιουλίου 2014.....

Αφιερώνεται στους γονείς μου

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

# «Κίνδυνοι που απορρέουν από τη διοικητική οχύρωση και η επίδρασή τους στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων»

Γεωργίου Κ. Δημήτριος

**Σημαντικοί Όροι:** Μερισματική Πολιτική, Εταιρική διακυβέρνηση,

## Περίληψη

Το αντικείμενο της εταιρικής διακυβέρνησης και της μερισματικής πολιτικής έχει απασχολήσει αρκετούς συγγραφείς και ερευνητές, ενώ ταυτόχρονα και οι διοικήσεις των εταιριών αντιμετωπίζουν σοβαρά θέματα αποφάσεων της μερισματικής πολιτικής. Το συμπέρασμα αν τελικά ο βαθμός διοικητικού ελέγχου επηρεάζει την μερισματική πολιτική είναι αρκετά σύνθετο και εμφανίζει μεγάλες αποκλίσεις ακόμα και σε περιπτώσεις ερευνών που διεξάχθηκαν στην ίδια χώρα, από διαφορετικούς μελετητές το ίδιο χρονικό διάστημα.

Κύριος στόχος της έρευνα αυτής είναι να εξετασθεί η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης - του βαθμού διοικητικού ελέγχου – στην επίδραση της μερισματικής πολιτικής που υιοθετούν οι επιχειρήσεις. Σε αυτό το πλαίσιο διαχωρίζονται οι επιχειρήσεις του δείγματος σε τρεις διαφορετικές κατηγορίες, συγκεκριμένα σε μη-οικογενειακές, οικογενειακές επιχειρήσεις στις οποίες συμμετέχει η ιδιοκτησία στη διοίκηση και σε οικογενειακές επιχειρήσεις στις οποίες δεν συμμετέχει η ιδιοκτησία στη διοίκηση.

Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε είναι ο διαχωρισμός των επιχειρήσεων ανά κλάδο δραστηριοποίησης και βαθμό διοικητικού ελέγχου, έπειτα ο προσδιορισμός των κυριότερων παραγόντων επίδρασης της εταιρικής διακυβέρνησης στην μερισματική πολιτική και ο στατιστικός έλεγχος αυτών των παραγόντων προκειμένου να διαπιστωθεί η στατιστική αξιοπιστία των αποτελεσμάτων.

Τα συμπεράσματα της έρευνας σχετίζονται με αποτελέσματα άλλων ερευνών που έχουν διεξαχθεί σε άλλες χώρες από διάφορους μελετητές. Τα βασικά συμπεράσματα της ερευνας στα βασικά ζητήματα που εξετάζονται είναι σε συμφωνία με το πλήθος των προηγούμενων ερευνών και έτσι επιβεβαιώνονται τα προηγούμενα εμπειρικά ευρήματα.

## **Ευχαριστίες**

*Θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές ευχαριστίες μου στον κύριο Αρτίκη Παναγιώτη του Πανεπιστημίου Πειραιά και επιβλέποντα καθηγητή της διπλωματικής μου εργασίας, που με την καθοδήγηση του, την εμπειρία του και τις υποδείξεις του συνέβαλε αποφασιστικά στην εκπόνηση αυτής της μελέτης. Η πολύτιμη βοήθεια του και η άριστη συνεργασία μαζί του αποτέλεσαν καθοριστικούς παράγοντες αυτής της πολύτιμης προσπάθειας και την έγκαιρη διεκπεραίωση της παρούσας εργασίας.*

*Επίσης, νιώθω την ανάγκη να ευχαριστήσω από τα βάθη της καρδιάς μου τους γονείς μου και τον αδερφό μου για την βοήθεια και τη συμπαράσταση τους καθόλη τη διάρκεια των σπουδών μου.*

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## **ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ**

---

<b>Πίνακας 2.1 :</b> Συγκριτικές προβλέψεις στατιστικών μοντέλου “Tradeoff” .....	18
<b>Πίνακας 4.1 :</b> Μη – οικογενειακές επιχειρήσεις .....	45
<b>Πίνακας 4.2 :</b> Οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου Family B .....	47
<b>Πίνακας 4.3 :</b> Οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου Family C .....	49
<b>Πίνακας 4.4 :</b> Πλήθος Μη – οικογενειακών και Οικογενειακών επιχειρήσεων .....	50
<b>Πίνακας 5.1:</b> Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου B .....	55
<b>Πίνακας 5.2:</b> Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου C .....	56
<b>Πίνακας 5.3:</b> Στατιστική ανάλυση t οικογενειακών Επιχειρήσεων τύπου B με οικογενειακού τύπου C .....	56
<b>Πίνακας 5.4:</b> Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου B .....	57
<b>Πίνακας 5.5:</b> Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου C .....	58
<b>Πίνακας 5.6:</b> Στατιστική ανάλυση t οικογενειακών Επιχειρήσεων τύπου B με οικογενειακού τύπου C .....	58
<b>Πίνακας 5.7:</b> Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου B .....	59
<b>Πίνακας 5.8:</b> Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου C .....	60
<b>Πίνακας 5.9:</b> Στατιστική ανάλυση t οικογενειακών Επιχειρήσεων τύπου B με οικογενειακού τύπου C .....	61
<b>Πίνακας 5.10:</b> Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου B .....	61
<b>Πίνακας 5.11:</b> Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου C .....	62
<b>Πίνακας 5.12:</b> Στατιστική ανάλυση t οικογενειακών Επιχειρήσεων τύπου B με οικογενειακού τύπου C .....	62
<b>Πίνακας 5.13:</b> Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου B .....	63
<b>Πίνακας 5.14:</b> Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου C .....	64
<b>Πίνακας 5.15:</b> Στατιστική ανάλυση t οικογενειακών Επιχειρήσεων τύπου B με οικογενειακού τύπου C .....	64



<b>Πίνακας 6.1:</b> Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών και οικογενειακών Επιχειρήσεων.....	80
<b>Πίνακας 6.2:</b> Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών και οικογενειακών Επιχειρήσεων.....	81
<b>Πίνακας 6.3:</b> Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών και οικογενειακών Επιχειρήσεων.....	82
<b>Πίνακας 6.4:</b> Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών και οικογενειακών Επιχειρήσεων.....	83
<b>Πίνακας 6.5:</b> Πίνακας διανομής μερίσματος κατά το έτος 2008 και 2011 .....	84



## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

---

Περίληψη .....	i
Ευχαριστίες .....	ii
Κατάσταση πινάκων .....	iii
<b>Κεφάλαιο 1: Αντικειμενικός Σκοπός .....</b>	<b>1</b>
1.1 Εισαγωγή .....	1
1.2 Σημασία της ερευνάς .....	1
1.3 Περίληψη Μεθοδολογίας .....	2
1.4 Διάθρωση Εργασίας .....	3
<b>Κεφάλαιο 2 : Θεωρητική Προσέγγιση Μερισματικής Πολιτικής .....</b>	<b>5</b>
2.1 Ορισμός της Μερισματικής Πολιτικής .....	5
2.2 Μερισματική Πολιτική και Εταιρική Διακυβέρνηση .....	6
2.3 Παράγοντες που Επηρεάζουν την Μερισματική Πολιτική .....	6
2.4 Μοντέλα .....	7
2.4.1 Γενικό Εμπειρικό Μοντέλο του Rozeff's .....	7
2.4.1.1 Βασικά στοιχεία .....	7
2.4.1.2 Υποθέσεις – Παραδοχές .....	7
2.4.1.3 Αναλυτική περιγραφή μοντέλου .....	8
2.4.1.4 Εξέταση αποτελεσμάτων .....	9
2.4.2 Μοντέλο Περιχαράκωσης .....	10
2.4.2.1 Βασικά στοιχεία .....	10
2.4.2.2 Υποθέσεις – Παραδοχές .....	10
2.4.2.3 Εξέταση αποτελεσμάτων .....	11
2.4.3 Μοντέλο Ενδεχόμενων Απαιτήσεων .....	11
2.4.3.1 Βασικά στοιχεία .....	11
2.4.3.2 Χαρακτηριστικά – Παραδοχές .....	11
2.4.3.3 Γενικά Συμπεράσματα .....	14
2.4.4 Δείγμα του REITs .....	14
2.4.4.1 Βασικά στοιχεία .....	14
2.4.4.2 Υποθέσεις .....	15
2.4.4.3 Εξέταση αποτελεσμάτων .....	15
2.4.5 Επέκταση Μοντέλου Tradeoff .....	16
2.4.5.1 Χαρακτηριστικά Επέκτασης Μοντέλου Tradeoff .....	16
2.4.5.2 Υποθέσεις – Παραδοχές .....	16

2.4.5.3 Συμπεράσματα .....	18
2.4.6 Πρότυπό ISS .....	19
2.4.6.1 Βασικά στοιχεία .....	19
2.4.6.2 Υποθέσεις – Παραδοχές .....	19
2.4.6.3 Εξέταση αποτελεσμάτων .....	20
2.4.7 Μοντέλο Διακυβέρνησης στην Ασιατική Αγορά .....	20
2.4.7.1 Βασικά στοιχεία .....	20
2.4.7.2 Υποθέσεις – Παραδοχές .....	21
2.4.7.3 Εξέταση αποτελεσμάτων .....	22
2.4.8 Χρησιμοποιώντας Granger Causality test .....	22
2.4.8.1 Βασικά στοιχεία .....	22
2.4.8.2 Υποθέσεις – Παραδοχές .....	22
2.4.8.3 Εξέταση αποτελεσμάτων .....	23
2.4.9 Δείκτης Αποτελεσματικότητας .....	24
2.4.9.1 Βασικά στοιχεία .....	24
2.4.9.2 Χαρακτηριστικά Δείκτη .....	24
2.4.9.3 Εξέταση αποτελεσμάτων .....	25
2.4.10 Θεωρητική Ανάλυση .....	26
2.4.10.1 Βασικά στοιχεία .....	26
2.4.10.2 Βασικά Στοιχεία και Υποθέσεις .....	26
2.4.10.3 Εξέταση αποτελεσμάτων .....	27
2.4.11 Τμηματικό Μοντέλο .....	28
2.4.11.1 Βασικά στοιχεία .....	28
2.4.11.2 Βασικές Υποθέσεις .....	28
2.4.11.3 Εμπειρικά Αποτελέσματα .....	30
2.4.12 Μοντέλο Πολιτισμού και Εταιρικής Διακυβέρνησης .....	31
2.4.12.1 Βασικά στοιχεία .....	31
2.4.12.2 Υποθέσεις – Παραδοχές .....	31
2.4.12.3 Εξέταση αποτελεσμάτων .....	33
2.4.13 Εξίσωση Πληρωμής Μερισματος με Βάση την Ιδιοκτησιακή Δομή ....	34
2.4.13.1 Βασικά στοιχεία .....	34
2.4.13.2 Υποθέσεις – Παραδοχές .....	34
2.4.13.3 Συμπεράσματα .....	35
<b>Κεφάλαιο 3 : Παράγοντες Επηρεασμού Μερισματικής Πολιτικής .....</b>	<b>36</b>
3.1 Συσχέτιση παραγόντων και οικογενειακών επιχειρήσεων .....	36
3.1.1 Παράγοντες που επηρεάζουν την επίδοση, απόδοση και κερδοφορία των οικογενειακών επιχειρήσεων .....	36

3.1.2 Επίδραση οικογενειακού ελέγχου στην απόδοση των οικογενειακών επιχειρήσεων .....	39
3.1.3 Έλεγχος - Εξέταση πωλήσεων για τον προσδιορισμό της κερδοφορίας και της απόδοσης των επιχειρήσεων .....	40
3.1.4 Έλεγχος της επίδρασης του συνολικού χρέους στην οικονομική δομή της επιχείρησης .....	41
3.2 Προσδιορισμός παραγόντων καταβολής μερίσματος .....	42
<b>Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup> : Περιγραφή Δείγματος .....</b>	<b>44</b>
4.1 Σκοπός του κεφαλαίου .....	44
4.2 Δεδομένα .....	44
<b>Κεφάλαιο 5<sup>ο</sup> Μελέτη και Ανάλυση Παραγόντων .....</b>	<b>52</b>
5.1 Μεθοδολογία .....	52
5.2 Προσδιορισμός Υποθέσεων .....	52
5.3 Κριτική Διερεύνηση δεικτών και στατιστικός έλεγχος .....	54
5.3.1 Απόδοση Ενεργητικού (ROA) .....	54
5.3.2 Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) .....	57
5.3.3 Απόδοση Επενδεδυμένων Κεφαλαίων (ROIC) .....	59
5.3.4 Καθαρά Έσοδα (NI) .....	61
5.3.5 Περιθώριο Κέρδους προ Φόρων (Pretax Margin) .....	63
5.3.6 Πωλήσεις ανά Εργαζόμενο (Sales/Employee) .....	65
5.3.7 Κεφαλαιουχικές Δαπάνες προς το Σύνολο του Ενεργητικού .....	67
5.3.8 Κέρδη Προ Φόρων και Τόκων (EBIT) .....	69
5.3.9 Σύνολο Χρέους προς το Σύνολο των Κοινών Μετοχών .....	71
5.3.10 Ρευστότητα .....	73
5.3.11 Σύνολο Χρέους προς Σύνολο Ενεργητικού .....	75
<b>Κεφάλαιο 6 : Έλεγχος Παραγόντων Προσδιορισμού Μερίσματος .....</b>	<b>78</b>
6.1 Γενικά .....	78
6.2 Δεδομένα .....	78
6.3 Μεθοδολογία .....	78
6.4 Προσδιορισμός Υπόθεσης .....	79
6.5 Στατιστικός έλεγχος δεδομένων και $t$ – κατανομή .....	79
6.5.1 Λόγος Αγοραία προς Λογιστική Αξία .....	79
6.5.2 Κερδοφορία .....	80
6.5.3 Ευκαιρίες Ανάπτυξης .....	81

6.5.4 Αδιανέμητα Κέρδη .....	82
6.6 Ανάλυση μερισματικής πολιτικής επιχειρήσεων .....	83
6.7 Μεταβλητότητα Σύνολο ενεργητικού .....	85
6.8 Μεταβλητότητα Συνολικών πωλήσεων .....	85
<b>Κεφάλαιο 7 : Συμπεράσματα και Κατευθύνσεις .....</b>	<b>87</b>
7.1 Συμπεράσματα Χρηματοοικονομικών δεικτών .....	87
7.2 Συμπεράσματα Παραγόντων Καταβολής μερίσματος .....	89
7.3 Κατευθύνσεις για περεταίρω έρευνα .....	91
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....</b>	<b>92</b>
Ξένα Βιβλία .....	92
Ξένα Άρθρα .....	92
Ελληνικά Βιβλία .....	95
Ηλεκτρονικές Πηγές .....	95

# Κεφάλαιο 1

## «Αντικειμενικός Σκοπός»

“The harder we look the dividend picture, the more it seems like a puzzle with pieces that just don't fit together”

Fisher Black, 1976

### 1.1 Εισαγωγή

Η μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων έχει απασχολήσει μεγάλο μέρος της ακαδημαϊκής κοινότητας στο χώρο της χρηματοοικονομικής διοίκησης, από τις αρχές του αιώνα, όπως επίσης και το σύνολο των διοικήσεων των επιχειρήσεων. Οι παράγοντες που επηρεάζουν τη διαδικασία λήψης αποφάσεων σχετικά με τη μερισματική πολιτική είναι πολλοί και κατά συνέπεια πολλές είναι και οι θεωρητικές προσεγγίσεις που έχουν αναπτυχθεί με το πέρασμα των χρόνων. Πολλές φορές τα συμπεράσματα είναι αντικρουόμενα, γεγονός που καθιστά αδύνατη τη συμφωνία των ερευνητών σε κάποιες κοινά αποδεκτές αρχές. Η μερισματική πολιτική συνεχίζει μέχρι και σήμερα να διχάζει τους ερευνητές, με αποτέλεσμα πολλοί από αυτούς τον χαρακτηρίζουν ως ένα γρίφο που αδυνατούν να τον λύσουν.

Τα βασικά ερωτήματα που αφορούν τη μερισματική πολιτική είναι: i) πως διαμορφώνεται η μερισματική πολιτική στις επιχειρήσεις και από ποιους παράγοντες εξαρτώνται οι αποφάσεις σχετικά με τη μερισματική πολιτική και ii) κατά πόσο η υιοθέτηση μιας συγκεκριμένης μερισματικής πολιτικής έχει θετική, αρνητική ή μηδενική επίδραση στην αξία της εταιρίας, η οποία εκφράζεται μέσα από την τιμή της μετοχής της.

### 1.2 Σημασία της ερευνάς

Ο σημαντικότερος, ίσως παράγοντας που καθιστά χρήσιμη την διεξαγωγή της μελέτης είναι η προσπάθεια σύνδεσης των κινδύνων που προκύπτουν από την διοικητική οχύρωση και η επίδραση τους στην μερισματική πολιτική. Είναι ένας χώρος που δεν

έχει εξετασθεί σε βάθος και δεν υπάρχουν πολλές αντίστοιχες μελέτες που να αναφέρονται σε εταιρείες από την ελληνικό χώρο. Συνεπώς, η παρούσα εργασία δίνει την ευκαιρία να γίνει μια σύγκριση των αποτελεσμάτων με τα αντίστοιχα αποτελέσματα από μελέτες που έχουν γίνει σχετικά με το ίδιο θέμα και αφορούν ξένες επιχειρήσεις. Κατά επέκταση δίνεται η δυνατότητα σύγκρισης της συμπεριφοράς που επιδιώκουν και παρουσιάζουν οι ελληνικές επιχειρήσεις με τις ξένες. Τέλος, δίνεται η δυνατότητα σύγκρισης σε επίπεδο κλάδου και επιπλέον η ανάλυση σε περίοδο προ-κρίσης και κρίσης.

Ο τελευταίος παράγοντας είναι πολύ σημαντικός γιατί δίνεται η δυνατότητα να παρουσιαστούν αποτελέσματα, ανά κατηγορία επιχειρήσεων, σύμφωνα με το βαθμό διοικητικού ελέγχου, και να εξετασθεί κατά πόσο επηρεάστηκαν περισσότερο στα πρώτα χρόνια της οικονομικής ύφεσης. Με αυτό τον τρόπο απαντιούνται ερωτήματα όπως, ποιες επιχειρήσεις ήταν ευάλωτες, ποιες αντέδρασαν θετικά και ποιες δεν επηρεάστηκαν ή επηρεάστηκαν λιγότερο κατά τα πρώτα χρόνια της οικονομικής ύφεσης.

### **1.3 Περίληψη Μεθοδολογίας**

Στη συγκεκριμένη εργασία προσδιορίζονται οι παράγοντες που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων, σύμφωνα με την διοικητική οχύρωση των στελεχών. Αναλύεται η σπουδαιότητα και σημαντικότητα των παραγόντων, καθώς επίσης και πως οι παράγοντες αυτοί επηρεάζουν την μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.

Αρχικά θα εξεταστούν εκτενέστερα οι παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των επιχειρήσεων και η επίδραση τους στον προσδιορισμό της μερισματικής πολιτικής των οικογενειακών και μη – οικογενειακών επιχειρήσεων σε σχέση με τον βαθμό της διοικητικής οχύρωσης των στελεχών, να εντοπιστούν οι βασικές διαφορές μεταξύ των δύο εξεταζόμενων κατηγοριών, καθώς και πως αυτές επηρεάστηκαν στο χρονικό διάστημα 2008 με 2011, η οποία είναι και μια περίοδος οξείας οικονομικής ύφεσης. Ο σκοπός είναι να διαπιστωθεί η σημαντικότητα των παραγόντων που εντοπίστηκαν και προσδιορίζονται στην εξεταζόμενη αρθρογραφία των Toshiki Kurashina et. al (2009) και εντοπισθεί εάν κάποιος παράγοντας είναι χαρακτηριστικό κάποιας συγκεκριμένης εξεταζόμενης κατηγορίας επιχειρήσεων.

Αρχικά γίνεται έλεγχος και ομαδοποίηση των εταιριών βάση του βαθμού διοικητικού ελέγχου και ανά κλάδο οικονομικής δραστηριοποίησης. Έπειτα γίνεται ένα γενικός σχολιασμός των τελικών αποτελεσμάτων, ανά εξεταζόμενη χρονική περίοδο.

Στην συνέχεια, σύμφωνα με την έρευνα των David J. Denis et. al (2008), θα εξετάζονται οι παράγοντες που επηρεάζουν τον καθορισμό της μερισματικής πολιτικής, τόσο ξεχωριστά όσο και συνδυαστικά, προκειμένου να προσδιοριστεί η σχετική σημαντικότητα τους στον καθορισμό της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων.

Τέλος, γίνεται έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας προκειμένου να προσδιοριστεί η αξία των αρχικών συμπερασμάτων και η βαρύτητα των παραγόντων στον προσδιορισμό της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων. Ο έλεγχος γίνεται τόσο των αποτελεσμάτων συνδυαστικά γίνεται τόσο συνδυαστικά όσο και συγκεντρωτικά προκειμένου να εξαχθούν πιο ισχυρά επιχειρήματα.

#### **1.4 Διάθρωση Εργασίας**

Η δομή της διπλωματικής εργασίας έχει ως εξής:

Στο κεφάλαιο 2 δίνεται ο ορισμός της μερισματικής πολιτικής και παρουσιάζονται ορισμένα υποδείγματα καθορισμού της μερισματικής πολιτικής. Προσδιορισμός των σπουδαιότερων παραγόντων βάση της εξεταζόμενης βιβλιογραφίας. Καθώς θεωρητική ανάλυση της επίδρασης της εταιρικής διακυβέρνησης στην μερισματική πολιτική. Τα υποδείγματα αναφέρονται με χρονολογική εξέλιξη και σπουδαιότητα. Επίσης αναφέρονται σε θεωρητικό υπόβαθρο και προσδιορίζονται τα βασικά μειονεκτήματα και πλεονεκτήματα έναντι άλλων υποδειγμάτων.

Στο κεφάλαιο 3 γίνεται εκτενή αναφορά και εξέταση των παραγόντων που επηρεάζουν την καταβολή μερισμάτων των οικογενειακών επιχειρήσεων. Σύνδεση των παραγόντων με τις οικογενειακές επιχειρήσεις.

Στο κεφάλαιο 4 αρχικά γίνεται μια αναφορά του συνολικού δείγματος των επιχειρήσεων που θα εξετασθούν. Έπειτα γίνεται ο διαχωρισμός των επιχειρήσεων βάση των κριτηρίων που προσδιορίζονται αναλυτικά στο συγκεκριμένο κεφάλαιο. Επίσης προσδιορισμός των υποθέσεων που θα εξετασθούν. Έπειτα στο κεφάλαιο 5, γίνεται στατιστικός έλεγχος των βασικότερων παραγόντων, που αναλύθηκαν προηγουμένως.

Στο κεφάλαιο 6 γίνεται εκ νέου ένας διαχωρισμός των επιχειρήσεων βάση των παραγόντων και περιορισμών που αναφέρονται εκτενώς στο συγκεκριμένο κεφάλαιο. Έπειτα γίνεται προσδιορισμός και έλεγχος της υπόθεσης. Τέλος, γίνεται στατιστικός έλεγχος των παραγόντων που προσδιορίζονται βάση της υπόθεσης.

Στο κεφάλαιο 7 γίνεται συγκεντρωτική ανάλυση και σχολιασμός όλων των αποτελεσμάτων, εξάγονται τελικά συμπεράσματα και συνδυάζονται για την συνάφεια τους με την εξεταζόμενη βιβλιογραφία. Έπειτα γίνονται προτάσεις και προτροπές για μελλοντική έρευνα διάφορων παραγόντων που δεν αναλύθηκαν εκτενώς στην συγκεκριμένη έρευνα.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



## Κεφάλαιο 2

### «Θεωρητική Προσέγγιση Μερισματικής Πολιτικής»

#### 2.1 Ορισμός της Μερισματικής Πολιτικής

Σύμφωνα με τον Baker (2001, σελ 201) *"Παρά τις ογκώδεις έρευνες, δεν έχουμε ακόμα όλες τις απαντήσεις για το πάζλ της μερισματικής πολιτικής"*. Με άλλα λόγια, δεν ξέρουμε γιατί ορισμένες εταιρείες να πληρώνουν μερίσματα και άλλες όχι. Η πεποίθηση του Black (1976, σελ 5) εξακολουθεί να είναι η παρούσα *"Γιατί εταιρείες πληρώνουν μερίσματα; Γιατί οι επενδυτές να δώσουν προσοχή στα μερίσματα;"* Οι απαντήσεις σε αυτά τα ερωτήματα δεν είναι καθόλου προφανές. *"Το πιο δύσκολο είναι να κοιτάξουμε τα μερίσματα ως εικόνα, φαίνεται σαν ένα πάζλ, με κομμάτια που απλά δεν ταιριάζουν μεταξύ τους"*. Παρόλες τις μελέτες που έχουν γίνει η μερισματική πολιτική παραμένει ένα από τα άλυτα πρόβλημα στην εταιρική διακυβέρνηση. Σύμφωνα με τους (Bhattacharya, 1979, John et. al. 1985, και Miller et. al. 1985) τα μερίσματα μεταφέρουν μελλοντική πληροφορία που σχετίζεται με την μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης.

Η μερισματική πολιτική προσεγγίζει το ζήτημα το πόσο μια εταιρία πρέπει να πληρώσει τους μετόχους της. Το μέρισμα είναι αυτό που έχει ενδιαφέρον για τους διαχειριστές για μεγάλο χρονικό διάστημα. Ως βέλτιστη πολιτική μιας επιχείρησης μπορεί να ορίζεται εκείνη που μπορεί να αυξάνει τον πλούτο των μετόχων κατά μεγαλύτερο ποσό. Είναι αναγκαίο να κατανοήσουμε τη φύση της σχέσης μεταξύ του μερίσματος και της αξίας της επιχείρησης.

Τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης μπορεί να διανεμηθούν στους μετόχους είτε να παρακρατηθούν από την ίδια την επιχείρηση προς μελλοντική εκμετάλλευση. Τα αδιανέμητα κέρδη και τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε επενδύσεις και την χρηματοοικονομική ανάπτυξη της επιχείρησης. Αντικειμενικός σκοπός των επιχειρήσεων είναι να σταθεροποιούν την μερισματική απόδοση γύρω από μια μακροπρόθεσμη μερισματική πολιτική.

Η σταθερή υψηλή απόδοση μερίσματος βοηθάει τους μετόχους στην αποφυγή σπατάλης χρηματικών πόρων σε επενδύσεις με μη αντίστοιχη απόδοση κερδών, στην

αύξηση εισροής εξωτερικών κεφαλαίων από τράπεζες, επενδυτές και την πώληση μετοχών στην πρωτογενή αγορά κεφαλαίου ή την εξάλειψη των ταμειακών ροών, έλεγχος και μείωση των προβλημάτων γραφείου μέσω της παρακολούθησης της πρωτογενούς αγοράς και των εταιρικών δραστηριοτήτων.

## **2.2 Μερισματική Πολιτική και Εταιρική Διακυβέρνηση**

Η μερισματική πολιτική και η εταιρική διακυβέρνηση είναι δυο αλληλένδετοι όροι μέσα σε μια επιχείρηση. Η εταιρική διακυβέρνηση και η διάθρωση της επηρεάζουν τις αποφάσεις που λαμβάνονται για την εκάστοτε μερισματική πολιτική την οποία ακολουθεί η επιχείρηση. Η μερισματική πολιτική επιδρά στην εταιρική διακυβέρνηση και οχύρωση των διευθυντικών στελεχών.

Διευθυντικά στελέχη τα οποία είναι παγιωμένα εντός της επιχείρησης, καθώς και στελέχη τα οποία πρόκειται να λάβουν αποφάσεις οι οποίες θα φέρουν υπό-βέλτιστα αποτελέσματα, έχουν την τάση να πληρώνουν υψηλότερα μερίσματα.

Αντίστοιχα τα διευθυντικά στελέχη πληρώνουν μικρότερα μερίσματα στην περίπτωση που το ποσοστό των διευθυντικών στελεχών είναι μικρότερο από αυτό των μετόχων, με κίνδυνο να οδηγηθούν σε λήψη αποφάσεων μη μεγιστοποίησης της αξίας των κεφαλαίων, με σκοπό το προσωπικό όφελος. Ενώ αυξάνεται το ποσοστό των διευθυντικών στελεχών τότε γίνεται αντιστροφή των ενεργειών τους. Επιπλέον αυξάνεται η δύναμη της ψήφου των στελεχών και διασφαλίζεται ο κίνδυνος εχθρικής εξαγοράς.

## **2.3 Παράγοντες που Επηρεάζουν την Μερισματική Πολιτική**

Βασικοί παράγοντες που προσδιορίζουν τον καθορισμό της μερισματικής πολιτικής είναι η εσωτερική διακυβέρνηση, οι επενδυτικές ευκαιρίες, η αποζημίωση των διευθυντικών στελεχών, το μέγεθος της επιχείρησης, η μόχλευση, το νομικό καθεστώς μέσα στο οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση καθώς και η παρακολούθηση του Διοικητικού Συμβουλίου από εξωτερικούς μετόχους.

Σκοπός αυτού του κεφαλαίου είναι να παρουσιάσει μια ευρεία ποικιλία μοντέλων, καθώς και την συμπεριφορά των παραγόντων του κάθε μοντέλου, την επίδραση της εταιρικής διακυβέρνηση στον καθορισμό της μερισματικής πολιτικής επιχείρησης.

## 2.4 Μοντέλα

### 2.4.1 Γενικό Εμπειρικό Μοντέλο του Rozeff's

#### 2.4.1.1 Βασικά στοιχεία

Το γενικό μοντέλο πληρωμής μερίσματος εστιάζεται στην εξήγηση της σχέσης μεταξύ εσωτερικής ιδιοκτησίας και πληρωμής μερίσματος. Η μερισματική πολιτική και το εσωτερικό ιδιοκτησιακό καθεστώς μπορούν να αντικαταστήσουν μηχανισμούς ελέγχου. Η αύξηση του ποσοστού εσωτερικής ιδιοκτησίας έχει σαν αποτέλεσμα την μείωση καταβολής μερίσματος. Η μεθοδολογία αναπαριστάται από μια ενιαία εξίσωση διατομής μεταξύ καταβολής μερίσματος και ενός συνόλου μεταβλητών trade-off επιχειρημάτων σύμφωνα με τον Rozeff's (1982, σελ 185). Τα trade-off επιχειρήματα είναι μεταξύ του διευθυντικού οφέλους, που έχει επίδραση στην μείωση του κόστους γραφείου και του οριακού κόστους, με άμεση επίδραση στην αύξηση του κόστους συναλλαγής.

#### 2.4.1.2 Υποθέσεις – Παραδοχές

Το βασικό μοντέλο υπόκειται σε τρεις βασικές παραδοχές οι οποίες δεν συνδέονται μεταξύ τους. Σύμφωνα με την πρώτη παραδοχή η διανομή μερίσματος σχετίζεται αρνητικά με το όφελος της εσωτερικής ιδιοκτησίας κάτω από ένα επίπεδο διοικητικής οχύρωσης και θετικά πάνω από αυτό το επίπεδο, ενώ οι άλλοι παράγοντες παραμένουν σταθεροί. Σύμφωνα με τους Beck et. al (1982, σελ 52) το επίπεδο εσωτερικής ιδιοκτησίας μπορεί να εξηγηθεί από διευθυντικές επιθυμίες διαφοροποίησης του πλούτου με τη την αύξηση της ρευστότητας.

Η δεύτερη υπόθεση αφορά για το χαμηλό επίπεδο ενός καλώς πληροφορημένου ευεργετημένου ιδιοκτήτη (κάτω από το κρίσιμο σημείο οχύρωσής) κατά την οποία η πληρωμή μερίσματος έχει αντιστρόφως ανάλογη σχέση με την συνολική ιδιοκτησία ενός ενημερωμένου ορθά ιδιοκτήτη, ενώ οι άλλοι παράγοντες παραμένουν σταθεροί. Η υπόθεση μπορεί να θεωρηθεί και ως έλεγχος στην πρόταση ότι οι ευεργετικές εκμεταλλεύσεις μπορούν να οδηγήσουν σε διοικητική οχύρωση από τους γνώστες.

Η τρίτη υπόθεση του παρόντος μοντέλου έρχεται σε συμμόρφωση με τον κώδικα καλής πρακτικής του Cadbury (1992, σελ 86) κατά τον οποίο επίδραση στα μερίσματα είναι μηδενική.

### 2.4.1.3 Αναλυτική περιγραφή μοντέλου

Σύμφωνα με τις υποθέσεις το μοντέλο έχει την ακόλουθη μορφή:

$$\begin{aligned} \text{MNPAY}_i = & \beta_0 + \beta_1 \text{INSBEN}_i + \beta_2 \text{INSBEN2}_i + \beta_3 \text{GROW1}_i + \beta_4 \text{GROW2}_i + \beta_5 \text{DEBT}_i + \\ & \beta_6 \text{VARIAB}_i + \beta_7 \text{CASH}_i + \beta_8 \text{DISPERS}_i + \beta_9 \text{INSTIT}_i + \beta_{10} \text{NONEXPCT}_i + \\ & \beta_{11} \text{IACT}_i + \beta_{12} \text{SIZE}_i + \beta_{13} \text{LANALYST}_i + \beta_{14} \text{ROA}_i + \beta_{15} \text{ROA} * \text{DUMNEG}_i + \\ & \beta_{16} \text{CADBURY}_i + \sum_{j=1}^{\infty} (\beta_j \text{INDUMNY}_{j,i}) + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (2.1)$$

Οι ερμηνευτικές μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στο μοντέλο είναι οι εξής:

$\beta$  = συντελεστής παλινδρόμησής

$j$  = Δείκτης τομέα

$i$  = Δείκτης  $i$  της εταιρείας

$n$  = αριθμός τομέων ανδρικών

Η ανεξάρτητη μεταβλητή (MNPAY) είναι ο λόγος πληρωμής μερίσματος, ο οποίος είναι ο μέσος όρος των πέντε τελευταίων ετών. Ωφέλιμος γνώστης ιδιοκτήτης (INSBEN) ορίζεται ως το ποσό των εταιρικών μεριδίων που ορίζεται ευθέως από τους εταιρικούς διαχειριστές, οποίος έχει αρνητική επίδραση μεταξύ ενημερωμένων ιδιοκτητών και κόστος γραφείου. Παρελθοντική ανάπτυξη (GROW1) ορίζεται ο γεωμετρικός μέσος ρυθμός ανάπτυξης των συνολικών εταιρικών κεφαλαίων για τα πέντε τελευταία έτη, όπου αναμένεται να έχει αρνητική επίδραση. Μελλοντική ανάπτυξη ευκαιριών (GROW2) υπολογίζεται στην λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων, με αρνητική επίδραση ανάμεσα στα μερίσματα στις μελλοντικές ευκαιρίες ανάπτυξής. Χρέος (DEBT) υπολογίζεται στην λογιστική αξία των χρεών αποπληρωσιμότητα από την αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων, το οποίο συνδέεται με την μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης που προέρχεται από τις συγκρούσεις μετόχων και διευθυντικών στελεχών. Συνολική διακύμανση των αποδόσεων των μετοχών (VARIAB) το οποίο περιλαμβάνει τα υψηλά πάγια λειτουργικά έξοδα της επιχείρησης ή ο ενδεχόμενος κίνδυνός που μπορεί να επηρεάσει την επιχείρηση, με αναμενόμενη αρνητική επίδραση στην πληρωμή μερίσματος. Διασπορά μετόχων (DISPERS), η οποία ορίζεται ως 100% μείον το συσσωρευτικό ποσό των μειουμένων μετόχων της επιχείρησης, με αναμενόμενη θετική επίδραση στο τελικό αποτέλεσμά.

Συνολική θεσμική ιδιοκτησία των μετόχων (INSIST), το οποίο αποτελεί μηχανισμό παρακολούθησης των διευθυντικών στελεχών, σύμφωνα με τους Demsetz et. al (1985, σελ 213). Η επίδραση του δεν μπορεί να προκαθοριστεί εκ των προτέρων, μπορεί να έχει είτε θετική είτε αρνητική επίδραση. Ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο (NONEXPCT) οι οποίοι δύνανται να επηρεάσουν την διευθυντική

οχύρωση, σύμφωνα με τους Winter (1977, σελ 45), Fama (1980, σελ 58) και Weisbach (1988, σελ 158), οι οποίοι δύνανται να επηρεάσουν την διευθυντική οχύρωση. Με αναμενόμενη αρνητική επίδραση στην πληρωμή μερίσματος. Μεταβλητή έλεγχου (IACT) ορίζεται ως τα ποσά που αναγράφονται στους λογαριασμούς της επιχείρησης ως μη ανακτήσιμα, με αρνητική συνολική επίδραση. Μεταβλητή έλεγχου της επιχείρησης (SIZE) ορίζεται ο λογάριθμος κεφαλαιοποίησης της αγοράς, χωρίς να υπάρχει προκαθορισμένη επίδραση στα τελικά αποτελέσματα. Η μεταβλητή (LANALYST) ορίζεται ο λογάριθμος του αριθμού των αναλυτών και αποτελεί ένα μέτρο παρακολούθησής των στελεχών, με μη προσδιορισμένη θετική ή αρνητική επίδραση στην καταβολή του μερίσματος. Επιστροφή περιουσιακών στοιχείων (ROA) ορίζεται ο μέσος όρος των μετά φόρων κέρδη προ έκτακτων στοιχείων και το σύνολο του ενεργητικού υπολογίζεται για διάστημα πέντε ετών. Με απροσδιόριστη επίδραση στα μερίσματα. Η εικονική μεταβλητή (DUMNEG) υπολογίζεται για την ύπαρξη αρνητικών ή θετικών κερδών για την περίοδο που υπολογισμού του ROA. Η τελευταία ανεξάρτητη μεταβλητή CADBURY παίρνει τιμές από 1 εάν η επιχείρηση δηλώνει πλήρη συμμόρφωση. Το σήμα της μεταβλητής είναι αβέβαιο αν λάβουμε υπόψη την τρίτη υπόθεση.

#### 2.4.1.4 Εξέταση αποτελεσμάτων

Τα τελικά εμπειρικά αποτελέσματα οδήγησαν σε δύο κύρια σημεία. Αρχικά ισχυρά αποδεικτικά στοιχεία δείχνουν ότι από ένα κρίσιμο σημείο περιχαράκωσης, το οποίο υπολογίζεται στην περιοχή του 30% της εμπιστευτικής ιδιοκτησίας, ο συντελεστής για τις αλλαγές μωύμενης ιδιοκτησίας αλλάζει πρόσημο από αρνητικό σε θετικό. Δεύτερο κύριο σημείο στο οποίο κατέληξε είναι η απόρριψη της εξήγησής ρευστότητας δεδομένου ότι παρόμοια σχέση παρατηρείται όταν γνώστες κατέχουν μη ευεργετικές εκμεταλλεύσεις εκτός από αυτές που είναι κάτω από το κρίσιμο σημείο. Το σημείο αυτό ενισχύεται όταν δεν υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ μερισμάτων και αγοραίας αξίας των εργατικών εμπιστευτικών εκμεταλλεύσεων. Οι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών έχουν τον έλεγχο, αλλά όχι τα δικαιώματα των ταμειακών ροών, τα οποία ευνοούν την περιχαράκωσή.

## 2.4.2 Μοντέλο Περιχαράκωσης

### 2.4.2.1 Βασικά στοιχεία

Σύμφωνα με το μοντέλο της περιχαράκωσης τα διευθυντικά στελέχη αντλούν χρησιμότητα μέσω του ελέγχου της επιχείρησης και της ανάληψης νέων προγραμμάτων, το επιτυγχάνουν μέσω της ανάληψης συγκεκριμένων επενδυτικών προγραμμάτων επιδιώκοντας το προσωπικό όφελος καθώς και αυξάνοντας τα δικαιώματα ψήφου τα οποία έχουν. Η περιχαράκωση είναι πολύ δαπανηρή για τους μετόχους και περιορίζεται όταν υπάρχει μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών ενδιαμέσος (Fluck, 1999, σελ 213), στην περίπτωση εξαγοράς (Shleifer et. al, 1986, σελ 23) και στην περίπτωση χρεοκοπίας (Zweibel, 1996, σελ 34).

### 2.4.2.2 Υποθέσεις – Παραδοχές

Στο μοντέλο περιχαράκωσης βασική προϋπόθεση για την καταβολή μερίσματος είναι ο τύπος του διευθυντικού στελέχους. Οι αποφάσεις των στελεχών για την καταβολή μερίσματος χωρίζεται σε δύο βήματα, αρχικά αν θα καταβάλει ή όχι και έπειτα ο προσδιορισμό του ύψους του. Ο σκληρός τύπος στελέχους είναι λιγότερο πιθανό να πληρώσει μερίσμά σε σχέση με τον αδύναμο τύπο. Αυτά μπορούν να αποτυπωθούν στο εξής μοντέλο:

$$\text{Payout} = \begin{cases} 1 & \text{if } t^* \leq 0 \\ 0 & \text{if } t^* > 0 \end{cases} \quad (2.2)$$

Όπου το  $t^*$  σχετίζεται τον τύπο του στελέχους.

$$\text{Στην συνέχεια υποθέτουμε ότι ο διευθυντικός τύπος είναι μια γραμμική σχέση } t^* = \alpha + \beta'X + \varepsilon \quad (2.3)$$

όπου:  $X$  είναι διάνυσμα το οποίο εξαρτάται από τον διευθυντικό τύπο και  $\varepsilon$  είναι τυχαίο σφάλμα.

Έπειτα μπορούμε να εκφράσουμε τις εξισώσεις (2.2) και (2.3) με τις αντίστοιχες πιθανότητες πληρωμής μερίσματος.

$$\begin{aligned} \text{Prob}(\text{Payout} = 1)^n &= \text{Prob}(t^* \leq 0) = \text{Prob}(\alpha + \beta'X + \varepsilon \leq 0) \\ &= \text{Prob}(\varepsilon \leq -(\alpha + \beta'X)) = F(-(\alpha + \beta'X)) \end{aligned} \quad (2.4)$$

Όπου  $F$  είναι η αθροιστική συνάρτηση κατανομής, με την υπόθεση ότι είναι υλικοτεχνική. Το διάνυσμα  $X$  περιλαμβάνει μεταβλητές σε μεσοπρόθεσμη βάση που

καθορίζουν τον τύπο του διευθυντικού στελέχους. Περιλαμβάνει τέσσερις τύπους μεταβλητών i) ποιότητα επενδυτικών ευκαιριών ii) την αποτελεσματικότητα εσωτερικών μηχανισμών διακυβέρνησης iii) παρακολούθηση από εξωτερικούς μεγαλομετόχους iv) τα κίνητρα του διευθύνοντα συμβούλου για την μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων.

#### 2.4.2.3 Εξέταση αποτελεσμάτων

Το μοντέλο περιχαράκωσής μας δίνει την δυνατότητα να πραγματοποιήσουμε προβλέψεις πληρωμής μερισμάτων που επηρεάζονται από την επίδραση των εσωτερικών μηχανισμών διακυβέρνησης, τις επενδυτικές ευκαιρίες, τη διαχείριση αποζημιώσεων και την παρακολούθηση από τους εξωτερικούς μετόχους. Το μοντέλο μας επιβάλλει περιορισμούς τόσο στην απόφαση να γίνουν πληρωμές όσο και στο επίπεδο πληρωμών. Συνολικά το μοντέλο υποδεικνύει ότι η διοικητική οχύρωση είναι ένας σημαντικός παράγοντας στον καθορισμό της εταιρικής πολιτικής πληρωμής.

## 2.4. Μοντέλο Ενδεχόμενων Απαιτήσεων

#### 2.4.3.1 Βασικά στοιχεία

Το μοντέλο ενδεχόμενων απαιτήσεων εξετάζει τις επιπτώσεις της διαχειριστικής οχύρωσης στην μερισματική πολιτική και την αποτίμηση ασφάλειας. Δίνει έμφαση στο ρόλο που διαδραματίζουν τα διαχειριστικά θέματα του οργανισμού στον καθορισμό της κεφαλαιακής διάρθρωσης και την πολιτική πληρωμής μερισμάτων. Το μοντέλο είναι βασισμένο στον Anderson et. al (1996, σελ 58) οι οποίοι χρησιμοποιούν ένα διωνυμικό μοντέλο για την μελέτη της ασφάλειας του χρέους. Τέλος, το μοντέλο εξετάζει την δυναμική των μερισμάτων και τις επιπτώσεις στην αποτίμηση ασφαλείας, επιτρέπει άμεση σύγκριση των επιλογών μόχλευσης μετόχων και διευθυντικών στελεχών επιπλέον προβλέπει ένα μέτρο μέτρησης της διοικητικής οχύρωσης.

#### 2.4.3.2 Χαρακτηριστικά - Παραδοχές

Αρχικά θεωρούμε ότι η εταιρία έχει αξιώσεις από τα διευθυντικά στελέχη καθώς και οι μέτοχοι με τους δανειστές. Τα διευθυντικά στελέχη είναι οχυρωμένα λόγω της συνεισφοράς του ανθρώπινου δυναμικού της επιχείρησης, λειτουργούν την επιχείρηση λαμβάνοντας χρηματική αποζημίωση –μισθούς, το οποίο τους κάνει μη-εθελοντές. Με σκοπό να ξεχωρίσουμε τα διευθυντικά στελέχη από τους μετόχους υποθέτουμε ότι δεν κατέχουν μετοχές της επιχείρησης. Το μοντέλο φέρει έξι χαρακτηριστικά γνωρίσματα.

Το πρώτο γνώρισμα αφορά το χρέος. Αποτελείται από ομόλογο το οποίο έχει τοκομερίδιο ωριμότητας  $T$ . Αντίθετα τα ίδια κεφάλαια δεν έχουν ωριμότητα. Η αξία του ενεργητικού της επιχείρησης  $U_t$  ακολουθεί δυωνυμική κατανομή. Ανάλογα τον χρονικό διάστημα η αξία των κεφαλαίων μπορεί να κινηθεί είτε προς τα πάνω είτε προς τα κάτω. Ο μηδενικός κίνδυνος έχει πιθανότητας του να κινηθεί προς τα πάνω ή προς τα κάτω ίση με  $p$  και  $1-p$  αντίστοιχα, όπου το  $p$  είναι συγκεκριμένο και αμετάβλητο στο χρόνο.

Το δεύτερο χαρακτηριστικό έχει σχέση με την δυνατότητα των μετόχων να απολύουν και η μείωση της αξίας του εταιρικού κεφαλαίου κατά  $\Phi(1-\beta)U_t$ . Το οποίο αναπαριστά το χάσιμο του ανθρώπινου κεφαλαίου, το  $\Phi$  αναπαριστά την δύναμη της διοικητικής οχύρωσης. Ενώ υποθέτουμε ότι δεν υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ Διοικητικών στελεχών και μετόχων. Κατά την ρευστοποίηση της επιχείρησης τα εταιρικά κεφάλαια έχουν κόστος το οποίο ισούται με  $k(1-\beta)U_t$ . Η ανάκαμψη από την ρευστοποίηση εκφράζεται ως  $\beta U_t + (1 - k - \Phi)(1 - \beta) U_t$  το οποίο περιλαμβάνει τις πρόσφατες ταμειακές ροές και την υπολειμματική αξία του ενεργητικού.

Το τρίτο χαρακτηριστικό έχει σχέση με το σημείο ισορροπίας όπου όλοι οι έχοντες αξιώσεις από την επιχείρηση αντιδρούν ανάλογα με το προσωπικό τους συμφέρον. Έχει σχέση με το χρόνο ωριμότητας  $T$ . Οι δανειστές παίρνουν το επιτόκιο του ομολόγου  $cP$ . Ενώ τα διευθυντικά στελέχη πληρώνουν τους δανειστές εφόσον έχουν την δυνατότητα αλλιώς οδηγούνται σε ρευστοποίηση της επιχείρησης. Η αξία του χρέους υπολογίζεται:

$$B(U_t) = \begin{cases} (1 + c) P, \text{ if } U_t \geq (1 + c)P \\ \beta U_T + (1 - k - \Phi)(1 - \beta)U_T, \text{ if } U_T < (1 + c)P \end{cases} \quad (2.5)$$

Το άθροισμα της αξία των ιδίων κεφαλαίων και του μισθού των διοικητικών στελεχών ισούται με  $ER(u)$ .

$$ER(U_t) = \begin{cases} U_T - B(U_T) + TCP, \text{ if } U_T \geq (1 + c)P = \pi r^2 \\ 0, \text{ if } U_T < (1 + c)P \end{cases} \quad (2.6)$$

Όπου  $T$  είναι ο φορολογικός συντελεστής.



Μια ενδεχόμενη απόλυση διευθυντικών στελεχών θα είχε ως αποτέλεσμα να επιβαρύνει το κεφάλαιο μειώνοντας το ίσο με  $\Phi(1 - \beta) U_T$ . Τα διευθυντικά στελέχη κάνουν μια πρόσφορά μερίσματος που συνεπάγεται την αξία των ιδίων κεφαλαίων  $S(U_T)$ .

$$S(U_T) = \begin{cases} (ER(U_T) - \Phi(1 - \beta) U_T, & \text{if } U_T \geq (1 + c)P\pi r^2 \\ 0, & \text{if } U_T < (1 + c)P \end{cases} \quad (2.7)$$

Το τέταρτο χαρακτηριστικό σχετίζεται με την αύξηση του εταιρικού κινδύνου. Η αύξηση του εταιρικού κινδύνου έχει ως αποτέλεσμα την μείωση της αξίας της επιχείρησης, εκτός όταν η επιχείρηση είναι κοντά στην χρεοκοπία. Η αξία του χρέους συνδέεται αρνητικά με τον κίνδυνο, ενώ η αξία των ιδίων κεφαλαίων ανταποκρίνεται θετικά. Τα Διευθυντικά στελέχη επιδιώκουν να διατηρήσουν χαμηλό επίπεδο κινδύνου με σκοπό τα προσωπικά οφέλη. Τα συμφέροντα των στελεχών είναι πιο κοντά με αυτά των μετόχων από ότι των δανειστών. Γενικά, οι προτιμήσεις των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών ευθυγραμμίζονται όταν η επιχείρηση βρίσκεται κοντά στην χρεοκοπία.

Το πέμπτο χαρακτηριστικό δείχνει την αρνητική σχέση της αξία επιχείρησης και της πληρωμής μερίσματος. Η αποζημίωση των στελεχών έχει αρνητική σχέση με την πληρωμή μερίσματος, όπου είναι και επιθυμία των μετόχων οι υψηλές αποδόσεις. Τα διευθυντικά στελέχη αυξάνουν την απόδοση των μερισμάτων όταν η επιχείρηση φλερτάρει με την χρεοκοπία. Σύμφωνα με αυτόν τον παράγοντα θα πρέπει να είμαστε προσεχτικοί όταν κάνουμε υποθέσεις για τις σχέσεις μεταξύ στελεχών και μετόχων, διότι αλλάζουν δυναμικά.

Το έκτο χαρακτηριστικό παρουσιάζει την αρνητική σχέση μεταξύ μόχλευσης και μερισματικής απόδοσης. Εταιρίες με υψηλή μόχλευση τείνουν να έχουν χαμηλή μερισματική απόδοση, καθώς επίσης η μόχλευση έχει αρνητική σχέση με την διευθυντική οχύρωση των στελεχών.

Σύμφωνα με τις προηγούμενα χαρακτηριστικά και με την υπόθεση ότι όταν εξετάζεται ο ένας παράγοντας οι άλλοι παραμένουν σταθεροί, η μερισματική απόδοση υπολογίζεται:

$$DY(U_0) = \frac{\text{Dividend}(U_0)}{S(U_0)} = (\beta U_0 - (1 - T) cP - \Omega) / S(U_0) \quad (2.8)$$

όπου  $(\beta U_0 - (1 - T) cP)$  είναι το κουπόνι εκ των ταμειακών ροών για  $t = 0$  και το  $\Omega$  αναπαριστά τις διευθυντικές ταμειακές ροές για  $t = 0$ .

### 2.4.3.3 Γενικά Συμπεράσματα

Πρόκειται για ένα δυναμικό μοντέλο που εξετάζει τη εταιρική ασφάλεια η οποία χαρακτηρίζει την μερισματική πολιτική, την διάρθρωση του κεφαλαίου μέσω της διοικητικής οχύρωσης και των μετόχων, οι οποίοι έχουν περιορισμένη δύναμη για να απολύουν. Τα διευθυντικά στελέχη επιλέγουν την μόχλευση και ταυτόχρονα προσδιορίζουν τις αποφάσεις πληρωμής μερίσματος βελτιστοποιώντας την δική τους χρησιμότητα και εξαλείφουν τον κίνδυνο απόλυσης τους. Επιθυμία των Διευθυντικών στελεχών είναι να μην υπάρχει δανεισμός στην επιχείρηση με σκοπό να μεγιστοποιούν τα προσωπικά τους οφέλη.

Η διοικητική οχύρωση επηρεάζει αρνητικά την αξία της επιχείρησης, το χρέος και τα ίδια κεφάλαια. Τα διευθυντικά στελέχη είναι πιο κοντά στους μετόχους από ότι στους δανειστές. Τα συμφέροντα τους ευθυγραμμίζονται όταν η επίκειται χρεοκοπία της επιχείρησης. Η μερισματική απόδοση επηρεάζεται από τις επιλογές μόχλευσης και την διοικητική οχύρωσή. Επιπλέον, η μόχλευση επηρεάζεται από την διαπραγματευτική δύναμη των δανειστών.

## 2.4.4 Δείγμα του REITs

### 2.4.4.1 Βασικά στοιχεία

Πρόκειται για έναν ξεχωριστό παράγοντα ο οποίος υπολογίζει τόσο την πληρωμή μερίσματος όσο και την μερισματική απόδοση. Η εστίαση στα REITs έχει ως αποτέλεσμα την εξάλειψη των μεταξύ των μεταβλητών μεταξύ των βιομηχανιών. Τα REITs λειτουργούν σε ένα μοναδικό περιβάλλον όπου σε αντίθεση με τις ρυθμιζόμενες βιομηχανίες οι κανονιστικές διατάξεις δεν αποσκοπούν τόσο στην επιβολή πιστωτικής ευθύνης για την προστασία και την ενίσχυση των συμφερόντων των καταναλωτών και επενδυτών αλλά στην προσέλκυση θεσμικά και ιδιωτικά κεφάλαια από τον τομέα των ακινήτων, διευκολύνοντας γενναϊόδωρες διανομές και οφέλη διαφοροποίησης.

Τα διευθυντικά στελέχη με ενασχόληση στα REIT έχουν περιορισμένες επενδυτικές επιλογές, το 75% των κεφαλαίων πρέπει να μετατραπεί σε τίτλους δημοσίου, ακίνητη περιουσία και άλλες μετοχές REITs. Αυτό έχει ως συνέπεια την αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης ενάντια στις εχθρικές εξαγορές. Το οποίο ενισχύεται από το κανόνα 5-

50, σύμφωνα με τον οποίο πέντε μέτοχοι διατηρούν περισσότερο από το 50% των μετοχών της επιχείρησης (10% και άνω ο καθένας). Επιπλέον ενισχύει τα διευθυντικά στελέχη να αντισταθούν απέναντι στις εχθρικές εξαγορές. Σύμφωνα με την υπόθεση ότι οι επιχειρήσεις με υψηλά επίπεδα επίδοσης πληρώνουν χαμηλά μερίσματα, η διανομή μερίσματος από REIT είναι αρνητικά συσχετισμένη με την επιστροφή κεφαλαίων.

#### 2.4.4.2 Υποθέσεις

Το μοντέλο REITs έχει τέσσερις βασικές υποθέσεις. Η πρώτη αφορά την πληρωμή μερισμάτων σε σχέση με την επίδοση της επιχείρησης. Σύμφωνα με αυτή την υπόθεση, επιχειρήσεις με ανώτερη (κατώτερη) επίδοση πληρώνουν χαμηλότερα (υψηλότερα) μερίσματα. Η δεύτερη αφορά τα μερίσματα και την οχύρωση των διοικητικών στελεχών. Τα παγιωμένα διοικητικά συμβούλια πληρώνουν υψηλά μερίσματα. Οι συμβάσεις αποζημίωσης προσφέρουν αρκετά υψηλούς μισθούς και πριμ παραγωγικότητας, το οποίο καθιστά αδιάφορα διευθυντικά στελέχη και οι απαιτήσεις των μετόχων για μέρισμα αυξάνουν. Η τρίτη υπόθεση αφορά τα μερίσματα και τον έλεγχο, η παρακολούθηση από ανεξάρτητο συμβούλιο και οι εξαγορές επιβάλλουν υψηλά μερίσματα. Τέλος, η τέταρτη υπόθεση συνδυάζει τα μερίσματα με τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης, όπου το σταθερό επιτόκιο χρέους παρακινεί τα διευθυντικά στελέχη να επιδείξουν μεγαλύτερη προσπάθεια με αποτέλεσμα να καταβάλουν χαμηλότερα μερίσματα.

Σκοπός των προηγούμενων υποθέσεων είναι καταρχήν να εξετασθεί αν οι μερισματικές αποφάσεις λειτουργούν με σκοπό την μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων, επιπλέον να θέσει τους περιορισμούς που επηρεάζουν την παρακολούθηση και διέπουν την συμπεριφορά των διευθυντικών στελεχών και επηρεάζουν τις αποφάσεις μερίσματος.

#### 2.4.4.3 Εξέταση αποτελεσμάτων

Έπειτα η ανάλυση ενός μεγάλου δείγματος επιχειρήσεων, σε συνδυασμό με τις υποθέσεις, οδήγησε σε τέσσερα βασικά συμπεράσματα. Πρώτον, η πληρωμή μερίσματος συνδέεται αρνητικά με την επίδοση της επιχείρησης. Δεύτερον, την ύπαρξη αρνητικής σχέσης μεταξύ καταβολής μερίσματος και μεγέθους διοικητικού συμβουλίου, ενώ συνδέεται θετικά με την θητεία και την δυαδικότητα του διοικητικού συμβουλίου. Τρίτο συμπέρασμα είναι η αρνητική σχέση μεταξύ μερισμάτων και ιδιοκτησίας διευθυντικών στελεχών. Τέλος, η μερισματική απόδοση έρχεται σε συμφωνία με την

καταβολή μερίσματος, σε αντίθεση με τα μερίσματα έρχεται η μερισματική απόδοση όταν ο διευθύνοντας σύμβουλος έχει μακρόχρονη θητεία.

## **2.4.5 Επέκταση Μοντέλου Tradeoff**

### **2.4.5.1 Χαρακτηριστικά Επέκτασης Μοντέλου Tradeoff**

Πρόκειται για συνέχιση των εμπειρικών ευρημάτων του Agha (2008), όπου είχε διαπιστώσει ότι η μείωση των επενδύσεων και υπέρ-πληρωμή μερισμάτων συνδέεται με τα βραχυπρόθεσμα κίνητρα που δίνονται στα διευθυντικά στελέχη, ενώ οι υπερβολικές επενδύσεις σε συνδυασμό με την μικρή πληρωμή μερίσματος συνδέεται με τα μακροπρόθεσμα κίνητρα. Επιπλέον είχε διαπιστώσει ότι η επίδοση της επιχείρησης και οι επενδύσεις συνδέονται αρνητικά, ενώ η μερισματική απόδοση συνδέεται θετικά με την διακυβέρνηση.

Η επέκταση του μοντέλου Tradeoff αναλύει τις σχέσεις μεταξύ κινήτρων και διακυβέρνησης από την μια πλευρά και επενδύσεων, της εταιρικής επίδοσης και των μερισμάτων από την άλλη πλευρά, καθώς εξηγεί και τόσο το πρόβλημα της υπέρ-επένδυσης και της υπό-επένδυσης και πως αυτό διαμορφώνεται με τα πακέτα κινήτρων.

Στόχος είναι να δώσει απάντηση στα ερωτήματα που δημιουργούνται όπως i) την ύπαρξη του προβλήματος υπέρ-επενδύσεων και υπό-επενδύσεων όταν όλα τα κίνητρα συνδέονται ii) Πως οι επενδύσεις, τα μερίσματα και η επίδοση της εταιρίας αλληλεπιδρούν με την διακυβέρνηση και το πακέτο κινήτρων iii) τη σχέση μερισμάτων, εταιρικής επίδοσης και επενδύσεων από την μια πλευρά και της διακυβέρνησης και του πακέτου κινήτρων από την άλλη iv) Τέλος, την σχέση υποκατάστασης του πακέτο κινήτρων, τα μερίσματα με την εταιρική διακυβέρνησης. Η απάντηση στα παραπάνω ερωτήματα δίνεται με την κατασκευή του δείκτη διακυβέρνησης.

### **2.4.5.2 Υποθέσεις – Παραδοχές**

Υποθέτουμε ότι η μορφή των μετόχων είναι κανονικοποιημένη, έχει μια κερδοφόρα επενδυτική ευκαιρία και ότι οι ταμειακές ροές υπερβαίνουν το ποσό που απαιτείται για την ανάληψη της επενδυτικής ευκαιρίας. Ο διευθυντής μεγιστοποιεί την προσωπική χρησιμότητά όταν κατανέμει τα μετρητά ανάμεσα στις επενδύσεις και τα μερίσματα. Έτσι, τα διευθυντικά στελέχη θέτονται ανεξάρτητα του κινδύνου. Επίσης υποθέτουμε

ότι στην εταιρία υπάρχει μια μονάδα διακυβέρνησης που αξιολογεί τις αποφάσεις των στελεχών και τους τιμωρεί ανάλογα.

Το μοντέλο έχει δύο ημερομηνίες, κατά την πρώτη τα διευθυντικά στελέχη αποφασίζουν και ανακοινώνουν την επενδυτική και μερισματική πολιτική την οποία πρόκειται να ακολουθήσουν το επόμενο έτος και κατά την δεύτερη ημερομηνία πραγματοποιείται η πληρωμή που έχει αποφασιστεί. Η πληρωμή κατά την δεύτερη ημερομηνία ( $P_2$ ) ισούται με τις αρχικές επενδύσεις ( $I_1$ ) συν το κέρδος που παράγεται από αυτές ( $\Pi_2$ ). Επομένως εκφράζεται ως:

$$P_2 = I_1 + \Pi_2 = I_1 + \beta I_1 - \delta I_1 \alpha + \epsilon_2 \quad (2.9)$$

όπου:  $\beta$  είναι παράμετρος παραγωγής.

$\delta$  είναι σταθερή παράμετρος.

$\epsilon$  είναι παράμετρος ορθής λειτουργίας του κέρδους.

Με την υπόθεση ότι δεν υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων διευθυντικών στελεχών και επενδυτών, τα στελέχη επιλέγουν επενδύσεις οι οποίες μεγιστοποιούν το κέρδος, όπου έχουμε το βέλτιστο σημείο μεγιστοποίησης του κέρδους  $\Pi_2$  ( $I^*$  &  $D^*$ ). Στην περίπτωση που έχουμε σύγκρουση συμφερόντων τότε επιλέγεται μια πολιτική επενδύσεων η οποία δεν μεγιστοποιεί τα συμφέροντα. Επιλέγεται και προσφέρεται ένα πακέτο κινήτρων το οποίο είναι ανάλογο των κερδών της επιχείρησης, προς εξισορρόπηση της διαφοράς. Σύμφωνα με την παραδοχή ότι η διακυβέρνηση ενεργεί προς το συμφέρον των επενδυτών, σημαίνει ότι είναι υποκατάστατο της παροχής κινήτρων. Αυτό γίνεται επειδή η διακυβέρνηση παρασύρει τις επενδύσεις προς το βέλτιστο σημείο.

Συμφωνά με τις υποθέσεις οι οποίες έχουν γίνει τα διευθυντικά στελέχη αντλούν όφελος από τις αυξημένες επενδύσεις στις οποίες προβαίνουν οι επιχειρήσεις, έτσι έχουμε το πρόβλημα της υπέρ-επένδυσής. Αντίθετα, τα διευθυντικά στελέχη υπό-επενδύουν λόγω του αυξημένου κόστους παρακολούθησής και έλεγχου των έργων. Το όφελος που θα αντλούν τα διευθυντικών στελεχών θα ισούται με:

$$I_1 = [(\beta/\alpha\delta) + (M - \theta\rho)/\alpha\delta\pi](1/\alpha - 1) , \text{ και } D_1 = C_1 - I \quad (2.10)$$

Στην περίπτωση της υπέρ-επένδυσής το  $M$  είναι θετικό, ενώ στην περίπτωση της υπό-επένδυσής είναι αρνητικό.

Μια αύξηση των κινήτρων ή της διακυβέρνησης θα είχε ως αποτέλεσμα να μετριάσει το πρόβλημα υπέρ-επένδυσής (υπό-επένδυσής) και να ωθήσει τα διευθυντικά στελέχη να μειώσουν τις υπερβολικές επενδύσεις και να διανέμουν υψηλότερα μερίσματα (να αυξήσουν τις επενδύσεις και να μειώσουν τα μερίσματα τα οποία πληρώνουν). Με αποτέλεσμα να κινηθούν προς το βέλτιστο σημείο ( $I^*$  &  $D^*$ )

Για την ανάλυση και την εξακρίβωση των παραπάνω αποτελεσμάτων μας βοήθησε η κατασκευή εξαρτημένων μεταβλητών (επενδύσεις, επίδοση εταιρίας και μερίσματα) όσο και των ανεξάρτητων (δείκτης διακυβέρνησης, πακέτο κινήτρων, μεταβλητές έλεγχου και λοιπές επεξηγηματικές). Στην συνέχεια η γραμμικότητα ή μη των μεταβλητών καθώς και η σχέση επενδύσεων και κινήτρων, όπου μας οδήγησαν στα τελικά συμπεράσματα τα οποία παρουσιάζονται αναλυτικά στον επόμενο πίνακα.

Πίνακας 2.1 :Συγκριτικές προβλέψεις στατιστικών μοντέλου “Tradeoff”

Πηγή: investment Dividends, Firm Performance and Managirical Inctive(2008)

Μεταβλητές	Υπό-επενδύσεις		Υπέρ-επενδύσεις	
	Κίνητρα	Διακυβέρνηση	Κίνητρα	Διακυβέρνηση
Επίπεδο επενδύσεων	+	+	-	-
Εταιρική επίδοση	+	+	+	+
Επίπεδο μερισμάτων	-	-	+	+

#### 2.4.5.3 Συμπεράσματα

Η ανάλυση εστιάστηκε στις επενδύσεις, στην εταιρική επίδοση και τα πακέτα κινήτρων που προσφέρονται στα διευθυντικά στελέχη. Οι επενδυτές προτιμούν υπό-επενδύσεις σε συνδυασμό με αυξημένη πληρωμή μερισματος όταν τα επίπεδα διακυβέρνησης είναι ασθενή, και ώθηση των δυο μεταβλητών προς το βέλτιστο σημείο όταν η διακυβέρνηση είναι ισχυρή καθώς οι επενδύσεις έχουν αυξητική τάση, τα μερίσματα καθοδική τάση και η επίδοση της επιχείρησης κινείται ανοδικά.

## 2.4.6 Πρότυπό ISS

### 2.4.6.1 Βασικά στοιχεία

Το πρότυπο Institutional Shareholder Service (ISS) μετράει την συνολική ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης περιλαμβάνοντάς οκτώ κατηγορίες εταιρικής διακυβέρνησης (λογιστικός έλεγχος, διοικητικό συμβούλιο, εσωτερικός κανονισμός, εκπαίδευση διευθυντών, αποζημίωση συμβούλων και διευθυντών, ιδιοκτησιακό καθεστώς, προοδευτικές πρακτικές και κατάσταση ενσωμάτωσης) με εξήντα δυο παράγοντες. Εξετάζει πως η συνολική ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης η οποία επηρεάζει την μερισματική πολιτική.

Η εταιρική διακυβέρνηση υπάρχει για να παρέχει ισορροπία μεταξύ μετόχων και διοίκησης, συνεπώς να μετριάξει το κόστος γραφείου. Το οποίο επηρεάζει την υιοθέτηση της μερισματική πολιτική που μεγιστοποιεί την αξία των μετόχων. Δίνει την δυνατότητα να εξηγήσουμε το ρόλο των εξόδων του οργανισμού ως μια εξήγηση της πληρωμής μερίσματος μετά τον έλεγχο άλλων καθοριστικών παραγόντων όπως του μερίσματος, του κύκλου ζωής και της κερδοφορίας.

### 2.4.6.2 Υποθέσεις – Παραδοχές

Για την εξήγηση της σύνδεσης της μεταξύ συνολικής ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης και πληρωμής μερίσματος εισάγουμε δύο αντίθετες υποθέσεις. Η πρώτη υπόθεση, υπόθεση αποτελέσματος, προτείνει ότι η μερισματική πολιτική είναι αποτέλεσμα της ποιότητας διακυβέρνησης. Σε επιχειρήσεις με αδύναμη διακυβέρνηση οι ευκαιριακοί διευθυντές είναι σε θέση να διατηρήσουν περισσότερα μετρητά στο εσωτερικό της επιχείρησης με σκοπό την εκμετάλλευση για προσωπικό τους όφελος και εις βάρος των μετόχων. Βασίζεται στην υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών του Jensen (1986, σελ 96). Διευθυντικά στελέχη εταιριών με αδύναμη διακυβέρνηση είναι πιο πιθανό να διατηρούν μετρητά το οποίο του επιτρέπει να τα καταναλώνουν προς εκμετάλλευση προσωπικών οφελών. Σύμφωνα με την υπόθεση αναμένεται μια θετική σχέση μεταξύ μερισματικής πολιτικής και ποιότητας διακυβέρνησης.

Η αντίθετη υπόθεση, υπόθεση υποκατάστασης, υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις με αδύναμη διακυβέρνηση πληρώνουν υψηλά μερίσματα για να υποκαταστήσουν την κακή διακυβέρνηση. Η πληρωμή μερισμάτων είναι ένας μηχανισμός ο οποίος ανακουφίζει τις συγκρούσεις μεταξύ μετόχων και στελεχών. Επιχειρήσεις με ασθενή διακυβέρνηση είναι πιο επιρρεπής σε διοικητική οχύρωση. Ως αποτέλεσμα, οι μέτοχοι

απαιτούν την πληρωμή υψηλότερων μερισμάτων. Αναμένεται αρνητική σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και πληρωμής μερίσματος.

#### 2.4.6.3 Εξέταση αποτελεσμάτων

Τα εμπειρικά αποτελέσματα έρχονται σε συμφωνία με τα την υπόθεση αποτέλεσμα. Εταιρίες με ποιοτικά καλή εταιρική διακυβέρνηση έχουν την τάση να πληρώνουν υψηλά μερίσματα σε σχέση με αυτές που έχουν αδύναμη διακυβέρνηση. Επιπλέον παράγοντες που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική είναι η μόχλευση όπου μετριάζει τις δαπάνες του οργανισμού λόγω των συμφωνιών χρέους επί των μερισμάτων. Η ανάπτυξη της επιχείρησης καθώς και τα φορολογικά οφέλη της επιχείρησης όταν καταβάλει μερίσματα, τα οποία έχουν θετική σχέση με την μερισματική πολιτική.

### 2.4.7 Μοντέλο Διακυβέρνησης στην Ασιατική Αγορά

#### 2.4.7.1 Βασικά στοιχεία

Το παρόν μοντέλο εξετάζει τις αλλαγές στην διακυβέρνηση, ιδιαίτερα στην σχέση ανάμεσα στα μερίσματα και την εταιρική διακυβέρνηση σε πέντε Ασιατικές χώρες κατά την περίοδο 1994-2003 κατά το χρονικό διάστημα περιλαμβάνεται και το χρονικό διάστημα 1997-1998 περίοδος της κρίσης. Στοιχεία προ-κρίσης υποδουλώνουν αρνητική σχέση μεταξύ μερισμάτων και διακυβέρνησης, όπου τα μερίσματα είναι υποκατάστατο άλλων μηχανισμών διακυβέρνησης. Ενώ τα στοιχεία μετά-κρίσης δείχνουν μια θετική σχέση μεταξύ μερισμάτων και διακυβέρνησης, το οποίο έρχεται σε συμφωνία με ουσιαστικές βελτιώσεις στη διακυβέρνηση και την ενδυνάμωση των μετόχων.

Βασίζεται στην ανάλυση του μοντέλου αποτελέσματος και υποκατάστασης. Σύμφωνα με το μοντέλο αποτελέσματος, τα μερίσματα είναι αποτέλεσμα της αποτελεσματικής πίεσης της μειοψηφίας των μετόχων για την ενίσχυση των εσωτερικών να πληρώνουν. Σύμφωνα με το μοντέλο υποκατάστασης τα αδύναμα δικαιώματα των μετόχων έρχονται σε συμφωνία με πληρωμή υψηλών μερισμάτων. Σκοπός των διευθυντικών στελεχών είναι να εδραιώσουν μια καλή φήμη για την εταιρία με σκοπό να γίνει πιο προσιτή σε μικροεπενδυτές. Προβλέπει αρνητική σχέση μεταξύ διακυβέρνησης και μερισμάτων.



#### 2.4.7.2 Υποθέσεις – Παραδοχές

Τα στοιχεία τα οποία λαμβάνει υπόψιν είναι στερεά μακροοικονομικά μεγέθη όπως το χαμηλό έλλειμμα προϋπολογισμού, χαμηλό πληθωρισμό και υψηλή αύξηση του ΑΕΠ κατά την διάρκεια της κρίσης. Την άμεση σχέση μεταξύ διακυβέρνησης, συναλλαγματικής ισοτιμίας και των αποσβέσεων των αποθεμάτων. Την αρνητική σχέση μεταξύ συγκεντρωτικής ιδιοκτησίας και μερισμάτων. Επιπλέον η προστασία των μετόχων δεν εξαρτάται μόνο από το επίπεδο διακυβέρνησης της χώρας, με την νομοθεσία την οποία θεσμοθετεί αλλά εξαρτάται και από τα εταιρικά πρακτικές διακυβέρνησης.

Η πρόβλεψη ότι υπάρχει αρνητική σχέση όπου τα μερίσματα υποκαθιστούν την έλλειψη των άλλων μηχανισμών διακυβέρνησης γίνεται με το ακόλουθο μοντέλο:

$$Div_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1(Gov_{i,t}) + \alpha_2(Profit_{i,t}) + \alpha_3(Beta_{i,t}) + \alpha_4(Gr_{i,t}) + \alpha_5(Sz_{i,t}) + \alpha_6(Per_{i,t}) + \Sigma \beta_c Ctr_c + \Sigma \beta_s Ind_s \quad (2.11)$$

Όπου:

**Div<sub>i,t</sub>** : Πληρωμή μερισμάτων της εταιρίας *i* την χρονική στιγμή *t*. Ισούται με μερίσματα προς καθαρή αξία αφορώντας τα προσφερόμενα μερίσματα και όλο επί 100.

**Gov<sub>i,t</sub>**: Δείκτης σκορ ο οποίος καθορίζεται για την κάθε επιχείρηση την αντίστοιχη χρονική περίοδο *t*.

**Profit<sub>i,t</sub>** : ROI της εταιρίας *i* την χρονική στιγμή *t*, ισούται με το πηλίκο του καθαρού εισοδήματος προς το ημι-άθροισμα του μεριδίου της προηγούμενης χρονιάς και της τρέχουσας.

**Beta<sub>i,t</sub>** : Μεσολαβητής για τον κίνδυνο (λειτουργία χρηματοοικονομικής μόχλευσης) της επιχείρησης *i* την χρονική περίοδο *t*.

**Gr<sub>i,t</sub>**: Ποσοστιαία μεταβολή των κεφαλαίων της επιχείρησης *i* την χρονική στιγμή *t*.

**Sz<sub>i,t</sub>** : Μέγεθος της επιχείρησης.

**Per** : Δυαδική μεταβλητή διαχωρισμού προ-κρίσης και μετά-κρίσης.

**Ctr** : Δυαδική μεταβλητή διαχωρισμού μεταξύ των χωρών.

**Ind** : Δυαδική μεταβλητή διαχωρισμού των επιχειρήσεων.

Μετά την εξέταση του δείγματος των επιχειρήσεων οδηγηθήκαμε στα εξής συμπεράσματα. Η ανάπτυξη της επιχείρησης σχετίζεται αρνητικά στην περίοδο προ-κρίσης λόγω της διατήρησης μετρητών για επενδύσεις και θετικός μετά την κρίση περίοδο λόγω έλλειψης επενδυτικών ευκαιριών. Το μέγεθος της επιχείρησης σχετίζεται αρνητικά προ-κρίσης λόγω ότι μικρές επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερες πληρωμές

μερίσματος ενώ θετικά μετά-κρίσης περίοδο. Ο κίνδυνος σχετίζεται αρνητικά τόσο για την περίοδο προ κρίσης όσο και μετά-κρίσης.

Παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν την εταιρική διακυβέρνηση είναι η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου, ο εσωτερικός έλεγχός που εφαρμόζεται στην επιχείρηση και το νομικό καθεστώς της χώρας στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση είτε πρόκειται για περίοδο προ ή μετά κρίσης.

#### 2.4.7.3 Εξέταση αποτελεσμάτων

Τα αποτελέσματα διακυβέρνησης βελτιώθηκαν σημαντικά μετά την έναρξη της κρίσης και τα μερίσματα μειώθηκαν ριζικά όπως και η ανάγκη διατήρησης μετρητών. Ενώ θα αναμενόταν ότι τα μερίσματα θα έχαναν τον ρόλο τους ως υποκατάστατο της διακυβέρνησης, μια θετική σχέση μερισμάτων και διακυβέρνησης διατήρησε την σημαντική λειτουργία των μερισμάτων.

Τα ευρήματα υποδεικνύουν ότι το επίπεδο διακυβέρνησης της χώρας σχετίζεται για την εξήγηση των μερισμάτων και είναι σύμφωνό με το μοντέλο υποκατάστασης την περίοδο προ-κρίσης και με το μοντέλο του αποτελέσματος μετά κρίσης.

Τέλος, η ανάλυση δείχνει ότι τα μερίσματα είναι αποτέλεσμα τόσο του νομικού πλαισίου της χώρας στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση όσο και του εσωτερικού μηχανισμού εσωτερικού έλεγχου για την προστασία των μικρομετόχων της επιχείρησης.

### 2.4.8 Χρησιμοποιώντας Granger Causality test

#### 2.4.8.1 Βασικά στοιχεία

Βασίζεται στις προβλέψεις της θεωρίας του οργανισμού, θεωρεί την επίδραση δυο αντικρουόμενων υποθέσεων, την υπόθεση αποτέλεσμα και την υπόθεση υποκατάστασης, σχετικά με την επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στα μερίσματα. Εξετάζει την ύπαρξη ενδογενούς σχέσης μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και μερισματικής πολιτικής. Χρησιμοποιεί την ίδια μεθοδολογία όπως Jiraporn et. al (2006, σελ 87).

#### 2.4.8.2 Υποθέσεις – Παραδοχές

Για τον προσδιορισμό των δύο ακόλουθων μοντέλων λαμβάνει υπόψη προγενέστερες μελέτες καθώς και τις ιδιαιτερότητες της Καναδικής αγοράς σε σχέση με αυτή της Αμερικάνικης. Η πρώτη ιδιαιτερότητα αφορά το επίπεδο ανάπτυξης της χρηματιστηριακή αγοράς και την νομική προστασία των μετόχων. Ενώ η δεύτερη σχετίζεται με την εταιρική ιδιοκτησία στον Καναδά, με το υψηλό επίπεδο ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης και την συχνή χρήση του διπλού συστήματος ή την δομή της πυραμίδας που είναι διαφορετική από άλλες χώρες.

Τα δύο μοντέλα τα οποία έχουν προκύψει είναι:

$$\text{Payout}(t) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CGScore}(t - 1) + \alpha_2 \text{Payout}(t - 1) + \text{control variable} \quad (2.12)$$

Το δεύτερο μοντέλο:

$$\text{CGScore}(t) = \beta_0 + \beta_1 \text{CGScore}(t - 1) + \beta_2 \text{Payout}(t - 1) + \text{control variable} \quad (2.13)$$

Με τα δυο μοντέλα δίνεται η δυνατότητα να αξιολογήσουμε κάθε μια επιχείρηση ξεχωριστά εξάγοντα μια βαθμολογία καθώς και να προσδιορίσουμε την σχέση των μεταβλητών στον καθορισμό της μερισματικής πολιτικής. Οι μεταβλητές ελέγχου που εξετάζονται στην παρούσα μελέτη είναι μέγεθος της επιχείρησης, ελεύθερες ταμειακές ροές, ROE, μόχλευση, μεταβλητότητα τιμών, λογιστική αξία καθώς επιπλέον εξετάζει και σε ποιες χρηματιστηριακές αγορές είναι εισηγμένη η επιχείρηση.

#### 2.4.8.3 Εξέταση αποτελεσμάτων

Τα αποτελέσματα της παρούσης εξέτασης είναι συναφή με προγενέστερων όπως των La Porta (2000, σελ 78) και Mitton (2004, σελ 41). Τα αποτελέσματα είναι συναφή με την υπόθεση αποτελέσματος, αφορούν την Καναδική αγορά για το χρονικό διάστημα 2002 έως 2006 εξετάστηκαν 714 επιχειρήσεις με μόλις το 55,6% να διανέμουν μέρισμα στους μετόχους. Διαπιστώθηκε θετική σχέση μεταξύ μερισματικής πολιτικής και μεγέθους επιχείρησης, δύναμης δικαιωμάτων των μετόχων, ταμειακές ροές, ποιότητα εταιρικής διακυβέρνησης η οποία καθορίζεται σύμφωνα με τον δείκτη G&M. Επιπλέον η μόχλευση επιδρά θετικά στην μερισματική πολιτική επειδή μπορεί να ανακουφίσει το πρόβλημα των ελεύθερων ταμειακών ροών στις επιχειρήσεις.

Ενώ η μερισματική πολιτική έχει αρνητική σχέση με την θεσμική ιδιοκτησία, την δύναμη των δικαιωμάτων των μετόχων και οι ευκαιρίες ανάπτυξης διότι εταιρίες με υψηλούς

ρυθμούς ανάπτυξης θα χρησιμοποιήσουν τα κεφάλαια για να χρηματοδοτήσουν έργα με θετική NPV. Επίσης επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες σε χρηματιστηριακές αγορές άλλων χωρών πληρώνουν χαμηλότερα μερίσματα από αυτές που είναι εισηγμένες μόνο στην μητρική χρηματιστηριακή αγορά.

## 2.4.9 Δείκτης Αποτελεσματικότητας

### 2.4.9.1 Βασικά στοιχεία

Μελετά εάν ο ανταγωνισμός μπορεί να αποτελέσει έναν ξεχωριστό μηχανισμό διακυβέρνησης ο οποίος μπορεί να επηρεάσει επιχειρήσεις οι οποίες λειτουργούν κυρίως σε χώρες με ασθενή νομικό πλαίσιο ή επιχειρήσεις με φτωχή εταιρική διακυβέρνηση, ώστε να πληρώνουν υψηλά μερίσματα. Γενικά η πληρωμή μερίσματος επηρεάζεται από το νομικό καθεστώς της χώρας και την εταιρική διακυβέρνηση του οργανισμού. Τα οποία μπορούν να διαταράξουν τη σχέση μεταξύ στελεχών και μετόχων στον οργανισμό. Σύμφωνα με μελέτη των Allen et. al (2000, σελ 14) ο ανταγωνισμός μπορεί να επηρεάσει την εταιρική διακυβέρνηση και να μετριάσει τα προβλήματα της αντιπροσώπευσης μεταξύ διευθυντικών στελεχών και μετόχων, το οποίο την καθιστά τον ανταγωνισμό ως ένα μηχανισμό διακυβέρνησής. Επιπλέον σύμφωνα με τους Gilson et. al (1993, σελ 69) « Ο πιο κομψός μηχανισμός παρακολούθησης στην εντεταμένη αγορά προϊόντος είναι ο ανταγωνισμός».

Τα αποτελέσματα της έρευνας των Grullon et. al (2007) εξηγούν την σχέση μεταξύ μερισμάτων και ανταγωνισμού καθώς και την συμφωνία του ανταγωνισμού με το μοντέλο αποτελέσματος. Επιχειρήσεις που λειτουργούν σε πιο ανταγωνιστικές αγορές έχουν ως αποτέλεσμα να λαμβάνουν μέρος περισσότερες συγκρούσεις, το οποίο οδηγεί σε αυξημένη πληρωμή μερίσματος σε εξωτερικούς επενδυτές.

### 2.4.9.2 Χαρακτηριστικά Δείκτη

Ο δείκτης ανταγωνιστικότητας είναι το άθροισμα των τετραγώνων των ξεχωριστών επιχειρήσεων, το οποίο υπολογίζεται ανά έτος. Ο δείκτης ανταγωνιστικότητας (HHI) ισούται:

$$HHI = \sum_{i=1}^{Ni} \left( \frac{SALES_{i,j}}{\sum_{i=1}^{Nj} (SALES_{i,j})} \right)^2 \quad (2.14)$$

όπου:  $SALES_{i,j}$  είναι οι συνολικές πωλώσεις της εταιρίας  $i$  η οποία ανήκει στον κλάδο  $j$ . Με την προϋπόθεση ότι κάθε κλάδος της βιομηχανίας έχει τουλάχιστον δέκα επιχειρήσεις. Για να γίνει το μέτρο πιο δαισθητικό ότι ένα υψηλό HHI έχει μεγαλύτερο ανταγωνισμό αντιστρέφουμε το πρόσημο. Το εύρος τιμών του δείκτη κυμαίνεται από -0 έως 1. Η συσχέτιση του μεταξύ HHI και μέσου όρου συνολικών κεφαλαίων είναι αρνητική υποδηλώνει ότι επιχειρήσεις σε περισσότερο ανταγωνιστικές βιομηχανίες τείνουν να έχουν μικρό μέγεθος.

Έπειτα με την βοήθεια τριών διαφορετικών μέτρων πληρωμής μερίσματος, μέρισμα προς καθαρό εισόδημα (DIV/E), μέρισμα προς μέσος όρος συνολικών πωλήσεων (DIV/LTS) και μέρισμά προς μέσος όρος συνολικών κεφαλαίων (DIV/LTA), συγκρίνουμε την σχέση μεταξύ δείκτη ανταγωνιστικότητας και μερισμάτων, προκειμένου να διαπιστώσουμε την επίδραση της ανταγωνιστικότητας στην καταβολή μερίσματος.

Προκειμένου να διαπιστώσουμε την επίδραση του μεγέθους της επιχείρησης, της κερδοφορία, της μέτρησης του κινδύνου και των επενδυτικών ευκαιριών στην καταβολή μερίσματος σε συνδυασμό με την ανταγωνιστικότητα, χρησιμοποιούμε την αγοραία αξία των μετοχών, την απόδοση του ενεργητικού, την μεταβλητότητα της απόδοσης των μετοχών και τον ρυθμό αύξησης των πωλήσεων αντίστοιχα.

#### 2.4.9.3 Εξέταση αποτελεσμάτων

Έπειτα από την εξέταση μεγάλου δείγματος επιχειρήσεων για το χρονικό διάστημα 1994 έως 2004 σε συνδυασμό με την ήδη υπάρχουσα βιβλιογραφία οδηγηθήκαμε σε συγκεκριμένα συμπεράσματα. Αρχικά θα αναφέρουμε την στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ του δείκτη αποτελεσματικότητας και μεγέθους επιχείρησης το οποίο έρχεται σε συνδυασμό ότι επιχειρήσεις σε ανταγωνιστικές βιομηχανίες τείνουν να είναι μικρότερο μέγεθος. Επίσης αρνητική σχέση μεταξύ HHI και ανάπτυξης όπου ο ανταγωνισμός δυσκολεύει τις επιχειρήσεις να αναπτυχθούν. Ενώ υπάρχει θετική σχέση μεταξύ των τριών μέτρων πληρωμής μερίσματος (DIV/E, DIV/LTS & DIV/LTA). Ο περιορισμός ο οποίος δεν υπολογίστηκε στα τελικά αποτελέσματα είναι ότι ο δείκτης HHI δεν λαμβάνει υπόψιν του τις ιδιωτικές επιχειρήσεις.

Σύμφωνα με τα παραπάνω συμπεράσματα για τον δείκτη ανταγωνιστικότητας μπορούμε εύκολα να καταλήξουμε στα συμπεράσματα ότι το μέγεθός της επιχείρησης, η κερδοφορία και αδιανέμητα κέρδη επιδρούν θετικά στην πληρωμή μερίσματος, ενώ οι επενδυτικές ευκαιρίες, η μεταβλητότητα απόδοσης μετοχών και οι συνολικές πωλήσεις επηρεάζουν αρνητικά τα μερίσματα. Επομένως, μεγάλες, ώριμες και κερδοφόρες

επιχειρήσεις με αρκετές ευκαιρίες ανάπτυξης και χαμηλού κινδύνου πληρώνουν περισσότερα μερίσματα.

## 2.4.10 Θεωρητική Ανάλυση

### 2.4.10.1 Βασικά στοιχεία

Πρόκειται για μια θεωρητική εξέταση η οποία ελέγχει την επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στην μερισματική πολιτική εξετάζοντας τον εξωγενή παράγοντα της νομοθεσίας κατά των εχθρικών εξαγορών. Επιπλέον εξετάζει που δαπανούνται τα χρήματα τα οποία δεν διανέμονται στους μετόχους. Με πιθανό προορισμό τη αύξηση των μισθών του διευθύνοντα συμβούλου και των υπόλοιπων εργαζομένων, είτε χρησιμοποιούνται για την μείωση της μόχλευσης.

Η μελέτη βασίζεται στην θεωρία της σηματοδότησης των Aharony et. al (1980, σελ 148), φορολογικού συστήματος Michaey et. al (1995, σελ 67) και τροφοδοσίας Baker et. al (2004, σελ 67) Μια ακόμα θεωρία στην οποία έχει δοθεί ιδιαίτερη έμφαση είναι το πρόβλημα αντιπροσώπευσης μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών. Σύμφωνα με αυτή την θεωρία τα διευθυντικά στελέχη προτιμούν να μειώνουν ή ακόμα και να περικόπτουν τα μερίσματα καθώς οι πληρωμές μειώνουν το ύψος των μετρητών που έχουν στην διάθεση τους είτε για επενδύσεις είτε για προσωπικό όφελος.

### 2.4.10.2 Βασικά Στοιχεία και Υποθέσεις

Επικεντρώνεται στους δεύτερης γενιάς νόμους κατά των εξαγορών, διότι η πρώτη γενιάς νόμοι κρίθηκαν αντισυνταγματικοί από το Ανώτατο δικαστήριο, το οποίο υιοθετήθηκε και από άλλες χώρες. Οι δεύτερης γενιάς νόμοι χωρίζονται σε τρεις τύπους νόμων: Πρώτον νόμοι απόκτησης ελέγχου των μετόχων, δεύτερον νόμος δίκαιων τιμών και τρίτον νόμος συνένωσης επιχειρήσεων.

Σύμφωνα με την υπάρχουσα βιβλιογραφία αναπτύχθηκαν τέσσερις βασικές υποθέσεις. Η πρώτη υπόθεση βασίζεται ότι η πληρωμή μερισμάτων έχει σαν αποτέλεσμα να στερεί τα κέρδη από την επιχείρηση, όπου την εκθέτει σε ενδεχόμενη εξωτερική χρηματοδότηση και έλεγχο από την αγορά. Συνοψίζοντας έχουμε την πρώτη υπόθεση: *Όταν όλα τα άλλα είναι σταθερά, αφού οι διευθυντές είναι διασφαλισμένοι από τις εξαγορές, τότε μειώνουν τις αναλογίες πληρωμής μερισμάτων.* Η δεύτερη υπόθεση έχει να κάνει με την διπλή δυνατότητα των διευθυντών να αποφασίσουν αν

πληρώσουν μέρισμα ή όχι καθώς και ποτέ θα το καταβάλλουν. Έτσι έχουμε την δεύτερη υπόθεση: Όταν όλα τα άλλα είναι σταθερά, αφού οι διευθυντές είναι διασφαλισμένοι από τις εξαγορές, είναι λιγότερο διατεθειμένοι να καταβάλουν μέρισμα. Η τρίτη υπόθεση σχετίζεται με τους διάφορους μηχανισμούς διακυβέρνησης εκτός των πιέσεων εξαγοράς, όπως μυστικές ψηφοφορίες. Σε επιχειρήσεις με φτωχή εταιρική διακυβέρνηση η επίδραση της νομοθεσίας κατά των εξαγορών είναι πιο έντονη. Σύμφωνα με τα παραπάνω η τρίτη υπόθεση: Όταν όλα τα άλλα είναι σταθερά, η επίδραση της νομοθεσίας καταπολέμησης των εξαγορών στην διανομή μερίσματος είναι πιο έντονη όταν η επιχείρηση έχει φτωχή εσωτερική εταιρική διακυβέρνηση. Τέλος, η νομοθεσία καταπολέμησης των εξαγορών έχει διαφορετικές επιπτώσεις σε διαφορετικές επιχειρήσεις. Κυρίως, οι μικρές επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερη έκθεση σε απειλές εξαγοράς λόγω του μεγέθους. Σύμφωνα με αυτά η τέταρτη υπόθεση ας διατυπώνεται ως εξής: Όταν όλα τα άλλα είναι σταθερά, η επίδραση την νομοθεσίας καταπολέμησης των εξαγορών είναι πιο έντονη στις μικρές επιχειρήσεις.

Επιπλέον των τεσσάρων υποθέσεων έχουμε αναπτυχθεί και αρκετές μεταβλητές για την εξέταση των επιχειρήσεων. Μεταβλητή *Treat* είναι 1 εάν η επιχείρηση έχει συσταθεί σε ένα κράτος όπου ισχύει ο νόμος για την συνένωση των επιχειρήσεων, αλλιώς μηδέν. Μεταβλητή *PostLaw* είναι 1 για επιχειρήσεις οι οποίες έχουν συσταθεί πριν την εφαρμογή του νόμου περί συνένωσης των επιχειρήσεων. Η μεταβλητή *Dividend Dummy* είναι 1 εάν η επιχείρηση έχει θετικά μερίσματα, αλλιώς μηδέν, *Dividend Payout Ratio* καθορίζει τα μερίσματα σε σχέση με τα κέρδη, *Total Payout Ratio* καθορίζει το άθροισμα των μερισμάτων και της επαναγοράς μετοχών. Η μερισματική πολιτική συνδέεται με το ιδιοκτησιακό καθεστώς έχουμε τις εξής μεταβλητές. Η μεταβλητή *Institutional Ownership* μετρά την συνολική ιδιοκτησία όλων των θεσμικών οργάνων ως ποσοστό του συνόλου των μετοχών της επιχείρησης. Η μεταβλητή *Internal Governance* ελέγχει την υπάρχουσα εσωτερική διακυβέρνηση. Η μεταβλητή *Managerial Ownership* μετρά την συνολική ιδιοκτησία από στελέχη και διευθυντές ως ποσοστό του συνόλου των μετοχών. Επιπλέον μεταβλητές είναι *Leverage*, *Investment*, *Analyst Forecast*, *Dividend Dummy*, *Firm Size*, *Market-to-Book Ratio*, *Growth Rate Assets*, *Profitability*, *Retained Earnings to Total Capital*, *Idiosyncratic Risk*, *Cash Holding*.

#### 2.4.10.3 Εξέταση αποτελεσμάτων

Η νομοθεσία καταπολέμησης των εξαγορών έχει σημαντική επίπτωση στην μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Η πληρωμή μερίσματος μειώνεται όταν οι διευθυντές είναι κατοχυρωμένοι έναντι των εξαγορών. Επίσης οδηγούμαστε στον

καθορισμό τεσσάρων παραγόντων που επηρεάζουν τον καθορισμό της μερισματική πολιτική το μέγεθός της επιχείρησης, οι επενδυτικές ευκαιρίες, ο ρυθμός ανάπτυξης και η κερδοφορία. Η πιθανότητα καταβολής μερίσματος αυξάνεται με την διατήρηση μετρητών, την θεσμική ιδιοκτησία και την καλή εσωτερική διακυβέρνηση, ενώ μειώνεται με την μόχλευση, τις επενδύσεις και την διευθυντική ιδιοκτησία.

Επίσης, δεν υπάρχουν ενδείξεις ότι οι διαχειριστές χρησιμοποιούν το αδιανέμητα κεφάλαια για να κάνουν εξαγορές, παρά μόνο να μειώσουν τις δραστηριότητες εχθρικών εξαγορών. Επιπλέον δεν υπάρχει καμία απόδειξη ότι οι διαχειριστές χρησιμοποιούν το αδιανέμητα μετρητά για να κάνουν επενδύσεις κεφαλαίων. Ως εκ τούτου, η θέσπιση των νόμων καταπολέμησης των εξαγορών δεν έχουν συνέπειες στις κεφαλαιουχικές δαπάνες. Τα αποτελέσματα ισχύουν και για επιχειρήσεις με μόχλευση κάτω από τον μέσο όρο.

## **2.4.11 Τμηματικό Μοντέλο**

### **2.4.11.1 Βασικά στοιχεία**

Το παρόν μοντέλο εξετάζει την σχέση ανάμεσα στα δικαιώματα των ταμειακών ροών και στα μερίσματα που καταβάλλονται στους μέτοχους, σε οικογενειακές επιχειρήσεις όπου το νομικό πλαίσιο προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων είναι ασθενές. Σύμφωνα με προγενέστερες μελέτες τα μερίσματα είναι κρίσιμος μηχανισμός διακυβέρνησης για τον καθορισμό των επενδύσεων. Οι οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν την τάση να διατηρούν τα κέρδη και να καταβάλουν μικρά μερίσματα καθώς προσπαθούν να χρησιμοποιούν διάφορα μέτρα με σκοπό την απαλλοτρίωση των μικρομετόχων. Επιπλέον οι εξαγορές δεν αποτελούν ένα σημαντικό μηχανισμό διακυβέρνησης, όπως αποδεικνύεται στην πράξη.

Σύμφωνα με τον La Porta, (2000, σελ 94) υπάρχουν δύο μοντέλα αντιπροσώπευσης. Το πρώτο είναι το μοντέλο αποτελέσματος, σύμφωνα με το οποίο τα μερίσματα είναι ανάλογα των αποτελεσμάτων. Το δεύτερο είναι το μοντέλο υποκατάστασης της νομικής προστασίας των μετόχων, συμφωνά με αυτό τα μερίσματα είναι υποκατάστατο της νομικής προστασίας.

### **2.4.11.2 Βασικές Υποθέσεις**

Έπειτα από την εξέταση των χαρακτηριστικών των οικογενειακών επιχειρήσεων καταλήγουμε σε δύο βασικές υποθέσεις όπου έχουν επιμέρους υποκατηγορίες. Η



πρώτη υπόθεση αφορά την σχέση των οικογενειακών ταμειακών ροών όπου χωρίζεται σε τρεις υποκατηγορίες. Πρώτον επιχειρήσεις όπου τα δικαιώματα των οικογενειακών ταμειακών ροών φτάνουν σε μέτριο επίπεδο, τα μερίσματα και ο έλεγχος οικογενειακών ταμειακών ροών έχουν αρνητική σχέση. Δεύτερον, για οικογενειακές επιχειρήσεις όπου το επίπεδο των ταμειακών ροών είναι χαμηλό, η σχέση μεταξύ μερισμάτων και έλεγχου οικογενειακών ταμειακών ροών είναι αρνητική. Τέλος, για οικογενειακές επιχειρήσεις όπου το επίπεδο των οικογενειακών ταμειακών ροών είναι υψηλό, συνδέεται θετικά με τα μερίσματα. Η δεύτερη υπόθεση σχετίζεται με τον κύκλο ζωής των επιχειρήσεων. Επιχειρήσεις που βρίσκονται στα πρώτα στάδια του οικονομικού κύκλου ζωής, οι ταμειακές ροές δεν επηρεάζουν τα μερίσματα. Ενώ, επιχειρήσεις που βρίσκονται σε ώριμο στάδιο του κύκλου ζωής τους τα μερίσματα σχετίζονται με τις ταμειακές ροές με μη μονότονη σχέση.

Στην συνέχεια παρουσιάζεται το τμηματικό μοντέλο και η ανάλυση των μεταβλητών του.

**Dividendpayout<sub>i,t</sub> =**

$$\beta_0 + \beta_1 \text{CFR.0to10}_{i,t} + \beta_2 \text{CFR.101to20}_{i,t} + \beta_3 \text{CFR.OVER20}_{i,t} + \beta_4 \text{Growth}_{i,t} + \beta_5 \text{Lansset}_{i,t} + \beta_6 \text{Roai}_{i,t} + \beta_7 \text{Retvol}_{i,t} + \beta_8 \text{Taxdummy}_t + \epsilon_{i,t}$$

(2.16)

Όπου **Dividendpayout<sub>i,t</sub>** = Div/mv, Div/asset, Div/earning

**Div/mv<sub>i,t</sub>** : είναι η μερισματική απόδοση ορίζεται ως τα μερίσματα της αγοράς *i* την χρονιά *t* κλιμακωτά ανά έτος.

**Div/asset<sub>i,t</sub>** : Τα μερίσματα της αγοράς *i* την χρονιά *t* κλιμακωτά με τα συνολικά κεφάλαια ανά έτος.

**Div/earning<sub>i,t</sub>** : Είναι τα μερίσματα της αγοράς *i* την χρονιά *t* κλιμακωτά με τα συνολικά κέρδη προ φόρων.

Στην συνέχεια ακολουθεί η ανάλυση των μεταβλητών και ο προσδιορισμός των τιμών.

**CFR.0to10<sub>i,t</sub>** : Ισούται με 0 εάν ο έλεγχος των οικογενειακών ταμειακών ροών είναι μικρότερο του 10%. Ενώ ισούται με 0,1 όταν ο οικογενειακός έλεγχος ξεπερνά το 10%.

**CFR.101to20<sub>i,t</sub>** : Ισούται με 0 όταν ο έλεγχος των οικογενειακών ταμειακών ροών είναι κάτω του 10%. Ισούται με 0,1 όταν ο έλεγχος των οικογενειακών ταμειακών ροών ισούται με μεταξύ του 10% και 20% καθώς και όταν ξεπερνά το 20%.

**CFR.OVER20<sub>i,t</sub>** : Ισούται με 0 όταν ο έλεγχός των οικογενειακών ταμειακών ροών είναι κάτω του 20%. Ενώ με 0,2 όταν ο έλεγχός των οικογενειακών ταμειακών ροών ξεπερνά το 20%.

**Growth<sub>i,t</sub>** : συμβολίζει τις επενδυτικές ευκαιρίες που έχει η επιχείρηση οι οποίες υπολογίζονται με την λογιστική αξία των κεφαλαίων συν την αγοραία αξία μείον την λογιστική αξία της εκάστοτε επιχείρησης την χρονιά t.

**Lansset<sub>i,t</sub>** : Μέγεθος της επιχείρησης μετρούμενο με την λογάριθμο της λογιστικής αξίας των κεφαλαίων της επιχείρησης i το έτος t.

**Roa<sub>i,t</sub>** : κερδοφορία επιχείρησης υπολογιζόμενο ως λειτουργικό εισόδημα προ-ύφεσης.

**Retvol<sub>i,t</sub>** : Αβεβαιότητα της επιχείρησης.

**Taxdummy<sub>t</sub>** : μεταβλητή εξάλειψης της διπλής φορολογίας των μερισμάτων.  $\varepsilon_{i,t}$  : Υπολογισμός τυπικού σφάλματος της επιχείρησης i την χρονιά t.

#### 2.4.11.3 Εμπειρικά Αποτελέσματα

Έπειτα από την εξέταση μεγάλου δείγματος επιχειρήσεων οδηγηθήκαμε στα εξής βασικά συμπεράσματα. Αρχικά, η αξία του ενεργητικού για τις οικογενειακές επιχειρήσεις όπου ο έλεγχος των ταμειακών ροών κυμαίνεται μεταξύ 10% και 20% είναι σημαντικά μεγαλύτερα από ότι αυτών που ο έλεγχος είναι μεταξύ 0% και 10%. Ενώ η αξία του ενεργητικού των επιχειρήσεων όπου ο έλεγχος των ταμειακών ροών κυμαίνεται μεταξύ 0% και 10% είναι μεγαλύτερη από ότι αυτή όπου ο έλεγχος ξεπερνά το 20%. Επιπλέον θετική σχέση μεταξύ έλεγχου ταμειακών ροών και μερισμάτων. Η σχέση αυτή είναι σημαντική για επιχειρήσεις που βρίσκονται σε ώριμο στάδιο του κύκλου ζωής και όχι για αυτές που είναι στα πρώτα στάδια.

Προσδιορίστηκε σημαντικά θετική σχέση των μεταβλητών CFR.0to10 και CFR.10to20 και αρνητική σχέση της μεταβλητής CFR.OVER20, το οποίο δηλώνει ότι η αφθονία μετρητών στο ώριμο στάδιο των οικογενειακών επιχειρήσεων έχει ως αποτέλεσμα την καταβολή υψηλών μερισμάτων με σκοπό την μεγιστοποίηση του προσωπικού οφέλους, το οποίο τους κάνει ποίο οχυρωμένους – εξασφαλισμένους.

Οι οικογενειακές επιχειρήσεις αυξάνουν την καταβολή μερίσματος όταν αυξάνεται ο έλεγχος των ταμειακών ροών προκειμένου να διατηρήσουν τον προσωπικό τους πλούτο και να αντισταθούν στις εξαγορές. Η εμπιστευτικότητα των στελεχών επηρεάζει την μερισματική πολιτική την οποία ακολουθεί η επιχείρηση.

Τα παραπάνω συμπεράσματα είναι συνεπή για χώρες με ασθενή νομική προστασία των μετόχων αλλά ίσως μπορούν να είναι αντικειμενικά ορθά και για χώρες με σκληρή νομική προστασία.

## 2.4.12 Μοντέλο Πολιτισμού και Εταιρικής Διακυβέρνησης

### 2.4.12.1 Βασικά στοιχεία

Το συγκεκριμένο μοντέλο εξετάζει τον ρόλο των πολιτιστικών διαφορών των χωρών και τις επιπτώσεις αλληλεπίδρασης στην εταιρική διακυβέρνηση, καθώς και στην εξήγηση της μερισματικής πολιτικής στις διαφορές χώρες. Ο ρόλος των πολιτισμικών διαφορών καθορίζει τόσο τον προσδιορισμό της μερισματικής πολιτικής όσο και το ύψος των καταβαλλόμενων μερισμάτων.

Προγενέστερες μελέτες εξέταζαν τη σχέση της μερισματικής πολιτικής με διάφορους παράγοντες όπως η κερδοφορία, μόχλευση, ανάπτυξη, κόστος συναλλαγής (agency cost), ρίσκο ρευστότητα, κύκλος ζωής της επιχείρησης, και προστασία επενδυτών, παρά όλα αυτά δεν εξέταζαν την επιρροή της πολιτιστικής κουλτούρας της χώρας στην δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Μια πρωταρχική εξέταση επιχειρήσεων που λειτουργούν σε χώρες με όμοιο επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης και οικονομικής ανάπτυξης έχουν σημαντικά διαφορετικό επίπεδο μερισμάτων.

Σύμφωνα με προγενέστερες μελέτες, για την διευκόλυνση της εξέτασης της πολιτισμικής διάστασης έχει γίνει διαχωρισμός σε επιμέρους παράγοντες. Αρχικά κατά τον Hofstede (1980, σελ 56) η πολιτισμική διάσταση διασπάται σε τέσσερις επιμέρους παράγοντες ατομικισμός και κολεκτιβισμός (IND), απόσταση εξουσίας (PD), ανδρισμού και θηλυκότητας (MAS) και της αποφυγής αβεβαιότητας (UA), ενώ το 1991 προστέθηκε και ο πέμπτος παράγοντας του μακροπρόθεσμου προσανατολισμού (LTO). Κατά τον Schwartz (1994) αναπτύχθηκαν έξι πολιτιστικές διαστάσεις συντηρητισμός, πνευματική και συναισθηματική ιδιοκτησία, ιεραρχία, κυριαρχία, ισότιμη δέσμευση και αρμονία. Οι πολιτισμικοί παράγοντες και η προστασία των επενδυτών είναι αλληλένδετα μεταξύ τους, καθώς η ισχυρή επενδυτική προστασίας συνδέεται θετικά με υψηλές αποδόσεις μερισμάτων.

### 2.4.12.2 Υποθέσεις – Παραδοχές

Το παρόν μοντέλο εστιάζεται σε τρεις πολιτιστικές διατάξεις (UA, MAS, LTO). Η εξέταση κάθε μιας πολιτιστικής διάταξης σε συνδυασμό με την μερισματική πολιτική μας οδηγεί στις πέντε βασικές υποθέσεις που θα βοηθήσουν στην κατασκευή του μοντέλου. Αρχικά ο συνδυασμός της μερισματικής πολιτικής με τον παράγοντα της αποφυγής της αβεβαιότητας μας οδηγεί στην δημιουργία των πρώτων δύο υποθέσεων. Συμφωνά με την πρώτη υπόθεση «Όταν όλα τα άλλα είναι σταθερά, το επίπεδο των μερισμάτων σε μια χώρα είναι αρνητικά συσχετισμένο με τον δείκτη UA της χώρας». Η

δεύτερη υπόθεση « Όταν όλοι οι παράγοντες είναι σταθεροί, το επίπεδο μερισμάτων σε μια χώρα είναι θετικά (αρνητικά) με τον δείκτη UA της χώρας όταν η προστασία των επενδυτών είναι σκληρή(αδύναμη).» Στην συνέχεια ο συνδυασμός της μερισματικής πολιτικής με τον παράγοντα του ανδρισμού και της θηλυκότητας (MAS) οδηγεί στις επόμενες δύο υποθέσεις. Όσον αφορά την τρίτη υπόθεση « Όταν όλοι οι άλλοι παράγοντες είναι σταθεροί, το επίπεδο των μερισμάτων σε μια χώρα σχετίζεται είτε αρνητικά είτε θετικά με τον δείκτη MAS της χώρας εξαρτώμενος από την σχετική σπουδαιότητα της ασύμμετρης επίδραση της αποζημίωσης και το φαινόμενο της σηματοδοσίας». Ενώ η τέταρτη υπόθεση « Όταν όλα τα άλλα είναι σταθερά το επίπεδο μερισμάτων σε μια χώρα είναι θετικά (αρνητικά) συσχετισμένο με τον δείκτη MAS της χώρας όταν η προστασία είναι ισχυρή (αδύναμη)». Τέλος, η πέμπτη υπόθεση είναι αποτέλεσμα του συνδυασμού της μερισματικής πολιτικής και του δείκτη μακροπρόθεσμου προσανατολισμού «Όταν όλα τα άλλα είναι σταθερά το επίπεδο μερισμάτων σχετίζεται αρνητικά με τον δείκτη LTO της χώρας.

Επιπλέον των πέντε παραγόντων περιλαμβάνεται και η επίδραση μακροοικονομικών παραγόντων όπως ο κύκλος ζωής, η οικονομική κρίση και οι αποφάσεις μερισμάτων. Έτσι έχουμε το επόμενο μοντέλο παλινδρόμησης:

$$\begin{aligned} \text{DIV}_{i,t} = & \alpha + \beta_1 \text{LN(TA)}_{i,t} + \beta_2 \text{TAX}_{i,t} + \beta_3 \text{MKTCAP}_{i,t} + \beta_4 \text{LEV}_{i,t} + \\ & \beta_5 \text{GROW}_{i,t} + \beta_6 \text{GOV}_{i,t} + \beta_7 \text{CULTURE}_{i,t} + \sum_{j=8}^{18} \sum_{k=39}^{03} \beta_j \text{YEAR}_k + \\ & \sum_{j=19}^{29} \sum_{k=1}^{11} \beta_j \text{IND}_k + u_i + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2.17)$$

Όπου  $u_i$  αναπαριστά την επίδραση στην εταιρεία  $i$  και  $\epsilon_{i,t}$  είναι η υπολειμματική δράση για το έτος  $i$  της επιχείρησης  $t$ .  $\text{LN(TA)}_{i,t}$  αντιπροσωπεύει το σύνολο του ενεργητικού της επιχείρησης  $i$  το έτος  $t$ .  $\text{TAX}_{i,t}$  μετρά τον φόρο που καταβάλλεται στα μερίσματα τη επιχείρησης  $i$  την χρονική περίοδο  $t$ .  $\text{MKTCAP}_{i,t}$  αντιπροσωπεύει το βαθμό οικονομικής ανάπτυξης των αγορών της κάθε χώρας και ισούται με το πηλίκο της κεφαλαιοποίησης της αγοράς μιας χώρας προς το ΑΕΠ της. Το MKTCAP κάθε χώρας είναι ένας σταθερός αριθμός.  $\text{LEV}_{i,t}$  αντιπροσωπεύει την μόχλευση της επιχείρησης  $i$  το έτος  $t$ , το οποίο μετράται από το βραχυπρόθεσμο και το μακροπρόθεσμο χρέος προς το σύνολο του ενεργητικού.  $\text{GROW}_{i,t}$  αντιπροσωπεύει το ποσοστό αύξησης των πωλήσεων της επιχείρησης  $i$ , το οποίο μετράται από μια εταιρία σε βάση τριετίας. Η μεταβλητή  $\text{YEAR}_k$  αντιπροσωπεύει το εκάστοτε έτος. Η μεταβλητή  $\text{IND}_k$  αντιπροσωπεύει τον κλάδο της βιομηχανίας (διαρκή καταναλωτικά αγαθά, βασική βιομηχανία, τρόφιμα, κατασκευές, κεφαλαιουχικά αγαθά, μεταφορές, κλωστοϋφαντουργία, υπηρεσίες, ψυχαγωγία και κατασκευές. Τέλος δύο βασικές μεταβλητές είναι  $\text{GOV}_{i,t}$  και  $\text{CULTURE}_{i,t}$  όπου η πρώτη

μεταβλητή αντιπροσωπεύει το βαθμό εταιρικής διακυβέρνησης της επιχείρησης και η δεύτερη αντιπροσωπεύει τις τρεις πολιτιστικές διατάξεις κατά Hofstede (UA, MAS και LTO).

#### 2.4.12.3 Εξέταση αποτελεσμάτων

Εξετάζοντας ένα δείγμα επιχειρήσεων σε τριάντα τρεις χώρες, σε έντεκα διαφορετικούς κλάδους της βιομηχανίας κατά την χρονική περίοδο 1993-2004. Τα αποτελέσματα μας δείχνουν ότι ο ρόλος του πολιτισμού εκτείνεται και στην καταβολή των εταιρικών μερισμάτων, που επηρεάζουν τόσο την τάση πληρωμών μερισμάτων όσο και το ποσό των μερισμάτων. Εξετάζει το ρόλο των πολιτιστικών διαφορών των χωρών και τις επιπτώσεις της αλληλεπίδρασής τους στην εταιρική διακυβέρνηση και την μερισματική πολιτική σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές χώρες. Χρησιμοποιεί τρεις πολιτιστικές διαστάσεις του Hofstede (UA, MAS, LTO).

Τα κύρια αποτελέσματα στα οποία οδηγούμαστε είναι τρία. Πρώτον, τα επίπεδα μερισμάτων τα οποία καταβάλουν οι επιχειρήσεις συνδέονται θετικά με την εταιρική διακυβέρνηση η οποία μετράται από το βαθμό της προστασίας των επενδυτών, το μέγεθος της επιχείρησης και τα φορολογικά πλεονεκτήματα που παρέχουν τα μερίσματα. Αντίθετα, υπάρχει αρνητική σχέση των μερισμάτων με την οικονομική μόχλευση, τον ρυθμό ανάπτυξης και την δυνατότητα ανάπτυξης της αγοράς. Δεύτερον, οι πολιτιστικές διαστάσεις (UA, MAS, LTO) συνδέονται αρνητικά με τα επίπεδα μερισμάτων των επιχειρήσεων. Ως εκ τούτου, οι επιχειρήσεις είναι πιθανόν να πληρώνουν χαμηλότερα μερίσματα σε μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας, αποφεύγοντας υψηλό ρίσκο και τον εξαιρετικά μακροπρόθεσμο πολιτισμικό προσανατολισμό. Τρίτον, η αλληλεπίδραση μεταξύ των UA και MAS με την προστασία των επενδυτών καθενός ξεχωριστά είναι θετική. Ως εκ τούτου, η σχέση μεταξύ πολιτιστικών παραγόντων και επίπεδα μερίσματος ποικίλλει ανάλογα με τη δύναμη της προστασίας των επενδυτών. Οι πολιτιστικές διαστάσεις σχετίζονται αρνητικά με τα επίπεδα μερισμάτων και την προστασία των επενδυτών ενώ θετικά σχετίζεται με τις πληρωμές μερισμάτων. Κλείνοντας είναι σημαντικό να τονίσουμε την σπουδαιότητα του ρόλου του πολιτισμού στον καθορισμό της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων.

## 2.4.13 Εξίσωση Πληρωμής Μερισματος με Βάση την Ιδιοκτησιακή Δομή

### 2.4.13.1 Βασικά στοιχεία

Το συγκεκριμένο μοντέλο εξετάζει την επίδραση του ιδιοκτησιακής δομής (μονής και διπλής τάξης) στον καθορισμό του ύψους των μερισμάτων, εξετάζοντας ταυτόχρονα το πρόβλημα του κόστους αντιπροσώπευσης. Η συγκεντρωτική ιδιοκτησία μπορεί να μετριάσει το κόστος αντιπροσώπευσης και στις δυο μορφές ιδιοκτησιακής δομής (μονής και διπλής τάξης). Τα διευθυντικά στελέχη προκειμένου να ανακουφίσουν τους επενδυτές για την απαλλοτρίωση οι διαχειριστές θα δημιουργήσουν μια πολιτική υψηλών μερισμάτων. Οι διπλής τάξης επιχειρήσεις έχουν την τάση να διατηρούν μετρητά στο εσωτερικό της επιχείρησης σε σχέση με της μονής τάξης επιχειρήσεις. Όσο μεγαλύτερα είναι τα δικαιώματα ψήφου σε σχέση με τις ταμειακές ροές, τόσο μεγαλύτερο μέρος του πλούτου διατηρείται εντός των επιχειρήσεων το οποίο μπορεί να εκμεταλλευτεί είτε προς ιδιωτικό όφελος είτε για την μεταβίβαση πλούτου σε μελλοντικές γενναίες.

### 2.4.13.2 Υποθέσεις – Παραδοχές

Σύμφωνα με προγενέστερες μελέτες οι διπλής τάξης επιχειρήσεις ενισχύουν την διοικητική οχύρωση και παρέχουν κίνητρα και ευκαιρίες προς ιδιωτικό όφελος. Αντιθέτως όμως η απόκλιση των ταμειακών ροών και των δικαιωμάτων ψήφου οδηγεί σε χαμηλότερα επίπεδα διοικητικής οχύρωσης. Παρόλα αυτά οι διαχειριστές που ελέγχονται από τους μετόχους έχουν την τάση να καταβάλουν χαμηλά μερίσματα και να εξάγουν πόρους με διάφορους τρόπους. Τα παραπάνω συμπεράσματα μας οδηγούν στην πρώτη υπόθεση σύμφωνα με την οποία « Η πληρωμή μερίσματος για της διπλής τάξης επιχειρήσεις με υψηλό βαθμό συγκεντρωτικού ελέγχου έχουν χαμηλότερες πληρωμές μερίσματος σε σχέση με της μονής τάξης επιχειρήσεις».

Η δεύτερη υπόθεση αφορά την εξήγηση της διατήρησης της φήμης. Καθώς οι ελέγχοντες μέτοχοι στις διπλής τάξης επιχειρήσεων είναι πιο πιθανό να μεγιστοποιούν την αξία της επιχείρησης και λιγότερο πιθανό να εξάγουν πλούτο της επιχείρησης προς προσωπική εκμετάλλευση. Οικογενειακά ελεγχόμενες επιχειρήσεις διατηρούν μετρητά με σκοπό την ανάπτυξη της επιχείρησης σε μακροπρόθεσμη βάση βελτιώνοντας προγράμματα που είναι ωφέλιμα για τις μελλοντικές γενεές. Αυτό μας οδηγεί στην δεύτερη υπόθεση «Η διπλής τάξεις επιχειρήσεις με ελέγχοντες μετόχους ως στελέχη

έχουν υψηλότερη αποζημίωση σε σχέση με επιχειρήσεις διπλής και μονής τάξης όπου οι ελέγχοντες μέτοχοι δεν είναι μέλη του διοικητικού συμβουλίου».

Σύμφωνα με την πρώτη υπόθεση οδηγούμαστε στην παρακάτω εξίσωση πληρωμής μερίσματος :

$$\text{Payout Ratio} = \beta_0 + \beta_1 \text{Mgmt. Vote}_{i,t-1} + \gamma'X + \epsilon_{i,t}$$

Το διάνυσμα  $X$  αντιπροσωπεύει τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης τα οποία μπορούν να επηρεάσουν την μερισματική πολιτική. Τα οποία είναι το μέγεθος, η ανάπτυξη, η μόχλευση, η επίδοση και η θεσμική ιδιοκτησία. Το  $\epsilon_{i,t}$  είναι το τυπικό σφάλμα σύμφωνα με τις υποθέσεις. Το  $\text{Mgmt.Vote}_{i,t-1}$  ισούται με το πηλίκο του ποσοστού των συνολικών ψήφων προς το ποσοστό της καθαρής αξίας κτήσης.

Ενώ σύμφωνα με την δεύτερη υπόθεση οδηγούμαστε στην επόμενη εξίσωση πληρωμής μερίσματος.

$$\begin{aligned} \text{Payout Ratio}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1(\text{Control}_{i,t} * \text{ExcessComp}_{i,t} * \text{Mgmt.vote}_{i,t-1}) + \\ & + \beta_2\text{FamilyFirm}_{i,t} + \beta_3\text{Mgmt.Vote}_{i,t-1} + \beta_4\text{Control}_{i,t} + \beta_5\text{Ln(Comp.)}_{i,t} + \\ & \gamma'X + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2.18)$$

Όπου  $\text{Control} * \text{ExcessComp} * \text{Mgmt.vote}$  είναι ένας λόγος αλληλεπίδρασης για τον έλεγχο της δεύτερης υπόθεσης.  $\beta_5\text{Ln(Comp.)}_{i,t}$  είναι ο φυσικός λογάριθμος της αποζημίωσης των διευθυντικών στελεχών το έτος  $i$  και το έτος  $t$ . Το οποίο ισούται με :

$$\alpha + \sum_{k=1}^5 \eta \text{ FirmCharacteristics } J, t - 1 + \sum_{k=1}^8 \delta \text{ Governance } j, t - 1 + \epsilon_{i,t} \quad (2.19)$$

#### 2.4.13.3 Συμπεράσματα

Τα αποτελέσματα μας δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις διπλής δομής ιδιοκτησίας συνδέονται αρνητικά με την μερισματική πολιτική. Έπειτα από την εξέταση δείγματος επιχειρήσεων οδηγούμαστε σε τρία βασικά συμπεράσματα. Πρώτον, όσον αφορά την εξήγηση της φήμης, οι επιχειρήσεις διπλής τάξης ορίζουν υψηλή μερισματική πολιτική προκειμένου να ανακουφίσουν τις ανησυχίες των μετόχων που σχετίζονται με απαλλοτρίωση. Η καταβολή υψηλών μερισμάτων δεσμεύει τους διαχειριστές ώστε να αυξήσουν τα κεφάλαια της επιχείρησης όπου υπόκεινται σε αυστηρό έλεγχο από τις επενδυτικές τράπεζες και τις αγορές κεφαλαίων. Δεύτερον, οι επιχειρήσεις διπλής τάξης ενισχύουν την διοικητική οχύρωση, γίνεται διαχωρισμός των δικαιωμάτων ψήφου και των ταμειακών ροών. Τα οποία επιτρέπουν στους ελέγχοντες μετόχους να λαμβάνουν αποφάσεις που τους παρέχουν προσωπικά οφέλη, χωρίς να αντιμετωπίζουν τις

ανάλογες συνέπειες. Ως εκ τούτου, μειώνουν την πολιτική πληρωμή μερίσματος, επειδή μπορούν να εξάγουν πόρους με άλλους τρόπους, όπως η υπερβολική αποζημίωση. Τρίτον, Παρόλο μεγάλο μέρος των επιχειρήσεων διπλής τάξης είναι οικογενειακές επιχειρήσεις, οι ελέγχοντες μέτοχοι καθορίζουν χαμηλή μερισματική πολιτική προκειμένου να διατηρήσουν πόρους της επιχείρησης για μελλοντικές γενιές των μελών της οικογένειας.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



## Κεφάλαιο 3

### « Παράγοντες Επηρεασμού Μερισματικής Πολιτικής»

#### 3.1 Συσχέτιση παραγόντων και οικογενειακών επιχειρήσεων

##### 3.1.1 Παράγοντες που επηρεάζουν την επίδοση, απόδοση και κερδοφορία των οικογενειακών επιχειρήσεων.

Μέσα από έρευνες έχει διαπιστωθεί ότι οι παράγοντες που επηρεάζουν την επίδοση μια επιχείρησης είναι ανεξάρτητοι από την μορφή της ιδιοκτησιακής δομής (οικογενειακές και μη οικογενειακές επιχειρήσεις), καθώς και του τρόπου διάρθρωση του διοικητικού συμβουλίου των επιχειρήσεων (μέλη της οικογενείας ή ανεξάρτητοι CEO).

Είναι αξιοσημείωτο να αναφερθεί ότι η επιτυχία συχνά αξιολογείται υποκειμενικά, ενώ η απόδοση και η ανάπτυξη συνήθως αξιολογείται περισσότερο αντικειμενικά. Η απόδοση μιας επιχείρησης επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες. Μεταξύ των άλλων περιλαμβάνεται, η δομή του κλάδου και ο ανταγωνισμός, οι επιχειρηματικές αποφάσεις και οι στόχοι, οι εργασιακές σχέσεις και η οργανωτική κουλτούρα (Simpson et al., 2004, σελ 78).

Μη οικονομικά μέτρα μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αξιολόγηση της επιτυχίας. Στα μέτρα περιλαμβάνεται ο χρόνος, η ευελιξία και η ποιότητα, τα οποία μπορούν να μετατραπούν σε αριθμούς και να αξιολογηθούν αριθμητικά. Άλλα μη οικονομικά μέτρα καθορισμού της επιτυχίας είναι η αυτονομία και η ικανοποίηση από την εργασία τα οποία δεν είναι τόσο εύκολα να μετατραπούν σε αριθμούς και να αξιολογηθούν αριθμητικά. Επιπλέον πολλές έρευνες έχουν δείξει ότι το ανθρώπινο δυναμικό και οι δυνατότητες τους συνδέονται στενά με την απόδοση της επιχείρησής.

Σύμφωνα με τον Stein (1989, σελ 63) οι οικογενειακά ελεγχόμενες επιχειρήσεις λαμβάνουν καλύτερες επενδυτικές αποφάσεις, καθώς έχουν πιο συγκεκριμένες ειδικές γνώσεις και έχουν περισσότερο προσανατολισμένους επενδυτικούς ορίζοντες. Δεν είναι δυνατόν να καθοριστεί ο ακριβής προσδιορισμός των παραγόντων που επηρεάζουν την απόδοση των επιχειρήσεων.

Σύμφωνα με τους Yeoh et. al (1999, σελ 47), η επίδοση μια επιχείρησης επηρεάζεται είτε θετικά ή αρνητικά από τα επίπεδα εισοδήματος των μετόχων, τον αριθμό των μελών της οικογένειας που δραστηριοποιούνται στην επιχείρηση, τον ρόλο των μελών της οικογένειας στην επιχείρηση, την οικογενειακή φήμη, το βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο κέρδος, το μερίδιο αγοράς, την απόδοση των επενδύσεων, το επίπεδο της κοινοτικής συμμετοχής και τα επίπεδα μερισμάτων.

Συμφωνά με μελέτη των Neumann et. al (1999, σελ 42) η απόδοση των οικογενειακών επιχειρήσεων συσχετίζεται με το ανθρώπινο δυναμικό, το κοινωνικό όφελος που παράγουν, και τα περιουσιακά στοιχεία που διαθέτουν. Υποστηρίζουν ότι το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα σε μια επιχείρηση είναι το ανθρώπινο δυναμικό και συγκεκριμένα οι δεξιότητες οι ικανότητες και ηθική του προσωπικού προς την επιχείρηση. Το κοινωνικό όφελος είναι ένα σημαντικό κεφάλαιο το οποίο επιτρέπει στις επιχειρήσεις να έχουν πρόσβαση σε άλλες μορφές κεφαλαίου (ανθρώπινο και οικονομικό κεφάλαιο). Οι οικογενειακές επιχειρήσεις μπορεί να έχουν μοναδικό πλεονέκτημα αναπτύσσοντας κοινωνικό όφελος μεταξύ οικογενειακών επιχειρήσεων και επενδυτών.

Ο Murphy (2000, σελ 39) υποστηρίζει ότι οι καθοριστικοί παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση μιας επιχείρησης είναι οι ακόλουθοι: αρχικά ο κλάδος στον οποίο εντάσσεται και οι μακροοικονομικές ιδιότητες που τον χαρακτηρίζουν, η εταιρική διακυβέρνηση, τα εταιρικά χαρακτηριστικά και τέλος η διαχείριση – επίδραση του ιδρυτή κυρίως για νεοσυσταθέντες επιχειρήσεις.

Σύμφωνα με τους Lauterbach et. al (1999, σελ 47) και Lee (2004, σελ 123) προσδιορίζουν ότι η απόδοση των οικογενειακών επιχειρήσεων εξαρτάται από τον συνδυασμό των ακόλουθων παραγόντων: της αναμενόμενη απόδοση, της ρευστότητας, των εσόδων, της ανάπτυξης, της κερδοφορίας και τέλος του δείκτη χρέους προς ίδια κεφάλαια.

Οι μεταγενέστερες έρευνες έχουν επικεντρωθεί στον προσδιορισμό της σχέσης καινοτομίας και απόδοσης επιχειρήσεων. Μελετητές ισχυρίζονται την ύπαρξη θετική σχέση μεταξύ καινοτομίας και απόδοσης στις οικογενειακές επιχειρήσεις. Επιχειρήσεις που επενδύουν στην καινοτομία τείνουν να παρουσιάζουν μεγαλύτερη και υψηλότερη απόδοση καθώς και ανάπτυξη. Η απόδοση των οικογενειακών επιχειρήσεων είναι ένα μίγμα αποτελούμενο από τεχνολογικές δυνατότητες, δυνατότητα εφαρμογής καινοτομίας, στρατηγικού σχεδιασμού και αμοιβαίου αλτουρισμού.

### 3.1.2 Επίδραση οικογενειακού ελέγχου στην απόδοση των οικογενειακών επιχειρήσεων

Η διακυβέρνηση των οικογενειακών επιχειρήσεων χαρακτηρίζεται από την ενοποίηση των λειτουργιών της κυριότητα, τον έλεγχο και την διαχείριση. Ο κύριος λόγος είναι τα τρία επίπεδα διοίκησης, διοικητικό συμβούλιο και η διαχείριση, συχνά περιλαμβάνουν τα ίδια άτομα ή και άτομα από την ίδια οικογένεια

Σύμφωνα με τον Kurashina (1989, σελ 40) η οργανωτική δομή του διοικητικού συμβουλίου των οικογενειακών επιχειρήσεων μπορεί να έχει την μορφή ενός από τους τρεις τύπους: Πρώτον, τύπου Β, όπου τα μέλη της οικογένειας κατέχουν διοικητικές θέσεις ή είναι στο ΔΣ, δεύτερον τύπου C τα μέλη της οικογένειας δεν κατέχουν κορυφαίες διαχειριστικές θέσεις, αλλά είναι βασικοί μέτοχοι και τέλος τύπου D στην οποία μέλη της οικογένειας κατέχουν ανώτατες διοικητικές θέσεις ή είναι στο ΔΣ αλλά δεν είναι μεταξύ των βασικών μετόχων της οικογένειας.

Έχει διαπιστωθεί ότι τα μέλη της οικογένειας που στελεχώνουν το διοικητικό συμβούλιο λαμβάνουν χαμηλότερες αμοιβές και λιγότερες αμοιβές σε κίνητρα σε σχέση με τους εξωτερικούς CEO. Τα ιδρυτικά μέλη της οικογένεια έχουν υψηλότερα κίνητρα για τη μεγιστοποίηση της αξία της επιχείρησής τους.

Οι εξωτερικοί CEO έχουν διαφορετικό βάρος προτίμησης από ότι οι ιδιοκτήτες, προτιμούν υψηλότερη και πιο ασφαλή αμοιβή καθώς και προσδιορισμό αμοιβής κινήτρων το οποίο έρχεται σε αντίθεση με τα συμφέροντα των ιδιοκτητών. Λαμβάνουν σχεδόν τις διπλάσιες αποδοχές σε σχέση με τα μέλη των οικογενειών που είναι μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Αυτό είναι συνεπές διότι δεν έχουν τα ίδια κίνητρα με τα μέλη των οικογενειών. Επίσης, προτιμούν να διαχειρίζονται μεγαλύτερες επιχειρήσεις, ακόμη και αν οι επενδύσεις έχουν αρνητική καθαρή παρούσα αξία ( Jensen , 1986, σελ 71). Οι αμοιβές συσχετίζεται πιο στενά με το μέγεθος της επιχείρησης, παρά με την απόδοση. Σύμφωνα με τον Kole (1997, σελ 101) οι οικογενειακά ελεγχόμενες επιχειρήσεις είναι λιγότερο πιθανό να έχουν σχέδια αμοιβής κινήτρου σε σχέση με τις μη οικογενειακά ελεγχόμενες επιχειρήσεις

Επιπλέον, η αύξηση της διάρκειας της θητείας των εξωτερικών CEO συνδέεται αρνητικά με την απόδοση των επιχειρήσεων. Ενώ η σχέση απόδοση και αύξησης διάρκειας θητείας για τις οικογενειακά ελεγχόμενες επιχειρήσεις είναι θετική, καθώς και με την αύξηση των εσόδων. Οι οικογενειακά ελεγχόμενες επιχειρήσεις έχουν χαμηλότερο περιθώριο κέρδους, αλλά υψηλότερο ROA το οποίο δείχνει πόσο αποτελεσματική είναι η διαχείριση των στοιχείων του ενεργητικού και η δημιουργία

κέρδους. Κλείνοντας, σύμφωνα με τον Mc Connaughy (1998, σελ 99) οι οικογενειακά ελεγχόμενες επιχειρήσεις σχετίζονται με υψηλή εταιρική απόδοση. Οι αμιγώς οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν περισσότερα κίνητρα να μεγιστοποιήσουν την αξία της.

### **3.1.3 Έλεγχός - Εξέταση πωλήσεων για τον προσδιορισμό της κερδοφορίας και της απόδοσης των επιχειρήσεων**

Τα κριτήρια απόδοσης δεν είναι απόλυτα. Οι πωλήσεις δεν προσδιορίζουν την ποιοτική μέτρηση της απόδοσης. Αν όμως ο στόχος είναι να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τότε η απόδοση μπορεί να αξιολογηθεί σε σχέση με τις πωλήσεις.

Σύμφωνα με τον Porter (1980, σελ 22) υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ των πωλήσεων, περιουσιακών στοιχείων, εργαζομένων και μερίδιο της αγοράς. Ενώ υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ πωλήσεων και αγορά μετοχών. Αυτό αντανακλά την τάση που παρουσιάζουν οι επιχειρήσεις όταν φτάνουν να έχουν το ηγετικό μερίδιο της αγοράς όπου παρουσιάζεται μείωση των πωλήσεων. Είναι λογικό να αποφανθούμε ότι ένα μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς θα μπορούσε να επιτευχθεί μέσω της μείωσης του περιθωρίου κέρδους, το οποίο θα οδηγούσε σε μειωμένα κέρδη.

Λόγω των οικονομιών κλίμακας, το ηγετικό μερίδιο της αγοράς μπορεί να είναι η βάση για ένα χαμηλότερο κόστους, και ως εκ τούτου, οι μεγάλες επιχειρήσεις φτάνουν σε υψηλότερα κερδοφορία (Buzzell et. al 1975, σελ 31). Παρ' όλα αυτά μια μεγάλη επιχείρηση δεν ταυτίζεται με υψηλά κέρδη. Αυτό μπορεί να οφείλεται στις χαμηλότερες τιμές, προκειμένου να αυξήσει το μερίδιο της αγοράς, που αναφέρονται προηγουμένως είτε στο γεγονός ότι η διαχείριση μιας οικογενειακή επιχείρηση μεγαλύτερου μεγέθους χρειάζεται καλύτερο σύστημα διαχείρισης.

Οι δείκτες κερδοφορίας προορίζεται για να δείξουν κατά πόσον υπάρχει ένα ικανοποιητικό ποσοστό απόδοσης στην επιχείρηση. Σύγκριση της κερδοφορίας με τις επενδύσεις και της κερδοφορίας με τις πωλήσεις, παρέχουν τελικές απαντήσεις σχετικά με την απόδοση που επιτυγχάνεται στα κεφάλαια των μετόχων και των περιουσιακών στοιχεία που χρησιμοποιούνται. Η πιο σημαντική σύνδεση των παραπάνω λόγων είναι η απεικόνιση του τριγώνου της κερδοφορίας, όπου το κέρδος ανά χρηματική μονάδα πώλησης (ή περιθώριο κέρδους) σχετίζεται με το ποσό των προσδιορισθέντων φορών, που αντανακλά την απόδοση των συνολικών επενδύσεων στην επιχείρηση.

Το επίπεδο των πωλήσεων πολλές φορές ορίζεται ως ένας ξεχωριστός εταιρικός στόχος και διακριτός από άλλους στόχους, όπως η αποδοτικότητα όπου μερικές φορές είναι ακόμη σε βάρος των κερδών.

### **3.1.4 Έλεγχος της επίδρασης του συνολικού χρέους στην οικονομική δομή της επιχείρησης.**

Mishara et. al (1999, σελ 44) διαπίστωσαν θετική σχέση μεταξύ μορφής εταιρικής διακυβέρνησης και επίπεδα χρέους για τις επιχειρήσεις. Πιο συγκεκριμένα οι οικογενειακά ελεγχόμενες επιχειρήσεις παρουσιάζουν χαμηλότερο δείκτη χρέους.

Είναι σημαντικό να τονιστεί η θετική συσχέτιση που υπάρχει μεταξύ ηλικίας οικογενειακών επιχειρήσεων και του συνολικού χρέους. Ενώ αντίθετα η αύξηση της θητείας του ιδιοκτήτη της επιχείρησης ως Διευθύνων Σύμβουλος έχει αρνητική επίδραση στο συνολικό χρέος και την κερδοφορία. Οι οικογενειακές επιχειρήσεις που έχουν στόχο την αύξηση της αξίας της επιχείρησης συνδέονται θετικά με την αύξηση του χρέους.

Μέσα από έρευνες έχει αποδειχτεί ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση σχετίζεται με την θέληση της ανάληψης κινδύνου του διαχειριστή, τις δαπάνες ευκαιριών ανάπτυξης και το κόστος παρακολούθησης της απειλής εξαγοράς.

Οι Holderness et. al (1988, σελ 38) συμπέραναν ότι υφίσταται αρνητική σχέση μεταξύ των ιδιοκτητών διαχειριστικών και της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, ιδίως για τους παγιωμένους διαχειριστές οι οποίοι είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιήσουν τα ίδια κεφάλαια για την αποφυγή κινδύνου εξαγοράς το οποίο έχει σαν αποτέλεσμα υψηλά επίπεδα μόχλευσης. Έρευνες των Kim et. al (1986, σελ 59) τεκμηριώνουν το αντίθετο αποτέλεσμα, όπου η αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση του δείκτη της διοικητική οχύρωση των στελεχών.

Το συνολικό χρέος προς το σύνολο του ενεργητικού είναι μεγαλύτερο για τις αμιγώς οικογενειακές επιχειρήσεις από τι των άλλων μορφών οικογενειακών επιχειρήσεων. Ο μέσος δείκτης ROA και η χρηματοοικονομική μόχλευση είναι υψηλότερη για τις αμιγώς

οικογενειακά ελεγχόμενες επιχειρήσεις σε σχέση με τις επιχειρήσεις όπου οι θέσεις του διοικητικού συμβουλίου κατέχονται από εξωτερικούς συμβούλους.

Το κόστος χρηματοδότησης του χρέους για τις αμιγώς οικογενειακές επιχειρήσεις είναι υψηλότερο σε σχέση με τις οικογενειακές επιχειρήσεις που διοικούνται από εξωτερικό Διευθύνων Σύμβουλο. Η υψηλότερη χρηματοδότηση του χρέους κατά κύριο λόγο οφείλεται στους απογόνους των αμιγώς οικογενειακά ελεγχόμενων επιχειρήσεων. Τα εν λόγω στοιχεία συνεπάγεται ότι οι ιδρυτές φέρουν δεξιότητες και προστιθέμενη αξία για την επιχείρηση, ενώ οι απόγονοι είναι πιο πιθανό να υποβαθμίσουν την συνολική απόδοσή της επιχείρησης, ίσως επειδή λαμβάνουν την θέση του Διευθύνοντα Συμβούλου με οικογενειακούς δεσμούς παρά των προσόντων για εργασία. Η ερμηνεία αυτή είναι συνεπής με τα αποτελέσματα των Johnson(1985), Morck et. al (1988), και Gomez-Mejia(2001). Το οποίο δείχνει ότι οι ιδρυτές των οικογενειακών επιχειρήσεων έχουν διαφορετική επίπτωση στην απόδοση της επιχείρησής σε σχέση με τους απογόνους των ιδρυτών, ως Διευθύνων Σύμβουλοι. Οι θεσμικοί επενδυτές, όπως αμοιβαία κεφάλαια και ασφαλιστικές εταιρείες, έχουν σημαντικά διαφορετική επίδραση στο κόστος της χρηματοδότησης του χρέους σε σχέση με τους επενδυτές.

### **3.2 Προσδιορισμός παραγόντων καταβολής μερίσματος**

Σύμφωνα με τους Denis et. al (2008, σελ 87), οι μεγάλες και πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις στις ΗΠΑ, τον Καναδά, το Ηνωμένο Βασίλειο, τη Γερμανία, τη Γαλλία και την Ιαπωνία έχουν υψηλότερη τάση καταβολής μερισμάτων. Αντίθετα οι νεοσυσταθέντες επιχειρήσεις αποτυγχάνουν να καταβάλουν υψηλά μερίσματα το οποίο οδηγεί την συνολική τάση καταβολής μερίσματος να είναι πτωτική.

Πρόσφατα, DeAngelo et. al (2004, σελ 102) επισήμαναν την σημασία της σηματοδοσίας της πληρωμής των μερισμάτων, ως καθοριστικός παράγοντας πρώτης τάξης για τον καθορισμό της μερισματικής πολιτικής, σύμφωνα με την οποία η διανομή μερισμάτων παρέχει πληροφόρηση στους επενδυτές σχετικά με την μελλοντική κερδοφορία. Τα μερίσματα επικεντρώνονται σε μικρό αριθμό μεγάλων επιχειρήσεων. Μεταγενέστερες μελέτες απέδειξαν ότι επιχειρήσεις που έχουν μικρή ανάγκη της σηματοδοσίας της κερδοφορίας καταβάλλουν μικρότερα μερίσματα.

Μια εναλλακτική άποψη για την καταβολή των μερισμάτων, προτάθηκε από τον DeAngelo (2006, σελ 46) στην οποία καθρεπτίζεται η βέλτιστη πολιτική πληρωμής

μερισμάτων που καθοδηγείται από την ανάγκη για τη διανομή των ελεύθερων ταμειακών ροών.

Σύμφωνα με τους Fama et. al (2001, σελ 55), Grullon et. al (2002, σελ 18) οι νεοσυσταθέντες επιχειρήσεις τα πρώτα χρόνια λειτουργίας τους καταβάλλουν μικρά μερίσματα επειδή οι επενδυτικές ευκαιρίες υπερβαίνουν την δημιουργία εσωτερικού κεφαλαίου. Τα επόμενα χρόνια, τα εσωτερικά κεφάλαια υπερβαίνουν τις επενδυτικές ευκαιρίες, με αποτέλεσμα να αυξάνουν το ποσοστό διανομής μερίσματος ώστε να μετριάσουν την πιθανότητα μη εκμετάλλευσης των ελεύθερη ταμειακές ροών. Το αποτέλεσμα είναι συνεπές με την άποψη του κύκλου ζωής, που προτάθηκε από τους DeAngelo et. al (2006, σελ 112).

Οι Fama et. al (2001, σελ 89) διαπίστωσαν ότι η τάση καταβολής μερισμάτων συνδέεται στενά με το μέγεθος της επιχείρησης, τις ευκαιρίες ανάπτυξης και την κερδοφορία. Επιπλέον, σε μεταγενέστερες μελέτες διαπιστώνουμε ότι η τάση καταβολής μερισμάτων συνδέεται στενά με την αναλογία των αδιανέμητων κερδών προς τα σύνολο των ιδίων κεφαλαίων. Το ύψος των μερισμάτων που καταβάλλουν οι επιχειρήσεις είναι άρρηκτα συνδεδεμένο με τα αδιανέμητα κέρδη που παρουσιάζουν στο τέλος της χρήσης τους. Επιχειρήσεις με θετικά αδιανέμητα κέρδη καταβάλλουν υψηλά ποσοστά μερίσματος στους μετόχους τους, αντίθετα όταν το ποσοστό των αδιανέμητων κερδών είναι αρνητικό το ποσοστό διανομής μερίσματος είναι μικρότερο.

Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν την τάση μη καταβολής μερίσματος. Το γεγονός αυτό κάνει τις τράπεζες να μην αναλαμβάνουν την χρηματοδότηση των οικογενειακών επιχειρήσεων, το οποίο είναι συνυφασμένο με την σημασία της σηματοδοσίας. Έχει ως αποτέλεσμα την μικρή εξέλιξη τους και πολλές φορές τίθεται και ως παράγοντας επιβίωσης τους. Επιπλέον οι οικογενειακές επιχειρήσεις εμφανίζουν χαμηλό ROE το οποίο τις κάνει λιγότερο ελκυστικές στις εχθρικές εξαγορές.

Η κατανομή των ελεύθερη ταμειακών ροών και ο κύκλος ζωής των επιχειρήσεων είναι ο κύριος προσδιοριστικός παράγοντας καθορισμού της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων.

## Κεφάλαιο 4ο

### «Περιγραφή Δείγματος»

#### 4.1 Σκοπός του κεφαλαίου

Σκοπός συγκεκριμένου κεφαλαίου είναι να εντοπίσει και να αναλύσει το δείγμα των εξεταζόμενων επιχειρήσεων, να προσδιορίσει τα βασικά χαρακτηριστικά των κλάδων στους οποίους δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις, προκειμένου να γίνει πληρέστερη και εκτενέστερος διαχωρισμός των επιχειρήσεων.

#### 4.2 Δεδομένα

Το δείγμα αποτελείται συνολικά από εκατόν σαράντα μία (141) επιχειρήσεις οι οποίες είναι εισηγμένες στο Ελληνικό χρηματιστήριο. Τα στοιχεία αφορούν τις χρήσεις για το έτος 2008 και 2011. Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι τα οικονομικά στοιχεία του 2008 δεν είναι επηρεασμένα από την οικονομική ύφεση, ενώ τα στοιχεία του 2011 είναι σε μεγάλο βαθμό επηρεασμένα από την οικονομική ύφεση.

Επιπλέον είναι σημαντικό να τονιστεί ότι 6 οικογενειακές και 5 μη – οικογενειακές επιχειρήσεις δεν παρουσίασαν οικονομικά αποτελέσματα το έτος 2011, ενώ είχαν παρουσιάσει για το έτος 2008, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι σχεδόν το 7% των επιχειρήσεων του δείγματός μας σταμάτησαν να δραστηριοποιούνται είτε έκαναν έναρξη λειτουργίας σε διαφορετική χώρα.

Οι 141 επιχειρήσεις διαχωρίζονται αρχικά σε δυο βασικές κατηγορίες, τις οικογενειακές και τις μη οικογενειακές. Έπειτα οι μη οικογενειακές χωρίζονται σε δυο επιπλέον κατηγορίες τις οικογενειακές τύπου Β και τις οικογενειακές τύπου C. Ο παραπάνω διαχωρισμός είναι σύμφωνος με τον διαχωρισμό του Toshiki Kurashina et. al (2008).

Οι οικογενειακές επιχειρήσεις είναι αυτές στις οποίες κύριοι μέτοχοι είναι μέλη της οικογένειας και συμμετέχουν στην διοίκηση της εταιρείας. Οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου Β τα μέλη της οικογένειας είτε κατέχουν διοικητικές θέσεις ή είναι μέλη στο διοικητικό συμβούλιο και είναι μεταξύ των βασικών μετόχων, ενώ στις τύπου C τα μέλη



της οικογένειας δεν κατέχουν κορυφαίες διαχειριστικές θέσεις αλλά είναι από τους βασικούς μετόχους. Οι μη οικογενειακές είναι αυτές που δεν υπάρχουν βασικοί μέτοχοι, οι εταιρίες αυτές διοικούνται από επαγγελματίες με αμελητέα ιδιοκτησία μετόχων.

Πρέπει να αναφέρουμε ότι τα διαθέσιμα στοιχεία για τις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C είναι ελάχιστα, επιπλέον δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για επιχειρήσεις τύπου D, για το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα.

Το εξεταζόμενο δείγμα μας αποτελείται από 67 μη-οικογενειακές επιχειρήσεις, 68 οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου B και 7 τύπου C. Στον πίνακα 4.1 παρουσιάζονται αναλυτικά οι μη - οικογενειακές επιχειρήσεις και ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιούνται, για το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα. Ομοίως στον πίνακα 4.2 και 4.3 παρουσιάζονται αναλυτικά οι οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου B και C αντίστοιχα καθώς ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιούνται. Οι εξεταζόμενες επιχειρήσεις καθώς και ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιούνται εμφανίζεται αναλυτικά στους παρακάτω πίνακες.

Πίνακας 4.1 : Μη – οικογενειακές επιχειρήσεις.

<b>ΚΛΑΔΟΣ</b>	<b>ΕΤΑΙΡΙΑ</b>
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ {ΔΙΑΡΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ ΑΓΑΘΑ}	FOURLIS A.E ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ {ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ}	ΦΙΕΡΑΤΕΞ ΑΦΟΙ ΑΝΕΖΟΥΛΑΚΗ Α.Ε.
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ {ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ}	ΛΑΝΑΚΑΜ Α.Ε.
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ {ΕΙΔΗ ΠΡΟΣΩΠΙΚΗΣ ΦΡΟΝΤΙΔΑΣ}	ΠΑΠΟΥΤΣΑΝΗΣ ΑΒΕΕ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΩΝ ΑΓΑΘΩΝ
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ {ΕΙΔΗ ΠΡΟΣΩΠΙΚΗΣ ΦΡΟΝΤΙΔΑΣ}	ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (Ο.Τ.Ε.)
ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ {ΑΝΑΨΥΚΤΙΚΑ}	COCA-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε. (HBC AG)
ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ {ΓΕΩΡΓΙΑ & ΑΛΙΕΙΑ}	ΝΗΡΕΥΣ Α.Ε.
ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ {ΤΡΟΦΙΜΑ}	ΠΕΡΣΕΥΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΙΔΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ {ΤΡΟΦΙΜΑ}	ΕΛΛ. ΒΙΟΜ. ΖΑΧΑΡΗΣ Α.Ε.
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ {ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ ΓΡΑΦΕΙΩΝ}	ΟΜΙΛΟΣ ΙΝΤΕΑΛ Α.Β.Ε.Ε.Δ.Ε.
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ {ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ}	BYTE COMPUTER Α.Β.Ε.Ε.
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ {ΛΟΓΙΣΜΙΚΟ}	ENTERSOFT SA
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ {ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ}	QUALITY AND RELIABILITY Α.Β.Ε.Ε.
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ {ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ}	PROFILE Α.Ε.Β.Ε. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ {ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ}	OPTRONICS TECHNOLOGIES S.A.
ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ & ΑΕΡΙΟ	ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ
ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ & ΑΕΡΙΟ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.

ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ {ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ & ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ}	F.H.L. Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ - ΓΡΑΝΙΤΕΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ {ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ}	ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ Α.Ε.ΤΕΧΝ. ΕΡΓΩΝ & ΜΕΤΑΛ.ΚΑΤ.
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ {ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ}	ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ, ΑΚΙΝΗΤΩΝ, ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ {ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ}	Ι. ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ - Ι. ΛΑΠΠΑΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ Α.Ε.
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ {ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ}	J. & P. - ΑΒΑΞ Α.Ε.
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ {ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ}	ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ {ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ}	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ Α.Τ.Ε.
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ {ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ}	ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ {ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ & ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ}	ΤΙΤΑΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ {ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ}	ΕΚΤΕΡ Α.Ε.
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ {ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ}	ΑΘΗΝΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ {ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ & ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ}	UNIBIOS Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ {ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ & ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ}	Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ
ΥΓΕΙΑ {ΙΑΤΡΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ}	ΙΑΣΩ Α.Ε.
ΥΓΕΙΑ {ΙΑΤΡΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ}	ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ & ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.
ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ & ΑΕΡΙΟ	ΕΛΙΝΟΙΑ Α.Ε.
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ {ΧΑΛΥΒΑΣ}	ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ {ΑΛΟΥΜΗΝΙΟ}	ΕΛΒΑΛ Α.Ε ΒΙΟΜ/ΝΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓ. ΑΛΟΥΜ.
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ {ΑΛΟΥΜΗΝΙΟ}	ΕΤΕΜ Α.Ε.
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ {ΟΡΥΧΕΙΑ}	MERMEREN KOMBINAT A.D. PRILEP
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ {ΜΗ ΣΙΔΗΡΟΥΧΑ ΜΕΤΑΛΛΑ}	ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε (ΠΡΩΗΝ ΒΕΚΤΩΡ)
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ {ΧΑΛΥΒΑΣ}	ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε. (ΠΡΩΗΝ ΕΡΛΙΚΟΝ)
ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ {ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ & ΨΥΧΑΓΩΓΙΑ}	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΗΧΟΥ ΚΑΙ ΕΙΚΟΝΟΣ Α.Ε.
ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ {ΕΚΔΟΣΕΙΣ}	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΥ ΑΕ
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Α.Β.Ε.Τ.Ε.
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	ΕΤ. ΥΔΡΕΥΣΗΣ & ΑΠΟΧΕΤΕΥΣΗΣ ΘΕΣ/ΚΗΣ Α.Ε.
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	Ε.ΥΔ.Α.Π. Α.Ε.
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ {ΥΛΙΚΑ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑΣ}	ΒΙΣ Α.Ε.
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ {ΥΛΙΚΑ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑΣ}	Ε. ΠΑΙΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ	PAPERPACK Α.Β.Ε.Ε.
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ {ΗΛΕΚΤΡΙΚΑ ΜΕΡΗ & ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ}	NEXANS ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ {ΗΛΕΚΤΡΙΚΑ ΜΕΡΗ & ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ}	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ Α.Ε.
Βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες {Μηχανήματα Βιομηχανικού Εξοπλισμού}	FRIGOGLOSS Α.Β.Ε.Ε.
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	KLEEMANN HELLAS Α.Β.Ε.Ε.
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ {ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ}	MEVACO ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.

ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ}	
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ {ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ}	ΜΕΤΚΑ Α.Ε.
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ {ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΜΕΤΑΦΟΡΩΝ}	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε.
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ {ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΜΕΤΑΦΟΡΩΝ}	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ {ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ}	DIONIC ΑΕΒΕ
ΕΜΠΟΡΙΟ {ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΟ ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ}	ΡΕΒΟΪΛ Α.Ε.Ε.Π
ΤΑΞΙΔΙΑ & ΑΝΑΨΥΧΗ {ΤΥΧΕΡΑ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ}	CENTRIC ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.
ΤΑΞΙΔΙΑ & ΑΝΑΨΥΧΗ {ΤΥΧΕΡΑ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ}	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΠΡΟΓΝΩΣΤΙΚΩΝ ΑΓΩΝΩΝ ΠΟΔΟΣΦΑΙΡΟΥ Α.Ε.
ΤΑΞΙΔΙΑ & ΑΝΑΨΥΧΗ {ΤΥΧΕΡΑ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ}	INTRALOT Α.Ε.
ΤΑΞΙΔΙΑ & ΑΝΑΨΥΧΗ {ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ}	ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ε.Ε.
ΤΑΞΙΔΙΑ & ΑΝΑΨΥΧΗ {ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ}	ΛΑΜΨΑ Α.Ε. ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ
ΤΑΞΙΔΙΑ & ΑΝΑΨΥΧΗ {ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ}	ΙΟΝΙΚΗ (ΞΕΝ/ΚΕΣ ΕΠΙΧ/ΣΕΙΣ)
ΤΑΞΙΔΙΑ & ΑΝΑΨΥΧΗ {ΤΑΞΙΔΙΑ & ΤΟΥΡΙΣΜΟΣ}	ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ ΑΝΕ
ΤΑΞΙΔΙΑ & ΑΝΑΨΥΧΗ {ΤΑΞΙΔΙΑ & ΤΟΥΡΙΣΜΟΣ}	ΑΤΤΙΣ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

Πίνακας 4.2 : Οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου Family B.

ΚΛΑΔΟΣ	ΕΤΑΙΡΙΑ
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ {ΔΙΑΡΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ ΑΓΑΘΑ}	F.G. EUROPE Α.Ε.
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ {ΔΙΑΡΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ ΑΓΑΘΑ}	Γ.Ε. ΔΗΜΗΤΡΙΟΥ Α.Ε.Ε.
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ {ΕΠΙΠΛΑ}	ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ Α.Ε.
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ {ΕΠΙΠΛΑ}	ΠΑΠΑΠΑΝΑΓΙΩΤΟΥ ΑΒΕΕΑ – ΔΡΟΜΕΑΣ
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ {ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ}	JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ {ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ}	ΕΛΒΕ ΑΝΩΝΥΜΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ {ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ}	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣ/ΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε.
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ {ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ}	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ Α.Β.Ε.Ε.
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ {ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ}	ΕΛ. Δ. ΜΟΥΖΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.Μ. & Ε.
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ {ΕΙΔΗ ΠΡΟΣΩΠΙΚΗΣ ΦΡΟΝΤΙΔΑΣ}	ΚΟΡΡΕΣ Α.Ε. ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ {ΚΑΠΝΟΣ}	ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε.
ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ {ΑΠΟΣΤΑΞΗ & ΟΙΝΟΠΑΡΑΓΩΓΗ}	ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.
ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ {ΓΕΩΡΓΙΑ & ΑΛΙΕΙΑ}	ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΜΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.
ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ {ΤΡΟΦΙΜΑ}	ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ
ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ {ΤΡΟΦΙΜΑ}	ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.
ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ {ΤΡΟΦΙΜΑ}	ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ ΑΒΕΕ
ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ {ΤΡΟΦΙΜΑ}	ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε.
ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ {ΤΡΟΦΙΜΑ}	ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.
ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ {ΤΡΟΦΙΜΑ}	ΚΡΙ-ΚΡΙ ΑΕ
ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ {ΤΡΟΦΙΜΑ}	ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.
ΧΗΜΙΚΑ {ΒΑΣΙΚΑ ΧΗΜΙΚΑ}	ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ

ΧΗΜΙΚΑ {ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΑ ΧΗΜΙΚΑ}	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΧΗΜΙΚΑ {ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΑ ΧΗΜΙΚΑ}	ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ ΑΕΒΕ
ΧΗΜΙΚΑ {ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΑ ΧΗΜΙΚΑ}	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΧΗΜΙΚΑ {ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΑ ΧΗΜΙΚΑ}	ΔΑΙΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΑΒΕΕ
ΧΗΜΙΚΑ {ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΑ ΧΗΜΙΚΑ}	ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε.
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ {ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ}	QUEST ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ {ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ}	Logismos ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ Α.Ε.
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ {ΛΟΓΙΣΜΙΚΟ}	M.L.S. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε.
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ {ΛΟΓΙΣΜΙΚΟ}	ΙΛΥΔΑ ΑΕ
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ {ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ}	SPACE HELLAS Α.Ε.
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ {ΥΛΙΚΟ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ}	ΙΝΤΕΡΤΕΚ Α.Ε. ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΤΕΧΝ/ΓΙΕΣ
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ {ΥΛΙΚΟ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ}	ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε.
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ {ΛΟΓΙΣΜΙΚΟ}	Performance Technologies S.A.
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ {ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ}	ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ {ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ & ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ}	ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. - ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΜΑΡΜΑΡΩΝ
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ {ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ & ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ}	ΑΚΡΙΤΑΣ Α.Ε.
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ {ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ & ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ}	ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ Α.Ε.
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ {ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ & ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ}	N. ΒΑΡΒΕΡΗΣ-MODA BAGNO Α.Ε.
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ {ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ & ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ}	ΙΝΤΕΡΓΟΥΝΤ-ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ Α.Τ.Ε.Ν.Ε. Ανώνυμος Τεχνική Εμποροβιομηχανική Ναυτιλιακή Εταιρεία
ΥΓΕΙΑ {ΙΑΤΡΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ}	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ {ΧΑΛΥΒΑΣ}	ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ {ΧΑΛΥΒΑΣ}	N. ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ Α.Ε.
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ {ΜΗ ΣΙΔΗΡΟΥΧΑ ΜΕΤΑΛΛΑ}	Α.Ε. - ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ {ΧΑΛΥΒΑΣ}	ΕΛΑΣΤΡΟΝ Α.Ε.Β.Ε. - ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ {ΑΛΟΥΜΗΝΙΟ}	ΑΛΟΥΜΥΛ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε.
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ {ΧΑΛΥΒΑΣ}	ΑΦΟΙ Χ. ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ Α.Ε.Β.Ε.
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ {ΑΛΟΥΜΗΝΙΟ}	ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ {ΕΚΔΟΣΕΙΣ}	Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ - Π. ΑΘΑΝΑΣΙΑΔΗΣ & ΣΙΑ Α.Ε.
ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ {ΕΚΔΟΣΕΙΣ}	ΛΙΒΑΝΗΣ ΑΕ
ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ {ΕΚΔΟΣΕΙΣ}	Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Α.Ε.
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ {ΥΛΙΚΑ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑΣ}	FLEXOPACK Α.Ε.Β.Ε.Π.
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ {ΥΛΙΚΑ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑΣ}	ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ	PAPERPACK Α.Β.Ε.Ε.
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ {ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΜΕΝΕΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΕΣ}	ΒΙΟΧΑΛΚΟ Ε.Β. ΧΑΛΚΟΥ ΚΑΙ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε.
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ {ΕΜΠΟΡΙΚΑ ΟΧΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΦΟΡΤΗΓΑ}	ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ {ΥΠΟΣΤΗΡΙΚΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΠΡΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ}	ΧΑΙΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.

ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ {ΥΠΟΣΤΗΡΙΚΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΠΡΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ}	INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ {ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ}	ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ {ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ}	ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS Α.Ε.
ΕΜΠΟΡΙΟ {ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΟ ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ}	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΗ ΑΥΤΟΚΙΝΗΤΩΝ ΔΙΤΡΟΧΩΝ ΚΑΙ ΜΗΧΑΝΩΝ ΘΑΛΑΣΣΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ
ΕΜΠΟΡΙΟ {ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΟ ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ}	ΝΑΚΑΣ ΜΟΥΣΙΚΗ
ΕΜΠΟΡΙΟ {ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΟ ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ}	Α.Σ. ΕΜΠΟΡΙΚΗ-ΒΙΟΜ. ΕΤΑΙΡΙΑ Η/Υ & ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ Α.Ε.
ΕΜΠΟΡΙΟ {ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΟ ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ}	FOLLI-FOLLIE Α.Ε.Β.Τ.Ε.
ΤΑΞΙΔΙΑ & ΑΝΑΨΥΧΗ {ΑΕΡΟΠΟΡΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ}	ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε.
ΤΑΞΙΔΙΑ & ΑΝΑΨΥΧΗ {ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ}	ΓΕΚΕ Α.Ε.
ΤΑΞΙΔΙΑ & ΑΝΑΨΥΧΗ {ΤΑΞΙΔΙΑ & ΤΟΥΡΙΣΜΟΣ}	ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ Μ.Κ.Ν. Α.Ε.
ΤΑΞΙΔΙΑ & ΑΝΑΨΥΧΗ {ΤΑΞΙΔΙΑ & ΤΟΥΡΙΣΜΟΣ}	ΑΥΤΟHELLAS ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ & ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ

Πίνακας 4.3 : Οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου Family C.

<b>Κλάδος</b>	<b>Εταιρία</b>
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ {ΕΠΙΠΛΑ}	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε.
ΧΗΜΙΚΑ {ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΑ ΧΗΜΙΚΑ}	CYCLON ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.& Ε. Λιπαντικών & Πετρών
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ {ΛΟΓΙΣΜΙΚΟ}	EPSILON NET SA
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ {ΥΛΙΚΟ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ}	CP1 Α.Ε ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ {ΕΜΠΟΡΙΚΑ ΟΧΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΦΟΡΤΗΓΑ}	ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε.
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ {ΥΠΟΣΤΗΡΙΚΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΠΡΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ}	ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Ε.

Πίνακας 4.4 Πλήθος Μη – οικογενειακών και Οικογενειακών επιχειρήσεων.

ΚΛΑΔΟΣ	Μη- Οικογενειακές	Οικογενειακές Τύπου Β	Οικογενειακές Τύπου C
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ	5	11	1
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	1	0	0
ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ	4	9	0
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	6	9	2
ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ & ΑΕΡΙΟ	3	0	0
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	15	5	0
ΥΓΕΙΑ	2	1	0
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ	6	7	0
ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ	2	3	0
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	4	0	0
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	6	8	2
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ	1	1	0
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	3	0	0
ΕΜΠΟΡΙΟ	1	4	0
ΤΑΞΙΔΙΑ & ΑΝΑΨΥΧΗ	8	4	0
ΧΗΜΙΚΑ	0	6	1
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>67</b>	<b>68</b>	<b>6</b>

Παρατηρώντας εκτενέστερα τον προηγούμενο πίνακα διαπιστώνουμε ότι οι οικογενειακά ελεγχόμενες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην Ελληνική επικράτεια είναι περισσότερες σε σχέση με τις μη – οικογενειακά ελεγχόμενες επιχειρήσεις. Είναι μια αγορά που δεν δραστηριοποιείται μικρός αριθμός επιχειρήσεων που δεν ελέγχονται από μέλη της οικογένειας.

Μεγαλύτερος κλάδος για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις είναι οι «ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ», με συνολικά 15 εταιρίες, ενώ πιο μικρός κλάδος είναι «ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ» και του «ΕΜΠΟΡΙΟΥ». Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι στην ελληνική επικράτεια δεν δραστηριοποιείται καμία επιχείρηση μη – οικογενειακά ελεγχόμενη στον κλάδο των «ΧΗΜΙΚΩΝ», όπου στις οικογενειακά ελεγχόμενες επιχειρήσεις αποτελεί τον τρίτο μεγαλύτερο κλάδο.

Από την άλλη πλευρά ο κλάδος με τις περισσότερες επιχειρήσεις είναι αυτός των «ΠΡΟΣΩΠΙΚΩΝ & ΟΙΚΙΑΚΩΝ ΑΓΑΘΩΝ», με συνολικά 11 εταιρίες, ενώ μικρότερος κλάδος είναι ο κλάδος της «ΥΓΕΙΑΣ», με μόλις 1 εταιρία. Στον κλάδο του «ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ & ΑΕΡΙΟΥ» δεν δραστηριοποιείται καμία οικογενειακά ελεγχόμενη

επιχείρηση, λόγω των αυξημένων αναγκών και απαιτήσεων του συγκεκριμένου κλάδου.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## Κεφάλαιο 5<sup>ο</sup>

### «Μελέτη και Ανάλυση Παραγόντων»

#### 5.1 Μεθοδολογία

Η μεθοδολογία που θα ακολουθήσουμε σ' αυτό το κεφάλαιο είναι ο υπολογισμός συγκεκριμένων χρηματοοικονομικών δεικτών οι οποίοι προσδιορίζουν την απόδοση, την επίδοση, την κερδοφορία και άλλων σημαντικών παραγόντων οι οποίοι επηρεάζουν την μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.

Έπειτα θα γίνει προσδιορισμός και ανάλυση των βασικών υποθέσεων οι οποίες σχετίζονται με το βαθμό διοικητικής οχύρωσης και τον προσδιορισμό της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων.

Στην συνέχεια θα γίνει έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας των μέσων όρων χρηματοοικονομικών δεικτών που υπολογίστηκαν προηγουμένως για κάθε κατηγορία επιχειρήσεων. Αρχικά θα εξετάσουμε τις μη - οικογενειακές από τις δύο κατηγορίες των οικογενειακών επιχειρήσεων, και έπειτα τις δύο κατηγορίες των οικογενειακών επιχειρήσεων μεταξύ τους. Πρέπει να σημειωθεί ότι δεν γίνεται μετέπειτα διαχωρισμός των επιχειρήσεων βάση του μεγέθους ή του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιούνται, η εξέταση του δείγματός θα γίνει συνολικά.

#### 5.2 Προσδιορισμός Υποθέσεων

Οι υποθέσεις που εξετάζονται βασίζονται στην έρευνα του Toshiki Kurashina et. al (2008) και είναι:

##### 1<sup>η</sup> Υπόθεση

- Οι μη - οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν καλύτερη απόδοση από τις μη - οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου Β.
- Οι μη - οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν καλύτερη απόδοση σε σχέση με τις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C.



- Οι οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου Β έχουν καλύτερη απόδοσή σε σχέση με τις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C.

Σύμφωνα με την εξεταζόμενη βιβλιογραφία τονίζονται οι διαφορές στην οικονομική δομή μεταξύ των μη - οικογενειακών και οικογενειακών επιχειρήσεων. Οι οικογενειακές τείνουν να έχουν πιο προσεκτική στάση απέναντι στο χρέος. Το κύριο χαρακτηριστικό των οικογενειακών επιχειρήσεων είναι να προωθούν την ανάπτυξη, χωρίς να τίθεται υπό αμφισβήτηση η μονιμότητα του οικογενειακού ελέγχου ( Goffee, 1996, σελ 56 ).

### 2<sup>η</sup> Υπόθεση

- Οι μη - οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν ισχυρότερη οικονομική δομή απ' ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου Β.
- Οι μη - οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν ισχυρότερη οικονομική δομή απ' ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C.
- Οι οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου Β έχουν ισχυρότερη οικονομική δομή απ' ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C.

### 3<sup>η</sup> Υπόθεση

- Στις μη - οικογενειακές επιχειρήσεις το επίπεδο οικογενειακού ελέγχου επηρεάζει πιο έντονα την απόδοση των επιχειρήσεων σε όρους κερδοφορίας σε σχέση με τις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου Β.
- Στις μη - οικογενειακές επιχειρήσεις το επίπεδο οικογενειακού ελέγχου επηρεάζει πιο έντονα την απόδοση των επιχειρήσεων σε όρους κερδοφορίας σε σχέση με τις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C.
- Οι οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου Β το επίπεδο οικογενειακού ελέγχου επηρεάζει πιο έντονα την απόδοση των επιχειρήσεων σε όρους κερδοφορίας σε σχέση με τις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C.

Παρά το γεγονός ότι οι περισσότερες μελέτες αποδεικνύουν βελτιωμένη απόδοση για τις οικογενειακές επιχειρήσεις ελάχιστες μελέτες εξετάζουν την επίδραση του βαθμού του οικογενειακού ελέγχου, για αυτό είναι σκόπιμο να αναλύσουμε την παραπάνω υπόθεση. Ο ισχυρός οικογενειακός έλεγχος θα πρέπει να οδηγεί τόσο σε ισχυρές αποδόσεις όσο και σε ισχυρά οικονομικά αποτελέσματα.

#### 4<sup>η</sup> Υπόθεση

- Στις μη - οικογενειακές επιχειρήσεις το επίπεδο οικογενειακού ελέγχου επηρεάζει πιο έντονα την οικονομική δομή απ' ό,τι στις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου Β.
- Στις μη - οικογενειακές επιχειρήσεις το επίπεδο οικογενειακού ελέγχου επηρεάζει πιο έντονα την οικονομική δομή απ' ό,τι στις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C.
- Στις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου Β το επίπεδο οικογενειακού ελέγχου επηρεάζει πιο έντονα την οικονομική δομή απ' ό,τι στις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C.

Κάτω από αυτές τις υποθέσεις θα υπολογίσουμε διάφορους χρηματοοικονομικούς δείκτες απόδοσης, όπως απόδοση ενεργητικού (ROA), απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE), απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων (ROIC) και άλλους σημαντικούς δείκτες οι οποίοι εξετάζουν την απόδοση και την οικονομική δομή των εταιριών.

### **5.3 Κριτική Διερεύνηση δεικτών και στατιστικός έλεγχος**

#### **5.3.1 Απόδοση Ενεργητικού (ROA)**

Η απόδοση ενεργητικού είναι μια ένδειξη του πόσο κερδοφόρα είναι μια επιχείρηση σε σχέση με το σύνολο του ενεργητικού της. Ο δείκτης ROA δείχνει πόσο αποτελεσματική διαχείριση γίνεται στα χρησιμοποιούμενα στοιχεία του ενεργητικού μια επιχείρησης με σκοπό να δημιουργεί κέρδη. Ο ROA εμφανίζεται ως ποσοστό και μερικές φορές αυτό αναφέρεται ως «απόδοση της επένδυσης».

Ο δείκτης ROA μας πληροφορεί για τα κέρδη που προήλθαν από επενδύσεις κεφαλαίων (περιουσιακά στοιχεία). Ο δείκτης ROA μπορεί να ποικίλλει σημαντικά και σε μεγάλο βαθμό, εξαρτάται από τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Για αυτόν το λόγο, όταν χρησιμοποιεί το ROA ως μέτρο σύγκρισης, το καλύτερο είναι να το συγκρίνετε με τις τιμές του δείκτη τα παρελθόντα έτη είτε με επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον ίδιο ή σχετικό κλάδο.

Ο δείκτης ROA δίνει στους επενδυτές μια ιδέα για το πόσο αποτελεσματική είναι η εταιρεία στο να επενδύει τα χρημάτων που διαθέτει για την δημιουργία καθαρού εισοδήματος. Όσο μεγαλύτερη τιμή έχει ο δείκτης ROA, τόσο το καλύτερο, επειδή η

εταιρεία κερδίζει περισσότερα χρήματα για λιγότερες επενδύσεις . Η πιο σημαντική δουλειά της διοίκησης είναι να κάνει σωστές επιλογές στην κατανομή των πόρων της.

Ορίζεται ως :

$$\text{Απόδοση Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη μετά φόρων}}{\text{Ενεργητικό}} * 100$$

Πίνακας 5.1: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου B

<b>2008</b>	ROA 1%		ROA 5%		ROA 10%	
Μέσος	5,106595	4,67472	5,106595	4,67472	5,106595	4,67472
T	0,145472		0,145472		0,145472	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,61388		1,978239		1,656569	
<b>2011</b>	ROA 1%		ROA 5%		ROA 10%	
Μέσος	-1,40107	-0,85288	-1,40107	-0,85288	-1,40107	-0,85288
T	-0,439		-0,439		-0,439	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,615733		1,979124		1,657135	

Ο δείκτης ROA προβάλλει την απόδοση του συνόλου των επενδύσεων της επιχείρησης. Όσο πιο μικρή είναι η τιμή του δείκτη τόσο πιο μικρό είναι το καθαρό κέρδος. Το αρνητικό πρόσημο μεταφράζεται ως ζημιά για τις επιχειρήσεις.

Για το 2008 ο μέσος όρος του δείκτη ανήλθε στο 5,106595 και αντίστοιχα στο 4,67472 για τις οικογενειακές τύπου B. Το οποίο συμπεράνουμε θετική απόδοση στις επενδύσεις των δύο εξεταζόμενων κατηγοριών. Ομοίως για το 2011 η τιμή του δείκτη είναι αρνητική -1,40107 και -0.85288 αντίστοιχα. Οι μη – οικογενειακές επιχειρήσεις αξιοποιούσαν αποτελεσματικότερα τα διαθέσιμα κεφάλαια, ενώ το 2011 υπάρχει αντίστροφη της εικόνας με τις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου B να χρησιμοποιούν αποτελεσματικότερα τα διαθέσιμα κεφάλαια, αν και δημιουργούν ζημιές. Το 2011 οι δύο τύποι εξεταζόμενων επιχειρήσεων έχουν σαν αποτέλεσμα την δημιουργία ζημιών από τις επενδύσεις στις οποίες προβαίνουν, με τις μη – οικογενειακές να δημιουργούν μεγαλύτερο ποσοστό ζημιά ανά επενδυόμενη χρηματική μονάδα.

Πίνακας 5.2: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου C

<b>2008</b>	ROA 1%		ROA 5%		ROA 10%	
Μέσος	5,106595	4,577067	5,106595	4,577067	5,106595	4,577067
T	-1,53715		-1,53715		-1,53715	
t κρίσιμο, δίπλευρο	3,707428		2,446912		1,94318	
<b>2011</b>	ROA 1%		ROA 5%		ROA 10%	
Μέσος	-1,40107	-0,77958	-1,40107	-0,77958	-1,40107	-0,77958
T	-0,439		-0,14294		-0,14294	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,615733		1,996564		1,668271	

Στην συνέχεια εξετάζοντας τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις και τις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C διαπιστώνουμε, για το 2008 ο μέσος όρος του δείκτη ανήλθε στο 5,106595 και αντίστοιχα στο 4,577067 για τις οικογενειακές τύπου C, το οποίο δείχνει θετική απόδοση στις επενδύσεις των δύο εξεταζόμενων κατηγοριών. Ομοίως για το έτος 2011 η τιμή του δείκτη είναι -1,40107 και -0,77958 αντίστοιχα. Για το έτος 2008 οι μη – οικογενειακές επιχειρήσεις αξιοποιούσαν αποτελεσματικότερα τα διαθέσιμα κεφάλαια, ενώ το 2011 οι δύο τύποι επιχειρήσεων έχουν σαν αποτέλεσμα την δημιουργία ζημιών από τις επενδύσεις στις οποίες προβαίνουν, με τις μη – οικογενειακές να δημιουργούν υψηλότερο ποσοστό ζημιών. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

Πίνακας 5.3: Στατιστική ανάλυση t οικογενειακών Επιχειρήσεων τύπου B με οικογενειακού τύπου C

<b>2008</b>	ROA 1%		ROA 5%		ROA 10%	
Μέσος	4,67472	4,577067	4,67472	4,577067	4,67472	4,577067
T	-1,59206		-1,59206		-1,59206	
t κρίσιμο, δίπλευρο	4,032143		2,570582		2,015048	
<b>2011</b>	ROA 1%		ROA 5%		ROA 10%	
Μέσος	-0,85288	-0,77958	-0,85288	-0,77958	-0,85288	-0,77958
T	-0,02946		-0,02946		-0,02946	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,653604		1,997138		1,668636	

Εξετάζοντας τους δύο τύπους οικογενειακών επιχειρήσεων για 2008 ο μέσος όρος του δείκτη ROA ανήλθε στο 4,67472 και στο 4,577067 για τις οικογενειακές τύπου B και C αντίστοιχα. Συμπεράνουμε θετική απόδοση στις επενδύσεις των δύο εξεταζόμενων κατηγοριών. Ομοίως για το 2011 η τιμή του δείκτη είναι -0,85288 και -0,77958 αντίστοιχα. Το έτος 2008 οι οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου B προβαίνουν σε αποτελεσματικότερη αξιοποίηση των διαθέσιμων κεφαλαίων τους αλλά χωρίς ουσιαστική διαφορά από τις επιχειρήσεις τύπου C. Ενώ για το έτος 2011 οι

οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου Β έχουν μεγαλύτερο ποσοστό ζημιών, το οποίο δεν έχει ουσιαστική διαφορά από τις που δημιουργούν οι οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

### 5.3.2 Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)

Ο δείκτης ROE προσδιορίζει το ποσό του καθαρού εισοδήματος που επιστρέφεται στους μετόχους, ως ποσοστό επί των ιδίων κεφαλαίων. Ο δείκτης ROE μετράει την κερδοφορία μιας εταιρείας αποκαλύπτοντας πόσο κέρδος παράγει μια επιχείρηση με τα κεφάλαια των μετόχων της που έχει επενδύσει

Τα καθαρά έσοδα είναι για το πλήρες οικονομικό έτος (πριν από τα μερίσματα που καταβάλλονται στους κατόχους κοινών μετοχών, αλλά μετά από μερίσματα προνομιούχων μετοχών). Τα ίδια Κεφάλαια δεν περιλαμβάνουν τις προνομιούχες μετοχές .

Ο δείκτης ROE είναι χρήσιμο για τη σύγκριση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων με άλλες που ανήκουν στον ίδιο κλάδο. Υπάρχουν διάφορες παραλλαγές του τύπου που μπορούν να χρησιμοποιούν οι επενδυτές, ανάλογα με την πληροφορία που θέλουν να πάρουν.

Ορίζεται ως :

$$\text{Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη μετά φόρων}}{\text{Ιδία Κεφάλαια}} * 100$$

Πίνακας 5.4: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου Β

<b>2008</b>	ROE 1%		ROE 5%		ROE 10%	
Μέσος	2,088888	1,97029	2,088888	1,97029	2,088888	1,97029
T	0,096416		0,096416		0,096416	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,61388		1,978239		1,656569	
<b>2011</b>	ROE 1%		ROE 5%		ROE 10%	
Μέσος	-3,92182	-3,45863	-3,92182	-3,45863	-3,92182	-3,45863
T	-0,1504		-0,1504		-0,1504	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,615733		1,979124		1,657135	

Η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων προβάλλει το βαθμό αξιοποίησης των κεφαλαίων των μετόχων της επιχείρησης. Όσο ο δείκτης πλησιάζει προς το μηδέν σημαίνει ότι το καθαρό κέρδος είναι πολύ μικρότερο σε σχέση με το μέγεθος των ιδίων κεφαλαίων.

Το 2008 η μέση τιμή του δείκτη για τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις ανήλθε μόλις σε 2,088888 και 1,97029 για τις μη οικογενειακές, ελαφρώς καλύτερη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων των μετόχων για τις μη- οικογενειακές επιχειρήσεις. Το 2011 υπάρχει αντίστροφη της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων. Τόσο οι οικογενειακές όσο και οι μη – οικογενειακές παράγουν ζημιές. Αλλά οι ζημιές που παράγουν οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις είναι μεγαλύτερης τάξης. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

Πίνακας 5.5: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου C

<b>2008</b>	ROE 1%		ROE 5%		ROE 10%	
Μέσος	2,088888	1,85793	2,088888	1,85793	2,088888	1,85793
T	-1,87896		-1,87896		-1,87896	
t κρίσιμο, δίπλευρο	3,499483		2,364624		1,894579	
<b>2011</b>	ROE 1%		ROE 5%		ROE 10%	
Μέσος	-3,92182	-1,33778	-3,92182	-1,33778	-3,92182	-1,33778
T	-0,24113		-0,24113		-0,24113	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,652393		1,996564		1,668271	

Εξετάζοντας, τις μη οικογενειακές και οικογενειακές τύπου C, για το 2008 η μέση τιμή του δείκτη για τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις ανήλθε μόλις σε 2,088888 και 1,85793 για τις μη οικογενειακές, αισθητά καλύτερη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων των μετόχων για στις μη - οικογενειακές επιχειρήσεις. Το 2011 η απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων έχει αρνητικό πρόσημο και για τις δυο εξεταζόμενες κατηγορίες, το οποίο σημαίνει ζημιές. Οι οικογενειακές επιχειρήσεις παρουσιάζουν σημαντικό μικρότερο ποσοστό ζημιά το οποίο είναι μειωμένο κατά 50% σε σχέση με τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

Πίνακας 5.6: Στατιστική ανάλυση t οικογενειακών Επιχειρήσεων τύπου B με οικογενειακού τύπου C

<b>2008</b>	ROE 1%		ROE 5%		ROE 10%	
Μέσος	1,97029	1,85793	1,97029	1,85793	1,97029	1,85793
T	-2,2803		-2,2803		-2,2803	
t κρίσιμο, δίπλευρο	4,604095		2,776445		2,131847	
<b>2011</b>	ROE 1%		ROE 5%		ROE 10%	
Μέσος	-3,45863	-1,33778	-3,45863	-1,33778	-3,45863	-1,33778
T	-0,24113		-0,24113		-0,24113	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,652393		1,996564		1,668271	

Τέλος εξετάζοντας την συμπεριφορά της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων για τους δύο τύπους οικογενειακών επιχειρήσεων το 2008 η μέση τιμή του δείκτη για τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις ανήλθε μόλις σε 2,088888 και 1,85793 για τις τύπου Β, αισθητά καλύτερη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων των μετόχων στις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου Β. Το 2011 η απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων έχει αρνητικό πρόσημο και για τις δυο κατηγορίες, το οποίο σημαίνει ζημιές. Οι οικογενειακές τύπου Β παρουσιάζουν σημαντικά υψηλότερο ποσοστό ζημιών σχεδόν το διπλάσιο από αυτό των οικογενειακών τύπου C. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

### 5.3.3 Απόδοση Επενδεδυμένων Κεφαλαίων (ROIC)

Ο δείκτης ROIC χρησιμοποιείτε για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας των εταιρειών ως προς την κατανομή του διατιθέμενου κεφαλαίου σε κερδοφόρες επενδύσεις. Ο δείκτης ROIC δίνει μια αίσθηση του πόσο αποτελεσματικά μια εταιρεία χρησιμοποιεί τα χρήματά της για να δημιουργήσει κέρδοι. Συγκρίνοντας τον δείκτη ROIC με το κόστος του κεφαλαίου αποκαλύπτει αν τα επενδυμένα κεφαλαία χρησιμοποιήθηκαν αποτελεσματικά. Ο ROIC υπολογίζεται ως ποσοστό επί τοις εκατό. Τα επενδυμένα κεφαλαία μπορεί να είναι σε κτίρια, έργα, μηχανήματα, άλλες εταιρείες κλπ.

Ορίζεται ως :

$$\text{Απόδοση Επενδεδυμένων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρό Εισόδημα} - \text{Μερίσματα}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}} * 100$$

Πίνακας 5.7: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου Β

<b>2008</b>	ROIC 1%		ROIC 5%		ROIC 10%	
Μέσος	-3,52364	-0,4402	-3,52364	-0,4402	-3,52364	-0,4402
T	-0,61298		-0,61298		-0,61298	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,6133		1,977961		1,656391	
<b>2011</b>	ROIC 1%		ROIC 5 %		ROIC 10%	
Μέσος	52,66808	19,66771	52,66808	19,66771	52,66808	19,66771
T	0,999053		0,999053		0,999053	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,614785		1,978671		1,656845	

Η απόδοση επενδεδυμένων κεφαλαίων προβάλλει το βαθμό αξιολόγησης της αποδοτικότητας ως προς την κατανομή του διατιθέμενου κεφαλαίου σε κερδοφόρες επενδύσεις.

Το 2008 η μέση τιμή του δείκτη για τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις ανέρχεται σε -3,52364 και -0,4402 για τις οικογενειακές τύπου Β, το οποίο δείχνει ότι οι επιχειρήσεις δεν χρησιμοποιούσαν τα διατιθέμενα κεφάλαια με αποδοτικό τρόπο. Η μη ορθή χρήση των διατιθέμενων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη των κεφαλαίων για τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις. Το 2011 υπάρχει αντίστροφη της αποδοτικότητας των χρησιμοποιούμενων κεφαλαίων. Τόσο οι μη - οικογενειακές όσο και οι οικογενειακές επιχειρήσεις παράγουν αξιοποιούν ορθά τα διατιθέμενα κεφάλαια σε επενδύσεις, η μέση τιμή ανέρχεται σε 52,66808 και 19,66771 αντίστοιχα. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% αποδεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

Πίνακας 5.8: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου C

<b>2008</b>	ROIC 1%		ROIC 5 %		ROIC 10%	
Μέσος	-3,52364	-0,41562	-3,52364	-0,41562	-3,52364	-0,41562
T	0,216469		0,216469		0,216469	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,763262		2,048407		1,701131	
<b>2011</b>	ROIC 1%		ROIC 5 %		ROIC 10%	
Μέσος	52,66808	18,88735	52,66808	18,87348	52,66808	18,87348
T	0,437741		0,437741		0,437741	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,65122		1,996008		1,667916	

Το 2008 η μέση τιμή του δείκτη για τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις ανέρχεται σε -3,52364 και -0,41562 για τις οικογενειακές τύπου C, το οποίο δείχνει ότι οι επιχειρήσεις δεν αποδοτικά τα διατιθέμενα κεφάλαια. Οι μη – οικογενειακές επιχειρήσεις χρησιμοποιούσαν λιγότερο αποτελεσματικά τα διατιθέμενα κεφάλαια. Το 2011 υπάρχει αντίστροφη της αποδοτικότητας των χρησιμοποιούμενων κεφαλαίων. Τόσο οι μη - οικογενειακές όσο και οι οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C χρησιμοποιούν αποτελεσματικότερα τα διατιθέμενα κεφάλαια σε επενδύσεις, η μέση τιμή ανέρχεται σε 52,66808 και 18,873478 αντίστοιχα. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% αποδεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.



Πίνακας 5.9: Στατιστική ανάλυση t οικογενειακών Επιχειρήσεων τύπου Β με οικογενειακού τύπου C

<b>2008</b>	ROIC 1%		ROIC 5%		ROIC 10 %	
Μέσος	-0,44025	-4,91562	-0,44025	-4,91562	-0,44025	-4,91562
T	1,110088		1,110088		1,110088	
t κρίσιμο, δίπλευρο	4,032143		2,570582		2,015048	
<b>2011</b>	ROIC 1%		ROIC 5 %		ROIC 10%	
Μέσος	19,66771	1,873478	19,66771	1,873478	19,66771	1,873478
T	0,264843		0,264843		0,264843	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,65122		1,996008		1,667916	

Εξετάζοντας, τους δυο τύπους οικογενειακών επιχειρήσεων για τις δύο χρονικές περιόδους διαπιστώνουμε ότι ακολουθούν σχεδόν ίδια πορεία με ελάχιστες διαφορές. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% αποδεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

#### 5.3.4 Καθαρά Έσοδα (NI)

Ο δείκτης NI δείχνει τα συνολικά κέρδη μιας εταιρείας ή κέρδος. Τα καθαρά κέρδη υπολογίζονται με τη λήψη των εσόδων και την προσαρμογή για το κόστος της επιχειρηματικής δραστηριότητας, των αποσβέσεων, των τόκων, των φόρων και των άλλων εξόδων.

Ορίζεται ως :

$$\text{Καθαρά Έσοδα} = \text{Συνολικά Έσοδα} - \text{Συνολικές Δαπάνες}$$

Πίνακας 5.10: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου Β

<b>2008</b>	Net Income 1 %		Net Income 5 %		Net Income 10 %	
Μέσος	30,29613	2,71674	30,29613	2,71674	30,29613	2,71674
T	1,77864		1,77864		1,77864	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,6133		1,977961		1,656391	
<b>2011</b>	NET INCOME 1%		NET INCOME 5%		NET INCOME 10%	
Μέσος	15,09982	1,077637	15,09982	1,077637	15,09982	1,077637
T	1,301271		1,301271		1,301271	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,614785		1,978671		1,656845	

Ο δείκτης καθαρά έσοδα προβάλλει τα έσοδα της επιχείρησης για το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα.

Το έτος 2008 ο μέσος όρος των κερδών για τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις ανέρχεται σε 30,29613 και 2,71674 για τις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου Β. Είναι σημαντική η διαφορά κερδών ανάμεσα στις δυο εξεταζόμενες επιχειρήσεις. Το 2011 και για τους δυο τύπους επιχειρήσεων υπάρχει πτώση της κερδοφορίας κατά 50%, με τις μη – οικογενειακές να έχουν εκ νέου υψηλότερα κέρδη. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% αποδεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

Πίνακας 5.11: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου C

2008	Net Income 10%		Net Income 5%		Net Income 10%	
Μέσος	30,29613	2,14845	30,29613	2,14845	30,29613	2,14845
T	-0,60077		-0,60077		-0,60077	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,646863		1,993943		1,6666	
2011	Net ncome 10%		Net Income 5%		Net Income 10%	
Μέσος	15,09982	-4,2521	15,09982	-4,2521	15,09982	-4,2521
T	0,455586		0,455586		0,455586	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,65122		1,996008		1,667916	

Εξετάζοντας τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις με την δεύτερη κατηγορία των οικογενειακών επιχειρήσεων διαπιστώνουμε για το έτος 2008 ότι δεν υπάρχουν αισθητές διαφορές διαφοροποιήσεις στην κερδοφορία από ότι με την κατηγορία των οικογενειακών επιχειρήσεων τύπου Β. Αντίθετα για το έτος 2011 οι οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C παρουσιάζουν αρνητικό πρόσημο στον δείκτη. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% αποδεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

Πίνακας 5.12: Στατιστική ανάλυση t οικογενειακών Επιχειρήσεων τύπου Β με οικογενειακού τύπου C

2008	NET INCOME 1%		NET INCOME 5%		Net Income 1%	
Μέσος	2,716744	2,14845	2,716744	2,14845	2,716744	2,14845
T	-3,32014		-3,32014		-3,32014	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,645852		1,993464		1,666294	
2011	NET INCOME 1%		NET INCOME 5%		NET INCOME 10%	
Μέσος	1,077637	-4,2521	1,077637	-4,2521	1,077637	-4,2521
T	0,506954		0,506954		0,506954	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,65122		1,996008		1,667916	

Εξετάζοντας τους δυο τύπους οικογενειακών επιχειρήσεων για το έτος 2008 διαπιστώνουμε ότι δεν παρουσιάζουν καμία ουσιώδη διαφορά όσον αφορά τα καθαρά κέρδη. Όμως το έτος 2011 υπάρχει μια σημαντική διαφορά που πρέπει να δοθεί

ιδιαίτερη έμφαση, οι επιχειρήσεις τύπου C παρουσιάζουν ζημιές το οποίο τι κάνει μη βιώσιμες. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% αποδεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

Οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται από υψηλότερη κερδοφορία. Όμως οι οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου B χαρακτηρίζονται από υψηλότερη σταθερότητα διότι ενώ τα έσοδα τους κατά μέσο όρο μειώνονται δεν μειώνονται με την ίδια τάση όπως στις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις.

### 5.3.5 Περιθώριο Κέρδους προ Φόρων (Pretax Margin)

Το περιθώριο κέρδους προ φόρων μιας εταιρείας είναι το ποσοστό των συνολικών πωλήσεων ή των εσόδων. Όσο υψηλότερο είναι το περιθώριο κέρδους προ φόρων, τόσο πιο κερδοφόρα είναι η επιχείρηση. Το περιθώριο κέρδους προ φόρων είναι σημαντικό δεδομένου ότι παρέχει μια πρώτη ένδειξη για την κερδοφορία της εταιρείας.

Ορίζεται ως :

$$\text{Περιθώριο Κερδους προ Φόρων} = \frac{\text{Κέρδη προ Φόρων}}{\text{Συνολικές Πωλήσεις}} * 100$$

Πίνακας 5.13: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου B

<b>2008</b>	Pretax Margin 1 %		Pretax Margin 5 %		Pretax Margin 10 %	
Μέσος	51,25254	43,8623	51,25254	43,8623	51,25254	43,8623
T	0,184327		0,184327		0,184327	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,6133		1,977961		1,656391	
<b>2011</b>	Pretax Margin 1 %		Pretax Margin 5 %		Pretax Margin 10 %	
Μέσος	23,95304	-1,15781	23,95304	-1,15781	23,95304	-1,15781
T	0,893467		0,893467		0,893467	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,614785		1,978671		1,978671	

Ο δείκτης περιθώριο κέρδους προ φόρων προβάλλει τα ποσοστά των συνολικών πωλήσεων.

Το 2008 η μέση τιμή του δείκτη για τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις ανήλθε μόλις σε 51,25254 και 43,8623 για τις μη οικογενειακές τύπου B, διαπιστώνουμε ελαφρώς καλύτερο περιθώριο κέρδους για τις μη- οικογενειακές επιχειρήσεις. Το 2011 το περιθώριο κέρδους για τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις μειώνεται 53,26% ενώ για τις οικογενειακές μειώνεται κατά 102,63%. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% αποδεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

Πίνακας 5.14: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου C

<b>2008</b>	Pretax Margin 1 %		Pretax Margin 5%		Pretax Margin 10 %	
Μέσος	51,25254	60,07289	51,25254	60,07289	51,25254	60,07289
T	-0,13595		-0,13595		-0,13595	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,646863		1,993943		1,6666	
<b>2011</b>	Pretax Margin 1 %		Pretax Margin 5 %		Pretax Margin 10 %	
Μέσος	23,95304	-8,15781	23,95304	-8,15781	23,95304	-8,15781
T	2,93691		2,93691		2,93691	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,65122		1,996008		1,667916	

Εξετάζοντας τις μη οικογενειακές με τις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C για το έτος 2008 βλέπουμε ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν αισθητά μεγαλύτερο περιθώριο κέρδους προ φόρων και το οποίο ανέρχεται σε 60,07289. Ενώ το 2011 οι επιχειρήσεις της κατηγορίας C έχουν αρνητικό περιθώριο κέρδους. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

Πίνακας 5.15: Στατιστική ανάλυση t οικογενειακών Επιχειρήσεων τύπου B με οικογενειακού τύπου C

<b>2008</b>	Pretax Margin 1 %		Pretax Margin 5 %		Pretax Margin 10 %	
Μέσος	43,86231	60,07289	43,86231	-1,15781	43,86231	-1,15781
T	-0,13613		-0,13613		-0,13613	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,645852		1,993464		1,666294	
<b>2011</b>	Pretax Margin 1 %		Pretax Margin 5 %		Pretax Margin 10 %	
Μέσος	-1,15781	-8,15781	-1,15781	-8,15781	-1,15781	-8,15781
T	3,974082		3,974082		3,974082	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,585694		1,987252		1,978756	

Εξετάζοντας τις δύο κατηγορίες οικογενειακών επιχειρήσεων διαπιστώνουμε ότι το 2008 οι επιχειρήσεις κατηγορίας C έχουν μεγαλύτερο περιθώριο κέρδους προ φόρων. Αυτή η εικόνα αντιστρέφεται για το 2011. Με τις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C να είναι πρωταγωνιστές στην πώση φτάνοντας η τιμή του δείκτη στο -8,15781. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

### 5.3.6 Πωλήσεις ανά Εργαζόμενο (Sales/Employee)

Ο δείκτης δείχνει τις ετήσιες πωλήσεις ανά εργαζόμενο σύμφωνα με τις δημοσιευμένες καταστάσεις και τις ετήσιες εκθέσεις. Η αναλογία πωλήσεων ανά εργαζόμενο παρέχει μια ευρεία ένδειξη για τα έξοδα λειτουργίας που απαιτούνται. Ο δείκτης είναι ιδιαίτερα διορατικός κατά τη μέτρηση της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων. Οι επενδυτές μπορούν να πάρουν μια γρήγορη αίσθηση της οικονομικής ευρωστίας της επιχείρησης.

Ερμηνεύοντας τον λόγο, εταιρείες με υψηλότερα ποσοστά πωλήσεων ανά εργαζόμενο θεωρούνται πιο αποτελεσματικές από ότι επιχειρήσεις με χαμηλότερα ποσοστά. Ένα υψηλότερο ποσοστό των πωλήσεων ανά εργαζόμενο δείχνει ότι η εταιρεία μπορεί να λειτουργεί σε χαμηλά γενικά έξοδα, γενικά να επιτύχουμε περισσότερα με λιγότερους υπαλλήλους, το οποίο συχνά μεταφράζεται σε υγιή κέρδη.

Ο δείκτης των πωλήσεων ανά εργαζόμενο πρέπει να χρησιμοποιείται για να συγκρίνει εταιρείες που έχουν παρεμφερείς δραστηριότητες. Εταιρείες που επικεντρώνονται στην πώληση και διανομή προϊόντων έχουν συνήθως πολύ υψηλότερα ποσοστά πωλήσεων ανά εργαζόμενο σε σχέση με επιχειρήσεις που κατασκευάζουν προϊόντα. Νεοσύστατες επιχειρήσεις συνήθως έχουν χαμηλή αναλογία πωλήσεων ανά εργαζόμενο.

Μια σταθερή αύξηση του δείκτη των πωλήσεων ανά εργαζόμενο μπορεί να σημαίνει: είτε μια πρόσφατη επένδυση κεφαλαίου η οποία έχει σαν αποτέλεσμα την βελτίωση της απόδοσης των εργαζομένων της, ή μεγαλύτερης αξίας προϊόντα που πωλούνται πιο γρήγορα από ότι των ανταγωνιστών της. Η αύξηση της αναλογίας των πωλήσεων ανά εργαζόμενο θα μπορούσε να σημαίνει ότι η εταιρεία αναπτύσσεται, αλλά δεν έχει προσλάβει περισσότερους υπαλλήλους για να χειριστεί την προστιθέμενη φόρτο εργασίας.

Ορίζεται ως :

$$\text{Πωλήσεις ανά Εργαζόμενο} = \frac{\text{Συνολικές Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Εργαζομένων}} * 100$$

Πίνακας 5.16: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου B

<b>2008</b>	Sales/Employee 1%	Sales/Employee 5%	Sales/Employee 10%
Μέσος	2,046122 0,76499	2,046122 0,76499	2,046122 0,76499
T	1,523229	1,523229	1,523229
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,61606	1,97928	1,657235
<b>2011</b>	Sales/Empl 1%	Sales/Empl 5%	Sales/Empl 10%
Μέσος	1,025083 0,229393	1,025083 0,229393	1,025083 0,229393
T	1,683605	1,683605	1,683605
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,614785	1,978671	1,656845

Ο δείκτης πωλήσεις ανά εργαζόμενο προβάλλει την οικονομική ευρωστία της επιχείρησης και την αποτελεσματικότητα της επιχείρησης όσον αφορά τις πωλήσεις.

Αρχικά εξετάζουμε τις μη - οικογενειακές επιχειρήσεις και τις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου B ο μέσος όρος του δείκτη πωλήσεις ανά εργαζόμενο για το έτος 2008 φτάνει το 2,046122 και για τις μη - οικογενειακές επιχειρήσεις και το 0,76499 για τις οικογενειακές κατηγορίας B. Διακρίνοντας ότι οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις είναι πιο αποτελεσματικές και πιο εύρωστες. Το 2011 ο δείκτης και στις δυο εξεταζόμενες κατηγορίες μειώνεται κατά 50,3% και 53,5% αντίστοιχα διατηρώντας το θετικό πρόσημο και στις δυο περιπτώσεις. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

Πίνακας 5.17: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου C

<b>2008</b>	Sales/Employee 1%	Sales/Employee 5%	Sales/Employee 10%
Μέσος	2,046122 0,418171	2,046122 0,418171	2,046122 0,418171
T	0,490096	0,490096	0,490096
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,657479	1,998971	1,669804
<b>2011</b>	Sales/Empl 1%	Sales/Empl 5%	Sales/Empl 10%
Μέσος	1,025083 0,535256	1,025083 0,535256	1,025083 0,535256
T	0,255342	0,255342	0,255342
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,65122	1,996008	1,667916

Εξετάζοντας τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις και τις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C ο μέσος όρος του δείκτη πωλήσεις ανά εργαζόμενο για το έτος 2008 φτάνει το 0,418171 τις οικογενειακές επιχειρήσεις κατηγορίας C το 0,418171. Διακρίνουμε ότι οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις είναι πιο αποτελεσματικές και πιο εύρωστες. Το 2011 ο δείκτης και τις μη οικογενειακές κατηγορίες μειώνεται κατά 50,3% ενώ για τις οικογενειακές αυξάνεται κατά 28,3%. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

Πίνακας 5.18: Στατιστική ανάλυση t οικογενειακών Επιχειρήσεων τύπου Β με οικογενειακού τύπου C

<b>2008</b>	<i>Sales/Employee 1%</i>		<i>Sales/Employee 5%</i>		<i>Sales/Employee 10%</i>	
Μέσος	0,76499	0,418171	0,76499	0,418171	0,76499	0,418171
T	0,398886		0,398886		0,398886	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,650081		1,995469		1,667572	
<b>2011</b>	<i>Sales/Employee 1%</i>		<i>Sales/Employee 5%</i>		<i>Sales/Employee 10%</i>	
Μέσος	0,229393	0,535256	0,229393	0,535256	0,229393	0,535256
T	-2,68591		-2,68591		-2,68591	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,65122		1,996008		1,667916	

Εν συνεχεία, εξετάζοντας τις δυο κατηγορίες οικογενειακών επιχειρήσεων τύπου Β και C και τις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C ο μέσος όρος του δείκτη πωλήσεις ανά εργαζόμενο για το έτος 2008 φτάνει το 0,76499 και το 0,418171 για την δεύτερη κατηγορία οικογενειακών επιχειρήσεων. Το 2011 ο δείκτης για τις επιχειρήσεις κατηγορίας C είναι υψηλότερος, αφού στην πρώτη κατηγορία έχουμε πτώση κατά 53,5% και στην δεύτερη άνοδο κατά 28,3%. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

### 5.3.7 Κεφαλαιουχικές Δαπάνες προς το Σύνολο του Ενεργητικού

Ο δείκτης κεφαλαιουχικές δαπάνες προς το σύνολο του ενεργητικού είναι ο λόγος των κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται από μια εταιρεία για να αποκτήσουν ή να αναβαθμίσουν τα υλικά περιουσιακά στοιχεία (όπως ακίνητα, βιομηχανικών κτιρίων ή εξοπλισμού) προς τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης. Αυτό το είδος της δαπάνης γίνεται από τις εταιρείες να διατηρήσουν ή να αυξήσουν την έκταση των δραστηριοτήτων τους. Το ποσό των κεφαλαιουχικών δαπανών μιας εταιρείας είναι πιθανό να εξαρτάται από τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται.

Ορίζεται ως :

$$\text{Κεφαλαιουχ. Δαπάνες προς Σύνολο Ενεργητικού} = \frac{\text{Σύνολο Ενεργητικού} - \text{Συνολικές υποχρεώσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Πίνακας 5.19: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου B

<b>2008</b>	CapExp/TotAss 1%		CapExp/TotAss 5%		CapExp/TotAss 10%	
Μέσος	-133,58	-24,6608	-133,58	-24,6608	-133,58	-24,6608
T	-2,29441		-2,29441		-2,29441	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,6133		1,977961		1,656391	
<b>2011</b>	CapExp /TotAss 1%		CapExp /TotAss 5%		CapExp /TotAss 10%	
Μέσος	-164,637	-14,579	-164,637	-14,579	-164,637	-14,579
T	-2,07757		-2,07757		-2,07757	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,614785		1,978671		1,656845	

Ο δείκτης προβάλλει τα κεφαλαία που χρησιμοποιεί μια εταιρεία για να αποκτήσει ή να αναβαθμίσει τα υλικά περιουσιακά στοιχεία της.

Το 2008 η μέση τιμή του δείκτη για τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις ανέρχεται στις -133,58 και -24,6608 για τις οικογενειακές τύπου B, το οποίο δείχνει ότι οι επιχειρήσεις δεν δαπανούν διατιθέμενα κεφάλαια για ανανέωση του εξοπλισμού τους. Η τάση αυτή είναι πιο έντονη για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις. Το 2011 η τάση αυτή μειώνεται της τάξης του 50% και για τις δύο εξεταζόμενες κατηγορίες, με τις οικογενειακές επιχειρήσεις να σπαταλούν περισσότερα κεφάλαια σε ανανέωση του εξοπλισμού τους. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

Πίνακας 5.20: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου C

<b>2008</b>	CapExp/TotAss 1%		CapExp/TotAss 5%		CapExp/TotAss 10%	
Μέσος	-133,58	-12,3388	-133,58	-12,3388	-133,58	-12,3388
T	-2,18524		-2,18524		-2,18524	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,6133		1,977961		1,656391	
<b>2011</b>	CapExp /TotAss 1%		CapExp /TotAss 5%		CapExp /TotAss 10%	
Μέσος	-164,637	-5,83645	-164,637	-5,83645	-164,637	-5,83645
T	-2,01365		-2,01365		-2,01365	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,587251		1,968752		1,648596	

Το 2008 η μέση τιμή του δείκτη για τις οικογενειακές τύπου C ανέρχεται στο -5,83645 το οποίο δείχνει ότι οι επιχειρήσεις δεν δαπανούν μεγάλο μέρος των διατιθέμενων κεφαλαίων για ανανέωση του εξοπλισμού τους. Η τάση αυτή είναι πιο έντονη για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις. Το 2011 η τάση αυτή μειώνεται περίπου κατά 50% και για τις δύο εξεταζόμενες κατηγορίες επιχειρήσεων, με τις οικογενειακές επιχειρήσεις να σπαταλούν περισσότερα κεφάλαια σε ανανέωση του εξοπλισμού τους. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.



Πίνακας 5.21: Στατιστική ανάλυση t οικογενειακών Επιχειρήσεων τύπου Β με οικογενειακού τύπου C

<b>2008</b>	<i>CapExp/TotAss 1%</i>		<i>CapExp/TotAss 5%</i>		<i>CapExp/TotAss 10%</i>	
Μέσος	-24,6608	-12,3388	-24,6608	-12,3388	-24,6608	-12,3388
T	-0,40984		-0,40984		-0,40984	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,645852		1,993464		1,666294	
<b>2011</b>	<i>CapExp /TotAss 1%</i>		<i>CapExp /TotAss 5%</i>		<i>CapExp /TotAss 10%</i>	
Μέσος	-14,579	-5,83645	-14,579	-5,83645	-14,579	-5,83645
T	-0,55039		-0,55039		-0,55039	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,65122		1,996008		1,667916	

Εξετάζοντας τις δύο κατηγορίες των οικογενειακών επιχειρήσεων διαπιστώνουμε σημαντικές διαφοροποιήσεις. Με τις οικογενειακές τύπου C να χρησιμοποιούν περισσότερα κεφάλαια στην ανανέωση του εξοπλισμού τους τα δυο εξεταζόμενα χρονικά διαστήματα. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

### 5.3.8 Κέρδη Προ Φόρων και Τόκων (EBIT)

Ο δείκτης κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT) μετράει τα κέρδη της επιχείρησης από συνεχιζόμενες δραστηριότητες, ισούται με τα κέρδη πριν την πληρωμή των τόκων και των φόρων της επιχείρησης. Ο δείκτης EBIT αποκλείει έσοδα και δαπάνες από ασυνήθιστες, μη επαναλαμβανόμενες δραστηριότητες.

Ο EBIT παρακολουθείται στενά από τους πιστωτές, δεδομένου ότι αντιπροσωπεύει το ποσό των μετρητών που είναι σε θέση να χρησιμοποιήσει η εταιρία για να πληρώσει τους πιστωτές της. Ο δείκτης EBIT παρέχει στους επενδυτές χρήσιμες πληροφορίες για την αξιολόγηση της απόδοσης και της λειτουργίας μιας εταιρείας χωρίς να λαμβάνει υπόψη τα έξοδα των τόκων. Επιτρέπει την ανάλυση της λειτουργικής κερδοφορίας ως μοναδικό μέτρο της απόδοσης. Χρησιμοποιείται για να συγκρίνει ομοειδείς επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο.

Ορίζεται ως :

$$\text{Κέρδη προ Φόρων και Τόκων} = \text{Σύνολικά Έσοδα} - \text{Λειτουργικές Δαπάνες}$$

Πίνακας 5.22: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου B

2008	EBIT 1%	EBIT 5%	EBIT 10%
Μέσος	891,0512 186,09	891,0512 186,09	891,0512 186,09
T	2,891074	2,891074	2,891074
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,6133	1,977961	1,656391
2011	EBIT 1%	EBIT 5%	EBIT 10%
Μέσος	862,4775 188,2636	862,4775 188,2636	862,4775 188,2636
T	2,702551	2,702551	2,702551
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,614785	1,978671	1,656845

Ο δείκτης κέρδη προ τόκων και φόρων προβάλλει τα κέρδη της επιχείρησης από συνήθεις δραστηριότητες.

Το 2008 η μέση τιμή του δείκτη για τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις ανέρχεται στις 891,0512 και 186,09 για τις οικογενειακές τύπου B, το οποίο δείχνει ότι οι μη – οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν περισσότερα κέρδη από συνήθη δραστηριότητα σε σχέση με τις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου B. Η τάση αυτή είναι πιο έντονη για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις. Το 2011 η τάση αυτή μειώνεται περίπου κατά 3,25% για τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις ενώ αυξάνεται κατά 1,07% για τις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου B. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

Πίνακας 5.23: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου C

2008	EBIT 1%	EBIT 5%	EBIT 10%
Μέσος	891,0512 131,2689	891,0512 131,2689	891,0512 131,2689
T	0,946777	0,946777	0,946777
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,646863	1,993943	1,6666
2011	EBIT 1%	EBIT 5%	EBIT 10%
Μέσος	862,4775 149,9188	862,4775 149,9188	862,4775 149,9188
T	0,725459	0,725459	0,725459
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,65122	1,996008	1,667916

Το 2008 η μέση τιμή του δείκτη για τις οικογενειακές τύπου C ανέρχεται στο -131,2689 το οποίο δείχνει ότι οι μη – οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν περισσότερα κέρδη από συνήθη δραστηριότητα σε σχέση με τις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C. Το 2011 η τάση αυτή αυξάνεται κατά 13,7% για την εξεταζόμενη κατηγορία οικογενειακών επιχειρήσεων. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

Πίνακας 5.24: Στατιστική ανάλυση t οικογενειακών Επιχειρήσεων τύπου Β με οικογενειακού τύπου C.

<b>2008</b>	EBIT 1%		EBIT 5%		EBIT 10%	
Μέσος	186,0901	131,2689	186,0901	131,2689	186,0901	131,2689
T	0,27924		0,27924		0,27924	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,645852		1,993464		1,666294	
<b>2011</b>	EBIT 1%		EBIT 5%		EBIT 10%	
Μέσος	188,2636	149,9188	188,2636	149,9188	188,2636	149,9188
T	0,154541		0,154541		0,154541	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,65122		1,996008		1,667916	

Είναι αξιοσημείωτο να αναφέρομαι ότι το έτος χρήσης 2011 οι οικογενειακές επιχειρήσεις αυξάνουν τα κέρδη από επαναλαμβανόμενη δραστηριότητα. Στην πρώτη κατηγορία κατά 1% και στην δεύτερη κατά 13,7%.

### 5.3.9 Σύνολο Χρέους προς το Σύνολο των Κοινών Μετοχών

Ο δείκτης συνολικό χρέος προς το σύνολο των κοινών μετοχών χρησιμοποιείται για να μετρήσει την χρηματοοικονομική μόχλευση της εταιρείας. Δείχνει τι ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων και τι ποσοστό χρέους (χρηματοδότησης) χρησιμοποιεί η εταιρεία για την χρηματοδότηση των περιουσιακών της στοιχείων.

Μια υψηλή αναλογία χρέους προς ίδια κεφαλαία σημαίνει ότι η εταιρεία χρησιμοποιεί χρηματοδοτήσεις (δάνεια) για την ανάπτυξη της. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε ασταθή κέρδη εξαιτίας των επιπλέον εξόδων σε τόκους. Ο δείκτης χρέους προς ίδια κεφαλαία εξαρτάται από τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση.

Εάν η επιχείρηση χρησιμοποιεί μεγάλο ποσοστό του χρέους για τη χρηματοδότηση των εργασιών τότε η εταιρεία ενδέχεται να δημιουργήσει περισσότερα κέρδη από ότι θα είχε χωρίς την εξωτερική χρηματοδότηση. Εάν επρόκειτο να αυξήσει τα κέρδη της σε μεγαλύτερο ποσό από ότι το κόστος του χρέους (τόκοι), τότε οι μέτοχοι να ωφεληθούν περισσότερο από τα κέρδη που θα τους καταβληθούν. Ωστόσο, ενδέχεται το κόστος της χρηματοδότησης του χρέους να αυξηθεί μέσω των επενδύσεων και επιχειρηματικών δραστηριοτήτων σε τέτοιο βαθμό που να μην αντισταθμίζεται της απόδοσης που παράγεται, η εταιρεία ενδέχεται να μην μπορεί να το χειριστεί αποτελεσματικά, το οποίο θα την οδηγήσει σε πτώχευση.

Ορίζεται ως :

$$\text{Σύνολο Χρέους προς Σύνολο Κοιν. Μετοχών} = \frac{\text{Συνολικές Υποχρεώσεις}}{\text{Ιδία Κεφάλαια}} * 100$$

Πίνακας 5.25: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου B.

<b>2008</b>	TotDebt/ComEQY 1%		TotDebt/ComEQY 5%		TotDebt/ComEQY 10%	
Μέσος	28,80485	29,9469	28,80485	29,9469	28,80485	29,9469
T	-0,39813		-0,39813		-0,39813	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,6133		1,977961		1,656391	
<b>2011</b>	Tot Debt/ComEqu 1%		Tot Debt/ComEqu 5%		Tot Debt/ComEqu 10%	
Μέσος	29,69872	30,15832	29,69872	30,15832	29,69872	30,15832
T	-0,1549		-0,1549		-0,1549	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,614785		1,978671		1,656845	

Ο δείκτης σύνολο χρέους προς το σύνολο των κοινών μετοχών προβάλλει τι ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων και τι ποσοστό χρέους χρησιμοποιεί η εταιρεία για την χρηματοδότηση των περιουσιακών της στοιχείων.

Το 2008 η μέση τιμή του δείκτη για τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις η τιμή του δείκτη ανέρχεται στις 28,80485 και 29,9469 για τις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου B, το οποίο δείχνει ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν μεγαλύτερο ποσοστό χρημάτων που προέρχονται από δάνεια για την χρηματοδότηση των περιουσιακών της στοιχείων σε σχέση με τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις. Η τάση αυτή είναι πιο έντονη για το 2011, η τιμή του δείκτη αυξάνεται και για τις δύο εξεταζόμενες κατηγορίες σχεδόν ισόποσα, κατά 1,08%. Σε ποσοστό σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

Πίνακας 5.26: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου C.

<b>2008</b>	TotDebt/ComEQY 1%		TotDebt/ComEQY 5%		TotDebt/ComEQY 10%	
Μέσος	28,80485	30,38623	28,80485	30,38623	28,80485	30,38623
T	-0,22228		-0,22228		-0,22228	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,646863		1,993943		1,6666	
<b>2011</b>	Tot Debt/ComEqu 1%		Tot Debt/ComEqu 5%		Tot Debt/ComEqu 10%	
Μέσος	29,69872	27,55365	29,69872	27,55365	29,69872	27,55365
T	0,237083		0,237083		0,237083	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,65122		1,996008		1,667916	

Εξετάζοντας τις μη – οικογενειακές και οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C το 2008 η μέση τιμή του δείκτη για τις οικογενειακές επιχειρήσεις ανέρχεται στις 30,38623

μονάδες, το οποίο δείχνει ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις βασίζονται περισσότερο σε δάνεια για να χρηματοδοτήσουν τα περιουσιακά τους στοιχεία. Το 2011 οι μη - οικογενειακές επιχειρήσεις αυξάνουν τις χρηματοδοτήσεις ενώ αντίθετα οι οικογενειακές επιχειρήσει τύπου C τις μειώνουν κατά 9,24%. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

Πίνακας 5.27 : Στατιστική ανάλυση t οικογενειακών Επιχειρήσεων τύπου B με οικογενειακού τύπου C

<b>2008</b>	TotDebt/ComEQY 1%		TotDebt/ComEQY 5%		TotDebt/ComEQY 10%	
Μέσος	29,9469	30,38623	29,9469	30,38623	29,9469	30,38623
T	-21,0557		-21,0557		-21,0557	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,645852		1,993464		1,666294	
<b>2011</b>	Tot Debt/ComEqu 1%		Tot Debt/ComEqu 5%		Tot Debt/ComEqu 10%	
Μέσος	30,15832	27,55365	30,15832	27,55365	30,15832	27,55365
T	0,311218		0,311218		0,311218	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,65122		1,996008		1,667916	

Είναι σημαντικό να τονιστεί η διαφορά μεταξύ των δύο τύπων οικογενειακών επιχειρήσεων κατά το έτος 2011 οι οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C μειώνουν το ποσοστό δανεισμού για χρηματοδότηση των περιουσιακών τους στοιχείων, ενώ οι τύπου B αυξάνουν το ποσό της χρηματοδότησης.

### 5.3.10 Ρευστότητα

Ο δείκτης ρευστότητας μετράει την ικανότητα μιας εταιρείας να πληρώσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης τόσο πιο ικανή είναι η επιχείρηση να πληρώσει τις υποχρεώσεις της. Το οποίο μας δείχνει μια εικόνα την οικονομική κατάσταση της εταιρείας. Επίσης ο δείκτης μπορεί να δώσει μια αίσθηση της αποτελεσματικότητας του κύκλου λειτουργίας της επιχείρησης ή την ικανότητά της να μετατρέψει το προϊόν της σε μετρητά.

Ορίζεται ως :

$$\text{Ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}$$

Πίνακας 5.28: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου Β.

<b>2008</b>	<i>Current Ratio 1%</i>		<i>Current Ratio 5%</i>		<i>Current Ratio 10%</i>	
Μέσος	1,66542	1,932848	1,665429	1,93284	1,665429	1,932848
T	-1,74769		-1,74769		-1,74769	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,6133		1,977961		1,656391	
<b>2011</b>	<i>Current Ratio 1%</i>		<i>Current Ratio 5%</i>		<i>Current Ratio 10%</i>	
Μέσος	1,501853	1,827249	1,501853	1,827249	1,501853	1,827249
T	-1,69245		-1,69245		-1,69245	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,614785		1,978671		1,656845	

Η ρευστότητα προβάλλει την ικανότητα της επιχείρησης να πληρώνει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Το 2008 η μέση τιμή του δείκτη για τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις ανέρχεται στις 1,66542 και 1,932848 για τις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου Β, το οποίο δείχνει ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερη ικανότητα στην αποπληρωμή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων τους. Το 2011, η τιμή του δείκτη μειώνεται κατά 5,69% και για τις δύο κατηγορίες εξεταζόμενων επιχειρήσεων. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

Πίνακας 5.29: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου C.

<b>2008</b>	<i>Current Ratio 1%</i>		<i>Current Ratio 5%</i>		<i>Current Ratio 10%</i>	
Μέσος	1,665429	1,398954	1,665429	1,398954	1,665429	1,398954
T	0,778487		0,778487		0,778487	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,646863		1,993943		1,6666	
<b>2011</b>	<i>Current Ratio 1%</i>		<i>Current Ratio 5%</i>		<i>Current Ratio 10%</i>	
Μέσος	1,501853	1,294013	1,501853	1,294013	1,501853	1,294013
T	0,438817		0,438817		0,438817	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,65122		1,996008		1,667916	

Εξετάζοντας, τις μη – οικογενειακές και οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C το έτος 2008 η μέση τιμή του δείκτη για τις οικογενειακές επιχειρήσεις ανέρχεται στις 1,398954 μονάδες, το οποίο δείχνει ότι οι μη - οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερη ικανότητα στην αποπληρωμή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων τους. Το 2011 η τιμή του δείκτη μειώνεται σχεδόν ισόποσα και για τις δύο εξεταζόμενες κατηγορίες κατά 5,69%. Σε ποσοστό σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

Πίνακας 5.30: Στατιστική ανάλυση t οικογενειακών Επιχειρήσεων τύπου Β με οικογενειακού τύπου C.

<b>2008</b>	Current Ratio 1%		Current Ratio 5%		Current Ratio 10%	
Μέσος	1,932848	1,398954	1,932848	1,398954	1,932848	1,398954
T	1,377454		1,377454		1,377454	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,645852		1,993464		1,666294	
<b>2011</b>	Current Ratio 1%		Current Ratio 5%		Current Ratio 10%	
Μέσος	1,827249	1,294013	1,827249	1,294013	1,827249	1,294013
T	0,857949		0,857949		0,857949	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,65122		1,996008		1,667916	

Εξετάζοντας τις δύο κατηγορίες οικογενειακών επιχειρήσεων διαπιστώνουμε ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου Β έχουν υψηλότερη ικανότητα αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων τους.

### 5.3.11 Σύνολο Χρέους προς Σύνολο Ενεργητικού

Ο δείκτης συνολικού χρέους προς σύνολο του ενεργητικού είναι ένας δείκτης μόχλευσης που καθορίζει το συνολικό ποσό του χρέους σε σχέση με τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης. Ο δείκτης αυτός επιτρέπει τη σύγκριση της μόχλευσης που πρέπει να γίνει σε διαφορετικές εταιρείες. Όσο υψηλότερη είναι η τιμή του δείκτη, τόσο υψηλότερος είναι ο βαθμός μόχλευσης και κατά συνέπεια ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος. Είναι ένας ευρύς δείκτης αφού περιλαμβάνει τόσο το μακροπρόθεσμο όσο και το βραχυπρόθεσμο χρέος καθώς και όλα τα περιουσιακά της επιχείρησης.

Ως εκ τούτου, μια επιχείρηση με υψηλό βαθμό μόχλευση θα αντιμετωπίσει με μεγαλύτερη δυσκολία μια περίοδο ύφεσης σε σχέση με μια επιχείρηση με χαμηλό βαθμό μόχλευσης. Ένα μειονέκτημα του δείκτη σύνολο χρέους προς το σύνολο ενεργητικού είναι ότι δεν παρέχει καμία ένδειξη της ποιότητας του ενεργητικού.

Ο δείκτης συνολικό χρέος προς το σύνολο ενεργητικού πρέπει να αξιολογούνται σε βάθος χρόνου. Αυτό θα βοηθήσει στην αξιολόγηση του χρηματοοικονομικού κινδύνου της εταιρείας, εάν βελτιώνεται ή επιδεινώνεται.

Ορίζεται ως :

$$\text{Σύνολο Χρέους προς Σύνολο Ενεργητικού} = \frac{\text{Συνολικές Υποχρεώσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} * 100$$

Πίνακας 5.31: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου B.

<b>2008</b>	Current Ratio 1%		Current Ratio 5%		Current Ratio 10%	
Μέσος	28,80485	29,9469	28,80485	29,9469	28,80449	29,9469
T	0,39813		-0,39813		-0,39813	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,6133		1,977961		1,656391	
<b>2011</b>	Current Ratio 1%		Current Ratio 5%		Current Ratio 10%	
Μέσος	29,69872	30,15832	29,69872	30,15832	29,69872	30,15832
T	-0,1549		-0,1549		-0,1549	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,614785		1,978671		1,656845	

Ο δείκτης συνολικού χρέους προς σύνολο Ενεργητικού προβάλλει το ποσό του χρέους σε σχέση με τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης.

Το έτος 2008 η μέση τιμή του δείκτη για τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις ανέρχεται στις 28,80485 και 29,9469 για τις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου B, το οποίο δείχνει ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν μεγαλύτερη δυσκολία στην αποπληρωμή του χρέους. Το 2011, η τιμή του δείκτη αυξάνεται κατά 1,23% και για τις δύο κατηγορίες των εξεταζόμενων επιχειρήσεων. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

Πίνακας 5.32: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακού τύπου C.

<b>2008</b>	TotDebt/TotCap 1%		TotDebt/TotCap 5%		TotDebt/TotCap 10%	
Μέσος	28,80485	30,38623	28,80485	30,38623	28,80485	30,38623
T	-0,22228		-0,22228		-0,22228	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,646863		1,993943		1,6666	
<b>2011</b>	TotDeb /TotCap 1%		TotDeb /TotCap 5%		TotDeb /TotCap 10%	
Μέσος	29,69872	27,55365	29,69872	27,55365	29,69872	27,55365
T	0,237083		0,237083		0,237083	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,65122		1,996008		1,667916	

Εξετάζοντας τις μη – οικογενειακές και οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C το 2008 η μέση τιμή του δείκτη για τις οικογενειακές επιχειρήσεις δείκτη ανέρχεται στις 27,55365 μονάδες, το οποίο δείχνει ότι οι μη - οικογενειακές αντιμετωπίζουν μεγαλύτερο πρόβλημα στην αποπληρωμή των υποχρεώσεων τους σε σχέση με τις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C. Το 2011 η τιμή του δείκτη μειώνεται σχεδόν ισόποσα, για τις δύο κατηγορίες των εξεταζόμενων επιχειρήσεων, κατά 1,23%. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.



Πίνακας 5.33: Στατιστική ανάλυση t οικογενειακών Επιχειρήσεων τύπου Β με οικογενειακού τύπου C.

<b>2008</b>	TotDebt/TotCap 1%		TotDebt/TotCap 5%		TotDebt/TotCap 10%	
Μέσος	29,94692	30,38623	29,94692	30,38623	29,94692	30,38623
T	-0,06422		-0,06422		-0,06422	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,645852		1,993464		1,666294	
<b>2011</b>	TotDeb /TotCap 1%		TotDeb /TotCap 5%		TotDeb /TotCap 10%	
Μέσος	30,15832	27,55365	30,15832	27,55365	30,15832	27,55365
T	0,311218		0,311218		0,311218	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,65122		1,996008		1,667916	

Είναι αξιοσημείωτο να αναφέρουμε ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C το 2008 αντιμετωπίζουν οξύτερο πρόβλημα αποπληρωμής των υποχρεώσεων τους από ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου B. Αυτή η εικόνα αντιστρέφεται το 2011 με τις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου B να αντιμετωπίζουν μεγαλύτερο πρόβλημα. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

## Κεφάλαιο 6

### «Έλεγχος Παραγόντων Προσδιορισμού Μερίσματος»

#### 6.1 Γενικά

Σκοπός του συγκεκριμένου κεφαλαίου είναι να προσδιορίσουμε ποιες επιχειρήσεις έχουν την τάση να καταβάλουν μερίσματα στους μετόχους τους, πως αυτές επηρεάστηκαν την περίοδο της οικονομικής ύφεσης και να προσδιοριστούν τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων που καταβάλουν μερίσματα και αυτών που δεν καταβάλλουν μερίσματα.

#### 6.2 Δεδομένα

Από τις 141 επιχειρήσεις του αρχικού δείγματος πλήρη στοιχεία και για τα δύο έτη, όσον αφορά την μερισματική πολιτική που ακολούθησαν οι επιχειρήσεις, στην καταβολή μερίσματος στους μετόχους τους διατίθενται από 46 επιχειρήσεις. Συγκεκριμένα 24 μη οικογενειακές επιχειρήσεις, 20 οικογενειακές τύπου Β και 2 οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου C. Ενώ στοιχεία για την μερισματική πολιτική έχουμε για 87 εταιρείες για το 2008 και για 52 επιχειρήσεις το 2011. Επιπλέον είναι σημαντικό να τονιστεί ότι 6 οικογενειακές και 5 μη – οικογενειακές επιχειρήσεις δεν παρουσίασαν οικονομικά αποτελέσματα το έτος 2011, ενώ είχαν παρουσιάσει για το έτος 2008, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι σχεδόν το 7% των επιχειρήσεων του δείγματός μας σταμάτησαν να δραστηριοποιούνται είτε έκαναν έναρξη λειτουργίας σε διαφορετική χώρα.

#### 6.3 Μεθοδολογία

Η μεθοδολογία που θα ακολουθήσουμε σ' αυτό το κεφάλαιο θα υπολογιστούν χρηματοοικονομικοί δείκτες και θα ακολουθήσει στατιστικός έλεγχος των δεικτών με την μέθοδο student -t των παραγόντων που επηρεάζουν την καταβολή μερίσματος. Θα εξετάσουμε τις μη - οικογενειακές από τις οικογενειακές επιχειρήσεις των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην Ελληνική επικράτεια. Δεν γίνεται μετέπειτα διαχωρισμός των επιχειρήσεων βάση του μεγέθους ή του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιούνται, η

εξέταση του δείγματός θα γίνει συνολικά, ανά κατηγορία και βάση των στοιχείων που είναι διαθέσιμα για την μερισματική πολιτική, των επιχειρήσεων.

Στην συνέχεια θα ακολουθήσει ανάλυση της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων βάση της μεταβλητότητας του συνόλου του ενεργητικού και της μεταβλητότητας των συνολικών πωλήσεων οι οποίοι είναι δύο βασικοί παράγοντες προσδιορισμού της καταβολής μερισμάτων από τις επιχειρήσεις.

## **6.4 Προσδιορισμός Υπόθεσης**

Η υπόθεση η οποία εξετάζεται είναι βασισμένη στον David J. Denis et. al (2008) και είναι:

### Υπόθεση

Οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις παρουσιάζουν μεγαλύτερο ποσοστό διανομής μερίσματος από ότι οι οικογενειακές.

## **6.5 Στατιστικός έλεγχος δεδομένων και t – κατανομή**

### **6.5.1 Λόγος Αγοραία προς Λογιστική Αξία**

Ο λόγος χρησιμοποιείται για να βρούμε την αξία μιας επιχείρησης συγκρίνοντας τη λογιστική αξία μιας επιχείρησης με την αγοραία αξία της. Αγοραία αξία καθορίζεται στο χρηματιστήριο με κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Λογιστική αξία υπολογίζεται με την εξέταση του ιστορικού κόστους της επιχείρησης, ή τη λογιστική αξία.

Η τιμή της λογιστικής αξίας μας δείχνει την συνολική αξία της επένδυσης που έχουν κάνει οι μέτοχοι εάν η επιχείρηση ρευστοποιούταν σήμερα. Ενώ η αγοραία αξία είναι η τιμή στην οποία θα μπορούσε να πουληθεί ένα περιουσιακό σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον δημοπρασία

Τέλος, η λογιστική αξία της επιχείρησης μπορεί να είναι διαφορετική από την αγοραία αξία της.

Πίνακας 6.1: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακές.

2008	Book value 1%	Book value 5%	Book value 10%
Μέσος	515,2845 99,1014	515,2845 99,1014	515,2845 99,1014
T	3,064082	3,064082	3,064082
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,728394	2,032244	1,690924
2011	Book value 1%	Book value 5%	Book value 10%
Μέσος	500,8231 27,33752	500,8231 27,33752	500,8231 27,33752
T	1,905008	1,905008	1,905008
t κρίσιμο, δίπλευρο	3,499483	2,364624	1,894579

Το 2008 η μέση τιμή του λόγου της αγοραίας προς την λογιστική αξία για τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις η ανέρχεται στις 515,2845 και 99,1014 για τις οικογενειακές επιχειρήσεις, αντίστοιχα. Το οποίο μας δείχνει ότι εμπορική αξία των επιχειρήσεων είναι υπερεκτιμημένη σε σχέση με την πραγματική τους αξία, και ιδιαίτερα για τις οικογενειακές επιχειρήσεις. Το 2011, η τιμή του λόγου μειώνεται κατά 2,91% και 72,72% για τις μη – οικογενειακές και οικογενειακές επιχειρήσεις, αντίστοιχα. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% και 5% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

## 6.5.2 Κερδοφορία

Είναι ένας δείκτης που προσπαθεί να προσδιορίσει τη σχέση μεταξύ κόστους και οφέλους των δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Δείχνει την πραγματική αξία των επενδύσεων προς την αρχική επένδυση.

Υπολογίζεται ως :

$$\text{Κερδοφορία} = \frac{\text{Παρούσα Αξία Μελλοντικών Ταμειακών Ροών}}{\text{Αρχική Επένδυση}}$$

Ο δείκτης της κερδοφορίας χρησιμοποιείται για να αξιολογήσει την ικανότητα μιας επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη σε σύγκριση με τα έξοδα και άλλες σχετικές δαπάνες που πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου. Οι υψηλότερες τιμές του δείκτη σε σχέση με τους ανταγωνιστές είτε σε σύγκριση με προηγούμενες χρονικές περιόδους δείχνει θετικά πορεία εξέλιξης για την εταιρία. Ο δείκτης αυτός πρέπει να χρησιμοποιείται μεταξύ εταιριών που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο.

Πίνακας 6.2: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακές.

<b>2008</b>	Growth Opportunities 1%		Growth Opportunities 5%		Growth Opportunities 10%	
Μέσος	0,148964	0,080119	0,148964	0,080119	0,148964	0,080119
T	1,962384		1,962384		1,962384	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,715409		2,026192		1,687094	
<b>2011</b>	Growth Opportunities 1%		Growth Opportunities 5%		Growth Opportunities 10%	
Μέσος	1,034678	0,50785	1,034678	0,50785	1,034678	0,50785
T	1,796711		1,796711		1,796711	
t κρίσιμο, δίπλευρο	3,05454		2,178813		1,782288	

Το 2008 η μέση τιμή του δείκτη για τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις του δείκτη ανέρχεται στις 0,148964 και 0,080119 για τις οικογενειακές επιχειρήσεις. Το οποίο δείχνει ότι οι μη - οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερη ικανότητα δημιουργίας κερδών. Το 2011, η τιμή του δείκτη βελτιώνεται κατά 585,13% για τις μη – οικογενειακές και κατά 533,75% για τις οικογενειακές επιχειρήσεις. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

### 6.5.3 Ευκαιρίες Ανάπτυξης

Αντικατοπτρίζει την δυνατότητα της επιχείρησης να επενδύει σε κερδοφόρα προγράμματα.

Υπολογίζεται ως ο λόγος της αγοραίας αξίας της επιχείρησης προς την λογιστική αξία του συνόλου του ενεργητικού.

$$\text{Ευκαιρίες Ανάπτυξης} = \frac{\text{Αγοραία Αξία}}{\text{Λογιστική Αξία Ενεργητικού}}$$

Οι ευκαιρίες ανάπτυξης επηρεάζουν την μεταβλητότητα και τη μονιμότητα των κεφαλαίων που διαθέτει η επιχείρηση άμεσα, το οποίο με τη σειρά του, επηρεάζει το βέλτιστο αποτέλεσμα της χρηματοοικονομικής μόχλευσης της επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερες είναι οι επιχειρήσεις τόσο μεγαλύτερες ευκαιρίες τους δίνονται για να επενδύσουν σε μεγαλύτερα και πιο κερδοφόρα project τα οποία όμως συνοδεύονται και με υψηλό κίνδυνο.

Πίνακας 6.3: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακές.

<b>2008</b>	Growth Opportunities 1%		Growth Opportunities 5%		Growth Opportunities 10%	
Μέσος	4,534949	0,848666	4,534949	0,848666	4,534949	0,848666
T	2,197415		2,197415		2,197415	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,763262		2,048407		1,701131	
<b>2011</b>	Growth Opportunities 1%		Growth Opportunities 5%		Growth Opportunities 10%	
Μέσος	1,034678	0,50785	1,034678	0,50785	1,034678	0,50785
T	1,796711		1,796711		1,796711	
t κρίσιμο, δίπλευρο	3,05454		2,178813		1,782288	

Ο δείκτης ευκαιρίες ανάπτυξης προβάλλει τις ευκαιρίες που έχει η επιχείρηση να επενδύει κερδοφόρα project.

Το έτος χρήσης 2008 η μέση τιμή του δείκτη για τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις ανέρχεται στις 4,534949 και 0,848666 μονάδες για τις οικογενειακές επιχειρήσεις. Το οποίο δείχνει ότι οι μη - οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν περισσότερες ευκαιρίες να επενδύσουν σε κερδοφόρα project με αυξημένο κίνδυνο. Το έτος χρήσης 2011, η τιμή του δείκτη μειώνεται όπως και η ικανότητα των επιχειρήσεων να επενδύουν σε κερδοφόρα project, για τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις η μείωση ανέρχεται στο 77,77% και στο 40,47% για τις οικογενειακές επιχειρήσεις. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% και 5% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση. Το 2011 η διαφορά μεταξύ των επιχειρήσεων μειώνεται, το οποίο δείχνει ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν σχεδόν ίδιες ευκαιρίες επένδυσης σε κερδοφόρα project.

#### 6.5.4 Αδιανέμητα Κέρδη

Είναι το ποσοστό των καθαρών κερδών της επιχείρησης που δεν διανέμονται σε μέρισμα στους μετόχους. Υπολογίζεται με την πρόσθεση των καθαρών κερδών ή την αφαίρεση των ζημιών (εάν υπάρχουν) στα είδη υπάρχοντα αδιανέμητα κέρδη ή ζημιές και έπειτα την αφαίρεση των μερισμάτων που διανεμήθηκαν στους μετόχους.

Τα αδιανέμητα κέρδη αναφέρονται στο τμήμα του καθαρού εισοδήματος μιας εταιρείας που διατηρούνται, αντί να διανέμονται στους μετόχους, ως μέρισμα. Ομοίως, αν η εταιρεία αναλαμβάνει μια απώλεια, τότε η ζημία μειώνει το υπόλοιπο των αδιανέμητων κερδών της εταιρείας. Εάν το υπόλοιπο του λογαριασμού είναι αρνητικό μπορεί να ονομαστεί ζημιές.

Τα αδιανέμητα κέρδη δεν αντιπροσωπεύουν πλεονάζοντα διαθέσιμα ρευστά σε μια εταιρεία. Αντίθετα, αντιπροσωπεύουν το πώς η εταιρεία έχει διανέμει τα κέρδη της (δηλαδή αν θα τα διανέμει με τη μορφή μερισμάτων ή θα τα επανεπενδύσει στην επιχείρηση). Όταν επανεπενδύονται, τα εν λόγω κέρδη εις νέον αντανakλώνται σε αυξήσεις στα περιουσιακά στοιχεία.

Πίνακας 6.4: Στατιστική ανάλυση t μη-οικογενειακών Επιχειρήσεων με οικογενειακές.

<b>2008</b>	<b><i>Earned equity 1%</i></b>		<b><i>Earned equity 5%</i></b>		<b><i>Earned equity 10%</i></b>	
Μέσος	0,079866	0,070167	0,079866	0,070167	0,079866	0,070167
T	0,481878		0,481878		0,481878	
t κρίσιμο, δίπλευρο	2,668216		2,004045		1,673034	
<b>2011</b>	<b><i>Earned equity 1%</i></b>		<b><i>Earned equity 5%</i></b>		<b><i>Earned equity 10%</i></b>	
Μέσος	0,114062	0,03815	0,114062	0,03815	0,114062	0,03815
T	2,161908		2,161908		2,161908	
t κρίσιμο, δίπλευρο	3,355387		2,306004		1,859548	

Το έτος χρήσης 2008 η μέση τιμή του δείκτη των αδιανέμητων κερδών για τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις ανέρχεται στις 0,079866 και 0,070167 μονάδες για τις οικογενειακές επιχειρήσεις, όπου δεν διακρίνουμε κάποια ουσιαστική διαφορά μεταξύ των δύο εξεταζόμενων κατηγοριών. Το έτος χρήσης 2011, η τιμή του δείκτη μειώνεται κατά 45,65% για τις οικογενειακές επιχειρήσεις το οποίο αντανakλά ότι οι επιχειρήσεις μειώνουν το ποσό των αδιανέμητων κερδών που διατηρούν για να επανεπενδύσουν στο μέλλον, αντίθετα οι μη – οικογενειακές επιχειρήσεις αυξάνουν το ποσό των αδιανέμητων κερδών κατά 42,86%. Σε διάστημα εμπιστοσύνης 1% 5% δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση.

## 6.6 Ανάλυση μερισματικής πολιτικής επιχειρήσεων

Στον παρακάτω πίνακα φαίνονται αναλυτικά ο αριθμός των επιχειρήσεων που έδωσαν μερίσματα στους μετόχους τους κατά τα έτη 2008 και 2011. Λόγω του μικρού αριθμού επιχειρήσεων στην κατηγορία “Οικογενειακές Τύπου C” θα τις ενσωματώσουμε στις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου B.

Πίνακας 6.5: Πίνακας διανομής μερίσματος κατά το έτος 2008 και 2011

	Κατέβαλαν μέρισμα το έτος χρήσης 2008	ΔΕΝ Κατέβαλαν μέρισμα το έτος χρήσης 2008	Κατέβαλαν μέρισμα το έτος χρήσης 2011	ΔΕΝ Κατέβαλαν μέρισμα το έτος χρήσης 2008
Μη οικογενειακές	30	9	8	18
Οικογενειακές Τύπου B	32	13	6	18
Οικογενειακές Τύπου C	2	1	1	1
<b>Σύνολο</b>	<b>64</b>	<b>23</b>	<b>15</b>	<b>35</b>

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα διαπιστώνουμε ότι από τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις το 76,92% είχε διανέμει μερίσματα στους μετόχους το 2008, αντίθετα το ποσοστό αυτό το 2011 ανήλθε μόλις στο 30,7%. Από τις οικογενειακές επιχειρήσεις (τύπου B και τύπου C) το 72,92 % έχει καταβάλει μερίσματα στους μετόχους του το έτος χρήσης 2008 ενώ το αντίστοιχο ποσοστό για το έτος χρήσης 2011 ανήλθε μόλις στο 26,9%. Παρατηρούμε ότι το έτος χρήσης 2008 τρεις στις τέσσερις επιχειρήσεις είτε οικογενειακές ή μη – οικογενειακές κατέβαλαν μέρισμα στους μετόχους τους. Ενώ το ποσοστό αυτό αντιστράφηκε το 2011, ως αποτέλεσμα μόνο μία στις τέσσερις επιχειρήσεις να κατέβαλαν μέρισμα στους μετόχους τους.

Από τις 46 επιχειρήσεις που διαθέτουμε πλήρη στοιχεία και για τα δύο εξεταζόμενα έτη παρατηρούμε ότι από τις 24 μη οικογενειακές επιχειρήσεις οι 13 από αυτές σταμάτησαν να καταβάλουν μερίσματα το έτος χρήσης 2011, οι 5 μείωσαν το ποσοστό διανομής μερίσματος από 60% έως και 92%. Τέλος οι 6 από αυτές αύξησαν το ποσοστό διανομής μερίσματος από 60% μέχρι και 160%. Οι βασικοί λόγοι που προέβησαν σε αυτή την ενέργεια είναι ο κανόνας της σηματοδοσίας, λόγω της οικονομικής ύφεσης θέλουν να έχουν ικανοποιημένους μετόχους, είτε διότι θέλουν να διανέμουν παρελθόντα κέρδη.

Από την άλλη πλευρά από τις 22 οικογενειακές επιχειρήσεις διαπιστώνουμε ότι 8 από αυτές σταμάτησαν να καταβάλουν μέρισμα στους μετόχους τους, 8 επιχειρήσεις δεν κατέβαλαν μέρισμα ούτε το 2008 ούτε το 2011, τέλος 3 επιχειρήσεις αύξησαν το ποσοστό διανομής μερίσματος από 30% έως και 65% και μόνο 3 επιχειρήσεις μείωσαν το ποσοστό καταβολής μερίσματος της τάξης του 10% με 22%.

Εύκολα αντιλαμβανόμαστε την βασική διαφορά των οικογενειακών και μη - οικογενειακών επιχειρήσεων. Οι οικογενειακές επιχειρήσεις δεν έχουν την ανάγκη να



διανέμουν μέρισμα με σκοπό να προβάλλουν κάποιο μήνυμα στην αγορά ή στους επενδυτές, σύμφωνα με την θεωρία της σηματοδοσίας. Οι οικογενειακές επιχειρήσεις δεν έχουν την απαίτηση να έχουν ικανοποιημένους μετόχους γιατί είναι οι ίδιοι μέτοχοι και επενδυτές ταυτόχρονα είτε μέλη της οικογενείας τους, λόγω της φύσης των επιχειρήσεων. Το έτος χρήσης 2008 όλες οι μη – οικογενειακές επιχειρήσεις κατέβαλαν μέρισμα έστω και μικρό, ενώ από τις οικογενειακές επιχειρήσεις μόνο το 46% του δείγματός μας κατέβαλαν μέρισμα το έτος χρήσης 2008. Οι οικογενειακές επιχειρήσεις δεν άλλαξαν την μερισματική τους πολιτική το έτος χρήσης 2011, κάτι το οποίο έγινε εμφανώς με τις μη - οικογενειακές επιχειρήσεις.

## **6.7 Μεταβλητότητα Σύνολο ενεργητικού**

Έπειτα εξετάζοντας την μεταβλητότητα του συνόλου του ενεργητικού, στο σύνολο του δείγματος, αρχικά για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις διαπιστώνουμε ότι μόνο 16 (το 23,88% του δείγματος) επιχειρήσεις παρουσίασαν αύξηση του συνόλου του ενεργητικού. Πρέπει να τονίσουμε ότι 9 από αυτές τις εταιρίες ανήκουν στον κατασκευαστικό κλάδο. Η ποσοστιαία μείωση του ενεργητικού κυμαίνεται από 30% έως και 70%. Ελέγχοντας τα μερίσματα που κατεβλήθησαν στους μετόχους διαπιστώνουμε ότι οι εταιρίες αύξησαν την διανομή μερίσματος, στην συγκεκριμένη περίπτωση μόνο μια επιχείρηση μείωσε την καταβολή κατά 10 %. Αν και μικρό το δείγμα μας, διαπιστώνουμε ότι υπάρχει συσχέτιση της μεταβολής του συνόλου του ενεργητικού με την διανομή μερίσματος για τις μη - οικογενειακές επιχειρήσεις.

Στην αντίθετη περίπτωση, εξετάζοντας το δείγμα των οικογενειακών επιχειρήσεων διαπιστώνουμε ότι 46 επιχειρήσεις, το οποίο αντιπροσωπεύει το 62,16%, παρουσίασε αύξηση του συνόλου του ενεργητικού από 5% έως και 60% σε συγκεκριμένες περιπτώσεις. Στην αντίθετη πλευρά οι επιχειρήσεις που παρουσίασαν πτώση του συνόλου του ενεργητικού ήταν της τάξης του 7% με 38 %. Το μεγαλύτερο ποσοστό των εταιριών που παρουσίασαν αύξηση του ενεργητικού δεν είχαν αποδώσει μερίσματα και τις δυο εξεταζόμενες χρήσεις στους μετόχους τους.

## **6.8 Μεταβλητότητα Συνολικών πωλήσεων**

Ελέγχοντας την μεταβλητότητα των συνολικών πωλήσεων των μη – οικογενειακών επιχειρήσεων διαπιστώνουμε 35 επιχειρήσεις, (52,23%) μείωσαν τις πωλήσεις τους

του μεταξύ 4% και 57,67%. Εύκολα διακρίνουμε ότι όλες οι επιχειρήσεις που παρουσίασαν μείωση πωλήσεων κατέβαλαν είτε μειωμένα μερίσματα ή δεν κατέβαλαν καθόλου μερίσματα στους μετόχους τους. Το οποίο εμφανίζει σύνδεση μεταξύ μερισμάτων και συνολικών πωλήσεων. Από την άλλη πλευρά οι επιχειρήσεις που παρουσίασαν αύξηση των πωλήσεων, για τις περισσότερες είναι μεταξύ 1% και 7%, και για μεμονωμένες περιπτώσεις έφτασε το 47%.

Οι συνολικές πωλήσεις των οικογενειακών επιχειρήσεων είναι ελάχιστα πιο επηρεασμένες, σε ποσοστό 54,05%. Η μείωση των πωλήσεων για την πλειοψηφία των οικογενειακών επιχειρήσεων κυμαίνεται μεταξύ 0,7% και 8% ενώ σε ελάχιστες περιπτώσεις φτάνει μέχρι και 22%.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## Κεφάλαιο 7

### Συμπεράσματα και Κατευθύνσεις

#### 7.1 Συμπεράσματα Χρηματοοικονομικών Δεικτών

Αρχικά για το 2008 συμπεράνουμε ότι οι μη – οικογενειακές επιχειρήσεις αξιοποιούσαν αποτελεσματικότερα τα διαθέσιμα κεφάλαια, ενώ το 2011 υπάρχει αντίστροφη της εικόνας με τις οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου Β να χρησιμοποιούν αποτελεσματικότερα τα διαθέσιμα κεφάλαια δημιουργώντας μικρότερο ποσοστό ζημιών. Στην περίοδο της οικονομικής ύφεσης οι μη – οικογενειακές επιχειρήσεις επηρεάζονται περισσότερο από ότι οι οικογενειακές όσο αφορά την απόδοση επενδύσεων κεφαλαίων. Το οποίο είναι σύμφωνα με την υπόθεση 1 και τους Toshiaki Kurashina et.al (2009).

Όσο αφορά την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων για το 2011 υπάρχει αντίστροφη της απόδοσης. Τόσο οι οικογενειακές όσο και οι μη – οικογενειακές παράγουν ζημιές. Αλλά οι ζημιές που παράγουν οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις είναι μεγαλύτερης τάξης. Το 2011, περίοδο της οικονομικής ύφεσης, οι μη – οικογενειακές επιχειρήσεις επηρεάζονται πιο έντονα από ότι οι οικογενειακές όσο αφορά την απόδοση επενδύσεων κεφαλαίων, με τις οικογενειακές παρουσιάζουν να παρουσιάζουν συγκριτικά καλύτερες αποδόσεις. Σύμφωνα με την υπόθεση 1.

Η μη ορθή χρήση των διατιθέμενων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη των για τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις. Το 2011 υπάρχει αντίστροφη της αποδοτικότητας των χρησιμοποιούμενων κεφαλαίων. Λόγω της οικονομικής ύφεσης οι επιχειρήσεις αναγκάζονται να χρησιμοποιούν αποτελεσματικότερα τα διατιθέμενα κεφάλαια. Οι μη – οικογενειακές επιχειρήσεις τα χρησιμοποιούν με μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα. Είναι βασικό χαρακτηριστικό που τις διακρίνει από τις οικογενειακές από τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις.

Ελέγχοντας την κερδοφορία των εταιριών διαπιστώνουμε ότι το 2011 και για τους δυο τύπους επιχειρήσεων υπάρχει πτώση της κερδοφορίας κατά 50%, με τις μη – οικογενειακές να έχουν εκ νέου υψηλότερα κέρδη. Οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται από υψηλότερη κερδοφορία. Όμως οι οικογενειακές επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται από μια σταθερότητα διότι ενώ τα έσοδα του κατά μέσο όρο δεν μειώνονται αισθητά όπως στις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις.

Έπειτα εξετάζοντας τα κέρδη προ φόρων για τις επιχειρήσεις διαπιστώνουμε ότι, οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται από υψηλότερο περιθώριο κέρδους προ φόρων. Το οποίο τις βοηθάει να διατηρηθούν σε θετικά επίπεδο την περίοδο της οικονομικής ύφεσης. Αντίθετα οι οικογενειακές επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται από χαμηλότερο περιθώριο κέρδους προ φόρων, με αποτέλεσμα την περίοδο της κρίσης ο δείκτης να παίρνει αρνητικές τιμές.

Οι πωλήσεις ανά εργαζόμενο μας δείχνουν παράγοντες καινοτομίας που εφαρμόζονται από τις επιχειρήσεις. Οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν υψηλότερο πωλήσεις ανά εργαζόμενο το οποίο δείχνει ότι είναι πιο αποτελεσματικές και πιο εύρωστες και εφαρμόζουν περισσότερα μεθόδους τεχνολογικής στην παραγωγική τους διαδικασία. Την περίοδο της οικονομικής ύφεσης θα μπορούσαμε να συμπεράνουμε ότι επηρεάζονται σχεδόν το ίδιο.

Εξετάζοντας τον δείκτης κεφαλαιουχικές δαπάνες προς το σύνολο του ενεργητικού δείχνει ότι οι επιχειρήσεις δεν δαπανούν διατιθέμενα κεφάλαια για ανανέωση του εξοπλισμού τους. Η τάση αυτή είναι πιο έντονη για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις. Οι επιχειρήσεις δεν διαθέτουν μέρος των κεφαλαίων τους για ανανέωση του εξοπλισμού τους. Με αφορμή την οικονομική ύφεση διαθέτουν μεγαλύτερο μέρος των διαθέσιμων κεφαλαίων είτε για να μειώσουν το κόστος παραγωγής, ή για να βελτιώσουν τις παραγωγικές διαδικασίες.

Ο δείκτης κέρδη προ τόκων και φόρων προβάλλει τα κέρδη της επιχείρησης από συνήθεις δραστηριότητες. Οι οικογενειακές επιχειρήσεις αυξάνουν τα κέρδη τους την περίοδο της οικονομικής ύφεσης, ενώ οι μη – οικογενειακές τα μειώνουν. Ενώ ο δείκτης συνολικού χρέους προς το σύνολο των κοινών μετοχών προβάλλει τι ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων και τι ποσοστό χρέους χρησιμοποιεί η εταιρεία για την χρηματοδότηση των περιουσιακών της στοιχείων. Τόσο οι μη οικογενειακές όσο και οι οικογενειακές επιχειρήσεις χρηματοδοτούν σχεδόν στον ίδιο βαθμό τα περιουσιακά τους στοιχεία από δάνεια. Το 2011 τόσο οι μη –οικογενειακές επιχειρήσεις όσο και οι οικογενειακές επιχειρήσεις αυξάνουν το βαθμό χρηματοδότησης.

Η ρευστότητα προβάλλει την ικανότητα των επιχειρήσεων να πληρώνει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Οι οικογενειακές επιχειρήσεις τύπου Β έχουν υψηλότερη ικανότητα αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων τους από τις μη οικογενειακές. Η ικανότητα των επιχειρήσεων μειώνεται λόγω της οικονομικής κρίσης χωρίς ουσιαστικές αλλαγές.

Ο δείκτης συνολικού χρέους προς σύνολο Ενεργητικού προβάλλει το ποσό του χρέους σε σχέση με τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης.

Τόσο το έτος 2008 όσο και το 2011 διαπιστώνουμε ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν μεγαλύτερη δυσκολία στην αποπληρωμή του χρέους, με το πρόβλημα να γίνεται οξύτερο το 2011 τόσο για τις οικογενειακές όσο και για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις.

Συνοψίζοντας, τα αποτελέσματα μας είναι συναφή με τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τους Toshiki Kurashina et.al (2009) και τις αρχικές υποθέσεις που καθορίσαμε. Πιο συγκεκριμένα οι οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν καλύτερη κερδοφορία και επίδοση για τα δυο εξεταζόμενα χρονικά διαστήματα. Η οικονομική ύφεση έχει ως αποτέλεσμα οι οικογενειακές επιχειρήσεις να χρησιμοποιούν αποτελεσματικότερα τα διαθέσιμα κεφάλαια σε επενδύσεις. Ο δείκτης πωλήσεις ανά εργαζόμενο δείχνει ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται ως πιο καινοτόμες διότι επενδύουν συγκριτικά μεγαλύτερα ποσά σε βελτίωση της παραγωγικής διαδικασίας.

Παρόλο την οικονομική ύφεση οι οικογενειακές επιχειρήσεις παρουσιάζουν μεγαλύτερη ρευστότητα, με αποτέλεσμα να μπορούν να ανταπεξέλθουν πιο αποτελεσματικά στις υποχρεώσεις που έχουν. Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις είναι λιγότερο εξαρτημένες από τους δανειστές τους. Αυτό διαπιστώνεται από τον δείκτη συνολικές υποχρεώσεις προς σύνολο ενεργητικού.

## **7.2 Συμπεράσματα Παραγόντων Καταβολής μερίσματος**

Αρχικά εξετάζοντας την τιμή της λογιστικής αξίας μας για το έτος 2008 μας πληροφορεί ότι η αξία του ενεργητικού καθώς και η τιμή της μετοχής είναι υπερεκτιμημένη για τις μη - οικογενειακές επιχειρήσεις, σε σχέση με τις οικογενειακές. Το 2011 η διαφορά μεταξύ των επιχειρήσεων μειώνεται, το οποίο δείχνει ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν σχεδόν ίδιες ευκαιρίες επένδυσης σε κερδοφόρα project.

Οι μη – οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερη δυνατότητα δημιουργίας κερδών στα δυο εξεταζόμενα έτη. Το 2011 οι επιχειρήσεις παρουσιάζουν τεράστια βελτίωση, λόγω της κρίσης οι επιχειρήσεις αναγκάζονται να δημιουργήσουν οικονομίες κλίμακας, εφαρμόζοντας στην παραγωγική τους διαδικασία νέες τεχνολογίες που έχει ως αποτέλεσμα να μειώσει το κόστος λειτουργίας τους.

Το έτος χρήσης 2008 δεν υπάρχει κάποια ουσιαστική διαφορά μεταξύ των δύο εξεταζόμενων τύπων επιχειρήσεων. Αντίθετα, το έτος χρήσης 2011, λόγω της οικονομικής ύφεσης, οι μη – οικογενειακές επιχειρήσεις αυξάνουν το ποσό των αδιανέμητων κερδών. Σκοπός τους είναι να το διανέμουν ως μέρισμα στους μετόχους είτε να προβούν σε επανεπενδύσεις για να αυξήσουν τα μελλοντικά τους κέρδη. Σε συνδυασμό με την μείωση των μερισμάτων αντιλαμβανόμαστε ότι πιθανότερο είναι να τα χρησιμοποιούν για μελλοντικές επενδύσεις.

Από αυτά που αναλύθηκαν προηγουμένως διαπιστώσουμε ότι οι μη – οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν την τάση να καταβάλλουν μέρισμα στους μετόχους τους σύμφωνα με την θεωρία της σηματοδοσίας. Οι μειώσεις στο σύνολο του ενεργητικού είναι αισθητά υψηλότερες για τις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις. Μόνο 16 επιχειρήσεις παρουσίασαν αύξηση και οι περισσότερες ανήκουν στον κατασκευαστικό κλάδο.

Από την αντίπερα όχθη τις οικογενειακές επιχειρήσεις θα μπορούμε να τις χαρακτηρίσουμε πιο σταθερές και βιώσιμες. Παρά την οικονομική ύφεση του εξεταζόμενου χρονικού διαστήματος οι οικογενειακές επιχειρήσεις παρουσίασαν αύξηση του συνόλου του ενεργητικού. Το οποίο καταδεικνύει αύξηση των περιουσιακών στοιχείων των εν λόγω επιχειρήσεων, δείχνει θετικές μελλοντικές προσδοκίες για την βιωσιμότητα και επεκτασιμότητα των επιχειρήσεων. Επίσης το σύνολο του ενεργητικού σχετίζεται με την επίδοση των επιχειρήσεων. Μια θετική μεταβολή σχετίζεται και με θετική επίδοση της επιχείρησης. Μια θετική επίδοση μπορεί να μεταφραστεί και με αύξηση των εσόδων, το οποίο κάνει την επιχείρηση βιώσιμη.

Το έτος χρήσης 2011 η μεταβολή των πωλήσεων για τις μη – οικογενειακές και οικογενειακές επιχειρήσεις συμπίπτουν. Πρέπει να τονιστεί ότι η ποσοστιαίες μεταβολές των πωλήσεων για τις μη - οικογενειακές επιχειρήσεις διακυμάνθηκαν σε μεγαλύτερο ποσοστό. Το οποίο μπορεί να σημαίνει είτε μείωση του περιθωρίου κέρδους με σκοπό να διατηρήσουν ή και ακόμα να αυξήσουν το μερίδιο τους στην αγορά, ή ουσιαστική μείωση του μεριδίου στην αγορά με αποτέλεσμα να παρουσιάζει μειωμένες πωλήσεις. Αντίθετα οι πωλήσεις στην οικογενειακές επιχειρήσεις μειώθηκαν σε ποσοστό κάτω του 10%, στις περισσότερες επιχειρήσεις.

Οι οικογενειακές επιχειρήσεις μπορούν να διατηρούν πιο εύκολα το μερίδιο της αγοράς, το οποίο κατέχουν. Μια πιθανή αισθητή μείωση των πωλήσεων για τις οικογενειακές επιχειρήσεις θα είχε σαν αποτέλεσμα σημαντική μείωση του συνόλου του ενεργητικού, το οποίο με την σειρά του επηρεάζει σημαντικά την καταβολή μερισματος από τις επιχειρήσεις προς τους μετόχους.

Η απόδοση των επιχειρήσεων δεν εξαρτάται από τα μερίσματα που διανέμουν. Ο θεωρία της σηματοδοσίας (DeAngelo et. al, 2004, σελ 117) έχει σημαντική απήχηση στις μη – οικογενειακές επιχειρήσεις, οι οποίες καταβάλουν μερίσματα για να παρουσιάσουν μια διαφορετική εικόνα προς τους επενδυτές και προς τις άλλες επιχειρήσεις. Χαρακτηριστικό των οικογενειακών επιχειρήσεων είναι η μη καταβολή μερίσματος αφού διαχειριστές και επενδυτές ταυτίζονται, επίσης δεν έχουν σκοπό να παρουσιάσουν μια διαφορετική εικόνα προς τις άλλες επιχειρήσεις και επενδυτές αφού από την φύση τους δεν χρειάζονται κεφάλαια από πιθανά ενδιαφερόμενους επενδυτές.

### **7.3 Κατευθύνσεις για περαιτέρω έρευνα**

Ολοκληρώνοντας την συγκεκριμένη έρευνα, θεωρούμε σκόπιμο να αναφερθούμε σε ορισμένες προτάσεις για φοιτητές ή ερευνητές, που επιθυμούν να ασχοληθούν μελλοντικά με το σύγχρονο και ενδιαφέρον πρόβλημα της εταιρικής διακυβέρνησης και την επίδραση της μερισματικής πολιτικής.

Μια πρόταση για τη διεξοδική μελέτη του συγκεκριμένου θέματος, ως προς το ερευνητικό μέρος, θα μπορούσε να είναι η επιλογή μεγαλύτερου δείγματος εταιριών, ανά κλάδο, που δραστηριοποιούνται στην Ελληνική επικράτεια. Έτσι θα ήταν ευκολότερη η εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στην μερισματική πολιτική που υιοθετούν οι επιχειρήσεις.

Επίσης, ιδιαίτερα χρήσιμó θα ήταν η ανάλυση μεγαλύτερου δείγματος, στο οποίο θα γινόταν διαχωρισμός και των επιχειρήσεων βάση του συνόλου του ενεργητικού, αριθμό εργαζομένων, συνολική αξία μετοχών, τέλος την εξέταση των εταιριών βάση των μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων τους.

Τέλος, την αντίστροφη έρευνα. Έλεγχος και διαχωρισμός των επιχειρήσεων βάση του υποδείγματος προσδιορίσου της μερισματικής πολιτικής, έπειτα την επίδραση της μερισματικής πολιτικής που εφαρμόζουν οι επιχειρήσεις στην εταιρική διακυβέρνηση και το επίπεδο οικογενειακού έλεγχου.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### **Ξένα Βιβλία**

- ❖ Van Home J. Financial Management and Policy, Prentice-Hall 8<sup>th</sup> ed, Englewood Cliffs, New Jersey, 1986.
- ❖ Weston J. F – E. F. Brigham, Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα, 1986.
- ❖ Frankfurter G. M – Wood B. G. Dividend Policy – Theory and Practice, Academic Press, USA.

### **Ξένα Άρθρα**

- ❖ José Allouche, Bruno Amann, Jacques Jausaud and Toshiki Kurashina (2008). “The Impact of Family Control on the Performance and Financial Characteristics of Family Versus Nonfamily Family Business in Japan”. Review, vol. XXI, no. 4.
- ❖ David J. Denis, Igor Osobov (2008). “Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy”. Journal of Financial Economics 89, 62–82.
- ❖ Miguel Ángel Gallo, Josep Tàpies, Kristin Cappuyns (2004). “Comparison of Family and Nonfamily Business: Financial Logic and Personal Preferences”. Family Business Review, vol. XVII, no. 4.
- ❖ Chinmoy Ghosh & C.F. Sirmans (2006 ), “Do Managerial Motives Impact Dividend Decisions in REITs?” Real Estate Finan Econ 32: 327–355.
- ❖ Hao Wang, “Managerial Entrenchment, Dividend Policy and Capital Structure”. McGill University, 1001 Sherbrooke StreetWest, Montreal, Canada H3A 1G5.
- ❖ Jang-Chul Kim (2008), “Dividend Policy and Corporate Governance” Quality Ph.D. Department of Economics and Finance Northern Kentucky University.
- ❖ Mahmoud Agha, (2008), “Investment, Dividends, Firm Performance and Managerial Incentives: Another insight into the role of corporate governance” ,Business School, The University of Western Australia.
- ❖ Julia Sawicki. (2009), “Corporate governance and dividend policy in Southeast Asia pre- and post-crisis”, The European Journal of Finance, Vol. 15, No. 2, February 2009, 211–230.
- ❖ Pornsit Jiraporn, Pandej Chintrakarn, Staggered Boards, (2009), “Managerial Entrenchment, and Dividend Policy”, J Financ Serv Res “ 36:1–19.
- ❖ Fodil Adjaoud and Walid Ben-Amar, (2010), Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders’ Protection or Expropriation?”, Journal of



Business Finance & Accounting, 37(5) & (6), 648–667, June/July 2010, 0306-686X.

- ❖ Bill B. Francis, Iftekhar Hasan, Kose John, and Liang Song, (2011), “Corporate Governance and Dividend Payout Policy: A Test Using Antitakeover Legislation, Financial Management “ pages 83 – 112.
- ❖ Sung C. Bae, (2012), “Culture, Corporate Governance, and Dividend Policy: International Evidence”, The Journal of Financial Research , Vol. XXXV, No. 2 , Pages 289–316.
- ❖ Wen He, (2012), Agency problems, product market competition and dividend policies in Japan, School of Accounting, Australian School of Business, The University of New South Wales, Sydney, NSW 2052, Australia.
- ❖ Anlin Chen, (2012), “Corporate Governance in Taiwan, The nonmonotonic relationship between family ownership and dividend policy”, Department of Business Management National Sun Yat-sen University Doctorate Dissertation.
- ❖ Vishaal Baulkaran (2012), “Concentrated Control, Agency Problems and Dividend Policy”, Financial Services Research Centre School of Business and Economics, Wilfrid Laurier University 75 University Ave. West Waterloo, Ontario N2L 3C5.
- ❖ Mette Lausten,(2002) “CEO turnover, firm performance and corporate governance: empirical evidence on Danish firms” M. Lausten / Int. J. Ind. Organ. 20, 391 –414
- ❖ Michael N. Young, Mike W. Peng, David Ahlstrom, Garry D. Bruton and Yi Jiang (2008) Blackwell Publishing Ltd 2008. Published by Blackwell Publishing, 9600 Garsington Road, Oxford, OX4 2DQ, UK and 350 Main Street, Malden, MA 02148, USA.
- ❖ Peter Klein, Daniel Shapiro and Jeffrey Young,(2005), “Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian evidence, Corporate Governance”, Family Ownership and Firm Value, Volume 13 Number .
- ❖ Jim Lee (2006), “Corporate Governance, Governance, Family Ownership and Firm Value”, Family Business Review, vol. XIX, no. 2, June 2006 © Family Firm Institute, Inc
- ❖ José Allouche, Bruno Amann, Jacques Jaussaud, Toshiki Kurashina, (2008),”The Impact of Family Control on the Performance and Financial Characteristics of Family Versus Nonfamily Businesses in Japan: A Matched-Pair Investigation”, Family Business Review, vol. XXI, no. 4, Family Firm Institute, Inc.

- ❖ Marco Cucculelli, Giacinto Micucci (2008), Family succession and firm performance: Evidence from Italian family firms, *Journal of Corporate Finance* 14 (2008) 17–31.
- ❖ Sur Birley (1990), "Growth and Performance Contrasts Between 'Type' of Small Firms", *Strategic Management Journal*, Vol. 11, 535-557.
- ❖ Daniel L. McConaughy, Charles H. Matthews, and Anne S. Fialko (2001), "Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes" *Journal of Small Business Management*, 39(1), pp. 31-49.
- ❖ Ronald C. Anderson, Sattar A. Mansib, David M. Reeb (2003), "Founding family ownership and the agency cost of debt", *Journal of Financial Economics* 68, 263–285.
- ❖ Michael R. King, Eric Santor (2008), Family values: "Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms", *Journal of Banking & Finance* 32 (2008) 2423–2432.
- ❖ Allen N. Berger, Gregory F. Udell (1998), "The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle", *Journal of Banking & Finance* 22, 613–673.
- ❖ Chandra S. Mishra, (2001), "The Effect of Founding Family Influence on Firm Value and Corporate Governance", Blackwell Publishers Ltd. 2001, 108 Cowley Road, Oxford OX4 1J.
- ❖ Allen, F. and R. Michaely (1995), "Dividend Policy", in R. Jarrow et al (eds.), "Finance", Vol. 9 of *Handbooks in Operations Research and Management Science*, North Holland, pp. 793-837
- ❖ Baker, H. (1989), "Why Companies Pay No Dividends", *Akron Business and Economic Review*, Vol. 20, pp. 48-61.
- ❖ Beck, P. and T. Zorn (1982), "Managerial Incentives in a Stock Market Economy", *Journal of Finance*, Vol. 37, pp. 1151-1167.
- ❖ Belsley, D., E. Kuh and R. Welsh (1980), "Regression Diagnostics", New York, Wiley.
- ❖ Cadbury Committee (1992), "The Financial Aspects of Corporate Governance".
- ❖ Freeman, H. and R. Griffith (1993), "Surplus ACT – A Solution in Sight?", *Fiscal Studies*, Vol. 14, pp. 58-73.
- ❖ Gordon, L. and J. Pound (1990), "ESOPs and Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 525-555.
- ❖ Hansen, R. S. and Torregrosa (1992), "Underwriter Compensation and Corporate Monitoring", *Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 1537-1556.

- ❖ Rediker, K.J. and A. Seth (1995), "Board of Directors and Substitution Effects of Alternative Governance Mechanisms", Strategic Management Journal, Vol. 16, pp. 85-99.
- ❖ Schooley, D. K. and L. D. Barney Jr. (1994), "Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs", Journal of Financial Research, Vol. 17, pp. 363-373.

### **Ελληνικά Βιβλία**

- ❖ Γ. Αρτίκης «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός», Εκδόσεις Interbooks (2003).
- ❖ Γ. Αρτίκης «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων», Εκδόσεις Interbooks (2002).
- ❖ Τσαγκαράκης Νίκος "Σημειώσεις για το μάθημα Χρηματοοικονομική ΙΙ", Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Οργάνωση και Διοίκηση Επιχειρήσεων, Μεταπτυχιακό πρόγραμμα "Διοίκηση επιχειρήσεων".

### **Ηλεκτρονικές Πηγές**

- ❖ <http://www.bloomberg.com>
- ❖ <http://www.investopedia.com>
- ❖ [www.capital.gr](http://www.capital.gr)
- ❖ <http://www.euro2day.gr>