

Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ



Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ

Ιδιοκτησιακή Δομή και Αποδοτικότητα των Επιχειρήσεων
(Μελέτη ελληνικών επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χ.Α.Α. περίοδος 2006-2010)

Διπλωματική Εργασία
που υποβλήθηκε στο Τμήμα Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Ελεγκτική
από τον
Τζαγκαράκη Γεώργιο

Ηράκλειο
Ιούλιος 2013

«Ο μεταπτυχιακός φοιτητής που εκπόνησε την παρούσα διπλωματική εργασία φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στη βάση των εξής παραγόντων: του σκοπού και χαρακτήρα της χρήσης (μη-εμπορικός, μη-κερδοσκοπικός, αλλά εκπαιδευτικός-ερευνητικός), της φύσης του υλικού που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες κ.λ.π.), του ποσοστού και της σημαντικότητας του τμήματος που χρησιμοποιεί σε σχέση με το όλο κείμενο υπό copyright, και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή την γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου».

« Η παρούσα διπλωματική εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την τριμελή εξεταστική επιτροπή η οποία ορίστηκε από την ΓΣΕΣ του Τμήματος Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης, σύμφωνα με το νόμο και τον εγκεκριμένο Οδηγό Σπουδών του ΠΜΣ «Λογιστική και Ελεγκτική». Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:

- Επίκουρος Καθηγητής *Αρβανίτης Σταύρος* (*Επιβλέπων*)
- Καθηγητής *Γ.Πολυχρονόπουλος* (*Μέλος*)
- Καθηγητής *Δ.Τερζάκης* (*Μέλος*)

Η έγκριση της διπλωματικής εργασίας από το Τμήμα Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης δεν υποδηλώνει αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα » .

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα διπλωματική εργασία εκπονήθηκε στα πλαίσια του μεταπτυχιακού προγράμματος « Λογιστικής & Ελεγκτικής » της σχολής Διοίκησης και Οικονομίας του Τμήματος Λογιστικής, του Τεχνολογικού Εκπαιδευτικού Ιδρύματος Κρήτης, για το ακαδημαϊκό έτος 2011- 2012 με σκοπό την απόκτηση του μεταπτυχιακού διπλώματος της σχολής.

Η παρούσα διπλωματική εργασία αποτελεί αποτέλεσμα μιας πολύμηνης έρευνας που αρχικά στηρίχτηκε στην μελέτη των θεωριών της εταιρικής διακυβέρνησης εστιάζοντας κυρίως στις θεωρίες τις ιδιοκτησιακής δομής των επιχειρήσεων και ερευνώντας την σχέση της ιδιοκτησιακή δομής με την αποδοτικότητα της επιχείρησης. Συγκεκριμένα η εκπόνηση της διπλωματικής εργασίας γίνεται ως ακολούθως, αρχικά παρουσιάζεται μια λεπτομερή ανάλυση θεωριών της εταιρικής διακυβέρνησης επίσης αναλύεται η έννοια της ιδιοκτησιακής δομής της εταιρείας, η ιδιοκτησιακή δομή της εταιρείας προσδιορίζεται μέσα από την συγκέντρωση ιδιοκτησίας που έχει ο μεγαλομέτοχος, αναλύεται η έννοια του μεγαλομετόχου, μετέπειτα παρουσιάζονται προηγούμενες έρευνες που ανάλυσαν την εταιρική διακυβέρνηση και μελέτησαν την σχέση ανάμεσα στην ιδιοκτησιακή δομή και την εταιρική απόδοση των επιχειρήσεων, ακολουθεί το εμπειρικό μέρος όπου γίνεται συλλογή του δείγματος με οικονομικά και μη οικονομικά δεδομένα από εισηγμένες ιδιωτικές και μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις στο Χ.Α.Α. την περίοδο 2006-2010, προκειμένου να ερευνηθεί η σχέση της ιδιοκτησιακή δομής με την εταιρική απόδοση, και τέλος παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της παρούσας μελέτης.

Πολύτιμη βοήθεια στην εκπόνηση της διπλωματικής εργασίας προσέφερε ο επιβλέπων Επίκουρος Καθηγητής κ. Σταύρος Αρβανίτης ο οποίος με τις υποδείξεις του συνέβαλε αποφασιστικά με την καθοδήγηση του, τόσο στην σύνταξη όσο και στην εμπειρική διερεύνηση της παρούσας διπλωματικής εργασίας, επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τα μέλη της εξεταστική επιτροπής Καθηγητή Γεώργιο Πολυχρονόπουλο, Καθηγητή Δημήτριο Τερζάκη.

Η παρούσα διπλωματική εργασία αφιερώνεται στην οικογένεια μου.

Περίληψη

Σκοπός – Να εξεταστεί πως η συγκέντρωση ιδιοκτησίας επηρεάζει την αποδοτικότητα των εισηγμένων εταιρειών στην Ελλάδα την περίοδο 2006-2010 επίσης να εξετάζει ποιοι είναι οι προσδιοριστικοί παράγοντες της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας των επιχειρήσεων.

Σχεδιασμός/μεθοδολογία/προσέγγιση – Τα στοιχεία συλλέχθηκαν από την βάση δεδομένων για τις εισηγμένες ελληνικές εταιρείες Thomson One Reuters και από τα ετήσια δημοσιευμένα οικονομικά δελτία τους στο X.A.A. Το δείγμα αποτελείται από την βάση 227 επιχειρήσεων, χρησιμοποιήθηκε η ανάλυση δεδομένων πάνελ, όπου εκτιμήθηκαν 5 υποδείγματα με σταθερές επιδράσεις με την εφικτή γενικευμένη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, χρησιμοποιώντας Driscoll–Kraay (1998) τυπικά σφάλματα. Ως εξαρτημένες μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν οι δείκτες βραχυχρόνιας και μακροχρόνιας απόδοσης και η μεταβλητή συγκέντρωσης ιδιοκτησίας, ως ερμηνευτικές μεταβλητές το μέγεθος, η μόχλευση, η επένδυση, το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών στο σύνολο των μελών του Δ.Σ., η απόδοση του ενεργητικού, η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, η μεταβλητή συγκέντρωσης ιδιοκτησίας και τρεις ψευδομεταβλητές, η δυαρχία, η συμμετοχή του ιδρυτή – προέδρου στο Δ.Σ. της εταιρείας ,το επίπεδο εκπαίδευσης του μεγαλομετόχου.

Αποτέλεσμα – Τα αποτελέσματα της ερευνάς μας δείχνουν ότι η συγκέντρωση ιδιοκτησίας έχει αρνητικά στατιστικά σημαντική σχέση με την αποδοτικότητα του ενεργητικού, το μέγεθος της επιχείρησης έχει αρνητικά στατιστικά σημαντική σχέση με την μακροχρόνια εταιρική απόδοση της εταιρείας, το μέγεθος επηρεάζει θετικά στατιστικά σημαντικά την συγκέντρωση ιδιοκτησίας, η επένδυση επηρεάζει θετικά στατιστικά σημαντικά την απόδοση του ενεργητικού και την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, οι ψευδομεταβλητές εμφανίζεται να επηρεάζουν τις ανεξάρτητες μεταβλητές.

Περιορισμοί έρευνας/επιπτώσεις – Η άσκηση των δικαιωμάτων ψήφου του μεγαλομετόχου όπως οι στρατηγικές ψηφοφορίας δεν ήταν δυνατόν να τεκμηριωθεί εγγράφως από τις οικονομικές καταστάσεις όπως και η ταύτιση του προέδρου με τον διευθύνοντα σύμβουλο μέσω των οικογενειακών σχέσεων Α΄ και Β΄ βαθμού.

Πρωτοτυπία/αξία – Η επίδραση των μη οικονομικών χαρακτηριστικών του μεγαλομετόχου στην απόδοση των επιχειρήσεων, αλλά οι οικονομικοί και μη οικονομικοί προσδιοριστικοί παράγοντες που διαμορφώνουν την συγκέντρωση ιδιοκτησίας είναι πεδία τα οποία ερευνώνται για πρώτη φορά στην Ελλάδα.

Λέξεις κλειδιά – Εταιρική Διακυβέρνηση, Ιδιοκτησιακή Δομή, Μεγαλομέτοχος, Εταιρική Απόδοση.

Είδος διπλωματικής - Ερευνητική

JEL classification – G32, G35

Summary

Purpose – To examine whether the ownership concentration affect the firm performance of companies in Greece during the period 2006 -2010.

Design/methodology/approach – Data were collected from the database of listed companies Thomson Reuters (thomsonone.com) and the annual financial statements. The sample consists of 227 companies from all sectors and using panel data analysis, which we estimated our 5 basic models with fixed effects by the method of least squares, using Driscoll- Kraay (1998) standard errors. As dependent variables were used the ownership concentration the short-term (ROA, ROE) and long-term (TOBIN'S Q, PBV) firm performance and as independent variables were used the size, leverage, the ratio of independent members on board, return of asset, return of equity, the ownership concentration and three dummy variables duality, the membership of founder on firm board, the education of large shareholder.

Result – The result of reach show that the ownership concentration has statistically significant negative correlation with the return of asset, the firm size show statistically significant negative correlation with long – term firm performance also the firm size show statistically significant positive correlation with ownership concentration, the investment show statistically significant positive correlation with the return of asset and return of equity, the dummy variables show correlation with dependent variables.

Limitations/impact – The voting strategies of large shareholder also the non-independence between the president and the manager through family relations of A and B grade could not be documented in writing by the financial statements.

Originality / value – The effect of non-economic characteristics of large shareholder on firm performance and the economics with non – economics variables that influence the ownership concentration are examined for the first time in Greece.

Keywords- Corporate governance, ownership structure, ownership concentration, large shareholder, firm performance.

Type of paper – Research

JEL classification – G32, G35.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ	4
1.1 ΘΕΩΡΙΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ.....	4
1.2 ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΟΥ ΣΥΝΕΒΑΛΑΝ ΣΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ	7
1.3 ΜΕΤΟΧΟΙ ΚΑΙ ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΜΕΝΑ ΜΕΡΗ	8
1.4 ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ.....	11
1.5 ΤΥΠΟΙ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ	12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΣΥΓΚΕΤΡΩΣΗ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ	23
2.1 ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ	23
2.2 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΜΕΓΑΛΟΜΕΤΟΧΟΣ	25
2.2.1 Ο ΕΛΕΓΧΟΣ ΚΑΙ ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΟΥ ΜΕΓΑΛΟΜΕΤΟΧΟΥ .	26
2.2.2 ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΤΟΥ ΜΕΓΑΛΟΜΕΤΟΧΟΥ	28
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ	29
3.1 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ.....	29
3.2 ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ.....	42
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ.....	56
4.1 ΤΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ.....	56
4.2 ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ.....	58
4.3 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΡΕΥΝΑΣ	62
4.4 ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ	63
4.5 ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ	67
4.6 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΕΓΧΟΥ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ.....	86
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	87
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	90
Ξενόγλωσση	90
Ιστοσελίδες.....	105
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α΄	106

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΧΗΜΑΤΩΝ

ΣΧΗΜΑ 1. ΣΧΗΜΑ ΕΝΔΙΑΦΕΡΩΝ ΜΕΡΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ.....	10
--	----

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ	57
ΠΙΝΑΚΑΣ 2: ΕΞΑΡΤΗΜΕΝΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΥΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ	60
ΠΙΝΑΚΑΣ 3: ΒΑΣΙΚΑ ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΜΕΤΡΑ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ.....	65
ΠΙΝΑΚΑΣ 4 : ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΚΑΤΑ PEARSON	66
ΠΙΝΑΚΑΣ 5: ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΠΑΝΕΛ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ,ΣΤΑΘΕΡΩΝ ΚΑΙ ΤΥΧΑΙΩΝ ΕΠΙΔΡΑΣΕΩΝ (FIXED & RANDOM EFFECT)	68
ΠΙΝΑΚΑΣ 6: ΕΛΕΓΧΟΣ ΠΟΛΥΣΥΓΡΑΜΜΙΚΟΤΗΤΑΣ.....	71
ΠΙΝΑΚΑΣ 7: ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΠΑΝΕΛ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ,ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΩΝΤΑΣ DRISCOLL-ΚΡΑΑΥ ΤΥΠΙΚΑ ΣΦΑΛΜΑΤΑ.....	72

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί ένα από τα σπουδαιότερα πεδία έρευνας τόσο στον επιστημονικό κλάδο όσο και στο επιχειρηματικό περιβάλλον και ιδιαίτερα αυτή την περίοδο που η τρέχουσα οικονομική κρίση την εκτόξευσε στο επίκεντρο της παγκόσμιας προσοχής. Είναι γεγονός ότι δεν υπάρχει μόνο ένας ορισμός για την εταιρική διακυβέρνηση και αυτό διότι υπάρχει μια εξέλιξη και δυναμικότητα στη φύση της. Η έννοια της μπορεί να ερμηνευτεί είτε με μια στενή, είτε με μια ευρεία προσέγγιση ανάλογα από τη μεριά που εκφράζεται, δηλαδή του ρυθμιστή πολιτικής, του ερευνητή ή του θεωρητικού. Πάντως μέσα στο γενικότερο επιστημονικό πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης κυρίαρχο ρόλο παίζει η ιδιοκτησιακή δομή των επιχειρήσεων και η προστασία των επενδυτών. Αξίζει να αναφερθεί στο σημείο αυτό, ότι ένα από τα κυριότερα χαρακτηριστικά της ιδιοκτησίας των σύγχρονων ιδιωτικών και δημόσιων επιχειρήσεων, που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, είναι η πολυμετοχική σύνθεσή τους. Συνέπεια λοιπόν της πολυμετοχικής ιδιοκτησίας αποτελεί ο διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου και η επιλογή επαγγελματιών διευθυντικών στελεχών (managers).

Η ιδιοκτησιακή δομή ως έννοια βρίσκει τις ρίζες της στο κλασσικό έργο {Η Σύγχρονη Επιχείρηση και η Ιδιωτική Περιουσία} των Η.Π.Α., των Adolf Berle, καθηγητή Νομικής και Gardiner Means, Οικονομολόγου. Οι δύο αυτοί επιστήμονες εξέτασαν την αυξανόμενη συγκέντρωση της οικονομικής δύναμης στη σύγχρονη επιχείρηση και διερεύνησαν το ρόλο της εμφάνισης των επαγγελματιών στελεχών που ασκούν λειτουργικό έλεγχο, ιδιαίτερα μάλιστα όταν κάποιος από αυτούς έχουν μικρό ή καθόλου μερίδιο ιδιοκτησίας στην επιχείρηση που διοικούν. Στα ευρήματά τους τόνισαν ότι μια αυξανόμενη διασπορά των μετοχών μιας εταιρίας σε ένα μεγάλο και αυξανόμενο αριθμό προσώπων, τα οποία λόγω του αριθμού, της μεγάλης διασποράς και των σχετικά μικρών συμφερόντων τους, δεν τους επιτρέπουν να ασκήσουν έλεγχο στην εταιρία που μετέχουν. Οι Berle και Means θεώρησαν την εταιρική διακυβέρνηση ως ένα πρόβλημα αντιπροσώπευσης, για το πώς θα μπορούν τα διοικητικά στελέχη μιας επιχείρησης, ως αντιπρόσωποι των μετόχων να παρακινηθούν και να διοικήσουν ορθά τα περιουσιακά στοιχεία τους, με σκοπό το μέγιστο συμφέρον των μετόχων – εντολέων τους. Το κλασσικό μοντέλο των Berle και Means βρίσκει εφαρμογή στην Αμερική και την Αγγλία, δηλαδή σε χώρες όπου η υπάρχει μεγάλη διασπορά μετοχών ενώ αντίθετα στην υπόλοιπη Ευρώπη, την Ιαπωνία και τη Λατινική Αμερική, οι ομάδες ελέγχου που κατέχουν μεγάλα μερίδια

μετοχών είναι αυτές που διοικούν τις περισσότερες επιχειρήσεις. Γίνεται αντιληπτό επομένως, ότι η μετοχική σύνθεση και τα δικαιώματα ψήφου εμφανίζουν μεγαλύτερη συγκέντρωση στην Ευρώπη, από ότι στην Αγγλία και την Αμερική, με άμεση συνέπεια την εμφάνιση του βασικότερου προβλήματος της εταιρικής διακυβέρνησης, το οποίο δεν είναι άλλο από την προστασία των μετόχων της μειοψηφίας από την εκμετάλλευση των μεγαλομετόχων. Ακόμη, σύμφωνα με την έρευνα των Salacuse και Braker,(2003), οι μισοί Αμερικάνοι ενήλικες κατέχουν άμεσα ή έμμεσα μετοχές κάποιας εταιρείας, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό στη Γερμανία είναι 20%. Στην Ελλάδα, το αντίστοιχο ποσοστό προσεγγίζει το 12%, γεγονός που προκαλεί την ανάγκη για μεγαλύτερη προστασία των επενδυτών μέσα στο πλαίσιο του ελληνικού Χρηματιστηρίου (Τραυλός, 2007).

Η παρούσα εργασία μελετά στην σχέση ανάμεσα στην ιδιοκτησιακή δομή της επιχείρησης και την εταιρική απόδοση της, παράλληλα διερευνά τους παράγοντες που προσδιορίζουν την συγκέντρωση ιδιοκτησίας των ελληνικών επιχειρήσεων. Η συγκέντρωση ιδιοκτησίας προσδιορίστηκε με το ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου που κατέχει ο μεγαλομέτοχος της εταιρείας ενώ η εταιρική απόδοση εκτιμήθηκε με δείκτες που εκτιμούν την μακροχρόνια και βραχυχρόνια εταιρική απόδοση. Τα δεδομένα της έρευνας αντλήθηκαν από 227 κατηγοριοποιημένες ελληνικές εταιρίες στην βάση Thomson One Reuters και από τα ετήσια δημοσιευμένα οικονομικά δελτία των εισηγμένων εταιρειών στο Χ.Α.Α. κατά την περίοδο 2006-2010. Χρησιμοποιήθηκε η ανάλυση δεδομένων πάνελ όπου εκτιμήθηκαν 5 υποδείγματα με την εφικτή γενικευμένη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων στα οποία εφαρμόστηκαν οι σταθερές και τυχαίες επιδράσεις, χρησιμοποιώντας Driscoll–Kraay (1998) τυπικά σφάλματα.

Αναλυτικότερα, το πρώτο κεφάλαιο περιλαμβάνει το θεωρητικό υπόβαθρο της εργασίας, παρουσιάζεται ο ορισμός της ιδιοκτησιακής δομής και οι θεωρίες της εταιρικής διακυβέρνησης. Επιπλέον, αναλύονται τόσο τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς, όσο και των κεφαλαιαγορών της Ευρώπης. Στο δεύτερο κεφάλαιο προσδιορίζεται η συγκέντρωση ιδιοκτησίας των επιχειρήσεων και αναλύεται η έννοια του μεγαλομετόχου, ενώ το τρίτο κεφάλαιο περιλαμβάνει την βιβλιογραφική επισκόπηση όπου παρουσιάζονται τα ευρήματα αρκετών επιστημόνων για τη σημασία του ρόλου του μεγαλομετόχου στην επιχείρηση παράλληλα τονίζεται ο ρόλος της ορθής διακυβέρνησης στην κερδοφορία της επιχείρησης. Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται η εμπειρική διερεύνηση της έρευνας όπου παρουσιάζονται τα δεδομένα, οι εξαρτημένες και ερμηνευτικές μεταβλητές, οι υποθέσεις της έρευνας γίνεται εκτίμηση των υποδειγμάτων και παρουσιάζονται τα αποτελέσματα τους, στην ίδια ενότητα γίνεται σύγκριση των

αποτελεσμάτων της παρούσας έρευνας με προηγούμενες και τέλος στο πέμπτο κεφάλαιο παρατίθενται τα συμπεράσματα της έρευνας και γίνεται μια διεξοδική σύζηση των ευρημάτων και αναφέρονται και οι δυσκολίες που προέκυψαν για την εκπόνηση της.

1. ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ

Η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης έχει έρθει στο επίκεντρο της διεθνούς βιβλιογραφίας ιδιαίτερα τα τελευταία χρόνια, γεγονός που εξηγεί την πληθώρα ορισμών που της έχουν αποδοθεί. Παρακάτω αποτυπώνονται κάποιοι από αυτούς, όπως έχουν διατυπωθεί από ένα πλήθος αρχών και ερευνητών.

Σύμφωνα με τους Shleifer και Vishny (1997) η εταιρική διακυβέρνηση ασχολείται με το πώς οι χρηματοδότες των επιχειρήσεων θα πάρουν πίσω τα χρήματα τους, εξασφαλίζοντας μια απόδοση για την επένδυσή τους.

Ο Ο.Ο.Σ.Α. (OECD, 1999) αναφέρει ότι η εταιρική διακυβέρνηση ορίζεται σαν ένα σύστημα ελέγχου με το οποίο παρακολουθούνται και ελέγχονται οι επιχειρήσεις.

Ακόμα, σύμφωνα με το La Porta (1999) η Εταιρική Διακυβέρνηση ασχολείται με τους μηχανισμούς οι οποίοι προστατεύουν τα συμφέροντα των εξωτερικών επενδυτών (μετόχων και πιστωτών) ενάντια στα συμφέροντα των εσωτερικών (ανώτερη και ανώτατη διοίκηση) που λειτουργούν συνήθως με γνώμονα την αύξηση των κερδών τους.

Ιδιαίτερη σημασία έχει ο ορισμός που δίνει η Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Ως Εταιρική Διακυβέρνηση λοιπόν ορίζεται το σύνολο των πρακτικών που υιοθετεί μια επιχείρηση με σκοπό να αυξήσει την απόδοση της λειτουργίας της ενώ παράλληλα προστατεύει τους μετόχους και όσους έχουν νόμιμα συμφέροντα στην εταιρεία (stakeholders).

Τέλος, ένας κοινά αποδεκτός ορισμός είναι ότι Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί ένα σύνολο νομικών, θεσμικών και εθιμικών ρυθμίσεων οι οποίες πρέπει να χαρακτηρίζουν τη δραστηριότητα κυρίως των εισηγμένων στα χρηματιστήρια εταιριών, αλλά όχι μόνο αυτών. Απαντά δε, στα ερωτήματα ποιος και πώς ελέγχει τις δραστηριότητες των εταιρειών καθώς και σε ποιους κατανέμονται τα οφέλη και οι κίνδυνοι που απορρέουν από την εταιρική δραστηριότητα (Οικονομικά Χρονικά, 2006).

1.3 ΘΕΩΡΙΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Μέσα από τις πολλές κατευθυντήριες που δόθηκαν δημιουργήθηκαν πολλές θεωρίες οι οποίες συνέβαλλαν στην ανάπτυξη της εταιρικής διακυβέρνησης. Συγκεκριμένα:

- **Η θεωρία της Αντιπροσώπευσης (Agency theory)**, η οποία αναγνωρίζει τη σχέση αντιπροσώπευσης όταν το ένα μέρος (Οι Αρχές) εξουσιοδοτεί το άλλο

(Αντιπρόσωπο). Μέσα στα πλαίσια της συνεργασίας οι ιδιοκτήτες (Owners) είναι οι αρχές και οι διευθυντές (Directors) είναι οι αντιπρόσωποι. Βέβαια, ο διαχωρισμός αυτός που υπάρχει μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου των επιχειρήσεων οδηγεί στη δημιουργία του προβλήματος της αντιπροσώπευσης. Ουσιαστικά δηλαδή, τα διοικητικά στελέχη ενεργούν για ίδιο συμφέρον, εμφανίζοντας το φαινόμενο του καιροσκοπισμού αντί να εξυπηρετούν τα συμφέροντα των μετόχων της επιχείρησης. Στις βασικές της αρχές η συγκεκριμένη θεωρία τονίζει ότι η σχέση αντιπροσώπευσης έχει αρκετά μειονεκτήματα διότι εμφανίζεται έντονα το φαινόμενο της εκμετάλλευσης ευκαιριών από τους αντιπρόσωπων προκειμένου να επεκταθεί η επιρροή και το προσωπικό τους συμφέρον, όπως για παράδειγμα ότι α) ο αντιπρόσωπος δεν ενεργεί για το συμφέρον του ιδιοκτήτη, β) ο αντιπρόσωπος λειτουργεί μεροληπτικά για το συμφέρον κάποιων ιδιοκτητών, γ) ο αντιπρόσωπος προβαίνει σε κακοδιαχείριση της επιχείρησης η οποία προέρχεται από χρηματισμό του από κάποιους άλλους και δ) μεταξύ αντιπρόσωπου και αρχών υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση αφού ο αντιπρόσωπος έχει καλύτερα επίπεδα πληροφόρησης από τους ιδιοκτήτες. Ακόμη, μέσα στα πλαίσια της εταιρικής επιχειρηματικότητας και του εταιρικού ελέγχου, η θεωρία της αντιπροσώπευσης αναφέρει ότι ο μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης και ιδιαιτέρως το διοικητικό συμβούλιο πρέπει να είναι ένας ουσιαστικός μηχανισμός παρακολούθησης που θα διασφαλίζει ότι οποιοδήποτε πρόβλημα μεταξύ των σχέσεων αρχών και αντιπρόσωπων θα ελαχιστοποιείται. Οι μάνατζερ υποτίθεται ότι είναι οι αντιπρόσωποι των ιδιοκτητών των επιχειρήσεων, όμως κρίνεται επιβεβλημένο να θεσπίζονται θεσμικοί κανόνες που θα πρέπει να ακολουθούν και να δημιουργούνται θεσμικοί φορείς που θα παρακολουθούν την δράση τους προκειμένου να αντιμετωπιστούν φαινόμενα κατάχρησης εξουσίας (Blair, 1996). Το κόστος λοιπόν από την κακοδιαχείριση των μάνατζερ και το κόστος παρακολούθησης και πειθαρχίας αυτών, προκειμένου να προστατευτούν οι μέτοχοι από την κακομεταχείριση των μάνατζερς αποκαλείται κόστος αντιπροσώπευσης. Αξίζει δε να αναφερθεί, ότι η θεωρία της αντιπροσώπευσης τονίζει τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και του ελέγχου όπως περιγράφεται από το έργο των Berle και Means (1932).

- **Η θεωρία του Κόστους των Συναλλαγών (Transaction cost economics theory).**

Η θεωρία του κόστους των συναλλαγών αναλύει πως οι δομές εταιρικής διακυβέρνησης οδηγούν στην μείωση του κόστους συναλλαγών δηλαδή του κόστους που υπάρχει όταν ένα αγαθό ή μια υπηρεσία μεταφέρεται από ένα επίπεδο σε ένα

άλλο τεχνολογικά διαφορετικό επίπεδο αλλά και του κόστους για την διεκπεραίωση μια συναλλαγής, περιγράφοντας έτσι την επιχείρηση ως μια μονάδα που λειτουργεί ένας μηχανισμός εταιρική διακυβέρνηση. Η μελέτη μείωσης του κόστους συναλλαγών αποτελεί την βασική μονάδα ανάλυση των δομών εταιρικής διακυβέρνησης ενός οργανισμού. Είναι αναγκαίο λοιπόν η επιχείρηση να στελεχωθεί με έμπειρα άτομα (διευθυντές) που γνωρίζουν τις τεχνικές παραγωγής των αγαθών και υπηρεσιών, τις συνθήκες της αγοράς δημιουργώντας μια εταιρική διακυβέρνηση που θα συμβάλει στην μείωση του κόστους των συναλλαγών, άρα η επιλογή της κατάλληλης εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να βοηθήσει στην ευθυγράμμιση των ενδιαφερόντων των διευθυντών και των μετόχων. Η θεωρία του κόστους των Συναλλαγών (T.C.E.) όπως ερμηνεύτηκε από το έργο του Williamson (1975, 1984) προσεγγίζει την θεωρία της αντιπροσώπευσης που θεωρεί την εταιρεία σαν ένα οργανισμό που υφίσταται μια δομή διακυβέρνησης που υπάρχουν μια σειρά από συμβόλαια ανάμεσα σε αρκετούς παίκτες, δηλαδή ανάμεσα στους ιδιοκτήτες και στα εξειδικευμένα στελέχη (διευθυντές), τονίζοντας ότι είναι αδύνατον να υπάρχει ένα μόνο συμβόλαιο που θα συνδυάζει πλήρως τα συμφέροντα των διοικητών και των μετόχων. Ακόμη αναφέρει ότι όσο οι επιχειρήσεις μεγαλώνουν σε μέγεθος άρα απαιτείται και μεγαλύτερο κεφάλαιο που συνεισφέρουν μέτοχοι – επενδυτές χωρίς επιχειρηματική εμπειρία, καθίσταται αναγκαίος ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας (μέτοχοι) από τον έλεγχο (διευθυντές). Σύμφωνα με την ανωτέρω θεωρία λοιπόν, όσο μια επιχείρηση μεγαλώνει, τόσο οι συναλλαγές από τους ιδιοκτήτες γίνονται λιγότερο αποδοτικές και μερικές φορές ακριβότερες, ενώ οι συναλλαγές που διεξάγονται από έμπειρα διευθυντικά στελέχη αποβαίνουν αποδοτικότερες και με λιγότερο κόστος.

- **Θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών (Stakeholder theory).** Η θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών λαμβάνει υπόψη τις ευρείες ομάδες συμμετεχόντων ενώ επικεντρώνεται λιγότερο στους μετόχους. Η συγκεκριμένη θεωρία επομένως τονίζει στα ενδιαφερόμενα μέρη ότι η εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να προωθήσει μερικές ευθείες αντιπροσωπεύσεις. Επίσης, υπογραμμίζει ότι οι μέτοχοι και τα ενδιαφερόμενα μέρη έχουν διαφορετικές δομές για την εταιρική διακυβέρνηση και τους ελεγκτικούς μηχανισμούς, γεγονός που είναι πιο ευδιάκριτο στο αγγλοαμερικανικό μοντέλο το οποίο δίνει έμφαση στην μερισματική αξία των επιχειρήσεων και στα διοικητικά συμβούλια τους, που αποτελούνται από εκτελεστικούς και μη εκτελεστικούς διευθυντές.

- **Η θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας (Stewardship theory).** Η συγκεκριμένη θεωρία στηρίχθηκε στις βασικές υποθέσεις των θεωριών της αντιπροσώπευσης και του κόστους των συναλλαγών. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, οι Διευθυντές αναφέρονται ως διαχειριστές της εταιρικής περιουσίας και φαίνεται ότι είναι προδιατεθειμένοι ευνοϊκά να δράσουν για τα συμφέροντα των μετόχων. Στο έργο τους οι Donanson και Davis, (1997) εναντιώθηκαν στην αποδοχή της θεωρίας της αντιπροσώπευσης όπως είχε δοθεί, οπότε έδωσαν μια εναλλακτική προσέγγιση της εταιρικής διακυβέρνησης. Επισήμαναν λοιπόν, ότι η θεωρία της αντιπροσώπευσης περιγράφει τον έλεγχο που ασκείται από τους καιροσκόπους διευθυντές μέσω της ύπαρξης της ανεξαρτησίας του διευθύνοντα συμβούλου από τον ανώτατο εκτελεστικό διευθυντή Chef Executive Manager (C.E.O.) της επιχείρησης και δίνοντας του κίνητρα τον δεσμεύει σε σχέση με τα ενδιαφέροντα των μετόχων. Επιπρόσθετα, η θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας επισημαίνει ότι η επιχείρηση που στελεχώνεται με δραστήρια διοικητικά και έμπειρα στελέχη οδηγεί σε αύξηση των κερδών της άρα και των αποδόσεων των μετόχων της, στέλνοντας έτσι θετικά μηνύματα στις αγορές. Οι διοικητικές αυτές αρχές στέλνουν εντολές μέσω Προέδρου που ασκεί τα καθήκοντα και του Ανώτατου Εκτελεστικού Διευθυντή ο οποίος αναλαμβάνει να ενοποιήσει τις εντολές όλων των διοικητικών αρχών και να τις εξωτερικεύσει. Παράλληλα υπογραμμίζει ότι η διασφάλιση των αποδόσεων των μετόχων μπορεί να επιτευχθεί όχι με τον μεγαλύτερο έλεγχο των διευθυντών από τους ιδιοκτήτες – μετόχους αλλά εξουσιοδοτώντας τους διευθυντές να παίρνουν αυτόνομες εκτελεστικές δράσεις.
- **Θεωρία της Ηγεμονίας της διοίκησης (Class hegemony theory).** Η θεωρία αυτή αναφέρει ότι οι διευθυντές έχουν μια υπεροχή μέσα στην εταιρεία νοιώθοντας ότι ανήκουν σε μια ανώτερη κλάση (elite), έτσι μέσω της εξουσίας που κατέχουν προσλαμβάνουν / προωθούν τους νέους διευθυντές λαμβάνοντας υπόψη τους, πόσο αυτές οι προσλήψεις ταιριάζουν στην κλάση τους.

1.2 ΟΙ ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΟΥ ΣΥΝΕΒΑΛΑΝ ΣΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Οι θεωρίες που έχουν επιδράσει στην ανάπτυξη της εταιρικής διακυβέρνησης αποτέλεσαν ένα συνδυασμό του νομικού πλαισίου, της ανάπτυξης κεφαλαίου και της

ιδιοκτησιακής δομής. Για παράδειγμα, χώρες όπως η Αγγλία και η Αμερική έχουν ένα νομικό σύστημα που δίνει μεγάλη προστασία στα δικαιώματα των μετόχων, ενώ χώρες με ισχυρό πολιτειακό νομοθετικό πλαίσιο, όπως η Γαλλία παρέχουν λιγότερη προστασία στα δικαιώματα των μετόχων όμως δίνουν μεγαλύτερη σημασία στα δικαιώματα των ενδιαφερόμενων ομάδων (stakeholders groups). Η εταιρική διακυβέρνηση σε όλο τον κόσμο επηρεάζεται από τις πολιτικές δυνάμεις και οι δημοκρατικές πολιτείες δεν δέχονται την δύναμη των θεσμικών επενδυτών που είναι μεγαλομέτοχοι (Roe, 2003). Στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής (Η.Π.Α.) υπάρχουν όρια για την δύναμη των θεσμικών μετόχων και δεν ενθαρρύνεται η απόκτηση υψηλού ποσοστού μετοχών των επιχειρήσεων από ξένους επενδυτές. Σύμφωνα με τους Branson (2001) και Guillen (2005), οι οποίοι αντιτάχθηκαν στη σύγκλιση που υπάρχει παγκοσμίως σε οικονομικό, νομικό και πολιτισμικό επίπεδο, τόνισαν ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις υπερισχύουν σε όλες τις χώρες όμως δεν έχουν τόση δυναμικότητα στις Η.Π.Α. και την Αγγλία, τελικά όμως παραδέχτηκαν ότι υπάρχει σύγκλιση στον πυρήνα των απόψεων της εταιρικής διακυβέρνησης όπως είναι η διαφάνεια και η συνεισφορά του ρόλου του μη εκτελεστικού διευθυντή. Ακόμη υποστήριξαν ότι κατά καιρούς αναπτύχθηκαν πολλοί κώδικες και κατευθυντήριες γραμμές εταιρικής διακυβέρνησης, οι οποίοι παρουσίασαν μια ποικιλομορφία από χώρα σε χώρα διότι είχαν δεχτεί επίδραση από την τάση της ειλικρίνειας και της διαφάνειας που αντιπροσώπευαν στις επιτροπές και τα πολιτικά κόμματα, οι βιομήχανοι, οι αντιπρόσωποι των επενδυτών, οι ακαδημαϊκοί, οι χρηματιστές και οι αντιπρόσωποι των θεσμικών επενδυτών και των μεγάλων hedge funds. Επίσης, μέσα στην οικονομική κρίση η σωστή διακυβέρνηση τόσο του δημοσίου όσο και του ιδιωτικού τομέα δύναται να καθιστά ικανούς τους μετόχους να ξοδεύουν σοφά τα χρήματά τους και να δυναμώνουν την επιχειρηματική τους θέση. Άλλωστε, η επίδραση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης καθιστά αναγκαία μια ορθή εταιρική διακυβέρνηση, όσο οι χώρες θα προσπαθούν να ανακτήσουν την εμπιστοσύνη των δικών τους οικονομικών, των πιστωτικών ιδρυμάτων και των θεσμικών επενδυτών.

1.3 ΜΕΤΟΧΟΙ (OWNERS) ΚΑΙ ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΜΕΝΑ ΜΕΡΗ (STAKEHOLDERS)

Για να κατανοήσει κάποιος της έννοια της ιδιοκτησιακής δομής πρέπει να γνωρίζει ουσιαστικά τον ορισμό του μετόχου. Επομένως, μέτοχος είναι ένα άτομο (φυσικό

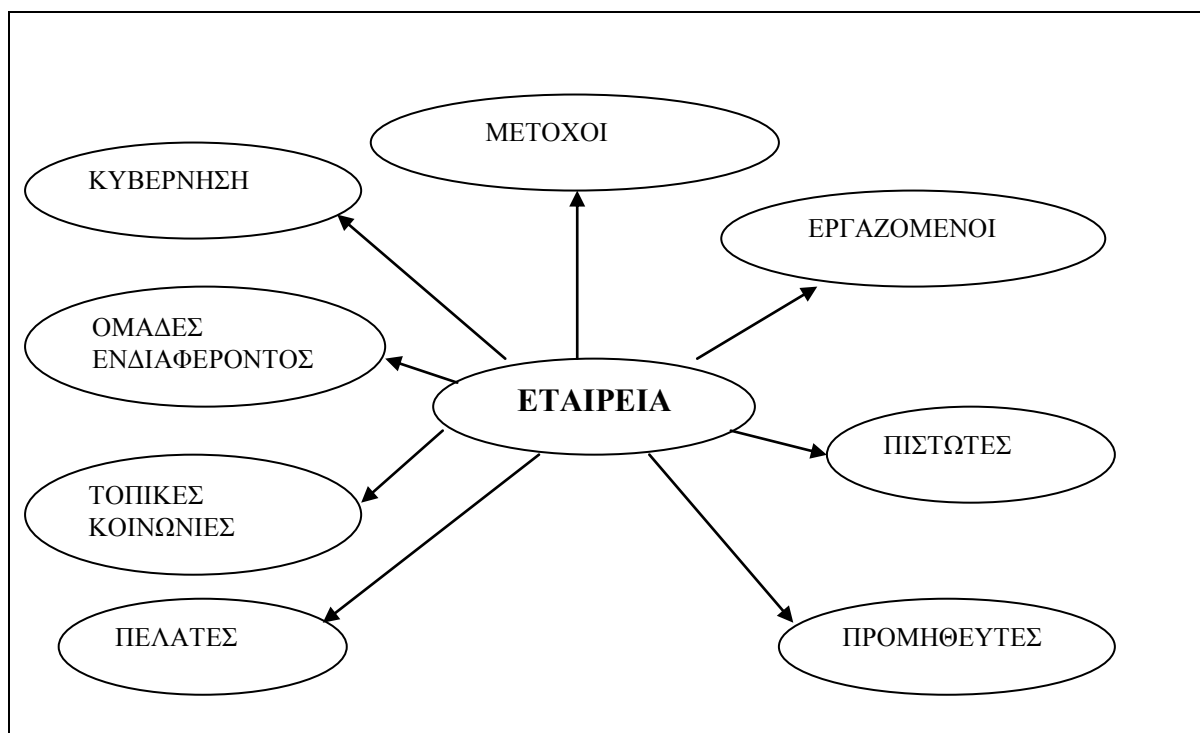
πρόσωπο) ή φορέας (νομικό πρόσωπο), που κατέχει νόμιμα μια ή περισσότερες μετοχές μιας δημόσιας ή ιδιωτικής εταιρείας. Αξίζει να σημειωθεί ότι στους μετόχους ανήκουν οι μετοχές όχι όμως η ίδια η εταιρεία (Fama, 1980). Επιπλέον, στους μετόχους έχουν χορηγηθεί ειδικά προνόμια ανάλογα με την κατηγορία της μετοχής που κατέχουν. Τα δικαιώματα αυτά ενδεικτικά περιλαμβάνουν το δικαίωμα πώλησης των μετοχών τους, το δικαίωμα ψήφου για τους διευθυντές που διορίζονται από το διοικητικό συμβούλιο, το δικαίωμα να διορίσουν διευθυντές αν και βέβαια αυτό είναι δύσκολο λόγω της προστασίας που υπάρχει για τη μειοψηφία ενώ επίσης έχουν το δικαίωμα να προτείνουν αποφάσεις που αφορούν στους υπόλοιπους μετόχους της εταιρείας. Ακόμη έχουν δικαίωμα συμμετοχής στο μέρισμα της εταιρείας, αγοράς νέων μετοχών που εκδόθηκαν από την εταιρεία και βέβαια δικαίωμα σε ότι περιουσιακά στοιχεία παραμένουν μετά από την εκκαθάριση της εταιρείας.

Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως οι μέτοχοι θεωρούνται σαν ένα υποσύνολο των ενδιαφερόμενων μερών, το οποίο περιλαμβάνει ένα άτομο ή ένα νομικό πρόσωπο που έχει άμεσο ή έμμεσο ενδιαφέρον για την επιχειρηματική οντότητα. Οι μέτοχοι που συμμετέχουν σε εταιρίες που ανήκουν στο χρηματιστήριο και συγκεκριμένα στην πρωτογενή αγορά προσφέρουν κεφάλαια στις επιχειρήσεις, όμως η συντριπτική πλειοψηφία των μετόχων είναι στη δευτερογενή αγορά και δεν παρέχουν κεφάλαια απευθείας στην εταιρεία.

Ο όρος ενδιαφερόμενο μέρος περικλείει ένα ευρύ φάσμα ενδιαφερόντων αναφορικά με άτομα και ομάδες ατόμων οι δραστηριότητες των οποίων έχουν επίδραση στη λειτουργία της επιχείρησης. Συγκεκριμένα ο μέτοχος είναι το άτομο ή ο οργανισμός που έχει επενδύσει χρήματα και έχει δώσει κεφάλαιο με υψηλό ρίσκο στην εταιρία. Αξίζει να αναφερθεί σε αυτό το σημείο ότι ενώ τα δικαιώματα των μετόχων διασφαλίζονται σε πολλές χώρες, τα δικαιώματα των ενδιαφερόμενων μερών όχι. Ακόμα, ότι σε πολλές χώρες ένα μεγάλο ποσοστό επιχειρήσεων δεν έχει κερδοσκοπικό σκοπό δηλαδή είναι κρατικές εταιρίες ή ο μεγαλύτερος μέτοχος είναι το δημόσιο ενώ σε άλλες χώρες το μεγαλύτερο μέρος των επιχειρήσεων αποσκοπούν στο κέρδος. Στην Αγγλία και στην Αμερική δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στην σχέση ανάμεσα στους μετόχους και στους διευθυντές. Σε αντίθεση στη Γερμανία και στη Γαλλία τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης βλέπουν τις επιχειρήσεις σαν μια συνεργασία ανάμεσα στο κεφάλαιο και στο εργατικό δυναμικό το οποίο έχει ένα αντιπρόσωπο στο διοικητικό συμβούλιο, ένα αντιπρόσωπο στο διοικητικό συμβούλιο έχουν και οι πιστωτές (πιστωτικά ιδρύματα). Παρόλο που στις επιχειρήσεις τα ενδιαφέροντα των μετόχων και των ενδιαφερόμενων

μερών ταυτίζονται, υπάρχουν περιπτώσεις που παρατηρούνται δυσδιάκριτες διαφορές. Οι Charkham και Simpson (1999) διαπίστωσαν ότι στην Αγγλία οι μέτοχοι προέρχονται από ομάδες ενδιαφερομένων μερών. Συγκεκριμένα, τα συνταξιοδοτικά ταμεία (Pension Funds) είναι ο μεγαλομέτοχος πολλών επιχειρήσεων και τα κεφάλαιά τους προέρχονται από εργαζόμενους που τα επενδύουν για να πάρουν σύνταξη αργότερα. Βεβαίως, η ίδια υπόθεση μπορεί να γίνει για τα ασφαλιστικά ταμεία και τους ιδιώτες επενδυτές οι οποίοι παράλληλα είναι και πελάτες των επιχειρήσεων. Παρακάτω ακολουθούν οι ομάδες των οποίων τα ενδιαφέροντα η εταιρεία πρέπει να λαμβάνει υπόψη.

ΣΧΗΜΑ 1. ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΜΕΝΑ ΜΕΡΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ



Πηγή : <http://clockworkaccounting.com/what-are-stakeholders>.

Οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης αποτελούν ένα βασικό εργαλείο για την λειτουργία της επιχείρησης. Αξίζει να αναφέρουμε ότι οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης χωρίζονται σε δυο κατηγορίες α) την εσωτερική διακυβέρνηση που περιλαμβάνει το διοικητικό συμβούλιο, τους μεγαλομετόχους, τους πιστωτές (Debt holders) και τα εκτελεστικά σχέδια των αποζημιώσεων (Executive Compensation Schemes) β) την εξωτερική διακυβέρνηση που περιλαμβάνει τις αναλήψεις (takeovers) αλλά και τους νομικούς και ρυθμιστικούς μηχανισμούς (legal and regulatory mechanism).

1.5 ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ

Η δομή της ιδιοκτησίας καθορίζεται από την κατανομή των ιδίων κεφαλαίων ανάλογα με τις ψήφους που κατέχει κάθε μέτοχος αλλά και από την ταυτότητα των ιδιοκτητών - μετόχων. Οι δομές αυτές είναι μείζονος σημασίας για την εταιρική διακυβέρνηση επειδή καθορίζουν τα κίνητρα των στελεχών και την οικονομική απόδοση της εταιρείας που διαχειρίζονται. Βέβαια, ο όρος «Ιδιοκτησιακή δομή της επιχείρησης» (Ownership structure of the firm) έχει συνδεθεί με τους καθηγητές Michael C. Jensen και William H. Mecklin (1976) με την εργασία τους «Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure». Οι δύο αυτοί επιστήμονες επισήμαναν τη διαφορά του όρου ιδιοκτησιακή δομή της επιχείρησης (Ownership structure of the firm), από τον όρο κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης (Capital structure of the firm). Ειδικότερα, ο όρος «κεφαλαιακή δομή» δηλώνει τη σχετική ποσότητα (αριθμό και αξία) των μετοχών, ομολογιών, μακροχρόνιων και βραχυπρόθεσμων ξένων κεφαλαίων κ.λ.π., που αντιπροσωπεύουν τις υποχρεώσεις, υπό την ευρεία έννοια του όρου της επιχείρησης. Από την άλλη μεριά, ο όρος «ιδιοκτησιακή δομή» δηλώνει τις σχετικές ποσότητες ιδιοκτησιακών αξιώσεων που κατέχουν οι επιμέρους επιχειρηματικοί φορείς, π.χ. μέτοχοι, εταίροι κ.λ.π. Παράλληλα, εξειδικεύουν ότι οι επιχειρηματικοί φορείς μπορούν να διακριθούν στους εσωτερικούς (insiders) - διευθυντικά στελέχη (το μάνατζμεντ) και τους εξωτερικούς (outsiders) – επενδυτές που δεν διαδραματίζουν άμεσο ρόλο στη διοίκηση της επιχείρησης. Επιπλέον, τονίζουν ότι η μέτρηση της ιδιοκτησιακής δομής της επιχείρησης μπορεί να γίνει με την χρησιμοποίηση διάφορων δεικτών. Ο πιο γνωστός δείκτης μέτρησης της ιδιοκτησίας είναι η ύπαρξη ή όχι ενός μετόχου που κατέχει πάνω από το 20% των μετοχών μίας εταιρίας. Στην έρευνα των Enriques και Volpin (2007), το 20% των είκοσι εισηγμένων εταιριών με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση στην Ιταλία και το αντίστοιχο 50% στη Γερμανία δεν έχουν κάποιο μεγαλομέτοχο. Το ίδιο ποσοστό στις Η.Π.Α. ανέρχεται στο 80% και στην Αγγλία στο 100%. Ένα σύνθημα μέτρο της συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας είναι το μερίδιο κεφαλαιοποίησης της Κεφαλαιαγοράς που ελέγχουν οι δέκα πλουσιότερες οικογένειες της κάθε χώρας. Ο αριθμός αυτός στη Γαλλία είναι 29% στη Γερμανία το 6%, ενώ στην Αγγλία μόλις το 6%.

Η ιδιοκτησιακή δομή και το μέγεθος του ελέγχου χωρίζεται σε τρεις κατηγορίες: «νομικός έλεγχος», «ουσιαστικός (de facto) έλεγχος» και «ευρέως διασπαρμένη ιδιοκτησιακή δομή» (Grant and Kirchmaier, 2006). Ειδικότερα, στην κατηγορία «νομικός

έλεγχος» περιλαμβάνονται οι επιχειρήσεις όπου ένας μέτοχος ή μια ομάδα μετόχων κατέχουν το 50% των ψήφων κατά την ετήσια γενική συνέλευση των μετόχων. Στην κατηγορία «ουσιαστικός έλεγχος» περιλαμβάνονται οι επιχειρήσεις, όπου ένας μέτοχος ή μια ομάδα μετόχων κατέχουν το απαιτούμενο ποσοστό από την εθνική νομοθεσία ενώ πέρα από αυτό πρέπει να υποβάλουν δημόσια προσφορά για την αγορά όλων των υπόλοιπων μετοχών. Αυτή βέβαια η υποχρέωση απορρέει από την επιρροή στη λήψη των αποφάσεων της γενικής συνέλευσης των μετόχων. Στην τελευταία κατηγορία «ευρέως διασπαρμένη ιδιοκτησιακή δομή» περιλαμβάνονται οι υπόλοιπες επιχειρήσεις, όπου δεν υπάρχει ένας μέτοχος ή μια ομάδα μετόχων με ποσοστό μεγαλύτερο της κατηγορίας «ουσιαστικός έλεγχος». Ιδιαίτερο ενδιαφέρον έχουν τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής, καθώς από τις 100 επιχειρήσεις του δείγματος κάθε χώρας, στις 4 από τις 5 σημαντικές οικονομίες της Ευρώπης (Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία και Ισπανία), η πλειονότητα των επιχειρήσεων εντάσσεται στην κατηγορία «νομικός έλεγχος» με τις ιταλικές επιχειρήσεις να φτάνουν το 64,8%. Αντίθετα, το ποσοστό των επιχειρήσεων που εντάσσονται στην κατηγορία «νομικός έλεγχος» είναι πολύ μικρό στην Αγγλία, συγκεκριμένα μόλις το 5% των επιχειρήσεων έχουν τόσο υψηλά συγκεντρωμένη ιδιοκτησιακή δομή. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει και η ερμηνεία που έδωσαν οι Grant και Kirvhsaier (2005), σύμφωνα με τους οποίους η δομή των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων προέρχεται από μια πολύπλοκη αλληλεπίδραση της ιστορίας, της εθνικής νομοθεσίας, του φορολογικού πλαισίου, της δύναμης των θεσμικών επενδυτών, των οικονομικών προτιμήσεων, των περιορισμών και της ψυχολογίας των επενδυτών. Η επίδραση αυτών των παραγόντων, με τη συμβολή από τις πολιτικές διαδικασίες της κάθε χώρας είναι ο πρωταρχικός παράγοντας των σημερινών ιδιοκτησιακών δομών στην Ευρώπη.

1.5 ΤΥΠΟΙ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ

Αποτελεί αδιαμφισβήτητο γεγονός ότι αυξήθηκαν αρκετά οι εταιρίες που έχουν μπει στις χρηματιστηριακές αγορές τα τελευταία 20 χρόνια, όπως επίσης κι ότι έχει αυξηθεί η εμπειρική έρευνα που εξετάζει τους διαφορετικούς τύπους της ιδιοκτησιακής δομής στην εταιρική διακυβέρνηση. Οι περισσότερες βέβαια έρευνες έχουν επικεντρωθεί στις αμερικάνικες εταιρίες παρά σε επιχειρήσεις των αναπτυσσόμενων χωρών. Παρακάτω παρουσιάζονται διάφοροι τύποι ιδιοκτησιακής δομής:

Διευθυντική Ιδιοκτησία (Managerial Ownership). Η εμπειρική έρευνα που υπάρχει στη σχέση της διευθυντικής ιδιοκτησίας και της εταιρικής απόδοσης προέρχεται από τους

Berle και Means (1932), οι οποίοι υποστήριξαν ότι η διάχυση της ιδιοκτησίας παράγει σημαντική δύναμη στα χέρια των διευθυντών, των οποίων τα συμφέροντα δε συμπίπτουν με αυτά των μετόχων, γεγονός που έχει σαν αποτέλεσμα οι επιχειρησιακοί πόροι να μη μεγιστοποιούν τη μερισματική αξία της επιχείρησης. Επιπλέον, για τις Η.Π.Α οι Morck, Shleifer, Vishny, (1988) και Mc Connell, Servaes, (1990) βρήκαν ότι δεν υπάρχει γραμμική σχέση ανάμεσα στη διοικητική ιδιοκτησία και στη συγκέντρωση της εταιρικής απόδοσης. Αρκετά όμως είναι και τα αμφιλεγόμενα στοιχεία σχετικά με τα μειωμένα έσοδα που δημιουργούνται από τη συμπεριφορά των διευθυντών και κυρίως προέρχονται από τις αναγγελίες των εξαγορασμένων εταιρειών στην Αμερική. Όταν οι ανώτατοι διευθυντές των επιχειρήσεων έχουν άμεσο οικονομικό συμφέρον από την επιχείρηση κατέχοντας είτε μετοχές της εταιρείας είτε υπογράφοντας συμβάσεις αποζημίωσης (χρυσά αλεξίπτωτα) σε περίπτωση αλλαγής της ιδιοκτησίας, αντιστέκονται λιγότερο στην αύξηση της αξίας των εξαγορών (takeovers) (Walking and Long, 1984). Αντιθέτως, οι Malatesta και Walkling (1988) βρήκαν ότι οι εταιρίες οι οποίες έχουν την εμπειρία από προκλητικές πολιτικές διευθυντικού ελέγχου, λόγω υιοθέτησης μηχανισμών που κάνουν τις εξαγορές δαπανηρές μειώνει τον πλούτο των μετόχων. Τελικώς, αναφέρεται ότι υπάρχουν μερικά έμμεσα στοιχεία για τη σημασία της διευθυντικής περιχαράκωσης, αφού ο Johnson (1985) διαπίστωσε ότι οι ξαφνικές απολύσεις εκτελεστικών διευθυντών συνοδεύονται από αύξηση στην τιμή της μετοχής /μεριδίου των επιχειρήσεων που συμμετέχουν οι συγκεκριμένοι ανώτεροι διοικητικοί υπάλληλοι. Τέλος, ο Tomsen και άλλοι το (2006) έδειξαν ότι η διευθυντική ιδιοκτησία δεν έχει καμία επίδραση στην αποδοτικότητα των αμερικάνικων επιχειρήσεων ενώ για τις ευρωπαϊκές επιχειρήσεις έχει σημαντικά αρνητικό αποτέλεσμα στην κερδοφορία τους.

Υπαλληλική ιδιοκτησία (Employee Ownership) . Στην συγκεκριμένη κατηγορία δεν έχει εκτενής έρευνα. Πάντως, έχει υποστηριχθεί ότι οι συνδικαλιζόμενοι υπάλληλοι πιθανόν να επιδιώκουν τον έλεγχο μιας εταιρίας αλλά ο πραγματικός ρόλος του ελέγχου αυτού δεν έχει τεκμηριωθεί. Παρόλα αυτά όμως, είναι γεγονός ότι οι υπάλληλοι όπως και οι μικροί μέτοχοι είναι λιγότερο ικανοί και διαθέτουν λιγότερα κίνητρα για να ελέγξουν την εταιρική απόδοση.

Ατομική ιδιοκτησία (Individual Ownership). Συγκεκριμένα οι Shleifer και Vishny (1986) υποστήριξαν ότι μεμονωμένοι κάτοχοι μετοχών (block – holders) έχουν ισχυρό κίνητρο για να ελέγξουν τους διευθυντές ώστε να διασφαλίσουν ότι τα κεφάλαια που έχουν

επενδύσει, θα τους αποφέρουν υψηλά κέρδη . Σύμφωνα βέβαια με τους Friend και Lang (1988) η παρουσία των block – holders αναγκάζει τους διευθυντές να χρησιμοποιούν περισσότερα έξοδα για πειθαρχικούς σκοπούς. Άλλες μελέτες, όπως του Coase (1988) και των Demsetz και Lehn (1985), υποστηρίζουν ότι οποιαδήποτε σχέση μεταξύ της μεμονωμένης συγκέντρωσης ιδιοκτησίας και της εταιρική απόδοσης μπορεί να είναι πλασματική. Επισήμαναν βέβαια το γεγονός ότι τα αποτελέσματα του έλεγχου που ασκούν τα άτομα που κατέχουν μεμονωμένη συγκέντρωση ιδιοκτησίας στους διευθυντές ποικίλουν, διότι άλλοτε οδηγούν σε αύξηση της εταιρικής δραστηριότητας άρα και της απόδοσης τους και άλλοτε οδηγούν σε αντίθετη κατεύθυνση. Εάν το κόστος συναλλαγών το οποίο εμποδίζει τους επενδυτές-μετόχους από το να πάρουν θέση για τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης ήταν χαμηλό, τότε κάθε μέτοχος θα είχε «δικαίωμα» στην ιδιοκτησιακή δομή και δεν θα υπήρχε σχέση ανάμεσα στην ιδιοκτησία και στην εταιρική απόδοση. Αυτή η ανάγκη είναι γνωστή για την διπλής κατεύθυνσης σχέση ανάμεσα στην ιδιοκτησία και την εταιρική απόδοση.

Κυβερνητική Ιδιοκτησία (Government Ownership). Αποτελεί την περίπτωση που ιδιοκτήτης είναι το κράτος. Βέβαια, υπάρχουν στοιχεία που αποδεικνύουν ότι οι κρατικές εταιρείες είναι λιγότερο αποδοτικές από τις ιδιωτικές εταιρείες (Megginson και λοιποί, 1994). Στην περίπτωση της Ανατολικής Ασίας, εντούτοις, έχει υποστηριχτεί ότι το κράτος έχει ένα επωφελή ρόλο στην τόνωση της μακροπρόθεσμης ανάπτυξης (Παγκόσμια Τράπεζα, 1994). Ο επωφελής αυτός ρόλος έχει να κάνει με την προσφορά ειδικών υπηρεσιών συμπεριλαμβανομένης της προστασίας από τον εισαγόμενο ανταγωνισμό, την προσφορά κυβερνητικών συμβολαίων ή τη συμμετοχή σε επιχορήγηση εξαγωγικών προγραμμάτων, τα οποία συμβάλλουν στην αύξηση της βραχυχρόνιας εταιρικής δραστηριότητας. Η αποδοτικότητα της κυβερνητικής ιδιοκτησίας έγινε αντικείμενο εκτενούς έρευνας από τους Gunasekarage, Hess, και Hu (2007), οι οποίοι διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις με υψηλά επίπεδα κυβερνητικής ιδιοκτησίας συσχετίζεται αρνητικά με την εταιρική απόδοσή τους όμως προσθέσανε ότι μια ιδιοκτησιακή δομή με τη συμμετοχή της κυβερνητικής ιδιοκτησίας μπορεί να οδηγήσει στη βελτίωση της εταιρικής απόδοσης.

Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία (Sovereign Wealth Funds). Η συγκεκριμένη κατηγορία ιδιοκτησίας αναφέρεται σε επιχειρήσεις που οι ιδιοκτήτες τους είναι κρατικοί φορείς και συγκεκριμένα κρατικά επενδυτικά ταμεία που κατέχουν περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης όπως μετοχές, ομόλογα, ακίνητα, αποθέματα σε χρυσό ή άλλα

χρηματοπιστωτικά μέσα. Σημειώνεται ότι τα κρατικά επενδυτικά ταμεία επενδύουν σε παγκόσμιο επίπεδο, το γεγονός αυτό γίνεται εντονότερο σε χώρες με οικονομικά προβλήματα, για αυτό το λόγο ένα μεγάλο μέρος του κεφαλαίου των επιχειρήσεων μπορεί να κατέχει μια κεντρική τράπεζα η οποία συσσωρεύει τα κεφάλαια αυτά κατά τη διάρκεια της διαχείρισης του τραπεζικού συστήματος μίας χώρας και είναι συνήθως μεγάλης οικονομικής και δημοσιονομικής σημασίας. Οι Kotter και Lel (2008) σε μια έρευνα που έκαναν για τις επιχειρήσεις που συμμετείχαν και κρατικά επενδυτικά ταμεία τα οποία συνεισέφεραν κεφάλαια για τα επενδυτικά τους προγράμματα διαπίστωσαν ότι η συμμετοχή τους αυτή απέφερε αύξηση της απόδοσης τους. Τα οικονομικά στοιχεία του ενεργητικού των κρατικών επενδυτικών ταμείων (Sovereign Wealth Funds) περιλαμβάνουν μετοχές και ομόλογα άλλων εταιρειών, ακίνητα, πολύτιμα μέταλλα ή άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα. Τα κεφάλαια αυτά προέρχονται από καταθέσεις ξένου νομίσματος, χρυσού, αποθεματικές θέσεις που κατέχουν οι κεντρικές τράπεζες και οι νομισματικές αρχές, εθνικά κεφάλαια όπως επενδύσεις κρατικών ασφαλιστικών ταμείων, κεφάλαια πετρελαίου, βιομηχανικές και χρηματοοικονομικές συμμετοχές. Επιπλέον, αυτά τα κεφάλαια είναι αποθέματα χωρών σε συναλλαγματικά διαθέσιμα όπως το δολάριο, το γιέν και το ευρώ.

Εξωτερική Ιδιοκτησία (Outside Ownership),

Στην συγκεκριμένη κατηγορία ιδιοκτησίας, οι μέτοχοι – ιδιοκτήτες είναι φυσικά ή νομικά πρόσωπα που δεν έχουν καμία σχέση με την επιχείρηση απλά επενδύουν τα χρήματά τους σε αυτήν. Συνήθως, οι εξωτερικοί ιδιοκτήτες είναι άτομα με ιδιαίτερες ικανότητες, αντιλαμβάνονται τις επενδυτικές ευκαιρίες που τους δίνονται αφού είναι καλοί γνωστές της αγοράς έτσι εκπέμπουν σήματα αισιοδοξίας και εμπιστοσύνης στα ενδιαφερόμενα μέρη. Μερικοί εξωτερικοί επενδυτές για παράδειγμα, ίσως είναι περισσότερο ικανοί να αξιολογήσουν τις εταιρίες, βασιζόμενοι στις προσωπικές τους πληροφορίες. Άλλοι επενδυτές μπορεί να είναι καλύτεροι ιδιοκτήτες, λόγω του ότι έχουν καλύτερη πρόσβαση στην τεχνολογία ή την τεχνογνωσία που απαιτείται για τις συγκεκριμένες επιχειρήσεις (π.χ. επενδυτές εξωτερικού) ή διαθέτουν ιδιαίτερες ελεγκτικές ικανότητες (π.χ. πιστωτές, οι οποίοι είναι ταυτόχρονα και ιδιοκτήτες), όλοι τους όμως μπορούν να αυξήσουν την αξία και την αποδοτικότητα της επιχείρησης. Αξίζει να σημειωθεί μερικοί ιδιοκτήτες οι οποίοι συμμετέχουν στα διοικητικά συμβούλια των επιχειρήσεων συνεπικουρούν με πολιτικές διοίκησης που βλάπτουν τα συμφέροντα των άλλων μετόχων και αυτό έχει ως

συνέπεια να μειώνεται η αποδοτικότητα της επιχείρησης (Jensen, 1993). Ακόμα, οι εξωτερικοί ιδιοκτήτες που κατέχουν ισχυρά δικαιώματα ψήφου και κατέχουν την πλειοψηφία των μετοχών έχουν τη δυνατότητα να αποκτήσουν την αξία ολόκληρης της επιχείρησης, ιδιαίτερα όταν δεν προστατεύονται οι μέτοχοι της μειοψηφίας. Αποδείχθηκε μάλιστα ότι όταν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι οι μεγάλοι ιδιοκτήτες, οι περιπτώσεις καταπάτησης των δικαιωμάτων της μειοψηφίας των μετόχων γίνεται περισσότερο πιθανό φαινόμενο. Πολύ συχνά υπάρχουν ισχυρές διαμάχες στα διοικητικά συμβούλια των εμπορικών τραπεζών που κατέχουν υψηλό ποσοστό μετοχών σε επιχειρήσεις τις οποίες δανείζουν. Μπορεί να υπάρξει άμεση διάλυση της επιχείρησης εάν η διοίκηση - ιδιοκτήτης της επιχείρησης ενεργεί ενάντια στα συμφέροντα των άλλων μετοχών, κυρίως όταν η τράπεζα αποτελεί ταυτόχρονα μέτοχο και πιστωτή της, μέσω του υψηλού δανειακού επιτοκίου. Τα πιστωτικά ιδρύματα όπως οι τράπεζες έχουν έντονο ενδιαφέρον σαν πιστωτές, όταν αποφασίζουν σε ποια εταιρεία πρέπει να επενδύσουν και πόσο αξίζει η συγκεκριμένη εταιρεία. Αυτό οφείλετε στο γεγονός ότι υπάρχει μεγαλύτερη πρόσβαση στις πληροφορίες και στα οικονομικά στοιχεία της συγκεκριμένης εταιρίας που δανείζουν. Εξαιτίας της διαμάχης που υπάρχει στα διοικητικά συμβούλια των πιστωτικών ιδρυμάτων που είναι ταυτόχρονα πιστωτές και ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων, οδηγεί στο συμπέρασμα ότι το καθαρό αποτέλεσμα των ιδιοκτητών (πιστωτικών ιδρυμάτων) στην αξιολόγηση των επιχειρήσεων και την κερδοφορία τους έχει αμφισβητηθεί. Μία λεπτομερής επισκόπηση της εμπειρικής μελέτης του Carlin (1999) έδειξε ότι σε ένα δείγμα από Γσέχικες, Ουγγρικές, Ρώσικες, και Βουλγάρικες επιχειρήσεις, ότι οι εταιρίες που ανήκουν σε ξένους επενδυτές έχουν καλύτερη απόδοση. Ακόμη, ο Frydman (1997), χρησιμοποιώντας αρκετά δεδομένα από Γσέχικες, Ουγγρικές και Πολωνικές επιχειρήσεις, βρήκε ότι οι ιδιωτικές εταιρίες υπερτερούν σε απόδοση των δημοσίων εταιρειών ενώ οι εταιρείες που ανήκουν σε ξένους ιδιοκτήτες δεν υπερτερούν σε απόδοση από αυτές που ανήκουν σε εσωτερικούς ιδιοκτήτες. Ο Smith και άλλοι το (1997) διαπίστωσαν ότι οι διοικούμενες από εξωτερικούς ιδιοκτήτες επιχειρήσεις στη Σλοβενία, έχουν υψηλότερη αύξηση στην προστιθέμενη αξία της επιχείρησης ενώ οι εσωτερικά διοικούμενες εταιρείες έχουν υψηλότερο μέσο όρο ανάπτυξης όταν συγκρίνονται με επιχειρήσεις που ελέγχονται από εξωτερικά διοικούμενες επενδυτές. Παρόμοια αποτελέσματα εξήχθησαν και από τους Estrin και Rosevear (1998) για τις Ουκρανικές επιχειρήσεις.

Οικογενειακή Ιδιοκτησία (Family Ownership) Παγκοσμίως, ο κυρίαρχος τύπος ιδιοκτησιακής δομής είναι οι οικογενειακές επιχειρήσεις που άλλοτε είναι μικρές και

άλλοτε μεγάλες επιχειρήσεις που απασχολούν χιλιάδες εργαζομένους. Ο μεγαλομέτοχος της οικογενειακής επιχείρησης είναι ο ιδιοκτήτης με τα μέλη της οικογένειας του. Οι οικογενειακές επιχειρήσεις είναι είτε προσωπικές είτε ανώνυμες εταιρίες που ανήκουν στα μέλη μιας οικογένειας. Συνήθως στις οικογενειακές επιχειρήσεις τα μέλη της οικογένειας είναι αυτά που ασκούν την διοίκηση ενώ σε άλλες οικογενειακές επιχειρήσεις τα μέλη της οικογένειας ελέγχουν τους διευθυντές (managers) και παρακολουθούν λεπτομερώς την πορεία της επιχείρησης, χαρακτηριστικά δηλαδή που λαμβάνουν σοβαρά υπόψη τους οι εξωτερικοί επενδυτές (τα μη οικογενειακά μέλη) όταν αποφασίζουν να επενδύσουν σε μια εταιρία. Ο πιο συνηθισμένος τύπος ιδιοκτησιακής δομής είναι οι οικογενειακές επιχειρήσεις επιπλέον το νομοθετικό σύστημα της κάθε χώρας ασκεί σημαντική επίδραση στον τύπο της ιδιοκτησιακής και διοικητικής δομής των επιχειρήσεων. (La Porta ,1999). Αντίθετα, στα νομοθετικά συστήματα της Αγγλίας και της Αμερικής όπου τα δικαιώματα της μειοψηφίας είναι αρκετά προστατευμένα από το νομικό σύστημα υπάρχουν αρκετές επιχειρήσεις με ευρέως διασκορπισμένη βάση και οι οικογενειακές επιχειρήσεις δεν είναι πολύ συχνές. Βέβαια σε μια έρευνα που έκαναν ο Franks και άλλοι (2004 και 2005) τονίζουν ότι στην Αγγλία το πρώτο μισό του 20ου αιώνα υπήρχε μια απουσία στην προστασία της μειοψηφίας των επενδυτών όμως πρόσφατα υπάρχει μια μεταστροφή από τις οικογενειακές επιχειρήσεις σε μια πιο διασκορπισμένη βάση ιδιοκτησίας, γεγονός που οφείλετε κυρίως στη διασφάλιση των μετόχων διαμέσου αποκτήσεων και εταιρικών συνασπισμών, παρόλο που οι οικογένειες προσπαθούν να διατηρούν τον έλεγχο του διοικητικού συμβουλίου κατέχοντας την πλειοψηφία των θέσεων. Από την άλλη πλευρά, σε πολλές χώρες, συμπεριλαμβανομένων Ευρωπαϊκών χωρών όπως η Γαλλία, αλλά και σε πολλές Ασιατικές και Νοτιοαμερικανικές χώρες, η νομική προστασία της μειοψηφίας των μετόχων είναι σχεδόν ανύπαρκτη και αναποτελεσματική έτσι οι οικογενειακές επιχειρήσεις παραμένουν υπό τον έλεγχο ισχυρών οικογενειών ενώ οι «ξένοι» επενδυτές δεν βρίσκουν την επιχείρηση ως μια ελκυστική επένδυση αφού τα δικαιώματα τους δεν προστατεύονται. Είναι γεγονός πάντως, ότι εφόσον οι οικογενειακές επιχειρήσεις είναι μικρές και τα οικογενειακά μέλη ασκούν την διοίκηση, υπάρχει μικρή πιθανότητα εμφάνισης του προβλήματος αντιπροσώπευσης καθώς η ιδιοκτησία και ο έλεγχος ασκείται από το ίδιο πρόσωπο άρα τα προβλήματα της ασύμμετρης πληροφόρησης και της καιροσκοπικής συμπεριφοράς των διευθυντών είναι ελάχιστα. Αυτό είναι αποτέλεσμα της ολοκληρωμένης μορφής της ιδιοκτησιακής δομής και του ελέγχου έτσι ώστε να απαιτείται λιγότερη επιτήρηση της διοίκησης. Οι Morck και Yeung (2003) διαπίστωσαν ότι υφίσταται σημαντικό κόστος αντιπροσώπευσης στις οικογενειακές επιχειρήσεις και

συγκεκριμένα το ενδιαφέρον επικεντρώνεται στο γεγονός ότι οι διευθυντές ενεργούν για λογαριασμό των οικογενειακών δεσμών και όχι των μετόχων γενικώς. Τα θέματα της αντιπροσώπευσης που υφίστανται στις οικογενειακές επιχειρήσεις και ιδιαίτερος στους ομίλους που ελέγχονται από τα μέλη της οικογένειας είναι η χρήση των πυραμιδικών ομάδων που διαχωρίζουν τον έλεγχο από την ιδιοκτησία, ενισχύουν τον έλεγχο των οικογενειακών σχέσεων και των αφανών συναλλαγών των επιχειρήσεων με τις συγγενείς επιχειρήσεις οι οποίες μπορεί να είναι επιζήμιες για τους κοινούς μετόχους. Βέβαια, σε μερικές χώρες υπάρχουν κάποιες ορθολογικές ενέργειες, όπως κάποιες επίσημες συμφωνίες με τους μετόχους όπου η μορφή της παρουσίας του κάθε μετόχου στην επιχείρηση μπορεί να συμβάλει ως ένας μηχανισμός που θα βοηθήσει στην επίλυση της διαμάχης που υφίστανται η μειοψηφία από τους μεγαλομετόχους. Η Ευρωπαϊκή επιτροπή μάλιστα, τον Ιανουάριο του 2006, εκπόνησε κατευθυντήριες οδηγίες για τα δικαιώματα των μετόχων, οι οποίες σχεδιάστηκαν με σκοπό να βοηθήσουν την ενδυνάμωση του ρόλου των μετόχων, διασφαλίζοντας ότι θα έχουν σχετική πληροφόρηση άμεσα και θα είναι ικανοί να ψηφίσουν με ενημερωμένο τρόπο. Οι οδηγίες αυτές απευθύνονται στις εισηγμένες επιχειρήσεις και επηρεάζουν ιδιαίτερος τους θεσμικούς επενδυτές που αποτελούν τους ιδιοκτήτες των εταιρειών. Ένα άλλο πλεονέκτημα των οικογενειακών επιχειρήσεων είναι η ικανότητα τους να είναι λιγότερο εξαρτημένες από τις βραχυχρόνιες απαιτήσεις της αγοράς, εξαιτίας του ότι έχουν μεγαλύτερη ελαστικότητα για το πότε και πώς θα ενεργήσουν.

Όμως, παρόλο που στις οικογενειακές επιχειρήσεις τα μέλη της οικογένειας ασκούν τον έλεγχο κρίνεται πολλές φορές αναγκαίο τα διοικητικά τους συμβούλια να στελεχώνονται με έμπειρους διευθυντές. Όταν μια επιχείρηση επενδύει πέρα από τα όρια που μπορεί να ελέγξει, η διοίκησή της είναι απαραίτητο να καταναίμει ευθύνες και λειτουργίες για τη λήψη αποφάσεων Cadbury (2000). Επίσης διατύπωσε τρία προαπαιτούμενα που πρέπει να έχουν οι οικογενειακές επιχειρήσεις ώστε να διαχειρίζονται επιτυχώς τις επιδράσεις της ανάπτυξης. Πρώτον θα πρέπει να έχουν προσλάβει τα καλύτερα άτομα για την επιχείρησή τους, δεύτερον θα πρέπει να είναι ικανοί να καλλιεργήσουν μια κουλτούρα εμπιστοσύνης και διαφάνειας μέσα στην επιχείρηση και τρίτον θα πρέπει να προσδιορίσουν λογικές και αποδοτικές οργανωτικές δομές για την επιχείρησή τους. Οι Bammens και Voordeckers (2009), στην μελέτη που έκαναν για τις οικογενειακές επιχειρήσεις του Βελγίου, βρήκαν ότι σε αντίθεση με την παραδοσιακή φιλοσοφία της αντιπροσώπευσης, τα διοικητικά συμβούλια των οικογενειακών επιχειρήσεων αφιερώνουν σημαντική προσοχή στον έλεγχο της

διοικητικής ομάδας των οικογενειακών επιχειρήσεων που εργάζονται, εφαρμόζοντας ένα συμπληρωματικό ελεγκτικό έργο που είναι περισσότερο αποτελεσματικό. Ο Bennedsen και άλλοι το (2006), σε μια μελέτη που έκαναν για τις οικογενειακές επιχειρήσεις στη Δανία, ανέφεραν ότι τα εμπειρικά τους αποτελέσματα προδιαγράφουν ότι οι επαγγελματίες και οι μη οικογενειακοί ανώτατοι εκτελεστικοί διευθυντές παρέχουν υπερβολικές υπηρεσίες στις επιχειρήσεις που διοικούν. Από την άλλη μεριά, αναφέρουν ότι οι ανώτατοι εκτελεστικοί διευθυντές των οικογενειακών επιχειρήσεων υπολειτουργούν στις μεγάλες και γρήγορα αναπτυσσόμενες βιομηχανίες οι οποίες διαθέτουν υψηλών ικανοτήτων εργατικό δυναμικό και είναι σχετικά μεγάλες σε μέγεθος. Σε άρθρο του που έγραψε ο Bennedsen στους Financial Times στις 3 Ιουνίου του 2005 ανέφερε ότι το ένα τρίτο των 1.000 μεγαλύτερων επιχειρήσεων στον κόσμο ελέγχονται από οικογένειες. Επίσης, ανέφερε ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις με ισχυρό δεσμό ιδιοκτητών και διευθυντών επιτρέπουν στο διοικητικό συμβούλιο να αφιερώσει περισσότερη προσοχή στην προστιθέμενη αξία της επιχείρησης και λιγότερη στον έλεγχο της διοίκησης. Επιπροσθέτως λόγω των ισχυρών προσωπικών δεσμών που υπάρχουν ανάμεσα στους ιδιοκτήτες και τους διευθυντές, η εμπιστοσύνη βελτιώνεται με τον ξεκάθαρο προσδιορισμό των ρόλων και των ευθυνών σε κάθε επίπεδο διακυβέρνησης. Επίσης επισήμανε τις ευθύνες που έχουν οι ιδιοκτήτες και συγκεκριμένα οι ιδιοκτήτες οικογενειακών επιχειρήσεων, α) Ότι προσδιορίζουν τις αξίες που διαμορφώνουν την επιχειρησιακή κουλτούρα, β) Ότι θέτουν το επιχειρηματικό όραμα, γ) Ότι είναι υπεύθυνοι για τους οικονομικούς στόχους της επιχείρησης και δ) Ότι εκλέγουν τους διοικητές και σχηματίζουν το διοικητικό συμβούλιο. Στις περισσότερες χώρες τα άτομα ή οικογένειες ελέγχουν ένα μεγάλο αριθμό εταιριών μέσω μιας σύνθετης δομής των αλυσίδων ιδιοκτησίας (pyramids). Σε πολλές περιπτώσεις μια οικογένεια κατέχει το μεγαλύτερο μέρος των μετοχών κάποιων επιχειρήσεων του ομίλου όχι μόνο άμεσα αλλά και έμμεσα μέσω άλλων επιχειρήσεων του ομίλου. Μια τέτοια χαρακτηριστική ιδιοκτησιακή δομή αναφέρεται ως πυραμίδα. Σε αυτή τη δομή μια οικογένεια επιτυγχάνει τον έλεγχο των ιδρυτικών εταιριών, από μια αλυσίδα σχέσεων ιδιοκτησίας, όπου η οικογένεια ελέγχει άμεσα μια εταιρεία, η οποία εταιρεία ελέγχει μια άλλη εταιρεία, η τελευταία ίσως ελέγχει και άλλες εταιρείες και πάει λέγοντας. Ένα άλλος τύπος είναι μέσω των διασταυρούμενων εταιρικών συμμετοχών (cross-shareholdings). Σε αυτή τη μορφή ιδιοκτησίας οι εταιρείες που ανήκουν στον όμιλο έχουν αμοιβαίες σχέσης ιδιοκτησίας. Μια εταιρεία μέσα στον όμιλο έχει τα δικαιώματα πάνω σε μία άλλη εταιρεία, η οποία με τη σειρά της έχει τα κύρια δικαιώματα πάνω στην πρώτη εταιρεία. Γενικά, πολλοί μεγάλοι οικογενειακοί

όμιλοι συνδυάζουν την πυραμιδική μορφή με τις διασταυρούμενες εταιρικές συμμετοχές, που οδηγούν σε ένα σύνθετο ιστό ιδιοκτησίας, (Almeida H., Park S-Y, Subrahmanyam M., Wolfenzon D., 2007).

Ιδιοκτησία Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (Widely Held Financial Institutions Ownership). Αποτελούν ιδιοκτήτες οι οποίοι έχουν τον ευρύ έλεγχο των επιχειρήσεων, στην κατηγορία αυτοί ανήκουν τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα. Η Ομοσπονδία Ευρωπαϊκών Χρηματιστηρίων (Federation of European Exchanges) το 2008 επισήμανε την ουσιαστική αύξηση της τάσης που υπάρχει στην εξωτερική ιδιοκτησία των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στα χρηματιστήρια. Όμως, στην Ευρώπη υπάρχουν διαφορετικές ιδιοκτησιακές δομές και διαφέρουν σημαντικά από αυτές τις Αγγλίας. Για παράδειγμα, οι μεγάλες τράπεζες και οι ισχυροί όμιλοι τείνουν να διοικούν τις περισσότερες γερμανικές και γαλλικές εταιρείες, ενώ οι ιταλικές επιχειρήσεις τείνουν να διοικούνται από μη χρηματοοικονομικούς θεσμούς και από ισχυρές οικογένειες. Οι τράπεζες θεωρούνται αποτελεσματικός ελεγκτής της εταιρικής διακυβέρνησης της επιχείρησης που διοικούν, παρόλο που αυτός ο ελεγκτικός ρόλος έχει ενδυναμωθεί κυρίως διαμέσου των δανείων που δίνουν στις εταιρίες λειτουργώντας σαν πιστωτές των εταιρειών αυτών και λιγότερο εξαιτίας της συμμετοχής τους στην ιδιοκτησία μια επιχείρησης. Οι Byers, Fields Fraser (2008) βρήκαν ότι οι τράπεζες λειτουργούν σαν ελεγκτικοί μηχανισμοί όταν οι εσωτερικές δομές διακυβέρνησης υπολειτουργούν. Μια ισπανική έρευνα αποκάλυψε ότι οι τράπεζες ως μέτοχοι ενεργούν σαν αποτελεσματικοί ελεγκτές, (Azora and Palenzuela, Lopez and Iturriaga, Tejerina and Gaité, 2007). Οι τράπεζες ως μέτοχοι βελτιώνουν την εταιρική διακυβέρνηση και αυξάνουν την απόδοση μιας επιχείρησης, μόνο όταν δεν είναι μεγαλομέτοχοι ή όταν δεν έχουν τον έλεγχο των μετοχών.

Θεσμικών Επενδυτών Ιδιοκτησία (Institutional Ownership). Θεσμικοί επενδυτές είναι οι επενδυτές που επενδύουν μεγάλα ποσά σε κινητές και ακίνητες αξίες και σε πολλές επιχειρήσεις, συνήθως αποτελούν τον βασικό μεγαλομέτοχο. Η σημαντική επίδραση των μεγαλομετόχων έχει αναγνωρισθεί από το 1930 όταν οι Berle και Means (1932) επισήμαναν το διαχωρισμό των ιδιοκτητών (μετόχων) από τη διοίκηση της επιχείρησης τονίζοντας ότι ο έλεγχος των επιχειρήσεων πέρασε πλέον στα χέρια των διευθυντών που είναι έμπειρα στελέχη με γνώσης οικονομικών. Αυτοί διαπίστωσαν, ότι τον 20^ο αιώνα η μορφή της ιδιοκτησιακής δομής των επιχειρήσεων άρχισε να αλλάζει και ιδιαίτερα στις

Η.Π.Α. και στην Αγγλία, όπου η ιδιωτική μορφή ιδιοκτησιακής δομής είχε μειωθεί και η ιδιοκτησία των θεσμικών επενδυτών είχε αυξηθεί. Είναι γεγονός πάντως, ότι τα τελευταία χρόνια οι θεσμικοί επενδυτές κατέχουν ένα μεγάλο μερίδιο της περιουσία πολλών μεγάλων επιχειρήσεων σε όλο τον κόσμο, με αποτέλεσμα να διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην εταιρική τους διακυβέρνηση. Η παγκοσμιοποίηση και οι οικονομικές κρίσεις που διαδραματίστηκαν ανάγκασαν τους θεσμικούς επενδυτές να παρακολουθούν πιο προσεκτικά και να συμμετέχουν πιο ενεργά στην εταιρική διακυβέρνηση των επιχειρήσεων. Αξίζει επίσης να αναφερθεί, ότι οι θεσμικοί επενδυτές αποτελούνται κυρίως από ασφαλιστικές εταιρίες και ασφαλιστικά ταμεία. Ο Hirschman (1970) διαπίστωσε ότι η άσκηση της δύναμης των θεσμικών επενδυτών γίνεται μέσω «εξόδου και φωνής», υποστηρίζοντας ότι η ικανοποίηση μπορεί να εκφραστεί είτε απευθείας στους διευθυντές με την (επιλογή της φωνής), είτε πουλώντας το μετοχικό μερίδιο και φεύγοντας από την επιχείρηση (επιλογή της εξόδου), κάτι βέβαια που εξαρτάται από το μέγεθος του μεριδίου που κατέχουν οι θεσμικοί επενδυτές σε μια εταιρεία. Η Επιτροπή Cadbury (1992) ανέφερε, ότι οι θεσμικοί επενδυτές έχουν την ευθύνη να διασφαλίσουν ότι οι συστάσεις της υιοθετούνται από τις επιχειρήσεις και ιδιαιτέρως αν χρησιμοποιούν οι θεσμικοί επενδυτές την επιρροή τους ως ιδιοκτήτες ώστε να διασφαλίζουν ότι οι επιχειρήσεις που έχουν επενδύσει, έχουν συμμορφωθεί με τον κώδικα. Παρόμοια αναφορά έγινε και από τον Greenbury (1995). Αναφέρει λοιπόν, ότι ένα από τα κύρια σημεία δράσης των θεσμικών επενδυτών είναι ότι πρέπει να χρησιμοποιήσουν τη δύναμή τους, προκειμένου να εφαρμοστούν οι καλύτερες πρακτικές του Κώδικα. Ακόμη, ο Monks (2004) αναγνωρίζει ότι υπάρχουν διεθνείς επενδυτές που δραστηριοποιούνται σε όλες τις χώρες, οι επενδυτές αυτοί είναι τα δημόσια και ιδιωτικά κεφάλαια των ασφαλιστικών ταμείων της Αγγλίας, των Η.Π.Α., της Ολλανδίας, του Καναδά, της Αυστραλίας και της Ιαπωνίας. Ο Bosch (1993) σε μια έρευνα που έκανε για την αυστραλιανή αγορά διαπίστωσε ότι οι θεσμικοί μέτοχοι εξαιτίας της αυξανόμενης επίδρασής τους και του μεγάλου κεφαλαίου που διαχειρίζονται, οφείλουν να έχουν ενεργό ρόλο στη διακυβέρνηση των επιχειρήσεων και στην ανάπτυξη των ορθών αρχών και πρακτικών. Αυτό βεβαίως, αφορά τις Η.Π.Α., την Αγγλία και την Αυστραλία, χώρες δηλαδή που υπάρχει σημαντική συγκέντρωση ιδιοκτησίας στα χέρια των θεσμικών επενδυτών. Επίσης, εφόσον τα αμερικάνικα και τα αγγλικά ασφαλιστικά ταμεία (pension funds) αντιπροσωπεύουν το 72% των ασφαλιστικών ταμείων του δυτικού κόσμου, μπορούν να διαδραματίσουν σπουδαίο ρόλο στην αλλαγή των προτύπων εταιρικής διακυβέρνησης. Είναι αδιαμφισβήτητο γεγονός ότι στην Ευρώπη έχει γίνει αισθητή εισχώρηση ξένων

θεσμικών επενδυτών κυρίως από την Αμερική και την Αγγλία οι οποίοι συνήθως αποτελούνται από ασφαλιστικά ταμεία και ασφαλιστικές εταιρείες. Είναι χαρακτηριστική η αναφορά του Κέντρου Ευρωπαϊκών Πολιτικών Επιστημών (Center For European Policy Studies) (1995), όπου ανέφερε ότι προκειμένου να κατανοήσουμε τον έλεγχο των εταιρειών από τα ασφαλιστικά ταμεία είναι αναγκαίο ο ρόλος των ασφαλιστικών ταμείων και των ασφαλιστικών εταιρειών να προσεγγιστεί από διαφορετικές διαστάσεις στις Ευρωπαϊκές Χώρες. Είναι εμφανές ότι οι θεσμικοί επενδυτές της Αμερικής έχουν εισέλθει ως νέος επενδυτής στην Ευρώπη, ο ισχυρός ρόλος των θεσμικών επενδυτών της Αμερικής και της Αγγλίας ενισχύεται από το γεγονός ότι κατέχουν το 65 – 80% των επιχειρήσεων.

Αμοιβαία κεφάλαια και Ιδιωτικά Επενδυτικά κεφάλαια (Hedge funds & Private Equity funds). Τα Αμοιβαία κεφάλαια (hedge funds) είναι επενδυτικά ταμεία που αναλαμβάνουν ένα ευρύ φάσμα επενδυτικών και εμπορικών δραστηριοτήτων και αποσκοπούν σε συγκεκριμένες επενδύσεις, που καθορίζονται από τις επενδυτικές ομάδες που τα αποτελούν. Μια άλλη κατηγορία ιδιοκτητών είναι τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια (Private equity funds) και αποτελούν κεφάλαια που περιλαμβάνουν μετοχικούς τίτλους σε εταιρείες που δεν είναι εισηγμένες σε κάποιο χρηματιστήριο. Αυτοί οι επενδυτές αποκτούν συνήθως μετοχές από μεγάλες εταιρίες και τα κεφάλαια που επενδύουν στις εταιρίες, τους κατατάσσουν στην κατηγορία των θεσμικών επενδυτών. Τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια χαρακτηρίζονται και ως επιχειρηματικά κεφάλαια υψηλού κινδύνου (venture capital), δηλαδή αποτελούν μια κατηγορία ιδιοκτητών που στοχεύουν στις αποκτήσεις εταιριών ή αποκτήσεις πλειοψηφικών πακέτων μετοχών σε εταιρίες υψηλής τεχνολογίας που βρίσκονται στο αρχικό στάδιο ή στο στάδιο της ωρίμανσης τους. Βέβαια η συγκεκριμένη κατηγορία επενδυτών έχει τους δικούς της στόχους, προτιμήσεις και επενδυτικές στρατηγικές. Τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια επενδύουν σε χρηματοδοτήσεις του κεφαλαίου κίνησης με στόχο να συμβάλουν στην επέκταση της δραστηριότητας της εταιρείας, στην αναδιοργάνωση και στην επέκταση νέων προϊόντων, με τελικό σκοπό τη διαχείριση ή την απόκτηση της ιδιοκτησίας της. Οι επενδυτές αυτοί είναι συνήθως ιδρύματα, συνταξιοδοτικά ταμεία, κληροδοτήματα και πλούσιοι ιδιώτες. Ο Dai (2007) μελέτησε τις ιδιωτικές επενδύσεις που έγιναν σε δημόσιους φορείς και διαπίστωσε ότι σε επιχειρήσεις στις οποίες συμμετείχαν τα επενδυτικά κεφάλαια (venture capitalist funds) υπήρξε μεγαλύτερη απόδοση από αυτές που στα κεφάλαια τους συμμετείχαν τα αμοιβαία κεφάλαια (hedge funds), παρόλο που αμφισβητήθηκε αν η βελτιωμένη απόδοσή τους οφείλετε στον καλύτερο έλεγχο που ασκούν οι επιχειρηματίες

υψηλού ρίσκου (venture capitalists). Επίσης σε έρευνα που έγινε στην Γερμανία, οι Achleitner, Betzer και Gider (2009) έδειξαν ότι υπάρχουν σημαντικές διαφορές στις επενδυτικές στρατηγικές ανάμεσα στα Hedge Funds και στα Private Equity Funds.

Δημόσια Ιδιοκτησία (State Ownership). Οπού ιδιοκτήτης είναι η εκάστοτε κρατική κυβέρνηση (εγχώρια και ξένη) οι τοπικές αρχές (περιφερειακές, δημοτικές) ή κυβερνητικοί αντιπρόσωποι.

Ευρείς εταιρικοί συνασπισμοί ιδιοκτησίας: (Widely Held Corporation Ownership). Μια μη χρηματοπιστωτική εταιρεία κατέχει το έλεγχο μιας άλλης επιχείρησης.

Διασταυρωμένων συμμετοχών ιδιοκτησία (Cross-holdings Ownership): Όπου η εταιρεία Υ ελέγχεται από μια άλλη εταιρεία, η οποία η ίδια ελέγχεται από την Ζ, ή άμεσα ελέγχει το 20% των δικών της μετοχών.

Διάφορες Μορφές Ιδιοκτησίας (Miscellaneous Ownership). Φιλανθρωπίες, Εμπιστευτικές ψηφοφορίες, Ιδιοκτησία Υπάλληλων, Συνασπισμοί, Μειοψηφία ξένων επενδυτών.

2. ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ

2.1 ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ

Είναι πραγματικότητα, ότι η ιδιοκτησιακή συγκέντρωση διαφέρει σε όλο τον κόσμο. Ο ισχυρότερος τύπος επιχειρήσεων παγκοσμίως είναι οι οικογενειακές, συγκεκριμένα είναι ατομικές επιχειρήσεις, συνεργασίες, προσωπικές και κεφαλαιουχικές εταιρίες που ανήκουν στο ιδιοκτήτη και στα μέλη της οικογένειας του, παρόλο το μέγεθος που έχουν μπορούν να επωφεληθούν από την καλή εταιρική δομή τους. Ο La Porta (1999) ανέλυσε την ιδιοκτησιακή δομή σε ένα σύνολο χωρών και διαπίστωσε ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις είναι πολύ συχνός τύπος σε όλες τις χώρες. Επιπρόσθετα, διαπίστωσε ότι υπήρχαν ιδιοκτησιακές αλυσίδες. Από αυτές το 10% ανήκει στις ίδιες τις επιχειρήσεις, το 24% είχαν μια ευρέως διασπασμένη ιδιοκτησιακή διάρθρωση, το 35% ήταν οικογενειακά ελεγχόμενες επιχειρήσεις και το 20% δημόσιες επιχειρήσεις. Επίσης κατέληξε ότι: 1) Στις οικογενειακές επιχειρήσεις τα δικαιώματα ελέγχου υπερβαίνουν τα

δικαιώματα στα μερίσματα. 2) Στις οικογενειακές επιχειρήσεις συμμετέχουν στη διοίκηση οι ίδιοι οι ιδιοκτήτες. 3) Οι τράπεζες σαν μέτοχοι των επιχειρήσεων δεν ασκούν περισσότερο έλεγχο από τους υπόλοιπους μετόχους που είναι τα μέλη της οικογένειας. 4) Οι μεγαλομέτοχοι δεν ασκούν έλεγχο στους διευθυντές των οικογενειακών επιχειρήσεων. Ακόμη διαπίστωσε, ότι ενώ στη Γερμανία τη Γαλλία και τη Ρωσία που υπάρχουν ανεπτυγμένα πολιτειακά συστήματα κυριαρχούν οι οικογενειακές επιχειρήσεις, στην Αγγλία και στις Η.Π.Α. όπου τα δικαιώματα της μειοψηφίας έχουν υψηλή προστασία από το νομικό σύστημα, υπάρχουν αρκετές εταιρίες που έχουν διασπάσει τη μετοχική τους βάση. Ο Franks (2004, 2005) στην έρευνα που έκανε στην Αγγλία διαπίστωσε ότι το πρώτο μισό του 20^{ου} αιώνα, όπου δεν υπήρχε προστασία της μειοψηφίας των μετόχων, υπήρχε μια έντονη τάση για μετάβαση των επιχειρήσεων από την οικογενειακή ιδιοκτησία στην διασπασμένη εταιρική ιδιοκτησία. Αυτό οφείλεται στο γεγονός, ότι ενώ άρχισε η αύξηση των αποκτήσεων (takeovers) και η δραστηριοποίηση των θεσμικών επενδυτών, οι οικογενειακές επιχειρήσεις δυσκολεύτηκαν να διατηρήσουν τον έλεγχο των επιχειρήσεων τους και στελέχωσαν τα διοικητικά συμβούλια τους με διευθυντές (managers). Σε πολλές χώρες της Ευρώπης (π.χ. Γαλλία), της Ασίας και χώρες της νότιας Αμερικής, η νομική προστασία της μειοψηφίας των μετόχων είναι ακόμη και σήμερα ανύπαρκτη ή αναποτελεσματική επομένως οι οικογένειες παραμένουν στο έλεγχο των επιχειρήσεων σε αντίθεση με τους μικροεπενδυτές οι οποίοι δε βρίσκουν ελκυστική την επένδυση σε αυτές, αφού τα δικαιώματά τους δεν προστατεύονται. Παρόλο που οι οικογενειακές επιχειρήσεις ελέγχονται από τα μέλη της οικογένειας, υπάρχουν προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης τα οποία όμως είναι ελάχιστα άρα απαιτείται και λιγότερος έλεγχος των διευθυντών. Οι Morck και Yeung το 2003 διαπίστωσαν ότι υπάρχει το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης στη δομή των πυραμιδικών ομάδων μέσα στις οικογενειακές επιχειρήσεις, διαχωρίζοντας έτσι την ιδιοκτησία από την διοίκηση. Ένα βασικό πλεονέκτημα των οικογενειακών επιχειρήσεων είναι ότι εξαρτώνται λιγότερο από τις βραχυχρόνιες απαιτήσεις της αγοράς, ενώ πάντα επιδιώκουν το κέρδος και έχουν μεγαλύτερη ελαστικότητα στις επιχειρηματικές τους κινήσεις.

Το ποσοστό συμμετοχής ενός εταίρου στην επιχείρηση αποτελεί και την μονάδα μέτρησης αυτού. Ένας μέτοχος συγκεντρώνει σε μεγάλο βαθμό την ιδιοκτησία της επιχείρησης όταν κατέχει πάνω από 20% των μετοχών της. Στην έρευνα που έκαναν οι Enriques και Volpin (2007), ανάμεσα στις 20 μεγαλύτερες εισηγμένες εταιρίες των χωρών που ερεύνησαν, διαπίστωσαν ότι μόνο το 20% των επιχειρήσεων της Ιταλίας δεν έχουν μεγαλομέτοχο, ενώ για τη Γερμανία το ποσοστό ανέρχεται στο 50%, στις Η.Π.Α. στο 80%

και στην Αγγλία το 100%. Επιπλέον, ένα άλλο μέτρο εκτίμησης της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας είναι το ποσοστό της συνολικής κεφαλαιοποίησης των εταιριών που συμμετέχουν στην κεφαλαιαγοράς κάθε χώρας που ελέγχεται από τις δέκα πλουσιότερες οικογένειες. Ο βαθμός αυτός ανέρχεται στο 6% για την Αγγλία, στο 21% για τη Γερμανία και 29% για τη Γαλλία.

Το (1932) οι Berles και Means διαπίστωσαν την σημαντική επίδραση που έχει ο μεγαλομέτοχος στην επιχείρηση. Στην έρευνά τους διαπίστωσαν τη σημασία της διάσπασης του ελέγχου της επιχείρησης από τους ιδιοκτήτες και τη διενέργειά του από τους διευθυντές, γεγονός που οδήγησε στο πρόβλημα της θεωρίας της αντιπροσώπευσης, όταν οι διευθυντές μερικές φορές δεν ενεργούν με γνώμονα τα συμφέροντα των ιδιοκτητών. Άλλωστε, ο εικοστός αιώνας αποτέλεσε την περίοδο που το πρότυπο της ιδιοκτησιακής δομής συνέχιζε να αλλάζει συνεχώς. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν η Αγγλία και η Αμερική όπου η ιδιοκτησία των ατόμων άρχισε να φθίνει και να αυξάνεται η ιδιοκτησία που ανήκει στους θεσμικούς επενδυτές.

2.2. ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΜΕΓΑΛΟΜΕΤΟΧΟΣ

Μεγαλομέτοχος μπορεί να οριστεί αυτός που κατέχει ένα μεγάλο μερίδιο στην περιουσία της επιχείρησης και με αυτό προσπαθεί να αυξήσει τις επενδύσεις της, μέσα από την ενεργή πίεση που ασκεί στους διευθυντές. Προκειμένου όμως να γίνει περισσότερο ξεκάθαρο, πρέπει να κατανοηθεί το πλαίσιο που θέτονται τα κατώτατα όρια της ιδιοκτησιακής μερίδας, καθώς βέβαια είναι διαφορετικά σε κάθε χώρα, όμως διακυμαίνονται μεταξύ του 20% έως 95%. Παράλληλα, τίθεται το ερώτημα σε ποιους μετόχους δίνεται το δικαίωμα να ψηφίζουν για σημαντικές εταιρικές αποφάσεις. Ένα επιπλέον χαρακτηριστικό του μεγαλομέτοχου λοιπόν, είναι η δύναμη που διαθέτει στη διαδικασία της ψηφοφορίας κατά τη διάρκεια λήψης αποφάσεων. Άλλα χαρακτηριστικά είναι το δικαίωμα να διορίζει τα μέλη των συμβουλίων που αντιπροσωπεύουν τα ενδιαφέροντα των μετόχων, το δικαίωμα να διορίζει ή να απολύει τη διοίκηση και το δικαίωμα να εναντιώνεται στην επικύρωση δυσμενούς απόφασης και βέβαια να καθοδηγήσει επιχειρησιακές αποφάσεις.

Παρόλα αυτά, τα κατώτατα όρια, όπως προσδιορίστηκαν παραπάνω, δεν αποτελούν προσδιοριστικό παράγοντα για τον ουσιαστικό ορισμό του μεγαλομέτοχου. Συγκεκριμένα, η μειοψηφία των μετόχων που κατέχει ελάχιστα δικαιώματα στην ψηφοφορία έχει αποδειχθεί ότι μπορεί να ασκήσει καθοριστικό έλεγχο μέσω της χρήσης

ανεπίσημων ιδιωτικών μηχανισμών. Επιπλέον, τα κατώτατα όρια που ισχύουν για την απόκτηση εταιρικής περιουσίας από τη νομοθεσία, προσδιορίζουν και την επιρροή που μπορούν να έχουν οι μέτοχοι στα εταιρικά αποτελέσματα. Εντούτοις, οι νομικές δεσμεύσεις είναι ανίκανες να διασφαλίσουν την επιχειρηματική θέση των μετόχων σε όλες τις περιστάσεις. Την τελευταία δεκαετία άλλωστε, η ιδιοκτησιακή δομή και ο ακτιβισμός των μετόχων (shareholder activism) είναι ευρέως αμφιλεγόμενα πεδία στο θεωρητικό πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης. Κάποιοι μάλιστα θεωρούν ότι είναι και η λύση στο πρόβλημα της αντιπροσώπευσης ανάμεσα στους ιδιοκτήτες και στους διευθυντές. Επικρατεί επίσης η άποψη ότι πολλά μειονεκτήματα της εταιρικής διακυβέρνησης μετριάζονται από την υψηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας και του ακτιβισμού που υπάρχει από τους μεγαλομετόχους. Για το λόγο αυτό, ασχολήθηκαν πολλές έρευνες με την επίδραση που έχουν οι διάφοροι τύποι μεγαλομετόχων στην εταιρική απόδοση και συγκεκριμένα στις κατηγορίες των επιχειρήσεων οικογενειακής ιδιοκτησίας, διευθυντικής ιδιοκτησίας, τράπεζες, χρηματοδοτικά κεφάλαια (Hedge Funds), ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια (private equity funds), κυβερνητικά και κρατικά επενδυτικά κεφάλαια (governments και sovereign wealth funds).

2.2.1. Ο ΕΛΕΓΧΟΣ ΚΑΙ ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΟΥ ΜΕΓΑΛΟΜΕΤΟΧΟΥ

Είναι γεγονός ότι η θεωρία παρουσιάζει ότι ο έλεγχος των μεγαλομετόχων έχει σημαντική επίδραση στη συμπεριφορά της επιχείρησης, την αποδοτικότητά της και στις πολιτικές επιχειρηματικών επενδύσεων. Σε αυτό το μέρος γίνεται αναφορά στις θεωρίες που υπάρχουν για τον μεγαλομέτοχο και τις εμπειρικές έρευνες που έχουν γίνει. Η θεωρίες για τα ωφέλημα αποτελέσματα του μεγαλομετόχου ξεκινούν με την εμφάνιση του προβλήματος της αντιπροσώπευσης ανάμεσα στους ιδιοκτήτες και στους διευθυντές και την υπόθεση ότι ο μεγαλομέτοχος συμβάλει στην επίλυση αυτού του προβλήματος.

Ο μεγαλομέτοχος χρησιμοποιεί την επίδρασή του, για να επηρεάσει την επιχείρηση με διάφορους τρόπους. Για παράδειγμα, μπορεί να επηρεάσει τις λειτουργικές αποφάσεις των επιχειρήσεων διαμέσου του ελέγχου που ασκεί στην διοίκηση. Αυτό βέβαια οφείλεται, τόσο στη βελτίωση της ελεγκτικής διαδικασίας και των επιχειρηματικών δομών όσο και στη μείωση του χαμένου χρόνου για τη λήψη ορθών αποφάσεων επιχειρηματικού σχεδιασμού. Οι Demsetz και Lehn (1985) επισήμαναν ότι ο έλεγχος που ασκείται από τους κατόχους μετοχών στους διευθυντές περιορίζει τους διευθυντές από την άσκοπη σπατάλη των επιχειρηματικών πόρων και ταυτόχρονα

βελτιώνει την αποδοτικότητά τους. Επίσης, η παρουσία των μεγαλομετόχων μπορεί να μετριάσει την υποεπένδυση που υποκινείται από τους διευθυντές και βελτιώνει την απόδοση των επενδύσεων των επιχειρήσεων, (Jensen, 1986). Για την εμπειρική διερεύνηση αυτών των υποθέσεων εξετάστηκε η επίδραση που έχουν οι μεγαλομέτοχοι στη μέτρηση της λειτουργικής αποδοτικότητας, όπως ο δείκτης R.O.A. αλλά και του κόστους, όπως είναι τα άμεσα και έμμεσα έξοδα πωλήσεων και τα διοικητικά κόστη. Επίσης, η σύγκριση του ποσοστού πωλήσεων και του καθαρού κέρδους με τα αντίστοιχα του κλάδου που ανήκει η επιχείρηση, η μελέτη της κατάστασης εσόδων της και η επενδυτική συμπεριφορά της επιχείρησης.

Οι κάτοχοι μετοχών έχουν επίσης επηρεάσει σημαντικά τις οικονομικές πολιτικές που εφαρμόζουν οι επιχειρήσεις. Η αφετηρία αυτού του επιχειρήματος είναι το γεγονός, ότι οι διευθυντές μπορεί να θελήσουν να παρεκκλίνουν από τη βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση (βέλτιστη από την μεριά των ιδιοκτητών). Από την άλλη ο Fama (1980) υποστήριξε, ότι οι διευθυντές προτιμούν τη χαμηλή μόχλευση έτσι ώστε να μειωθεί ο επιχειρηματικός κίνδυνός και να προστατεύσουν το δικό τους ανθρώπινο κεφάλαιο. Εναλλακτικά, οι διευθυντές μπορεί να προτιμούν να αυξήσουν τη μόχλευση με σκοπό να αυξήσουν την δύναμη της ψηφοφορίας των μετοχών που κατέχουν Harris και Ravib (1988) και Stulz (1988).

Βέβαια, σε άλλες περιπτώσεις ο έλεγχος που ασκούν οι μεγαλομέτοχοι, σχετίζεται με τις αποφάσεις της κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης. Δηλαδή, σε όρους πολιτικής πληρωμής μερισμάτων ή διακράτησης χρημάτων (μη διανομής μερισμάτων). Από τη μία οι διευθυντές επιθυμούν χαμηλότερες πληρωμές (διανομή μερισμάτων) ώστε να αυξήσουν την ποσότητα των χρηματικών διαθεσίμων που διαχειρίζονται. Από την άλλη, οι μέτοχοι υποκινούν τους διευθυντές σε επιβεβλημένες πολιτικές των κεφαλαιακών αγορών όταν οι επιχειρήσεις χρειάζονται εξωτερική χρηματοδότηση (Easterbrook, 1984) και (Jensen, 1986). Πάντως, ο έλεγχος που δύναται να ασκεί ο μεγαλομέτοχος περιορίζει τους διευθυντές από τη σπάταλη χρημάτων για πληρωμές ή τη διακράτηση πολλών χρημάτων. Ο εκτελεστικός διευθυντής αποτελεί τη μεγαλύτερη πληγή διαμάχης ανάμεσα στους διευθυντές και τους ιδιοκτήτες. Παρόλα αυτά ο μισθός του ανώτατου εκτελεστικού διευθυντή, ο οποίος είναι υπερβολικά υψηλός έχει τεθεί στο επίκεντρο της διαμάχης και της ακαδημαϊκής έρευνας, (Bebchuk and Fried, 2004). Επιπρόσθετα, επειδή οι μεγαλομέτοχοι μπορούν να εμποδίσουν την εκροή χρημάτων από τους ανώτατους εκτελεστικούς διευθυντές των επιχειρήσεων, εξέτασαν αν η παρεμπόδιση αυτή μειώνει και την αμοιβή του ανώτατου εκτελεστικού διευθυντή.

2.2.2. ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΤΟΥ ΜΕΓΑΛΟΜΕΤΟΧΟΥ

Αρκετά είναι τα κόστη που υπάρχουν από την ύπαρξη ενός μεγαλομετόχου στην επιχείρηση. Για παράδειγμα, ο έλεγχος που διεξάγουν οι μεγαλομέτοχοι μειώνει τις διοικητικές πρωτοβουλίες (Burkart, Gromb, Panunzi, 1997). Ακόμα και όταν η παρουσία ενός φραγμού είναι μια πρώην αποδοτική θέση, υπό την έννοια ότι ο ιδιοκτήτης θα βελτιώσει τις αποφάσεις επένδυσης, η δυνατότητα της μελλοντικής επέμβασής μπορεί να μειώσει το εκ το προτέρων κίνητρο για να ασκήσει την προσπάθεια και για να επιδιώξει την αύξηση της αξίας των επενδυτικών ευκαιριών. Αυτό υποδεικνύεται από το υπόδειγμα του Burkart και άλλων, και συμβαίνει διότι οι ενεργοί μεγαλομέτοχοι παραμερίζουν τον εκτελεστικό διευθυντή, αναλαμβάνουν δικές τους πρωτοβουλίες και υποβαθμίζουν τη χρησιμότητά του. Το καθαρό αποτέλεσμα της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας δηλαδή τα οφέλη από τον έλεγχο, εναντίον του κόστους από τη μείωση των διευθυντικών πρωτοβουλιών, είναι απροσδιόριστα. Βέβαια, στο προαναφερόμενο μοντέλο το καθαρό αποτέλεσμα εξαρτάται από το μέγεθος του ελεγχόμενου μεριδίου που κατέχει ο μέτοχος. Αυτή η θεωρία προβλέπει επίσης, ότι η επίδραση των μεγαλομετόχων στην εταιρική απόδοση της εταιρείας είναι αμφιλεγόμενη. Ένα άλλο βασικό κόστος που έχει ο μεγαλομέτοχος είναι η μειωμένη ρευστότητα των επιχειρήσεων που διαθέτουν κοινές μετοχές προς πώληση. Οι Glosten και Milgrom (1985) πρότειναν, ότι μια αιτία έλλειψης ρευστότητας διάθεσης μετοχών προς πώληση στις χρηματιστηριακές αγορές είναι η παρουσία των ιδιαίτερος ενημερωμένων εμπόρων, μια τέτοια ομάδα από ενημερωμένους εμπόρους μπορεί να είναι οι μέτοχοι των εταιρειών. Οι Holmstrom και Tirole (1993) παρουσίασαν πώς η συγκεντρωμένη ιδιοκτησία μειώνει τα κίνητρα για παραγωγή πληροφόρησης των χρηματιστηριακών αγορών, μέσω μείωσης της ρευστότητας. Ο Bhidé (1993) υποστήριξε, ότι οι μεγαλομέτοχοι που περιορίζουν τα προβλήματα της αντιπροσώπευσης με τον έλεγχο που ασκούν στη διοίκηση μπορούν επίσης να μειώσουν τη ρευστότητα της, με την αύξηση των ασύμμετρων πληροφοριών. Βασισμένος σε αυτή την προσέγγιση, έλεγξε εάν οι φραγμοί που επιβάλλουν οι μεγαλομέτοχοι έχουν επίδραση στη ρευστότητα των μετοχών, χρησιμοποιώντας μετρήσεις χρηματιστηριακής ρευστότητας (Aminud's μέτρα έλλειψης ρευστότητας). Άλλες θεωρίες υποστηρίζουν, ότι η αιτία που υφίσταται η μετοχική ρευστότητα ίσως έχει αντίθετη κατεύθυνση από τα παραπάνω επιχειρήματα. Συγκεκριμένα, το μοντέλο των Kahn και Winton (1998), εξηγεί την επιλογή να εξέλθει ή να ελέγξει /επεμβαίνει στη βελτίωση της εταιρικής απόδοσης και προβλέπει ότι η επέμβαση είναι λιγότερο επιθυμητή όταν η μετοχή της εταιρίας έχει

περισσότερη ρευστότητα εξαιτίας του χαμηλού κόστους εξόδου. Τέλος, ο Maug (1998) υποστηρίζει, ότι η ρευστότητα διάθεσης των μετοχών μπορεί να μειώσει το κόστος της έκδοσης μιας μετοχής, επειδή καθίσταται λιγότερο δαπανηρή από την αγορά περισσότερων μετοχών έτσι υπάρχει προσδοκία για αγορά περισσότερων μετοχών όταν αυτές έχουν υψηλή ρευστότητα.

3. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

3.1. ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ

Οι μελέτες που συνδέουν την εταιρική διακυβέρνηση με την αποδοτικότητα και την κερδοφορία αποδεικνύουν το έντονο ενδιαφέρον που έχουν οι οικονομικοί επιστήμονες και οι επιχειρηματικές κοινότητες. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον έχει η μελέτη που έκαναν οι Καραθανάσης και Δράκος, οι οποίοι προσπάθησαν να ερευνήσουν αν η εταιρική απόδοση επηρεάζεται από την ιδιοκτησιακή δομή των επιχειρήσεων, χρησιμοποιώντας δεδομένα από μετοχές επιχειρήσεων που ανήκουν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 1996 – 1998. Η βασική υπόθεση που εξέτασαν είναι αν η εταιρική απόδοση που μετριέται από το λόγο Tobin's Q είναι μια λειτουργία της ιδιοκτησίας και άλλων μεταβλητών εταιρικού ελέγχου. Η οικονομετρική τους προσέγγιση βασίστηκε στη χρησιμοποίηση ενός συνδυασμού χρονολογικών σειρών και διαστρωματικών δεδομένων (panel – data analysis). Αφού λοιπόν εξέτασαν το ρόλο του μετόχου σε κάθε εταιρεία, διαπίστωσαν ότι υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στους θεσμικούς επενδυτές και στην εταιρική απόδοση. Για να κατανοηθεί όμως και η σημασία που έχει η εταιρική διακυβέρνηση στην αποδοτικότητα πρέπει να υπάρξει γνώση της σημασίας των δικαιωμάτων στα μερίσματα και των δικαιωμάτων ψήφου.

Οι Almeida H., Park S-Y, Subrahmanyam M., Wolfenzon D., 2007, στο έργο τους, πρότειναν νέες μεθόδους μέτρησης σύνθετης ιδιοκτησιακής δομής επιχειρηματικών ομίλων. Παρουσίασαν λοιπόν, ότι τα δικαιώματα στα μερίσματα και τα δικαιώματα ψήφου δεν είναι οι μόνες μεταβλητές ιδιοκτησίας που συμβάλλουν στην κατανόηση της ιδιοκτησιακής δομής και των αποδόσεων των επιχειρηματικών ομίλων. Οι μετρήσεις τους περιλαμβάνουν ένα ακριβές μέτρο του βαθμού έμμεσης (πυραμιδικής) ιδιοκτησίας των ομίλων, δηλαδή την κεντρική θέση μιας εταιρείας του ομίλου η οποία έχει τον έλεγχο των άλλων επιχειρήσεων και η οποία έχει μια σταυροειδή συμμετοχή σε ένα αυθαίρετο αριθμό

επιχειρήσεων. Επίσης, πρότειναν ένα νέο μέτρο δικαιωμάτων ψήφου (το κρίσιμο κατώτατο όριο ελέγχου), τονίζοντας ότι τα προτεινόμενα μέτρα δε λειτουργούν καλά στις σύνθετες ιδιοκτησιακές δομές των ομίλων επιχειρήσεων. Η έρευνα που έκαναν αναφορικά με τα μέτρα, επικεντρώθηκε στη λεπτομερή περιγραφή της ιδιοκτησιακής δομής των κορεάτικων ομίλων επιχειρήσεων (chaebols), την περίοδο από το 1998 έως το 2004. Τα αποτελέσματα τους τονίζουν, ότι οι κεντρικές εταιρίες, αλλά και άλλες εταιρίες που ανήκουν στον όμιλο έχουν μικρότερη εταιρική αξία από άλλες δημόσιες (chaebols) επιχειρήσεις και ότι οι επιχειρήσεις που ελέγχονται από άλλες, μέσω των πυραμίδων έχουν χαμηλότερη αποδοτικότητα από αυτές που βρίσκονται στην κορυφή του ομίλου. Αυτά τα αποτελέσματα ποικίλουν ανάλογα και με το βαθμό συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας που υφίσταται η κάθε εταιρεία και το διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου που έχει.

Οι Giroud και Mueller, (2008) έκαναν μια μελέτη σε ένα δείγμα 3.241 εταιρειών για την περίοδο 1990 έως 2006, οι οποίες είχαν υπαχθεί στο Κέντρο Έρευνας Επενδυτικής Ευθύνης – Investor Responsibility Research Center (I.R.R.C.). Διεξάγοντας παλινδρομήσεις εταιρικών αποδόσεων, επικεντρώνονται σε εμπορικές στρατηγικές που βασίζονται στην εταιρική διακυβέρνηση και στον ανταγωνισμό της αγοράς βιομηχανικών επιχειρήσεων. Εξέτασαν την υπόθεση ότι οι εταιρίες που ανήκουν σε ανταγωνιστικές βιομηχανίες ωφελούνται λιγότερο από την καλή διακυβέρνηση, ενώ οι εταιρίες που ανήκουν σε μη ανταγωνιστικές βιομηχανίες, όπου η έλλειψη της πίεσης του ανταγωνισμού αποτυγχάνει να ενδυναμώσει την πειθαρχία στους διευθυντές, πρέπει να ωφελούνται σχετικά περισσότερο. Ενώ κάποιος παρατηρεί τα αποτελέσματα της διακυβέρνησης σε ένα μακρύ ορίζοντα αποδόσεων των μετοχών, της εταιρικής αξίας ή της λειτουργικής παρουσίας συνεχώς εμφανίζεται το ίδιο πρότυπο όπου το αποτέλεσμα είναι μονοτονικό σε ένα βαθμό ανταγωνισμού μικρό και ασήμαντο στις ανταγωνιστικές βιομηχανίες και μεγάλο και σημαντικό στις μη ανταγωνιστικές βιομηχανίες.

Οι Armour J., Deakin S., Sarkar P., Siems M., Singh A., (2008) χρησιμοποίησαν panel δεδομένα σε ένα φάσμα από αναπτυγμένες και αναπτυσσόμενες χώρες και διαπίστωσαν ότι τα συνήθη νομικά συστήματα προστάτευαν περισσότερο τα συμφέροντα των μετόχων παρά τα πολιτειακά νομικά συστήματα (αστικού δικαίου) κατά την περίοδο 1995 – 2005. Επίσης, διαπίστωσαν ότι δεν υπάρχουν στοιχεία που να επιβεβαιώνουν την επίδραση της μακροχρόνιας νομικής αλλαγής στην ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς, επεξηγώντας ότι οι υπάρχοντες νόμοι είναι αρκετά προστατευτικοί και ότι οι μεταφερόμενοι νόμοι (transplanted laws) δε λειτουργούν όπως προσδοκούσαν.

Οι Ghosh D., Ghosh D.K., Zaher A.A. (2011) στη μελέτη τους προσπάθησαν να ερευνήσουν, αν η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί ένα εμπόδιο ή μια έλξη στη μεγιστοποίηση του κέρδους. Στο έργο τους παρουσιάζουν, ότι οι ηθικοί κώδικες, το δημόσιο ενδιαφέρον και οι κοινωνικές αξίες, δε συνιστούν καμία απειλή για τη μεγιστοποίηση του κέρδους οποιασδήποτε εταιρείας και αυτό απεικονίζεται καλύτερα με τη μεταφορά τιμολόγησης στις οικονομίες που παράγουν δημόσια αγαθά όπου τα κέρδη και η ηθική είναι δυο συμβατά πράγματα, που περικλείονται κάτω από τους κοινωνικούς κανόνες και τους εταιρικούς στόχους.

Επιπλέον, οι Wruck K.H., Wu Y., (2008), χρησιμοποίησαν συμβόλαια ιδιωτικών τοποθετήσεων (private placement contracts), αναλύοντας τις σχέσεις ανάμεσα στους επενδυτές και στους εκδότες των συμβολαίων. Επισήμαναν ότι οι περισσότεροι επενδυτές έχουν μια σχέση με τον εκδότη μετά την τοποθέτηση και ότι πολλές νέες σχέσεις τίθενται με τη συμφωνία τοποθέτησης. Οι νέες σχέσεις είναι σχέσεις έντονης διακυβέρνησης (θέσεις διοικητικού συμβουλίου ή απόκτηση του 5% ή μεγαλύτερου ποσοστού των μετοχών), αλλά επίσης περιλαμβάνουν σημαντικές επιχειρηματικές συνεργασίες. Ακόμη κατέληξαν σε τρία βασικά ευρήματα. Πρώτον, οι νέες σχέσεις καθοδηγούν τις θετικές μετοχικές τιμές, που ανταποκρίνονται στις ανακοινώσεις και επισήμαναν ότι οι τοποθετήσεις που στερούνται αυτές οι νέες σχέσεις είναι ουσιαστικά ανύπαρκτες. Δεύτερον, οι επενδυτές που έχουν ισχυρούς δεσμούς με τους εκδότες των μετοχών είναι περισσότερο πιθανό να αποκομίσουν μια διοικητική θέση σαν ένα μέρος της συμφωνίας τοποθέτησης. Τρίτον, οι νέες σχέσεις είναι συνδυασμένες για ισχυρότερη κερδοφορία και αποδοτικότητα της τιμής των μετοχών που επέρχεται ακριβώς μετά την τοποθέτηση σε αυτές. Όλα τα ανωτέρω ευρήματα μάλιστα, αυξάνουν την αξία της επιχείρησης όταν συνδυάζονται με τον αυξανόμενο έλεγχο του διοικητικού συμβουλίου και την ισχυρότερη και καλύτερη διακυβέρνηση. Το δείγμα τους περιλάμβανε 1.976 ιδιωτικές τοποθετήσεις σε μετοχές πάνω σε αμερικάνικες δημόσιες επιχειρήσεις εισηγμένες στα χρηματιστήρια κατά την περίοδο 1980 έως 1999 και εφάρμοσαν τη μέθοδο διαστρωματική ανάλυση (Cross – Sectional analysis method) και την διαστρωματική ανάλυση των ανώμαλων αποδόσεων από τις ανακοινώσεις (Cross – Sectional analysis of abnormal returns at announcement) στα δεδομένα του δείγματος. Επίσης, όλα τα μοντέλα εκτιμήθηκαν με τη χρήση την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS regression).

Οι Huang H-H, Chan M-L, Huang I-H, Chang C-H, (2011) στην έρευνα που διενέργησαν αναφορικά με τη μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών, απέδειξαν ότι αυτή αυξάνεται σημαντικά όταν υπάρχουν πολιτικές κρίσεις. Εξέτασαν τα αποτελέσματα της

εταιρικής διακυβέρνησης, αποδοτικότητας, μεταβλητότητας και αγοραστικής υπεραντίδρασης κατά τη διάρκεια των οικονομικών κρίσεων που προκλήθηκαν στη διάρκεια των προεδρικών εκλογών στην Taiwan το 2004. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι εταιρίες που είχαν καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση, οι τιμές των μετοχών τους παρουσίασαν λιγότερη μεταβλητότητα κατά τη διάρκεια της πολιτικής κρίσης. Επιπλέον, ότι η εταιρική αποδοτικότητα και η ιδιοκτησιακή δομή έχουν σημαντικό αντίκτυπο στην υπεραντίδραση των τιμών των μετοχών. Τα αποτελέσματα προέκυψαν εφαρμόζοντας μια πολυμεταβλητή παλινδρόμηση, προκειμένου να αναλύσουν της ερμηνευτικές μεταβλητές της μεταβλητότητας των τιμών μετοχών και των υπεραντιδρασεών τους. Τέλος, η έρευνα περιελάμβανε παρατηρήσεις του δείκτη και των τιμών των μετοχών πριν και μετά το ξέσπασμα της πολιτικής κρίσης. .

Οι Lee S-C, Lin C-T, (2010) στην έρευνά τους μελέτησαν τις μεταβλητές διακυβέρνησης που επηρεάζουν την εταιρική αξία των επιχειρήσεων μέσα από το σύστημα που βασίζεται στο μοντέλο της λογιστικής αξιολόγησης των Feltman και Ohlson (1995). Χρησιμοποιώντας ένα σύνολο από 32 μετρήσεις σε 5 κατηγορίες Ταυλανδέζικων εταιριών, οι μεταβλητές εταιρικής διακυβέρνησης περιλάμβαναν την ιδιοκτησιακή δομή των επιχειρήσεων, την απόκλιση ανάμεσα στα δικαιώματα σε μερίσματα και στα δικαιώματα ελέγχου (ψήφου), τις διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών από χρόνο σε χρόνο. Τα ευρήματα τους ανέδειξαν ότι ο έλεγχος των επιχειρήσεων από τους διοικητές και τα οικογενειακά μέλη επηρεάζει την λογιστική αξία των επιχειρήσεων και την αξία των λειτουργικών ενεργητικών στοιχείων, οδηγεί σε προσωρινή κερδοφορία όμως έχει ως τελικό αποτέλεσμα την μείωση της εταιρικής αξίας τους. Επίσης, τόνισαν ότι οι μετοχές που κατέχονται από τους διοικητές και τα οικογενειακά μέλη, το κρίσιμο επίπεδο ελέγχου της εταιρείας και τα δικαιώματα ψήφου των μεγαλομετόχων που οδηγούν στο ολοκληρωτικό έλεγχο, είναι αποδοτικά μέτρα εταιρικής διακυβέρνησης που επηρεάζουν την εταιρική αξία της επιχείρησης. Ακόμη, τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι η αύξηση της εταιρικής αξίας η οποία μπορεί να προκύψει από τις πρακτικές διακυβέρνησης μια εταιρείας και των μορφών των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης είναι σημαντικοί παράγοντες για τις εταιρίες με την ίδια ιδιοκτησιακή δομή και ελέγχους. Όλα τα δεδομένα των εταιριών του δείγματος περιέχονται στη βάση που περιλαμβάνει το Οικονομικό Περιοδικό της Ταϊβάν - Taiwan Economic Journal (TEJ) database. Για να περιληφθεί στο δείγμα μια εταιρία έπρεπε να είχε 33 διαδοχικά τετραμηνιαία δεδομένα για τις εμπειρικές δοκιμές. Αποκλείστηκαν οι τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρίες και οι εταιρίες που η λογιστική τους αξία ήταν αρνητική. Με αυτά τα κριτήρια επιλογής προέκυψε ένα δείγμα

από 215 εταιρίες από τον Ιούλιο του 1998 μέχρι το Δεκέμβριο του 2006. Αναφορικά με τα μέτρα εταιρικής διακυβέρνησης, αρχικά εξεταστήκαν 32 αντιπροσωπευτικά για κάθε είδος εταιριών που ήταν διαθέσιμα στη βάση. Τα μέτρα αυτά εμπίπτουν σε πέντε κατηγορίες ιδιοκτησιακής δομής, χαρακτηριστικών διοικητικού συμβουλίου, απόκλισης μεταξύ των δικαιωμάτων σε μερίσματα και των δικαιωμάτων ελέγχου (ψήφου), συχνότητας της αναδιάρθρωσης της οικονομικής κατάστασης και αλλαγών προσωπικού. Με δεδομένο ότι η αγοραία αξία της επιχείρησης είναι μη στάσιμη τιμή, μόνο οι μεταβλητές της εταιρικής διακυβέρνησης που είναι μη στάσιμες μεταβλητές μπορούν ενδεχομένως να εξηγήσουν τη διακύμανση της αγοραίας αξίας με το πέρασμα του χρόνου. Αρχικά λοιπόν εφάρμοσαν έλεγχο μη στασιμότητας για κάθε μεταβλητή. Έπειτα, προσπάθησαν να εκτιμήσουν το μέρος της εταιρικής αξίας που σχετίζεται με την εταιρική διακυβέρνηση μέσα στο πλαίσιο της αξιολόγησης των Feltman Ohlson (1995, FO95 thereafter), με βάση το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων – dividend discount model (DDM), FO95, το οποίο καθιστά την εταιρική αξία ως μια λειτουργία της λογιστικής αξίας, των καθαρών λειτουργικών ενεργητικών στοιχείων, της μη κανονικής κερδοφορίας, και άλλων πληροφοριών. Ένα πλεονέκτημα της χρήσης του μοντέλου αξιολόγησης (DDM) είναι ότι η αξιολόγηση αυτή μπορεί να εφαρμοστεί εύκολα σε μη μερισματικές πληρωμές των εταιριών. Επιπλέον, οι επεξηγηματικές μεταβλητές της λογιστικής αξίας της επιχείρησης μπορούν να εντοπιστούν εύκολα και να εκτιμηθούν από τις οικονομικές καταστάσεις των εταιριών. Ακόμα, εξετάστηκε η σχέση ανάμεσα στην εταιρική αξία, στη χρηματοοικονομική απόδοση και στην εταιρική διακυβέρνηση ως ένα συνολοκληρωμένο σύστημα, στο πλαίσιο αξιολόγησης FO95, χρησιμοποιώντας τη σχέση της χρονολογικής σειράς μεταξύ της τιμής της μετοχής και των εκτιμήσεων της εταιρικής αξίας από το μοντέλο αξιολόγησης ως ένα συνολοκληρωμένο σύστημα σε μια μακροπρόθεσμη σχέση. Επισήμαναν λοιπόν, ότι η μορφή αυτή έχει μερικά πλεονεκτήματα πάνω στην τυποποιημένη ανάλυση της παλινδρόμησης ελαχίστων τετραγώνων, η οποία εξισώνει την τιμή με την αξία. Ένα άλλο πλεονέκτημα της χρησιμοποίησης της προσέγγισης συνολοκλήρωσης είναι ότι εξετάζει την πιθανή ψευδή - φειδωλή σχέση μεταξύ της τιμής της μετοχής, των ερμηνευτικών μεταβλητών FO95 και της εταιρικής διακυβέρνησης που μπορεί να παρουσιαστεί στην ανάλυση της παλινδρόμησης εξαιτίας των τάσεων που παρατηρούνται στα δεδομένα των χρονολογικών σειρών. Η ψευδή παλινδρόμηση μπορεί να συμβεί εξαιτίας των μη στάσιμων χρονολογικών σειρών, οι οποίες προκαλούν τάσεις μεταξύ τους κατά το πέρασμα του χρόνου, που μπορεί να είναι συσχετισμένες, ενώ δεν υπάρχει καμία κανονική σχέση μεταξύ τους. Οι Granger και Newbold (1974) και Phillips

(1986) καταδεικνύουν ότι το φαινόμενο αυτό οφείλεται σε δυο ανεξάρτητες σειρές τυχαίου περιπάτου two independent random walk series (όπως δυο σειρές είναι μη στάσιμες). Αυτοί ανέφεραν ότι σε πολλές περιπτώσεις τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης αναδεικνύουν ένα σημαντικό t-statistics. Η συνολοκληρωμένη προσέγγιση ξεπερνά τα οικονομικά προβλήματα εξετάζοντας εάν η σχέση είναι αιτιώδης και κανονική ή εάν η συσχέτιση παραμένει κατά την διάρκεια μίας περιόδου. Ενώ τα κατάλοιπα (residuals) της τροποποιημένης σχέσης Feltham-Ohlson είναι στάσιμα, οι μεταβλητές λέγεται ότι συνολοκληρώνονται κατά τον τρόπο όπου η αγοραία αξία (market value) της επιχείρησης συσχετίζεται με τις μεταβλητές FO95 και τις εκτιμήσεις της διακυβέρνησης με μια σταθερή μέθοδος. Από την άλλη μεριά, εάν τα κατάλοιπα είναι μη στάσιμα, η παρατηρούμενη σχέση είναι πιθανό να είναι παραπλανητική και να παραβιάζει μια θεμελιώδη υπόθεση της παλινδρόμησης των ελάχιστων τετραγώνων, καθιστώντας με αυτό τον τρόπο το στατιστικό συμπέρασμα αναξιόπιστο. Όπως μάλιστα επισήμαναν οι Engle και Granger (1987), οι εκτιμήσεις των ελάχιστων τετραγώνων πρέπει να είναι συνεπείς και ασυμβίβαστες (inconsistent). Ως εκ τούτου, το πρώτο βήμα είναι να εξεταστεί εάν η συνολοκλήρωση παίρνει μέρος μεταξύ των μεταβλητών FO95 και των μετρήσεων διακυβέρνησης πριν από τις εκτιμήσεις των OLS που μπορούν να εφαρμοστούν, προκειμένου για να εξεταστεί η επίδραση των εκτιμήσεων της διακυβέρνησης στην εταιρική αξία. Για την εκτίμηση της αξία της επιχείρησης αναφορικά με την εταιρική διακυβέρνηση, χρησιμοποιήθηκαν όλες διαθέσιμες εταιρίες της Ταϊβάν. Οι εταιρίες αυτές είναι γενικώς οικογενειακά ελεγχόμενες και καταδεικνύουν ένα σημαντικό ρόλο ανάμεσα στην ιδιοκτησία και τον έλεγχο. Αναφέρουν επίσης, ότι ο έλεγχος ενισχύεται μέσω των πυραμιδικών δομών και των διασταυρουμένων ιδιοκτησιών (cross-holdings) ανάμεσα στις επιχειρήσεις. Τέλος επισήμαναν ότι το νομικό σύστημα της Ταϊβάν είναι βασισμένο στο γερμανικό αστικό δίκαιο.

Οι Armstrong C., Guay W., Weber J., (2010) στη μελέτη τους ερεύνησαν τη φιλοσοφία και το ρόλο της διαφάνειας των οικονομικών αναφορών, στη μείωση της διαμάχης αντιπροσώπευσης, σχετικά με τη διακυβέρνηση που υφίσταται ανάμεσα στους διευθυντές και τους ιδιοκτήτες – μετόχους και πρότειναν πεδία για περαιτέρω έρευνα. Τα κύρια θέματα που ερεύνησαν περιλαμβάνουν την ενδογενή φύση των συμβολαίων χρέους (debt contracts) και των μηχανισμών διακυβέρνησης, επισημαίνοντας τις ασύμμετρες πληροφορίες ανάμεσα στις ομάδες που συνδιαλλάσσονται με τα συμβόλαια αυτά, την ετερογένεια της φύσης των πληροφοριακών απαιτήσεων και την ετερογένεια της φύσης των αποτελεσμάτων των διακυβερνητικών συμβολαίων και των συμβολαίων χρέους.

Επίσης, υπογράμμισαν το ρόλο της δέσμευσης για τη διαφάνεια των οικονομικών καταστάσεων με τη διεξαγωγή άτυπων συμβολαίων ανάμεσα στους διευθυντές, τους διοικητές, τους μετόχους και τους πιστωτές.

Οι Kuan T-H, Li C-S, Chu S-H., (2011) εξέτασαν τη σχέση της εταιρικής διακυβέρνησης και της πολιτικής διάθεσης των μερισμάτων μέσα στις οικογενειακά ελεγχόμενες εταιρίες. Οι οικογενειακές επιχειρήσεις όχι μόνο συνδιαλάσσονται με τις επιχειρηματικές απαιτήσεις και υποχρεώσεις, αλλά πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους τις ανάγκες και τις επιθυμίες των ιδιοκτητών, που είναι οικογενειακά μέλη. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης όπου τα δικαιώματα ελέγχου διαφέρουν από τα δικαιώματα στα μερισμάτα, της διευθυντικής ιδιοκτησίας και του ποσοστού των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου πάνω στις πολιτικές διανομής μερισμάτων, διαφέρουν ανάμεσα στις οικογενειακά ελεγχόμενες και στις μη οικογενειακά ελεγχόμενες επιχειρήσεις. Ο διαχωρισμός των δικαιωμάτων ελέγχου και των δικαιωμάτων στα μερισμάτα, όπως και η διαρχία όπου ο πρόεδρος ασκεί παράλληλα και τα καθήκοντα του ανώτατου εκτελεστικού διευθυντή (C.E.O.), επηρεάζουν σημαντικά την πολιτική διανομής μερισμάτων, όμως σε διαφορά επίπεδα διανομής μερισμάτων γίνεται παρακράτησης χρημάτων. Η έρευνα αυτή περιλαμβάνει τα δεδομένα εταιρικής διακυβέρνηση της βάσης (TEJ) από το 1997 έως το 2008. Από την ανάλυση αποκλείστηκαν οι επιχειρήσεις με αντικείμενο τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες. Το τελικό δείγμα περιελάμβανε 1.164 εταιρίες της συγκεκριμένης περιόδου, ενώ οι συνολικές παρατηρήσεις έφτασαν 8.330. Επίσης, έγινε διαχωρισμός του δείγματος σε δύο υποσύνολα, τις οικογενειακές επιχειρήσεις, όπου έγινε και περαιτέρω διερεύνηση και τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις.

Οι Tian G.Y., Twite G., (2011), χρησιμοποιώντας ένα δείγμα από αυστραλιανές επιχειρήσεις την περίοδο 2000 – 2005, εξέτασαν την επίδραση της εσωτερικής εταιρικής διακυβέρνησης στους παράγοντες συνολικής παραγωγικότητας της επιχείρησης, λαμβάνοντας υπόψη τους την αλληλεπίδραση μεταξύ της εσωτερικής διακυβέρνησης και της εξωτερικής αγοράς που πειθαρχεί σε κάποιους κανόνες. Τα εμπειρικά ευρήματα παρουσίασαν ένα αποτέλεσμα υποκατάστασης ανάμεσα στην ανταγωνιστικότητα της αγοράς προϊόντων και στο επίπεδο της εταιρικής διακυβέρνησης κάθε επιχείρησης. Γενικώς οι μηχανισμοί εσωτερικής εταιρικής διακυβέρνησης όπου υπάρχουν διοικητικά συμβούλια με έμπειρα στελέχη και η υψηλότερη βάσει μετοχής αποζημίωση του Ανώτατου Εκτελεστικού Διευθυντή (CEO) είναι αποδοτικά εργαλεία για τη βελτίωση της εταιρικής παραγωγικότητας. Επίσης τόνισαν, ότι υπάρχει μια αδύναμη εμπειρικά μελέτη

για τη σύνδεση ανάμεσα στην ιδιοκτησιακή δομή και στην παραγωγικότητα των βιομηχανικών επιχειρήσεων και καμία εμπειρική υποστήριξη για τη σύνδεση ανάμεσα στην ένταση αποκτήσεων της βιομηχανίας και στην εταιρική παραγωγικότητα. Στο πρώτο μέρος της ανάλυσης τους ορίζουν και υπολογίζουν την συνολική εταιρική παραγωγικότητα (TFP) των αυστραλιανών επιχειρήσεων την περίοδο 2000 – 2005. Στο δεύτερο μέρος εξέτασαν τον τρόπο που η συνολική εταιρική παραγωγικότητα (TFP) επηρεάζεται από διάφορα βασικά στοιχεία της εσωτερικής εταιρικής διακυβέρνησης (χαρακτηριστικά συμβουλίου, ιδιοκτησιακή δομή, και αποζημίωση του CEO) από διάφορες αντιπροσωπευτικές μεταβλητές της πειθαρχίας της εξωτερικής αγοράς (ανταγωνισμός της αγοράς προϊόντος) και από την απειλή των αποκτήσεων (acquisitions), καθώς και από τις επιδράσεις που προκαλούν αυτές. Η έρευνά στηρίχτηκε σε 2 υποθέσεις:

H1. Η καλύτερη εσωτερική διακυβέρνηση μειώνει το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης και δίνει κίνητρα στους διοικητές να βελτιώσουν την εταιρική παραγωγικότητα.

H2. Η πειθαρχία στην εξωτερική αγορά δρα σαν ένα υποκατάστατο για την εταιρική διακυβέρνηση. Έτσι, η θετική σύνδεση ανάμεσα στη διακυβέρνηση και στην εταιρική αποδοτικότητα είναι πιο αδύναμη στις βιομηχανικές αγορές που υπάρχει περισσότερη πειθαρχία σε κάποιους κανόνες παρά σε άλλες.

Τα δεδομένα προέρχονται από διάφορες πηγές. Ξεκινώντας με 1.080 επιχειρήσεις στη βάση δεδομένων Connect4 Boardroom κατά την περίοδο 2000 – 2005, έλαβαν λεπτομερείς στοιχεία για την θέση των εκτελεστικών διοικητών και για δεδομένα αποζημιώσεων. Τα δεδομένα ιδιοκτησιακής δομής των εταιριών προέρχονται από την πηγή WorldScope. Τα χρηματοοικονομικά δεδομένα προέρχονται από τις βάσεις Bvb's ORBIS και Aspect Huntley. Εξαιρέθηκαν οι εταιρίες της χρηματοοικονομικής βιομηχανίας, εξαιτίας των διαφορετικών δομών αναφοράς και εταιρείες που είχαν λιγότερα από 2 διαδοχικά έτη χρηματοοικονομικά στοιχεία. Το τελικό δείγμα περιλάμβανε 2.306 ετήσιες παρατηρήσεις από 543 διαφορετικές αυστραλιανές επιχειρήσεις κατά την περίοδο 2000-2005. Επίσης, χρησιμοποιήθηκε η μεταβλητή συνολική παραγωγικότητα συντελεστών – Total Factor Productivity (TFP), σαν μέτρο εκτίμησης της τεχνολογική εξέλιξης και της βελτίωσης της αποδοτικότητας της παραγωγής. Ακόμη, χρησιμοποίησαν την εξίσωση Cobb-Douglas για την παραγωγή για να προκύψει η TFP, με δυο βήματα. Πρώτον, εκτίμησαν τους χρονικά αμετάβλητους παράγοντες εισαγωγής και υπέθεσαν ότι όλοι αυτοί οι παράγοντες είναι ίδιοι για τις εταιρίες που ανήκουν στον ίδιο τομέα βιομηχανίας. Μετέπειτα, υπολόγισαν την TFP για κάθε εταιρία και για κάθε χρόνο από τη διαφορά ανάμεσα στα ενεργά αποτελέσματα και

στα εκτιμώμενα αποτελέσματα, χρησιμοποιώντας τους χρονικά σταθερούς (time-constant) παράγοντες.

Οι Aaboen L., Lindelof P., Von Koch C., Lofsten H., (2006) στην έρευνα τους χρησιμοποίησαν δεδομένα από ένα δείγμα από 183 μικρές επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας της Σουηδίας με 54 μεταβλητές, όπως επίπεδο εκπαίδευσης των διευθυντών, χρόνια επαγγελματικής εμπειρίας των διευθυντών όπως και άλλα στοιχεία του συμβουλίου και των συμβούλων, χρηματοδοτήσεις, κινήτρων απόδοσης, τεχνολογικής καινοτομίας και στρατηγικής. Όπως προέκυψε από τα συμπεράσματα της έρευνας, λίγοι διευθυντές είχαν υψηλό επίπεδο εκπαίδευσης και ελάχιστοι ήταν αυτοί που είχαν εμπειρία πολλών ετών στην διοίκηση επιχειρήσεων ενώ ακόμη λιγότεροι είχαν εμπειρία στο τομέα χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Μόνο το 64% των διευθυντών είχαν εμπειρία σε διευθυντικές θέσεις σε προηγούμενες επιχειρήσεις πριν εργαστούν στις επιχειρήσεις που περιλάμβανε το δείγμα της συγκεκριμένης περιόδου. Επιπλέον, τόνισαν το γεγονός, ότι οι μικρές εταιρίες υψηλής τεχνολογίας αρέσκονται στο να έχουν δυνατό δεσμό με τα τραπεζικά ιδρύματα, καθώς τα περισσότερα κεφάλαια τους προέρχονταν από τις τράπεζες και βέβαια υπήρχε μια δυνατή ιδιοκτησιακή σχέση ανάμεσα στις τράπεζες και στη συγκεκριμένη βιομηχανία. Το επίπεδο εκπαίδευσης και η επαγγελματική εμπειρία του ιδρυτή είναι χαρακτηριστικά που επηρεάζουν σημαντικά την ιδιοκτησιακή δομή της εταιρείας και την εταιρική απόδοση. Το δείγμα περιελάμβανε 572 μικρές επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας από ένα αρχικό δείγμα 1.240 επιχειρήσεων και αφορά επιχειρήσεις που απάντησαν στο ερωτηματολόγιο που τους στάλθηκε. Ο μέσος αριθμός εργαζομένων των επιχειρήσεων ήταν 10 εργαζόμενοι. Όλες οι επιχειρήσεις απασχολούσαν λιγότερους από 50 εργαζομένους. Επιπλέον, εξέτασαν την εταιρική απόδοση σε τρεις διαστάσεις, α) της αύξησης της απασχόλησης, β) της ανάπτυξης των πωλήσεων και γ) την βελτίωσης την παραγωγικότητας κατά τα έτη (1996-1998).

Οι Humphery – Jenner M.L., Powell R. , (2011) στη μελέτη τους ανέφεραν, ότι ο εταιρικός έλεγχος είναι ένας σημαντικός μηχανισμός πειθαρχίας των διευθυντών (managers) στις αναπτυγμένες χώρες. Οι μηχανισμοί περιχαράκωσης που συχνά χρησιμοποιούνται στις εταιρίες των Η.Π.Α. με τη μορφή αντιπαροχών αποκτήσεων - εξαγορών - anti-takeover provisions (ATPs) είναι μηχανισμοί που προστατεύουν τους διευθυντές από την συνέπειες της πειθαρχικής ποινής. Αυτό βέβαια διευκολύνει την περιχαράκωση και τελικά οδηγεί στην μείωση της εταιρικής απόδοσης. Μια εκδήλωση περιχαράκωσης είναι οι αποκτήσεις εταιρειών χαμηλής αξίας όπου σημαντικές απώλειες επιφέρουν στους μεγάλους αγοραστές και στους αγοραστές με τον υψηλότερο αριθμό

αντιπαροχών αποκτήσεων ATPs. Εξέτασαν την αποδοτικότητα των αποκτήσεων-εξαγορών εταιρειών στην Αυστραλιανή αγορά αναφορικά με τις US – style ATPs. Τα αποτελέσματα δείχνουν, ότι αντίθετα με τα αντίστοιχα των ΗΠΑ, οι μεγάλοι αγοραστές αυξάνουν σημαντικά την αξία των μετόχων τους με τις ανακοινώσεις των αποκτήσεων - εξαγορών και οδηγούν σε μακροχρόνιες λειτουργικές βελτιώσεις των αποδόσεων των επιχειρήσεων που αποκτούν. Τα ασφάλιστρα (premium) εξαγορών είναι επίσης σημαντικά χαμηλότερα από αυτά που αναφέρονται στις Η.Π.Α. και την Αγγλία και δε διαφέρουν ανάμεσα στους μικρούς και στους μεγάλους αγοραστές. Τα ασφάλιστρα επίσης συσχετίζονται θετικά με τη μακροχρόνια λειτουργική απόδοση. Επίσης βρήκαν ότι οι πλειοδότες συνήθως απομειώνουν την αξία των αποκτήσεων – εξαγορών (takeovers) των εταιριών προκειμένου να τις αποκτήσουν με το χαμηλότερο κόστος. Αφού εξέτασαν ένα δείγμα από 1.900 αποκτήσεις - αναλήψεις επιχειρήσεων μεταξύ 1993 και 2007, χρησιμοποιώντας διάφορα οικονομετρικά μοντέλα για την ανάλυση των δεδομένων, τα αποτελέσματά της έδειξαν ότι οι εξαγορές εταιρειών από επιχειρήσεις μικρού μεγέθους και με χαμηλής κεφαλαιοποίησης (μικροί αγοραστές) παρουσίασαν να έχουν πιο υψηλές συσφρευτικές μη – κανονικές αποδόσεις (CARs) από αυτές των που είχαν εξαγοραστεί από επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους υψηλής κεφαλαιοποίησης (μεγάλοι αγοραστές). Οι λεπτομέρειες των αποκτήσεων, περιελάμβαναν εμπορικούς όρους, μεθόδους πληρωμών και ασφάλιστρα από την Thomson Financial SDC Platinum Merger and Acquisitions Database. Οι μεγάλοι, (μικροί) αγοραστές είναι αγοραστές οι οποίοι δραστηριοποιούνται στην κεφαλαιαγορά το χρόνο της απόκτησης, στο μέγιστο 75%, (ελάχιστο 25%) του πληθυσμού των απεριθωσμένων Αυστραλιανών επιχειρήσεων.

Οι Lo A., Wong R., Firth M., (2010) ερεύνησαν, εάν οι καλές δομές εταιρικής διακυβέρνησης βοηθάνε στον περιορισμό φαινόμενων της διευθυντικής καιροσκοπίας (με τη μορφή χειρισμών μεταφοράς τιμολόγησης), σε μια από τις ισχυρότερες οικονομίες του κόσμου. Τα δεδομένα προέρχονται από ένα δείγμα από 266 επιχειρήσεις που ανήκουν στο χρηματιστήριο της Σαγκάης, παρουσιάζουν το ποσοστό του ακαθάριστου κέρδους των πωλήσεων σε σχέση με τις συναλλαγές με συνδεδεμένες επιχειρήσεις και σε σχέση με μη συνδεδεμένες επιχειρήσεις. Εντόπισαν λοιπόν, ότι οι εταιρίες που είχαν συμβούλια με υψηλό ποσοστό από ανεξάρτητους συμβούλους ή ένα χαμηλό ποσοστό από «πατριαρχικούς» (parents) συμβούλους (π.χ. συμβούλους που αντιπροσωπεύουν τις πατρικές επιχειρήσεις των εισηγμένων επιχειρήσεων ή έχουν διαφορετικούς ανθρώπους που κατέχουν τη θέση του προέδρου και του ανώτατου εκτελεστικού διευθυντή (CEO) ή διαθέτουν ειδικούς χρηματοοικονομικούς επαγγελματίες που στελεχώνουν την επιτροπή

ελέγχου, είναι λιγότερο πιθανό να δεσμευτούν σε χειρισμούς μεταφοράς τιμολόγησης (transfer pricing) (προστιθέμενη αξία στην τιμή). Επίσης, στην έρευνά τους εντόπισαν ότι η ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης είναι σημαντική για την αποτροπή της χρήσης των χειραγωγημένων μεταφερόμενων τιμών που αφορούν τις πωλήσεις που σχετίζονται με τα συνδεδεμένα μέρη. Το δείγμα τους περιελάμβανε όλες τις επιχειρήσεις του χρηματιστηρίου της Σαγκάης το 2004. Αποκλείστηκαν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, οι δημόσιες επιχειρήσεις και οι επιχειρήσεις που δεν έχουν μεταφερόμενη τιμολόγηση πωλήσεων με τις συνδεδεμένες τους επιχειρήσεις. Τα δεδομένα αναφορικά με τις πωλήσεις με συσχετιζόμενα μέρη και τα χαρακτηριστικά των διοικητικών συμβουλίων προέρχονται από την ερευνητική βάση CSMAR, η οποία περιέχει στοιχεία για τις συναλλαγές με συνδεδεμένα μέρη και την εταιρική διακυβέρνηση των επιχειρήσεων. Τα δεδομένα αναφορικά με τα ποσοστά του ακαθάριστου κέρδους των πωλήσεων με συνδεδεμένα μέρη, το ποσοστό ακαθάριστου κέρδους σε πωλήσεις με μη συνδεδεμένα μέρη και κάποιες μεταβλητές διακυβέρνησης προέρχονται από τις ετήσιες αναφορές των ίδιων των επιχειρήσεων. Το τελικό δείγμα, το οποίο πληρούσε όλα τα επιβαλλόμενα κριτήρια, περιείχε 266 παρατηρήσεις.

Ο Chalevas C. (2011) ερεύνησε εμπειρικά το αποτέλεσμα της εφαρμογής των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης για την αποζημίωση του εκτελεστικού διευθυντή στην εταιρική απόδοση των επιχειρήσεων πριν και μετά την υιοθέτηση των νόμων εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα. Πριν την υιοθέτηση της νομοθεσίας, οι διευθυντές δεν αποζημιωνόταν με βάση την αποδοτικότητά τους. Με την εισαγωγή της νομοθεσίας, μια σημαντική σχέση παρατηρήθηκε ανάμεσα στην διευθυντική αποζημίωση και την εταιρική απόδοση, όπως μετρήθηκε με τα μέτρα της λογιστικής απόδοσης. Ακολουθώντας την υιοθέτηση των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης που επέβαλε η νομοθεσία, οι βασικοί μηχανισμοί οι οποίοι ελέγχουν την αποζημίωση των εκτελεστικών διευθυντών είναι τα εκλεγμένα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου των επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματα ενισχύονται με εναλλακτικά λογιστικά μέτρα εταιρικής απόδοσης. Η έρευνα εξέτασε τις επιχειρήσεις που συμπεριλαμβάνονταν στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ASE) από 01/01/2000 μέχρι 31/12/2003. Η μελέτη ερεύνησε τους παράγοντες που επιδρούν στην αποζημίωση των εκτελεστικών διευθυντών αναπτύσσοντας ένα μοντέλο παλινδρόμησης των ελαχίστων τετραγώνων για την αποζημίωση των εκτελεστικών διευθυντών και την χρησιμοποίηση μέτρων εταιρικής απόδοσης σαν ανεξάρτητες μεταβλητές.

Οι Dolly King T-H, Wen M-M, (2011). Εξέτασαν τη σχέση ανάμεσα στη δομή της εταιρικής διακυβέρνησης και της διοικητική συμπεριφοράς στην ανάληψη κινδύνου. Η γενική διακυβερνητική δομή έχει μια σημαντική επίδραση στον τρόπο με τον οποίο οι διευθυντές παίρνουν αποφάσεις για τις πολιτικές επενδύσεων. Η ισχυρή διακυβέρνηση των κατόχων ομολογιών παρακινεί περισσότερο στην ανάληψη επενδύσεων χαμηλού ρίσκου, όπως δαπάνες κεφαλαίου και λιγότερο σε υψηλού κινδύνου επενδύσεις, δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης, παρόλο που η αδύναμη διακυβέρνηση των κατόχων μετοχών (διευθυντική περιχαράκωση) οδηγεί σε περισσότερα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης. Επιπλέον βρήκαν, ότι τα αποτελέσματα της διακυβέρνησης αναφορικά με τις επενδυτικές πολιτικές διαφέρουν σημαντικά ανάμεσα στις κερδοσκοπικές και στις επενδυτικές επιχειρήσεις. Για τις κερδοσκοπικές εταιρίες, οι κάτοχοι ομολογιών ή η ισχυρή διακυβέρνηση της μετοχικής παρουσίας οδηγεί σε λιγότερες κεφαλαιακές δαπάνες και σε ελάχιστες δαπάνες σε επενδύσεις έρευνας και ανάπτυξης. Επιπλέον, τα χρηματοδοτικά και επενδυτικά συμβόλαια που υπογράφουν τα μέλη των διοικητικών συμβουλίων αποτελούν μια ισχυρή δεσμευτική δύναμη που αποτρέπει τις επικίνδυνες επενδύσεις. Επίσης επισήμαναν, ότι η περισσότερη εξάρτηση ή η λιγότερη ανεξαρτησία των μελών του διοικητικού συμβουλίου συνδέεται με υψηλές δαπάνες κεφαλαίου και χαμηλές επενδύσεις έρευνας και ανάπτυξης στις κερδοσκοπικές εταιρίες.

Επιπλέον, οι Margaritis D., Psillaki M. (2010), προσπάθησαν να ερευνήσουν τη σχέση ανάμεσα στην κεφαλαιακή διάρθρωση και στην εταιρική απόδοση, χρησιμοποιώντας ένα δείγμα από γαλλικές κατασκευαστικές εταιρίες, υιοθετώντας μια ανάλυση μη παραμετρικών στοιχείων (non – parametric data envelopment analysis) (DEA), για την εμπειρική δόμηση των καλύτερων πρακτικών οριοθέτησης και μέτρησης της εταιρικής απόδοσης. Εξέτασαν επομένως, αν οι εταιρίες που παρουσιάζουν μεγάλη απόδοση επιλέγουν περισσότερο ή λιγότερο χρέος στην κεφαλαιακή τους διάρθρωση, συνοψίζοντας τα συγκρουόμενα αποτελέσματα της απόδοσης στην κεφαλαιακή διάρθρωση σε όρους δυο ανταγωνιστικών υποθέσεων: την απόδοση-κινδύνου (efficiency-risk) και την αναμενόμενη αξία των νέων επιχειρηματικών ευκαιριών που διατίθενται για μια επιχείρηση (franchise value). Χρησιμοποιώντας γραμμικές παλινδρομήσεις ποσοστημορίων (quantile regressions), εξέτασαν τα αποτελέσματα της απόδοσης στη μόχλευση και επιπλέον την εμπειρική ισχύ των δύο υποθέσεων ανάμεσα σε διαφορετικές επιλογές κεφαλαιακής διάρθρωσης. Επίσης, εξέτασαν την ευθεία σχέση από τη μόχλευση στην απόδοση, όπως ορίζεται από τους Jensen και Meckling (1976), ως μοντέλο κόστους αντιπροσώπευσης. Σε όλη την ανάλυσή τους εξέτασαν το ρόλο της ιδιοκτησιακής

διάρθρωσης και τον τύπο της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της εταιρικής απόδοσης. Ακόμη εκτίμησαν τους δομικούς τύπου των εξισώσεων, χρησιμοποιώντας θεμελιώδεις τεχνικές μεταβλητών με τη μέθοδο Ελαχίστων Τετραγώνων O.L.S. και ποσοστημορίων (quantile) παλινδρομήσεις.

Επιπλέον, οι Goldman E., Strobl G. (2011), στο έργο τους, μελέτησαν πως η παρουσία ενός μεγάλου θεσμικού μετόχου επηρεάζει την αποτελεσματικότητα των επενδύσεων και κατά συνέπεια και την εταιρική απόδοση. Η ανάλυσή τους βασίστηκε στην παρατήρηση, ότι ο μακροπρόθεσμος σχεδιασμός των μετόχων δε συμπίπτει απαραίτητα με το χρόνο που παίρνει στην αγορά να αξιολογήσει επακριβώς αυτές τις επενδύσεις. Αυτό καταδεικνύει ότι αυτός ο κακός συνδυασμός των επενδύσεων μακροχρόνιου ορίζοντα και της αξιολόγησής τους από την αγορά, δημιουργεί ένα κίνητρο για το μεγάλο μέτοχο ώστε να χειριστεί τη μετοχή της εταιρίας όπως θέλει αυτός. Σε ομαλές συνθήκες βέβαια, που υπάρχει σύγκλιση των δυο αυτών παραγόντων, οι διευθυντές της εταιρίας ανταποκρίνονται έγκαιρα και αντιδρούν άμεσα σε αυτές τις ενέργειες. Είναι γεγονός πάντως, ότι κάτι τέτοιο τείνει να μειώσει το κίνητρό των μεγαλομετόχων να συλλέγουν δαπανηρές πληροφορίες, οι οποίες αντίστοιχα μειώνουν την πληροφορικότητα της τιμής της μετοχής της εταιρίας και επιδεινώνουν τη διευθυντική μυωπία. Κατά συνέπεια η ανάλυσή τους προσδιόρισε ένα νέο κόστος μετοχικής ιδιοκτησίας, σαν αποτέλεσμα της αυξημένη πολυπλοκότητα των εταιρικών επενδύσεων.

Οι Cao J., Pan X., Tian G., (2011) στην έρευνα που έκαναν μελέτησαν την επίδραση που έχει η ιδιοκτησιακή δομή στην αμοιβή του εκτελεστικού διευθυντή των εισηγμένων επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο της Σαγκάης. Στα βασικά τους ευρήματα κατέληξαν ότι τα δικαιώματα στα μερίσματα των μετόχων που έχουν και των έλεγχο των επιχειρήσεων, έχουν θετική επίδραση στην σχέση αμοιβής – απόδοσης ενώ μια απόκλιση μεταξύ των δικαιωμάτων ελέγχου και των δικαιωμάτων μερισμάτων έχει σημαντικά αρνητικό αποτέλεσμα στη σχέση αμοιβής – απόδοσης. Οι συγκεκριμένοι ερευνητές μοίρασαν το αρχικό τους δείγμα με βάση τον απόλυτο έλεγχο των μετοχών, σε κρατικές επιχειρήσεις – state owned enterprises (SOE), τα διοικητικά γραφεία διαχείρισης δημόσιων περιουσιακών στοιχείων – state assets management bureaus (SAMB) και ελεγχόμενες εταιρίες από ιδιώτες. Κατέληξαν, ότι στις κρατικές επιχειρήσεις τα δικαιώματα στα μερίσματα έχουν σημαντική επίδραση ανάμεσα στη σχέση αμοιβής εκτελεστικού διευθυντή και λογιστικής απόδοσης της εταιρείας. Στις ιδιωτικά ελεγχόμενες επιχειρήσεις, τα δικαιώματα στα μερίσματα έχουν σημαντική επίδραση στην σχέση αμοιβής του εκτελεστικού διευθυντή και στην τρέχουσα (αγοραία) απόδοση της

εταιρείας. Στις εταιρείες που αποτελούν τα διοικητικά γραφεία που διαχειρίζονται δημόσια περιουσιακά στοιχεία, η αμοιβή του ανώτατου εκτελεστικού διευθυντή (CEO) δεν έχει καμία σχέση ούτε με βάση τη λογιστική, ούτε με βάση την αγοραία απόδοση. Τα στοιχεία αναδεικνύουν, ότι οι πληρωμές προς τον ανώτατο εκτελεστικό διευθυντή (CEO) σαν μέτρο ανταμοιβής είναι αναποτελεσματικές στις επιχειρήσεις που το κράτος είναι ο ιδιοκτήτης και έχει τον έλεγχο των μετοχών. Στο δείγμα συλλέχτηκαν δεδομένα από εταιρίες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Σαγκάης και το χρηματιστήριο του Shenzhen, μεταξύ της περιόδου 2002 και 2007, διότι από το 2002 κι έπειτα ήταν διαθέσιμες οι πληροφορίες για τα δικαιώματα μερίσματα και τα δικαιώματα ελέγχου. Τα χαρακτηριστικά των εταιριών προέρχονται από τη βάση λογιστικής έρευνας της κεφαλαιαγοράς της Κίνας – Chinese Stock Market Accounting Research (CSMAR) και τα δεδομένα για τη διευθυντική αποζημίωση, τα συμβούλια και την ιδιοκτησιακή δομή προέρχονται από τη βάση Sino Fin. Επίσης αναφέρεται, ότι αποκλείστηκαν εταιρίες που ανήκουν στην χρηματοοικονομική βιομηχανία (τράπεζες) εξαιτίας των ιδιαίτερων λογιστικών πρότυπων που είχαν και των μη ολοκληρωμένων πληροφοριών που απαιτούνταν από την ανάλυση. Το τελικό δείγμα περιείχε 1.129 εταιρίες και 6.297 ετήσιες παρατηρήσεις για τα έτη από 2002 έως το 2007. Επιπλέον, εξετάστηκε ένα αριθμός εξισώσεων με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων προκειμένου να τεκμηριωθούν τα αποτελέσματά τους.

3.2 ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ

Πολλές είναι επίσης και οι μελέτες που επικεντρώθηκαν στην ιδιοκτησιακή δομή των επιχειρήσεων και τη σχέση τους με την απόδοση. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον είχε η έρευνα του Holderness C. (2009), ο οποίος συγκέντρωσε δεδομένα για τα μεγάλα μερίδια ιδιοκτησίας επιχειρήσεων, σε ένα δείγμα από 375 επιχειρήσεις από τις βάσεις Compustat και CRSP¹ της Αμερικής. Στην μελέτη του διαπίστωσε ότι το 96% των επιχειρήσεων έχει μετόχους που κατέχουν από 5% και πάνω των κοινών μετοχών (blockholders). Ο μέσος όρος των κοινών μετόχων (blockholders) ανέρχεται στο 39% της επιχείρησης. Τόνισε

¹ CRSP (Center of Research in Security Price) είναι δημοφιλής στην εξειδικευμένη δημιουργία και αποθήκευση, ακαδημαϊκών ερευνών αναφορικά με βάσεις που περιέχουν ποιοτικά στοιχεία των κεφαλαιαγορών. Οι βάσεις CRPS των Ηνωμένων Πολιτειών περιλαμβάνουν ημερήσια και μηνιαία δεδομένα της κεφαλαιαγοράς και εταιρικής απόδοσης για ασφάλειες σε επιχειρήσεις που συμπεριλαμβάνονται στα χρηματιστήρια NYSE, NYSE Amex, NASDAQ, και Arca οι οποίες περιλαμβάνουν CRSP δείκτες των αγορών.

επίσης, ότι υπάρχει μια αντίστροφη σχέση ανάμεσα στη συγκέντρωση ιδιοκτησίας και το μέγεθος της επιχείρησης, επισημαίνοντας ότι στις μεγάλες επιχειρήσεις η συγκέντρωση ιδιοκτησίας παρουσιάζει πολλές διαφοροποιήσεις. Για παράδειγμά, το 89% του δείγματος των επιχειρήσεων που άνηκαν στην S&P 500 είχαν κατόχους κοινών μετοχών (blockholders). Τονίζοντας ότι το μέγεθος της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας των επιχειρήσεων διαφέρει ανάμεσα στις χώρες. Επιπλέον προσπάθησε να συγκρίνει τη συγκέντρωση ιδιοκτησίας σε επιχειρήσεις που άνηκαν σε διάφορες χώρες, συγκρίνοντας τα δεδομένα ιδιοκτησίας των επιχειρήσεων που περιλαμβάνονταν στις βάσεις CRSP και Compustat, συλλέγοντας τα (hand – collected) δεδομένα των 7.842 επιχειρήσεων από 22 χώρες της Ευρώπης και της Ανατολικής Ασίας. Τα αποτελέσματα της έρευνάς του έδειξαν, ότι η συγκέντρωση ιδιοκτησίας είναι ίδια στην Αμερική, όπως και στις άλλες χώρες. Επιπρόσθετα, επισήμανε ότι στις μεγαλύτερες επιχειρήσεις των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής έχουν μετόχους, που κατέχουν υψηλά ποσοστά ιδιοκτησιακών μεριδίων. Για την απόδειξη των ευρημάτων του, χρησιμοποίησε οικονομετρικά μοντέλα τρέχοντας αρχικώς τέσσερις παλινδρομήσεις. Αναφορικά με τα οριακά αποτελέσματα από τις λογιστικές παλινδρομήσεις, η ανεξάρτητη μεταβλητή παίρνει την τιμή 1 όταν στην επιχείρηση ο blockholder κατέχει ποσοστό μέχρι 5% και 0 σε διαφορετική περίπτωση. Στις παλινδρομήσεις ελαχίστων τετραγώνων, η ανεξάρτητη μεταβλητή που χρησιμοποιήθηκε είναι το συσσωρευμένο ποσοστό ιδιοκτησία που είναι 5% ή μεγαλύτερο το οποίο κατέχουν οι blockholders μέσα σε μία επιχείρηση.

Οι Coles J., Lemmon M., Meschke J.F., (2012) στην έρευνά τους παρουσίασαν ένα φειδωλό μοντέλο, που απομονώνει τους οικονομικούς καθοριστικούς παράγοντες του επιπέδου και της διασποράς της διευθυντικής ιδιοκτησίας, η μελέτης επικεντρώνεται στην σχέση της διευθυντικής ιδιοκτησίας με την εταιρική απόδοση. Η σχέση που υπάρχει ανάμεσα στην εταιρική απόδοση όπως εκφράζεται με τον δείκτη Tobin's Q και την διευθυντική ιδιοκτησία, παρουσιάζεται μέσα από τους εκτιμώμενους παραμέτρους παραγωγικότητας και του ποσοστού συμμετοχής των ιδιοκτητών στην ιδιοκτησιακή δομή της εταιρείας σε συνδυασμό με τα βέλτιστα συμβόλαια αμοιβής των διευθυντών αλλά και το μέγεθος της επιχείρησης. Για την εκτίμηση της αποτελεσματικότητας των τυποποιημένων οικονομετρικών προσεγγίσεων στο πρόβλημα ενδογένειας που υφίσταται, χρησιμοποιήθηκαν διορθώσεις στα πάνελ δεδομένα (panel data), που προέκυψαν από το μοντέλο. Τελικώς κατέληξαν ότι αναφορικά με την ιδιοκτησιακή δομή και την εταιρική απόδοση, οι αντιπροσωπευτικές μεταβλητές και τα καθορισμένα αποτελέσματα (fixed effects), δεν παρέχουν γενικά αξιόπιστες λύσεις. Η μελέτη αυτή συνδέει τον παράγοντα

της παραγωγής της συνάρτησης Cobb – Douglas, όπως και διάφορους αριθμοδείκτες, προκειμένου να εκτιμήσει την εταιρική παραγωγικότητα. Στα βασικά τους ευρήματα είναι ο προσδιορισμός της καμπύλης που υπάρχει αναφορικά με τη σχέση της ιδιοκτησιακής δομής και της εταιρικής απόδοσης που αντιπροσωπεύεται από το λόγο (Tobin's Q), επισημαίνοντας ότι δεν υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ τους. Η έρευνα έγινε σε εταιρίες που συμπεριλαμβάνονταν στις βάσεις Execucomp και Compustat. Το δείγμα περιείχε 8.570 ετήσιες παρατηρήσεις κατά την περίοδο 1993 έως 2000, όπου επιλέχθηκαν διαστρωματικά δεδομένα και με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων ερευνηθήκαν οι μέσοι των παρατηρήσεων των χρονολογικών σειρών. Αξίζει να σημειωθεί, ότι τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης κατέδειξαν μια φειδωλή σχέση (spurious correlation) ανάμεσα στη διευθυντική ιδιοκτησία και στην εταιρική απόδοση.

Ο Hughes J. P. (2009) στη μελέτη του αναλύει την απόλυτη ιδιοκτησία και την προστασία των επενδυτών στον προσδιορισμό της εταιρικής αξίας σε ένα δείγμα επιχειρήσεων από 12 χώρες της δυτικής Ευρώπης. Η ανάλυση βασίστηκε σε δυο κατηγορίες δεδομένων, σε αυτά που θεωρούν την παρουσία ενός απόλυτου ιδιοκτήτη – ελεγκτή με βάση το επίπεδο δικαιωμάτων στα μερίσματα (cash – flow) καθώς επίσης και του διαχωρισμού των δικαιωμάτων στα μερίσματα και σε αυτούς που έχουν δικαίωμα ψήφου (διοικητικό έλεγχο) των επιχειρήσεων. Επίσης στην μελέτη του εξέτασε κατά πόσο τα ιδιοκτησιακά δικαιώματα που δίνονται στους πιστωτές μίας επιχείρησης με βάση το νομικό σύστημα (judicial system) κάθε χώρας, επηρεάζουν την εταιρική απόδοση της. Τα βασικά ευρήματα αναφέρουν ότι οι εταιρίες είναι πιθανό να τείνουν να προσαρμοστούν με την απόλυτη ελεγκτική δομή, για να ξεπεράσουν τον κίνδυνο της μείωσης της εταιρικής αξίας που συνδέεται με το νόμο κάθε χώρας και που παρέχει χαμηλή προστασία στους επενδυτές. Αυτό αποτελεί ένα πολύτιμο εργαλείο για τους διευθυντές, προκειμένου στρατηγικά να προσαρμοστούν στις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης. Στο δείγμα της έρευνας περιλαμβάνονταν 5.532 παρατηρήσεις από χρηματοοικονομικές και μη επιχειρήσεις των 13 χωρών της Δυτικής Ευρώπης (Αυστρίας, Βελγίου, Φιλανδίας, Γαλλίας, Γερμανίας, Ιρλανδίας, Ιταλίας, Νορβηγίας, Πορτογαλίας, Ισπανίας, Σουηδίας, Ελβετίας και Αγγλίας). Τα δεδομένα ανήκουν στην περίοδο 1997 έως 2001 και ήταν διαθέσιμα από τη βάση Datastream κάθε χώρας. Αξίζει να σημειωθεί ότι για την διερεύνηση του υποδείγματος εφαρμόστηκε η μέθοδος παλινδρομήσεων των ελαχίστων τετραγώνων.

Οι Arosa B., Iturralde T., Maseda A., (2010) στην έρευνα που έκαναν, παρουσίασαν νέα στοιχεία σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο η συγκέντρωση ιδιοκτησίας

επηρεάζει την απόδοση των μη εισηγμένων σε χρηματιστήρια εταιρειών, εστιάζοντας στη σύγκρουση μεταξύ των μετόχων της πλειοψηφίας και των μετόχων της μειοψηφίας, καθώς και της διαφοροποίησης ανάμεσα στη συμπεριφορά των οικογενειακών και μη επιχειρήσεων, χρησιμοποιώντας δεδομένα από 586 μη εισηγμένες ισπανικές επιχειρήσεις. Στις επιχειρήσεις που ιδιοκτήτες τους είναι οικογενειακά μέλη πρώτης γενιάς, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι μπορεί να χρησιμοποιηθεί η θεωρία της αντιπροσώπευσης, προκειμένου να εξηγήσει το ρόλο της ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης, αφού εξισορροπούνται οι διαμάχες ανάμεσα στις ομάδες των μετόχων. Η υψηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας στις οικογενειακές επιχειρήσεις πρώτης γενιάς μπορεί να φέρει τον έλεγχο και την υπόθεση καταπάτησης συμφερόντων της μειοψηφίας των μετόχων στην επιφάνεια, βέβαια όταν προστίθενται οι επόμενες γενιές παρουσιάζεται μεγαλύτερη διάσπαση της ιδιοκτησίας. Στις οικογενειακές εταιρίες πρώτης γενιάς, η κλασική σύγκρουση ιδιοκτήτη – διευθυντή μετριάζεται από το γεγονός, ότι ο μεγαλομέτοχος έχει μεγαλύτερο κίνητρο να ελέγχει το διευθυντή. Εντούτοις εμφανίζεται και ένα δεύτερος τύπος σύγκρουσης όπως ότι ο μεγαλομέτοχος μπορεί να χρησιμοποιήσει τη θέση ελέγχου που διαθέτει στην επιχείρηση προκειμένου να προσκομίσει προσωπικά οφέλη σε βάρος των μικρών μετόχων. Η έρευνα καταλήγει στο γεγονός ότι στις οικογενειακές εταιρίες η σχέση ανάμεσα στη συγκέντρωση ιδιοκτησίας και στην εταιρική απόδοση διαφέρει ανάλογα με τη γενιά της οικογένειας που διαχειρίζεται την εταιρία. Τα δεδομένα των ισπανικών επιχειρήσεων προέρχονται από την βάση Ιβηρικών Συστημάτων Χρηματοοικονομικών Αναλύσεων - SABI (Iberian Balance Sheet Analysis System) για το έτος 2006. Από το αρχικό δείγμα αφαιρέθηκαν οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις που αντιμετώπιζαν προβλήματα ρευστότητας. Επιπλέον η έρευνα επικεντρώθηκε σε εταιρίες περιορισμένη ευθύνης, λαμβάνοντας υπόψη τη νομική μορφή της επιχείρησης και σε επιχειρήσεις που απασχολούσαν από 50 εργαζόμενους και πάνω. Τελικά από ένα δείγμα 3.723 μη εισηγμένων επιχειρήσεων, κατέληξαν στη λεπτομερή ανάλυση 586, όπου υπήρχαν 217 μη – οικογενειακές επιχειρήσεις και 369 οικογενειακές. Στα βασικά θέματα προς διερεύνηση επικεντρώθηκαν στην έρευνα αναφορικά με το αν η σχέση ανάμεσα στην οικογενειακή ιδιοκτησία και την αποδοτικότητα είναι μη γραμμική και συγκεκριμένα αν υφίσταται η μορφή καμπύλης {U – Shaped}στις μη εισηγμένες οικογενειακές μικρομεσαίες επιχειρήσεις (SME's), χωρίς όμως να επιβεβαιώνεται απόλυτα αυτή η σχέση.

Επιπλέον ο Maury B., (2006) στην έρευνα του εξέτασε την απόδοση των οικογενειακά ελεγχόμενων επιχειρήσεων σε σχέση με αυτές που δεν ελέγχονται από οικογένειες στη Δυτική Ευρώπη. Το δείγμα περιελάμβανε 1.672 μη χρηματοοικονομικές

επιχειρήσεις. Διαπίστωσε λοιπόν, ότι ο ενεργός οικογενειακός έλεγχος συνδέεται με υψηλή εταιρική απόδοση σε σύγκριση με τον παθητικό οικογενειακό έλεγχο, ο οποίος μάλιστα δεν ασκεί καμία επιρροή στην εταιρική απόδοση τους. Επίσης διαπίστωσε, ότι ο ενεργός οικογενειακός έλεγχος συνεχίζει να υπερέχει περισσότερο από τον μη οικογενειακό έλεγχο σε όρους εταιρικής απόδοσης μέσα σε διαφορετικά νομικά καθεστάτα. Όμως, τόσο ο ενεργητικός όσο και ο παθητικός έλεγχος συνδέεται με υψηλή εταιρική αξία, αλλά ευδοκιμεί περισσότερο σε οικονομίες που παρέχουν υψηλή προστασία στους μετόχους. Επιπροσθέτως, τα οφέλη από τον οικογενειακό έλεγχο εμφανίζονται ακόμη και στις επιχειρήσεις που υπάρχει έντονη συγκέντρωση ιδιοκτησίας. Από τη μια μεριά ο οικογενειακός έλεγχος μειώνει το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης ανάμεσα στους ιδιοκτήτες και στους διευθυντές των επιχειρήσεων, από την άλλη όμως εγείρει τη διαμάχη ανάμεσα στην οικογένεια και στη μειοψηφία των μετόχων, ιδιαιτέρως όταν η προστασία των μετόχων είναι χαμηλή και ο έλεγχος υψηλός. Τα δεδομένα που επιλέχτηκαν, αποτελούσαν ένα συνδυασμό του δείγματος των δυτικών ευρωπαϊκών κρατών κατά Faccio και Lang's (2002) με απόλυτα ιδιοκτησιακά δεδομένα κατά την έκδοση του 2003 της βάσης δεδομένων World Scope. Αρχικά υπήρχαν 5.232 εταιρείες μέσα στη βάση δεδομένων η οποία περιείχε και ιδιοκτησιακά στοιχεία των επιχειρήσεων. Από αυτήν αποκλείστηκαν οι εταιρίες που το πλειοψηφικό πακέτο μετοχών τους ελεγχόταν από ξένους επενδυτές ή από υποψήφιους μετόχους. Προκειμένου πάντως να ελεγχθεί η εταιρική απόδοση και άλλες μεταβλητές ελέγχου, το τελικό δείγμα περιελάμβανε 1.672 εταιρίες.

Οι Karopoulos P., Lazaretou S., (2007), στη μελέτη τους προσπάθησαν να ερευνήσουν εάν οι ποικιλομορφίες που υπάρχουν στην ιδιοκτησιακή δομή των επιχειρήσεων οδηγούν σε συστηματική ποικιλομορφία στην εταιρική απόδοσή τους. Προσπάθησαν να ερευνήσουν αυτήν την υπόθεση, εκτιμώντας την επίδραση της ιδιοκτησιακής δομής στην εταιρική απόδοση η οποία μετριέται με την κερδοφορία της, χρησιμοποιώντας δεδομένα από 175 ελληνικές εισηγμένες εταιρίες. Ακολουθώντας το οικονομετρικό μοντέλο της μελέτη των Demsetz και Villalonga (2001), σχημάτισαν το μοντέλο της ιδιοκτησιακής δομής, κατά πρώτον σαν μια ενδογενή μεταβλητή και κατά δεύτερο θεώρησαν δυο διαφορετικά μέτρα της ιδιοκτησιακής δομής, που αντιπροσωπεύουν διαφορετικές ομάδες μετόχων με συγκρουόμενα συμφέροντα. Τα εμπειρικά δεδομένα παρουσίασαν, ότι η περισσότερη συγκεντρωμένη ιδιοκτησιακή δομή σχετίζεται θετικά με υψηλότερη κερδοφορία. Επισημαίνοντας ότι η υψηλότερη εταιρική απόδοση απαιτεί λιγότερο διασκορπισμένη ιδιοκτησία. Για την εμπειρική διερεύνηση της

ερευνάς τους χρησιμοποίησαν δυο εξισώσεις. Στη μία, η ανεξάρτητη μεταβλητή ήταν η ιδιοκτησιακή δομή και συγκεκριμένα τα δικαιώματα ψήφου που ανήκαν στους μετόχους, καθένας από τους οποίους κατείχε τουλάχιστον το 5% των σημαντικότερων μετοχών. Στην άλλη, η ανεξάρτητη μεταβλητή ήταν τα δικαιώματα ψήφου που κατείχαν οι διευθυντές (Μέλη Συμβουλίου, CEO, υψηλόβαθμοι διευθυντές) της κάθε εταιρίας, που ο καθένας κατείχε τουλάχιστον το 5% των σημαντικότερων μετοχών. Στις βασικές τους διαπιστώσεις ήταν η θετική σχέση που είχε η συγκέντρωση ιδιοκτησίας με την εταιρική απόδοση που αντιπροσωπεύετε από το λόγο (Tobin's Q) και η αρνητική σχέση που είχε η μόχλευση με την απόδοση της εταιρίας. Χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων (OLS) στα διαστρωματικά δεδομένα (panel data) που ήταν διαθέσιμα κατά την περίοδο από 2000 έως 2005 από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ASE) και περιελάμβαναν πληροφορίες για τα δικαιώματα ψήφου των μετόχων των επιχειρήσεων. Τέλος, τόνισαν την ενδογένεια που υπάρχει στην ιδιοκτησιακή δομή των ελληνικών επιχειρήσεων και την ένδειξη μη γραμμικότητας ανάμεσα στην ιδιοκτησιακή δομή και την αποδοτικότητα.

O Mazzi C., (2011) στο έργο του ερεύνησε τη σχέση ανάμεσα στην οικογενειακή ιδιοκτησία/έλεγχο/διοίκηση και στην εταιρική απόδοση, με ιδιαίτερη έμφαση στις χρηματοοικονομικές σχέσεις που διέπουν τις επιχειρήσεις αυτές. Η μελέτη του είχε σαν σκοπό, να επανακαθορίσει το υφιστάμενο θεωρητικό πλαίσιο και τη συστηματοποίηση του υπάρχοντος επιπέδου γνώσεων. Στο επίκεντρο της μελέτης τέθηκε η διάκριση μεταξύ των ευρέως επιβεβαιωμένων συμπερασμάτων των οικογενειακών επιχειρήσεων και εκείνων που δεν έχουν τεκμηριωθεί σαφώς. Επικεντρώνοντας σε αυτό το σκοπό, ανέλυσε 23 άρθρα, η συλλογή των οποίων έγινε με βάση συστηματικά κριτήρια αναφοράς από τις σχετικές βάσεις δεδομένων που ασχολούνται με έρευνα κοινωνικών επιστημών. Η έλλειψη ομοιογένειας των αποτελεσμάτων των προηγούμενων ερευνών υποδεικνύει, ότι οι σχέσεις ανάμεσα στις οικογενειακές επιχειρήσεις και την εταιρική διακυβέρνησή τους είναι περίπλοκες και είναι πολύ πιθανό να μετριάζονται από παράγοντες, που δεν έχουν συμπεριληφθεί σε αυτές τις αναλύσεις. Επίσης τόνισε, ότι οι σημαντικότερες περιοχές που χρειάζονται διερεύνηση είναι οι ακόλουθες: α) η πολυδιάστατη αντίληψη της απόδοσης της επιχείρησης και ο μετασχηματισμός του πλούτου στη δημιουργία της εταιρικής αξίας, β) η εγκυρότητα και οι αντιλήψεις των θεωρητικών προσεγγίσεων σχετικά με τη μελέτη των οικογενειακών επιχειρήσεων, γ) το δίλλημα του ορισμού των επιχειρήσεων – επιχειρηματικών μονάδων και οι λειτουργίες που διεξάγονται από αυτές και δ) το αυξανόμενο ενδιαφέρον στις οικογενειακές επιχειρήσεις, που κατέχονται από ιδιώτες,

τονίζοντας ότι αυτά τα πεδία αντιπροσωπεύουν στρατηγικές προκλήσεις και δυνατότητες για περαιτέρω έρευνα.

Οι Connolly B., Hoskisson R., Tihanyi, Certo S.T., (2010) στην έρευνα τους συγκέντρωσαν τα δεδομένα από τις διάφορες μορφές πειθαρχίας των διευθυντών που υφίστανται σε διαφορετικούς τύπους ιδιοκτησίας και παρέθεσαν ένα ενοποιημένο πλαίσιο μελέτης. Χρησιμοποιώντας αυτό το πλαίσιο, περιέγραψαν τα κίνητρα των διάφορων τύπων ιδιοκτητών και τις τακτικές που χρησιμοποιούν ώστε να επηρεάσουν την πορεία των επιχειρήσεων στις οποίες έχουν επενδύσει. Επίσης κατέγραψαν τα αποτελέσματα που επιδιώκουν να πετύχουν οι ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων με τις ενέργειες τους. Ακόμη, επισήμαναν πως η αυξημένη διευθυντική ανησυχία για τα συμφέροντα των εξωτερικών ιδιοκτητών, αύξησε την επίδραση των ιδιοκτητών στα αποτελέσματα της εταιρείας και παρέθεσαν ένα οδικό χάρτη για μελλοντική έρευνα, που οι μελετητές μπορούν να στρέψουν την προσοχή τους για να καταλάβουν καλύτερα το ρόλο των ιδιοκτητών στην καθοδήγηση των εταιρικών δράσεων - ενεργειών. Η μελέτη τους εστίασε στις αναδυόμενες μορφές ιδιοκτησίας, όπως τα hedge funds και sovereign wealth funds και τόνισαν την αλλαγή των ενδιαφερόντων των μετόχων και πώς αυτό προσκρούει στις θεωρίες της διακυβέρνησης.

Οι Gugler K. Muelle D., Yurtoglu B., (2008) στην έρευνά τους παρέθεσαν δυο σημαντικά συμπεράσματα για τα κίνητρα του εσωτερικού ιδιοκτήτη. Αρχικά παρουσίασαν μια ξεκάθαρη μέθοδο για το διαχωρισμό του αποτελέσματος του πλούτου του εσωτερικού ιδιοκτήτη από το αρνητικό αποτέλεσμα της περιχαράκωσης, η οποία εφαρμόστηκε σε δείγματα των Η.Π.Α. και άλλων χωρών. Έπειτα μέτρησαν το αποτέλεσμα πλούτου του εσωτερικού ιδιοκτήτη, χρησιμοποιώντας ένα μέτρο εταιρικής απόδοσης την οριακή ποσότητα q , μελετώντας την αιτιώδη σχέση της εταιρικής απόδοσης με την ιδιοκτησιακή δομή. Η συγκεκριμένη μελέτη εφαρμόζει αυτή τη μέθοδο σε ένα μεγάλο δείγμα από δημόσιες εταιρίες που διέπονται από το αγγλοσαξόνικο (Anglo-Saxon) και πολιτειακό (Civil) δίκαιο. Επισήμαναν ότι η διευθυντική περιχαράκωση έχει σαφές αρνητικό αποτέλεσμα στην εταιρική απόδοση, όπως μετριέται με τα δύο μέτρα Tobin's (μέσο) q και με το οριακό q , (η αναλογία της απόδοσης της επένδυσης μιας εταιρίας προς το κόστος κεφαλαίου της). Πάντως το αποτέλεσμα πλούτου του εσωτερικού ιδιοκτήτη είναι σαφώς θετικό και με τα δύο μέτρα. Επίσης εξέτασαν το αποτέλεσμα της ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης και για τις άλλες κατηγορίες ιδιοκτητών και βρήκαν ότι σε αμερικάνικες επιχειρήσεις που ιδιοκτήτες είναι θεσμικοί φορείς, αυτοί βελτιώνουν την εταιρική απόδοση των επιχειρήσεων που κατέχουν ενώ σε χώρες τις

Ευρώπης που εφαρμόζαν το αγγλοσαξονικό σύστημα, όπου ιδιοκτήτες είναι χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (τράπεζες), αυτοί ασκούν αρνητική επίδραση στην απόδοσή τους. Τα οικονομικά δεδομένα όλων των χωρών προέρχονται από την περίοδο 1996 έως 2000, έτη δηλαδή που υπήρχαν στις εκδόσεις του Global Vantage και στις εκδόσεις των βάσεων δεδομένων Compustat και Standard & Poor's το 1997. Τα ποσοστά ιδιοκτησίας των εσωτερικών ιδιοκτητών έχουν προέλθει από την Compustat Disclosure, η οποία είναι βασισμένη στις αντιπροσωπευτικές καταστάσεις της Επιτροπή Κινητών αξιών και Συναλλάγματος (Securities and Exchange Commission proxy statements). Τα ποσοστά ιδιοκτησίας των εσωτερικών ιδιοκτητών αντλήθηκαν από το 1989 έως 1997 για 3.614 αμερικάνικες εταιρίες, ενώ τα ποσοστά ιδιοκτησίας από τις άλλες χώρες προέρχονται από διάφορες πηγές και τα περισσότερα έχουν παρθεί από ετήσιες εκθέσεις. Οι πληροφορίες που αντλήθηκαν περιλαμβάνουν μερίδια μετοχών που υπερβαίνουν το 5%, (για την Αγγλία το 1%) το όνομα του κατόχου και την ημερομηνία που έγινε αυτό. Το δείγμα περιλάμβανε 1.560 εταιρίες που προέρχονταν από χώρες με αγγλική καταγωγή (English – origin) και 1.730 από την ηπειρωτική Ευρώπη. Οι τράπεζες, οι χρηματοοικονομικές εταιρίες και μερικές εταιρίες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών αποκλείστηκαν από το δείγμα εξαιτίας της δομής του κεφαλαίου και των επενδύσεων τους που δε συγκρίνονταν με τις μη χρηματοοικονομικές εταιρίες. Επίσης, από τις παρατηρήσεις αποκλείστηκαν κάποια αναξιόπιστα δεδομένα όπως αρνητικές πωλήσεις και εφαρμόστηκε η μέθοδο την πολυμεταβλητής παλινδρόμησης και η ανάλυση έγινε με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (O.L.S).

Οι Choi S.B., Lee S.H., Williams C. (2011) επικεντρώθηκαν στη σχέση ανάμεσα στις ιδιοκτησιακές δομές και στην απόδοση της καινοτομίας των επιχειρήσεων. Συλλέγοντας δεδομένα από 548 κινέζικες εταιρίες που ανήκουν στο βιομηχανικό τομέα κατά την περίοδο από 2001 έως 2004, βρήκαν ότι η αξία των διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας επηρεάζεται περισσότερο από τους εξωτερικούς ιδιοκτήτες της εταιρίας. Ακόμη διαπίστωσαν ότι αντίθετα με τις προσδοκίες, η επίδραση του εσωτερικού ιδιοκτήτη οδηγεί σε χαμηλότερη απόδοση της καινοτομίας ενώ η υψηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας δεν έχει σημαντική επίδραση στην απόδοση της καινοτομίας. Η συγκεκριμένη μελέτη συνέβαλε στη δημιουργία δυο βασικών συμπερασμάτων. 1) Με τη χρησιμοποίηση μιας περιεκτικής επεξεργασίας των ιδιοκτησιακών χαρακτηριστικών ξεπεράστηκαν οι αδυναμίες των προηγούμενων ερευνών οι οποίες εστίασαν περισσότερο στον τύπο της ιδιοκτησίας. 2) Η μελέτη τους συνέβαλε στην κατανόηση του τρόπου όπου εταιρίες οι οποίες βρίσκονται σε μεταβατικές οικονομίες κτίζουν υψηλές δυνατότητες για καινοτομία, στρέφοντας τη

προσοχή τους, στην αλληλεπίδραση του εξωτερικού και εσωτερικού ελέγχου που υφίσταται μέσα στην επιχείρηση και επικεντρώθηκαν στο φαινόμενο της πρακτόρευσης καινοτομίας (agent's innovation). Αξίζει να αναφερθεί, ότι οι ερευνητές περιόρισαν το δείγμα τους σε ένα συγκεκριμένο αριθμό επιχειρήσεων, αποκλείοντας τις δημόσιες εταιρίες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο αξιών της Σαγκάης (SHSE) και της Shenzhen (SZSE) της Κίνας, εφάρμοσαν στο μοντέλο την εξίσωση Poisson για την μέτρηση της αποδοτικότητας της καινοτομίας και η ανάλυση των δεδομένων της παλινδρόμησης έγινε με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων.

Επιπρόσθετα, οι Garcia-Meca E., Sanchez – Ballesta J. (2011) ερεύνησαν την ακρίβεια των προβλέψεων των αναλυτών αναφορικά με τα χαρακτηριστικά της ιδιοκτησιακής δομής των επιχειρήσεων μετά την εμφάνιση του πρώτου ισπανικού κώδικα εταιρική διακυβέρνησης και πριν την υιοθέτηση των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης. Η έρευνά τους επικεντρώθηκε στα λάθη των προβλέψεων των αναλυτών αναφορικά με τα χαρακτηριστικά της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας των επιχειρήσεων από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αλλά και της εσωτερικής ιδιοκτησίας. Το γενικό συμπέρασμα έδειξε, ότι υπάρχει μια θετική και σημαντική επίδραση της ιδιοκτησίας των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων (τραπεζών) στην ακρίβεια των προβλέψεων των αναλυτών, το οποίο καταδεικνύει ότι η ιδιοκτησία από χρηματοοικονομικούς φορείς (τράπεζες) οδηγεί στη στενότερη παρακολούθηση της διοίκησης και στη μείωση των προβλεπόμενων λαθών των αναλυτών. Επιπλέον τόνισαν ότι η παρουσία των μεγαλομετόχων και των εσωτερικών ιδιοκτητών, στην ιδιοκτησιακή δομή της επιχείρησης δεν επιδρά σημαντικά στην ακρίβεια των χρηματοοικονομικών αναλύσεων των επιχειρήσεων. Η έρευνα αυτή διαφωτίζει τους επενδυτές για το πώς οι προβλέψεις των αναλυτών μπορούν να επηρεαστούν από τη σύνθεση της ιδιοκτησιακής δομής των επιχειρήσεων όταν υπάρχει υψηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας και όταν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (τράπεζες) είναι πιστωτές και μέτοχοι των εταιρειών σύμφωνα με τις Γενικά Αποδεκτές Λογιστικές Αρχές. (GAAP). Το δείγμα των επιχειρήσεων που επιλέχτηκε εστίασε στις μη χρηματοοικονομικές εταιρίες που ήταν εισηγμένες χρηματιστήριο της Μαδρίτης, κατά την περίοδο 1999 – 2002. Τα δεδομένα αυτά συγκεντρώθηκαν πριν την εφαρμογή των αλλαγών που σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές του Κανονισμού Ευρωπαϊκής Επιτροπής (EC) 1606/2002, απαιτούσε ότι από την 1 Ιανουαρίου 2005 όλες οι εισηγμένες επιχειρήσεις της Ισπανίας έπρεπε να είχαν προετοιμάσει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, ακολουθώντας τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (I.F.R.S.s). Η βασική πηγή των

δεδομένων ήταν το Σύστημα της Ιβηρικής βάσης Χρηματοοικονομικών Αναλύσεων (S.A.B.I.) του συμβουλίου (Bureau Van Dijk), το οποίο παρείχε χρηματοοικονομικά δεδομένα για επιχειρήσεις που είχαν ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις. Επιπλέον, αντλήθηκαν δεδομένα από τη βάση JCF Thomson η οποία παρείχε δεδομένα από προβλέψεις αναλυτών από το Χρηματιστήριο της Ισπανίας και από τη βάση της Επιτροπής Ασφαλειών και Συναλλάγματος (CNMV) η οποία παρείχε πληροφορίες για τους μετόχους που κατείχαν πάνω από 5% των κοινών μετοχών ακόμα και τους διευθυντές των εισηγμένων επιχειρήσεων που κατείχαν μετοχές. Με ένα συνδυασμό λοιπόν από όλες τις βάσεις, το τελικό δείγμα περιείχε 57 εταιρίες και 173 ετήσιες παρατηρήσεις. Η ανάλυση των οικονομικών δεδομένων έγινε με τη μέθοδο της ανάλυσης πολυμεταβλητής παλινδρόμησης ελαχίστων τετραγώνων (OLS).

Ο Zhoun Yixiang (2010), στην έρευνά του διαπίστωσε ότι οι περισσότερες θεωρίες, αφενός μνημονεύουν την ιδιοκτησιακή δομή σαν μία εξωγενή μεταβλητή και αφετέρου ότι υπάρχει μια στατική σχέση ανάμεσα στην ιδιοκτησιακή δομή και την εταιρική απόδοση. Στην εργασία του επέλεξε 509 καταγεγραμμένες κινέζικες επιχειρήσεις της Shanghai Shenzhen, κατά την διάρκεια 1999 – 2008, μελετώντας ένα δυναμικό μοντέλο από διαστρωματικά δεδομένα (panel data). Μετά τον έλεγχο που διενήργησε για τα αποτελέσματα προηγούμενων ετών, της ταυτοχρονικότητας (simultaneity) καθώς επίσης και της απαραίτητης ετερογένεια (heterogeneity) κατέληξε στα ακόλουθα αποτελέσματα: (1) Ότι υπάρχει μια διπλής κατεύθυνσης αλληλεπίδραση μεταξύ του ποσοστού που κατέχει ο μεγαλομέτοχος και της εταιρικής απόδοσης. (2) Ότι είτε με το στατικό είτε με το δυναμικό μοντέλο, το ποσοστό της διοικητικής ιδιοκτησίας είναι ασυσχέτιστο με την εταιρική απόδοση. (3) Διέκρινε μια διαχρονική επίδραση ανάμεσα στην ιδιοκτησιακή δομή και στην εταιρική απόδοση. Εντούτοις, η σχέση αυτή δεν είναι μόνιμη αλλά είναι κάτι που εξαρτάται από τον καθορισμό της εταιρικής απόδοσης και την επιλογή των μεθόδων εκτίμησης αυτής της σχέσης. Αξίζει να σημειωθεί δε, ότι τα δεδομένα προέρχονται από τη βάση CCER η οποία περιλαμβάνει κινέζικες επιχειρήσεις. Το τελικό δείγμα αποτελούνταν από δεκαετή διαστρωματικά δεδομένα από 509 επιχειρήσεις, κατά την περίοδο 1999 – 2008. Προκειμένου να συγκριθούν τα αποτελέσματα, υπό τον όρο των διαφορετικών υποθέσεων, χρησιμοποιήθηκαν 4 διαφορετικές μέθοδοι εκτιμήσεων: O.L.S., FE, 2 S.L.S. και G.M.M..

Οι Bhattacharyaa P.S., και Graham M. (2009), στην έρευνά τους μελέτησαν τη σχέση μεταξύ της ιδιοκτησίας των θεσμικών επενδυτών και την εταιρική απόδοση στη Φιλανδία. Για το σκοπό αυτό, υιοθετήθηκε μια συστημική προσέγγιση, προκειμένου να

ερευνηθεί η διπλής κατεύθυνσης αιτιότητα ανάμεσα στην εταιρική απόδοση και την ιδιοκτησία των θεσμικών επενδυτών. Χρησιμοποιήθηκε λοιπόν, μια τεχνική εκτίμηση τριών επιπέδων ελαχίστων τετραγώνων για την επίλυση των συστημάτων. Τα στοιχεία αποδείκνυαν ένα ενδογενές πρόβλημα ανάμεσα στην εταιρική απόδοση και στην θεσμική ιδιοκτησία. Εντούτοις, το μέγεθος του προβλήματος διαφέρει όσο αφορά στο μέτρο συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας που χρησιμοποιήθηκε. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι μια λογική χρήση της δύναμής του μεγαλύτερου θεσμικού επενδυτή μπορεί να οδηγήσει σε ένα θετικό αποτέλεσμα στην εταιρική απόδοση. Επίσης βρήκαν μια σημαντική διαφορά ανάμεσα στις εταιρικές αποδόσεις και τους ιδιοκτήτες της εταιρικής περιουσίας, μεταξύ δυο κατηγοριών θεσμικών επενδυτών. Επιπλέον σύμφωνα με την ιδιοκτησιακή δομή στη Φιλανδία, βρήκαν ότι ο δείκτης ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης δεν επηρεάζει την απόδοση κάθε εταιρίας. Τα δεδομένα της θεσμικής ιδιοκτησιακής περιουσίας για τις επιχειρήσεις προέρχονται από τις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις των συμπεριλαμβανομένων εταιριών και η ανάλυση διαστρωματικών δεδομένων βασίστηκε στις αντιπροσωπευτικές πληροφορίες ενός έτους. Το δείγμα περιλάμβανε δεδομένα αναφορικά με την ιδιοκτησιακή περιουσία, τη δύναμη ψηφοφορίας που είναι αντιπροσωπευτική της ιδιοκτησιακής περιουσίας και την ταυτότητα των θεσμικών επενδυτών κάθε εταιρίας. Οι πληροφορίες για την αγοραία και τη λογιστική αξία των επιχειρήσεων προέρχονται από τις βάσεις Thomson Financial και Thomson One Base, ενώ οι μηνιαίες αποδόσεις των μετοχών προέρχονται από το Χρηματιστήριο του Ελσίνκι. Το αρχικό δείγμα περιλάμβανε 116 επιχειρήσεις, όμως λόγω έλλειψης πληροφοριών απορριφτήκαν 18 εταιρίες. Οι θεσμικοί ιδιοκτήτες διαχωρίστηκαν σε δυο κατηγορίες, στους ισχυρούς στην πίεση (pressure – resistant), οι οποίοι έχουν μόνο μια επενδυτική σχέση με την εταιρία και στους ευαίσθητους στην πίεση (pressure – sensitive), οι οποίοι έχουν μια επενδυτική και παράλληλα επιχειρηματική σχέση με την εταιρία. Οι θεσμικοί επενδυτές είναι ασφαλιστικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια και ιδρύματα. Οι μελετητές χρησιμοποίησαν μια προσέγγιση συστημάτων τριών επιπέδων ελαχίστων τετραγώνων εκτίμησης (3SLS) στην ανάλυσή τους. Το πρώτο σύστημα περιλάμβανε 98 επιχειρήσεις από δυο κατηγορίες θεσμικών ιδιοκτητών, που περιείχαν 180 ιδιοκτησιακές παρατηρήσεις. Τα δεδομένα του πρώτου συστήματος μεταχειρίστηκαν ως διαστρωματικά δεδομένα (panel data), τα οποία στο πρώτο μέρος περιείχαν διαστρωματικά δεδομένα από 92 εταιρίες, που ανήκαν σε δυνατούς σε πίεση ιδιοκτήτες και στο δεύτερο μέρος, που αποτελούνταν από διαστρωματικά δεδομένα από 88 εταιρίες που ανήκαν σε ευαίσθητους σε πίεση ιδιοκτήτες.

Οι Goel S., He X., Karri R. (2011), στην έρευνα τους εξέτασαν το αποτέλεσμα της διάχυσης των δικαιωμάτων ελέγχου στην εταιρική απόδοση των κινέζικων οικογενειακών εταιριών, αναπτύσσοντας επιχειρήματα που βασίζονται στην ισορροπία των κανόνων κουλτούρας της ιεραρχίας και στο σεβασμό των παλαιότερων μελών ιδιοκτητών και προωθώντας απτά κίνητρα για να εκφράσουν τις κρίσιμες απόψεις με ένα πολιτισμικά αποδεκτό τρόπο. Θέτοντας ουσιαστικά την υπόθεση, ότι η υψηλή διασπορά του ελέγχου ανάμεσα στα μέλη της οικογένειας στις κινέζικες οικογενειακές εταιρίες, συνδέεται με τη θετική εταιρική απόδοση ενώ η διάρκεια που βρίσκονται τα οικογενειακά μέλη στην εταιρία, θα μετρίαζε θετικώς αυτή τη σχέση. Τα αποτελέσματα ενισχύουν το μοντέλο τους και καταδεικνύουν ότι η συμμετοχή των οικογενειακών μελών σε διοικητικά συμβούλια που βασίζονται στην κουλτούρα της ιεραρχίας οδηγεί σε αύξηση της εταιρικής απόδοσης των επιχειρήσεων.

Οι Leford F., Urzua F. (2008) προσπάθησαν να ερευνήσουν, τι ερμηνεύει τη σύνθεση των διοικητικών συμβουλίων των επιχειρήσεων όταν υπάρχει υψηλή ιδιοκτησιακή συγκέντρωση. Αναρωτήθηκαν, αν οι ανεξάρτητοι διευθυντές σαν ένας εσωτερικός μηχανισμός διακυβέρνησης είναι σημαντικοί, αφού οι αγορές επιθυμούν εταιρίες που οι κυρίαρχοι μέτοχοι χρησιμοποιούν τα δικαιώματα ψήφου τους, προκειμένου να εκλέξουν επαγγελματίες διοικητές. Χρησιμοποιώντας διαστρωματικά δεδομένα τεσσάρων ετών και ελέγχοντας το πρόβλημα της ενδογένειας, τα αποτελέσματα της εργασίας του έδειξαν ότι μια αύξηση στην αναλογία των εξωτερικών διοικητικών συμβούλων επιδρά στην εταιρική αξία. Επίσης βρήκαν, ότι οι επιχειρήσεις οι οποίες παρουσιάζουν περισσότερες επιδεινωμένες συγκρούσεις αντιπροσώπευσης τείνουν να ενσωματώνουν επαγγελματίες διοικητές στα συμβούλια τους, σε μια προσπάθεια να βελτιώσουν την εταιρική τους διακυβέρνηση και να μετριάσουν το πρόβλημα αντιπροσώπευσης.

Οι Siregar S.V., Utama S., (2008), στο έργο τους προσπάθησαν να ερευνήσουν εάν οι εισηγμένες επιχειρήσεις του χρηματιστηρίου της Τσακάρτας – Jakarta Stock Exchange (JSE) διέπονται από αποδοτικές και διοικήσεις κερδοφορίας που επιζητούν το ευκαιριακό όφελος (efficient or opportunistic earnings management). Εξέτασαν την επίδραση της ιδιοκτησιακής δομής της εταιρίας και των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης στην απόδοση των επιχειρήσεων. Διαπίστωσαν ότι υπάρχουν δύο τύποι διοικήσεων κερδοφορίας. α) Η αποδοτική διοίκηση κερδοφορίας (efficient earnings management) που βελτιώνει την πληροφορικότητα της κερδοφορίας με την επικοινωνία μέσω προσωπικών πληροφοριών. β) Η καιροσκοπική διοίκηση κερδοφορίας

(opportunistic earnings management) όπου η διοίκηση αναφέρει κερδοφορίες προκειμένου να αποκομίσει ευκαιριακά οφέλη. Χρησιμοποιώντας μοντέλα πολυμεταβλητών παλινδρομήσεων, διαπίστωσαν ότι ο τύπος διοίκησης κερδών (earnings management) που επιλέγεται από τις επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Τσαγκάρτας (JSE) επηρεάζει την απόδοσή τους. Αυτή η ένδειξη όμως, είναι ανακόλουθη με την κοινή άποψη ότι η διοίκηση κερδοφορίας στην Τσαγκάρτα είναι καιροσκοπική (opportunistic earnings management). Ακόμη διαπίστωσαν ότι η οικογενειακή ιδιοκτησία έχει μια σημαντική επίδραση στον τύπο διοίκησης κερδοφορίας που επιλέγεται. Είναι γεγονός, ότι εταιρίες με υψηλή αναλογία οικογενειακής ιδιοκτησίας, που δεν ανήκουν σε επιχειρηματικούς ομίλους (non-business groups) τείνουν περισσότερο στην επιλογή αποδοτικής διοίκησης κερδοφορίας, από άλλους τύπους επιχειρήσεων. Επίσης, βρήκαν κάποιες ανακόλουθες ενδείξεις, αναφορικά με την επίδραση της θεσμικής ιδιοκτησίας (institutional ownership) των εταιριών και των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης, στον τύπο της διοίκησης κερδοφορίας. Το δείγμα περιλάμβανε όλες τις εισηγμένες επιχειρήσεις του χρηματιστηρίου της Τζακάρτα, αποκλείοντας χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, μεσιτικές εταιρίες και εταιρίες τηλεπικοινωνιών. Τέλος η περίοδος του δείγματος ήταν από το 1996 έως και το 2002 .

Οι King M., Santor E. (2008) εξέτασαν πώς η οικογενειακή ιδιοκτησία επιδρά στην εταιρική απόδοση και στην κεφαλαιακή διάρθρωση 613 καναδέζικων επιχειρήσεων, για την περίοδο 1998 έως 2005. Επίσης μελέτησαν την επίδραση της οικογενειακής ιδιοκτησίας με τη χρήση των μηχανισμών βελτίωσης του ελέγχου (control-enhancing mechanisms) στην εταιρική απόδοση. Διαπιστώνοντας ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις που έχουν ένα μέτοχο και μια κατηγορία μετοχών έχουν την ίδια εταιρική απόδοση με άλλες που δεν έχουν, αναφορικά με το δείκτη Tobin's Q όμως έχουν υψηλότερη εταιρική απόδοση, αναφορικά με το δείκτη (R.O.A.) και υψηλότερη χρηματοοικονομική μόχλευση (debt-to-total assets). Αντίθετα οι οικογενειακές επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν δυο κατηγορίες μετοχών, έχουν εκτιμήσεις που είναι χαμηλότερες κατά 17% από το γενικό μέσο όρο του δείκτη Tobin's Q των οικογενειακών επιχειρήσεων , αλλά έχουν ίδιο δείκτη R.O.A. και χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

Οι Block J., Jaskiewicz P., Miller D. (2011), στην έρευνα που έκαναν, στηρίχτηκαν στη θεωρία της αντιπροσώπευσης και υποστήριξαν ότι τα αποτελέσματα των οικογενειακών επιχειρήσεων σε σχέση με τη διοίκηση τους είναι αμφιλεγόμενα. Ενώ αρχικά η συγκέντρωση ιδιοκτησίας που χαρακτηρίζει τις οικογενειακές επιχειρήσεις προσδοκάτε να συμβάλει θετικώς στην απόδοσή τους, τελικώς υποστηρίζεται ότι την

επιδεινώνει. Τόνισαν ότι οι προηγούμενες μελέτες που έγιναν δεν μπορούσαν να διακρίνουν αυτά τα αποτελέσματα, εξαιτίας της ύπαρξης του προβλήματος της πολυσυγραμμικότητας που εμφάνισαν στα υποδείγματά τους. Οι συγκεκριμένοι ερευνητές, χρησιμοποιώντας μια Bayesian προσέγγιση για να αποφύγουν αυτά τα προβλήματα, βρήκαν ότι παρόλο που η οικογενειακή ιδιοκτησία συνδέεται με υψηλή απόδοση, τα αποτελέσματα τόσο για τις επιχειρήσεις όσο και για τη διοίκηση που ασκεί ο ίδιος ο ιδρυτής, είναι αμφιλεγόμενα. Η μελέτη τους αρχικά εξέτασε τα διακριτά αποτελέσματα της εταιρικής απόδοσης των οικογενειακών επιχειρήσεων και της παρουσίας του ιδρυτή ταυτόχρονα στις δύο θέσεις του ιδιοκτήτη και του διοικητή, χρησιμοποιώντας την Bayesian προσέγγιση.

Τέλος, ο Odegaard A. B. (2009) διαπίστωσε ότι έχει γίνει αντικείμενο μεγάλης εμπειρικής μελέτης το ερώτημα, αν η συγκέντρωση ιδιοκτησίας μπορεί να έχει επίδραση στην αξία της επιχείρησης όμως λίγο φως έχει ριχτεί σε ένα συμπληρωματικό πρόβλημα δηλαδή ότι η συγκέντρωση ιδιοκτησίας από τους ιδιοκτήτες έχει τεράστιο κόστος για τη θέση τους λόγω του μη διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου που κατέχουν. Χρησιμοποιώντας ένα σύνολο στοιχείων που χαρακτηρίζουν την διαφοροποίηση όλων των νορβηγικών εταιριών, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι μεγαλομέτοχοι των επιχειρήσεων διαθέτουν ένα μεγάλο μη διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο και ότι αντιμετωπίζουν σημαντικά κόστη για τη συγκέντρωση του συνολικού χαρτοφυλακίου τους. Παίρνοντας σα δεδομένο τον κινδύνου ενός πρότυπου χαρτοφυλακίου, εάν οι μεγαλομέτοχοι – ιδιοκτήτες προτίθενται να κινηθούν από την παρούσα σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους σε υψηλού κινδύνου περιουσιακά στοιχεία που υπάρχουν σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, οι αποδόσεις τους θα αυξάνονταν κατά 13 ποσοστιαίες μονάδες σε ετησιοποιημένους όρους. Επίσης ερεύνησαν εάν αυτό το κόστος μπορεί να εξηγηθεί από τα εκτιμημένα οφέλη της συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας (ιδιωτικά οφέλη) και διαπίστωσαν ότι οι εκτιμήσεις που διενεργήθηκαν αναφορικά με τα ιδιωτικά οφέλη είναι πολύ χαμηλές ώστε να αντισταθμίσουν τις εκτιμώμενες δαπάνες που υπάρχουν από την ύπαρξη του συγκεντρωμένου χαρτοφυλακίου.

4.ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ.

4.1. ΤΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Αρχικά ερευνήθηκαν τα δεδομένα από 243 εταιρείες, όμως αποκλείστηκαν 16 εταιρείες οι οποίες δεν συγκέντρωναν δεδομένα την συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Η τελική βάση δεδομένων της παρούσας ανάλυσης περιλαμβάνει δεδομένα από 227 εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών τη χρονική περίοδο 2006-2010, το δείγμα περιλαμβάνει μεγάλη διασπορά βιομηχανικής ταξινόμησης. Συγκεκριμένα, περιλαμβάνονται 70 βιομηχανικές επιχειρήσεις (Industrials), 22 επιχειρήσεις Βασικών Υλικών (Basic Materials), 67 επιχειρήσεις Καταναλωτικών Αγαθών (Consumer Goods), 37 επιχειρήσεις Υπηρεσιών (Consumer Services), 9 επιχειρήσεις Υγείας (Health Care), 2 επιχειρήσεις Καυσίμων και Πετρελαίου (Oil – Gas), 20 επιχειρήσεις τεχνολογίας (Technology). Η συλλογή των δεδομένων έγινε σε δυο στάδια. Στο πρώτο στάδιο έγινε συλλογή στα δεδομένα της ιδιοκτησιακής δομής και σε ποιοτικά χαρακτηριστικά από τα ετήσια οικονομικά στοιχεία που περιλαμβάνονται στην ιστοσελίδα της εκάστοτε εταιρείας καθώς και από τη βάση δεδομένων που υπάρχουν στην ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (A.S.E.). Στο δεύτερο στάδιο συλλέχθηκαν οικονομικά δεδομένα με τους αντιπροσωπευτικούς αριθμοδείκτες από τη βάση δεδομένων της Thomson One. Εταιρίες για τις οποίες δε βρέθηκαν στοιχεία Εταιρικής Διακυβέρνησης στη χρονική περίοδο του δείγματος ή δεν παρουσίασαν οικονομικά δεδομένα στη Βάση Thomson One και στη βάση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ή σε οποιαδήποτε άλλη βάση αποκλείστηκαν από το δείγμα, τα παραπάνω απεικονίζονται στο πίνακα 1 που ακολουθεί:

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ

Κωδικός Βιομηχανικής Ταξινόμησης ICB Industry Code	Ονομασία Βιομηχανίας	Αριθμός Παρατηρήσεων	Ποσοστό Παρατηρήσεων
1000	Βασικά Υλικά	22	9,69%
2000	Βιομηχανίες	70	30,83%
3000	Καταναλωτικών Αγαθών	67	29,52%
4000	Υπηρεσιών Υγείας	9	3,96%
5000	Παροχής Υπηρεσιών	37	16,30%
9000	Τεχνολογίας	20	8,82%
0001	Πετρελαίου & Φυσικού Αερίου	2	0,88%

Περιορισμοί

Η παρούσα μελέτη περιορίζεται στην εξέταση δείγματος, το οποίο αποτελείται από όλους τους κλάδους επιχειρήσεων, οι οποίες είναι καταγεγραμμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Επιπρόσθετα, πρέπει να σημειωθεί ότι τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν προέρχονται από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις που αφορούν την χρονική περίοδο 2006 -2010.

Αναλυτικότερα, τα κριτήρια που απαιτείται να ικανοποιούν οι εταιρείες προκειμένου να συμπεριληφθούν στο δείγμα της έρευνας είναι τα εξής:

- Πρέπει να δραστηριοποιούνται στον ελληνικό επιχειρηματικό τομέα όλη την εξεταζόμενη περίοδο.
- Πρέπει να δημοσιεύουν τις ετήσιες οικονομικές τους καταστάσεις (Κατάσταση Οικονομικής Θέσης, Κατάσταση Εσόδων και Εξόδων, Κατάσταση Ταμειακών Ροών και Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων) για όλα τα εξεταζόμενα έτη.
- Πρέπει να έχουν διαθέσιμα όλα τα απαραίτητα χρηματοοικονομικά στοιχεία για τα στοιχεία για την κατασκευή των υποδειγμάτων της έρευνας για όλη την περίοδο που εξετάζεται.
- Πρέπει να τερματίζουν το οικονομικό τους έτος στις 31 Δεκεμβρίου.

4.2. ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Κατά την διεξαγωγή εμπειρικών ερευνών όπου έχουμε μικρο-οικονομικά δεδομένα, υπάρχουν περιπτώσεις όπου ένα δείγμα αποτελείται από διαστρωματικά στοιχεία $I = 1,2,3,\dots,n$, για χρονικές περιόδους t μεγαλύτερες από μια, $t = 2,3,\dots,T$. Ένα set δεδομένων με αυτού του είδους τη δομή ονομάζουμε Panel data (συνδυασμός διαστρωματικών δεδομένων και χρονολογικών σειρών). Για την εφαρμογή πάνελ δεδομένων (panel data analysis), σε μια οικονομετρική ανάλυση είναι απαραίτητο να έχουν τα στοιχεία συγκεκριμένη δομή, έτσι ώστε η μονάδα διαστρωμάτωσης (στην προκειμένη περίπτωση οι επιχειρήσεις) να συνδέεται με την χρονική μονάδα στην οποία αναφέρεται. Η χρησιμοποίηση panel data analysis, παρουσιάζει μια σειρά από πλεονεκτήματα σε σχέση με την χρήση μόνο διαστρωματικών δεδομένων ή μόνο χρονολογικών σειρών. Το κυριότερο είναι, ότι μπορεί να ελεγχθεί η ετερογένεια μεταξύ των διαστρωματικών δεδομένων. Περαιτέρω, τα panel data προσφέρουν μεγαλύτερη πληροφόρηση, μεγαλύτερη διακύμανση, η οποία μπορεί να αξιοποιηθεί οικονομετρικά, μικρότερο βαθμό πολυσυγραμμικότητας, περισσότερους βαθμούς ελευθερίας και μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα στις εκτιμήσεις (Hsiao,2003).

Επειδή η φύση των διαθέσιμων στοιχείων για την έρευνα μας έχει διάρθρωση πάνελ δεδομένων (επιχειρήσεις = $I = 1,2,3,\dots,73$ και έτη $t = 2006,2007,\dots,2010$), για αυτό η οικονομετρική ανάλυση των υποδειγμάτων μας θα γίνει με την ανάλυση δεδομένων πάνελ. Στο πλαίσιο αυτό, χρησιμοποιούμε το παρακάτω βασικό υπόδειγμα (Αρβανίτης, 2011):

$$Y_{it} = X'_{it} \beta + c_{it} + u_{it} \quad (4.1)$$

όπου :

Y_{it} = η παρατήρηση της μονάδας i της εξαρτημένης μεταβλητή Y για $I = 1,2,\dots,N$ και $t = 1,2,\dots,T$.

$X_{it} = (x_{it,1}, x_{it,2}, \dots, x_{it,k})'$, είναι ο πίνακας των ερμηνευτικών μεταβλητών.

$\beta = (b_1, b_2, \dots, b_k)'$, είναι ο πίνακας των συντελεστών των ερμηνευτικών μεταβλητών που θα πρέπει να εκτιμηθούν.

c_{it} = οι μη παρατηρούμενοι παράγοντες που επηρεάζουν την εξαρτημένη μεταβλητή και οι οποίοι δεν μεταβάλλονται διαχρονικά.

u_i = ονομάζονται όροι σφάλματος ιδιαίτερων χαρακτηριστικών (idiosyncratic disturbances), για το λόγο ότι μεταβάλλονται ως προς τον χρόνο t και το i .

Στην σχετική βιβλιογραφία, το ενδιαφέρον εστιάζεται στην επιλογή της κατάλληλης μεθόδου εκτίμησης αυτού του είδους των υποδειγμάτων. Η επιλογή εξαρτάται από την βασική υπόθεση : εάν οι μη παρατηρούμενοι παράγοντες c_i συσχετίζονται με τις ερμηνευτικές μεταβλητές ή όχι. Ένα ερώτημα που τίθεται συχνά, τόσο σε ειδικές μεθοδολογικές έρευνες, όσο και σε εφαρμογές και που αφορά το c_i , είναι αν θα πρέπει να αντιμετωπιστεί ως τυχαία επίδραση (random effect) ή μια σταθερή επίδραση (fixed effect). Επομένως, διακρίνονται οι εξής δυο περιπτώσεις:

- a. Το υπόδειγμα σταθερών επιδράσεων (fixed effects)
- b. Το υπόδειγμα τυχαίων επιδράσεων (random effects)

Το Υπόδειγμα Τυχαίων Επιδράσεων (Fixed Effects Model) έχει την εξής μορφή :

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it,1} + \beta_2 X_{it,2} + \dots + \beta_k X_{it,k} + c_i + u_{it}. \text{Cov}(c_i, X_{it}) \neq 0 \quad (4.2)$$

Το Υπόδειγμα Σταθερών Επιδράσεων (Random Effects Model) έχει την εξής μορφή :

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it,1} + \beta_2 X_{it,2} + \dots + \beta_k X_{it,k} + c_i + u_{it}. \text{Cov}(c_i, X_{it}) = 0 \quad (4.3)$$

Στο θέμα αυτό, η άποψη του Wooldridge (2001), (εκφράζοντας την σύγχρονη οικονομετρική ορολογία) είναι ότι, η ‘τυχαία επίδραση’ είναι συνώνυμη με την μηδενική συσχέτιση μεταξύ των παρατηρούμενων επεξηγηματικών μεταβλητών και την μη – παρατηρούμενη επίδραση, δηλαδή όταν η συνδιακύμανση των ανεξάρτητων μεταβλητών και των μη παρατηρούμενων παραγόντων που επηρεάζουν την εξαρτημένη μεταβλητή και οι οποίοι παραμένουν σταθεροί στο χρόνο είναι διάφορη του μηδενός ($\text{Cov}(X_{it}, c_i) = 0, t = 1, 2, \dots, T$). Στις εφαρμοσμένες μελέτες, όταν το c_i αναφέρεται για παράδειγμα ως μια ‘ατομική τυχαία επίδραση’ (‘individual random effect’), τότε μάλλον γίνεται η υπόθεση ότι το c_i είναι ασυσχέτιστο με το X_{it} ²

Στις μικροοικονομικές εφαρμογές, ο όρος ‘σταθερή επίδραση’ συνήθως δεν σημαίνει ότι το c_i , αντιμετωπίζεται ως μη-τυχαίο, αλλά μάλλον ότι αναγνωρίζεται η αυθαίρετη συσχέτιση (arbitrary correlation) μεταξύ της μη παρατηρούμενης επίδρασης, c_i και των

² Στην παραδοσιακή προσέγγιση υποδειγμάτων εξατομικευμένων δεδομένων (panel data models), το c_i ονομάζεται ‘τυχαία επίδραση’ όταν αντιμετωπίζεται ως μια τυχαία μεταβλητή και σταθερή επίδραση όταν αντιμετωπίζεται ως μια παράμετρος που θα εκτιμηθεί για κάθε διαστρωματική παρατήρηση i . Κατά τον Wooldridge, η απόδοση των όρων αυτών είναι λανθασμένη όταν πρόκειται για μικροοικονομικές εφαρμογές πρωτογενών εξατομικευμένων δεδομένων. Την άποψη αυτή, τη στηρίζει στο γεγονός, ότι η λήψη ενός τυχαίου μεγάλου δείγματος διαστρωματικών δεδομένων από τον πληθυσμό, είναι σχεδόν πάντα λογικό να αντιμετωπιστούν οι μη παρατηρούμενες επιδράσεις, c_i , ως τυχαίες λήψεις από τον πληθυσμό, μαζί με το y_{it} και X_{it} . Αυτή η προσέγγιση είναι σίγουρα κατάλληλη όσον αφορά τις παραλειπόμενες μεταβλητές (omitted variables) ή την παραμελημένη ετερογένεια (heterogeneity).

παρατηρούμενων επεξηγηματικών μεταβλητών X_{it} . Σε αντίθεση με το υπόδειγμα σταθερών επιδράσεων, όπου ο στόχος είναι να εξαιρεθεί η απαραίτητη επίδραση, το υπόδειγμα τυχαίων επιδράσεων δεν προϋποθέτει κάτι τέτοιο αφού η σταθερή επίδραση δε συσχετίζεται με τις ερμηνευτικές μεταβλητές του υποδείγματος.

Παρακάτω ακολουθεί ο πίνακας 2 που περιλαμβάνει τις ερμηνεύμενες και ερμηνευτικές μεταβλητές των μοντέλων που εκτιμήθηκαν.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2. ΕΞΑΡΤΗΜΕΝΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΥΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ.

ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ	ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ
Εξαρτημένη Μεταβλητή	
ROA	Απόδοση Συνολικού Ενεργητικού της Εταιρείας.
ROE	Απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων.
TOBIN'S Q	Αγοραία Αξία Εταιρείας προς Τρέχουσα Αξία του Ενεργητικού της εταιρείας.
PBV	Αγοραία Αξία Εταιρεία προς Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρείας³.
OWN	Το ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου που κατέχει άμεσα ή έμμεσα ο μεγαλομέτοχος.
Ερμηνευτικές Μεταβλητές	
LEVERAG	Η Χρηματοοικονομική Μόχλευση = Συνολικές Υποχρεώσεις προς Ιδία Κεφάλαια.
LNINVESTM	Φυσικός Λογάριθμός Επενδύσεων = Φυσικός Λογάριθμός των Εξόδων Κεφαλαίων.
SIZE	Φυσικός Λογάριθμός Ενεργητικού.
INDEPEN	Το ποσοστό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών προς το σύνολο των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.
DUALITY	Ψευδομεταβλητή Ιδρυτής που ασκεί το ρόλο του Προέδρου και Ανώτατου Εκτελεστικού Διευθυντή (CEO) του Δ.Σ. της Εταιρείας.

³ Ο λόγος PBV είναι υψηλότερο από το TOBIN'S Q σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού όπου η λογιστική αξία δεν αντιπροσωπεύει το πραγματικό κόστος αντικατάστασης του ενεργητικού διότι η πληθωριστική τιμή του ενεργητικού δεν παρουσιάζεται στον Ισολογισμό.

MBOARD	Ψευδομεταβλητή ο Ιδρυτής είναι Μέλος του Δ.Σ. της Εταιρείας.
EDUCF	Ψευδομεταβλητή το επίπεδο εκπαίδευσης του Ιδρυτή και Πρόεδρου της Εταιρείας.

Οι ερμηνευτικές μεταβλητές της συγκέντρωσης ιδιοκτησιακής περιουσίας (OWN) και της μέτρησης εταιρικής απόδοσης (TOBIN'S Q)(PBV)(ROA)(ROE), περιλαμβάνουν την μόχλευση, τις επενδύσεις, το μέγεθος, το ποσοστό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών προς το σύνολο των μελών του διοικητικού συμβουλίου και άλλες ψευδομεταβλητές με ποιοτικά χαρακτηριστικά εταιρικής διακυβέρνησης. Προσδιορίστηκαν οι τύποι μεγαλομετόχου στις μη χρηματοπιστωτικές εταιρίες, οικογενειακές επιχειρήσεις και ατομικές επιχειρήσεις. Διορθώθηκαν οι εξισώσεις με τα προβλήματα ετεροσκεδαστικότητας. Η εκτίμηση του οικονομετρικού μοντέλου έγινε με τις παρακάτω μεταβλητές. Όπου η μεταβλητή μεγαλομέτοχος (OWN) σημαίνει το ποσοστό των μετοχών που ανήκουν στο μεγαλομέτοχο, η αποδοτικότητα μετριέται με το αριθμοδείκτη (TOBIN'S Q) που συμβολίζει την αγοραία αξία της επιχείρησης προς την τρέχουσα αξία αντικατάστασης του ενεργητικού της και αντιπροσωπεύει ένα μέτρο απόδοσης και κερδοφορίας της επιχείρησης, τον δείκτη μακροχρόνιας αποδοτικότητας (PBV) που αντιπροσωπεύει την αγοραία αξία της επιχείρησης προς την Λογιστική Αξία των Ιδίων Κεφαλαίων, το δείκτη βραχυχρόνιας αποδοτικότητας (ROA) που είναι η απόδοση του Ενεργητικού και ένα επιπλέον δείκτη βραχυχρόνιας αποδοτικότητας (ROE) ως η απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων, το μέγεθος (SIZE) ορίζεται ο φυσικός λογάριθμος του Ενεργητικού, η μόχλευση (LEVERAG) είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση της επιχείρησης ως ο λόγος του συνολικού χρέους προς το σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων, η μεταβλητή επένδυση (LNINVESTM) είναι ο φυσικός λογάριθμός των εξόδων κεφαλαίων επίσης η μεταβλητή ανεξάρτητων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου (INDEPEN) ερμηνεύει το ποσοστό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου προς το συνολικό αριθμό των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, η ψευδομεταβλητή διαρχία (DUALITY) που καθορίζει το γεγονός ο ιδρυτής ασκεί τα καθήκοντα του πρόεδρου και ανώτατου εκτελεστικού διευθυντή της εταιρείας οποίο ορίζετε με 1 αν ισχύει και 0 αν δεν ισχύει αυτό, η ψευδομεταβλητή όπου ιδρυτής είναι παράλληλα και μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου (MBOARD) το οποίο αντιπροσωπεύει ότι ο ιδρυτής είναι και μέλος του Δ.Σ. της επιχείρησης, το οποίο ορίζετε με 1 αν ισχύει και

0 αν δεν ισχύει αυτό, η ψευδομεταβλητή μόρφωση του ιδρυτή – προέδρου της εταιρείας (EDUCF) το οποίο σημαίνει ότι ο ιδρυτής έχει ανώτερο επίπεδο εκπαίδευσης (Α.Ε.Ι. ή Τ.Ε.Ι.) που ορίζεται με 1 και 0 όταν το επίπεδο μόρφωσης είναι χαμηλότερο.

4.3. ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Η εμπειρική ανάλυση περιλαμβάνει την μελέτη της σχέσης ανάμεσα στην εταιρική ιδιοκτησιακή δομή και την εταιρική περιουσία, για το σκοπό της έρευνας τέθηκαν οι εξής τρεις υποθέσεις :

H₀: Υπάρχει μη γραμμική σχέση ανάμεσα στην ιδιοκτησιακή περιουσία και στην εταιρική απόδοση .

H₁: Υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στο ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου που κατέχει ο μεγαλομέτοχός και στην εταιρική απόδοση.

H₂: Η συγκέντρωση ιδιοκτησίας επηρεάζεται από την βραχυχρόνια εταιρική απόδοση.

Το οικονομετρικό μέτρο προτείνει την ανάλυση της σχέσης ανάμεσα στην εταιρική απόδοση και κερδοφορία με την εταιρική δομή όπως έκαναν και οι κύριοι Mc Connell και Servaes (1990) και οι Hu με Izumida, (2008) οι οποίοι έθεσαν το δείκτη απόδοση του ενεργητικού (ROA) σαν εξαρτημένη μεταβλητή στην ερευνά τους προκειμένου να ερευνήσουν τις μεταβλητές που επηρεάζουν την βραχυχρόνια εταιρική απόδοση. Η μεταβλητή (ROA) αντιπροσωπεύει την βραχυχρόνια αποδοτικότητα την εταιρικής λειτουργίας και δεν επηρεάζεται από το αποτέλεσμα του φόρου. Αξίζει να αναφερθεί ότι αρχικά ερευνήθηκε η ύπαρξη μη γραμμικότητας ανάμεσα στην εταιρική απόδοση και στην συγκέντρωση ιδιοκτησίας με το ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου που κατέχει ο μεγαλομέτοχος υψωμένο στο τετράγωνο για όλες τις εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, προωθώντας μια μη γραμμική σχέση ανάμεσα στην σχέση αποδοτικότητας και ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης όπως έκαναν και οι Mork, (1988), Mc Connell, Servaes, (1990), Cho, (1998), De Miguel (2004), Hu και Izumida, (2008), όμως τα αποτελέσματα της έρευνας μας έδειξαν ότι δεν υπάρχει.

4.4.ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ

Κύριος σκοπός της παρούσας ενότητας είναι να γίνει μια αναλυτική παρουσίαση των αποτελεσμάτων της εμπειρικής μελέτης. Αρχικά γίνεται περιγραφική ανάλυση των μεταβλητών του δείγματός (βασικά περιγραφικά μέτρα και συσχέτιση). Ενώ μετέπειτα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων των υποδειγμάτων (σταθερών και τυχαίων επιδράσεων) τα οποία εκτιμήθηκαν με τις μεθόδους των ελαχίστων τετραγώνων. Συγκεκριμένα των γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων (GLS) και των εφικτών γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων (FGLS). Τέλος ερευνάται η σχέση των μεταβλητών που επηρεάζουν την αποδοτικότητα (TOBIN'S Q), (PBV), (ROA) και (ROE) των επιχειρήσεων επίσης ερευνάται η σχέση των μεταβλητών που επηρεάζουν την συγκέντρωση της ιδιοκτησιακή δομής της εταιρείας (OWN) .

Στο πίνακα 3 παρουσιάζονται οι βασικές στατιστικές των μεταβλητών του δείγματος. Τα δεδομένα δείχνουν ότι η μέση τιμή της απόδοσης του ενεργητικού των επιχειρήσεων (ROA) είναι 2%, η ελάχιστη τιμή είναι - 97% ενώ η μέγιστη είναι 64% το γεγονός αυτό υποδεικνύει ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις παρουσίασαν κατά μέσο όρο ελάχιστα κέρδη άρα και αποδόσεις. Η μέση τιμή της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων (ROE) είναι - 6%, η ελάχιστη τιμή είναι -7,28% ενώ η μέγιστη είναι 5,51% είναι φανερό ότι οι αποδόσεις των ιδίων κεφαλαίων κινήθηκαν σε αρνητικά και σε χαμηλά επίπεδα. Η μέση τιμή της μεταβλητής που αντιπροσωπεύει το λόγο αγοραία αξία εταιρείας προς τρέχουσα αξία του ενεργητικού της εταιρείας (TOBIN'S Q) είναι 0,53 ενώ η ελάχιστη τιμή είναι 0,01 και η μέγιστη τιμή είναι 12,99 το συμπέρασμα που βγαίνει είναι ότι εξαιτίας της χαμηλής κερδοφορίας κατά μέσο όρο η αξία των επιχειρήσεων είναι υποτιμημένη (TOBIN'S Q < 1). Επιπλέον ένα άλλο μέτρο της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων η μεταβλητή (PBV) που αντιπροσωπεύει το λόγο αξία της επιχείρησης προς την λογιστική της αξία των ιδίων κεφαλαίων παρουσιάζει μέση τιμή 1,42 η ελάχιστη τιμή της είναι 0 και η μέγιστη 18,05 επισημαίνουμε ότι η μεταβλητή (PBV) δεν εμφανίζει τις επιδράσεις του πληθωρισμού με συνέπεια να είναι μεγαλύτερο από την μεταβλητή (TOBIN'S Q). Επιπλέον η μεταβλητή που παρουσιάζει το ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου που κατέχει άμεσα ή έμμεσα ο μεγαλομέτοχος, δηλαδή η μεταβλητή (OWN) έχει μέση τιμή 49%, ελάχιστη τιμή 2% και μέγιστη 97% είναι φανερό το υψηλό ποσοστό που κατέχει κατά μέσο όρο σε κάθε ελληνική επιχείρηση ο μεγαλομέτοχος είναι

χαρακτηριστικό της υψηλής συγκέντρωσης που χαρακτηρίζει τις ελληνικές επιχειρήσεις η πλειονότητα των οποίων είναι οικογενειακές, ενώ η παρατηρούμενη ελάχιστη τιμή του ποσοστού ιδιοκτησίας οφείλεται στην διάσπαση της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας που έγινε εντονότερη την περίοδο 2008 έως 2010 μετά την είσοδο της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης στο ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον. Όσο αφορά το μέγεθος (SIZE) όπου είναι ο φυσικός λογάριθμος του ενεργητικού κατά μέσο όρο η τιμή του είναι 2,10 η ελάχιστη τιμή είναι - 0,87 ενώ η μέγιστη τιμή είναι 4,21. Η μόχλευση (LEVERAG) που αντιπροσωπεύει τον λόγο των συνολικών υποχρεώσεων προς τα ίδια κεφάλαια παρουσίασε μέση τιμή 108,33%, η ελάχιστη τιμή -893,10% και η μέγιστη τιμή 2.574,01%, το μέσο ποσοστό χρηματοοικονομικής μόχλευσης των ελληνικών επιχειρήσεων διακυμαίνεται σε υψηλά επίπεδα αναδεικνύοντας ότι ο επιχειρησιακός σχεδιασμός τους στηρίχτηκε κατά μεγάλο ποσοστό στον δανεισμό. Η μέση τιμή του λογαρίθμου της επένδυσης (LNINVESTM) ανέρχεται σε 1,04, η ελάχιστη τιμή σε - 9,21 η μέγιστη τιμή σε 6,89. Η ποιοτική μεταβλητή της δυαρχίας (DUALITY) είχε μέση τιμή 0,50 ελάχιστη τιμή 0 και μέγιστη 1 είναι εμφανές ότι περισσότερες από τις μισές επιχειρήσεις ο Πρόεδρος της εταιρείας ασκεί και τα καθήκοντα του Ανώτατου Εκτελεστικού Διευθυντή (CEO), ενώ η ποιοτική μεταβλητή που αντιπροσωπεύει την μεταβλητή όπου ο ιδρυτής να είναι και μέλος του Δ.Σ. (MBOARD) έχει μέση τιμή 0,62 ελάχιστη τιμή 0 και μέγιστη 1. Επιπλέον η μεταβλητή που παρουσιάζει το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών προς το σύνολο των μελών του διοικητικού συμβουλίου (INDEPEN) έχει μέση τιμή 0,32% ελάχιστη τιμή 0% και μέγιστη 1% αναδεικνύοντας ότι στις ελληνικές επιχειρήσεις τα διοικητικά συμβούλια έχουν μικρό αριθμό ανεξάρτητων μη εκτελεστικά μέλη, παράλληλα η μεταβλητή που αντιπροσωπεύει την εκπαίδευση του ιδρυτή – προέδρου της εταιρείας (EDUCF) παρουσίασε μέση τιμή 0,75 ελάχιστη τιμή 0 και μέγιστη 1, το γεγονός αυτό παρουσιάζει ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις έχουν πρόεδρο με υψηλό επίπεδο εκπαίδευσης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3: ΒΑΣΙΚΑ ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΜΕΤΡΑ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ

VARIABLE	OBS.	MEAN	STD. DEV.	MIN	MAX
ROA	1160	0,02	0,10	-0,97	0,64
ROE	1160	-0,06	0,66	-7,28	5,51
TOBIN'S Q	1160	0,53	0,73	0,01	12,99
PBV	1160	1,42	1,69	0,00	18,05
OWN	1160	0,49	0,22	0,02	0,97
SIZE	1160	2,10	0,67	-0,87	4,21
LEVERAG	1160	108,33	168,38	-893,10	2574,01
LNINVESTM	1136	1,04	2,46	-9,21	6,89
DUALITY	1160	0,50	0,50	0	1
MBOARD	1160	0,62	0,49	0	1
INDEPEN	1160	0,32	0,10	0	1
EDUCF	1159	0,75	0,43	0	1

Στο πίνακα 4 παρουσιάζεται ο βαθμός συσχέτισης των μεταβλητών κατά Pearson. Οι συντελεστές συσχέτισης δείχνουν ότι δεν υπάρχει παρά πολύ ισχυρή συσχέτιση μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών, και ότι δεν θα αντιμετωπιστούν προβλήματα πολυσυσταμικότητας κατά την εκτίμηση των υποδειγμάτων με την μέθοδο της συνδυασμένης διαστρωματικής και διαχρονικής ανάλυσης. Οι μεταβλητές που εμφανίζουν σημαντική συσχέτιση και είναι απολύτως αναμενόμενο είναι οι μεταβλητές Αγοραία Αξία Εταιρείας προς Τρέχουσα Αξία του Ενεργητικού της εταιρείας (TOBINS'Q) και Αγοραία Αξία Εταιρεία προς Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρείας (PBV) διότι και οι δυο μετρούν την αποδοτικότητα της επιχείρησης επίσης ιδιαίτερο ενδιαφέρον έχει η υψηλή συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών (LNINVESTM) και (SIZE) που υποδηλώνει ότι το μέγεθος της επιχείρησης αποτελεί τον σημαντικότερο παράγοντα για την δημιουργία επενδύσεων με απλά λόγια, όσο μεγαλύτερο ενεργητικό διαθέτει μια επιχείρηση τόσο κίνδυνο μπορεί να αναλάβει, προκειμένου να επενδύσει σε δραστηριότητες που θα τις αποφέρουν μεγάλα μελλοντικά κέρδη.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4 : ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΚΑΤΑ PEARSON

	ROA	ROE	TOBINS' Q	PBV	OWN	SIZE	LEVERAGE	LNINVESTM	DUALITY	MBOARD	INDEPEN	EDUCF
ROA	1.0000											
ROE	0.3773*	1.0000										
TOBIN'S Q	0.2077*	0.1599*	1.0000									
PBV	0.1772*	-0.0039	0.6297*	1.0000								
OWN	-0.0268	0.0710*	-0.0533	-0.0984*	1.0000							
SIZE	0.2492*	0.1341*	-0.0752*	-0.0224	-0.0628*	1.0000						
LEVERAG	0.0400	0.0664*	-0.1154*	0.2007*	-0.0080	0.0893*	1.0000					
LNINVESTM	0.3128*	0.2041*	-0.0194	0.0262	-0.0312	0.7740*	0.0679*	1.0000				
DUALITY	-0.0512	0.0236	-0.0398	-0.0538	0.0489	-0.1985*	-0.0346	-0.1496*	1.0000			
MBOARD	-0.0703*	0.0220	-0.0301	-0.0593*	0.0067	-0.1800*	-0.0696*	-0.1362*	0.7807*	1.0000		
INDEPEN	-0.0869*	-0.1013*	-0.0389	-0.0192	-0.0174	-0.2074*	-0.0343	-0.1341*	0.0146	0.0644*	1.0000	
EDUCF	0.0884*	0.0625*	0.0407	0.0649*	-0.0350	0.1045*	0.0329	0.0944*	0.1150*	0.1123*	-0.0176	1.0000

4.5 ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ

Κατά την εμπειρική διερεύνηση επαλήθευσης ή μη των παραπάνω υποθέσεων, εκτιμήθηκαν αρχικά τα ακόλουθα 5 υποδείγματα :

Υπόδειγμα Νο1

$$ROA_t = a_t + b1OWN_t + b2SIZE_t + b3LEVERAG_t + b4LNINVETSM_t + b5DUALITY_t + b6MBOARD_t + b7INDEPEN_t + b8EDUCF_t + c_t$$

Υπόδειγμα Νο 2

$$ROE_t = a_t + b1OWN_t + b2SIZE_t + b3LEVERAG_t + b4LNINVETSM_t + b5DUALITY_t + b6MBOARD_t + b7INDEPEN_t + b8EDUCF_t + c_t$$

Υπόδειγμα Νο 3

$$TOBIN'SQ_t = a_t + b1OWN_t + b2ROE_t + b3SIZE_t + b4LEVERAG_t + b5LNINVETSM_t + b6DUALITY_t + b7MBOARD_t + b8INDEPEN_t + b9EDUCF_t + c_t$$

Υπόδειγμα Νο 4

$$PBV_t = a_t + b1OWN_t + b2ROE_t + b3SIZE_t + b4LEVERAG_t + b5LNINVETSM_t + b6DUALITY_t + b7MBOARD_t + b8INDEPEN_t + b9EDUCF_t + c_t$$

Υπόδειγμα Νο 5

$$OWN_t = a_t + b1ROA_t + b2SIZE_t + b3LEVERAG_t + b4LNINVETSM_t + b5DUALITY_t + b6MBOARD_t + b7INDEPEN_t + b8EDUCF_t + c_t$$

Τα αρχικά υποδείγματα εκτιμήθηκαν με την μέθοδο των σταθερών και τυχαίων επιδράσεων όπως και παρουσιάζονται στον πίνακα 5.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5 : ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΠΑΝΕΛ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ, ΣΤΑΘΕΡΩΝ ΚΑΙ ΤΥΧΑΙΩΝ ΕΠΙΔΡΑΣΕΩΝ (FIXED-EFFECTS ΚΑΙ RANDOM EFFECTS).

	Υπόδειγμα 1		Υπόδειγμα 2		Υπόδειγμα 3		Υπόδειγμα 4		Υπόδειγμα 5	
	Fixed-effects	Random-effects	Fixed-effects	Random-effects	Fixed-effects	Random-effects	Fixed-effects	Random-effects	Fixed-effects	Random-effects
	ROA	ROA	ROE	ROE	TOBIN'S Q	TOBIN'S Q	PBV	PBV	OWN	OWN
OWN	-0.0558	-0.0110	0.205	0.198	0.0298	-0.232	-0.0449	-0.572^a		
	(-1.52)	(-0.63)	(0.71)	(1.42)	(0.15)	(-1.59)	(-0.07)	(-1.65)		
SIZE	0.0315	0.0110	0.0831	-0.107	-1.310^a	-0.493^a	-1.516^{***}	-0.721^{***}	0.0204	0.0121
	(0.87)	(0.72)	(0.41)	(-1.30)	(-1.85)	(-1.94)	(-3.36)	(-3.80)	(1.14)	(0.80)
LEVERAGE	0.0000212	0.0000166	0.000577	0.000393	-0.000248[*]	-0.000375^{***}	0.000835	0.000992	-0.00000537	-0.00000537
	(0.86)	(0.73)	(1.37)	(1.01)	(-1.99)	(-3.70)	(1.04)	(1.20)	(-0.38)	(-0.39)
LNINVESTM	0.00757[*]	0.00948^{***}	0.0815^a	0.0782[*]	0.0456^{**}	0.0390[*]	0.0732[*]	0.0738[*]	-0.00408	-0.00347
	(2.32)	(3.37)	(1.95)	(2.44)	(2.66)	(2.27)	(2.02)	(2.09)	(-1.15)	(-1.00)
DUALITY	-0.0187	0.0141	-0.108	0.0148	-0.121	-0.158	0.397^a	-0.168	0.00453	0.0330
	(-1.06)	(0.91)	(-1.09)	(0.19)	(-0.60)	(-0.96)	(1.73)	(-0.76)	(0.17)	(0.95)
MBOARD	0.0175	-0.0151	0.302^a	0.0472	0.229	-0.0143	-0.140	-0.125	-0.0775^a	-0.0483
	(0.66)	(-1.01)	(1.77)	(0.56)	(1.21)	(-0.11)	(-0.50)	(-0.55)	(-1.86)	(-1.39)

t statistics in parentheses ^a $p < 0.10$, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

	Υπόδειγμα 1		Υπόδειγμα 2		Υπόδειγμα 3		Υπόδειγμα 4		Υπόδειγμα 5	
	Fixed-effects	Random-effects	Fixed-effects	Random-effects	Fixed-effects	Random-effects	Fixed-effects	Random-effects	Fixed-effects	Random-effects
	ROA	ROA	ROE	ROE	TOBIN'S Q	TOBIN'S Q	PBV	PBV	OWN	OWN
INDEPEN	-0.0970 (-1.47)	-0.0406 (-1.08)	-0.415 (-1.14)	-0.467* (-2.30)	-0.162 (-0.61)	-0.617* (-2.10)	-1.474 (-1.36)	-1.154 (-1.57)	0.151 (1.07)	0.102 (0.89)
EDUCF	-0.00504 (-0.22)	0.0121 (1.40)	0.125 (1.08)	0.0397 (0.57)	-0.00537 (-0.11)	0.108 (1.50)	0.189 (0.92)	0.289 (1.38)	-0.0664 ^a (-1.64)	-0.0206 (-0.86)
ROE					0.113* (2.22)	0.124* (2.33)	0.0986 (1.32)	0.0609 (0.82)		
ROA									-0.0446 (-1.42)	-0.0425 (-1.36)
INTERSEPT	0.00167 (0.02)	-0.00644 ^a (-0.17)	-0.568 (-0.98)	0.0343 ^a (0.16)	3.233* (2.25)	1.895** (2.94)	4.670*** (4.46)	3.344*** (7.19)	0.499*** (6.93)	0.461 ^a *** (8.14)
<i>N</i>	1135	1135	1135	1135	1135	1135	1135	1135	1135	1135
Hausman Test	chi2 (7) = 7,54 (Prob > chi2=0,375)		chi2 (7) = 4,73 (Prob > chi2=0,693)		chi2 (8) = 136,48 (Prob > chi2=0,000)		chi2 (8) = 29,92 (Prob > chi2=0,000)		chi2 (7) = 10,03 (Prob > chi2=0,187)	

t statistics in parentheses ^a $p < 0.10$, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Καθένα από τα παραπάνω υποδείγματα εκτιμήθηκε με τυχαίες και σταθερές επιδράσεις (Random & Fixed Effects). Η επιλογή του καταλληλότερου υποδείματος (σταθερών ή τυχαίων επιδράσεων) έγινε σύμφωνα με την υπόδειξη του ελέγχου Hausman. Ο έλεγχος Hausman είναι γενικός έλεγχος ότι δεν υπάρχει πρόβλημα λανθασμένης εξειδίκευσης ή η άλλη διατύπωση, ότι η εξειδίκευση του υποδείματος είναι σωστή. Η εναλλακτική υπόθεση είναι ότι υπάρχει κάποιο συγκεκριμένο πρόβλημα που οφείλεται σε λανθασμένη εξειδίκευση, όπως για παράδειγμα, παράλειψη μεταβλητής, μη ανεξαρτησία ανάμεσα στις ερμηνευτικές μεταβλητές και στον διαταρακτικό όρο κτλ. Επίσης, έγινε έλεγχος χρονικών επιδράσεων, δηλαδή αν το υπόδειγμα χρειάζεται ή όχι ως ψευδομεταβλητή τα έτη⁴. Λόγω προβλημάτων ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης, μετά την διενέργεια κατάλληλων ελέγχων (Modified Wald test και Wooldridge test), ως πιο κατάλληλη μέθοδος που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την εκτίμηση των παραπάνω υποδειγμάτων, είναι η εφικτή γενικευμένη μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων μπορεί να είναι στατιστικά ανεπαρκής ή ακόμα και να μας δώσει παραπλανητικά συμπεράσματα. Συνεπώς χρησιμοποιούμε την γενικευμένη μέθοδο τετραγώνων, η οποία υποθέτει ότι τα στοιχεία μας εμπεριέχουν ετεροσκεδαστικότητα και αυτοσυσχέτιση. Οι στατιστικές F και Wald chi² ($p < 0,05$) δείχνουν ότι και στα πέντε υποδείγματα οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν, ασκούν σημαντική επίδραση στην μεταβολή των τιμών της εξαρτημένης. Για την επιλογή του καταλληλότερου υποδείματος για ερμηνεία, ο έλεγχος Hausman δείχνει ότι είναι αυτά των σταθερών επιδράσεων 3^ο και 4^ο υπόδειγμα ενώ το 1^ο, 2^ο και 5^ο υποδείγματα είναι των τυχαίων επιδράσεων ($p > 0,05$). Ο έλεγχος για προσθήκη χρονικών μεταβλητών στα υποδείγματα, έδειξε ότι απαιτείται αφού $p < 0,05$. Επιπλέον, οι έλεγχοι για αυτοσυσχέτιση των καταλοίπων (Pesaran's test και Wooldridge test) στο ίδιο χρόνο και μεταξύ των πάνελ (contemporaneous correlation και correlation in panel data) δείχνουν ότι και στις δυο περιπτώσεις υφίσταται πρόβλημα αυτοσυσχέτισης. Επίσης, ο έλεγχος για ετεροσκεδαστικότητα (Modified Wald test) έδειξε ότι υπάρχει σοβαρό πρόβλημα και στα πέντε υποδείγματα ($p < 0,05$). Ενώ πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας δεν υφίσταται, αφού ο μέσος Συντελεστής Διόγκωσης της Διακύμανσης (VIF) κυμαίνεται από 1,05 έως 2,65. Μια τιμή VIF μεγαλύτερη από 10 είναι μια ένδειξη για την ύπαρξη προβλημάτων πολυσυγγραμμικότητας. Τα παραπάνω αποτελέσματα παρουσιάζονται στον πίνακα 6 που ακολουθεί:

⁴ Αν $p < 0,05$ τότε χρειάζεται ψευδομεταβλητές τον χρόνο .

ΠΙΝΑΚΑΣ 6: ΕΛΕΓΧΟΣ ΠΟΛΥΣΥΓΓΡΑΜΜΙΚΟΤΗΤΑΣ

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R-Squared	Eigenvalues	Cond. Index
ROA	1,41	1,19	0,7085	0,2915	1 8.1094	1
ROE	1,31	1,15	0,7605	0,2395	2 1.6260	2,2333
TOBIN'S Q	2,07	1,44	0,482	0,518	3 0.9783	2,8791
PBV	2,06	1,44	0,4856	0,5144	4 0.8789	3,0376
OWN	1,05	1,02	0,9565	0,0435	5 0.6991	3,4059
SIZA	2,7	1,64	0,3697	0,6303	6 0.5210	3,9452
LEVERAG	1,18	1,09	0,8446	0,1554	7 0.4527	4,2324
LNINVESTM	2,65	1,63	0,3775	0,6225	8 0.2212	6,0551
DUALITY	2,64	1,63	0,3781	0,6219	9 0.1659	6,992
MBOARD	2,61	1,62	0,3832	0,6168	10 0.1440	7,503
INDEPEN	1,07	1,03	0,9344	0,0656	11 0.0898	9,5011
EDUCF	1,05	1,02	0,9564	0,0436	12 0.0730	10,5366
Mean VIF	1,76				13 0.0094	29,417

Για να ξεπεράσουμε τα προβλήματα της ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης που προέκυψαν από τους παραπάνω διαγνωστικούς ελέγχους εκτιμήσαμε ξανά τα παραπάνω υποδείγματα (σταθερών επιδράσεων) με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, χρησιμοποιώντας (Driscoll and Kraay,1998) τυπικά σφάλματα με μια ή δυο χρονικές υστερήσεις, τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στο πίνακα 7 που ακολουθεί :

**ΠΙΝΑΚΑΣ 7: ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΠΑΝΕΛ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ,
ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΩΝΤΑΣ DRISCOLL-KRAAY ΤΥΠΙΚΑ ΣΦΑΛΜΑΤΑ**

	Υπόδειγμα 1	Υπόδειγμα 2	Υπόδειγμα 3	Υπόδειγμα 4	Υπόδειγμα 5
	Fixed-effects regression with lag(2)	Fixed-effects regression with lag(2)	Fixed-effects regression with lag(2)	Fixed-effects regression with lag(1)	Fixed-effects regression with lag(1)
	ROA	ROE	TOBINSQ	PBV	OWN
OWN	-0.0558* (-2.81)	0.205 (1.19)	0.0298 (0.29)	-0.0449 (-0.10)	
SIZE	0.0315 (1.10)	0.0831 (1.20)	-1.310 ^a (-2.51)	-1.516 ^{***} (-13.93)	0.0204 ^{**} (7.10)
LEVERAG	0.0000212 (1.33)	0.000577 (1.50)	-0.000248 ^a (-2.58)	0.000835 (1.46)	-0.00000537 ^a (-2.05)
LNINVESTM	0.00757 ^{**} (5.41)	0.0815 ^{**} (4.68)	0.0456 [*] (3.29)	0.0732 [*] (3.86)	-0.00408 ^{**} (-4.79)
DUALITY	-0.0187 (-1.46)	-0.108 (-1.08)	-0.121 (-0.64)	0.397 ^a (2.54)	0.00453 (0.18)
MBOARD	0.0175 (1.43)	0.302 ^a (2.32)	0.229 (1.53)	-0.140 (-0.70)	-0.0775 ^a (-2.19)
INDEPEN	-0.0970 [*] (-4.28)	-0.415 ^a (-2.37)	-0.162 (-1.48)	-1.474 [*] (-4.18)	0.151 ^a (2.24)
EDUCF	-0.00504 (-0.32)	0.125 (2.01)	-0.00537 (-0.12)	0.189 (1.62)	-0.0664 (-1.89)
ROE			0.113 ^{**} (4.86)	0.0986 ^a (2.27)	
ROA					-0.0446 [*] (-4.07)
_CONS	0.00167 ^a (0.03)	-0.568 (-2.68)	3.233 [*] (3.07)	4.670 ^{***} (34.89)	0.499 ^{**} (7.81)
<i>N Παρατηρήσεις</i>	1135	1135	1135	1135	1135
Αριθμός επιγ/σεων (n)	227	227	227	227	227
Έτη (T)	5	5	5	5	5
R-squared	0.0331	0.0579	0.1704	0.0698	0.0162
F & Wald statistics	F(8,4) = 6.07; Pr > F = 0.0495	F(8,4) = 7.10; Pr > F = 0.0379	F(9,4) = 41.20; Pr > F = 0.0014	F(9,4) = 4.17e+09; Pr > F = 0.0000	F(8,4) = 56.04; Pr > F = 0.0008
Wald test for heteroskedasticity	chi2(232) = 2.2e+33; Pr > chi2 = 0.000	chi2(232) = 1.4e+31; Pr > chi2 = 0.000	chi2(232) = 1.7e+06; Pr > chi2 = 0.000	chi2(232) = 1.1e+06; Pr > chi2 = 0.000	chi2(232) = 3.3e+30; Pr > chi2 = 0.000
Wooldridge test for autocorrelation	F(1,228) = 10.925; Pr > F = 0.0011	F(1,228) = 5.385; Pr > F = 0.0212	F(1,228) = 11.259; Pr > F = 0.0009	F(1,228) = 27.104; Pr > F = 0.0000	F(1,228) = 152.104; Pr > F = 0.0000
Mean VIF	1.76				

t statistics in parentheses

^a*p* < 0.1, * *p* < 0.05, ** *p* < 0.01, *** *p* < 0.001,

Τα αποτελέσματα της ερευνάς μας έδειξαν ότι η μεταβλητή που ερμηνεύει την συγκέντρωση ιδιοκτησίας του μεγαλομετόχου (OWN) είναι αρνητικά στατιστικά σημαντική με την βραχυχρόνια απόδοση της εταιρείας, δηλαδή επηρεάζει αρνητικά την απόδοση τους ενεργητικού (ROA) όπως υποδηλώνει το υπόδειγμα 1, αναλυτικότερα η αύξηση στο ποσοστό ιδιοκτησίας κατά μια ποσοστιαία μονάδα επιδρά αρνητικά κατά 0,06 μονάδες στην απόδοση του ενεργητικού της (ROA). Τα αποτελέσματα της έρευνας μας έρχονται σε αντίθεση με αυτά των Fama & Jensen (1983), Mc Conaughy & Matthews & Fialko (2001), Suehiro (2001), Anderson και Reeb, (2003) οποίοι βρήκαν ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν καλύτερη απόδοση από άλλες που δεν έχουν υψηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας και αυτό οφείλεται στο χαμηλό κόστος ελέγχου που έχουν οι οικογενειακές επιχειρήσεις, επίσης διαπίστωσαν ότι η μειωσιμότητα των μετόχων στις μεγάλες αμερικάνικες επιχειρήσεις επωφελούνται από την ύπαρξη του μεγαλομετόχου που προέρχεται από την οικογένεια του ιδρυτή. Επίσης τα αποτελέσματα μας βρίσκονται σε αντίθεση με αυτά του Arifin (2003) που βρήκε στην έρευνα που έκανε σε ένα δείγμα από Ινδονησιακές εταιρείες ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν λιγότερα προβλήματα αντιπροσώπευσης από τις εταιρείες που είναι δημόσιες και δεν υπάρχει έλεγχος των μετόχων. Τα αποτελέσματα αυτά δεν είναι μόνιμα με την κοινή αντίληψη ότι όλες οι επιχειρήσεις αποσκοπούν στην διοίκηση που αποφέρει κέρδη. Αυτοί επίσης βρήκαν στοιχεία ότι η διοίκηση κερδοφορίας των επιχειρήσεων με υψηλά ποσοστά οικογενειακής ιδιοκτησίας που δεν ανήκουν σε ομίλους επιχειρήσεων είναι περισσότερο αποδοτικές από άλλες με διαφορετική ιδιοκτησιακή δομή. Τα αποτελέσματα της έρευνας μας διαφωνούν με αυτά των Villalonga και Amit (2006) που έδειξαν ότι τόσο οι αμερικάνικες όσο και οι ευρωπαϊκές οικογενειακές επιχειρήσεις παρουσιάζουν υψηλές λειτουργικές αποδόσεις και υψηλούς δείκτες εταιρικής αξίας Mauray (2006). Οι Gedajlovic και Shapiro (2002) έδειξαν ότι η αποδοτικότητα των Ιαπωνικών εταιρειών μετριέται από την απόδοση του ενεργητικού και είναι θετικά σχετισμένη με την συγκέντρωση ιδιοκτησίας που υφίσταται από τους 5 μεγαλύτερους μετόχους.

Είναι γεγονός ότι η σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακή δομή και εταιρικής απόδοσης έχει εδραιωθεί στην επιχειρηματική θεωρία και έχει γίνει αντικείμενο έρευνας από αρκετούς ερευνητές. Σύμφωνα με τους Jensen και Meckling (1976), ο διαχωρισμός ανάμεσα στην ιδιοκτησία και στον εταιρικό έλεγχο δίνει την δυνατότητα στους

διευθυντές να παίρνουν αποφάσεις που είναι ευνοϊκές για αυτούς, αλλά μερικές φορές ζημιογόνες για τους μετόχους της εταιρείας. Στην περίπτωση που υπάρχει διευθυντική ιδιοκτησία το κυριότερο μέλημα των διευθυντών είναι η βελτίωση της εταιρικής απόδοσης. Χρησιμοποιώντας μια οργανική μεταβλητή προσέγγιση στην μελέτη τους, οι Demsetz και Lehn (1985) δεν βρίσκουν καμία σχέση μεταξύ της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας και της λειτουργικής απόδοσης μεταξύ των αμερικανικών εταιριών. Ο Prowse (1992) εκθέτει ένα παρόμοιο αποτέλεσμα σχετικά με τις ιαπωνικές εταιρίες. Εντούτοις, οι Hu και Izumida (2008) εξηγούν ότι ο αντίκτυπος στην απόδοση είναι αρνητικός σε χαμηλά επίπεδα συγκέντρωσης ιδιοκτησίας, αλλά γίνεται θετικός σε πιο υψηλά επίπεδα. Επιπλέον, τα πρόσφατα στοιχεία προτείνουν ότι η επίδραση της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας εξαρτάται από εάν οι μεγάλοι μέτοχοι ελέγχουν αποτελεσματικά την εταιρία ή συνεργούν για να μοιραστούν τα ιδιωτικά οφέλη. Τα αποτελέσματα της έρευνας μας συμφωνούν με αυτά του Prowse (1992) στην μελέτη του διαπίστωσε ότι η επίδραση στην εταιρική απόδοση είναι αρνητική σε χαμηλά επίπεδα ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης.

Αρνητική επίδραση έχει το μέγεθος (SIZE) στην μακροχρόνια εταιρική απόδοση που αντιπροσωπεύει η μεταβλητή (TOBIN'S Q) όπως παρουσιάζεται στο υπόδειγμα 3 συγκεκριμένα όταν το μέγεθος (SIZE) αυξάνει κατά μία ποσοστιαία μονάδα η μακροχρόνια εταιρική απόδοση που αντιπροσωπεύει η μεταβλητή (TOBIN'S Q) επηρεάζεται αρνητικά κατά 1,31 μονάδες. Παρόμοια αποτελέσματα βρήκαν και οι Alberth και Richardson (1990) στα ευρήματά τους διαπίστωσαν ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν μικρότερο κίνητρο για μια έντονη κερδοσκοπική διάθεση από ότι οι μικρότερες επιχειρήσεις. Οι Lee και Choi (2002) επίσης βρήκαν ότι το μέγεθος της επιχείρησης παίζει καθοριστικό ρόλο στην διοίκηση κερδοφορίας όπου οι μικρές επιχειρήσεις βρήκαν ότι τείνουν να ασκούν περισσότερο έντονα κερδοσκοπική διοίκηση από ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις. Τα αποτελέσματα της έρευνά μας καταδεικνύουν την αρνητική σχέση που υπάρχει ανάμεσα στο μέγεθος της επιχείρησης (SIZE) και στην αποδοτικότητα και η μεταβλητή αυτή είναι στατιστικά σημαντική όπως διαπίστωσαν και στις έρευνες τους οι Leech και Leahy (1991), ο De Miguel (2004) και Minguez-Vera με Martin-Ugedo (2007). Πιο συγκεκριμένα οι Leech και Leahy (1991) έδωσαν την ερμηνεία ότι το γεγονός αυτό οφείλετε στο κύκλο ζωής της επιχείρησης ενώ οι De Miguel et al.(2004) υποστήριξαν ότι η αρνητική αυτή σχέση μπορεί να ερμηνευτεί από

το γεγονός ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν εντονότερα τα πρόβλημα της αντιπροσώπευσης και των ασύμμετρων πληροφοριών. Τα αποτελέσματα της έρευνας μας συμφωνούν με αυτά του Holderness, (2007) στην έρευνα που έκανε διαπίστωσε ότι οι δυο μεταβλητές που είναι αρνητικά συσχετισμένες με την ιδιοκτησιακή συγκέντρωση, είναι το μέγεθός της επιχείρησης και η ηλικία της. Χρησιμοποιώντας την μεταβλητή μέγεθος ως το φυσικό λογάριθμο της αγοραίας αξίας της επιχείρησης. Επισημάνει ότι η αρνητική σχέση ανάμεσα στην ιδιοκτησιακή συγκέντρωση και στο μέγεθός της επιχείρησης οφείλετε στους περιορισμούς που υφίστανται από το θεσμικό πλαίσιο κάθε χώρας οι μεγάλες επιχειρήσεις και φυσικά όταν οι επιχειρήσεις γίνονται ακόμη μεγαλύτερες σε μέγεθος, οι επενδυτές συμμορφώνονται λιγότερο σε αυτούς τους κανονισμούς. Επιπλέον ο Saito (2008) στην έρευνα που έκανε διαπίστωσε ότι το μέγεθος των επιχειρήσεων δεν έχει καμία επίδραση στο δείκτη Tobin's Q.

Αρνητικά στατιστικά σημαντικό είναι το μέγεθος (SIZE) το οποίο είναι ο φυσικός λογάριθμός του ενεργητικού, στην μεταβλητή αγοραία αξία εταιρείας προς την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων της (PBV) που αποτελεί ένα μέτρο εκτίμησης της μακροχρόνιας εταιρικής απόδοσης, μάλιστα όταν το μέγεθος (SIZE) αυξάνεται κατά μία ποσοστιαία μονάδα, η μεταβλητή (PBV) επηρεάζεται αρνητικά κατά 1,52 ποσοστιαίες μονάδες. Επίσης τα αποτελέσματα της έρευνάς μας συμφωνούν με αυτά των Siregar και Utama (2008) στις μελέτες που έκαναν διαπίστωσαν ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις δεν χρησιμοποιούν αποδοτικότερα την διοίκηση κερδών (earnings management) περισσότερο από τις μικρές επιχειρήσεις. Πολλοί ερευνητές στις μελέτες τους χρησιμοποίησαν το μέγεθος των επιχειρήσεων ως αντιπροσωπευτική μεταβλητή για την παροχή διαθεσιμότητας πληροφοριών στην αγορά. Τα αποτελέσματα της έρευνάς μας συμφωνούν με την έρευνα των Albrecht και Richardson (1990) οι οποίοι βρήκαν ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν λιγότερο ενδιαφέρον για έντονα κέρδη παρά τις μικρές επιχειρήσεις. Οι Lee και Choi (2002) επίσης βρήκαν ότι το μέγεθος της επιχείρησης είναι μια μεταβλητή που μπορεί να επηρεάσει την τάση για την διοίκηση της κερδοφορίας, ενώ στις μικρότερες επιχειρήσεις υπάρχει μεγαλύτερη τάση να ασκήσουν διοίκηση που να αποφέρει κέρδη και να αποτρέψουν την ανακοίνωση ζημιών περισσότερο από τις μεγάλες επιχειρήσεις. Αντίθετα το μέγεθος (SIZE) επηρεάζει θετικά την μεταβλητή συγκέντρωσης ιδιοκτησίας του μεγαλομετόχου (OWN), όταν το μέγεθος (SIZE) αυξάνεται κατά μια ποσοστιαία μονάδα η μεταβλητή μεγαλομέτοχος (OWN)

αυξάνεται κατά 2%. Το υπόδειγμα 5 μας παρουσιάζει ότι η μεταβλητή μέγεθός (SIZE) είναι θετικά στατιστικά σημαντική με την μεταβλητή μεγαλομέτοχος (OWN).

Η μεταβλητή χρηματοοικονομική μόχλευση (LEVERAG) είναι αρνητικά στατιστικά σημαντική άρα επιδρά αρνητικά στην μακροχρόνια εταιρική απόδοση που αντιπροσωπεύει η μεταβλητή (TOBIN'S Q) όπως παρουσιάζεται στο υπόδειγμα 3, όταν η χρηματοοικονομική μόχλευση (LEVERAG) αυξάνει κατά μία ποσοστιαία μονάδα η μακροχρόνια εταιρική απόδοση που αντιπροσωπεύει η μεταβλητή (TOBIN'S Q) επηρεάζεται αρνητικά κατά 0,0002. Σύμφωνα με την θεωρία της αντιπροσώπευσης, τα αποτελέσματα τους έδειξαν ότι η λήψη κινδύνου είναι συνδεδεμένη με συγκεκριμένες δομές εταιρικής διακυβέρνησης. Τα αποτελέσματα της έρευνας μας διαπιστώνουν ότι υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στην μόχλευση (LEVERAG) και στην εταιρική απόδοση και η μεταβλητή αυτή είναι στατιστικά σημαντική, όπως διαπίστωσαν και στις έρευνές τους Καπόπουλος και Λαζαρέτου, (2007) για την Ελλάδα και οι Hu και Izumida, (2008) για την Ιαπωνία. Το γεγονός αυτό μπορεί να εκτιμηθεί ως αποτέλεσμα της διεθυντικής κερδοσκοπίας, οι οποίοι προσπαθούν να αποκτήσουν κεφάλαια από εξωτερικούς επενδυτές χωρίς να τα επενδύουν σε αποδοτικά επιχειρηματικά σχέδια ή αυτό μπορεί να ερμηνευτεί ως κόστος αντιπροσώπευσης που προέρχεται από την διαμάχη για το ενδιαφέρον ανάμεσα στους κατόχους ομολόγων και στους κατόχους μετοχών, όπως επισήμαναν και στην έρευνα τους οι Hu και Izumida (2008). Τα αποτελέσματα της έρευνάς μας συμφωνούν με αυτά του Qin (2012) που τόνισε την αρνητική σχέση που έχει η μόχλευση στην εταιρική απόδοση και επισήμανε ότι η μόχλευση αποτελεί ένα παράγοντα αύξησης του ελέγχου της εταιρείας. Επιπλέον διαπίστωσε ότι το χρέος είναι ο πιο συχνός τρόπος εξωτερικής χρηματοδότησης κεφαλαίων για την δημιουργία στρατηγικών επενδύσεων (Mayer, 1988), όπου εταιρείες με υψηλά ποσοστά μόχλευσης ίσως δεν είναι εύκολο να αποκτήσουν περαιτέρω ανάληψη χρέους, προκειμένου να πραγματοποιήσουν επιχειρηματικές ευκαιρίες που ενδεχομένως προκύψουν (O'Brien, 2003). Όμως υπάρχει και θετική πλευρά, διότι το χρέος επιβάλλει ισχυρά κίνητρα στους διευθυντές ώστε να αποφύγουν ζημιολύγες επενδύσεις, η αποτυχία της αποπληρωμής του χρέους μπορεί να οδηγήσει σε χρεοκοπία και στην πτώχευση της εταιρείας με τελική συνέπεια να πλήττεται η φήμη των διευθυντών (Sutton και Callahan, 1987) και πιθανός αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα την αντικατάσταση των εκτελεστικών διευθυντών (Gilson, 1989). Ενώ η έλλειψη

ρευστότητας που συνδέεται με υψηλά επίπεδα χρέους μπορεί να επηρεάζει τον στρατηγικό σχεδιασμό των επενδύσεων της επιχείρησης τελικά οι περιορισμοί αυτοί συμβάλουν στην μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης των εταιρειών και δίνουν την δυνατότητα για την προαγωγή μερικών επικερδών δυνατοτήτων ανάπτυξης κατά τον Jensen (1986). Τα αποτελέσματα της έρευνάς μας έρχονται σε αντίθεση με αυτά των Shleifer και Vishny (1986) ότι οι μεγαλομέτοχοι έχουν τα κίνητρα και την δύναμή να καθοδηγήσουν τις εταιρείες για την υιοθέτηση στρατηγικών που βελτιώνουν την αξία της επιχείρησης μέσω του δανεισμού – μόχλευσης, στρατηγικές οι οποίες συνδέονται με υψηλό κίνδυνό ιδιοσυγκρασίας. Ενώ οι Hill και Snell (1989) πρότειναν ότι η θετική επίδραση της λήψης κινδύνου σχετίζεται με την χαμηλή ροπή που έχουν οι επιχειρήσεις που ελέγχονται από μεγαλομέτοχους αναφορικά με τις στρατηγικές διαφοροποίησης. Επιπλέον τόνισαν ότι οι στρατηγικές που στοχεύουν στην διαφοροποίηση της επιχείρησης, αντιμετωπίσουν μεγαλύτερο κίνδυνό ιδιοσυγκρασίας αλλά εντέλει αυτό βοηθάει τις επιχειρήσεις αφού αποφέρει κέρδη σε περιόδους που υπάρχουν έντονες διακυμάνσεις στο οικονομικό περιβάλλον. Οι Easterbrook (1984), Fama (1985), Diamond (1984), Mork (2000) στις έρευνες του τόνισαν ότι τα πιστωτικά ιδρύματα και ιδιαίτερα οι τράπεζες είναι αποτελεσματικά όργανα ελέγχου των εταιρειών, έτσι ωφελούνται από τον έλεγχο αυτό τόσο οι μεγαλομέτοχοι όσο και η μειοψηφία των μετόχων. Οι παραπάνω ερευνητές τόνισαν ότι η ιδιοκτησία των επιχειρήσεων από τις τράπεζες έχει ευεργετικές συνέπειες για τους πελάτες και τις επιχειρήσεις, όμως επισήμανε ότι ιδιοκτησιακή αυτή μορφή δεν βοηθάει στην ανάπτυξη επενδύσεων υψηλού κινδύνου διότι αυτό βρίσκεται σε αντίθεση με τα συμφέροντα των τραπεζών που είναι παράλληλα και ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων. Στο πέμπτο υπόδειγμα η χρηματοοικονομική μόχλευση (LEVERAG) παρουσιάζεται θετικά στατιστικά σημαντική με την μεταβλητή συγκέντρωσης ιδιοκτησίας δηλαδή τον μεγαλομέτοχο (OWN), όταν η χρηματοοικονομική μόχλευση (LEVERAG) αυξάνεται κατά μια ποσοστιαία μονάδα η μεταβλητή μεγαλομέτοχος (OWN) μειώνεται κατά 0,000005 μονάδες.

Τα αποτελέσματα της έρευνάς μας έδειξαν ότι η μεταβλητή που ερμηνεύει την επένδυση (LNINVESTM) παρουσιάζεται θετικά στατιστικά σημαντική και επιδρά θετικά στην βραχυχρόνια απόδοση της εταιρείας (ROA) σύμφωνα με το υπόδειγμα 1, μια αύξηση της επένδυση (LNINVESTM) κατά μια ποσοστιαία μονάδα αυξάνει κατά 0,0076 μονάδες την απόδοση του ενεργητικού της (ROA), επίσης θετικά στατιστικά σημαντική

είναι η επένδυση (LNINVESTM), η οποία έχει θετική επίδραση στην απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) όπως παρουσιάζεται στο υπόδειγμα 2, όταν η επένδυση αυξάνεται κατά μια ποσοστιαία μονάδα επηρεάζει θετικά την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων κατά 0,08 μονάδες. Θετική επίδραση με στατιστική σημαντικότητα έχει ο λογάριθμος της επένδυσης (LNINVESTM) στην μακροχρόνια εταιρική απόδοση που αντιπροσωπεύει η μεταβλητή (TOBIN'S Q) όπως παρουσιάζεται στο υπόδειγμα 3, όταν ο λογάριθμος της επένδυσης (LNINVESTM) αυξάνει κατά μία ποσοστιαία μονάδα η μακροχρόνια εταιρική απόδοση που αντιπροσωπεύει η μεταβλητή (TOBIN'S Q) επηρεάζεται θετικά κατά 0,046 μονάδες. Τα αποτελέσματα της έρευνας μας συμφωνούν με αυτά των Bauguess, Slovin, Sushka (2011) οι οποίοι στην ερευνά που έκαναν σε βιομηχανικές εταιρίες διαπίστωσαν ότι η συγκέντρωση ιδιοκτησίας και ο δομημένος περιορισμός της μία μετοχή - μία ψήφος όπως και οι αλλαγές στα δικαιώματα ψήφου δίνουν μεγάλη ευελιξία στην αύξηση επενδύσεων στις εταιρίες που ακολουθούν τους βιομηχανικούς ρυθμούς ανάπτυξης και τους κανόνες των βιομηχανιών. Θετικά στατιστικά σημαντική παρουσιάζεται η επένδυση (LNINVESTM) με την μεταβλητή αγοραία αξία της εταιρείας προς την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων της (PBV), όταν η επένδυση αυξάνεται κατά μία μονάδα η μεταβλητή (PBV) επηρεάζεται θετικά κατά 0,07 μονάδες. Αντίθετα στο πέμπτο υπόδειγμα ο λογάριθμος της επένδυσης (LNINVESTM) επηρεάζει αρνητικά την μεταβλητή συγκέντρωσης ιδιοκτησίας του μεγαλομετόχου (OWN), όταν η επένδυση (LNINVESTM) αυξάνεται κατά μια ποσοστιαία μονάδα, η μεταβλητή μεγαλομέτοχος (OWN) μειώνεται κατά 0,004 μονάδες, η μεταβλητή επένδυση παρουσιάζεται αρνητικά στατιστικά σημαντική στο πέμπτο υπόδειγμα.

Τα αποτελέσματα της ερευνάς μας έδειξαν ότι η μεταβλητή που ερμηνεύει την δυαρχία προέδρου και ανώτατου εκτελεστικού διευθυντή-CEO (DUALITY) παρουσιάζεται θετικά στατιστικά σημαντική με την μεταβλητή, αγοραία αξία της εταιρείας προς την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων της (PBV), όταν η επένδυση αυξάνεται κατά μία μονάδα η μεταβλητή (PBV) επηρεάζεται θετικά κατά 0,397 μονάδες. Τα αποτελέσματα της έρευνας μας συμφωνούν με αποτελέσματα της έρευνας του Saito (2008) που διαπίστωσε θετική σχέση ανάμεσα στην δυαρχία και στην εταιρική απόδοση. Τονίζοντας ότι στην Ιαπωνία τα αποτελέσματα της διευθυντικής ιδιοκτησίας μπορούν να θεωρηθούν ενισχυτικά της επίδρασης που έχει ο οικογενειακός έλεγχος αναφορικά με οριακό – ρυθμιστικό ρόλο που παίζει η εταιρική αποζημίωσης των διευθυντών των μη

οικογενειακών επιχειρήσεων. Επιπλέον ο Saito (2008) επιβεβαιώνει ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις τείνουν να υπερτερούν των μη οικογενειακών εταιρειών στην Ιαπωνία . Η μόνη όμως βασική διαφορά υφίσταται στο γεγονός ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις συνεχίζουν να διοικούνται από τους ιδρυτές τους.

Η μεταβλητή που ερμηνεύει την συμμετοχή του ιδρυτή στο Δ.Σ. της εταιρεία (MBOARD) εμφανίζεται θετικά στατιστικά σημαντική με την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας (ROE). Αν αυξηθεί η μεταβλητή (MBOARD) κατά μια μονάδα, η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) θα αυξηθεί κατά 0,30 μονάδες όπως παρουσιάζεται στο υπόδειγμα 2, ενώ αρνητικά στατιστικά σημαντική παρουσιάζεται η μεταβλητή (MBOARD) στο πέμπτο υπόδειγμα, συγκεκριμένα η μεταβλητή (MBOARD) επηρεάζει αρνητικά την συγκέντρωση ιδιοκτησίας δηλαδή την μεταβλητή μεγαλομέτοχος (OWN), όταν η μεταβλητή (MBOARD) αυξάνεται κατά μια ποσοστιαία μονάδα η μεταβλητή μεγαλομέτοχος (OWN) μειώνεται κατά 0,08 μονάδες.

Αναφορικά με την μεταβλητή που ερμηνεύει την αναλογία των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών προς το σύνολο των μελών του Δ.Σ. της εταιρείας (INDEPEN) τα αποτελέσματα της έρευνας μας έδειξαν ότι είναι αρνητικά στατικά σημαντική άρα επηρεάζει αρνητικά την βραχυχρόνια απόδοση της εταιρείας (ROA) σύμφωνα με το υπόδειγμα 1, μια αύξηση της αναλογίας των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών προς το σύνολο των μελών του Δ.Σ. της εταιρείας (INDEPEN) κατά μια ποσοστιαία μονάδα μειώνει κατά 0,10 μονάδες την απόδοση του ενεργητικού της εταιρείας (ROA), επίσης αρνητικά στατιστικά σημαντική εμφανίζεται η μεταβλητή (INDEPEN) με την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) όπως παρουσιάζεται στο υπόδειγμα 2, όταν η αναλογία των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών προς το σύνολο των μελών του Δ.Σ. της εταιρείας (INDEPEN) αυξάνεται κατά μια ποσοστιαία μονάδα επηρεάζει αρνητικά την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων κατά 0,42 μονάδες επιπλέον αρνητικά στατιστικά σημαντική είναι παρουσιάζεται η μεταβλητή (INDEPEN) με την μεταβλητή μακροχρόνιας απόδοσης δηλαδή την αγοραία αξία της εταιρείας προς την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων της (PBV), όταν η μεταβλητή (INDEPEN) αυξάνει κατά μία μονάδα η μεταβλητή (PBV) μειώνεται κατά 1,14 μονάδες. Τα αποτελέσματα της ερευνάς μας συμφωνούν με τις άλλες μελέτες των Agrawal & Knoeber (1996), Baysinger & Butter (1985) που βρήκαν αρνητική σχέση ανάμεσα στην αναλογία των εξωτερικών διοικητών και στην εταιρική απόδοση. Όμως από την άλλη μεριά τα αποτελέσματα της ερευνάς μας διαφωνούν με τους Arosa &

Iturralde&Maseda (2010) στην έρευνα τους που έκαναν μελέτησαν τα ανεξάρτητα μέλη – διευθυντές των συμβουλίων των οικογενειακών επιχειρήσεων στην Ισπανία, τα αποτελέσματα της έρευνας τους έδειξαν ότι οι συνδεδεμένοι με τις επιχειρήσεις διευθυντές των συμβουλίων έχουν θετική επίδραση στην εταιρική απόδοση των οικογενειακών επιχειρήσεων και η θετική αυτή επίδραση έχει ιδιαίτερη σημαντικότητα για τις οικογενειακές επιχειρήσεις που διοικούνται από την πρώτη γενιά ιδιοκτητών όμως για τις επιχειρήσεις που διοικούνται από δεύτερης γενιάς ιδιοκτήτες, η παρουσία των ανεξάρτητων μελών στα διοικητικά συμβούλια δεν έχει κανένα αποτέλεσμα στην εταιρική απόδοση. Τα αποτελέσματα της έρευνας μας διαφωνούν με αυτά των Anderrson & Reeb (2004), McKnight & Mira (2003) όπου στις έρευνες τους κατέληξαν ότι οι εξωτερικοί ανεξάρτητοι διοικητές μπορούν να βελτιώσουν την αποτελεσματικότητα των διοικητικών συμβουλίων και την εταιρική τους απόδοση. Οι εξωτερικοί διευθυντές που είναι ανεξάρτητοι από την διοίκηση και τους μεγαλομετόχους των επιχειρήσεων φέρνουν στην επιχείρηση μία μεγαλύτερη ανάσα επιχειρηματικής εμπειρίας (Fistenberg, Malkiel, 1994), (Vance, 1983). Βεβαίως μια σειρά από μελέτες έχουν γίνει γύρω από την αναλογία των εξωτερικών διοικητών των συμβουλίων με την εταιρική απόδοση και τον πλούτο των μετόχων. Συγκεκριμένα οι Brickley (1994), Byrd και Hickman (1992) στις μελέτες τους διαπίστωσαν καλύτερες αποδόσεις των τιμών των μετοχών όταν τα εξωτερικά και ανεξάρτητα μέλη κρατούσαν ένα σημαντικό ποσοστό στις θέσεις του διοικητικού συμβουλίου. Συνεπώς όταν τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου βελτιώνουν τον έλεγχο που ασκούν τότε αυτό συνδέεται με χαμηλής χρήσης πολιτικές διοίκησης έντονης κερδοφορίας, επιπλέον οι Jackling & Johl (2009) βρήκαν μία θετική και σημαντική σχέση ανάμεσα στις δυο αυτές μεταβλητές. Αρκετές είναι οι έρευνες που έχουν γίνει αναφορικά με τα ανεξάρτητα και μη ανεξάρτητα μέλη του Δ.Σ.. Αναφορικά οι Dechow, Sloan και Sweeney (1996) βρήκαν σε ένα δείγμα από εταιρίες ότι ο CEO και ο πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου εμπíπτουν σε ενέργειες παραποίησης λογιστικών στοιχείων προκειμένου να εξυπηρετήσουν τις ανάγκες των μεγαλομετόχων. Ενώ ο Arifin (2003) τόνισε ότι οι δημόσιες επιχειρήσεις προσλαμβάνουν ανεξάρτητα μέλη μόνο όταν το υπαγορεύει η νομοθεσία για αυτό το λόγο τα ανεξάρτητα μέλη δεν ενεργούν ως ελεγκτικοί μηχανισμοί. Οι Peasnell, Pope και Young (2000) επίσης βρήκαν ότι η πιθανότητα της αύξηση των λογιστικών πραγματοποιηθέντων εσόδων μειώνει, όταν η αναλογία των ανεξάρτητων εξωτερικών διευθυντών αυξάνει, στην έρευνα που έκαναν σε

ένα δείγμα αγγλικών επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματα της ερευνάς μας συμφωνούν με αυτά των Chourou & Bedard & Courteau (2001) όπου στην έρευνα που έκαναν για τις ινδονησιακές επιχειρήσεις βρήκαν ότι τα ανεξάρτητα μέλη των διοικητικών συμβουλίων περιορίζουν τις δραστηριότητες διοίκησης κερδοφορίας, τα αποτελέσματα αυτά εμφανίζονται σε επιχειρήσεις που εφαρμόζουν συστήματα διπλού συμβουλίου (two – board system). Επιπλέον και ο Wedari (2004), ο οποίος εξέτασε τις δημόσιες επιχειρήσεις στο χρηματιστήριο JSE για τα έτη 1994 έως 2002, βρήκε ότι τα ανεξάρτητα μέλη των συμβουλίων περιορίζουν τις δραστηριότητες διοίκησης κερδοφορίας (earning management). Στο πέμπτο υπόδειγμα η μεταβλητή (INDEPEN) εμφανίζεται θετικά στατιστικά σημαντική όπου επηρεάζει θετικά την μεταβλητή συγκέντρωσης ιδιοκτησίας του μεγαλομετόχου (OWN), όταν η μεταβλητή (INDEPEN) αυξάνεται κατά μια ποσοστιαία μονάδα η μεταβλητή μεγαλομέτοχος (OWN) αυξάνεται κατά 0,15 μονάδες.

Επιπλέον τα αποτελέσματα της έρευνας μας έδειξαν ότι η μεταβλητή απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) παρουσιάζεται θετικά σημαντική και επηρεάζει σημαντικά την μακροχρόνια εταιρική απόδοση (TOBIN'S Q), συγκεκριμένα όταν η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) αυξάνει κατά μια μονάδα η μακροχρόνια εταιρική απόδοση (TOBIN'S Q) αυξάνει κατά 0,11 μονάδες. Θετική επίδραση και στατιστική σημαντικότητα έχει η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) στην μεταβλητή (PBV) που αποτελεί επίσης ένα μέτρο μακροχρόνιας εταιρικής απόδοσης, όταν η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) αυξάνει κατά μια μονάδα η μακροχρόνια εταιρική απόδοση (PBV) αυξάνει κατά 0,10 μονάδες.

Ενώ η μεταβλητή απόδοση του ενεργητικού (ROA) εμφανίζεται αρνητικά στατιστικά σημαντική επηρεάζει σημαντικά την μεταβλητή συγκέντρωσης ιδιοκτησίας του μεγαλομετόχου (OWN), όταν η μεταβλητή (ROA) αυξάνεται κατά μια ποσοστιαία μονάδα η μεταβλητή μεγαλομέτοχος (OWN) μειώνεται κατά 0,0446 μονάδες.

Βέβαια τα αποτελέσματα της έρευνας μας έδειξαν ότι υπάρχουν και μεταβλητές οι οποίες δεν παρουσίασαν στατιστική σημαντικότητα στα πέντε υποδείγματα που εφαρμόστηκαν στην εμπειρική μας ανάλυση όπως παρουσιάστηκαν στον πίνακα 7. Αρχικά η μεταβλητή η συγκέντρωση ιδιοκτησίας του μεγαλομετόχου (OWN) δεν παρουσιάζεται στατιστικά σημαντική στο υπόδειγμα 2, όμως έχει θετική επίδραση στην απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) που αποτελεί μέτρο βραχυχρόνιας εταιρικής απόδοσης το υπόδειγμα.

Στατιστικά μη σημαντική είναι η μεταβλητή μεγαλομέτοχος (OWN) ενώ συσχετίζεται θετικά με την μεταβλητή μακροχρόνια εταιρική απόδοση που αντιπροσωπεύει η μεταβλητή (TOBIN'S Q) όπως παρουσιάζεται στο υπόδειγμα 3. Οι Hu και Izumida (2008) τόνισαν το στοιχείο της σύνδεσης μεταξύ της ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης και της απόδοσης των Ιαπωνικών επιχειρήσεων. Επιπλέον η υψηλότερη απόδοση και η σχέση της με την συγκέντρωση ιδιοκτησίας καταδεικνύεται από τους Claessens και Djankov (1999) και αιτιολογείται από το γεγονός ότι ο αυξημένος έλεγχος που ασκούν οι οικογενειακές επιχειρήσεις αποτρέπει τους διευθυντές από την έκθεση τους στον κίνδυνο ιδιοσυκρασίας, ο οποίος οδηγεί τις επιχειρήσεις σε ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα που στοχεύουν στην αύξηση της εταιρικής περιουσίας. Επιπλέον, ο οικογενειακός έλεγχος και η ιδιοκτησιακή συγκέντρωση βρέθηκαν να έχουν συνδεδεμένα αποτελέσματα, συγκεκριμένα η θετική επίδραση του οικογενειακού ελέγχου αυξάνει με την αύξηση της ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης. Τα αποτελέσματα μας έρχονται σε αντίθεση με αυτά που διαπίστωσαν στην έρευνα που έκαναν για τις Ισπανικές επιχειρήσεις οι Sanchez –Ballesta και Garcia – Meca (2007) που κατέληξαν σε μια αρνητική σχέση ανάμεσα στην συγκέντρωση ιδιοκτησίας και του δείκτη Tobin's Q. Τα αποτελέσματα της έρευνας μας συμφωνούν με τους Morck, (1988), McConnell και Servaes (1990) που βρήκαν ότι οι εταιρίες που παρουσίαζαν υψηλή απόδοση, έχουν υψηλό μερίδιο διευθυντικής ιδιοκτησίας. Ενώ το υπόδειγμα 4 δείχνει ότι η σχέση που υπάρχει ανάμεσα στην μεταβλητή μεγαλομέτοχος (OWN) και στην μεταβλητή αγοραία αξία της επιχείρησης προς την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων της (PBV) που αποτελεί ένα μέτρο εκτίμησης της μακροχρόνιας εταιρικής απόδοσης αλλά και η μεταβλητή αυτή παρουσιάζεται μη στατιστικά σημαντική. Θετική σχέση ανάμεσα στον δείκτη TOBIN'S Q και στην συγκέντρωση ιδιοκτησίας που αντιπροσωπεύει η μεταβλητή OWN διαπίστωσαν και οι Hu και Izumida (2008) και Cao (2011), οι οποίοι τόνισαν ότι η εταιρική απόδοση μετριέται με την λειτουργική απόδοση του ενεργητικού και τον δείκτη Tobin's Q.

Επιπλέον τα αποτελέσματα της ερευνάς μας έδειξαν ότι η μεταβλητή που ερμηνεύει το μέγεθος (SIZE) δεν παρουσιάζεται στατιστικά σημαντική όμως επιδρά θετικά στην βραχυχρόνια απόδοση της εταιρείας (ROA) σύμφωνα με το υπόδειγμα 1, παράλληλα η μεταβλητή μέγεθος (SIZE) ενώ δεν παρουσιάζεται στατιστικά σημαντική έχει θετική επίδραση στην απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) όπως παρουσιάζεται

στο υπόδειγμα 2. Όμως ο Moses (1987) στην έρευνα που έκανε βρήκε ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν εντονότερο κίνητρο για βραχυχρόνια κέρδη από ότι οι μικρότερες, την ένδειξη αυτή εντόπισαν και οι Michaelson, James, Charles, (1995) στις έρευνες που έκαναν. Το μέγεθος της επιχείρησης χρησιμοποιείται σαν αντιπροσωπευτική μεταβλητή για την ασύμμετρη πληροφόρηση μέσα σε ένα κλειστό περιβάλλον πληροφοριών, αφού οι διευθυντές των μικρών επιχειρήσεων διαφυλλάτουν τις προσωπικές τους πληροφορίες περισσότερο επιτυχώς από τους αντίστοιχους των μεγάλων επιχειρήσεων Lee & Choi (2002). Οι πληροφορίες που διαχέονται από τις μεγάλες επιχειρήσεις είναι διαθέσιμες εύκολα στο ευρύ κοινό και μπορούν να αποκτηθούν με χαμηλότερο κόστος από ότι των μικρών επιχειρήσεων Bhattacharya (2001). Οι μεγάλες επιχειρήσεις παρακολουθούνται λεπτομερώς από επενδυτές και από τους κρατικούς φορείς περισσότερο από τις μικρότερες επιχειρήσεις με συνέπεια να μην μπορούν να ασκήσουν έντονη κερδοσκοπική διοίκηση. Εξαιτίας αυτής της κατάσταση στις μεγάλες επιχειρήσεις είναι λιγότερο έντονη η άσκηση διοίκησης κερδοσκοπίας και σε αυτό το πρότυπό προσπαθούν να προσαρμοστούν και να ακολουθήσουν.

Η μεταβλητή που ερμηνεύει την χρηματοοικονομική μόχλευση (LEVERAG) δεν παρουσιάζεται στατιστικά σημαντική όμως επιδρά θετικά στην βραχυχρόνια απόδοση της εταιρείας (ROA) σύμφωνα με το υπόδειγμα 1, επίσης η μεταβλητή χρηματοοικονομική μόχλευση (LEVERAG) συσχετίζεται θετικά με την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) αλλά παρουσιάζεται στατιστικά μη σημαντική όπως παρουσιάζεται στο υπόδειγμα 2, επιπλέον η μεταβλητή χρηματοοικονομική μόχλευση (LEVERAG) δεν είναι στατιστικά σημαντική όμως επιδρά θετικά στην μεταβλητή μακροχρόνιας εταιρικής απόδοσης (PBV) που παρουσιάζεται στο υπόδειγμα 3.

Τα αποτελέσματα της έρευνάς μας έδειξαν ότι η μεταβλητή που ερμηνεύει την δυαρχία προέδρου και CEO (DUALITY) δεν είναι στατιστικά σημαντική αλλά επιδρά αρνητικά στην βραχυχρόνια απόδοση της εταιρείας (ROA) σύμφωνα με το υπόδειγμα 1, επίσης η μεταβλητή δυαρχία (DUALITY) δεν παρουσιάζει στατιστική σημαντικότητα ενώ έχει αρνητική επίδραση στην απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) όπως παρουσιάζεται στο υπόδειγμα 2. Μη στατιστικά σημαντική είναι η μεταβλητή δυαρχία (DUALITY) και επηρεάζει αρνητικά την μακροχρόνια εταιρική απόδοση που αντιπροσωπεύει η μεταβλητή (TOBIN'S Q) όπως παρουσιάζεται στο υπόδειγμα 3. Αρκετές είναι και οι έρευνες που επικεντρώνονται κυρίως στην δυαρχία (duality) και

συγκεκριμένα στην CEO duality, όπου ο CEO ασκεί παράλληλα και τις δραστηριότητες του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και όλες αυτές οι ιδιότητες ενσωματώνονται στο πρόσωπο του διευθυντή της επιχείρησης, η παράλληλη αυτή ιδιότητα έρχεται σε αντίθεση με την ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου (Baliga, Moyer, & Rao, 1996) και μερικές φορές οδηγεί στην διευθυντική καταδυνάστευση του συνόλου του διοικητικού συμβουλίου (Fama & Jensen, 1983, Jensen & Meckling, 1976). Στην μελέτη αναφορικά με την δυαρχία επικεντρώθηκε και ο Qin (2011), ο οποίος υπέθεσε την έντονη δράση που θα είχε η δύναμη του διευθυντή στις αποφάσεις της επιχείρησης όπως επίσης υπέθεσε ότι ο CEO (Ανώτατος Εκτελεστικός Διευθυντής) – Chairperson (Πρόεδρος) πρέπει να έχουν σαφείς διακριτούς διευθυντικούς ρόλους, οι οποίοι θα έτειναν να αποφύγουν ή να ελαχιστοποιήσουν την χρήση των PVSOs (Performance – vested stock options) δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών τα οποία θεωρούνται ένα μέσω ανταμοιβής ανάλογα με την απόδοση που θα είχαν. Όμως στη έρευνα του ο Qin (2011) τόνισε ότι οι διευθυντές που είχαν μεγάλο μερίδιο μετοχών στην επιχείρηση, εμφάνιζαν αρνητική σχέση με τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς νέων μετοχών. Παρόλα αυτά η σχέση του διευθυντικού πλούτου και της αξίας των μετοχών που κατέχουν αυτοί έχει δεχτεί έντονη κριτική από πολλούς ακαδημαϊκούς ερευνητές (Gerakos, Ittner & Larcker, 2007). Αντίθετα στο πέμπτο υπόδειγμα η δυαρχία (DUALITY) επηρεάζει θετικά την μεταβλητή συγκέντρωσης ιδιοκτησίας του μεγαλομετόχου (OWN) όμως δεν παρουσιάζεται στατιστικά σημαντική.

Η μεταβλητή που ερμηνεύει την συμμετοχή του ιδρυτή στο Δ.Σ. της εταιρεία (MBOARD) δεν παρουσιάζεται στατιστικά σημαντική όμως συσχετίζεται θετικά με την μεταβλητή βραχυχρόνια απόδοση της εταιρείας (ROA) σύμφωνα με το υπόδειγμα 1. Παρόμοια είναι και η επίδραση της μεταβλητής (MBOARD) η οποία ενώ εμφανίζεται στατιστικά μη σημαντική, συσχετίζεται θετικά με την μακροχρόνια εταιρική απόδοση που αντιπροσωπεύει η μεταβλητή (TOBIN'S Q) όπως παρουσιάζεται στο υπόδειγμα 3. Από την άλλη μεριά ενώ παρουσιάζεται μη στατιστικά σημαντική η μεταβλητή (MBOARD) συσχετίζεται αρνητικά με την μεταβλητή (PBV) σύμφωνα με το υπόδειγμα 4.

Αναφορικά με την μεταβλητή που ερμηνεύει την αναλογία των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών προς το σύνολο των μελών του Δ.Σ. της εταιρείας (INDEPEN) δεν εμφανίζεται να έχει στατιστική σημαντικότητα αλλά έχει αρνητική επίδραση στην

μακροχρόνια εταιρική απόδοση που αντιπροσωπεύει η μεταβλητή (TOBIN'S Q) όπως παρουσιάζεται στο υπόδειγμα 3. Σε συμφωνία βρίσκονται τα αποτελέσματα της έρευνας μας με τα αποτελέσματα της μελέτης του Parulian (2004), όπου βρήκε ότι τα ανεξάρτητα μέλη των συμβουλίων των επιχειρήσεων των δημόσιων εταιρειών που είναι ενταγμένα στο JSE δεν έχουν καμία επίδραση στην διοίκηση διαχείρισης κερδοφορίας. Όμως και οι δύο αυτές μελέτες προσδιόρισαν ότι τα ανεξάρτητα μέλη ως μέλη που δεν έχουν καμία σχέση με την εταιρεία ούτε με κανένα μέλος που κατέχει την πλειοψηφία των μετοχών της επιχείρησης. Το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών προς το σύνολο των μελών του διοικητικού συμβουλίου έχει γίνει αντικείμενο έρευνας από πολλούς ερευνητές. Είναι γεγονός ότι υπάρχει μία έντονη φιλοσοφία για την δομή της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου (Εσωτερικοί εναντίον Εξωτερικών διοικητών), αναφορικά με την επίδραση του στην εταιρική απόδοση. Τα συμβούλια στα οποία υπερέχουν τα ανεξάρτητα μέλη τίθενται υπό καλύτερη παρακολούθηση και οι διοικητές αυτών ελέγχονται καλύτερα, στο συμπέρασμα αυτό κατέληξε ο Dunn (1987). Τα αποτελέσματα της ερευνάς μας επιβεβαιώνουν την γενική διαπίστωση της ερευνάς των Dalton, Daily, Ellstrand & Jonson (1998), De Andres, Jackling & Johl (2009) όπου στις μελέτες τους βρήκαν ότι ανάμεσα στις δύο αυτές μεταβλητές δεν υπάρχει καμία σχέση, αυτές οι διαφορές στα ευρήματα των ερευνητών ενδεχομένως να προέρχονται από τις διαφορετικές θεωρητικές βάσεις έρευνας και την χρήση διαφορετικών μεταβλητών μέτρησης της εταιρικής απόδοσης.

Τα αποτελέσματα της ερευνάς μας έδειξαν ότι η μεταβλητή που ερμηνεύει το επίπεδο μόρφωσης του ιδρυτή – προέδρου της εταιρείας (EDUCF) δεν παρουσίασε στατιστική σημαντικότητα σε κανένα από τα πέντε υποδείγματα, συγκεκριμένα επιδρά αρνητικά στην βραχυχρόνια απόδοση της εταιρείας (ROA) σύμφωνα με το υπόδειγμα 1, επίσης το επίπεδο μόρφωσης του ιδρυτή – προέδρου της εταιρείας (EDUCF) έχει θετική επίδραση στην απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) όπως παρουσιάζεται στο υπόδειγμα 2. Ενώ αρνητική επίδραση έχει το επίπεδο μόρφωσης του ιδρυτή – προέδρου της εταιρείας (EDUCF) στην μακροχρόνια εταιρική απόδοση που αντιπροσωπεύει η μεταβλητή (TOBIN'S Q) όπως παρουσιάζεται στο υπόδειγμα 3. Αντίθετα θετική είναι η επίδραση της μεταβλητή εκπαίδευση ιδρυτή – προέδρου της εταιρείας (EDUCF) στην μεταβλητή (PBV) όπως παρουσιάζεται στο υπόδειγμα 4. Τέλος στο πέμπτο υπόδειγμα η μεταβλητή (EDUCF) επηρεάζει αρνητικά την μεταβλητή συγκέντρωσης ιδιοκτησίας του

μεγαλομετόχου (OWN). Αναφορικά με την μεταβλητή επίπεδο εκπαίδευσης του Ιδρυτή – Προέδρου (EDUCF), λόγω μη στατιστικής σημαντικότητας στην σχέση τους με τις μεταβλητές εκτίμησης της εταιρικής απόδοσης δεν μας επιτρέπει να εξάγουμε ασφαλή συμπεράσματα. Η επένδυση του ανθρωπίνου κεφαλαίου στην εκπαίδευση και ιδιαίτερα στην ανώτατη εκπαίδευση είναι η αφετηρία της ανεξάρτητης σκέψης και αποτελεί τον βασικό ρόλο της ανάγκης ύπαρξης των μη εκτελεστικών διοικητών με μόρφωση σύμφωνα με τον Roberts (2005). Ενώ ο Becker (1962) προτείνει ότι άτομα που είναι ικανά τείνουν να επενδύσουν περισσότερο στο ανθρώπινο κεφάλαιο όπως η εκπαίδευση επίσης τονίζει το ρόλο της εργασιακής εμπειρίας και της συνεχούς εκπαίδευσης που πρέπει να έχουν τα διοικητικά στελέχη προκειμένου να αυξηθεί η μελλοντική παραγωγικότητα τους. Οι Becker (1993), Lyness και Thomson (1997) ανέφεραν ότι οι άνδρες μετακινούνται περισσότερο γεωγραφικά σε επιχειρήσεις από ότι οι γυναίκες και κατέχουν περισσότερες διοικητικές θέσεις στα διοικητικά συμβούλια.

4.6. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΕΓΧΟΥ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ

Το γενικό συμπέρασμα που εξάγεται αναφορικά με την διερεύνηση της υπόθεσης H_0 αν υπάρχει ή δεν υπάρχει μια μη γραμμική σχέση ανάμεσα στην ιδιοκτησιακή περιουσία και στην εταιρική απόδοση, η απάντηση είναι ότι δεν υπάρχει. Αναφορικά με την δεύτερη υπόθεση H_1 αν υπάρχει θετική σχέση ή όχι ανάμεσα στο ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου OWN που κατέχει ο μεγαλομέτοχος και στην εταιρική απόδοση όπως αυτή εκτιμήθηκε με την μεταβλητή TOBIN'S Q διαπιστώθηκε ότι υπάρχει. Ο έλεγχος της τρίτης υπόθεσης H_2 σχετικά αν η βραχυχρόνια εταιρική απόδοση επηρεάζει την συγκέντρωση ιδιοκτησίας η απάντηση είναι καταφατική, όμως η επίδραση της πάνω στην ιδιοκτησιακή δομή είναι αρνητική, γεγονός που μπορεί να εξηγηθεί ότι είναι αποτέλεσμα της οικονομικής ευρωστίας, έτσι γίνεται πόλος έλξης για νέους επενδυτές – μετόχους, αυτό έχει συνέπεια να διασπάται η μετοχική βάση σε πολλές μετοχές και η συγκέντρωση ιδιοκτησίας να αποδυναμώνεται.

5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η μελέτη της εταιρικής διακυβέρνησης και συγκεκριμένα της ιδιοκτησιακής δομής των επιχειρήσεων κάθε χώρας αποτελεί ένα πολύτιμο επιχειρηματικό οδηγό προκειμένου να αναπτυχθεί και να εδραιωθεί μια επιχείρηση. Στην παρούσα μελέτη έγινε μια εμπειριστατωμένη έρευνα γύρω από την κατανόηση της έννοιας της εταιρικής διακυβέρνησης και της ιδιοκτησιακής δομής της επιχείρησης μετέπειτα επιχειρήθηκε ο προσδιορισμός της σχέσης ανάμεσα στην ιδιοκτησιακή δομή και στην βραχυχρόνια εταιρική απόδοση (ROA) και (ROE) όσο και με την μακροχρόνια (TOBIN'S) και (PBV) αλλά επίσης επιχειρήθηκε να εντοπιστούν οι μεταβλητές που επηρεάζουν την συγκέντρωση ιδιοκτησίας (OWN). Η εμπειρική μελέτη μας δείχνει ότι μεταβλητή συγκέντρωσης ιδιοκτησίας (OWN) επηρεάζει αρνητικά την βραχυχρόνια εταιρική απόδοση (ROA). Η μεταβλητή που προσδιορίζει το μέγεθος (SIZE) συσχετίζεται αρνητικά με τις μεταβλητές μακροχρόνιας εταιρικής απόδοσης (TOBIN'S Q) και (PBV) ενώ η μεταβλητή μέγεθος (SIZE) συσχετίζεται θετικά με την μεταβλητή συγκέντρωσης ιδιοκτησίας του μεγαλομετόχου (OWN). Τα ευρήματα της ερευνάς μας υποδεικνύουν ότι η μεταβλητή μόχλευση (LEVERAG) επιδρά αρνητικά στην μεταβλητή μακροχρόνιας εταιρικής απόδοσης (TOBIN'S Q) αρνητικά συσχετισμένη είναι η μεταβλητή μόχλευση (LEVERAG) με την μεταβλητή συγκέντρωσης ιδιοκτησίας του μεγαλομετόχου OWN. Ενώ η μεταβλητή επένδυση (LNINVESTM) παρουσιάζει θετική συσχέτιση τόσο με τις μεταβλητές που αντιπροσωπεύουν την βραχυχρόνια εταιρική απόδοση συγκεκριμένα την μεταβλητή απόδοσης του Ενεργητικού (ROA) όσο και με την μεταβλητή απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων (ROE). Θετικά συσχετισμένη είναι η μεταβλητή επένδυση (LNINVESTM) και με τις μεταβλητές μακροχρόνιας απόδοσης της επιχείρησης δηλαδή την μεταβλητή Αγοραία Αξία Εταιρείας προς Τρέχουσα Αξία του Ενεργητικού της εταιρείας (TOBIN'S Q) και την μεταβλητή Αγοραία Αξία Εταιρεία προς Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρείας (PBV). Θετική συσχέτιση έχει η μεταβλητή επένδυση (LNINVESTM) με την μεταβλητή συγκέντρωσης ιδιοκτησίας του μεγαλομετόχου (OWN). Η ψευδομεταβλητή που αντιπροσωπεύει την δυαρχία (DUALITY) όπου ο Ιδρυτής ασκεί το ρόλο του Προέδρου και Ανώτατου Εκτελεστικού Διευθυντή (CEO) του Δ.Σ. της Εταιρείας συσχετίζεται θετικά με την μεταβλητή Αγοραία Αξία Εταιρεία προς Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρείας (PBV). Τα αποτελέσματα της έρευνας

μας υποδεικνύουν μια αρνητική συσχέτιση της ψευδομεταβλητής που αντιπροσωπεύει ότι ο ιδρυτής και είναι και μέλος του Δ.Σ. της Εταιρείας (MBOARD) με την μεταβλητή απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων (ROE), αρνητικά επίσης συσχετίζεται η μεταβλητή (MBOARD) με την μεταβλητή συγκέντρωσης ιδιοκτησίας του μεγαλομετόχου (OWN). Η μεταβλητή που αντιπροσωπεύει το ποσοστό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών προς το σύνολο των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου (INDEPEN) συσχετίζεται αρνητικά με τις μεταβλητές εκτίμησης εταιρικής απόδοσης (ROA),(ROE),(TOBIN'S Q)(PBV) καταδεικνύοντας τον έλεγχο που ασκούν τα ανεξάρτητα μέλη των Διοικητικών Συμβουλίων στην διοίκηση κερδοφορίας των ελληνικών επιχειρήσεων σύμφωνα με τον νόμο 3016/2002⁵ ο οποίος έθεσε τα πλαίσια σύνθεσης και δράσης των μελών στα διοικητικά συμβούλια. Αρνητικά συσχετισμένη είναι η μεταβλητή (INDEPEN) με την μεταβλητή συγκέντρωσης ιδιοκτησίας του μεγαλομετόχου (OWN). Η μεταβλητή απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) συσχετίζεται θετικά με τις μεταβλητές μακροχρόνιας εταιρικής απόδοσης (TOBIN'S Q), (PBV), ενώ η μεταβλητή απόδοσης του Ενεργητικού (ROA) συσχετίζεται αρνητικά με την με την μεταβλητή συγκέντρωσης ιδιοκτησίας του μεγαλομετόχου (OWN). Τα αποτελέσματα της έρευνας μας διαπίστωσαν θετική σχέση που υπάρχει ανάμεσα στην συγκέντρωση της ιδιοκτησίας (OWN) και στην εταιρική απόδοση όπως αυτή προσδιορίστηκε με τον αριθμοδείκτη (TOBIN'S Q) που συμβολίζει την αγοραία αξία της επιχείρησης προς την τρέχουσα αξία αντικατάστασης του ενεργητικού της και αντιπροσωπεύει ένα μέτρο απόδοσης και κερδοφορίας της επιχείρησης. Επίσης αναφορικά με τα μέτρα βραχυχρόνιας απόδοσης (ROA) και (ROE), η μελέτη μας επιβεβαιώνει τα αποτελέσματα του Coase (1988) και των Demsetz και Lehn (1985), υποστηρίζουν ότι οποιαδήποτε σχέση μεταξύ της μεμονωμένης συγκέντρωσης ιδιοκτησίας και της εταιρική απόδοσης μπορεί να είναι πλαστή. Επίσης τα ευρήματα της ερευνάς συμφωνούν με τα αποτελέσματα της ερευνάς των Block J., Jaskiewicz P., Miller D. (2011) οι οποίοι στηριχθήκαν στη θεωρία της αντιπροσώπευσης και υποστήριξαν ότι τα αποτελέσματα των οικογενειακών επιχειρήσεων σε σχέση με τη διοίκηση τους είναι διαφορετικά, βρήκαν ότι παρόλο που η οικογενειακή ιδιοκτησία συνδέεται με υψηλή απόδοση, τα αποτελέσματα τόσο για τις επιχειρήσεις όσο και για τη διοίκηση που ασκεί ο ίδιος ο ιδρυτής είναι αμφιλεγόμενα

⁵ Νομός 3016/2002 βλέπε σε παράρτημα.

Τα αποτελέσματα της έρευνας μας συμφωνούν με τα αυτά που διαπίστωσαν οι Καραθανάσης και Δράκος (2004) για τις ελληνικές εισηγμένες εταιρείες την περίοδο 1996-1998, όπου μετρώντας την εταιρική απόδοση με την μεταβλητή Tobin's Q διαπίστωσαν ότι υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα τους θεσμικούς επενδυτές, οι οποίοι ήταν και μεγαλομέτοχοι και στην εταιρική απόδοση.

Τέλος η μελέτη αυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί για μελλοντική έρευνα, χρησιμοποιώντας επιπλέον ποιοτικά χαρακτηριστικά που συγκεντρώνει στο πρόσωπό του ο μεγαλομέτοχος αλλά και η ύπαρξη ενός επιπλέον μεγαλομετόχου που ασκεί στρατηγικές διοίκησης που αντιμάχεται το απόλυτο μεγαλομέτοχο, μπορεί να μας οδηγήσουν σε καλύτερη διερεύνηση της σχέσης της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας με την εταιρική απόδοση. Επιπλέον οι πολιτικοί παράγοντες οι οποίοι διαμορφώνουν νομοθετικό πλαίσιο της ιδιοκτησιακής δομής των επιχειρήσεων και η οικονομική σταθερότητα και ανάπτυξη κάθε χώρας, αποτελούν μεταβλητές που μπορούν να ερμηνεύσουν καλύτερα την σχέση της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας με την εταιρική απόδοση.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

Aaboen L., Lindelof P., von Koch C., Lofsten H., 2006. Corporate governance and performance of small high – tech firms in Sweden. *Technical innovation* 26, 955 – 968.

Agrawal, A., & Knoeber, C. R., 1996. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31: 337–398.

Albrecht W.D. & Richardson F.M., 1990. Income smoothing by economy sector. *Journal of Business Finance Accounting*, 17(5), 713 -730.

Anderson R., Reed D., 2003. Founding – Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, *The Journal OF Finance* Vol. 58 pp 1301 – 1327.

Almeida H., Park S-Y, Subrahmanyam M., Wolfenzon D., 2007. Beyond cash flow and voting rights: Valuation and performance of firms in complex ownership structures. www.stern.nyu.edu/cons/groups/content/documents/webasset/uat_024521.pdf.

Arifin, Z., 2003. Masalah Agensi dan Mekanisme Kontrol pada Perusahaan dengan Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi yang Dikontrol Keluarga: Bukti dari Perusahaan Publik di Indonesia. Unpublished Dissertation, FEUI Graduate Program in Management.

Arifin A.Z., 2010. The ownership structure on the capital structure and the firm performance, Faculty of Economics, Tarumanagara University, Indonesia.

Armour J., Deakin S., Sarkar P., Siems M., Singh A., 2008. Share Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origin Hypothesis ECGI Working Paper Series in Law No 108.

Armstrong C., Guay W., Weber J., 2010. The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting and Economics* 50,179-234.

Arosa B., Iturralde T., Maseda A., 2010. Ownership structure and firm performance in non-listed firms: Evidence from Spain , *Journal of Family Business Strategy* 1, 88 – 96.

Azora – Palenzuela , Lopez-Iturriaga ,Tejerina – Gaité, 2007.Bank as shareholders: The Spanish model of corporate governance, Department of Financial Economics& Accounting University of Valladolid (Spain).

Baliga B.,Moyer N. & Rao R., 1996. CEO duality and firm performance: What's the fuss? *Strategic Management Journal* 17, 41-53.

Bammens Y, Voordeckers W., Gils A.V., 2010. Boards of directors in family Businesses :A Literature Review and Research Agenda.,Vol.13 Issue 2,pages 134-152, June 2011.

Bauguess S., Slovin M., Sushka M., 2011. Large shareholder diversification ,corporate risk taking, and the benefits of Changing to differential voting rights.

Baysinger, B., & Butler H., 1985. Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics, and Organizations*, 1(1), 101–124.

Bebchuk L.A. Fried J., 2004. Executive Compensation as an Agency Problem, NBER w.p. No 9813.

Becker G.,1962. Investment in Human Capital: A theoretical Analysis ,*Journal of Political Economy*, pp 9-49.

Becker G.,Tomes N., 1994. Human Capital and Rise and Fall of Families University of Chicago Press.

Becker B., Cronqvist H., Fahlenbrach R., 2010. Estimating the Effects of Large Shareholders Using a Geographic Instrument , HARVARD BUSINESS SCHOOL, W.P. 10 -028.

Bennedsen M., Nielsen K. Perez Gonzalez F. , Wolfenzon D., 2006. Inside the family firm: The role of families in Succession Decisions and Performance, NBER W.P. No 12356.

Berle A. A. Jr and Means G.C., 1932. The Modern Corporation and Private Property, New York, Macmillan.

Bhide A., 1993. The hidden costs of stock market liquidity ,Journal of Financial Economics Vo 34, pp 31-51.

Blair Jd, Fottler MD, Whitehead C.J., 1996b. Diagnosing the stakeholder bottom line for medical group practices. Key stakeholders potential to threaten and/or cooperate. Medical Group Management Journal 43(2): 40,42-8,50-1.

Block J., Jaskiewicz P., Miller D., 2011. Ownership versus management effect on performance in family and founder companies: A Bayesian reconciliation, Journal of Family Business Strategy 2, 232-245.

Bosch A.O. H. 1993, Corporate Governance: An International Review, Corporate Governance An International Review Vol 1. Wiley.

Branson, D.M., 2001. The very uncertain prospect of global convergence in corporate governance. Cornell International Law Journal, 34: 321-62.

Brickley,J., Lease,R., & Smith,C., 1994. Corporate voting v: Evidence from charter amendment proposals. Journal of Corporate Finance,1(1), 5–31.

Byrd, J. J. and K. A. Hickman., 1992. “Do Outside Directors Monitor Managers?” Journal of Financial Economics 32, pp.195-22.

Burkart M., Gromb D. και Panunzi F.,1997. Large Shareholders, Monitoring, and the value of the firm ,Quartely Journal of Economics, Vo 112 pp 693- 728.

- Cao J. ,Pan X., Tian G., 2011. Disproportional ownership structure and pay-performance relationship: Evidence from China' s listed firms *Journal of Corporate Finance* 17, 541 – 554.
- Carlin W. ,Mayer C., 1999. How do financial system affect economic performance? University College and Said Business School, University of Oxford.
- Cadbury A., 2000. Family firms and their Governance, Egon Zehnder International.
- Chalevas C., 2011. The Effect of the Mandatory Adoption of Corporate Governance Mechanisms on Executive Compensation. *The International of Accountings* 46, 138 – 174.
- Chen Carl,Guo W, Mandle V., 2003. Managerial ownership and firm valuation :Evidence from Japanese firms ,*Pacific – Basin Finance Journal*.
- Cho, M.,1998. Ownership structure, investment and corporate value: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, No 47 pages 103 -125.
- Choi. Lee 2011. Ownership and firm innovation in a transition economy: Evidence from China. *Research Policy* 40, 441 – 462.
- Chtourou, S. M., Bedard, J., & Courteau, L. (2001). Corporate governance and earnings management. Unpublished Working Paper.
- Claessens, S. Djankov, S and Lang L. (2000) The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* No 58 pages. 81-112.
- Glosten L. Milgron P., 1985. Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders, *Journal of Financial Economics*.
- Coles J., Lemmon M., Meschke J.F., 2012. Structural models and endogeneity in corporate finance: The link between managerial ownership and corporate performance. *Journal of Financial Economics* 103, 149 – 168.

Connelly B., Hoskisson R., Tihanyi, Certo S.T. 2010. Ownership as a Form of Corporate Governance *Journal of Management Studies* 47:8.

Cornett M.M. , Marcus A.J., Tehranian H., 2008. Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management., *Journal of Financial Economics* 87, 357 – 373.

Dai N. 2007, Does investor identity matter? An empirical examination of investments by venture capital funds and hedge funds in Pipes, *Journal of Corporate Finance*, pp 538 – 563.

Dalton D. Dayli C. Ellstrand E. Johnson L. 1998 Meta – analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance.

De Miguel, A. PinadadoJ. and De la Torre Ch., 2004. Ownership structure and firm value: new evidence from Spain. *Strategic Management Journal* n. 25 pags. 1199-1207.

Dechow,Sloan, Sweeney, 1996 . Causes and consequence of earning manipulation An analysis of firm subject to enforcement actions by SEC. *Contemporary Accounting Research* 13 , 1-16.

Demsetz, Lehn, 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences *Journal of Political Economy*, Vol 93. No6.

Demsetz and Villalonga , 2001. Ownership Structure and Corporate Performance, *Journal of Corporate Finance*, 7, 2009 – 233.

Diamond D., 1984. Financial Intermediation and delegated monitoring , *The Review of Economic Studies*. Vol. 51 ,pp 393 – 414.

Dolly King T-H, Wen M-M, 2011. Shareholder governance, bondholder governance, and managerial risk – taking. *Journal of Banking & Finance* 35, 512 – 531.

Donanson , Davis, 1997. Toward a stewardship theory of management, *Academy of Management Review* Vol.22 No 1, 20-47.

- Dunn, D.J., 1987. Directors aren't doing their jobs. *Fortune* (March) 117–119.
- Earle J. Estrin S. 1997. Privatization Versus Competition: Changing Enterprise Behavior in Russia.
- Easterbrook F., 1984. Two Agency –Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*. Vol 74, No pp. 650- 659.
- Estrin S και Rosevear A., 1998. Enterprise performance and ownership :the case of Ukraine, *European economic review* ,pp 1125 -1136.
- Engle R.F.F, Granger, C.W.J., 1987. Cointegration and error correction: representation, estimation and testing. *Econometrica* 55, 251 – 276.
- Enriques L.,Volpin P., 2007. Corporate Governance Reform in Continental Europe. *Journal of Economic Perspective* –Volume 21, No 1 pp.117-140.
- Faccio M., Lang L., 2002. The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65, 365 – 395.
- Fama E., 1980. Agency problem and the theory of the firm ,*The Journal of political Economy*, Vol 88 No2 pp. 288-307.
- Fama E.,MacBeth J.,1973 Risk,return, and equilibrium: *Journal of Political Economy* 81,607– 636.
- Fan J., Rui O.M., Zhao M., 2008. Public governance and corporate finance: Evidence from corruption cases. *Journal of Comparative Economics* 36, 343 – 364.
- Feltman G.A.,Ohlson, J.A., 1995. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research* 11,689 – 773.
- Fistenberg, P.B., Malkiel, B.G., (1994). The twenty-first century boardroom: who will be in charge. *Sloan Management Review*, 36(1), 27-35.

Frank J. ,Mayer Colin,Rossi S., 2005. The Decline of Family Ownership in the United Kingdom National Bureau of Economic Research ,University of Chicago Press.

Frydman R. Gray C.,Hessel M., Apaczynski R., 1997. Private ownership and corporate performance: Some lessons from transition economies.

Garcva-Meca E., Sanchez – Ballesta J. 2011. Ownership structure and forecast accuracy in Spain, Journal of International, Accounting and Taxation 20, 73 – 82.

Gedajlovic E. ,Shapiro D., 2002. Ownership Structure and Firm Profitability in Japan, The Academy of Journal Vol 45, No 3 pp. 565 -575.

Gerakos J. Ittner C. & Larcker D., 2007. The structure of performance stock option grants.In R.Antle.p. Liang & F.Gjesdal(Eds).Essays in Accounting theory in honour of joel S. Demski, New York Springer.

Ghosh D., Ghosh D.K., Zaher A.A., 2011. Business, ethics, and profit: Are they compatible under corporate governance in our global economy, Global Finance Journal 72-79.

Gilson S.C., 1989. Management turnover and financial distress. Journal of Financial Economics 25, 241 – 262.

Giroud X., Mueller H., 2008. Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Price, ECGI Finance Working Paper No 219.

Coase R.H.,1988. The firm, The market, and the law, Chicago: University of Chicago Press.

Goel S., He X., Karri R., 2011. Family involvement in a hierarchical culture: Effect of dispersion of family ownership control and family member tenure on firm performance in Chinese family owned firms. Journal of Family Business Strategy 2, 199 – 206.

Goldman E., Strobl G., 2011. Large shareholder trading and the complexity of corporate investments Intermediation xxx xxx – xxx.

Granger, C.W.J., 1986. Developments in the study of cointegrated economic variables. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 48, 213-228.

Granger, C.W.J., Newbold P.,1974. Spurious regressions in econometrics. *Journal of Econometrics* 2, 111- 120.

Grant J., Kirchmaier T., 2006. Corporate Ownership Structure and Performance in Europe.

Gugler K. Muelle D., Yurtoglu B.,2008. Insider ownership, ownership concentration and investment performance: An international comparison, *Journal of Corporate Finance* 14, 688 – 705.

Guillen,M.F., 2005. *The Rise of Spanish Multinationals: European Business in the Economy*. Cambridge: Cambridge University Press. Includes Zara (pp 50-53) and Spanish Banks(pp 95-142).

Gunasekarage, Hess, Hu, 2007. The influence of the degree of state ownership and the ownership concentration on the performance of listed Chinese companies.

Hill C. Snell S., 1989. Effect of ownership structure and control on corporate productivity. *Academy of Management Journal* 32 25-46.

Himmelberg, Hubbard, Palia, 1999. *Investor protection, ownership and investment*, Columbia University.

Holderness C., 2007. *The Myth of Diffuse Ownership in United States* by Oxford University on behalf of The Society for Financial Studies, *The Review of Financial Studies*/ v 22 n 4.

Holmstrom B. Tirole J., 1993. Market Liquidity and Performance Monitoring, *Journal of Political Economy* Vol. 101, No 4 p.p. 678 -709.

Hu, Y. and Izumida, S., 2008. “Ownership concentration and corporate performance: A causal analysis with Japanese panel data”. *Corporate Governance: An International review*, n° 16 (4), págs. 342-358.

Huang H-H, Chan M-L, Huang I-H, Chang C-H, 2011. Stock price volatility and overreaction in political crisis: The effects of corporate governance and performance, Pacific – Basin Finance Journal ,1-20.

Hughes J. P., 2009. Corporate value, ultimate control and law protection for investors in Western Europe. Management Accounting Research 20, 41 -52.

Humphery – Jenner M.L., Powell R. , 2011. Firms size, takeover profitability, and the effectiveness of market for corporate control: Does the absence of anti-takeover provisions make a difference? Journal of Corporate Finance 17, 418 – 457.

Jackling B. ,Johl S., 2009. Board structure and firm performance: Evidence from India’s Top Companies, Corporate Governance An International Review Vol. 17 492 - 509.

Jensen C.M., 1986. Agency Cost OF Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, The American Economic Review Vol. 76 pp 323-329.

Jensen M. Meckling W., 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure .Harvard Business School.

Johnson b,Magee R, Nagarajan, N, Newman H., 1985. An analysis of the stock price reaction to sudden executive death: Implications for the management labor market. Journal of Accounting and Economics 7,151 -174.

Kahn C. Winton A., 1998. Ownership Structure, Speculation, and Shareholder Intervention , Vol 53 pp 99-129.

Kapopoulos P., Lazaretou S., 2007. Corporate Ownership Structure and Firm Performance: evidence from Greek firms, Journal compilation © Blackwell Publishing Ltd.

Kapopoulos, P. and Lazaretou. S., 2007. Corporate ownership structure and firm performance: evidence from Greek firms “ Corporate Governance: An International Review, n 15 (2) pagw. 144-158.

Karathanassis G., Drakos A., 2004. “ A note on Equity Ownership and Corporate Value in Greece ”, *Managerial Decision Economics*, 25 pp. 537 – 547.

King M., Santor E., 2008. Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking & Finance* 32, 2423-2432.

Kotter J., Lel U., 2008. Friends or Foes? The stock price impact of sovereign wealth fund investments and the price of keeping secrets, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper No 940.

Kuan T-H, Li C-S, Chu S-H., 2011. Cash holdings and corporate governance in family –controlled firms, *Journal of Business Research* 64, 757-764.

La Porta R., Lopez De Silanes F., Shleifer A., 1999. Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance* ,vol. liv, No 2, April.

La Porta, R Lopez de Silanes and Shleifer A., 1999. Corporate ownership around the world *The Journal of Finance* No 54 (2) pags. 471-517.

Laura Cabeza – Garcia, Silva Gomez – Anson, Maria Sacristan – Navarro., 2010. The role of large shareholders in firm profitability: evidence from Spanish listed firms, ISNIE ORG,SSRN.

Lee, B. B. & Choi, B., 2002. Company size, auditor type, and earning management. *Journal of forensic Accounting*, III, 27 – 50.

Lee S-C, Lin C-T, 2010. An accounting-based valuation approach to valuing corporate governance in Taiwan. *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 6, 47-60.

Leech, D and Leahy J., 1991. Ownership structure, control type classifications and performance of large British companies. *The Economic Journal* No 101. 1418 -1437.

Leford F., Urzua F., 2008. Board independence and ownership concentration: Evidence from Chile. *Journal of Business Research* 61, 615 – 622.

Linz,S.J., Krueger G., 1998. Enterprise restructuring in Russian's transition Economy: Formal and Informal Mechanisms, *Corporate economic studies* ,vol 40 No 2 PP 5-52.

Lo A., Wong R., Firth M., 2010. Can corporate governance deter management from manipulating earnings? Evidence from related-party sales transactions in China. *Journal of Corporate Finance* 16, 225 – 235.

Lopez de Foronda, O., Lopez – Iturriaga, F. and Santamaria – Mariscal M., 2007. Ownership structure, sharing of control and legal framework: international evidence. *Corporate Governance: An International review*, No 15 (6) pags. 1130 – 1143.

Lyness, K. & Thompson, C., 2000. Climbing the corporate ladder: Do female and male executives follow the same route? *Journal of Applied Psychology*, 85: 86-101.

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

Mayer C.,1989. *Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development.*, University of Chicago Press, pp.307 -332.

Maug E., 1998. Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade – Off between Liquidity and Control? *The Journal of Finance*, Vol.52 pp 65-98.

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

Mazzi C., 2011. Family business and financial performance: Current state of Knowledge and future research challenges. *Journal of Family Business Strategy* 2, 166 – 181.

McConnell, J. and Servaes H., 1990. Additional evidence of equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, No 27 pags 595-612.

Mc Conaugby D., Matthews C.,Fialko A., 2001. Founding Family Controlled Firms: Risk, and Value, *Journal of Small Business Management*. Vol. 39 pp. 31-49.

Meggison W. Nash R. Van Randenborch, 1994. The financial and operating performance of newly privatized firms: An International Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, Vol 49 No 2.

Michaelson S.E. James J. W. & Charles W., 1995. A market based analysis of income smoothing , *Journal of Business Finance and Accounting* (4) 1179 – 1195.

Milliken, F. J. and Martins, L. L., 1996. “Searching for common threats: Understanding the multiple effects of diversity in organizational groups”, *Academic of Management Review*, 21(2), 402-433.

Minguez – Vera, A. and Martin – Ugedo, J.F., 2007. Does ownership structures affect value? A panel data analysisi for the Spanish market. *International Review of Financial Analysis*, No 16 (1) pags 81-98.

Minguez-Vera A. and Martin-Ugedo J.F., 2007. ‘ ‘ Does ownership structure affect values? A panel data analysis for Spanish market’ ’ *International Review of Financial Analysis* n 16 (1) pags 81-98.

Monks R., Miller A. Cook J., 2004. Shareholder activism on environmental issues A study of proposal at large US corporations (2000-2003).

Morck R. Yeung B., 2003. Agency problem in large family business groups *Entrepreneurship: Theory and Practice* Summer 2003, Vol. 27 Iss. 4 PG. 367-382.

Morck. R., Shleifer, A. and Vishny, R., 1988. Managements ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, No 27, pags. 595 – 612.

Moses D.O., 1987. Income smoothing and incentives :Empirical using accounting changes .*The Accounting Review* pp 259 – 377.

Nogata D., Uchida K., Goto N., 2011. Is corporate governance important for regulated firms’ shareholders ? Evidence from Japanese mergers and acquisitions, *Journal of Economics and Business* 63, 46 - 68.

- Odegaard A. B., 2009. The diversification cost of large, concentrated equity stakes. How big is it ? Is it justified ? *Finance Research Letters* 6, 56 – 72.
- O'Brien J.P., 2003. The capital structure implication of pursuing a strategy of innovation. *Strategic Managerial Journal* 24,415 - 431.
- Parulian, S. R., 2004. Analisis Hubungan antara Komite Audit dan Komisaris Independen dengan Praktek Manajemen Laba: Studi Empiris Perusahaan di BEJ. Unpublished Thesis, FEUI Graduate Program in Management.
- Peasnell, K. V., Pope, P. E., & Young, S., 2000. Accrual management to meet earnings targets: UK evidence pre- and post-Cadbury. *British Accounting Review*, 32(3),415–445.
- Phillips P.C.B., 1986. Understanding spurious regressions in Econometrics. *Journal of Econometrics* 33, 311 – 340.
- Pontiff J., 1996. Costly arbitrage: evidence from closed-end funds. *Quarterly Journal of Economics* 111, 1135 – 1151.
- Prowse D.S., 1992. The Journal of Finance , The Structure of Corporate Ownership in Japan, *The Journal of Finance* Vol 47 No3 pp 1121 -1140.
- Roberts J., Mc Nulty T. ,Stiles P., 2005. Beyond Agency Conceptions of the work of the Non –Executive Directorw Creating Accountability in the Boardroom, *British Journal of Management* ,Vol 16, pp.5-26.
- Roe, Mark J., 2003. Political determinants of corporate governance: Political conflict,corporate impact. New York, Oxford: Oxford University Press.
- Roll R., 1986. The hubris hypothesis of corporate takeovers *Journal of Business* 59,197-216.
- Qin B., 2011. The influence of firm and executive characteristics on performance-vested stock option grants. *International Business Review* 906 – 928.

Saito T., 2008. Family firms and firm performance : Evidence from Japan. *Journal of Japanese and International Economies* 22, 620 -646.

Sanchez – Ballesta, J.P. and Garcia –Meca E., 2007. A Meta –Analytic vision of the effect of ownership structure on firm performance” *Corporate Governance : An International Review* n 52 pags. 879-893.

Shleifer και Vishny, 1997. A Survey of Corporate Governance *The Journal of Finance*. Vol 52 No 2 ,737 – 783.

Singh, V., Terjesen, S. and Vinnicombe, S., 2008. Newly appointed directors in the boardroom: How do women and men differ?, *European Management Journal*, 26(1): 48–58.

Siregar S.V., Utama S., 2008. Type of earnings management and the effect of ownership structure , firm size, and corporate – governance practices: Evidence from Indonesia. *The International Journal of Accounting* 43, 1-27.

Smith S. Cin B.C., 1997. Privatization Incidence, Ownership Forms and Firm Performance : Evidence from Slovenia , *Journal of comparative economics* 25, 158 - 179.

Suehiro A., 2001. Family Business Gone Wrong? Ownership Patterns and Corporate Performance in Thailand, *ADB institute Working Paper* 19.

Sutton R.Callahan., 1987. The stigma of bankruptcy: spoiled organizational image and its management. *Academy of Management Journal* 30 405- 406.

Suryadinata L., Arifin L.E.,Ananta, 2003. Indonesia’s Population: Ethnicity and Religion in a Changing Political Landscape, *Indonesia’s Population Series* No 1.

Tian G.Y., Twite G.,2011. Corporate governance, external market discipline and firm productivity.2011 *Journal of Corporate Finance* 17, 403 – 417.

Thomsen S., Pedersen T. Kvist K. H., 2006. Blockholder ownership: Effect on firm value in market and control based governance system. *Journal of Corporate Finance*.

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

Walking,R.A. and M.S. Long, 1984. Agency Theory, Managerial Welfare and Takeover Bid Resistance. *Rand Journal of Economics* 15 (Spring):54-68.

Williamson, Oliver E., 1975. *Markets and Hierarcies: Analysis and Antitrust Implication*. New York ,Free Press.

Williamson, Oliver E., 1985. *The Economic Institutions of Capitalism*. New York Free Press.

Malatesta P.and R.A., 1988. Walking. Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure .*Journal of Financial Economics*, 20 ,347 -376.

Wedari, L. K., 2004. Analisis Pengaruh Dewan Komisaris dan Keberadaan Komite Audit terhadap Aktivitas Manajemen Laba. *Symposium Nasional AkuntansiVII Proceedings*.

Wruck K.H., Wu Y., 2009. Relationships, corporate governance, and performance: Evidence from private placements of common stock, *Journal of Corporate Finance* 15, 30-47.

Zhoun Yixiang, 2010. Empirical Research on Ownership Structure and Corporate Performance Based on the Perspective of Dynamic Endogeneity, *Energy Procedia* 5, 1878 -1884.

Jill Solomon, 2010. *Corporate Governance and Accountability* ,Third Edition. A John Wiley and Sons , Ltd, Publication.

Salacuse Jeswald, Palgrave Macmillan, 2003. *The Global Negotiator: Making ,Managing, and Mending Deals Around the world in the Twenty –First Century*.

Charkham J. ,Simpson A., 1999. *The future of Shareholder Power and Responsibility*, Oxford University Press.

Hirschman Albert, 1970. Exit ,Voice and Loyalty Response to decline in firms ,organization and states, Copyright by President and Fellows of Harvard College.

Christine A. Mallin, 2010. Corporate Governance , Third Edition. Oxford University Press.

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

<http://www.nomothesia.ependyseis.gr/eulaw/downloadsDetails.do?action=itemDetails&itemId=918>[Accessed 20 December 2012].

<http://clockworkaccounting.com/what-are-stakeholders>.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α

ΝΟΜΟΣ 3016/2002

Ο νόμος αυτός αναφέρει ότι η ιδιότητα των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου ως εκτελεστικά ή μη ορίζεται από το διοικητικό συμβούλιο. Ως εκτελεστικά θεωρούνται τα μέλη που είναι επιφορτισμένα με τα καθημερινά θέματα διοίκησης της εταιρείας, ενώ μη εκτελεστικά αποκαλούνται τα μέλη που ασχολούνται με την προαγωγή όλων των εταιρικών ζητημάτων. Ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να είναι ίσος τουλάχιστον με το 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών του Δ.Σ. Τα μη εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ. διακρίνονται περαιτέρω σε ανεξάρτητα και μη ανεξάρτητα. Τα ανεξάρτητα ορίζονται από την Γενική Συνέλευση της επιχείρησης και πρέπει να είναι τουλάχιστον (2), με εξαίρεση την περίπτωση που ορίζονται ρητά και συμμετέχουν ως μέλη στο Δ.Σ. εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων οπότε και η ύπαρξη μη εκτελεστικών ανεξάρτητων μελών του Δ.Σ. δεν είναι υποχρεωτική. Τα μη εκτελεστικά ανεξάρτητα μέλη του Δ.Σ. πρέπει α) να μην κατέχουν πάνω από 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας ή β) να μην τελούν σε σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή με συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα, όπως αυτή προσδιορίζεται από το παρόν νόμο. Τα μέλη αυτά έχουν το δικαίωμα να υποβάλλουν κατά την κρίση τους χωριστά ή από κοινού αναφορές και εκθέσεις χωριστά από τις αντιστοιχίες του Δ.Σ. στην τακτική ή έκτακτη Γενική Συνέλευση της εταιρείας. Το Δ.Σ. κάθε εισηγμένης σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά εταιρείας έχει τις θεμελιώδεις υποχρεώσεις να επιδιώκει διαρκώς την ενίσχυση της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρείας και την προάσπιση του γενικότερου εταιρικού συμφέροντος. Τόσο τα μέλη του Δ.Σ., όσο και κάθε τρίτο πρόσωπο στο οποίο έχουν ανατεθεί σχετικές αρμοδιότητες, απαγορεύεται να επιδιώκουν ίδια συμφέροντα αντίθετα με αυτά της εταιρείας.

Πεδίο Εφαρμογής.

Το πρώτο κεφάλαιο του παρόντος νόμου επιδιώκει να ρυθμίσει το φαινόμενο της εταιρικής διακυβέρνησης (corporate governance). Στο πεδίο εφαρμογής του εμπίπτουν οι ανώνυμες εταιρίες που εισάγουν ή έχουν εισαγάγει μετοχές ή άλλες κινητές αξίες τους σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά στην Ελλάδα. Οι σχετικές διατάξεις αποτελούν ειδικό νόμο (lex specialis) έναντι του Νόμου 2190/1920 «περί ανωνύμων εταιριών» και,

επομένως, σε περίπτωση σύγκρουσης υπερισχύουν έναντι των επιμέρους αντιστοίχων ρυθμίσεων του τελευταίου. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να ορίσει οργανωμένες αγορές όπου οι διατάξεις του παρόντος νόμου δεν θα εφαρμόζονται, εν όλω ή εν μέρει.

Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ.) Σύνθεση – Υποχρεώσεις.

Το Διοικητικό Συμβούλιο των ανωνύμων εταιριών που εμπίπτουν στις διατάξεις του παρόντος νόμου αποτελείται από εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη. Η ιδιότητα των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου ως εκτελεστικών ή μη ορίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο.

Ως εκτελεστικά θεωρούνται τα μέλη που είναι επιφορτισμένα με τα καθημερινά θέματα διοίκησης της εταιρίας, ενώ μη εκτελεστικά αποκαλούνται τα μέλη που ασχολούνται με την προαγωγή όλων των εταιρικών ζητημάτων. Ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να είναι ίσος τουλάχιστον με το 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών του Δ.Σ. . Τα μη εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ. διακρίνονται περαιτέρω σε ανεξάρτητα και μη ανεξάρτητα. Τα ανεξάρτητα μέλη ορίζονται από τη Γενική Συνέλευση της εταιρίας και πρέπει να είναι τουλάχιστον δύο (2), με εξαίρεση την περίπτωση που ορίζονται ρητά και συμμετέχουν ως μέλη στο Δ.Σ. εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων, οπότε η ύπαρξη μη εκτελεστικών ανεξάρτητων μελών του Δ.Σ. δεν είναι υποχρεωτική. Τα μη εκτελεστικά ανεξάρτητα μέλη του Δ.Σ. πρέπει (α) να μην κατέχουν πάνω από 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας ή (β) να μην τελούν σε σχέση εξάρτησης με την εταιρία ή με συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα, όπως αυτή προσδιορίζεται λεπτομερώς στον παρόντα νόμο. Τα μέλη αυτά έχουν το δικαίωμα να υποβάλλουν κατά την κρίση τους χωριστά ή από κοινού αναφορές και εκθέσεις χωριστά από τις αντίστοιχες του Δ.Σ. στην τακτική ή έκτακτη Γενική Συνέλευση της εταιρίας. Το Δ.Σ. κάθε εισηγμένης σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά εταιρίας έχει τις θεμελιώδεις υποχρεώσεις να επιδιώκει διαρκώς της ενίσχυση της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρίας και την προάσπιση του γενικότερου εταιρικού συμφέροντος. Τόσο τα μέλη του Δ.Σ., όσο και κάθε τρίτο πρόσωπο στο οποίο έχουν ανατεθεί σχετικές αρμοδιότητες, απαγορεύεται να επιδιώκουν ίδια συμφέροντα αντίθετα με αυτά της εταιρίας.

Διαδικασία Ελέγχου Τήρησης Διατάξεων περί σύνθεσης.

Μέσα σε είκοσι (20) ημέρες από τη συγκρότηση του Δ.Σ. σε σώμα, η εταιρία οφείλει να υποβάλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το πρακτικό της Γενικής Συνέλευσης που εξέλεξε τα ανεξάρτητα μέλη του Δ.Σ. . Μέσα στην ίδια προθεσμία πρέπει αντιστοίχως να υποβληθεί και το σχετικό πρακτικό του Δ.Σ., όπου ορίζεται η ιδιότητα κάθε μέλους του ως εκτελεστικού, μη εκτελεστικού ή εκλέγεται προσωρινό ανεξάρτητο μέλος σε αντικατάσταση άλλου που παραιτήθηκε, εξέλιψε ή είναι για άλλο λόγο έκπτωτο.

Εσωτερικός Κανονισμός.

Κάθε εταιρία που εισαγάγει μετοχές ή άλλες κινητές αξίες σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά πρέπει να διαθέτει κατά την υποβολή της αίτησης εισαγωγής Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας, ο οποίος καταρτίζεται με απόφαση του Δ.Σ. Ο Εσωτερικός Κανονισμός πρέπει να περιλαμβάνει: (α) την ύπαρξη τουλάχιστον Υπηρεσιών Εσωτερικού Ελέγχου, Εξυπηρέτησης Μετόχων και Εταιρικών Ανακοινώσεων, τη διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρίας, τα αντικείμενά τους και τη σχέση των υπηρεσιών μεταξύ τους και με τη Διοίκηση, (β) τις αρμοδιότητες των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ., (γ) τις διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών της εταιρίας και αξιολόγησης της απόδοσής τους, (δ) τις διαδικασίες παρακολούθησης των συγκεκριμένων συναλλαγών και οικονομικών δραστηριοτήτων που αναφέρονται στο νόμο, (ε) τις διαδικασίες δημόσιας γνωστοποίησης συναλλαγών των προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα και των προσώπων που έχουν στενό δεσμό μαζί τους, καθώς επίσης άλλων προσώπων, όπως ορίζει η υπάρχουσα νομοθεσία, (στ) τους κανόνες που διέπουν τις συναλλαγές μεταξύ συνδεδεμένων εταιριών, την παρακολούθηση των συναλλαγών αυτών και την κατάλληλη γνωστοποίησή τους στα όργανα και μετόχους της εταιρίας.

Εσωτερικός Έλεγχος Υπηρεσία Εσωτερικού Ελέγχου.

Ο εσωτερικός έλεγχος πραγματοποιείται από ειδική Υπηρεσία της εταιρίας, τα μέλη της οποίας (Εσωτερικοί Ελεγκτές) είναι ανεξάρτητα και εποπτεύονται από ένα ως τρία μη εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ. . Οι Εσωτερικοί Ελεγκτές ορίζονται με απόφαση του Δ.Σ. και απασχολούνται πλήρως και αποκλειστικά με την ανατεθείσα σε αυτούς υπηρεσία. Η

εταιρία υποχρεούται να ενημερώνει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για κάθε μεταβολή στα πρόσωπα ή την οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου μέσα σε δέκα (10) μέρες από την μεταβολή. Οι Εσωτερικοί Ελεγκτές έχουν το δικαίωμα να λαμβάνουν γνώση κάθε εγγράφου, αρχείου, βιβλίου, τραπεζικού λογαριασμού ή χαρτοφυλακίου της εταιρίας και να έχουν πρόσβαση σε κάθε υπηρεσία της εταιρίας. Η Διοίκηση της εταιρίας οφείλει να συνεργάζεται με τους εσωτερικούς ελεγκτές και να τους παρέχει τα αναγκαία μέσα για την διευκόλυνση του έργου τους.

Αρμοδιότητες Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου.

Η Υπηρεσία Εσωτερικού Ελέγχου (α) παρακολουθεί την εφαρμογή και τήρηση των κρίσιμων εκείνων κειμένων που ρυθμίζουν τη νόμιμη λειτουργία της εταιρίας (Καταστατικό, Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας, Νομοθεσία περί εταιριών και Χρηματιστηρίου) και (β) αναφέρει στο Δ.Σ. περιπτώσεις σύγκρουσης εταιρικών συμφερόντων και ίδιων συμφερόντων μελών του Δ.Σ., που διαπιστώνει κατά την άσκηση των καθηκόντων του. Οι Εσωτερικοί Ελεγκτές (α) οφείλουν να ενημερώνουν εγγράφως το Δ.Σ. τουλάχιστον μία φορά το τρίμηνο για τον έλεγχο και να παρίστανται στις γενικές συνελεύσεις των μετόχων και (β) παρέχουν στις αρμόδιες Εποπτικές Αρχές, κατόπιν έγκρισης του Δ.Σ. της εταιρίας, οποιαδήποτε πληροφορία ζητηθεί από αυτές εγγράφως, συνεργάζονται μαζί τους και τις διευκολύνουν στο έργο τους.

Συνέπειες Παραβίασης του παρόντος Νόμου.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να επιβάλλει τις κυρώσεις του άρθρου 48 του ν. 2836/2000 (χρηματικό πρόστιμο από 2.934,70 έως 586.940,57 Ευρώ) σε όποιον ασκεί αρμοδιότητες του Δ.Σ. και δεν τηρεί τις υποχρεώσεις, που αναφέρονται σε συγκεκριμένες διατάξεις του παρόντος νόμου.