

Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ



Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»

Ιδιοκτησιακή Δομή και Μερισματική Πολιτική.

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

Μαυράκη Γεώργιο

Ηράκλειο

Φεβρουάριος 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 Σ. Αρβανίτης (Επιβλέπων)*
- Καθηγητής Δ. Τερζάκης (Μέλος)*
- Καθηγητής Γ. Πολυχρονόπουλος (Μέλος)*

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

ΑΝΤΙ ΠΡΟΛΟΓΟΥ

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.

Ο σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να εξετάσει κατά πόσο η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας και η ανεξαρτησία του προέδρου-ιδιοκτήτη από τον διευθύνοντα σύμβουλο επηρέασαν την μερισματική πολιτική των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. την περίοδο 2004-2008 μέσω της θεωρητικής και εμπειρικής προσέγγισης.

Η συγκεκριμένη Διπλωματική Εργασία αποτελεί το επιστέγασμα μίας πολύμηνης όσο και κοπιαστικής προσπάθειας. Κατά την διάρκεια όλης αυτής της προσπάθειας όμως είχα την τύχη να έχω δίπλα μου ανθρώπους χωρίς την βοήθεια των οποίων η προσπάθειά μου θα γινόταν ακόμα πιο δύσκολη. Θα ήθελα λοιπόν καταρχήν να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα της διπλωματικής μου εργασίας Επικ. Καθηγητή Σταύρο Αρβανίτη ο οποίος με τις υποδείξεις του, την καθοδήγησή του και την άμεση ανταπόκρισή του στα ερωτήματά μου, με βοήθησε να ξεπεράσω πολλά εμπόδια που μερικές φορές μου φαίνονταν ανυπέρβλητα. Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τον Καθηγητή Δημήτριο Τερζάκη και Καθηγητή Γεώργιο Πολυχρονόπουλο ως μέλη της επιτροπής για το χρόνο τους.

Φυσικά θα ήταν παράλειψή μου αν δεν ευχαριστούσα και όλους τους υπόλοιπους καθηγητές του Τμήματος και το επιστημονικό προσωπικό που κατά την διάρκεια των Μεταπτυχιακών σπουδών μου, μου μετέδωσαν σημαντικές γνώσεις οι οποίες μου φάνηκαν εξαιρετικά πολύτιμες κατά την διάρκεια της εκπόνησης της συγκεκριμένης εργασίας και οι οποίες έχω την πεποίθηση ότι θα αποτελέσουν εφόδιο ζωής.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου, την γυναίκα μου και την κόρη μου, για την αμέριστη υποστήριξή τους όλα αυτά τα χρόνια. Ελπίζω το τελικό αποτέλεσμα να δικαιώνει τις θυσίες τους και να ικανοποιεί τις προσδοκίες τους.

“Διάλεγε πάντα τον καλύτερο δρόμο όσο κι αν δύσκολος μοιάζει, η συνήθεια γρήγορα θα τον κάνει εύκολο κι ευχάριστο.”

Πυθαγόρας

“Όλοι σκέπτονται να αλλάξουν τον κόσμο και κανείς τον εαυτό του...”

Leon Tolstoy

*Αφιερώνεται ιδιαίτερα στην κόρη μου Χρύσα, στην γυναίκα μου Ελένη και στην
οικογένεια μου για την υπομονή τους .*

Περίληψη

Σκοπός – Να εξεταστεί κατά πόσο η συγκέντρωση ιδιοκτησίας και η ανεξαρτησία του προέδρου-ιδιοκτήτη από τον διευθύνοντα σύμβουλο επηρέασε την μερισματική πολιτική των εισηγμένων εταιρειών στην Ελλάδα την περίοδο 2004-2008.

Σχεδιασμός/μεθοδολογία/προσέγγιση– Τα στοιχεία συλλέχθηκαν από την βάση δεδομένων για τις εισηγμένες εταιρείες Thomson Reuters. Το δείγμα αποτελείται από 38 επιχειρήσεις από όλους τους κλάδους και χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος της ανάλυσης δεδομένων πάνελ , όπου εκτιμήσαμε το βασικό μας υπόδειγμα με σταθερές επιδράσεις (προσθέτοντας κάθε φορά τις μεταβλητές ROA και ROE) με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, χρησιμοποιώντας Driscoll-Kraay (1998) τυπικά σφάλματα. Ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιήθηκαν τα μερίσματα ενώ ως ανεξάρτητες μεταβλητές οι ελεύθερες ταμιακές ροές, η μόχλευση, το μέγεθος της εταιρείας, οι μελλοντικές δυνατότητες ανάπτυξης της εταιρείας, η απόδοση του ενεργητικού, η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, η συγκέντρωση ιδιοκτησίας και μία ψευδομεταβλητή που μετρά την ανεξαρτησία του προέδρου-ιδιοκτήτη από τον διευθύνοντα σύμβουλο.

Αποτέλεσμα –Η απόδοση του ενεργητικού, η απόδοση ιδίων κεφαλαίων, το μέγεθος της εταιρείας και η μη ταύτιση του προέδρου-ιδιοκτήτη με τον διευθύνοντα σύμβουλο επηρεάζουν θετικά στατιστικά σημαντικά την μερισματική πολιτική των εταιρειών. Αντίθετα ,η αύξηση της συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας στις ελληνικές επιχειρήσεις μειώνει τις τιμές των μερισμάτων. Οι επιλογές της διοίκησης το 2007 για διανομή υψηλού μερίσματος και η παράλληλη τοποθέτηση χρημάτων σε βραχυπρόθεσμες επενδύσεις άμεσα ρευστοποιήσιμες αποτελούν τους παράγοντες πτώσης των μερισμάτων μετέπειτα.

Περιορισμοί έρευνας/επιπτώσεις – Η ταύτιση του προέδρου με τον διευθύνοντα σύμβουλο μέσω οικογενειακών σχέσεων Α΄ και Β΄ βαθμού δεν ήταν δυνατόν να τεκμηριωθεί εγγράφως από τις οικονομικές καταστάσεις. Επίσης, η μεγιστοποίηση της χρησιμότητας των επιλογών του διευθύνοντος συμβούλου είναι μία μη-ποσοτική μεταβλητή η οποία δεν μπορεί να αποτυπωθεί εγγράφως, αλλά μπορεί να αποτελέσει το εφαλτήριο για περισσότερες έρευνες μελλοντικά.

Πρωτοτυπία/αξία – Η επίδραση της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας και της ανεξαρτησίας του προέδρου από τον διευθύνοντα σύμβουλο στις τιμές των μερισμάτων εξετάζεται για πρώτη φορά στην Ελλάδα.

Λέξεις κλειδιά- Μερισματική Πολιτική, Ιδιοκτησιακή Δομή, Συγκέντρωση Ιδιοκτησίας, Ανεξαρτησία Προέδρου και Διευθύνοντα Συμβούλου, Ελλάδα.

Είδος διπλωματικής – Ερευνητική

JEL classification – G32 , G35.

Summary

Purpose - To examine whether the ownership concentration and the independence between the president-owner and the manager affect the dividend policy of listed companies in Greece during the period 2004-2008.

Design/methodology/approach- Data were collected from the database of listed companies Thomson Reuters (thomsonone.com). The sample consists of 38 companies from all sectors and using panel data analysis, which we estimated our basic model with fixed effects (adding each time the variables ROA and ROE) by the method of least squares, using Driscoll-Kraay (1998) standard errors. Dividends were used as dependent variable and as independent variables were used the free cash flow, leverage, firm size, future growth potential of the company, return on assets, return on equity, the concentration of ownership and a dummy variable that measures the independence between the president-owner and the manager.

Result - The return on assets, return on equity, the size of the company and the non-identification of the owner-president with the CEO show statistically significant positive correlation with the dividend policy. In contrast increased ownership concentration in Greek listed enterprises reduce the level of dividends. The choices of the management in 2007 to distribute a high dividend and to place money in highly liquid short-term investments are the factors that contributed to the decrease of dividends in the next years.

Limitations/impact - 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. Moreover, the maximization of the utility of choice of chief executive is a non-quantitative variable that cannot be captured in writing, but it can be a springboard for further research in the future.

Originality / value - The effect of ownership concentration and the independence between the president and the manager on the dividend prices are examined for the first time in Greece.

Keywords- Dividend policy, ownership structure, ownership concentration, independence between president and CEO, Greece

Type of paper – Research

JEL classification – G32 , G35.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	4
1.1 ΤΑ ΕΙΔΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	4
1.2 Η ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΟΙ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΤΗΣ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ	5
1.3 ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	7
1.4 ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ	9
1.4.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ	9
1.4.2 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ.....	12
1.4.3 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	15
1.4.4 ΠΡΑΚΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΜΕΤΑ ΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008.....	20
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	22
2.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΤΑ ΕΙΔΗ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	22
2.2 ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗ ΜΕΛΕΤΗ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	24
2.3 ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....	26
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ	32
3.1 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ	32
3.2 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΑΝΕΞΑΡΤΗΣΙΑΣ ΤΟΥ Δ.Σ.....	40
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ.....	53
4.1 ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ	53
4.2 ΤΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ	54
4.3 ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ	56
4.4 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	58
4.5 ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ	61
4.6 ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ	72
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	78
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	83
ΕΛΛΗΝΟΓΛΩΣΣΗ	83
ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ	84
ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ	90

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΑΤΩΝ & ΣΧΗΜΑΤΩΝ

ΣΧΗΜΑ 1. ΠΟΛΥΠΛΟΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΩΝ ΔΟΜΩΝ.....	6
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1: ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΜΕΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2004-2008.....	64
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2: ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΜΕΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2004-2008.....	65
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3: ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΜΕΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2004-2008.....	65
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4: ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΜΕΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΩΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2004-2008.....	66
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5: ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΜΕΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΜΕΓΕΘΟΥΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2004-2008.....	67
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6: ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΜΕΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2004-2008.	67
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7: ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΜΕΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2004-2008.	68
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8: ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΜΕΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗΣ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2004-2008.....	69
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9: ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΟΠΟΥ Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΔΕΝ ΤΑΥΤΙΖΕΤΑΙ ΜΕ ΤΟΝ ΔΙΕΥΘΥΝΟΝΤΑ ΣΥΜΒΟΥΛΟΥ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2004-2008.	70

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: ΣΥΝΟΠΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗΣ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗΣ.....	46
ΠΙΝΑΚΑΣ 2: ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....	55
ΠΙΝΑΚΑΣ 3: ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ.....	55
ΠΙΝΑΚΑΣ 4 : ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ.....	58
ΠΙΝΑΚΑΣ 5: ΒΑΣΙΚΑ ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΜΕΤΡΑ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ.....	63
ΠΙΝΑΚΑΣ 6: ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΚΑΤΑ PEARSON.....	71
ΠΙΝΑΚΑΣ 7. ΕΛΕΓΧΟΣ ΠΟΛΥΣΥΓΓΡΑΜΜΙΚΟΤΗΤΑΣ.....	73
ΠΙΝΑΚΑΣ 8: ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΠΑΝΕΛ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ, ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΩΝΤΑΣ DRISCOLL-ΚΡΑΑΥ ΤΥΠΙΚΑ ΣΦΑΛΜΑΤΑ.....	74
ΠΙΝΑΚΑΣ 9. ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΗΣ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ ΜΕ ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ..	77

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η εμπειρική Διεθνής βιβλιογραφία σχετικά με το ιδιοκτησιακό καθεστώς των επιχειρήσεων και τον έλεγχο μπορεί να διακριθεί σε δύο κατηγορίες. Η πρώτη αφορά την επίδραση της ιδιοκτησιακής δομής των επιχειρήσεων στη μερισματική πολιτική ενώ η δεύτερη κατηγορία σχετίζεται με τον αντίκτυπο που έχει το μετοχικό κεφάλαιο στο δείκτη χρέους της επιχείρησης (Prasad et al., 2001). Η παρούσα μελέτη πραγματεύεται την πρώτη κατηγορία, ήτοι τη σχέση μεταξύ της ιδιοκτησιακής δομής των επιχειρήσεων στις αποφάσεις που άπτονται της μερισματικής πολιτικής.

Η απόφαση σχετικά με τη μερισματική πολιτική μίας επιχείρησης είναι η πιο σημαντική εταιρική απόφαση και για αυτό το λόγο έχει απασχολήσει εδώ και δεκαετίες τη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία. Τα μερίσματα αποτελούν επί της ουσίας την ανταμοιβή των μετόχων για την απόφασή τους να επενδύσουν σε μία εταιρεία και για το ρίσκο που αναλαμβάνουν. Αυτή η απόφαση, ωστόσο, επηρεάζεται από διάφορους παράγοντες, όπως είναι για παράδειγμα το επίπεδο των κερδών της εταιρείας, οι επενδυτικές της ευκαιρίες, το μέγεθός της, η πίεση των μετόχων (Ali Shah et al., 2011). Ωστόσο, όπως προκύπτει από τη διεθνή βιβλιογραφία και διάφορες εμπειρικές έρευνες, η μερισματική πολιτική επηρεάζεται και από μία ακόμη σημαντική παράμετρο: την ιδιοκτησιακή δομή των εταιρειών.

Ένας από τους παράγοντες ενδιαφέροντος για την εξέταση της ιδιοκτησιακής δομής των επιχειρήσεων είναι ότι το ιδιοκτησιακό καθεστώς επηρεάζει την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων (Jones et al., 2003; Andersson et al., 2004; Karopoulos και Lazaretou, 2006). Σε αυτό το πλαίσιο οι Mudambi και Nicosia (1998) υποστηρίζουν ότι ο αυξημένος έλεγχος έχει θετικό αντίκτυπο στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων, ενώ ο υψηλός βαθμός συγκέντρωσης μετοχών επηρεάζει αρνητικά την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων. Ωστόσο, η αποδοτικότητα των επιχειρήσεων σχετίζεται θετικά με τη μερισματική πολιτική της εταιρείας (Amidu, 2007), δεδομένου ότι τα πραγματοποιηθέντα κέρδη σε κάθε λογιστική χρήση είναι ο κύριος προσδιοριστικός παράγοντας του ποσού των μερισμάτων που θα διανεμηθούν στους μετόχους (Γραντάς, 2010).

Παρατηρούμε λοιπόν μία σχέση αλληλεξάρτησης μεταξύ του ιδιοκτησιακού καθεστώτος μίας επιχείρησης, της αποδοτικότητας αυτής και τις αποφάσεις της σχετικά με την μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσει. Ωστόσο, αρκετές μελέτες καταδεικνύουν το αντίθετο, ήτοι ότι η ιδιοκτησιακή δομή δεν σχετίζεται με το επίπεδο μερισμάτων και γενικά την απόφαση περί μερισματικής πολιτικής, όπως για παράδειγμα η μελέτη των Smit και Eije (2009). Επίσης, αρκετές είναι οι μελέτες που αναφέρουν ότι η ανεξαρτησία μεταξύ Προέδρου και Δ.Σ. επηρεάζουν είτε αρνητικά (Kouki και Guizani, 2009; Mehrani et al., 2011) είτε θετικά (Wällgren, 2006; Ali Shah et al., 2011) την ακολουθούμενη μερισματική πολιτική.

Σκοπός της εν λόγω εργασίας είναι να εξεταστεί η σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακής δομής των εισηγμένων σε χρηματιστήρια επιχειρήσεων και της μερισματικής πολιτικής που ακολουθούν. Πιο συγκεκριμένα, η παρούσα μελέτη επιχειρεί να απαντήσει σε δύο ερωτήματα. Το πρώτο είναι αν η αυξανόμενη συγκέντρωση ιδιοκτησίας οδηγεί στη διανομή περισσότερων ή λιγότερων μερισμάτων και το δεύτερο είναι αν η ανεξαρτησία του προέδρου της εταιρείας και του Δ.Σ. τείνουν να αυξάνουν ή να μειώνουν τα μερίσματα.

Προκειμένου να απαντήσουμε στα παραπάνω ερωτήματα, θα χρησιμοποιηθεί η μέθοδος της δευτερογενούς έρευνας, ήτοι της βιβλιογραφικής επισκόπησης, αλλά και η εμπειρική ανάλυση. Η δευτερογενής έρευνα περιλαμβάνει τη συλλογή πληροφοριών και στοιχείων από έρευνες που έχουν γίνει από άλλους ερευνητές σχετικά με το υπό εξέταση ζήτημα (Dawson, 2009), δηλαδή τη σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακής δομής των επιχειρήσεων και της μερισματικής πολιτικής. Σε αυτό το πλαίσιο έχουν επιλεγεί έρευνες σχετικά με αντικείμενο της παρούσης έρευνας και παρατίθενται, σχολιάζονται και αναλύονται τα αποτελέσματά τους, προκειμένου να διαπιστώσουμε αν υπάρχει και ποια είναι η σχέση μεταξύ της ιδιοκτησίας, της ανεξαρτησίας του Δ.Σ. και της μερισματικής πολιτικής. Προς αυτόν τον σκοπό έχουν χρησιμοποιηθεί άρθρα από το διαδίκτυο, καθώς και άρθρα από διεθνή επιστημονικά περιοδικά, όπως αυτά έχουν συλλεχθεί είτε από το διαδίκτυο είτε από ακαδημαϊκές βιβλιοθήκες. Προκειμένου για τη διεξαγωγή της εμπειρικής ανάλυσης έχει επιλεγεί ένα δείγμα 38 εταιρειών που είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ και που έχουν διανέμει μερίσμα κατά την περίοδο 2004 – 2008 .

Η δομή της εν λόγω εργασίας είναι η εξής. Το πρώτο κεφάλαιο εξετάζει το ζήτημα της ιδιοκτησιακής δομής των επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα παρουσιάζει τα είδη των επιχειρήσεων, οι μέθοδοι μέτρησης της ιδιοκτησιακής δομής μίας επιχείρησης, η κατηγοριοποίηση της ιδιοκτησιακής δομής των επιχειρήσεων, καθώς και η σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακής δομής και εταιρικής διακυβέρνησης, τόσο σε γενικό επίπεδο όσο και μετά την κρίση του 2008 παγκοσμίως και στην Ελλάδα. Το δεύτερο κεφάλαιο ασχολείται με τη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Πιο αναλυτικά, σε αυτό το κεφάλαιο παρουσιάζονται αφενός η έννοια και αφετέρου τα είδη της μερισματικής πολιτικής. Επίσης, σε αυτό το κεφάλαιο λαμβάνει χώρα και η παρουσίαση και ανάλυση ορισμένων θεωρητικών υποδειγμάτων μέσω των οποίων περιγράφεται η απόφαση των επιχειρήσεων όσον αφορά τη μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσουν. Το επόμενο κεφάλαιο πραγματεύεται τη σχέση μεταξύ της ιδιοκτησιακής δομής των επιχειρήσεων, της ανεξαρτησίας του Δ.Σ. και της μερισματικής πολιτικής των εταιρειών. Το κεφάλαιο αυτό αποτελεί τη βιβλιογραφική επισκόπηση του αντικειμένου που πραγματεύεται η παρούσα μελέτη, παρουσιάζοντας τις απόψεις και τα συμπεράσματα στα οποία έχουν καταλήξει άλλοι μελετητές. Στο τέταρτο παρουσιάζονται τα δεδομένα και η μεθοδολογία της έρευνας της εμπειρικής διερεύνησης της εργασίας. Πιο συγκεκριμένα παρουσιάζεται ο σκοπός της παρούσας έρευνας, τα δεδομένα του δείγματος μας, οι μεταβλητές οι οποίες χρησιμοποιήθηκαν καθώς επίσης και τη μεθοδολογία θα ακολουθήσουμε για να εξάγουμε τα συγκεκριμένα αποτελέσματα. Επιπλέον παρουσιάζονται τα αποτελέσματα και η ανάλυση των αποτελεσμάτων με την βοήθεια της περιγραφικής στατιστικής και με διάφορα γραφήματα καθώς επίσης με την μέθοδο σταθερών επιδράσεων χρονικής υστέρησης με μία περίοδο. Τέλος στο πέμπτο κεφάλαιο συνοψίζονται τα κυριότερα συμπεράσματα της μελέτης γίνεται αναφορά στους περιορισμούς που υπάρχουν στην παρούσα έρευνα και γίνονται προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Το παρόν κεφάλαιο σκοπό έχει να παρουσιάσει την έννοια της ιδιοκτησιακής δομής των επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, αναλύονται τα είδη των επιχειρήσεων, η έννοια της ιδιοκτησιακής δομής, καθώς και οι μεταβλητές μέτρησής της.

1.1 ΤΑ ΕΙΔΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Οι επιχειρήσεις μπορούν να καταταγούν σε διάφορα είδη με βάση διαφορετικά κριτήρια (Δασκάλου, 1999). Το πρώτο είναι το είδος και ο αριθμός των μετόχων. Οι επιχειρήσεις διακρίνονται σε ατομικές ή οικογενειακές, στις οποίες υπάρχει ένα κέντρο ισχύος, καθώς και σε συλλογικές, στις οποίες η εξουσία κατανέμεται μεταξύ πολλών κέντρων. Επίσης, διακρίνονται σε ιδιωτικές, κρατικές και μικτών συμφερόντων, αλλά και σε εθνικές ή πολυεθνικές, ανάλογα με την εθνικότητα των μετόχων και του πλήθους των κρατών στις οποίες αναπτύσσονται οι παραγωγικές ή / και εμπορικές τους δραστηριότητες. Τέλος, με βάση την ύπαρξη ή μη μόνιμων δεσμών συνεργασίας διακρίνονται σε θυγατρικές, συνδεδεμένες (όμιλος εταιρειών ή αλλιώς holding) και ανεξάρτητες.

Το δεύτερο είναι η νομική μορφή της επιχείρησης. Με βάση το ιδρυτικό καταστατικό τους οι επιχειρήσεις κατατάσσονται σε διάφορες εταιρικές μορφές, όπως ανώνυμες, εταιρείες περιορισμένης ευθύνης, ομόρρυθμες, ετερόρρυθμες, μονοπρόσωπες, αφανείς, συνεταιρισμοί ή οργανισμοί. Το τρίτο είναι η εξειδίκευση της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Με βάση αυτήν την κατηγοριοποίηση, οι επιχειρήσεις διακρίνονται σε παραγωγικές, μεταποιητικές (βιομηχανικές ή βιοτεχνικές), εμπορικές και παροχής υπηρεσιών. Το τέταρτο είναι το μέγεθος των επιχειρήσεων. Οι επιχειρήσεις κατατάσσονται σε μικρές, μεσαίες ή μεγάλες βάσει διαφόρων κριτηρίων, όπως το ύψος των ιδίων κεφαλαίων, το σύνολο του ισολογισμού, τον κύκλο εργασιών, τον αριθμό των εργαζομένων κ.α. Στην Ελλάδα η κατάταξη των επιχειρήσεων γίνεται με βάση τα ανώτατα όρια των ετήσιων ακαθάριστων εσόδων τους, σε τρεις κατηγορίες τηρήσεως φορολογικών βιβλίων. Τέλος, η φάση λειτουργίας των επιχειρήσεων. Μία επιχείρηση μπορεί είτε να διανύει τα πρώτα της βήματα, είτε να έχει εισέλθει σε μία από τις διαδοχικές φάσεις ανάπτυξης, είτε να γνωρίζει φθίνουσα πορεία, είτε να έχει τεθεί υπό εκκαθάριση, είτε να έχει κηρυχθεί σε πτώχευση.

Στην παρούσα εργασία θα ασχοληθούμε με επιχειρήσεις που ανήκουν στην πρώτη κατηγορία, δηλαδή το είδος και τον αριθμό των μετόχων.

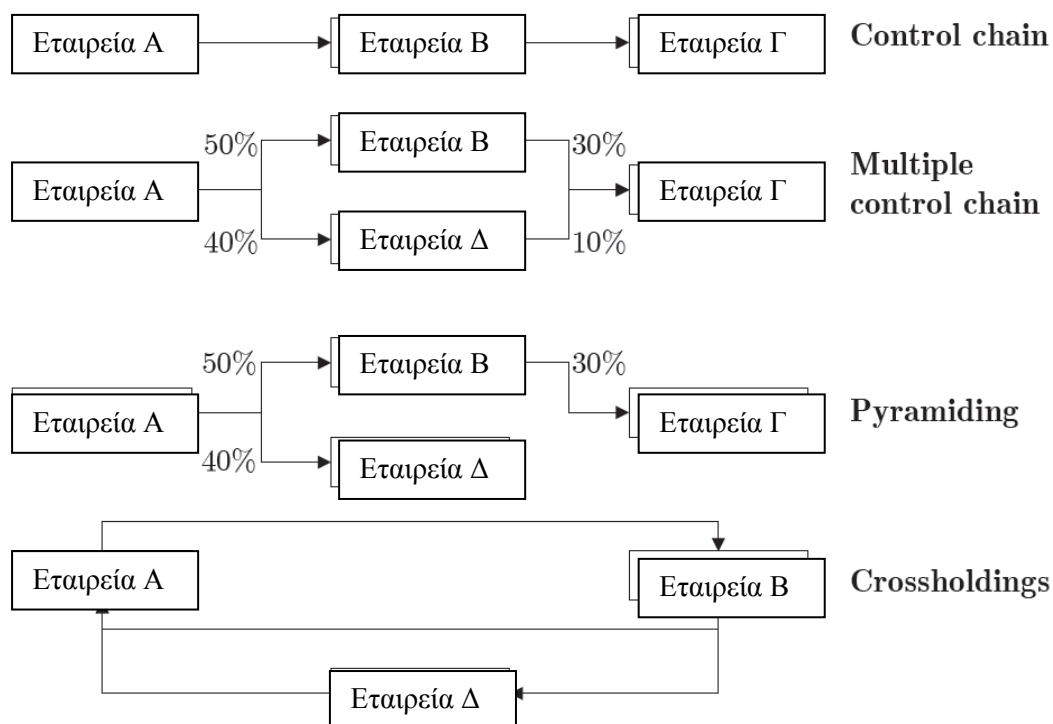
1.2 Η ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΟΙ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΤΗΣ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ

Αυτό που θα πρέπει αρχικά να τονιστεί είναι ότι η ιδιοκτησιακή δομή είναι μία πολυδιάστατη έννοια και γι' αυτό δεν μπορεί να αποτυπωθεί σε μία και μόνο μεταβλητή. Μία ενδιαφέρουσα προσέγγιση δίνεται από τον Demsetz (1983), σύμφωνα με τον οποίο το ιδιοκτησιακό καθεστώς σε κάθε χρονική στιγμή προσδιορίζεται μέσα στην επιχείρηση ως κατάσταση ισορροπίας.

Οι δύο διαστάσεις των πληροφοριών που σχετίζονται με το ιδιοκτησιακό καθεστώς μίας επιχείρησης είναι η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας και ο τύπος της ιδιοκτησίας (Gross, 2007). Η πρώτη διάσταση, ήτοι η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας, αφορά ποσοτικές πληροφορίες που σχετίζονται με την ιδιοκτησία που αντιπροσωπεύει τη διανομή των μετοχών, το σύνολο αυτών, ή ακόμα και έναν δείκτη συγκέντρωσης, όπως για παράδειγμα τον συντελεστή Herfindahl. Η δεύτερη διάσταση, ήτοι η ταυτότητα του ιδιοκτήτη μίας επιχείρησης, αφορά ποιοτικές πληροφορίες σχετικά με το είδος του μετόχου. Οι πληροφορίες που άπτονται αυτής της διάστασης είναι πολύ σημαντικές, καθώς διαφορετικοί τύποι μετόχων έχουν διαφορετικά κίνητρα, συναρτήσεις χρησιμότητας και μέσα ελέγχου (Gross, 2007).

Στο προαναφερθέν πλαίσιο, ιδιαίτερα ενδιαφέρον είναι και το επίπεδο στο οποίο μετριέται η ιδιοκτησία. Έτσι, ενώ αρχικά στο πρώτο επίπεδο εντάσσεται η απευθείας συγκέντρωση μετοχών, η εξέλιξη των χρηματιστηριακών αγορών συνέβαλε στην πολυπλοκότητα της συγκέντρωσης μετοχών, με αποτέλεσμα να εμφανιστούν και άλλες μορφές, όπως αλυσίδες ελέγχου (control chains), pyramiding και crossholding. Το παρακάτω σχήμα αποτυπώνει ορισμένες από αυτές τις πολύπλοκες ιδιοκτησιακές δομές.

Σχήμα 1. Πολυπλοκότητα ιδιοκτησιακών δομών



Πηγή: Gross, 2007, σελ. 11

Ένα ερώτημα που τίθεται σε αυτό το σημείο είναι αναφορικά με τη σημασία των πολύπλοκων δομών ιδιοκτησίας σε σχέση με την απλή, απευθείας ιδιοκτησία της πιο απλής μορφής. Η απάντηση είναι ότι η πολυπλοκότητα εγείρει ερωτήματα σχετικά με τα δικαιώματα ελέγχου και με τα δικαιώματα ταμειακών ροών. Τα δικαιώματα ελέγχου μετρούν το βαθμό ελέγχου που δίνεται από ένα μέτοχο ή μία αλυσίδα ελέγχου (control chain), ενώ τα δικαιώματα ταμειακών ροών μετρούν τις ταμειακές ροές όπως αποτυπώνονται μέσα από τις μετοχές. Τόσο ο βαθμός των δικαιωμάτων όσο και ο βαθμός στον οποίο διαχωρίζονται αυτά τα δικαιώματα έχουν σημασία για τα κίνητρα και τη συμπεριφορά των μετόχων (Gross, 2007). Οι Edwards και Weichenrieder (1999), ωστόσο, χρησιμοποιούν άλλον ορισμό. Για τους δύο συγγραφείς τα δικαιώματα των ταμειακών ροών μετριοούνται ως κλάσμα των μεριδίων που καταβάλλονται στους μετόχους, ενώ τα δικαιώματα ελέγχου ως ψήφοι που δίνονται στο ετήσιο συμβούλιο των μετόχων.

Τέλος, πολύ σημαντική είναι και η διάκριση που γίνεται ανάμεσα σε μη ποσοτικές (non – metric) και ποσοτικές (metric) μεταβλητές που χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση της ιδιοκτησιακής δομής. Οι πιο συχνά χρησιμοποιούμενες μη ποσοτικές μεταβλητές είναι οι εξής (Gross, 2007): α) Συγκέντρωση ιδιοκτησίας με βάση το μέγεθος των μετοχών:

για παράδειγμα μπορεί να γίνει διαχωρισμός των επιχειρήσεων σε παραπάνω από ένα διαφορετικά επίπεδα ιδιοκτησίας, αλλά και διαχωρισμός με βάση τον ενεργό έλεγχο που διεξάγεται, β) Συγκέντρωση ιδιοκτησίας με βάση τη δυνατότητα να έχει κάποιος την πλειοψηφία των ψήφων, γ) Συγκέντρωση ιδιοκτησίας με βάση την ταυτότητα του ιδιοκτήτη της επιχείρησης, δ) Χαρακτηριστικά ιδιοκτησίας βάσει κατηγορικών μεταβλητών.

Οι ποσοτικές μεταβλητές από την άλλη μπορούν να διακριθούν σε δύο κατηγορίες. Η πρώτη περιλαμβάνει τους δείκτες συγκέντρωσης (indices), όπως ο συντελεστής Herfindahl, που μετρούν τη συμμετρία του αριθμού των μετοχών ανάμεσα σε όλους τους μετόχους, αλλά δεν προσφέρουν πληροφορίες σχετικά με τη δυνατότητα ελέγχου του μετόχου που έχει την πλειοψηφία των μετοχών. Η δεύτερη περιλαμβάνει τις αναλογίες συγκέντρωσης (ratios) και ορίζονται ως το ποσοστό κατοχής μετοχών, δικαιωμάτων ψήφου ή δικαιωμάτων ταμειακών ροών από τις μεγαλύτερες, ή την μεγαλύτερη, ομάδες μετόχων. Παραδείγματα ποσοτικών μεταβλητών που χρησιμοποιούνται είναι: Κατανομή ιδιοκτησίας (συντελεστής Herfindahl), διαφοροποίηση ανάλογα με το βαθμό σώρευσης (για παράδειγμα ο μεγαλύτερος μέτοχος έναντι των τριών μεγαλύτερων μετόχων), διαφοροποίηση ανάλογα με τον τύπο του ιδιοκτήτη (για παράδειγμα διοικητικά στελέχη έναντι θεσμικοί επενδυτές), διαφοροποίηση ανάλογα με τη μονάδα (για παράδειγμα ποσοστό μετοχών έναντι νομισματικής αξίας) (Gross, 2007).

1.3 ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Όπως επισημαίνουν οι Jensen και Meckling (1976), η ιδιοκτησιακή δομή μίας επιχείρησης αναφέρεται στις σχετικές ποσότητες ιδιοκτησιακών αξιώσεων που κατέχουν οι επιμέρους επιχειρηματικοί φορείς-ιδιοκτήτες. Αυτοί οι επιμέρους επιχειρηματικοί φορείς-ιδιοκτήτες μπορούν να διακριθούν σε δύο κατηγορίες: α) στους εσωτερικούς (insiders) που αποτελούνται από τα διευθυντικά στελέχη (managers) και β) στους εξωτερικούς (outsiders) που είναι οι επενδυτές και οι οποίοι δεν έχουν άμεσο ρόλο στη διοίκηση της επιχείρησης.

Σύμφωνα με τους Jensen και Meckling (1976), η ιδιοκτησιακή δομή μίας επιχείρησης αποτελείται από τρία συστατικά: τις υποχρεώσεις (debt), τις μετοχές που κατέχουν οι διευθυντές της επιχείρησης (inside equity) και τις μετοχές που κατέχει κάποιος εκτός της επιχείρησης (outside equity)

Οι Grant και Kirchmaier (2005) επισημαίνουν μία διαφορετική κατηγοριοποίηση της ιδιοκτησιακής δομής. Ο πρώτος είναι ο νομικός έλεγχος. Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται επιχειρήσεις στις οποίες ένας μέτοχος ή μία ομάδα μετόχων κατέχουν το 50% των ψήφων κατά την ετήσια γενική συνέλευση των μετόχων. Ο δεύτερος είναι ο ουσιαστικός έλεγχος. Στην κατηγορία αυτή εμπίπτουν επιχειρήσεις στις οποίες ένας μέτοχος ή μια ομάδα μετόχων κατέχουν το απαιτούμενο από την εθνική νομοθεσία ποσοστό πέρα από το οποίο πρέπει να υποβάλουν δημόσια προσφορά για την αγορά όλων των υπόλοιπων μετοχών. Η υποχρέωση αυτή, απορρέει από το γεγονός ότι ο μέτοχος ή οι μέτοχοι με το συγκεκριμένο ποσοστό ασκούν σημαντική επιρροή στη λήψη των αποφάσεων της γενικής συνέλευσης των μετόχων. Ο τρίτος είναι η ευρέως διασπαρμένη ιδιοκτησιακή δομή. Στην κατηγορία αυτή ανήκουν επιχειρήσεις στις οποίες δεν υπάρχει ένας μέτοχος ή μια ομάδα μετόχων με ποσοστό μεγαλύτερο της δεύτερης κατηγορίας

Αναφορικά με την Ελλάδα, το χαρακτηριστικό των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο εταιρειών είναι η πολυμετοχική τους σύνθεση.

«Η πολυμετοχική ιδιοκτησία συνεπάγεται το διαχωρισμό μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου καθώς και την ανάδειξη επαγγελματιών διαχειριστών (διευθυντικών στελεχών, managers) των Επιχειρήσεων. Ο διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου των Επιχειρήσεων συνοδεύεται από την εμφάνιση του κλασικού προβλήματος αντιπροσώπευσης, το οποίο προκύπτει από τη δυνατότητα που έχουν τα στελέχη να ενεργούν προς ίδιο συμφέρον εμφανίζοντας φαινόμενα καιροσκοπισμού, παρά να εξυπηρετούν τα συμφέροντα των μετόχων της Επιχείρησης»¹

¹ (http://www.morax.gr/includes/frontPage/left_nav/print_article.php?artID=819)

1.4 ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

1.4.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Η εταιρική διακυβέρνηση «αναφέρεται στις σχέσεις μεταξύ της διοίκησης μιας επιχείρησης, του διοικητικού συμβουλίου, των μετόχων της και άλλων ενδιαφερόμενων μερών, όπως οι εργαζόμενοι και οι εκπρόσωποί τους. Ορίζει επίσης τη δομή μέσω της οποίας ορίζονται οι στόχοι μιας επιχείρησης, καθώς και τα μέσα για την επίτευξή τους και για τη διασφάλιση εποπτείας των λαμβανόμενων αποτελεσμάτων» (Η εταιρική διακυβέρνηση στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και οι πολιτικές αποδοχών στην ΕΕ, 2010).

Σύμφωνα με την Αγοράκη (2010) αποτελεί ένα «μέσο να εξομαλυνθεί ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας και της διοίκησης στις εισηγμένες», ενώ παράλληλα «παρέχει τη δομή μέσω της οποίας θέτονται οι στόχοι της επιχείρησης και καθορίζονται τα μέσα που θα βοηθήσουν στην εκπλήρωση αλλά και τον έλεγχο των στόχων».

Η εταιρική διακυβέρνηση ουσιαστικά στηρίζεται σε συγκεκριμένα εταιρικά πρότυπα βέλτιστων πρακτικών διακυβέρνησης. Σκοπός της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι

«η ενίσχυση του εποπτικού ρόλου του Διοικητικού Συμβουλίου, η εξασφάλιση επαρκούς ανεξαρτησίας του Διοικητικού Συμβουλίου στη λήψη αποφάσεων, η υιοθέτηση διαφάνειας και έγκυρης πληροφόρησης, καθώς επίσης και η προστασία των μικρομετόχων» (Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης και η Κοινωνική Ευθύνη των Επιχειρήσεων, 2006),

αποσκοπώντας στο να ικανοποιηθούν τρεις βασικές αρχές: η διαφάνεια, η λογοδοσία και η συνέπεια (Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης και η Κοινωνική Ευθύνη των Επιχειρήσεων, 2006).

Υπάρχουν αρκετές θεωρίες που σχετίζονται με την ανάπτυξη της εταιρικής διακυβέρνησης (Mallin,2007). Η πρώτη είναι η θεωρία αντιπροσώπευσης (agency theory). Η θεωρία αυτή προσδιορίζει τη σχέση αντιπροσώπευσης, όπου το ένα μέρος, το κύριο (principal), αναθέτει μία εργασία σε ένα άλλο, στον αντιπρόσωπο (agent). Στην περίπτωση ενός οργανισμού, οι ιδιοκτήτες αυτού είναι το κύριο μέρος και οι διευθυντές οι αντιπρόσωποι. Σύμφωνα με τη θεωρία του κόστους συναλλαγής

(transaction cost economics) η εταιρεία θεωρείται ως μία δομή διακυβέρνησης. Η επιλογή της κατάλληλης δομής διακυβέρνησης μπορεί να βοηθήσει την ευθυγράμμιση των συμφερόντων των διευθυντών και των μετόχων. Η θεωρία των ενδιαφερομένων μερών (stakeholder theory) λαμβάνει υπόψη της μία ευρύτερη ομάδα ατόμων παρά να επικεντρώνεται στους μετόχους. Όταν υπάρχει μία έμφαση στα ενδιαφερόμενα μέρη, τότε η δομή της διακυβέρνησης της εταιρείας μπορεί να προβλέπει κάποια άμεση αντιπροσώπευση των ενδιαφερομένων μερών. Στην θεωρία της επιστασίας (stewardship theory) οι διευθυντές θεωρούνται ως οι διαχειριστές των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας και είναι διατεθειμένοι να ενεργούν προς το συμφέρον των μετόχων. Στη θεωρία της τάξης ηγεμονίας (class hegemony theory) οι διευθυντές θεωρούν τους εαυτούς τους ως μία ελίτ στην κορυφή της εταιρείας που θα προσλαμβάνουν / προωθούν σε νέους διευθυντές καθήκοντα, λαμβάνοντας υπόψη πόσο καλά θα τους ταυριάζουν τα καθήκοντα αυτά. Τέλος, στη θεωρία της διευθυντικής ηγεμονίας (managerial hegemony theory) οι managers της εταιρείας, με τη γνώση που έχουν αναφορικά με τις καθημερινές δραστηριότητες, μπορούν να κυριαρχούν αποτελεσματικά στους διευθυντές και, συνεπώς, να αποδυναμώσουν την επιρροή τους.

Ωστόσο, οι θεωρίες που δημιουργήθηκαν για την ανάπτυξη της εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να συνδεθούν υπό το πρίσμα του νομικού συστήματος που ισχύει στην κάθε χώρα, την ανάπτυξη της κεφαλαιακής αγοράς και της ιδιοκτησιακής δομής της εταιρείας. Επί παραδείγματι, κάποιες χώρες όπως το Ηνωμένο Βασίλειο έχουν ένα κοινό νομικό σύστημα που τείνει να δίνει καλή προστασία στα δικαιώματα των μετόχων, ενώ σε άλλες χώρες, όπως στη Γαλλία, έχουν λιγότερο αποτελεσματική προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων και δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στα δικαιώματα συγκεκριμένων ενδιαφερομένων ομάδων. Αυτό είναι απαραίτητο προκειμένου να λειτουργήσουν οι εταιρείες. Ως εκ τούτου, οι εταιρείες θα πρέπει να είναι ικανές να προσελκύσουν κεφάλαια και να διατηρήσουν ίδια κεφάλαια και να είναι υπόλογες στους μετόχους τους αλλά και στις διάφορες ομάδες ενδιαφερομένων, όπως είναι οι υπάλληλοι και οι πελάτες.

Σύμφωνα με τους Millar et al. (2005), υπάρχουν τρία εταιρικά πρότυπα, ή αλλιώς τρία μοντέλα εταιρικής διακυβέρνησης: α) το αγγλοσαξονικό. Το σύστημα αυτό χρησιμοποιείται κυρίως στις Η.Π.Α., τον Καναδά και το Ηνωμένο Βασίλειο και βασίζεται περισσότερο στην φιλοσοφία της ελεύθερης αγοράς, με ελάχιστη έως

μηδαμινή παρέμβαση του κράτους, β) το σύστημα των αναδύομενων αγορών (emerging market). Το εν λόγω σύστημα χρησιμοποιείται σε ορισμένες χώρες της Ανατολικής Ευρώπης, αλλά κυρίως σε ασιατικές χώρες, όπως Μαλαισία, Ταϊλάνδη, Ινδονησία, Φιλιππίνες, και σε χώρες της Λατινικής Αμερικής, όπως Μεξικό, Χιλή και Βραζιλία. Το χαρακτηριστικό αυτού του συστήματος είναι η συγκέντρωση του ελέγχου και της διακυβέρνησης των τραπεζών και των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε ορισμένες, μόνο, οικογένειες, γ) το «κοινοτικό» (communitarian). Αυτό το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης χρησιμοποιείται κυρίως στις χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης και σε αντίθεση με το αγγλοσαξονικό, τονίζεται ο ρόλος της κυβέρνησης στα οικονομικά και κοινωνικά δρώμενα, καθώς και η στενή σχέση μεταξύ τραπεζών και βιομηχανιών

Τόσο το αγγλοσαξονικό όσο και το κοινοτικό πρότυπο τονίζουν τις στενές σχέσεις τραπεζών και επιχειρήσεων, με ή χωρίς την εμπλοκή του κρατικού μηχανισμού. Ως εκ τούτου, οι συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των κυρίων μετόχων, της μειοψηφίας των μετόχων και των managers των εταιρειών είναι μεγάλες. Η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας είναι η κύρια αιτία της έλλειψης διαφάνειας και είναι εκείνη η οποία οδήγησε στην ασιατική κρίση του 1997 – 1999 (Millar et al., 2005). Ομοίως, η επιρροή των τραπεζών και οι σχέσεις που δημιουργούνται μεταξύ τραπεζών και εταιρειών με εμφανή την κυριαρχία των πρώτων μπορεί επίσης να οδηγήσουν σε μειωμένη διαφάνεια και δημοσιευμένες πληροφορίες αναφορικά με την οικονομική και χρηματοοικονομική αποτελεσματικότητα των εταιρειών (Millar et al., 2005).

Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση της σχέσης μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης και της ιδιοκτησιακής δομής των εταιρειών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, θα πρέπει να αναφερθεί ότι υπάρχουν δύο είδη διοικητικών συμβουλίων. Η πρώτη μορφή είναι ένα ενιαίο διοικητικό συμβούλιο (unitary board) που είναι η μορφή της δομής του συμβουλίου στο Ηνωμένο Βασίλειο και τις ΗΠΑ. Χαρακτηρίζεται από ένα ενιαίο συμβούλιο το οποίο αποτελείται από εκτελεστικούς και μη εκτελεστικούς διευθυντές. Το ενιαίο συμβούλιο είναι υπεύθυνο για όλες τις πτυχές των δραστηριοτήτων της εταιρείας, και όλοι οι διευθυντές εργάζονται για να επιτύχουν τους ίδιους σκοπούς. Οι μέτοχοι εκλέγουν τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου κατά την ετήσια γενική συνέλευση της εταιρείας. Η δεύτερη μορφή είναι το διπλό διοικητικό συμβούλιο (dual board) και αποτελείται από ένα εποπτικό συμβούλιο και το διοικητικό συμβούλιο του

management. Ωστόσο, σε ένα διπλό διοικητικό συμβούλιο, υπάρχει σαφής διαχωρισμός μεταξύ των λειτουργιών της εποπτείας (monitoring) και της διοίκησης (management). Το εποπτικό συμβούλιο εποπτεύει την κατεύθυνση της επιχείρησης, ενώ το διοικητικό συμβούλιο είναι υπεύθυνο για τη λειτουργία της επιχείρησης. Τα μέλη του ενός συμβουλίου δεν μπορούν να είναι μέλη του άλλου συμβουλίου, προκειμένου να υπάρχει μια σαφής διάκριση μεταξύ της διαχείρισης και του ελέγχου. Οι μέτοχοι διορίζουν τα μέλη του εποπτικού συμβουλίου (εκτός από τα μέλη των εργαζομένων), ενώ το εποπτικό συμβούλιο διορίζει τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου.

1.4.2 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Το μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης ενδέχεται να έχει και αρνητικές επιπτώσεις στο χειρισμό των κερδών και στη διαφάνεια των λογιστικών καταστάσεων. Για παράδειγμα, οι Lambert και Sponem (2010) αναφέρουν ότι οι διευθύνοντες σύμβουλοι διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στο χειρισμό των κερδών, καθώς η πίεση που ασκούν οι μέτοχοι επηρεάζει τη φύση του ελέγχου από μέρους του διευθύνοντα συμβούλου σε περιπτώσεις όπως ο έλεγχος των προϋπολογισμών. Οι Allen et al. (2004) σε έρευνά τους βρήκαν ισχυρές αποδείξεις ότι οι μεγάλοι επενδυτές και κάποια ανώτατα στελέχη εταιρειών κατέχουν μεγάλη δύναμη της αγοράς, η οποία τους επιτρέπει να χειρίζονται τις τιμές. Σύμφωνα με τους Healy και Walhen (1999), ο έλεγχος των κερδών μίας επιχείρησης, ο οποίος μπορεί να πάρει δύο μορφές, είτε την διαχείριση των εσόδων, είτε την παραποίηση των στοιχείων, μπορεί να οφείλεται αφενός σε συμφωνίες ανωτάτων στελεχών, ιδιοκτητών και επενδυτών και αφετέρου σε προσδοκίες της αγοράς. Όλα τα παραπάνω σχετίζονται με την ανεξαρτησία μεταξύ διοίκησης και ιδιοκτησίας μίας επιχείρησης.

Η ύπαρξη ενός αποτελεσματικού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί ένα σημαντικό παράγοντα στη διασφάλιση της εμπιστοσύνης μεταξύ των επενδυτών και του διευθύνοντα συμβούλου της εταιρείας και συμβάλλει κατ' αυτόν τον τρόπο στην δημιουργία πιο μακροπρόθεσμων επενδυτικών ροών κεφαλαίων προς την επιχείρηση.

Η πολυμετοχική ιδιοκτησία συνεπάγεται τον διαχωρισμό μεταξύ της ιδιοκτησίας και ελέγχου καθώς και την ανάδειξη επαγγελματιών διαχειριστών των επιχειρήσεων, οι

οποίοι κυβερνούν την επιχείρηση στο πλαίσιο της εξουσίας που τους παρέχεται, προς ίδιον όφελος και όχι προς αυτό των μετόχων ιδιοκτητών².

Η θεωρητική και εφαρμοσμένη προσέγγιση των εταιρικών συστημάτων διακυβέρνησης δείχνει τη σημασία της δομής της ιδιοκτησίας και του ελέγχου κατά τον καθορισμό του πλαισίου της εταιρικής διακυβέρνησης σε συνάρτηση με τα ζητήματα που μπορεί να προκύψουν στην πραγματικότητα σε περιόδους κρίσεων (OECD, 2008). Τα τρία βασικά θέματα που εξετάζονται σε αυτό το πλαίσιο είναι: (i) η διάρθρωση της ιδιοκτησίας και συγκέντρωσης αυτής, (ii) τα μέσα ελέγχου και (iii) η άσκηση του ελέγχου (OECD, 2007). Πιο αναλυτικά, στη διάρθρωση της ιδιοκτησίας και η συγκέντρωση αυτής είναι πολύ σημαντικό να κατανοηθεί η δομή της ιδιοκτησίας και η ταυτότητα των ιδιοκτητών, όπως είναι τυχόν ξένες εταιρείες, άλλες εταιρείες του εσωτερικού, χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και θεσμικοί επενδυτές. Οι πληροφορίες αυτές είναι χρήσιμες προκειμένου να διαπιστωθεί αν κάποιοι ιδιοκτήτες μπορούν να επηρεάσουν τη διοίκηση της εταιρείας. Η υψηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας σχετίζεται με την ενεργό συμμετοχή των μετόχων στη διοίκηση της εταιρείας και στο διορισμό των μελών του διοικητικού συμβουλίου. Αντίθετα, μία χαμηλής συγκέντρωσης ιδιοκτησία περιλαμβάνει μία μεγαλύτερη ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου και μεγαλύτερες πιθανότητες αλλαγής του ελέγχου μέσω επιθετικών ή φιλικών εξαγορών (OECD, 2007). Αναφορικά με τα μέσα ελέγχου, το μοντέλο ελέγχου που χρησιμοποιείται σε μία εταιρεία μπορεί να εμπίπτει σε μία από τις ακόλουθες κατηγορίες (OECD, 2007): α) Majority control, όταν το voting block που κατέχεται από τον πρώτο σε σημαντικότητα μέτοχο είναι μεγαλύτερο του 50%, β) Working control, όταν το voting block που κατέχεται από τον πρώτο σε σημαντικότητα μέτοχο είναι μικρότερο του 50%, γ) Joint control, όταν το voting block που κατέχεται από τον πρώτο σε σημαντικότητα μέτοχο είναι μεγαλύτερο του 50% ή μικρότερο του 50%, αλλά είναι επαρκές για τη διοίκηση της εταιρείας, δ) Managerial control, όταν κανένας σημαντικός μέτοχος ή ομάδα μετόχων δεν διοικούν την εταιρεία, ε) Η άσκηση του ελέγχου: για την αξιολόγηση της άσκησης του ελέγχου χρησιμοποιούνται πολλοί δείκτες, όπως είναι ο αριθμός των εταιρειών που ελέγχονται μέσω μετοχών με ιδιαίτερα δικαιώματα.

² (http://economics.soc.uoc.gr/html/static_content/econ_phd/GR/Valaroutsos/PHD_PROPOSAL.pdf).

Όπως αναφέρεται στην Πράσινη Βίβλο για το ενωσιακό πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης

«οι ευρωπαϊκοί κανόνες για την εταιρική διακυβέρνηση εφαρμόζονται στις «εισηγμένες» εταιρείες (δηλαδή τις εταιρείες που εκδίδουν μετοχές εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά). Εν γένει δεν κάνουν διάκριση ανάλογα με το μέγεθος ή το είδος της εταιρείας. Ορισμένα κράτη μέλη, ωστόσο, έχουν ειδικούς κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης προσαρμοσμένους στα μέτρα των μικρών και μεσαίων εισηγμένων εταιρειών, π.χ. για περιπτώσεις όπου ο κύριος μέτοχος μπορεί επίσης να είναι ο διευθυντής. Αυτοί οι κώδικες περιλαμβάνουν συστάσεις που αντικατοπτρίζουν το μέγεθος και τη δομή της εταιρείας, οι οποίες είναι επομένως λιγότερο πολύπλοκες ώστε να μπορούν εύκολα να τις υλοποιήσουν οι μικρές επιχειρήσεις. Σε άλλα κράτη μέλη, οι κώδικες που έχουν σχεδιαστεί για όλες τις εισηγμένες εταιρείες περιέχουν ορισμένες διατάξεις που είναι προσαρμοσμένες στα μέτρα των μικρότερων εταιρειών». (COM, 2011, 164, τελικό, σελ. 4).

Σε αυτό το σημείο, ωστόσο, θα πρέπει να γίνουν δύο διευκρινίσεις. Αναφέρεται στην Πράσινη Βίβλο ότι οι κανόνες που έχει θεσπίσει η Ευρωπαϊκή Ένωση σχετικά με τις εισηγμένες εταιρείες δεν κάνουν διάκριση ως προς το μέγεθος των εταιρειών. Ωστόσο, υπάρχουν ορισμένες εξαιρέσεις. Για παράδειγμα, το άρθρο 41 παράγραφος 1, δεύτερη περίπτωση, της οδηγίας 2006/43/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 17^{ης} Μαΐου 2006, για τους υποχρεωτικούς ελέγχους των ετήσιων και των ενοποιημένων λογαριασμών, για την τροποποίηση των οδηγιών 78/660/ΕΟΚ και 83/349/ΕΟΚ του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 84/253/ΕΟΚ του Συμβουλίου, ΕΕ L 157 της 9.6.2006, παρέχει στα κράτη μέλη τη δυνατότητα να επιτρέπουν σε ΜΜΕ που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο να μην δημιουργούν ξεχωριστή ελεγκτική επιτροπή (COM, 2011)

Επιπρόσθετα, αναφέρεται παραπάνω ότι κάποιοι κανόνες έχουν προσαρμοστεί στα μέτρα μικρότερων εταιρειών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης του Ηνωμένου Βασιλείου³.

³ (<http://www.frc.org.uk/corporate/ukegcode.cfm>), καθώς και ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης για μεσαίες και μικρές επιχειρήσεις (<http://www.middlenext.com/>).

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί ο Combined Code (2008), πάνω στον οποίο στηρίζονται εν πολλοίς οι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης σε πολλές χώρες. Οι βασικές αρχές αυτού του κώδικα είναι οι εξής: α) Διοικητικό συμβούλιο: κάθε εταιρεία θα πρέπει να διοικείται από ένα αποτελεσματικό διοικητικό συμβούλιο, το οποίο είναι συλλογικά υπεύθυνο για την επιτυχία της εταιρείας, β) Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος: θα πρέπει να υπάρχει σαφής διαχωρισμός των ευθυνών μεταξύ της λειτουργίας του διοικητικού συμβουλίου και την εκτελεστική ευθύνη για τη λειτουργία των δραστηριοτήτων της εταιρείας. Δεν θα πρέπει μόνο ένα άτομο να έχει απεριόριστη εξουσία λήψης αποφάσεων, γ) Ισορροπία διοικητικού συμβουλίου και ανεξαρτησίας: το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να περιλαμβάνει μια ισορροπία των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών διευθυντών (και ιδίως των ανεξάρτητων και μη εκτελεστικών συμβούλων), έτσι ώστε κανένα πρόσωπο ή ομάδα προσώπων να μην μπορεί να κυριαρχήσει επί της λήψης αποφάσεων της εξεταστικής επιτροπής, δ) Διορισμοί στο διοικητικό συμβούλιο: θα πρέπει να υπάρχει μία τυπική, αυστηρή και διαφανής διαδικασία για το διορισμό των μελών του διοικητικού συμβουλίου, ε) Πληροφορίες και επαγγελματική ανάπτυξη: το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να λαμβάνει εγκαίρως πληροφορίες σε μορφή και ποιότητα που πρέπει να του επιτρέψει να εκπληρώσει τα καθήκοντά του. Όλοι οι Διοικητικοί Σύμβουλοι θα πρέπει να ενημερώνονται τακτικά και να αναβαθμίζουν τις δεξιότητες και τις γνώσεις τους, δ) Αξιολόγηση επιδόσεων: το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να προβεί σε επίσημη και αυστηρή ετήσια αξιολόγηση της απόδοσης των ιδίων, των επιτροπών της εταιρείας και των διοικητικών στελεχών, ε) Επανεκλογή: όλοι οι Διοικητικοί Σύμβουλοι θα πρέπει να υποβάλλονται για επανεκλογή σε τακτά χρονικά διαστήματα και υπόκεινται σε συνεχή ικανοποιητική απόδοση. Το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να εξασφαλίζει προγραμματισμένη και σταδιακή ανανέωση του διοικητικού συμβουλίου.

1.4.3 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Στην Ελλάδα η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει εισαγάγει τον Κανονισμό Συμπεριφοράς Εισηγμένων Εταιριών, ενώ παράλληλα ισχύει ο Ν. 3016/2002, «οι διατάξεις του οποίου ορίζουν την υποχρεωτική συμπερίληψη δύο ανεξάρτητων μελών σε όλα τα διοικητικά συμβούλια, την εποπτική ευθύνη του διοικητικού συμβουλίου, τη διαφάνεια στις διεταιρικές συναλλαγές ομίλων, την υποχρεωτική

δημιουργία μηχανισμού και κανονισμού εσωτερικού ελέγχου και τη διασάφηση των προϋποθέσεων αλλαγής χρήσεων αντληθέντων κεφαλαίων» (Πιλάβιος, 2004). Επιπλέον, ο νόμος αυτός «επιβάλλει τη συμμετοχή μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στα ΔΣ των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών, τη θέσπιση και τη λειτουργία μονάδας εσωτερικού ελέγχου και την υιοθέτηση εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας» (Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης ΣΕΒ για τις Εισηγμένες Εταιρείες, 2011, σελ. 2).

Ωστόσο, το επίπεδο της διαφάνειας των εισηγμένων εταιρειών που αφορά στην αποκάλυψη χρηματοοικονομικών πληροφοριών από τις εταιρίες δεν φαίνεται να είναι σε ικανοποιητικό επίπεδο στην Ελλάδα.

Είδαμε πρωτύτερα ότι το κύριο χαρακτηριστικό της ιδιοκτησίας των εισηγμένων επιχειρήσεων στην Ελλάδα είναι η πολυμετοχική ιδιοκτησία. Ωστόσο, αυτό που παρατηρείται στην Ελλάδα είναι ότι οι διαχειριστές και οι μέτοχοι που ελέγχουν την πλειοψηφία των μετοχών μίας εταιρείας ουσιαστικά ταυτίζονται, κάτι το οποίο οφείλεται στο ότι μία μεγάλη μερίδα εταιρειών είναι οικογενειακές επιχειρήσεις, γεγονός που δημιουργεί προβλήματα και τα οποία εστιάζουν στις εξής δύο πλευρές. Κατά κύριο λόγο στα θέματα που σχετίζονται με την πληροφόρηση, είτε αυτή αφορά τα χρηματοοικονομικά δεδομένα της εταιρείας, είτε αφορά τα επιχειρηματικά σχέδια της επιχείρησης, και κατά δεύτερο λόγο στη κατάχρηση της εσωτερικής πληροφόρησης από την πλευρά των διαχειριστών στην ισότιμη και δίκαιη αντιμετώπιση των μετόχων.

Ακόμα και στην περίπτωση που υπάρχει ανεξαρτησία μετόχων – διοίκησης, τότε εμφανίζεται ένα άλλο πρόβλημα. Η πολυμετοχική ιδιοκτησία και η ανεξαρτησία ιδιοκτησίας και ελέγχου επί της ουσίας σχετίζεται με το γνωστό πρόβλημα της αντιπροσώπευσης (Jensen και Meckling, 1976). Το πρόβλημα αυτό έγκειται στη σύγκρουση μεταξύ των ιδιοκτητών της επιχείρησης (shareholders) και των αντιπροσώπων (agents), οι οποίοι διοικούν την επιχείρηση, ήτοι οι διευθύνοντες σύμβουλοι.

Ωστόσο, η πολυμετοχική ιδιοκτησία και το γεγονός που συνεπάγεται ως προς τις ενέργειες των διαχειριστών να ενεργούν προς ίδιο όφελος είναι ένα από τα κύρια χαρακτηριστικά της χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008. Πιο συγκεκριμένα, η πίεση των μετόχων στους διαχειριστές για την επίτευξη υψηλότερων τιμών των μετοχών και

των μερισμάτων για τους επενδυτές σήμαινε ότι η υπέρβαση των αναμενόμενων τριμηνιαίων κερδών έγινε το σημείο αναφοράς για τις επιδόσεις πολλών επιχειρήσεων (EU Report of Larosière Group, 2009). Το γεγονός της ανεξέλεγκτης τραπεζικής αγοράς και της απουσίας κυβερνητικού ελέγχου, η πίστη στις δυνάμεις του λεγόμενου «αόρατου χεριού» που διαβεβαίωνε ότι οι αγορές μπορούν να ρυθμιστούν μόνες τους, χωρίς την παρεμβολή κάποιας ρυθμιστικής αρχής όπως το κράτος, με τους διαχειριστές να υπακούουν σε δικές προσωπικές φιλοδοξίες και κίνητρα, ήταν σύμφωνα με τον Tomasic (2009) ένα από τα βασικά αίτια της κρίσης των sub – prime.

Μελέτη της Nestor Advisors που δημοσιεύθηκε τον Απρίλιο του 2008 (Lapido et al., 2008) εξετάζει την εταιρική διακυβέρνηση των 25 ευρωπαϊκών τραπεζών με τη μεγαλύτερη χρηματιστηριακή αξία, όπως αυτή διαμορφώθηκε στα μέσα Σεπτεμβρίου του 2007. Οι τράπεζες αυτές προέρχονταν από 11 ευρωπαϊκές χώρες, συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας με την Εθνική Τράπεζα. Ένα από τα βασικά συμπεράσματα αυτής της έρευνας είναι ότι δεν υπάρχει απευθείας πρόσβαση των μελών του Δ.Σ. στα στελέχη εκείνα που είναι άμεσα υπεύθυνα για τη διαχείριση των κινδύνων, καθώς και ότι αδυναμία κατανόησης από πλευράς Δ.Σ. των όλο και πιο σύνθετων και γεωγραφικά εκτεταμένων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων των τραπεζών που διευθύνουν.

Όπως επισημαίνει ο Εμμανουηλίδης (2009), αν και οι μέτοχοι ψηφίζουν για την εκλογή του Δ.Σ. και των ανώτατων διοικητικών στελεχών, ο συνηθισμένος μέτοχος (μικρομέτοχος) έχει μικρή δύναμη πάνω στις υποθέσεις της επιχείρησης και η ψήφος του, εάν έχει μία, έχει σπάνια τη δυνατότητα να χρησιμοποιηθεί ως όργανο του δημοκρατικού ελέγχου.

Κατά συνέπεια, το μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης που υιοθετούσε η πλειοψηφία των εταιρειών, χρηματοοικονομικών και μη, δεν στηριζόταν στη βάση των κανόνων της εταιρικής διακυβέρνησης και της εταιρικής ηθικής. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, οι μέτοχοι, τα διοικητικά συμβούλια απαντούσαν μόνο στην επιθυμία των μετόχων, στα προσωπικά συμφέροντα των μελών των διοικητικών συμβουλίων και στις φιλοδοξίες των managers. Ακόμα και σήμερα, σύμφωνα με τον Wymeersch (2008), η συζήτηση γύρω από το ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης παραμένει επικεντρωμένη στα προσωπικά συμφέροντα των ενδιαφερόμενων μερών (διοικητικά στελέχη, μέτοχοι,

μελλοντικοί επενδυτές, πιστώτριες εταιρείες) που εμπλέκονται στις αγορές και δεν περιλαμβάνουν το συμφέρον και το καλό του κοινωνικού συνόλου, το οποίο επηρεάζεται από τις αποφάσεις ορισμένων εταιρειών. Το αποτέλεσμα όλων αυτών είναι ότι τα μοντέλα εταιρικής διακυβέρνησης που υιοθετούνταν πριν από την κρίση έδιναν μεγαλύτερη έμφαση όχι στη δημιουργία μακροχρόνιας αξίας, λαμβάνοντας υπόψη και το κοινωνικό όφελος, αλλά στη δημιουργία βραχυπρόθεσμης αξίας για την εταιρεία, εις βάρος των τεράστιων κινδύνων που αναλάμβαναν και στους οποίους οι εταιρείες ήταν εκτεθειμένες.

Στην έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης για το 2007 της Grant Thornton επισημαίνεται ότι οι εισηγμένες εταιρείες στην Ελλάδα εξασφαλίζουν μόνο εν μέρει τον απαιτούμενο μέσο αριθμό μελών στα Δ.Σ. καθώς επίσης και τον αναγκαίο μέσο αριθμό συνεδριάσεων. Πιο αναλυτικά, τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών (Grant Thornton, 2008): α) «Δεν ανταποκρίνονται πλήρως στον εποπτικό τους ρόλο (σε 4 από τις 10 εταιρείες ο Πρόεδρος και ο Διευθύνων Σύμβουλος ταυτίζονται και στις 3 από τις 10 εταιρείες στις οποίες δεν ταυτίζονται προκύπτει ότι συνδέονται με σχέση συγγένειας, ενώ σε 7 από τις 10 ο Πρόεδρος έχει επιφορτιστεί και με εκτελεστικά καθήκοντα). Χρησιμοποιώντας πρόσθετη στατιστική ανάλυση (paired samples t- test) προκύπτει ότι σε γενικές γραμμές δεν ταυτίζονται ο Πρόεδρος με το Διευθύνοντα Σύμβουλο της εταιρείας και ούτε έχουν μεταξύ τους συγγένεια α ή/και β βαθμού. Αυτό όμως δεν εξασφαλίζει την καθολική τήρηση του νόμου από τους ερευνώμενους, β) Απαρτίζονται από «διακρίνουσες προσωπικότητες» (σε περισσότερες από τις μισές εταιρείες ο Πρόεδρος του Δ.Σ. έχει διατελέσει στο παρελθόν ανώτατος εκτελεστικός ηγέτης, ενώ στις μισές και περισσότερες εταιρείες ο Πρόεδρος ή/και ο Διευθύνων Σύμβουλος ελέγχουν άνω του 3% των μετοχών), γ) Δεν αξιολογούν την απόδοσή τους (μόνο οι 4 στις 10 έχουν αναπτύξει διαδικασίες αξιολόγησης της απόδοσης των μελών του Δ.Σ. και των διαφόρων επιτροπών αυτών), δ) Δεν υποστηρίζουν τα μέλη τους κατά την άσκηση των καθηκόντων τους (μόνο οι 2 στις 10 παρέχουν πρόσβαση στα μέλη του Δ.Σ. σε εξωτερικούς συμβούλους καλύπτοντας τον απαιτούμενο προϋπολογισμό για τις αμοιβές αυτών), ε) Εφαρμόζουν σε ιδιαίτερα περιορισμένο βαθμό Διεθνείς Βέλτιστες Πρακτικές, όπως συγκρότηση Επιτροπής Ορισμού νέων μελών στο Δ.Σ., δημοσιοποίηση διαδικασιών ορισμού νέων μελών κτλ.»

Ο ρόλος των Διοικητικών Συμβουλίων είναι κρίσιμος, καθώς το Δ.Σ. «αποτελεί το αρμόδιο εταιρικό όργανο για την υιοθέτηση, την εφαρμογή και τον έλεγχο των στρατηγικών στόχων και πολιτικών, γεφυρώνει αποτελεσματικά τα συμφέροντα των διαφόρων ομάδων και τέλος διατηρεί ένα αποδοτικό και οικονομικό εποπτικό σύστημα» (Αγοράκη, 2010).

Με βάση την παραπάνω ανάλυση, οι Αυλωνίτης και συν. (2007) επισημαίνουν ότι *«η επαρκής διασπορά στη μετοχική ιδιοκτησία των εισηγμένων εταιρειών αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για την αποτελεσματική λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς, καθώς, σχετίζεται άμεσα με τη διάδοση της μετοχικής ιδέας στο επενδυτικό κοινό και τη συνεχή εξέλιξη των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης που εξασφαλίζουν τον αποτελεσματικό διαχωρισμό της διοίκησης από την ιδιοκτησία. Η επαρκής διασπορά επιδρά θετικά και στη βελτίωση της διαφάνειας που παρέχεται από τις εισηγμένες εταιρείες, ενώ παράλληλα διευκολύνει τις επενδύσεις των θεσμικών επενδυτών και προσδίδει βάθος και ρευστότητα (αυξημένη εμπορευσιμότητα) στη χρηματιστηριακή αγορά».*

Οι συγγραφείς διεξήγαγαν μελέτη για το επίπεδο διασποράς των μετοχών των 295 εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών την 2^η Ιουλίου 2007. Τα αποτελέσματα της έρευνας τους έδειξαν ότι το επίπεδο διασποράς της μετοχικής ιδιοκτησίας στο Χρηματιστήριο Αθηνών ανερχόταν σε 47,17%. Αυτό σημαίνει ότι οι εκτός των βασικών μέτοχοι του συνόλου των εισηγμένων στο Χ.Α. εταιρειών κατείχαν μετοχές αξίας 84,75 δισ. Ευρώ, ενώ 94,94 δισ. ευρώ των μετοχών ελέγχονταν από τους 2.365 βασικούς μετόχους. Αξιοσημείωτο είναι ότι σε 89 εταιρείες, το ένα τρίτο δηλαδή του συνόλου, ο βαθμός διασποράς υπολείπεται του 20%, τη στιγμή κατά την οποία ο ισχύων κανονισμός του Χρηματιστηρίου Αθηνών απαιτεί ικανοποιητική διασπορά μετοχών όχι μόνο κατά την εισαγωγή τους σε αυτό αλλά και καθ' όλη τη διάρκεια που διαπραγματεύονται. Αναφορικά με τη διασπορά των μετοχών βάσει της κεφαλαιοποίησης των εταιρειών, βρέθηκε ότι το επίπεδο διασποράς για τις εταιρείες της Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης ανέρχεται σε 49,1%, ποσοστό υψηλότερο του μέσου όρου όλων των εταιρειών, ενώ οι εταιρείες της Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης ελέγχονται από τους βασικούς μετόχους τους κατά 67,69%. Ο υψηλός βαθμός μετοχικής συγκέντρωσης των εταιρειών αυτών περιορίζει τη δυνατότητα ελέγχου των πράξεων της διοίκησης από τους μετόχους μειοψηφίας. Γενικότερα, οι συγγραφείς καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι, όσο η χρηματιστηριακή αξία των εταιρειών

μειώνεται, τόσο η συγκέντρωση των μετόχων αυξάνεται. Στους κλάδους με τα μεγαλύτερα ποσοστά διασποράς περιλαμβάνονται οι τράπεζες (με ποσοστό διασποράς 60,70%) και οι τηλεπικοινωνίες (51,10%), ενώ με σημαντικά πιο περιορισμένη διασπορά εμφανίζονται οι λοιποί κλάδοι. Οι κλάδοι που εμφανίζουν την υψηλότερη συγκέντρωση στην ιδιοκτησιακή τους δομή είναι οι ασφαλιστικές εταιρείες, με ποσοστό διασποράς 19,59%, οι εταιρείες χημικών (21,54%) και τα μέσα ενημέρωσης (21,93%).

1.4.4 ΠΡΑΚΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΜΕΤΑ ΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008.

Η οικονομική κρίση οδήγησε σε μεγαλύτερη σύγκλιση αναφορικά με τα πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης. Όσοι ασχολούνται με την χάραξη πολιτικής, αλλά και οι νομοθέτες και στις δύο πλευρές του Ατλαντικού αποκρίθηκαν στην χρηματοοικονομική κρίση με τη θέσπιση αυστηρότερων κανόνων εταιρικού δικαίου και διατάξεις για βέλτιστη πρακτική για την προστασία των επενδυτών και των πιστωτών. Κυρίως, όμως, η χρηματοοικονομική κρίση έδωσε νέα πνοή σε παλιές συζητήσεις σχετικά με την εσωτερική διακυβέρνηση των εισηγμένων εταιρειών, όπως η αυξημένη ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου. Η τάση αυτή ενισχύθηκε από το γεγονός ότι παραδοσιακά τα υποψήφια μέλη επιλέγονταν με αόριστες διαδικασίες και όχι με βάση χαρακτηριστικά όπως η εμπειρία, η γνώση και η επιμέλεια (Mendoza et al., 2010).

Επίσης, μερικά κράτη – μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης επικεντρώνονται πλέον στην ενθάρρυνση των μετόχων να είναι πιο ενεργοί και υπεύθυνοι στην πρόληψη της κακής διαχείρισης και της ανάληψης κινδύνου από τους διοικούντες την εταιρεία. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτής της τάσης είναι ο αγγλικός κώδικας Stewardship Code που εισήχθη από το Financial Reporting Council τον Ιούλιο του 2010. Ο Κώδικας αυτός περιέχει συμβουλές σε θεσμικούς επενδυτές για την καλύτερη εξάσκηση των δικαιωμάτων τους ως μέτοχοι εισηγμένων εταιρειών (Mendoza et al., 2010).

Αναφορικά με την Ελλάδα, ο νέος Ν. 3873/2010 που ψηφίστηκε επιφέρει σημαντικές μεταβολές στο πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης ενσωματώνει στο ελληνικό δίκαιο τις ευρωπαϊκές Οδηγίες 2006/46/EK & 2007/63/EK και προβλέπει μεταξύ άλλων την υποχρέωση των εισηγμένων εταιρειών να συμπεριλαμβάνουν στην ετήσια έκθεσή

τους Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης με συγκεκριμένα πληροφοριακά στοιχεία όπως⁴ τον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης στον οποίο υπάγεται η εταιρεία ή τον οποίο έχει αποφασίσει αυτοβούλως να τηρεί, καθώς επίσης και τις σχετικές πρακτικές που εφαρμόζει επιπλέον των προβλέψεων του νόμου, περιγραφή των κύριων χαρακτηριστικών των Συστημάτων Εσωτερικού Ελέγχου και Διαχείρισης Κινδύνων σε σχέση με τη διαδικασία σύνταξης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, πληροφορίες για τη σύνθεση και τρόπο λειτουργίας του Διοικητικού Συμβουλίου και των επιτροπών του, αλλά και της Γενικής Συνέλευσης, με περιγραφή των δικαιωμάτων των μετόχων.

⁴ (<http://www.pwc.com/gr/en/internal-audit-services/law-3873-2010.pdf>).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Το κεφάλαιο αυτό σκοπό έχει να παρουσιάσει την έννοια της μερισματικής πολιτικής, αλλά και τα υποδείγματα εκείνα που χρησιμοποιούνται για την περιγραφή της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων.

2.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΤΑ ΕΙΔΗ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Η μερισματική πολιτική άπτεται της απόφασης της επιχείρησης για το ποσό των κερδών που θα επανεπενδυθούν, αλλά και το ποσό εκείνο που θα διανεμηθεί στους μετόχους με τη μορφή μερισμάτων.

Με τον όρο 'μερισματική πολιτική' εννοούμε «εκείνες τις κατευθυντήριες αρχές, οι οποίες καθορίζουν το ποσοστό των κερδών που θα διανεμηθούν ως μερίσματα» (Καραθανάσης, 1997, σελ. 404).

Η σημαντικότητα της μερισματικής πολιτικής έγκειται στο ότι έχει σημαντικές συνέπειες στο επίπεδο των εταιρειών, στη διανομή του εισοδήματος αλλά και σε μακροοικονομικό επίπεδο στη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη της οικονομίας (Τζωάννου και Φίλιππα, 1997, σελ. 250).

Αυτό που έχει σημασία να τονιστεί είναι ότι, δεδομένου ότι το μέρισμα δεν αποτελεί συμβατική υποχρέωση μίας επιχείρησης, η απόφαση για τη διανομή ή μη των κερδών επαφίεται στη διοίκηση της εταιρείας.

Σύμφωνα με τον Καραθανάση (1997) και τον Γραντά (2010) υπάρχουν τέσσερα είδη μερισματικής πολιτικής: α) Πολιτική σταθερών μερισμάτων: Καταβολή, διαχρονικά, σταθερού μερίσματος ανεξάρτητα από το μέγεθος των κερδών, β) Πολιτική σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών: Καταβολή, διαχρονικά, ενός ποσού το οποίο ισούται με το γινόμενο ενός σταθερού ποσοστού διανομής κερδών επί τα κέρδη (κυκλική μερισματική πολιτική), γ) Καταβολή, διαχρονικά, ενός ποσού το οποίο κινείται αντίστροφα με τα ετήσια κέρδη (αντικυκλική μερισματική πολιτική), δ) Καταβολή ενός σταθερού μερίσματος το οποίο αυξάνεται διαχρονικά μόνο όταν η διοίκηση αναμένει με βεβαιότητα ότι η αύξηση αυτή μπορεί να διατηρηθεί στο μέλλον.

Επίσης, αξίζει να σημειωθεί ότι ο Γραντάς (2010, σελ. 10) αναφέρει μία ακόμη πολιτική μερίσματος, που είναι το τακτικό συν το έκτακτο μέρισμα, σύμφωνα με την οποία «η πολιτική χαμηλού τακτικού μερίσματος μαζί με ένα έκτακτο αποτελεί ένα συμβιβασμό μεταξύ των άλλων δύο. Η πολιτική αυτή προσφέρει μεν ευελιξία στην επιχείρηση, δημιουργεί όμως αβεβαιότητα στους μετόχους για το ύψος του μερίσματος. Αν τα κέρδη της επιχείρησης είναι πολύ ασταθή, η πολιτική αυτή ίσως να είναι και η καλύτερη».

Ο Γραντάς (2010) διακρίνει δύο μεθόδους στη χάραξη της μερισματικής πολιτικής που θα ακολουθήσει μία εταιρεία. α). Η διοίκηση της εταιρείας ακολουθεί μία συγκεκριμένη πορεία στη διανομή μερίσματος, η οποία ονομάζεται ενεργή μερισματική πολιτική (managed dividend policy).β).Η διοίκηση διανέμει ως μέρισμα ότι απομείνει μετά από την αφαίρεση των παρακρατηθέντων κεφαλαίων για την πραγματοποίηση επενδύσεων από τα καθαρά κέρδη της εταιρείας, η οποία ονομάζεται υπολειμματική μερισματική πολιτική (residual dividend policy).

Σύμφωνα με τον Λαζαρίδη(2006) οι παράγοντες που σχετίζονται με τη μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσει μία εταιρεία είναι οι εξής : α') Μία περιοδική ή μόνιμη αλλαγή στην κερδοφορία της επιχείρησης, β') Σταθερότητα μελλοντικών κερδών, γ') Η μερισματική πολιτική που ακολουθείται από τους ανταγωνιστές ή άλλες εταιρείες του κλάδου, δ') Η ύπαρξη χρηματικών διαθεσίμων / κυκλοφορούντος ενεργητικού σε σχέση με το επιθυμητό επίπεδο χρηματικών διαθεσίμων, ε') Αποπληρωμή υποχρεώσεων με σκοπό τη μείωση των χρηματικών διαθεσίμων, έτσι ώστε να επιτευχθεί μία πιο αποτελεσματική λήψη αποφάσεων, στ') Το ύψος των προσωπικών φόρων που πληρώνουν οι μέτοχοι στην περίπτωση της διανομής μερίσματος, ζ') Η ύπαρξη καλών επενδυτικών ευκαιριών, η') Η επιρροή θεσμικών μετόχων – επενδυτών, θ') Στρατηγικές εξαγορών και συγχωνεύσεων, ι') Κόστη που σχετίζονται με την έκδοση επιπρόσθετου κεφαλαίου, ια') Η διατήρηση μιας σταθερής ιστορικής μερισματικής πολιτικής, ιβ') Η προσέλκυση απλών επενδυτών για την αγορά μετοχών, ιγ') Η προσέλκυση θεσμικών επενδυτών για την αγορά μετοχών, ιδ') Η προσέλκυση θεσμικών επενδυτών λόγω της επίβλεψης των διοικητικών αποφάσεων από μέρους τους, ιε') Η πιθανότητα ότι το γεγονός διανομής μερίσματος αποτελεί μία ένδειξη για τους επενδυτές ότι η επιχείρηση δεν έχει επικερδείς επενδύσεις στις οποίες μπορεί να

επενδύει, ιστ') Η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής, δηλαδή αν η μετοχή αποτελεί καλή επένδυση σε σχέση με την πραγματικής της αξίας.

Σύμφωνα με τους Al-Ajmi και Hussain (2011), οι παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων ποικίλουν. Οι προηγούμενες καταβολές μερισμάτων αποτελούν τον πρωταρχικό παράγοντα που προσδιορίζει την ικανότητα των μερισμάτων που θα καταβληθούν από μία επιχείρηση, καθώς θεωρείται ότι το management της εταιρείας θα διατηρήσει μία σταθερή μερισματική πολιτική. Επιπλέον, η υπόθεση της ασύμμετρης πληροφόρησης υποθέτει ότι η μερισματική πολιτική είναι 'σταθερή' (sticky) ή δείχνει μία τάση να μένει στα επίπεδα των προηγούμενων μερισμάτων. Τα κέρδη μπορούν να χρησιμοποιούν ως παράγοντας της ικανότητας της εταιρείας να καταβάλλει μερίσματα. Εφόσον τα μερίσματα συνήθως πληρώνονται από τα ετήσια κέρδη, οι κερδοφόρες επιχειρήσεις λογικά θα καταβάλουν υψηλότερα μερίσματα. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι υπάρχει μία θετική σχέση μεταξύ της κερδοφορίας της επιχείρησης και της καταβολής μερισμάτων. Ωστόσο, σύμφωνα με άλλη άποψη οι ταμειακές ροές είναι πιο σημαντικές από τα καθαρά κέρδη ως προς τον καθορισμό της ικανότητας της εταιρείας να καταβάλει μερίσματα. Το μέγεθος της εταιρείας αποτελεί έναν ακόμη παράγοντα να επηρεάσει την μερισματική πολιτική μιας εταιρείας. Καθώς οι μεγάλες εταιρείες έχουν μεγαλύτερο πλεονέκτημα στην έγερση κεφαλαίων, στηρίζονται λιγότερο σε εσωτερικά κεφάλαια. Επιπρόσθετα, οι μεγάλες εταιρείες έχουν χαμηλότερη πιθανότητα χρεοκοπίας και για αυτό είναι πιο πιθανό να καταβάλουν μέρισμα. Η ιδιοκτησιακή δομή της εταιρείας αποτελεί έναν ακόμη παράγοντα που μπορεί να επηρεάσει τη μερισματική πολιτική της εταιρείας, καθώς σχετίζεται με την θεωρία της αντιπροσώπευσης που θα παρουσιαστεί παρακάτω.

2.2 ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗ ΜΕΛΕΤΗ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Ένα κρίσιμο και ενδιαφέρον ερώτημα είναι αν η μερισματική πολιτική έχει αξία. Σε αυτό το ερώτημα απαντούν διάφορες θεωρητικές προσεγγίσεις. Σύμφωνα με την πρώτη, η μερισματική πολιτική δεν επηρεάζει την αξία του μετόχου στην εταιρεία, καθώς πρωταρχικής σημασίας είναι η επενδυτική πολιτική της επιχείρησης και όχι ο τρόπος διανομής των κερδών της (Καραθανάσης, 1997). Σύμφωνα με τη δεύτερη άποψη η μερισματική πολιτική έχει επίδραση στην αξία της εταιρείας και άρα στη συμμετοχή των μετόχων (Καραθανάσης, 1997). Μία τρίτη προσέγγιση είναι εκείνη που

θεωρεί ότι οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τη μερισματική πολιτική ως ένα είδος προειδοποιητικού μηχανισμού (signaling effect), προκειμένου να παράσχουν πληροφορίες στην αγορά σχετικά με τη μελλοντική κερδοφορία της εταιρείας, γεγονός που επηρεάζει και την τιμή μετοχής της εταιρείας (Καραθανάσης, 1997). Η προσέγγιση αυτή βασίζεται στην υπόθεση ότι οι managers έχουν περισσότερη πληροφόρηση αναφορικά με το μέλλον της εταιρείας σε σύγκριση με τα άτομα που βρίσκονται εκτός εταιρείας, όπως για παράδειγμα τους επενδυτές. Ως εκ τούτου, έχουν κίνητρο να ‘μεταδώσουν’ αυτές τις πληροφορίες στο επενδυτικό κοινό (Abdelsalam, 2008). Σύμφωνα με μία τέταρτη προσέγγιση, η επιχείρηση χρησιμοποιεί τα μερίσματα για την προσέλκυση συγκεκριμένων ομάδων επενδυτών. Αυτή η προσέγγιση στηρίζεται στο γεγονός ότι οι επενδυτές αναμένουν από τις μετοχές που κατέχουν απόδοση τόσο υπό τη μορφή μερίσματος, όσο και υπό τη μορφή κεφαλαιακών κερδών (Καραθανάσης, 1997).

Είδαμε σε προηγούμενη ενότητα το σημαντικό ρόλο της ανεξαρτησίας του Δ.Σ. μίας εταιρείας. Ένα ανεξάρτητο Δ.Σ. κατέχει τη σημαντική αρμοδιότητα της παρακολούθησης της διαχείρισης της εταιρείας. Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με το ότι η μερισματική πολιτική αποτελεί έναν μηχανισμό μείωσης του κόστους αντιπροσώπευσης οδηγεί στο συμπέρασμα ότι τόσο η ανεξαρτησία του Δ.Σ. όσο και η μερισματική πολιτική μίας επιχείρησης θα πρέπει να είναι υποκατάστατα, όσον αφορά την παρακολούθηση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης. Σύμφωνα με την θεωρία αντιπροσώπευσης, οι εξωτερικοί μέτοχοι προτιμούν την πολιτική διανομής μερισμάτων από την πολιτική διακράτησης κερδών, κάτι το οποίο είναι εντονότερο σε αναδυόμενες χώρες, όπου η προστασία των επενδυτών είναι χαμηλότερου επιπέδου. Αντίθετα, αν η παρακολούθηση της διαχείρισης από το Δ.Σ. είναι ανεπαρκής και αναποτελεσματική, τότε αυτό μπορεί να συμβάλλει στην καταβολή υψηλότερων μερισμάτων, έτσι ώστε να ενισχυθεί η παρακολούθηση της διαχείρισης από τις εξωτερικές κεφαλαιακές αγορές (Farinha, 2002).

2.3 ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Τα κυριότερα υποδείγματα μέσω των οποίων περιγράφεται η απόφαση των επιχειρήσεων όσον αφορά τη μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσουν είναι τα κάτωθι (Καραθανάσης, 1997; Τζωάννου και Φίλιππα, 1997):

1. Υπόδειγμα πλήρους προσαρμογής:

Σε αυτό το υπόδειγμα υποτίθεται ότι τα μερίσματα προσαρμόζονται πλήρως στις διαχρονικές μεταβολές των κερδών. Σύμφωνα με το υπόδειγμα αυτό οι εταιρείες έχουν ως σκοπό την διανομή ενός σταθερού μακροπρόθεσμου άριστου ποσοστού (ri) διανεμόμενων κερδών (Long run target payout ratio). Έτσι, με δεδομένο ότι το r παραμένει σταθερό, η επιχείρηση ακολουθεί μια κυκλική μερισματική πολιτική με την οποία οι μέτοχοι υφίστανται ολόκληρο τον κίνδυνο των δραστηριοτήτων της, κάτι το οποίο αντανακλάται στη διαχρονική μεταβλητικότητα των κερδών της. Οι μεταβολές των μερισμάτων σχετίζονται θετικά με το μέγεθος των κερδών της τρέχουσας περιόδου και αρνητικά με τα μερίσματα της προηγούμενης περιόδου. Η γενική μορφή του υποδείγματος είναι:

$$(D_t - D_{t-1}) = a + r(E_t - E_{t-1}) \quad (2.1)$$

όπου : D_t = μέρισμα ανά μετοχή της περιόδου t

r = λόγος μερισμάτων προς κέρδη

E_t = καθαρά κέρδη ανά μετοχή της περιόδου t

2. Υπόδειγμα μερικής προσαρμογής

Το υπόδειγμα αυτό προτάθηκε από τον Lintner (1956), ο οποίος ανέλυσε τα αποτελέσματα συνεντεύξεων που πήρε από 28 εταιρείες για την περίοδο 1941 – 1951. Έτσι, επιβεβαιώθηκε η ύπαρξη ενός επιθυμητού από τα διοικητικά στελέχη μερίσματος (D_t^*), το οποίο συνδέεται με τα κέρδη με την εξής σχέση:

$$D_t^* = rE_t \quad (2.2)$$

Επειδή, όμως, διαχρονικά η κάθε επιχείρηση προσαρμόζεται μερικών μόνο σε αυτό το επιθυμητό μέρισμα, προκύπτει η παρακάτω σχέση:

$$(D_t - D_{t-1}) = a + c(D^* - D_{t-1}) \text{ ή } (D_t - D_{t-1}) = a + crE_t - cD_{t-1} \quad (2.3)$$

όπου : a = σταθερός όρος που δείχνει την απροθυμία των στελεχών να μειώσουν το μέρισμα

c = ρυθμός προσαρμογής στο επιθυμητό μέρισμα

Ο Lintner (1956, όπως παρατίθεται στους Canina et al., 2001) κατέληξε στα εξής συμπεράσματα έπειτα από ποιοτική έρευνα που διεξήγαγε μέσω συνεντεύξεων με managers εταιρειών: α) Οι εταιρείες έχουν μακροχρόνιους στόχους σχετικά με το ποσοστό διανομής μερισμάτων. Ωριμες εταιρείες με σταθερά κέρδη γενικά τείνουν να καταβάλουν μεγαλύτερο μέρος των κερδών τους ως μερίσματα, ενώ οι αναπτυσσόμενες εταιρείες καταβάλλουν συνήθως μικρότερο ποσοστό, β) Οι managers επικεντρώνονται εν πολλοίς στις μεταβολές των μερισμάτων παρά στα απόλυτα επίπεδα που έχουν εκ των προτέρων τεθεί, γ) Οι αλλαγές στα μερίσματα ακολουθούν τις μεταβολές των εσόδων στη μακροχρόνια περίοδο. Οι managers τείνουν να 'εξομαλύνουν' τα μερίσματα, ενώ οι αλλαγές στα κέρδη δεν είναι πιθανό να επηρεάσουν τις καταβολές των μερισμάτων, δ) Οι managers δεν είναι ιδιαίτερα πρόθυμοι να κάνουν αλλαγές στα μερίσματα

3. Υπόδειγμα της τάσης των κερδών

Σύμφωνα με αυτό το υπόδειγμα, η διαχρονική εξέλιξη των κερδών δίνεται από την εξής σχέση:

$$E_t = (1 + j)E_{t-1} \quad (2.4)$$

όπου j είναι ο ρυθμός αύξησης των κερδών. Το υπόδειγμα αυτό δέχεται την σχέση του Lintner ότι

$$D_t^* = rE_t \quad (2.5)$$

Η διαφορά έγκειται στο ότι στο υπόδειγμα αυτό τα μερίσματα προσαρμόζονται πλήρως στην αύξηση των κερδών (jE_{t-1}) και μερικώς μόνο στο υπόλοιπο. Έτσι διαμορφώνεται η παρακάτω σχέση:

$$(D_t - D_{t-1}) = a + c[r(E_t - jE_{t-1}) - D_{t-1}] + rjE_{t-1} \quad \text{ή} \quad (D_t - D_{t-1}) = a + cD_{t-1} + crE_t + r(1-c)E_{t-1} \quad (2.6)$$

4. Υπόδειγμα των αναπροσαρμοζομένων προσδοκιών

Σύμφωνα με το υπόδειγμα αυτό μερίσματα της τρέχουσας περιόδου είναι μια θετική γραμμική συνάρτηση των μακροχρόνιων αναμενόμενων κερδών E_{it} :

$$D_{it} = r_i E_{it}^* + u_{it} \quad (2.7)$$

5. Υπόδειγμα ορθολογικών προσδοκιών

Σύμφωνα με αυτό το υπόδειγμα, τα μερίσματα του έτους $t(D_t)$ είναι συνάρτηση των κερδών (E_t^*) που αναμένονται μακροχρόνια. Δηλαδή ισχύει η σχέση:

$$D_t = rE_t^* \quad (2.8)$$

Ο διαχρονικός προσδιορισμός των κερδών γίνεται ως εξής:

$$E_t^* - E_{t-1}^* = d(E_t - E_{t-1}) \quad (2.9)$$

όπου E_{t-1}^* = μακροχρονίως αναμενόμενα κέρδη την περίοδο $t - 1$

E_t = πραγματοποιηθέντα κέρδη την περίοδο t

D = συντελεστής προσδοκιών με τον οποίο γίνεται η προσαρμογή για τα λάθη των προηγούμενων προβλέψεων αναφορικά με τα μακροχρόνια κέρδη

Σε έρευνα που διεξήγαγε ο Λαζαρίδης (2006) σε ένα δείγμα 53 επιχειρήσεων στην Κύπρο βρέθηκε ότι, οι αποφάσεις μερισματικής πολιτικής καθορίζονται αφού πρώτα καθοριστούν τα επενδυτικά σχέδια, οι αποφάσεις μερισματικής πολιτικής μεταφέρουν πληροφορίες σχετικά με την εταιρεία προς τους επενδυτές, η διανομή μερισμάτων καθιστά τη μετοχή με μικρότερο κίνδυνο (σε αντίθεση με την περίπτωση διατήρησης κερδών), υπάρχουν αρνητικές συνέπειες όταν μειώνονται τα μερίσματα, αντί της μείωσης των μερισμάτων, η εταιρεία μπορεί να συγκεντρώσει κεφάλαια έτσι ώστε να αναλάβει ένα κερδοφόρο έργο, η εταιρεία χρησιμοποιεί τη μερισματική πολιτική ως εργαλείο για να αναβαθμίσει την πιστοληπτική της ικανότητα, η εταιρεία ενδέχεται να χρησιμοποιεί τη μερισματική της πολιτική ούτως ώστε να φαίνεται καλύτερη από τους ανταγωνιστές της, η εταιρεία μπορεί να χρησιμοποιήσει τη μερισματική της πολιτική για να δείξει ότι μπορεί να αναλάβει κόστη εξωτερικού δανεισμού ή υλοποίησης επενδύσεων για να φαίνεται καλύτερη από τους ανταγωνιστές της.

Η μερισματική πολιτική της επιχείρησης έχει επίδραση στην αξία της επιχείρησης, σύμφωνα με τρεις θεωρίες (Μπέκου, 2011). Η πρώτη θεωρία, ήτοι η θεωρία των Gordon και Lintner, υποστηρίζει ότι η καταβολή υψηλών μερισμάτων έχει θετική σχέση με την αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, τα μερίσματα αποτελούν σίγουρη καταβολή προς τους επενδυτές, ακόμα και στην περίπτωση που τα κεφαλαιακά κέρδη εμπεριέχουν αβεβαιότητα. Η δεύτερη θεωρία είναι των Litzenberger και Ramaswamy. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, η καταβολή υψηλών μερισμάτων μειώνει την αξία της επιχείρησης. Αυτό ισχύει αφενός γιατί η άντληση κεφαλαίων σχετίζεται με την ύπαρξη κόστους και αφετέρου επειδή τα μερίσματα υπόκεινται σε αυστηρότερη φορολογία από τα κεφαλαιακά κέρδη. Η τρίτη θεωρία των Modigliani και Miller, υποστηρίζει ότι η μερισματική πολιτική δεν σχετίζεται με την αξία της επιχείρησης, γεγονός που υποδεικνύει ότι δεν υπάρχει βέλτιστη αναλογία πληρωμών (payout). Σύμφωνα με τους Miller και Modigliani η αξία μίας εταιρείας είναι ίση με την παρούσα προεξοφλημένη αξία των ταμειακών ροών της εταιρείας, όπου το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι η απαιτούμενη από τους επενδυτές απόδοση για εταιρείες της ίδιας τάξης. Κατά συνέπεια, η αξία μιας εταιρείας καθορίζεται αποκλειστικά από αυτό το προεξοφλητικό επιτόκιο και τις ταμειακές της ροές, ήτοι από το ενεργητικό της, και είναι τελείως ανεξάρτητη από τη σύνθεση των υποχρεώσεων που χρησιμοποιούνται για να χρηματοδοτήσουν τα περιουσιακά της στοιχεία.

Το θεώρημα των Miller και Modigliani ουσιαστικά επισημαίνει την ανεξαρτησία της μερισματικής πολιτικής μίας εταιρείας. Η διαπίστωση αυτή προέρχεται από δύο προτάσεις (Pagano, 2005):

- I. Η αξία της εταιρείας δεν σχετίζεται με την κεφαλαιακή της διάρθρωση.
- II. Η αξία της εταιρείας δεν σχετίζεται με την μερισματική της πολιτική.

Η πρώτη πρόταση αναφέρει τις προϋποθέσεις υπό τις οποίες η επιλογή μεταξύ δανεισμού (χρέους) και ιδίων κεφαλαίων προκειμένου για τη χρηματοδότηση μίας επένδυσης δεν επηρεάζει την αξία μίας εταιρείας, γεγονός που υποδεικνύει ότι δεν υπάρχει βέλτιστη αναλογία μόχλευσης. Η δεύτερη πρόταση δείχνει ότι κάτω από τις ίδιες προϋποθέσεις η μερισματική πολιτική δεν επηρεάζει την αξία μίας εταιρείας, γεγονός που υποδεικνύει ότι δεν υπάρχει βέλτιστη αναλογία πληρωμών (payout). Ως εκ

τούτου και οι δύο προτάσεις αναφέρονται ως “irrelevance propositions”, “neutrality propositions” ή “invariance propositions” (Pagano, 2005).

Έτσι, σύμφωνα με τους Miller και Modigliani η αξία μίας εταιρείας είναι ίση με την παρούσα προεξοφλημένη αξία των ταμειακών ροών της εταιρείας, όπου το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι η απαιτούμενη από τους επενδυτές απόδοση για εταιρείες της ίδιας τάξης. Κατά συνέπεια, η αξία μιας εταιρείας καθορίζεται αποκλειστικά από αυτό το προεξοφλητικό επιτόκιο και τις ταμειακές της ροές, ήτοι από το ενεργητικό της, και είναι τελείως ανεξάρτητη από τη σύνθεση των υποχρεώσεων που χρησιμοποιούνται για να χρηματοδοτήσουν τα περιουσιακά της στοιχεία (Pagano, 2005). Το θεώρημα επίσης καταδεικνύει ότι το μέσο κόστος κεφαλαίου είναι ανεξάρτητο από τον όγκο και τη σύνθεση του χρέους και ισούται με την απόδοση που επιθυμούν οι επενδυτές για παρόμοιες εταιρείες. Ωστόσο, ακόμα και αν το χρέος είναι πιο φτηνό από τα ίδια κεφάλαια λόγω της απουσίας ενός ασφάλιστρου κινδύνου, η αυξανόμενη μόχλευση δεν μειώνει το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της εταιρείας, γιατί αυτό το αποτέλεσμα αντισταθμίζεται από το μεγαλύτερο κόστος του μετοχικού κεφαλαίου. Ως αποτέλεσμα, οι αποφάσεις για επενδύσεις μπορεί να είναι εντελώς αποσυνδεδεμένες από τη χρηματοδότησή τους: θα πρέπει να καθοδηγούνται μόνο από το κριτήριο της μεγιστοποίησης της αξίας της εταιρείας, ενώ το κόστος του κεφαλαίου που πρέπει να χρησιμοποιείται σε ορθολογικές επενδυτικές αποφάσεις είναι το συνολικό κόστος του, όπως μετριέται από το συντελεστή απόδοσης που απαιτείται για την πλήρη χρηματοδότηση με μετοχικό κεφάλαιο εταιρειών της ίδιας κατηγορίας κινδύνου (Pagano, 2005).

Δεδομένης της πρότασης από τους Miller και Modigliani (1961) ότι η μερισματική πολιτική μίας εταιρείας είναι ανεξάρτητη, πολλοί είναι εκείνοι που δεν χρησιμοποιούν τις πραγματικές ταμειακές ροές της εταιρείας, αφού η αξία της δίνεται από το σύνολο της παρούσας αξίας των προβλεπόμενων ταμειακών ροών. Αντίθετα, χρησιμοποιούνται οι μελλοντικές εκτιμώμενες ταμειακές ροές, οι οποίες ονομάζονται αλλιώς και ελεύθερες ταμειακές ροές (free cash flow) όπως θα αναλυθούν παρακάτω. Ωστόσο, ορισμένοι ερευνητές, όπως για παράδειγμα οι Magni and Vélez-Pareja (2009) εκφράζουν την άποψη ότι θα έπρεπε να χρησιμοποιούν τις πραγματικές ταμειακές ροές για προεξόφληση, ενώ οι εκτιμώμενες ταμειακές ροές επηρεάζουν αρνητικά την αξιολόγηση σε όλα τα επίπεδα, όπου τα υπερβάλλοντα διακρατηθέντα χρήματα δεν

επενδύονται σε επενδύσεις ουδέτερης καθαρής παρούσας αξίας. Ο Magni (2007) υποστηρίζει ότι η ανεξαρτησία της μερισματικής πολιτικής δεν σχετίζεται με τη διακράτηση χρημάτων, αλλά με την απόδοση των επιπλέον κεφαλαίων (excess cash) που χρησιμοποιούνται για επανεπένδυση ή χρηματοδότηση. Ο συγγραφέας τονίζει ότι η μερισματική πολιτική είναι ανεξάρτητη αν και μόνο αν οι δραστηριότητες μηδενικής καθαρής παρούσας αξίας αναλαμβάνονται λαμβάνοντας υπόψη ή όχι την υπόθεση της διακράτησης.

Επιπρόσθετα, θα πρέπει να αναφερθεί μία σημείωση σχετικά με την υπόθεση των τέλειων αγορών. Οι Miller και Modigliani (1961) υποστηρίζουν ότι ακόμα και στην περίπτωση που υπάρχουν ατέλειες στην αγορά που δημιουργούν προκαταλήψεις και μεροληψίες στις ατομικές προτιμήσεις, τότε αυτές οι ατέλειες είναι αναγκαία αλλά όχι ικανή συνθήκη για συγκεκριμένες πολιτικές πληρωμών. Αν, για παράδειγμα, η συχνότητα της διανομής των εταιρικών κερδών αντιστοιχεί ακριβώς με τη κατανομή των προτιμήσεων των επενδυτών για την πληρωμή των κερδών, τότε η ύπαρξη αυτών των προτιμήσεων θα οδηγούσε μια κατάσταση, οι συνέπειες της οποίας δεν θα ήταν διαφορετικές από την υπόθεση των τέλειων αγορών.

Τέλος, οι δύο συγγραφείς υποστηρίζουν ότι με δεδομένη την διαφοροποίηση της φορολογίας χάριν των κερδών κεφαλαίων, που είναι και ο σημαντικότερος παράγοντας ατελειών στην αγορά, δεν μπορεί κανείς να επικαλείται ότι οι «ατέλειες» θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη για τη διαφορά μεταξύ της υπόθεσης της ανεξαρτησίας της μερισματικής πολιτικής και της τυπικής άποψης περί του ρόλου της μερισματικής πολιτικής, όπως αυτός επισημαίνεται από τη διεθνή βιβλιογραφία (Miller και Modigliani, 1961).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

3.1 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ

Σύμφωνα με έρευνα της Grant Thornton για το 2007, σε αρκετές εισηγμένες στο ΧΑΑ εταιρείες ο Πρόεδρος και ο Διευθύνων σύμβουλος είτε ταυτίζονται είτε έχουν συγγενικές σχέσεις. Σύμφωνα με τη θεωρία αντιπροσώπευσης, η διαμάχη μεταξύ του Προέδρου της εταιρείας και του Δ.Σ., όσο η συγκέντρωση ιδιοκτησίας αυξάνεται, τόσο μειώνεται το κόστος αντιπροσώπευσης (Stouraitis και Wu, 2004; Hope et al., 2011) και άρα τόσο λιγότερα μερίσματα διανέμονται. Ωστόσο, υπάρχει και η αντίθετη άποψη. Πιο συγκεκριμένα, οι Smit και Eije (2009) σε μελέτη τους που διεξήχθη σε δείγμα γερμανικών εταιρειών την περίοδο 2005 – 2008 δεν βρήκαν ότι το ποσοστό συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας έχει στατιστικά σημαντική επίδραση στην απόφαση περί της μερισματικής πολιτικής. Πιο συγκεκριμένα, εξετάζοντας την περίπτωση γερμανικών τραπεζών που είναι εισηγμένες στους δείκτες DAX, MDAX, SDAX, TecDax, and GEX, οι συγγραφείς αναφέρουν παράλληλα ότι τράπεζες που αποτελούν τους μεγαλύτερους παρόχους δανείων και πιστώσεων στην Γερμανία δείχνουν να έχουν μία προτίμηση για χαμηλότερα μερίσματα, καθώς δεν χρειάζονται τα μερίσματα για λόγους ‘παρακολούθησης’ (monitoring purposes).

Η έρευνα των Smit και Eije (2009) συμβάλλει στην υπάρχουσα βιβλιογραφία με αρκετούς τρόπους. Πρώτον αποκαλύπτει την σημαντική επιρροή των μεγάλων μετόχων στη μερισματική πολιτική. Δεύτερον δεν παρέχει στοιχεία ότι το μέγεθος της ιδιοκτησίας επηρεάζει την πιθανότητα αφενός να διανέμει η εταιρεία μερίσματα και αφετέρου το μέγεθος των μερισμάτων. Ωστόσο, καταδεικνύει ότι αν οι τράπεζες ή οικογένειες είναι οι μεγαλύτεροι μέτοχοι σε μία εταιρεία, τότε το ύψος των μερισμάτων που διανέμεται είναι μικρότερο. Επίσης, τα αποτελέσματα της μελέτης συνηγορούν υπέρ της άποψης ότι στην περίπτωση των οικογενειακών επιχειρήσεων, τα μερίσματα δεν είναι τόσο υψηλά, σε αντίθεση με τα αποτελέσματα που προέκυψαν από τη μελέτη των Pindado et al. (2011).

Πιο συγκεκριμένα, οι Pindado et al. (2011) αναφέρουν ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις δεν συνηθίζουν να διανέμουν υψηλά μερίσματα, καθώς αυτό μπορεί να

σημαίνει μείωση των εσωτερικών ταμειακών ροών και συνεπώς υψηλότερη πιθανότητα να χρειαστεί να προβούν σε εξωτερικό δανεισμό στην περίπτωση που χρειαστούν κεφάλαια. Αυτό ισχύει εν πολλοίς στην περίπτωση χωρών μη αγγλοσαξονικών, όπου η προστασία των μικρών μετόχων από το νομοθετικό πλαίσιο είναι ασθενέστερη. Ωστόσο, οι Pindado et al. (2011) εξετάζοντας εταιρείες σε εννέα χώρες της Ευρωζώνης επισημαίνουν ότι στην περίπτωση των οικογενειακών επιχειρήσεων, η μερισματική πολιτική είναι ένα αξιόπιστο 'σήμα' της δέσμευσης των ιδιοκτητών να μην «απαλλοτριώσει» τους μειοψηφικούς μετόχους και να μην τους κάνει να παραιτηθούν από τα ιδιωτικά οφέλη του ελέγχου σε αντίθεση με άλλους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης.

Οι Bradford et al. (2011) μελετώντας κινέζικες επιχειρήσεις υποστηρίζουν ότι ο μεγαλύτερος μέτοχος μπορεί να επηρεάσει τις αποφάσεις που άπτονται της μερισματικής πολιτικής μία εισηγμένης στο χρηματιστήριο εταιρείας προς δικό του όφελος. Οι Mehrani et al. (2011) βρήκαν στη μελέτη τους ότι η ύπαρξη θεσμικών επενδυτών συμβάλλει στο να χρησιμοποιούνται λιγότερο τα μερίσματα ως ένα σήμα καλής εταιρικής διακυβέρνησης. Επιπρόσθετα, η μελέτη τους κατέδειξε μία θετική σχέση μεταξύ συγκεντρωτικής θεσμικής ιδιοκτησίας και διανομής μερισμάτων, αλλά αρνητική σχέση μεταξύ της ιδιοκτησίας από μέρος του manager και των μερισμάτων.

Σύμφωνα με μία άλλη έρευνα που διεξήχθη στη Μαλαισία, εταιρείες στις οποίες το ποσοστό ιδιοκτησίας του μεγαλύτερου μετόχου αυξάνεται, αλλά και στις οποίες υπάρχει η παρουσία το δεύτερου μεγαλύτερου μετόχου, τείνουν να διανέμουν υψηλότερα μερίσματα (Ramli, 2010). Επίσης, οι Kouki και Guizani (2009) σε έρευνά τους σε εταιρείες της Τυνησίας βρήκαν ότι όσο αυξάνεται η ιδιοκτησία από τους πέντε μεγαλύτερους μετόχους, τόσο αυξάνονται και τα μερίσματα. Επίσης, σε έρευνα στο Ηνωμένο Βασίλειο βρέθηκε ότι η παρουσία ενός βασικού μετόχου που κατέχει παραπάνω από το 10% των Ιδίων Κεφαλαίων σχετίζεται με χαμηλότερα μερίσματα (Khan, 2005). Το αποτέλεσμα της μελέτης του Khan (2005) έρχεται σε αντίθεση με το αποτέλεσμα που προέκυψε από τη μελέτη των Goergen et al. (2005). Πιο συγκεκριμένα, οι ερευνητές εξετάζοντας τα μερίσματα σε γερμανικές εταιρείες από το 1984 έως το 1993 προκειμένου να διαπιστώσουν αν η ιδιοκτησία και ο έλεγχος έχουν επίδραση στη μερισματική πολιτική κατέδειξαν ότι η παρουσία ενός μεγάλου μετόχου δεν ασκεί καμία επίδραση στη μερισματική πολιτική.

Οι Short et al. (2002) εξέτασαν 211 επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Λονδίνου (London Stock Exchange) για την περίοδο 1988 – 1992 χρησιμοποιώντας τέσσερα μοντέλα: α).Υπόδειγμα πλήρους προσαρμογής (Full Adjustment Model) ,β).Υπόδειγμα μερικής προσαρμογής (Partial Adjustment Model) , γ).Υπόδειγμα ορθολογικών προσδοκιών (Waud Model) και δ).Υπόδειγμα της τάσης των κερδών (Earnings Trend Model). Για όλα αυτά τα μοντέλα βρήκαν ότι υπάρχει υψηλή θετική συσχέτιση μεταξύ της μερισματικής πολιτικής και της ιδιοκτησίας των θεσμικών επενδυτών.

Οι Wen και Jia (2010) εξέτασαν 137 τραπεζικές εταιρείες χαρτοφυλακίου οι οποίες το 1993 είχαν περισσότερα από 500 εκ. σε συνολικό ενεργητικό. Η περίοδος της έρευνας ήταν από το 1993 έως το 2008. Ο λόγος για τον οποίο εξέτασαν αυτού του είδους τις τράπεζες είναι ότι αφενός η τραπεζική βιομηχανία είναι ιδιαίτερη σε όρους ρυθμίσεων και αφετέρου ότι παρουσιάζει ένα διαφοροποιημένο τύπο ιδιοκτησίας. Έτσι, οι δύο ερευνητές προσπάθησαν να εξετάσουν τον αντίκτυπο που έχει η ιδιοκτησιακή δομή στην μερισματική πολιτική αυτών των τραπεζών. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας των Wen και Jia (2010), η απόδοση των μερισμάτων σχετίζεται αντίστροφα με την ιδιοκτησία από μέρους του Προέδρου της εταιρείας, υποδηλώνοντας ότι εταιρείες με μεγαλύτερη διασπορά ιδιοκτησίας χρησιμοποιούν τα μερίσματα για να μειώσουν τα προβλήματα αντιπροσώπευσης που δημιουργούνται από τις συλλογικές δραστηριότητες των μετόχων.

Ωστόσο, αυτό δεν ισχύει στην Κίνα, καθώς ο Yuan (2001) αναφέρει ότι μπορεί σε άλλες χώρες η μερισματική πολιτική να χρησιμοποιείται ως μέσο για τον έλεγχο του κόστους αντιπροσώπευσης, αλλά στην Κίνα η μερισματική πολιτική είναι το αποτέλεσμα του προβλήματος αντιπροσώπευσης. Αυτό ισχύει στην Κίνα αφενός γιατί υπάρχει μία έντονη συγκέντρωση ιδιοκτησίας στις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο και αφετέρου λόγω του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης. Σύμφωνα με τους Lv και Wang (1999) η μερισματική πολιτική των εισηγμένων εταιρειών επηρεάζεται κατά κύριο λόγο από το μέγεθος της εταιρείας, την κερδοφορία τους, το κόστος αντιπροσώπευσης, τη ρευστότητα που έχουν, το επίπεδο μόχλευσης καθώς και το ποσοστό της κρατικής ιδιοκτησίας. Ειδικά ο τελευταίος παράγοντας είναι πολύ σημαντικός, δεδομένου ότι όσο μικρότερη είναι η κρατική ιδιοκτησία, τόσο

μεγαλύτερες είναι οι πιθανότητες που έχει μία εισηγμένη εταιρεία να αναπτυχθεί, κάτι το οποίο συνεπάγεται και υψηλότερα μερίσματα μετοχών. Αναφορικά με τη μερισματική πολιτική της διανομής μετρητών στην Κίνα, οι Lee και Xiao (2003) προτείνουν δύο υποθέσεις. Η πρώτη είναι η ενίσχυση του ROE, καθώς τα κίνητρα για την ενίσχυση του ROE έχουν σημαντική επίδραση στην πολιτική διανομής μετρητών. Έτσι, εταιρείες που θέλουν να χρησιμοποιήσουν τη διανομή μερισμάτων σε μετρητά για να ενισχύσουν περαιτέρω τον ROA τείνουν να διανέμουν περισσότερα και υψηλότερα μερίσματα. Η δεύτερη είναι η υπόθεση tunneling incentive, σύμφωνα με την οποία οι εταιρείες τείνουν να διανέμουν μερίσματα για να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις των μετόχων που έχουν τον έλεγχο αυτών των εταιρειών.

Στο πλαίσιο της σχέσης μεταξύ ιδιοκτησιακής δομής και μερισματικής πολιτικής, οι Michaely et al. (1995) εξέτασαν την αντίδραση των αγορών στις ενάρξεις και παραλείψεις μερισμάτων χρησιμοποιώντας δεδομένα από όλες τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE) και στο αμερικανικό χρηματιστήριο (AMEX) και που ξεκίνησαν να διανέμουν μερίσματα μεταξύ 1964 και 1988. Πιο συγκεκριμένα, εξέτασαν αν η παράλειψη διανομής μερισμάτων επηρεάζει το μερίδιο των θεσμικών επενδυτών, χρησιμοποιώντας δεδομένα τρία χρόνια πριν και τρία χρόνια μετά από την παράλειψη διανομής μερίσματος ένα έτος. Η μελέτη τους κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η μη διανομή μερισμάτων δεν επηρεάζει δραματικά το καθεστώς ιδιοκτησίας.

Οι Gedajlovic et al. (2005) διεξήγαγαν μία έρευνα σε ένα δείγμα 247 Ιαπωνικών κατασκευαστικών εταιρειών για την περίοδο 1996 – 1998, προκειμένου να διαπιστώσουν τη σχέση μεταξύ ιδιοκτησίας, επενδυτικής συμπεριφοράς και χρηματοοικονομικής απόδοσης των εταιρειών. Αναφορικά με το κομμάτι της μερισματικής πολιτικής, η έρευνα κατέδειξε ότι η ιδιοκτησία από μέρους ξένων μετόχων, ασφαλιστικών ταμείων και χρηματοοικονομικών οργανισμών σχετίζεται με την καταβολή υψηλότερων μερισμάτων, ενώ αντίθετα η ιδιοκτησία μετοχών από εταιρείες επενδύσεων σχετίζεται αρνητικά με τα μερίσματα.

Η θεωρία σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση στην Ιαπωνία καταδεικνύει ότι οι σταθεροί μέτοχοι κάνουν τις επενδύσεις τους προκειμένου να εδραιώσουν και να διατηρήσουν σταθερές σχέσεις, παρά για να λάβουν αποδόσεις. Ως εκ τούτου, οι

managers είναι πιθανό να έρθουν αντιμέτωποι με μία μικρή πίεση από μέρους των μετόχων αυτών ώστε να πληρώσουν ποσοστά των εταιριών ταμειακών ροών με τη μορφή μερισμάτων. Ωστόσο, οι Gedajlovic et al. (2005) επισημαίνουν ότι υπάρχουν ορισμένοι λόγοι για τους οποίους το ποσοστό των μετοχών που διακρατούνται από τους σταθερούς μετόχους θα συσχετίζεται αρνητικά με το επίπεδο διανεμηθέντων μερισμάτων. Ο πρώτος είναι η πολύπλοκη φύση των επενδυτών και μετόχων στην περίπτωση της Ιαπωνίας. Ο δεύτερος είναι ότι τα χαμηλά επίπεδα μερισμάτων επιτρέπουν στις εταιρείες να κρατήσουν τα κέρδη τους και άρα να επιδιώξουν επιπρόσθετες ευκαιρίες ανάπτυξης. Ο τρίτος είναι ότι οι σταθεροί επενδυτές ενδεχομένως να αναμένουν ότι οι εταιρείες θα κρατήσουν ταμειακές ροές προκειμένου να ανταπεξέλθουν σε ένα σοκ. Σε αυτό το πλαίσιο, η έρευνα των Gedajlovic et al. (2005) υποθέτει ότι το μέγεθος της ιδιοκτησίας από μέρους των συνδεδεμένων επιχειρήσεων σχετίζεται αρνητικά με τα επίπεδα μερισμάτων που διανέμει μία επιχείρηση, ενώ το μέγεθος της ιδιοκτησίας από μέρους των χρηματοοικονομικών οργανισμών σχετίζεται θετικά με τα επίπεδα μερισμάτων που διανέμει μία εταιρεία.

Το μέγεθος της ιδιοκτησίας, ήτοι τον αριθμό των ιδιοκτητών και τη σχέση του με τη μερισματική πολιτική στα εστιατόρια εξετάζει η έρευνα των Dalbor και Urpeja (2007), οι οποίοι επικεντρώνονται στο ερώτημα αν τα μερίσματα διανέμονται προκειμένου να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα του κόστους αντιπροσώπευσης προκειμένου να μην επενδυθούν σε επενδυτικά σχέδια με αρνητική καθαρά παρούσα αξία. Το ενδιαφέρον των ερευνητών για αυτή τη μελέτη έγκειται αφενός στον μικρό αριθμό ερευνών για τις εταιρείες που ανήκουν σε αυτόν τον κλάδο και αφετέρου στο γεγονός ότι οι δύο συγγραφείς δεν θεωρούν ότι η μερισματική πολιτική έχει σχέση με την κεφαλαιακή διάρθρωση μίας επιχείρησης. Ωστόσο, υποστηρίζουν ότι αποτελεί έμμεσα μία συνάρτηση της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Πιο αναλυτικά, οι εταιρείες επιλέγουν να επενδύσουν σε σχέδια με θετική καθαρή παρούσα αξία, ώστε να αποφέρουν κέρδη. Στην περίπτωση αυτή, οι εταιρείες έχουν τη δυνατότητα να διανεμούν ένα ποσοστό αυτών των κερδών στη μορφή μερισμάτων. Ως εκ τούτου, προκειμένου να αναληφθεί μία επένδυση, θα πρέπει πρώτα να καθοριστεί η χρηματοδότηση του σχεδίου, ώστε να υπολογιστεί ο εσωτερικό βαθμός απόδοσης και στη συνέχεια υπολογίζονται τα μερίσματα. Η έρευνα των Dalbor και Urpeja (2007) εξετάζει αν υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ του δείκτη χρέους, του αριθμού των μετόχων και των διανεμηθέντων μερισμάτων. Το δείγμα της έρευνας περιλαμβάνει 61 εστιατόρια της Αμερικής για την

περίοδο 2002 – 2004, εκ των οποίων περίπου του 25% διανέμει μερίσματα. Τα αποτελέσματα της έρευνας καταδεικνύουν ότι οι εταιρείες εκείνες που διανέμουν μερίσματα, διανέμουν πάνω από το 18% των κερδών τους κατά μέσο όρο. Το ποσοστό αυτό είναι μεγαλύτερο από το ποσοστό των κερδών που διανέμουν ως μέρισμα τα ξενοδοχεία εκείνα που πληρώνουν μερίσματα. Αυτό αιτιολογείται από το γεγονός ότι τα εστιατόρια έχουν μικρότερη ανάγκη να επενδύσουν σε πάγιο εξοπλισμό σε σχέση με τις ξενοδοχειακές μονάδες. Επιπρόσθετα, η έρευνα κατέληξε στο συμπέρασμα ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του συνολικού χρέους των εστιατορίων και της μερισματικής πολιτικής, αλλά και ότι υπάρχει μία θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους της επιχείρησης και των μερισμάτων που διανέμονται. Εν κατακλείδι, τα αποτελέσματα της μελέτης των Dalbor και Urpeja (2007) συνάδουν με τη διαπίστωση ότι ο στόχος των εταιρειών είναι η διαχείριση και η ελαχιστοποίηση όλων των ειδών κόστους, μεταξύ των οποίων και το κόστος αντιπροσώπευσης.

Στην Ινδία, όπως και στην περίπτωση άλλων αναδυόμενων οικονομιών, οι μεγάλοι μέτοχοι χαρακτηρίζουν την ιδιοκτησιακή δομή των εταιρειών. Ο έλεγχος της πλειοψηφίας δίνει στον μεγαλύτερο μέτοχο το κίνητρο και τον έλεγχο όλων των κρίσιμων αποφάσεων, μεταξύ των οποίων και η μερισματική πολιτική. Όπως αναφέρει ο Kumar (2006), η κυριαρχία των μεγάλων μετόχων μπορεί να επηρεάσει τη διανομή μερισμάτων με διάφορους τρόπους. Στην έρευνά του, εξέτασε τον αντίκτυπο που έχει η εταιρική διακυβέρνηση στη μερισματική πολιτική ενός δείγματος εταιρειών στην Ινδία για την περίοδο 1994 – 2000. Οι εταιρείες που συμμετείχαν στην έρευνα ήταν όλες οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Βομβάης (Bombay Stock Exchange – BSE). Ο BSE έχει τον μεγαλύτερο αριθμό ντόπιων εισηγμένων εταιρειών στον κόσμο μετά από το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE) και περισσότερες από όσες είναι εισηγμένες στα Χρηματιστήρια του Λονδίνου και του Τόκιο. Από το δείγμα έχουν εξαιρεθεί οι δημόσιες επιχειρήσεις, διότι η μερισματική τους πολιτική εξαρτάται από έναν μεγάλο αριθμό άλλων κοινωνικών υποχρεώσεων, οι οποίες είναι δύσκολο να υπολογιστούν. Επίσης έχουν εξαιρεθεί από το δείγμα όλες οι χρηματοοικονομικές εταιρείες, καθώς η απόφασή τους για τη μερισματική πολιτική επηρεάζεται από πολλές εξωτερικές δυνάμεις. Τέλος, θα πρέπει να αναφερθεί ότι στο δείγμα μετέχουν εταιρείες οι οποίες είχαν διαθέσιμα στοιχεία σχετικά με τα μερίσματα που έχουν διανεμίσει για τουλάχιστον δύο συνεχόμενα έτη. Έτσι, το δείγμα αποτελείται από 2.575 εταιρείες και 5.224 παρατηρήσεις. Για κάθε

εταιρεία έχουν συλλεχθεί τα εξής στοιχεία: α) έσοδα, β) μικτές πωλήσεις, γ) σύνολο ενεργητικού και δ) δείκτης χρέους – Ιδίων Κεφαλαίων. Τα μοντέλα που έχουν χρησιμοποιηθεί για την ανάλυση των δεδομένων είναι τα εξής: α). Full Adjustment Model (FAM), β). Partial Adjustment Model (PAM), γ). Waud Model (WM), δ). Earnings Trend Model και τέλος ε). Modified Model of Firm Level Characteristics. Τα αποτελέσματα της έρευνας καταδεικνύουν ότι η ιδιοκτησία είναι μία από τις σημαντικές παραμέτρους που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική των εταιρειών σε αυτήν την αναδυόμενη οικονομία. Ωστόσο, η σχέση μεταξύ ιδιοκτησίας και μερισματικής πολιτικής είναι διαφορετική για διαφορετικές τάξεις ιδιοκτητών και σε διαφορετικά επίπεδα. Αυτό το αποτέλεσμα υπονοεί ότι η δομή της ιδιοκτησίας δεν επηρεάζει ομοιόμορφα την μερισματική πολιτική που ακολουθεί μία εταιρεία.

Μία ακόμη έρευνα για την Ινδία διεξήχθη από τον Anand (2004) σε ένα δείγμα 474 ιδιωτικών εταιρειών και 51 δημόσιων επιχειρήσεων, με βάση την κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Σκοπός της έρευνας ήταν να προσδιοριστούν οι παράγοντες εκείνοι οι οποίοι, βάσει των απόψεων των Προέδρων των εταιρειών, διαμορφώνουν την μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Οι ερωτήσεις που τέθηκαν ήταν οι εξής:1)Εστιάζετε περισσότερο σε απόλυτα επίπεδα μερισμάτων παρά σε αλλαγές στα μερίσματα,2)Οι αλλαγές στα μερίσματα ακολουθούν αλλαγές στα μακροχρόνια έσοδα,3).Η επιθυμία για ανάκληση των μερισμάτων αυξάνει στην περίπτωση που υπάρχουν ευκαιρίες ανάπτυξης,4).Θεωρείτε τα μερίσματα σε μετρητά ως κατάλοιπα έπειτα από τη χρηματοδότηση των επιθυμητών επενδύσεων μέσω των κερδών,5).Το ποσοστό των διανεμηθέντων μερισμάτων επηρεάζει την αγοραία αξία της εταιρείας,6).Η διανομή μερισμάτων παρέχει ένα είδος προειδοποίησης για τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρείας ,7).Υπάρχει διαφορά μεταξύ των αντιλαμβανόμενων κινδύνων των μερισμάτων και των διακρατηθέντων κερδών ,8).Υπάρχει αδιαφορία ανάμεσα στην λήψη μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών,9).Ανταποκρίνεστε στις προτιμήσεις των μετόχων όσον αφορά τα μερίσματα,10).Ένα πρόγραμμα επαναγοράς ιδίων μετοχών θα μπορούσε να αντικαταστήσει τις πληρωμές μερισμάτων της εταιρείας,11).Η εταιρεία υπόκειται στον έλεγχο των μετόχων ,12).Παρέχεται ένα δεσμευτικό μηχανισμό για να ενθαρρύνετε τους managers να ενεργήσουν με βάση το καλύτερο συμφέρον των μετόχων. Τα αποτελέσματα της έρευνας κατέδειξαν ότι: α) η διοίκηση των εταιρειών στην Ινδία πιστεύει ότι οι αποφάσεις σχετικά με τη μερισματική πολιτική είναι σημαντικές, καθώς παρέχουν ένα προειδοποιητικό μηχανισμό για της μελλοντικές

προοπτικές της εταιρείας και ως εκ τούτου, επηρεάζουν την αγοραία αξία της εταιρείας, β) η διοίκηση των εταιρειών στην Ινδία δίνει έμφαση στις προτιμήσεις των επενδυτών σχετικά με την επιθυμητή μερισματική πολιτική και το προφίλ των μετόχων όταν σχεδιάζει τη μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσει, γ) οι εταιρείες στην Ινδία θέτουν ένα συγκεκριμένο στόχο σχετικά με το επίπεδο των διανεμηθέντων μερισμάτων, αλλά επιθυμούν να πληρώσουν σταθερά μερίσματα καθώς η εταιρεία αναπτύσσεται. Κατά συνέπεια, η έρευνα του Anand (2004) κατέδειξε ότι η μερισματική πολιτική αποτελεί σημαντική παράμετρο των αποφάσεων των Προέδρων.

Σε μία προσπάθεια να καθοριστούν οι παράγοντες εκείνοι που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική που υιοθετούν οι εταιρείες, οι Ben Naceur et al. (2006) εξέτασαν ένα δείγμα 48 εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο της Τυνησίας για την περίοδο 1996 – 2002. Τα αποτελέσματα της έρευνας καταδεικνύουν ότι οι εταιρείες στην Τυνησία βασίζονται όχι μόνο στα τρέχοντα έσοδα αλλά και στα προηγούμενα διανεμηθέντα μερίσματα για να οργανώσουν τη μερισματική τους πολιτική. Παρόλα αυτά, η έρευνα αποδεικνύει ότι τα μερίσματα τείνουν να είναι περισσότερο ευαίσθητα στα τρέχοντα έσοδα παρά στα προηγούμενα μερίσματα. Πιο αναλυτικά, οι κερδοφόρες εταιρείες με περισσότερο σταθερά έσοδα μπορούν να ‘ανεχθούν’ μεγαλύτερες ελεύθερες ταμειακές ροές και για αυτό μπορούν να καταβάλλουν υψηλότερα μερίσματα. Επιπρόσθετα, αυτές οι εταιρείες διανέμουν μεγαλύτερα μερίσματα όταν αναπτύσσονται με ταχείς ρυθμούς. Παρόλα αυτά, τα αποτελέσματα παρείχαν ενδείξεις ότι αφενός η ρευστότητα της αγοράς μετοχών και το μέγεθος της επιχείρησης συνδέονται αρνητικά με τις καταβολές μερισμάτων και αφετέρου ότι το επίπεδο χρηματοοικονομικής μόχλευσης και η συγκέντρωση ιδιοκτησίας δεν επηρεάζουν την μερισματική πολιτική των εταιρειών.

Τέλος όσον αφορά την ελληνική κεφαλαιαγορά μια παρόμοια έρευνα η οποία εξετάζει την ιδιοκτησιακή δομή και την μερισματική πολιτική είναι εκείνη του Καραθανάση και της Χρυσανθοπούλου (2005). Στην συγκεκριμένη έρευνα μέσα από τα υποδείγματα της μερισματικής πολιτικής όπως εκείνο της πλήρους προσαρμογής, της μερικής προσαρμογής και το υπόδειγμα της τάσης κερδών τα οποία έχουν τροποποιηθεί με τέτοιο τρόπο ώστε να ενσωματώσουν παράγοντες που αντιπροσωπεύουν την ιδιοκτησιακή δομή από θεσμικούς επενδυτές και από τους διαχειριστές εξετάζεται κατά πόσο η κατοχή μετοχών από θεσμικούς επενδυτές και

των διοικητικών στελεχών επηρέασε την μερισματική πολιτική των εταιρειών. Το δείγμα αποτελείται από 55 εταιρίες εισηγμένες στο Χ.Α.Α. για την περίοδο 1996-1998. Η μέθοδος που ακολουθήθηκε στηρίζεται σε μια σειρά από υποθέσεις που έγιναν σχετικά με τις ιδιότητες των χρονοσειρών (time-series) και της διατομής σε μη παρατηρήσιμα αποτελέσματα (cross-section) καθώς επίσης και στις κατάλληλες τεχνικές εκτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν. Τα εμπειρικά ευρήματα φαίνεται να είναι, σύμφωνα με την υπόθεση της αποτελεσματικής παρακολούθησης (efficient-monitoring hypothesis) και συσχετίζεται θετικά σημαντικά με την μερισματική πολιτική η παρουσία μεγάλων ομάδων θεσμικών επενδυτών οι οποίοι αναλαμβάνουν την παρακολούθηση και την ανάληψη κόστους για τις επιχειρήσεις τους (Shleifer και Vishny, 1986), ενώ παράλληλα υπάρχει αρνητική σημαντική συσχέτιση με την μερισματική πολιτική και το ποσοστό των μετοχών που κατέχουν οι διαχειριστές και απορρίπτει την εναλλακτική υπόθεση της στρατηγικής ευθυγράμμισης των επιλογών των μετόχων με εκείνες των διαχειριστών .

3.2 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΑΝΕΞΑΡΤΗΣΙΑΣ ΤΟΥ Δ.Σ.

Είδαμε πρωτίτερα ότι η μερισματική πολιτική αποτελεί έναν μηχανισμό μείωσης του κόστους αντιπροσώπευσης. Το πρόβλημα του κόστους αντιπροσώπευσης μειώνεται όταν υπάρχει ανεξαρτησία ιδιοκτησίας και ελέγχου, ήτοι όταν το Δ.Σ. είναι ανεξάρτητο (Hope et al., 2012). Επίσης, αναφέρθηκε σε προηγούμενη ενότητα ότι αν η παρακολούθηση του management από το Δ.Σ. δεν είναι επαρκής, τότε καταβάλλονται υψηλότερα μερίσματα (Farinha, 2003). Υποθέτουμε ότι αυτό μπορεί να συμβεί και στην περίπτωση που το Δ.Σ. είναι ανεξάρτητο από το management της εταιρείας, δηλαδή όταν υπάρχει ανεξαρτησία Δ.Σ. και διευθυντή της εταιρείας.

Θετική σχέση μεταξύ της managerial ιδιοκτησίας και της μερισματικής πολιτικής βρέθηκε και από τους (Ali Shah et al., 2011), όπως επίσης και ότι το επίπεδο των μερισμάτων είναι μεγαλύτερο όταν η παρουσία του ιδιοκτήτη είναι αυξημένη στο Δ.Σ. Πιο αναλυτικά, οι ερευνητές εξέτασαν ένα δείγμα πακιστανικών εταιρειών που είναι

εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Karachi για την περίοδο 2002 – 2006. Το μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε είναι το Common Effect Model. Οι ερευνητές αναφέρουν ότι στις ανεπτυγμένες οικονομίες, όπου η ιδιοκτησία ποικίλει, η δύναμη της αγοράς τονίζει στους managers την αναγκαιότητα για διανομή κερδών ώστε να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις των επενδυτών. Οι μικροί μέτοχοι δεν έχουν αρκετή δύναμη ώστε να έχουν τον έλεγχο σχετικά με τις καταβολές μερισμάτων. Η έρευνα των Ali Shah et al. (2011) εξέτασε την επίδραση της ιδιοκτησίας στη μερισματική πολιτική ως μία βασική παράμετρος της εταιρικής διακυβέρνησης. Το βασικό αποτέλεσμα της έρευνας αυτής ήταν ότι η managerial ιδιοκτησία έχει ένα πιο ορατό και πιο σημαντικό αντίκτυπο στην μερισματική πολιτική, από ότι η ιδιοκτησία της εταιρείας από τους θεσμικούς επενδυτές.

Σε αυτό το πλαίσιο, η έρευνα των Pindado et al. (2011) κατέδειξε ότι στην περίπτωση που η οικογένεια έχει ένα μεγάλο πακέτο μετοχών της εταιρείας, τότε αυτό δίνει τη δυνατότητα στους managers να διανέμουν ένα μεγαλύτερο ποσοστό των κερδών της επιχείρησης σε μορφή μερισμάτων, αλλά και ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις επιδιώκουν τη διανομή μεγαλύτερων μερισμάτων. Έτσι, εταιρείες που ελέγχονται από οικογένειες, όπου ο ιδιοκτήτης και ο manager ταυτίζονται, παρουσιάζουν μεγαλύτερη τάση για διανομή μερισμάτων (Wällgren, 2006).

Οι Kowalewski et al. (2010) εξέτασαν ένα δείγμα 217 εταιρειών στην αναδυόμενη οικονομία της Πολωνίας για την περίοδο 1997 – 2005, προκειμένου να διαπιστώσουν το ρόλο της ανάμιξης της οικογένειας στην ιδιοκτησία μίας εταιρείας. Το γενικό συμπέρασμα στο οποίο κατέληξε η έρευνα ήταν ότι η ανάμιξη της οικογένειας στην ιδιοκτησία μίας εταιρείας σχετίζεται θετικά με την χρηματοοικονομική επίδοση αυτής της εταιρείας. Σύμφωνα με τους Kowalewski et al. (2010), παλαιότερες εμπειρικές έρευνες που έχουν γίνει δεν παρέχουν μία συγκεκριμένη απάντηση ως προς το αν οι οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν καλύτερη χρηματοοικονομική απόδοση από τις μη οικογενειακές. Παρόλα αυτά, η γενική εικόνα είναι ότι υπάρχει μία θετική σχέση μεταξύ αυτών των δύο, η οποία αποδίδεται περισσότερο στην ύπαρξη του κόστους αντιπροσώπευσης, κάτι το οποίο απορρέει, όπως ήδη έχει αναλυθεί, από τους διαφορετικούς στόχους των διαφόρων στελεχών της εταιρείας. Το φαινόμενο αυτό, όπως υποστηρίζουν οι συγγραφείς, είναι ορατό κυρίως σε χώρες με ασθενή συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, όπως για παράδειγμα στη Χιλή, όπου βρέθηκε μία θετική

επίδραση της οικογενειακής ιδιοκτησίας και της απόδοσης των εταιρειών Martínez et al. (2007), αλλά και στην περίπτωση που η προστασία των μικρών επενδυτών είναι αδύναμη Burkart et al. (2003).

Μία επιπλέον πιθανή εξήγηση για αυτή τη θετική σχέση μεταξύ οικογενειακής ιδιοκτησιακής δομής και οικονομικής εταιρικής απόδοσης εκτός από τη θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης είναι και το γεγονός ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν πιο φθηνή πρόσβαση σε κεφάλαια, διατηρούν περισσότερο στενές και μακροχρόνιες σχέσεις με τους πελάτες τους και εστιάζουν στην διατήρηση της επιχείρησης για όσο το δυνατόν περισσότερο. Ένα επίσης σημαντικό σημείο σε αυτή τη σχέση είναι και το γεγονός ότι ο Πρόεδρος, ο οποίος είναι μέλος της οικογένειας, συνήθως είναι εκείνος που έχει ιδρύσει και την εταιρεία. Στην περίπτωση των οικογενειακών επιχειρήσεων στην Πολωνία που εξέτασαν οι Kowalewski et al. (2010), η διοίκηση από μέρους της οικογένειας είναι εξαιρετικά ωφέλιμη, καθώς κυριαρχεί ο αλτρουισμός σε όλα τα στάδια της ίδρυσης και συνέχισης της επιχείρησης.

Οι Mehrani et al. (2011) αναφέρουν ότι τα μερίσματα μειώνονται όσο αυξάνεται η δύναμη των ιδιοκτητών – managers, ενώ είναι σχεδόν μηδενική όταν οι ιδιοκτήτες – managers έχουν τον απόλυτο έλεγχο της εταιρείας, ενώ είναι πάντα θετική όταν οι εταιρείες ελέγχονται από θεσμικούς μετόχους. Οι Stouratis και Wu (2004) κατέδειξαν σε μελέτη τους σε εταιρείες της Ιαπωνίας ότι ο αντίκτυπος της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας στον manager στην απόδοση των μερισμάτων είναι θετικός, ιδίως στην περίπτωση των εταιρειών με χαμηλή ανάπτυξη, κάτι το οποίο αντιτίθεται στην άποψη που θέλει ότι η managerial ιδιοκτησία μειώνει την ανάγκη για τη χρησιμοποίηση του μηχανισμού των μερισμάτων. Μία πιθανή εξήγηση αυτού του φαινομένου είναι ότι η αποζημίωση των managers σχετίζεται με το ποσό των μερισμάτων. Σε διαφορούμενα αποτελέσματα κατέληξε επίσης και η έρευνα του Homler (2011). Ωστόσο, ο ερευνητής βρήκε σε έρευνά του σε εταιρείες της Ολλανδίας ότι όταν οι managers και οι μη θεσμικοί επενδυτές κατέχουν μεγαλύτερο ποσοστό μετοχών, τότε τα μερίσματα είναι χαμηλότερα. Σε έρευνα σε εταιρείες στην Τυνησία βρέθηκε ότι υπάρχει μία στατιστικά σημαντική αρνητική συσχέτιση μεταξύ της ιδιοκτησίας από θεσμικούς επενδυτές και του επιπέδου μερισμάτων που διανέμονται στους μετόχους (Kouki και Guizani, 2009).

Σε άλλη τους έρευνα, οι Kowalewski et al. (2008) εξέτασαν το βαθμό στον οποίο η εταιρική διακυβέρνηση και η ιδιοκτησιακή δομή επηρεάζουν και / ή καθορίζουν τη μερισματική πολιτική των εταιρειών στην Πολωνία. Στην έρευνα εξετάστηκαν 110 μη χρηματοοικονομικές εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Βαρσοβίας (WSE) για την περίοδο 1998 – 2004. Για τη μέτρηση της εταιρικής διακυβέρνησης χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης Transparency Disclosure Index. Τα αποτελέσματα της έρευνας των Kowalewski et al. (2007) καταδεικνύουν ότι τόσο η ιδιοκτησία, όσο και η ενίσχυση των προτύπων – κανόνων στην εταιρική διακυβέρνηση έχουν στατιστικά σημαντική συσχέτιση με την αύξηση στα διανεμηθέντα μερίσματα.

Το ενδιαφέρον για τη μελέτη σε εταιρείες της Πολωνίας πηγάζει από το διαφορετικό καθεστώς που έχουν σχετικά με την ιδιοκτησιακή τους δομή. Όπως αναφέρουν οι Kowalewski et al. (2007), στις αναπτυσσόμενες οικονομίες μία εταιρεία αποφασίζει να εισαχθεί στο Χρηματιστήριο όταν έχει αναπτυχθεί σε μέγεθος και χρειάζεται επιπλέον κεφάλαια για να μεγαλώσει περαιτέρω. Στην περίπτωση αυτή, η ιδιοκτησία της εταιρείας γίνεται περισσότερο διάχυτη και περνά από έναν και μόνο ιδιοκτήτη ή την οικογένεια σε άλλους επενδυτές. Προκειμένου να προσελκύσουν επενδυτές, οι οικογενειακές επιχειρήσεις έπρεπε να δυναμώσουν τα πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης, έτσι ώστε να παράσχουν προστασία στα ενδιαφέροντα των νέων μετόχων. Ωστόσο, αυτή η τάση είναι σχετικά νέα στην περίπτωση των μεταβατικών χωρών, όπως είναι η Πολωνία. Όπως σημειώνουν οι ερευνητές, μέχρι πρόσφατα η είσοδος των εταιρειών στο Χρηματιστήριο και η δημιουργία αγοράς μετοχών σχετιζόταν κυρίως με τη διαδικασία ιδιωτικοποίησης των μέχρι πρότινος κρατικών επιχειρήσεων, όπου η ιδιοκτησία των εταιρειών περνούσε στα χέρια ντόπιων και ξένων επενδυτών. Σε αυτήν την περίοδο, το νομικό καθεστώς σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση ήταν σχεδόν ανύπαρκτο, με αποτέλεσμα οι μέτοχοι να είναι σε κίνδυνο. Επί παραδείγματι, στην Πολωνία το Χρηματιστήριο της Βαρσοβίας ξεκίνησε να εφαρμόζει κανόνες για την εταιρική διακυβέρνηση μόλις το 2001. Ο πρώτος Κώδικας παρουσιάστηκε το φθινόπωρο του 2002, ενώ τον Αύγουστο του 2006, 263 από τις 268 εταιρείες δήλωσαν ότι ακολουθούν τους κανόνες αυτούς. Ωστόσο, το πρόβλημα ήταν ότι πολλές από τις εταιρείες ακολουθούσαν μόνο ορισμένους από τους κανόνες αυτού του Κώδικα. Σε κάθε περίπτωση, η προαναφερθείσα κατάσταση οδήγησε σε διασπορά του ενεργητικού πολλών επιχειρήσεων, η οποία με τη σειρά της, ωστόσο, είχε ως συνέπεια να γίνει η ιδιοκτησία πολύ συγκεντρωτική στην Πολωνία, κυρίως ως απόρροια των ξένων επενδύσεων. Για τους παραπάνω λόγους, μία έρευνα σχετικά με τη

σχέση της μερισματικής πολιτικής και της εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί ένα εξαιρετικά ενδιαφέρον θέμα προς μελέτη.

Επί της ουσίας, οι ερευνητές απέδειξαν ότι όταν οι μέτοχοι έχουν περισσότερα δικαιώματα, μπορούν να χρησιμοποιήσουν τη δύναμη που έχουν για να επηρεάσουν τη μερισματική πολιτική που ακολουθεί μία εταιρεία. Επίσης, η έρευνα κατέδειξε ότι οι μεγάλες εταιρείες και οι πιο κερδοφόρες, οι οποίες δεν παρουσιάζουν καλές επενδυτικές ευκαιρίες, πληρώνουν περισσότερα μερίσματα. Το αποτέλεσμα αυτό δεν έρχεται σε αντίθεση με την υπόθεση του Jensen (1986) σχετικά με το ρόλο των μερισμάτων στον έλεγχο του κόστους αντιπροσώπευσης των ελεύθερων ταμειακών ροών. Τέλος, τα αποτελέσματα της έρευνας δεν συνηγορούν υπέρ της θεωρίας του 'προειδοποιητικού μηχανισμού' (signaling theory). Εν κατακλείδι, οι Kowalewski et al. (2007) απέδειξαν ότι στην Πολωνία, όπου υπάρχουν υψηλές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης και, κατά συνέπεια, υψηλά δικαιώματα μετόχων, υπάρχουν υψηλά μερίσματα. Έτσι, παρατηρούμε ότι η εταιρική διακυβέρνηση σχετίζεται άμεσα με τη μερισματική πολιτική που ακολουθεί μία εταιρεία.

Η έρευνα των Canina et al. (2001) επικεντρώθηκε σε ξενοδοχειακές επιχειρήσεις . Η απόφαση που λαμβάνει μία εταιρεία σχετικά με το επίπεδο των κερδών που θα καταβάλει ως μερίσμα είναι μία από τις πιο σημαντικές χρηματοοικονομικές αποφάσεις ενός manager. Στην Αμερική, οι εταιρείες πληρώνουν σχεδόν το 50% του καθαρού τους εισοδήματος σε μερίσματα, ενώ μόνο οι ξενοδοχειακές επιχειρήσεις πληρώνει περίπου το 7% του καθαρού της εισοδήματος σε μορφή μερισμάτων (Canina et al., 2001). Πιο συγκεκριμένα, οι Canina et al. (2001) ανέλυσαν τους παράγοντες που εμπλέκονται στην απόφαση σχετικά με τη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων καταλύματος. Επιπλέον, εξέτασαν αν η αγορά αντιλαμβάνεται τις αλλαγές στα μερίσματα ως πληροφορίες σχετικά με την αξία της επιχείρησης. Το δείγμα της έρευνας αποτελείται από 32 επιχειρήσεις για την περίοδο 1976 – 1995. Σε έναν κόσμο που χαρακτηρίζεται από τις ασυμμετρίες στην πληροφόρηση μεταξύ διευθυντικών στελεχών και επενδυτών, οι πληρωμές μερισμάτων σε μετρητά μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τη μεταφορά πληροφοριών από την εταιρεία στους μετόχους αυτής. Για παράδειγμα, οι καταβολές μερισμάτων και οι αυξήσεις σε αυτές τις καταβολές μπορούν να μεταδώσουν στους επενδυτές την εμπιστοσύνη της διοίκησης ότι η επιχείρηση είναι αρκετά επικερδής προκειμένου να προβεί στη χρηματοδότηση επενδυτικών σχεδίων της και να

υποστηρίζει το νέο επίπεδο καταβολής του μερίσματος. Μια εναλλακτική εξήγηση είναι ότι οι καταβολές μερισμάτων και οι αυξήσεις αυτών μπορούν να μειώσουν το κόστος αντιπροσώπευσης μεταξύ των διαχειριστών της εταιρείας και των μετόχων, με αποτέλεσμα την αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Ως αποτέλεσμα των της καταβολής μερισμάτων σε μετρητά, οι managers δεν θα επενδύσουν σε σχέδια με αρνητική καθαρή παρούσα αξία. Ως εκ τούτου, η ανακοίνωση της έναρξης καταβολής ενός μερίσματος ή η αύξηση αυτού του μερίσματος θα πρέπει να συνδέεται με μία αύξηση των τιμών των μετοχών της εταιρείας.

Ο παρακάτω πίνακας συνοψίζει την πιο πάνω βιβλιογραφική επισκόπηση.

Πίνακας 1: Συνοπτικά Στοιχεία Βιβλιογραφικής Επισκόπησης.

Συγγραφέας	Δεδομένα/Μεθοδολογία	Μεταβλητές	Βασικά συμπεράσματα
Stouraitis και Wu (2004)	189 Ιαπωνικές εταιρείες για την περίοδο 1992 – 2000 /OLS.	α). Απόδοση μερισμάτων β). Managerial ιδιοκτησία γ). Ελεύθερες ταμειακές ροές	Όσο η συγκέντρωση ιδιοκτησίας αυξάνεται, τόσο μειώνεται το κόστος αντιπροσώπευσης και άρα διανέμονται λιγότερα μερίσματα
Hope et al. (2011)	Νορβηγικές εταιρείες για ένα χρόνο/Δείκτης Herfindahl /Γραμμική παλινδρόμηση.	α). Μερίσματα. β). Συγκέντρωση ιδιοκτησίας. γ). Σχέσεις Προέδρου και Δ.Σ.	Όσο η συγκέντρωση ιδιοκτησίας αυξάνεται, τόσο μειώνεται το κόστος αντιπροσώπευσης και άρα διανέμονται λιγότερα μερίσματα
Smit και Eije (2009)	221 Γερμανικές εταιρείες που είναι εισηγμένες στους DAX, MDAX, SDAX, / TecDax, και GEX για την περίοδο 2005 – 2008 /Γραμμική παλινδρόμηση.	α). Διανεμηθέντα μερίσματα σε μετρητά. β). Μερίσματα / κεφαλαιοποίηση αγοράς.	1. Το μέγεθος της ιδιοκτησίας δεν επηρεάζει την πιθανότητα να διανέμει η εταιρεία μερίσματα καθώς και το μέγεθος των μερισμάτων. 2. Στην περίπτωση των οικογενειακών επιχειρήσεων, τα μερίσματα δεν είναι τόσο υψηλά.
Pindado et al. (2011)	Εταιρείες σε εννέα χώρες της Ευρωζώνης/Γραμμική παλινδρόμηση.	α). Μερίσματα. β). Καθαρό εισόδημα. γ). Ποσοστό κερδών προς μέρισμα. δ). Χαρακτηριστικά εταιρείας (μέγεθος, χρέος, επενδύσεις, Tobin's Q, πωλήσεις)	Στην περίπτωση των οικογενειακών επιχειρήσεων, τα μερίσματα δεν είναι τόσο υψηλά
Mehrani et al. (2011)	427 εταιρείες εισηγμένες στο TSE (Τεχεράνη) για την περίοδο 2000 – 2007 /Γραμμική παλινδρόμηση.	α). Μέγεθος. β). Μόχλευση. γ). Ελεύθερες ταμειακές ροές. δ). Αγοραία / λογιστική αξία.	1. Θετική σχέση μεταξύ συγκεντρωτικής θεσμικής ιδιοκτησίας και διανομής μερισμάτων 2. Αρνητική σχέση μεταξύ της ιδιοκτησίας από μέλους του manager και των μερισμάτων
Ramli (2010)	245 εταιρείες στη Μαλαισία για την περίοδο 2002 – 2006 /Γραμμική παλινδρόμηση.	α). Ιδιοκτησία. β). Χρηματοοικονομικά στοιχεία από τη βάση δεδομένων OSIRIS.	Όταν το ποσοστό ιδιοκτησίας του μεγαλύτερου μετόχου αυξάνεται, τότε διανέμονται υψηλότερα μερίσματα

Συγγραφέας	Δεδομένα/Μεθοδολογία	Μεταβλητές	Βασικά συμπεράσματα
Kouki και Guizani (2009)	29 εταιρείες στην Τυνησία για την περίοδο 1995 – 2001 /Γραμμική παλινδρόμηση.	α).Μέρισμα ανά μετοχή. β).Ελεύθερες ταμειακές ροές. γ).Μέγεθος. δ).Αγοραία / λογιστική αξία. ε).Μόχλευση. στ).Ποσοστό που κατέχουν οι θεσμικοί επενδυτές. ζ).Ποσοστό που κατέχει το κράτος	Όσο αυξάνεται η ιδιοκτησία από τους πέντε μεγαλύτερους μετόχους, τόσο αυξάνονται και τα μερίσματα
Khan (2005)	330 αγγλικές εταιρείες για την περίοδο 1985 – 1997 /Γραμμική παλινδρόμηση.	Δεδομένα για την ιδιοκτησία (κατοχή μετοχών) από το CDA Spectrum.	Η παρουσία ενός βασικού μετόχου που κατέχει παραπάνω από το 10% των Ιδίων Κεφαλαίων σχετίζεται με χαμηλότερα μερίσματα
Wen και Jia (2010)	137 τραπεζικές εταιρείες χαρτοφυλακίου για την περίοδο 1993 – 2008.	α).Μερίσματα. β).Μακροπρόθεσμο χρέος. γ).Αριθμός κοινών μετοχών. δ).Σύνολο ενεργητικού. ε).Λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων.	Η απόδοση των μερισμάτων σχετίζεται αντίστροφα με την ιδιοκτησία από μέρους του Προέδρου της εταιρείας

Συγγραφέας	Δεδομένα/Μεθοδολογία	Μεταβλητές	Βασικά συμπεράσματα
Gedajlovic et al. (2005)	247 Ιαπωνικές κατασκευαστικές εταιρείες για την περίοδο 1996 – 1998/GLS.	α).Ιδιοκτησιακή δομή με βάση έξι διαφορετικές κατηγορίες ιδιοκτητών. β).ROA. γ).Ελεύθερες ταμειακές ροές. δ).Μέγεθος εταιρείας.	1.Η ιδιοκτησία από μέρους ξένων μετόχων, ασφαλιστικών ταμείων και χρηματοοικονομικών οργανισμών σχετίζεται με την καταβολή υψηλότερων μερισμάτων. 2.Η ιδιοκτησία μετοχών από εταιρείες επενδύσεων σχετίζεται αρνητικά με τα μερίσματα. 3.Το μέγεθος της ιδιοκτησίας από μέρους των συνδεδεμένων επιχειρήσεων σχετίζεται αρνητικά με τα επίπεδα μερισμάτων. 4.Το μέγεθος της ιδιοκτησίας από μέρους των χρηματοοικονομικών οργανισμών σχετίζεται θετικά με τα επίπεδα μερισμάτων.
Dalbor και Urneja (2007)	61 εστιατόρια της Αμερικής για την περίοδο 2002 – 2004/OLS.	α).Μερίσματα β).Δείκτης χρέους γ).Αριθμός μετόχων	1.Θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους της επιχείρησης και των μερισμάτων που διανέμονται. 2.Αρνητική συσχέτιση μεταξύ του συνολικού χρέους των εστιατορίων και της μερισματικής πολιτικής.

Συγγραφέας	Δεδομένα/Μεθοδολογία	Μεταβλητές	Βασικά συμπεράσματα
Kumar (2006)	2.575 κατασκευαστικές επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Βομβάης για την περίοδο 1994 – 2000/Full Adjustment Model (FAM), Partial Adjustment Model (PAM), Waud Model (WM), Earnings Trend Model ,Modified Model of Firm Level Characteristics.	α).Μερίσματα. β).Δείκτης χρέους / ίδια κεφάλαια. γ).Ανάπτυξη εσόδων. δ).Αύξηση πωλήσεων. ε).ROA. στ).ROE.	Θετική σχέση ιδιοκτησίας και μερισματικής πολιτικής, αλλά διαφορετική για διαφορετικές τάξεις ιδιοκτητών και σε διαφορετικά επίπεδα. Άρα, η δομή της ιδιοκτησίας δεν επηρεάζει ομοιόμορφα την μερισματική πολιτική
Anand (2004)	474 ιδιωτικές εταιρείες και 51 δημόσιες επιχειρήσεις./Ποιοτική έρευνα στους Προέδρους των εταιρειών.	Η έρευνα ρώτησε τους Οικονομικούς Διευθυντές να χαρακτηρίσουν την πεποίθηση της διοίκησης για την μερισματική πολιτική σε μια κλίμακα από -2 έως +2 (όπου -2 σημαίνει «σίγουρα δεν συμφωνώ», 0 σημαίνει "ούτε συμφωνώ, ούτε διαφωνώ » και +2 ," σίγουρα συμφωνώ ").	Η μερισματική πολιτική αποτελεί σημαντική παράμετρο των αποφάσεων των Προέδρων

Συγγραφέας	Δεδομένα/Μεθοδολογία	Μεταβλητές	Βασικά συμπεράσματα
Ben Naceur et al. (2006)	48 εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Τυνησίας για την περίοδο 1996 – 2002./Γραμμική παλινδρόμηση.	α). Απόδοση μερίσματος β). ROA γ). Αγοραία αξία ιδίων κεφαλαίων δ). Ετήσιο ποσοστό ανάπτυξης συνολικού ενεργητικού. ε). Αριθμός πλειοψηφικών μετόχων. στ). Συνολικό χρέος. ζ). Όγκος μετοχών στο TSE	1. Το μέγεθος της επιχείρησης συνδέεται αρνητικά με τις καταβολές μερισμάτων. 2. Η συγκέντρωση ιδιοκτησίας δεν επηρεάζει την μερισματική πολιτική των εταιρειών
Ali Shah et al. (2011)	Πακιστανικές εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Karachi για την περίοδο 2002 – 2006/Common effect model.	α). Μέγεθος εταιρείας. β). ROE. γ). Ποσοστό μετοχών που κατέχει το Δ.Σ.	1. Θετική σχέση μεταξύ της managerial ιδιοκτησίας και της μερισματικής πολιτικής. 2. Το επίπεδο των μερισμάτων είναι μεγαλύτερο όταν η παρουσία του ιδιοκτήτη είναι αυξημένη στο Δ.Σ.
Pindado et al. (2011)	Οικογενειακές επιχειρήσεις.	α). Μακροοικονομικά μεγέθη από το Main Economic Indicators του ΟΟΣΑ. β). Χρηματοοικονομικές πληροφορίες και πληροφορίες για μετοχές από τη βάση δεδομένων Worldscope. γ). Πληροφορίες για την ιδιοκτησιακή δομή από τη βάση δεδομένων που δημιούργησαν οι Faccio and Lang (2002).	Οι οικογενειακές επιχειρήσεις επιδιώκουν τη διανομή μεγαλύτερων μερισμάτων.

Συγγραφέας	Δεδομένα/Μεθοδολογία	Μεταβλητές	Βασικά συμπεράσματα
Kowalewski et al. (2008)	110 μη χρηματοοικονομικές εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Βαρσοβίας (WSE) για την περίοδο 1998 – 2004/Γραμμική παλινδρόμηση.	α).ROA. β).Tobin's Q.	Η ιδιοκτησία, όσο και η ενίσχυση των προτύπων – κανόνων στην εταιρική διακυβέρνηση έχουν στατιστικά σημαντική συσχέτιση με την αύξηση στα διανεμηθέντα μερίσματα
Kowalewski et al. (2010)	217 εταιρείες της Πολωνίας για την περίοδο 1997 – 2005/Δείκτης Transparency Disclosure Index.	α).ROA. β).ROE. γ).EBITDA. δ).Ποσοστό που κατέχουν οι μέτοχοι.	Οι οικογενειακές επιχειρήσεις επιδιώκουν τη διανομή μεγαλύτερων μερισμάτων
Homler (2011)	63 εταιρείες της Ολλανδίας/Γραμμική παλινδρόμηση / Βάση δεδομένων Compustat GLOBAL.	α).Μόχλευση. β).EBITDA. γ).ROE. δ).Πωλήσεις. ε).Έσοδα	Οι managers και οι μη θεσμικοί επενδυτές κατέχουν μεγαλύτερο ποσοστό μετοχών, τότε τα μερίσματα είναι χαμηλότερα
Canina et al. (2001)	32 αμερικάνικες επιχειρήσεις για την περίοδο 1976 – 1995/Γραμμική παλινδρόμηση.	α).Σύνολο ενεργητικού. β).Κεφαλαιακές δαπάνες. γ).Μακροπρόθεσμο χρέος. δ).Καθαρό εισόδημα. ε).Μερίσματα.	Οι καταβολές μερισμάτων και οι αυξήσεις σε αυτές τις καταβολές μπορούν να μεταδώσουν στους επενδυτές την εμπιστοσύνη της διοίκησης ότι η επιχείρηση είναι αρκετά επικερδής

Συγγραφέας	Δεδομένα/Μεθοδολογία	Μεταβλητές	Βασικά συμπεράσματα
Karathanassis et al.(2005)	55 ελληνικές επιχειρήσεις για την περίοδο 1996-1998/Γραμική παλινδρόμηση με χρονολογικές σειρές και ανάλυση πάνελ δεδομένων.	α). $E_t - E_{t-1}$ β). $(E_t - E_{t-1}) * INST$ γ). $(E_t - E_{t-1}) * INST_{t-1}$ δ). $(E_t - E_{t-1}) * MAN$ ε). $(E_t - E_{t-1}) * MAN_{t-1}$	1.Υπάρχει θετικά στατιστικά σημαντική σχέση ανάμεσα στο ποσοστό των μετοχών που κατέχουν οι θεσμικοί επενδυτές με την μερισματική πολιτική. 2.Υπάρχει αρνητικά στατιστικά ανάμεσα στο ποσοστό των μετοχών που κατέχουν τα διοικητικά στελέχη με την μερισματική πολιτική.

Πηγή: Τα παραπάνω δεδομένα αντλήθηκαν από τα επιστημονικά paper όπως παρατίθενται στην βιβλιογραφία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ.

Στο παρόν κεφαλαίο παρουσιάζεται ο σκοπός της έρευνας , καθώς και οι ερευνητικές υποθέσεις, οι οποίες προκύπτουν από την βιβλιογραφική επισκόπηση που έγινε στο προηγούμενο κεφάλαιο. Προσδιορίζεται το υπόδειγμα το οποίο χρησιμοποιήθηκε καθώς επίσης και οι μεταβλητές που εμπεριέχονται σε αυτό. Παρουσιάζονται εκτενέστατα το δείγμα της έρευνας και η προέλευση του και γίνεται επεξήγηση των μεταβλητών του μοντέλου. Επίσης παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας καθώς επίσης και σχετικός σχολιασμός των παραπάνω.

4.1 ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Στο πρώτο κεφάλαιο της παρούσας διπλωματικής εργασίας παρουσιάστηκε η έννοια της ιδιοκτησιακής δομής πως υπολογίζεται και πως κατηγοριοποιείται. Επιπλέον έγινε ανάλυση της εταιρικής διακυβέρνησης , καθώς επίσης και οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης που τέθηκαν από την Πράσινη Βίβλο. Επίσης γίνεται αναφορά στους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης που υπάρχουν στην Ελλάδα καθώς και οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης που τέθηκαν μετά την κρίση του 2008. Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται αναφορά για την έννοια της μερισματικής πολιτικής καθώς επίσης και τα είδη της. Επίσης παρουσιάζονται βάσει βιβλιογραφίας οι διάφορες θεωρίες μερισματικής πολιτικής. Στο τρίτο μέρος γίνεται η παρουσίαση της σχετικής βιβλιογραφικής επισκόπησης μέσα από διάφορες εμπειρικές μελέτες οι οποίες πραγματοποιήθηκαν σε διάφορες χώρες, και απαντούν στο ερώτημα κατά πόσο η συγκέντρωση ιδιοκτησίας και η ταύτιση του προέδρου με τον διευθύνοντα σύμβουλο επηρεάζει την μερισματική πολιτική των εταιρειών.

Ο σκοπός της παρούσας ενότητας είναι να απαντήσει στο ίδιο ερώτημα που έχει τεθεί και σε προηγούμενες μελέτες:

- I. Πως η συγκέντρωση ιδιοκτησίας επηρεάζει την μερισματική πολιτική των εισηγμένων εταιρειών
- II. Πώς η ταύτιση του προέδρου με τον διευθύνοντα σύμβουλο επηρεάζει την μερισματική πολιτική των εισηγμένων εταιρειών

Τα παραπάνω ερωτήματα τοποθετούνται χρονικά την περίοδο 2004-2008 και αφορούν εισηγμένες εταιρείες στο Χ.Α.Α. στην Ελλάδα. Οι ερευνητικές υποθέσεις οι οποίες διατυπώνονται στο παρόν κεφάλαιο και εξετάζονται εμπειρικά με στοιχεία από ελληνικές επιχειρήσεις έχουν ως εξής:

H₁: Όσο η συγκέντρωση ιδιοκτησίας αυξάνεται, τόσο τα μερίσματα μειώνονται.

H₂: Όσο η συγκέντρωση ιδιοκτησίας μειώνεται, τόσο τα μερίσματα αυξάνονται.

H₃: Όταν υπάρχουν ισχυρές σχέσεις μεταξύ του Προέδρου και του Δ.Σ. τότε τα μερίσματα μειώνονται.

H₄: Όταν δεν υπάρχουν ισχυρές σχέσεις μεταξύ του Προέδρου και του Δ.Σ. τότε τα μερίσματα αυξάνονται.

4.2 ΤΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Το δείγμα μας αποτελείται από 38 επιχειρήσεις από όλους τους κλάδους που έχουν εισαχθεί στο Χ.Α.Α. για την περίοδο 2004-2008 ήτοι 190 συνολικές παρατηρήσεις($n=38 \times T=5$). Η επιλογή του δείγματος έγινε σε σύνολο 284 επιχειρήσεων και τα στοιχεία αντλήθηκαν από την βάση ThomsonOne της Reuters (Wordscope) σύμφωνα με τις δημοσιευόμενες οικονομικές καταστάσεις τους και τις οικονομικές αναλύσεις με αριθμοδείκτες και βάσει των Δ.Λ.Π. Το τελικό δείγμα, προέκυψε ως εξής: Σε σύνολο 284 εισηγμένων επιχειρήσεων στην Κύρια και Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για την περίοδο 2004 - 2008 αφαιρέθηκαν οι 30 εταιρείες του κλάδου των Χρηματοπιστωτικών εταιρειών λόγω της χρήσης διαφορετικών οικονομικών καταστάσεων σε σχέση με βιομηχανικές ή εμπορικές επιχειρήσεις, οι οποίες θα προκαλούσαν σοβαρά προβλήματα στην προσπάθειά μας για την επίτευξη γενικευμένων αποτελεσμάτων. Επίσης αφαιρέθηκαν 183 εταιρείες από όλους τους κλάδους οι οποίες δεν μοίρασαν μέρισμα για πέντε συνεχόμενα έτη. Καταλήξαμε σε ένα σύνολο 71 εταιρειών από τις οποίες αφαιρέσαμε τις 33 επειδή παρουσίασαν ακραίες τιμές. Δηλαδή 18 εταιρείες που η μόχλευση ήταν 0 από 1-5 συνεχόμενα έτη και 15 εταιρείες που οι μελλοντικές δυνατότητες ανάπτυξης ήταν επίσης μηδενικές για την ίδια χρονική περίοδο. Τα ποσοστά των μετόχων καθώς επίσης και η σχέση προέδρου και Διευθύνοντα Συμβούλου προέρχονται από πληροφορίες μέσα από τις οικονομικές καταστάσεις.

Πίνακας 2: Επιλογής Δείγματος.

Εισηγμένες εταιρείες από το 2004-2008 στο Χ.Α.Α.	284
Κλάδος Χρηματοπιστωτικών	30
Εταιρείες οι οποίες δεν μοίρασαν για 5 συνεχόμενα έτη μέρισμα για την περίοδο 2004-2008. DIV=0	183
Σύνολο εταιρειών οι οποίες μοίρασαν μέρισμα συνεχόμενα για 5 έτη για την περίοδο 2004-2008.	71
Ακραίες τιμές	33
Μόχλευση για 1- 5 συνεχόμενα έτη=0 (LEV=0).	18
Μελλοντικές δυνατότητες ανάπτυξης για 1-5 συνεχόμενα έτη =0 (Tobins Q=0).	15
Σύνολο	38

Πηγή: Οικονομικά στοιχεία εταιρειών από την βάση Thomson One (Wordscope).

Παρακάτω παρατίθεται ο πίνακας των εταιρειών ανά κλάδο που εμπεριέχονται στην Thomson One και πόσες από αυτές επιλέχθηκαν ανά κλάδο στο δείγμα μας.

Πίνακας 3: Κατανομή εταιρειών δείγματος ανά κλάδο.

Εισηγμένες εταιρείες στο Χ.Α.Α. από το 2004-2008 για όλους τους κλάδους.		Τελικό δείγμα (2004-2008)
Κλάδος Βασικών Υλών	24	7
Κλάδος Καταναλωτικών Αγαθών	69	7
Κλάδος Καταναλωτικών Υπηρεσιών	38	6
Κλάδος Χρηματοπιστωτικών	30	0
Κλάδος Υγείας	10	1
Κλάδος Βιομηχανίας	77	13
Κλάδος Πετρελαίου & Αερίου	2	2
Κλάδος Τεχνολογία	26	0
Κλάδος Τηλεπικοινωνιών	2	0
Κλάδος επιχειρήσεων Κοινής Ωφέλειας	4	2
Σύνολο	282	38⁵

Πηγή: Οικονομικά στοιχεία εταιρειών από την βάση Thomson One (Wordscope).

⁵ Οι εταιρείες που αναφέρονται στον παραπάνω πίνακα είναι οι εξής : Mytilineos Holdings S.A., Diana Shipping Inc., Eker S.A., Elaktor S.A., Eltrack S.A., Petros Petropoulos S.A., Flexopack S.A., Frigoglass S.A., I.Kloukinas – I.Lappas S.A., Michaniki S.A., Piraeus Port Authority S.A., Titan Cement Company S.A., Viohalco, Alumil S.A., Crete Plastics S.A., Elastron S.A., S&B Industiral Minerals S.A., Biokarpet S.A., Coca-Cola S.A., Elve S.A., Jumbo S.A., Minerva S.A., Autohellas S.A., Intralot S.A., Gek Terna S.A., Iaso, Hellenic Petroleum S.A., Motor Oil S.A., Thessaloniki water and sewage company, Bitros Holdings S.A., Druckfarben S.A., F.G.Europe S.A., Heracles S.A., AS Company S.A., Attica Holdings S.A., Greek Organization of Football Prognosis, Lampsas Hellenic Hotels S.A. and Public Power Corporation S.A.

4.3 ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Η εξαρτημένη μεταβλητή του υποδείγματος είναι τα μερίσματα (Dividends – Div). Οι ανεξάρτητες μεταβλητές έχουν ως εξής:

Free Cash Flow – FCF (ελεύθερες ταμειακές ροές): είναι το ποσό των κεφαλαίων που είναι διαθέσιμο στους managers πριν από τις επενδυτικές αποφάσεις που λαμβάνουν. Η μεταβλητή αυτή επιλέχθηκε λόγω της υπόθεσης των ελεύθερων ταμειακών ροών του Jensen (1986), σύμφωνα με την οποία τα μερίσματα δίνονται προκειμένου να μειωθεί το κόστος αντιπροσώπευσης και προκειμένου να μειωθούν τα διαθέσιμα στους managers κεφάλαια, ώστε να μην επενδύσουν σε σχέδια με αρνητική καθαρά παρούσα αξία.

Leverage (μόχλευση): τα αποτελέσματα σχετικά με τον αντίκτυπο της μόχλευσης στη μερισματική πολιτική των εταιρειών είναι διφορούμενα, καθώς ορισμένες έρευνες καταδεικνύουν ότι η μόχλευση επηρεάζει τη μερισματική πολιτική των εισηγμένων εταιρειών (Lv και Wang, 1999), ενώ άλλες έρευνες συνηγορούσαν υπέρ της άποψης ότι το επίπεδο χρηματοοικονομικής μόχλευσης δεν επηρεάζει την μερισματική πολιτική των εταιρειών (Ben Naceur et al., 2006).

Future growth opportunities –Tobin's Q (μελλοντική δυνατότητα ανάπτυξης): μετριέται με τον δείκτη market to book value of equity(αγοραία τιμή μετοχής/λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων). Καθώς οι εταιρείες αποφεύγουν το κόστος συναλλαγών λόγω της εξωτερικής χρηματοδότησης και αποφασίζουν τη διακράτηση περισσότερων κερδών αν εμφανίζουν ευκαιρίες ανάπτυξης στο μέλλον, αναμένεται ότι θα υπάρχει μία αρνητική σχέση μεταξύ των μελλοντικών δυνατοτήτων ανάπτυξης των εταιρειών και της μερισματικής πολιτικής που ακολουθούν (Kouki και Guizani, 2009).

Size – lnSize (μέγεθος εταιρείας): όπως και στην περίπτωση της μόχλευσης, το μέγεθος της εταιρείας μπορεί να επηρεάζει τη μερισματική πολιτική των εισηγμένων εταιρειών σύμφωνα με τους Lv και Wang (1999; Al-Ajmi και Hussain, 2011), αλλά μπορεί και όχι σύμφωνα με τους Ben Naceur et al. (2006) και τους Smit και Eije (2009).

Roa (αποδοτικότητα ενεργητικού): σύμφωνα με τους Lee και Xiao (2003), η μερισματική πολιτική σχετίζεται θετικά με την ενίσχυση του ROA. Ο δείκτης ROA έχει χρησιμοποιηθεί ως μεταβλητή και σε άλλες μελέτες (Gedajlovic et al., 2005; Kumar, 2006; Ben Naceur et al., 2006; Kowalewski et al., 2008, 2010).

RoE (αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων): σύμφωνα με τους Lee και Xiao (2003), η μερισματική πολιτική σχετίζεται θετικά με την ενίσχυση του ROE, ιδίως την επόμενη

περίοδο, εφόσον σχετίζεται με την ανάπτυξη των μελλοντικών κερδών. Ο δείκτης ROE έχει χρησιμοποιηθεί ως μεταβλητή και σε άλλες μελέτες (Kumar, 2006; Kowalewski et al., 2008, 2010).

Ownership concentration (συγκέντρωση ιδιοκτησίας): υπολογίζεται ως το τετράγωνο του ποσοστού του πρώτου σε σειρά μετόχου που ορίζεται ως δείκτης συγκέντρωσης Herffeld. Τα αποτελέσματα προηγούμενων μελετών σχετικά με το κατά πόσο η συγκέντρωση ιδιοκτησίας επηρεάζει τη μερισματική πολιτική των εταιρειών είναι διφορούμενα. Παρόλο που ορισμένοι ερευνητές υποστηρίζουν βάση των αποτελεσμάτων των ερευνών τους ότι η μερισματική πολιτική δεν επηρεάζεται από τη συγκέντρωση ιδιοκτησίας (Ben Naceur et al., 2006; Ali Shah et al., 2011), η πλειοψηφία των ερευνών υποστηρίζει ότι η συγκέντρωση ιδιοκτησίας είναι από τους κυριότερους προσδιοριστικούς παράγοντες της μερισματικής πολιτικής των εταιρειών (Kumar, 2003; Khan, 2005; Wen και Jia, 2010; Mehrani et al., 2011).

Duality (δυναρχία): εκφράζει την ανεξαρτησία του προέδρου και των managers. Τα αποτελέσματα προηγούμενων ερευνών είναι επίσης διφορούμενα, καθώς ορισμένες μελέτες αναφέρουν ότι η ανεξαρτησία μεταξύ Προέδρου και Δ.Σ. επηρεάζουν αρνητικά την μερισματική πολιτική που ακολουθούν οι εταιρείες, (Kouki και Guizani, 2009; Mehrani et al., 2011), ενώ άλλες ότι την επηρεάζουν θετικά (Wällgren, 2006; Ali Shah et al., 2011). Είναι αναγκαίο να τονίσουμε ότι στην παρούσα έρευνα ο πρόεδρος ταυτίζεται με τον βασικό μέτοχο με βάση τις εταιρείες οι οποίες έχουν συμπεριληφθεί στο δείγμα μας καθώς επίσης και με βάση αποτελέσματα μελετών που έχουν γίνει στην Ελλάδα οι οποίες τεκμηριώνουν την ταύτιση προέδρου και μεγαλομετόχου. Το παραπάνω ικανοποιεί και το κανόνα του Jensen και Meckling (1976) και την θεωρία της αντιπροσώπευσης. Επιπλέον η απόφαση για την άσκηση μερισματικής πολιτικής άπτεται της Γ.Σ. του διοικητικού συμβουλίου και όχι της Γ.Σ. των μετόχων.

Στην παρούσα μελέτη ο πρόεδρος με τον διευθύνοντα σύμβουλο δεν ταυτίζονται ακόμα και αν υπάρχει συγγενική σχέση δεδομένου ότι δεν τεκμηριώνεται το παραπάνω από τις οικονομικές καταστάσεις. Δηλαδή για παράδειγμα δεν μπορούμε να τεκμηριώσουμε συγγενική σχέση Προέδρου που μπορεί να είναι θείος του Διευθύνοντα Συμβούλου που είναι ανιψιός μόνο από το επίθετο αν δεν τεκμηριώνεται εγγράφως και ο βαθμός συγγένειας. Άρα δίνουμε τιμή 1 αν ταυτίζεται ο διευθύνων σύμβουλος και ο πρόεδρος είναι το ίδιο πρόσωπο (δυναρχία) και 0 αν δεν ταυτίζεται.

Πίνακας 4 : Περιγραφή μεταβλητών

Ονομασία Μεταβλητών	Ερμηνεία	Υπολογισμοί
Free Cash Flow	Ελεύθερες Ταμιακές Ροές	Κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων – Επενδύσεις/Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων
Leverage	Μόχλευση	Μακροπρόθεσμα δάνεια/Σύνολο ιδίων Κεφαλαίων.
Tobin's Q	Tobin's Q (Μελλοντικές δυνατότητες ανάπτυξης).	Αγοραία τιμή εταιρείας/Λογιστική αξία Ιδίων κεφαλαίων.
InSize	Μέγεθος της επιχείρησης.	Λογάριθμος του Συνόλου του Ενεργητικού.
Roa	Return on Assets(Αποδοτικότητα Ενεργητικού).	Καθαρά Έσοδα/Σύνολο Ενεργητικού.
Roe	Return on Equity (Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων).	Καθαρά Έσοδα/Ιδια Κεφάλαια.
Own concentration	Συγκέντρωση Ιδιοκτησίας.	Δείκτης συγκέντρωσης Herfindahl $\Sigma=(\% \text{ ποσοστό βασικού μετόχου})^2$.
Duality	Ανεξαρτησία Προέδρου και Δ.Σ.	Ψευδομεταβλητή η οποία είναι ίση με το 1 εάν ταυτίζεται ο Πρόεδρος με τον Διευθύνοντα Σύμβουλο ή 0 εάν δεν ταυτίζεται.

4.4 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Κατά την διεξαγωγή εμπειρικών ερευνών όπου έχουμε μικρό-οικονομικά δεδομένα, υπάρχουν περιπτώσεις όπου ένα δείγμα αποτελείται από διαστρωματικά στοιχεία $i=1,2,3,\dots,n$, για χρονικές περιόδους t μεγαλύτερες από μία, $t=2,3,\dots,T$. Ένα set δεδομένων με αυτού του είδους τη δομή ονομάζεται panel data (συνδυασμός διαστρωματικών δεδομένων και χρονολογικών σειρών). Για την εφαρμογή ανάλυση δεδομένων πάνελ (panel data analysis), σε μία οικονομετρική ανάλυση είναι απαραίτητο να έχουν και στοιχεία συγκεκριμένη δομή, έτσι ώστε η μονάδα διαστρωμάτωσης (στην προκειμένη περίπτωση οι επιχειρήσεις) να συνδέεται με τη χρονική μονάδα στην οποία αναφέρεται.

Η χρησιμοποίηση ανάλυσης δεδομένων πάνελ, παρουσιάζει μία σειρά από πλεονεκτήματα σε σχέση με την χρήση μόνο διαστρωματικών δεδομένων. Περαιτέρω, τα panel data προσφέρουν μεγαλύτερη πληροφόρηση, μεγαλύτερη διακύμανση η οποία μπορεί να αξιοποιηθεί οικονομετρικά, μικρότερο βαθμό πολυσυγραμικότητας, περισσότερους βαθμούς ελευθερίας και μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα στις εκτιμήσεις (Hsiao, 2005).

Επειδή η φύση των διαθέσιμων στοιχείων για την έρευνα μας έχει διάρθρωση πάνελ δεδομένων (επιχειρήσεις $i=1,2,3,\dots,38$ και έτη $t=2004,2005,\dots,2008$), για τον λόγο αυτό η οικονομετρική ανάλυση των υποδειγμάτων μας θα γίνει με ανάλυση δεδομένων πάνελ. Στο πλαίσιο αυτό, χρησιμοποιούμε το παρακάτω βασικό υπόδειγμα (Αρβανίτης,2011) :

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

όπου :

Y_{it} = η παρατήρηση της μονάδας i της εξαρτημένης μεταβλητής 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_i = η μη παρατηρούμενοι παράγοντες που επηρεάζουν την εξαρτημένη μεταβλητή και οι οποίοι δεν μεταβάλλονται διαχρονικά.

u_{it} = ονομάζονται όροι σφάλματος ιδιαίτερων χαρακτηριστικών (idiosyncratic errors) ή διαταρακτικοί όροι ιδιαίτερων χαρακτηριστικών(idiosyncratic disturbances) ,για το λόγο ότι μεταβάλλονται ως προς το χρόνο t και το i .

Στη 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 μία σταθερή επίδραση (fixed effect). Επομένως, διακρίνονται οι εξής δύο περιπτώσεις :

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

Το υπόδειγμα Σταθερών Επιδράσεων (Fixed Effects Model) έχει την εξής μορφή :

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

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

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

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 διακύμανση των ανεξάρτητων μεταβλητών και των μη παρατηρούμενων παραγόντων που επηρεάζουν την εξαρτημένη μεταβλητή και οι οποίοι παραμένουν σταθεροί στο χρόνο είναι διάφοροι του μηδενός $\text{Cov}(c_i, X_{it}) = 0, t = 1, 2, \dots, T$. Στις εφαρμοσμένες μελέτες, όταν το c_i αναφέρεται για παράδειγμα ως μία "ατομική τυχαία επίδραση" ("individual random effect"), τότε μάλλον γίνεται η υπόθεση ότι το c_i είναι ασυσχέτιστο με το X_{it} .⁶

Στις μικρο-οικονομετρικές 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 παρατηρούμενων επεξηγηματικών μεταβλητών X_{it} . Επομένως, αν το c_i ονομάζεται μία ατομική σταθερή επίδραση (individual fixed effect) ή μία «εταιρική σταθερή επίδραση» (firm fixed effect), τότε για πρακτικούς λόγους, αυτή η ορολογία σημαίνει ότι το c_i συσχετίζεται με το X_{it} . Σε αντίθεση με το υπόδειγμα σταθερών επιδράσεων δεν προϋποθέτει κάτι τέτοιο αφού η σταθερή επίδραση δε συσχετίζεται με τις ερμηνευτικές μεταβλητές του υποδείγματος.

6 Στην παραδοσιακή προσέγγιση υποδειγμάτων εξατομικευμένων δεδομένων (panel data models), το c_i ονομαζόταν τυχαία επίδραση όταν αντιμετωπιζόταν ως τυχαία μεταβλητή, και "σταθερή επίδραση" όταν αντιμετωπιζόταν ως μία παράμετρος που θα εκτιμηθεί για κάθε διαστρωματική παρατήρηση i . Κατά τον Wooldridge, η απόδοση των όρων αυτών είναι λανθασμένη όταν πρόκειται για μικροοικονομικές εφαρμογές 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 $y_{i,t}$ και $X_{i,t}$. Αυτή η προσέγγιση είναι σίγουρα κατάλληλη όσον αφορά τις παραλείπόμενες μεταβλητές (omitted variables) ή την παραμελημένη ετερογένεια (heterogeneity).

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

$$\text{Div}_{it} = \alpha_i + b_{1i}\text{FreeCashFlow} + b_{2i}\text{Leverage} + b_{3i}\text{Tobin's} \\ Q + b_{4i}\text{Size} + b_{5i}\text{Roa} + b_{6i}\text{Roe} + b_{7i}\text{own_concentration} + b_{8i}\text{Duality} + \varepsilon \quad (4.4)$$

$$\text{Div}_{it} = \alpha_i + b_{1i}\text{FreeCashFlow} + b_{2i}\text{Leverage} + b_{3i}\text{Tobin's} \\ Q + b_{4i}\text{Size} + b_{5i}\text{Roa} + b_{7i}\text{own_concentration} + b_{8i}\text{Duality} + \varepsilon \quad (4.5)$$

$$\text{Div}_{it} = \alpha_i + b_{1i}\text{FreeCashFlow} + b_{2i}\text{Leverage} + b_{3i}\text{Tobin's} \\ Q + b_{4i}\text{Size} + b_{6i}\text{Roe} + b_{7i}\text{own_concentration} + b_{8i}\text{Duality} + \varepsilon \quad (4.6)$$

Αξίζει να αναφέρουμε, ότι το πρώτο υποδείγματα εκτιμήθηκε (Πίνακας 8), με τυχαίες και σταθερές επιδράσεις (Random & Fixed Effects) και με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων και την γενικευμένη μέθοδο (αντίστοιχα). Η επιλογή του καταλληλότερου υποδείματος (σταθερών ή τυχαίων επιδράσεων) έγινε σύμφωνα με την υπόδειξη του ελέγχου Hausman. Λόγω όμως προβλημάτων ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης, μετά την διενέργεια κατάλληλων ελέγχων (Πίνακας 8) Wald test & Wooldridge test), ως πιο κατάλληλη μέθοδος που μπορεί να χρησιμοποιηθεί είναι η παλινδρόμηση σταθερών επιδράσεων με χρήση Driscoll-Kraay (1995) τυπικά σφάλματα. Σε αυτές τις περιπτώσεις η κοινή μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων μπορεί να είναι στατιστικά ανεπαρκής ή ακόμα να μας δώσει παραπλανητικά συμπεράσματα.

4.5 ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ

Σκοπός της ενότητας αυτής, είναι η παρουσίαση των αποτελεσμάτων, τα οποία προκύπτουν από την εμπειρική μελέτη. Αρχικά γίνεται περιγραφική ανάλυση των μεταβλητών του δείγματος (βασικά περιγραφικά μέτρα και συσχέτιση). Στην συνέχεια παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων των υποδειγμάτων που εκτιμήθηκαν τόσο με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων και της γενικευμένης μεθόδου (σταθερών και τυχαίων επιδράσεων), όσο και με σταθερές επιδράσεις, χρησιμοποιώντας Driscoll και Kraay (1995) τυπικά σφάλματα.

Το μέγεθος του δείγματος μας συμβολίζεται με N και στην παρούσα μελέτη το N=38 και οι παρατηρήσεις μας συμβολίζονται με n και αφορούν μία πενταετία οπότε n= 38x5=190.

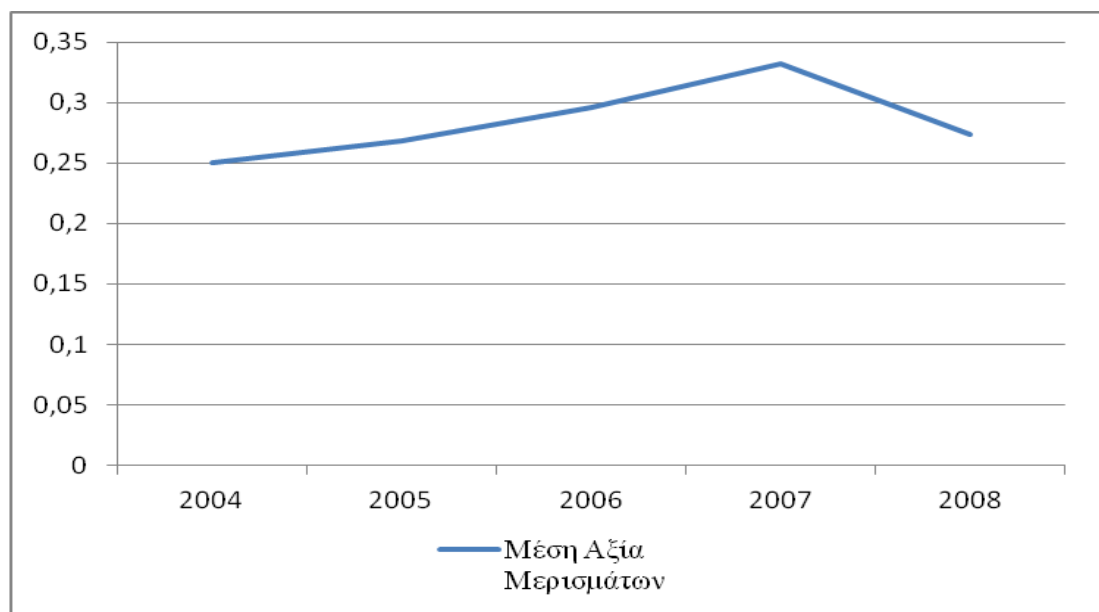
Αυτό που παρατηρούμε (Πίνακα 5) είναι ότι διανεμόμενα μερίσματα έχουν ένα εύρος 2,1750 (ελάχιστη τιμή: 0,250 και μέγιστη τιμή: 2,20), με μέσο όρο 0,28, που σημαίνει ότι οι εταιρείες παρουσιάζουν διακυμάνσεις όσον αφορά στα μερίσματα που καταβάλλουν στους μετόχους.

Πίνακας 5: Βασικά περιγραφικά μέτρα μεταβλητών.

	Μέρισμα. (Divident)	Ελεύθερες Ταμιακές Ροές. (Free Cash Flow)	Μόγλευση. (Leverage)	Μελλοντικές Δυνατότητες Ανάπτυξης (Tobins Q)	Μέγεθος (lnSize)	Απόδοση Ενεργητικού (Roa)	Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (Roe)	Συγκέντρωση Ιδιοκτησίας (Own concentration)	Δυναρχία (Duality)
Μέση Τιμή (Mean)	0.284	0.221	49.856	2.283	2.502	0.0896	0.180	0.169	0.310
Διάμεσος (Median)	0.140	0.164	37.975	1.418	2.421	0.062	0.111	0.105	0.000
Μέγιστη Τιμή (Maximum)	2.200	4.439	237.198	19.212	4.144	0.578	1.337	0.794	1.000
Ελάχιστη Τιμή (Minimum)	0.025	-1.075	0.0158	0.195	1.371	-0.017	-0.065	0.008	0.000
Τυπική Απόκλιση (Std. Dev.)	0.391	0.547	47.060	2.789	0.662	0.093	0.216	0.163	0.463
Εύρος (Range)	2.175	5.515	237.182	19.016	2.773	0.595	1.402	0.785	1.000
Διατομές (Cross sections)	38	38	38	38	38	38	38	38	38
Παρατηρήσεις (Observations)	190	190	190	190	190	190	190	190	190

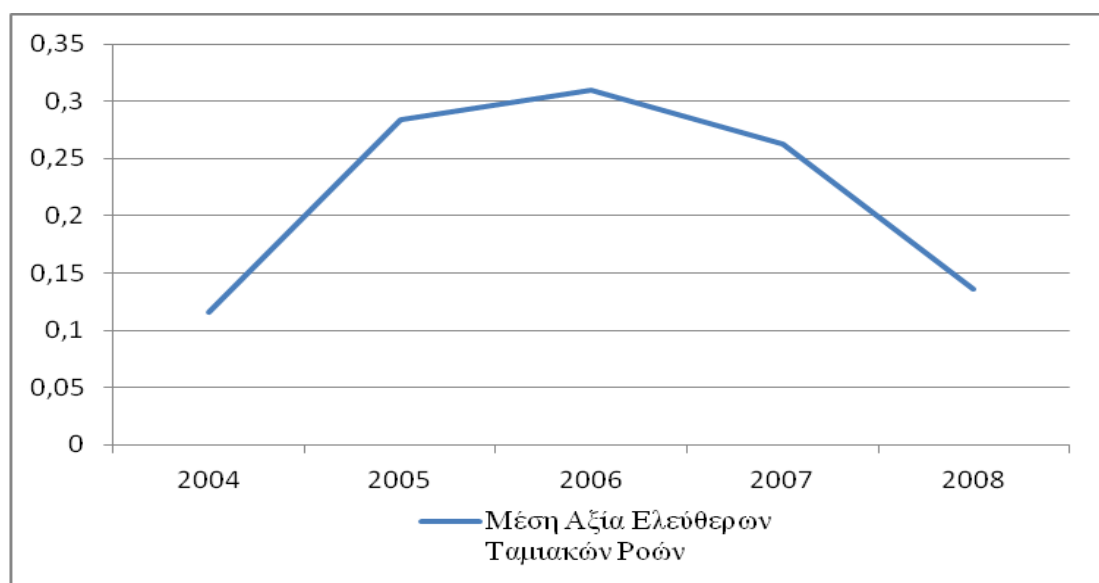
Θα ήταν πολύ χρήσιμο πέρα από τις συνολικές τιμές που παρουσιάζονται στον παραπάνω πίνακα για όλα τα έτη να δούμε και τις μέσες τιμές για τις μεταβλητές για κάθε χρόνο όπως διαμορφώθηκαν ,κάτι το οποίο θα μας βοηθήσει να βγάλουμε χρήσιμα συμπεράσματα για την διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής των εταιρειών του δείγματος.

Διάγραμμα 1: Διαχρονική εξέλιξη μέσης αξίας μερίσματος κατά την περίοδο 2004-2008.



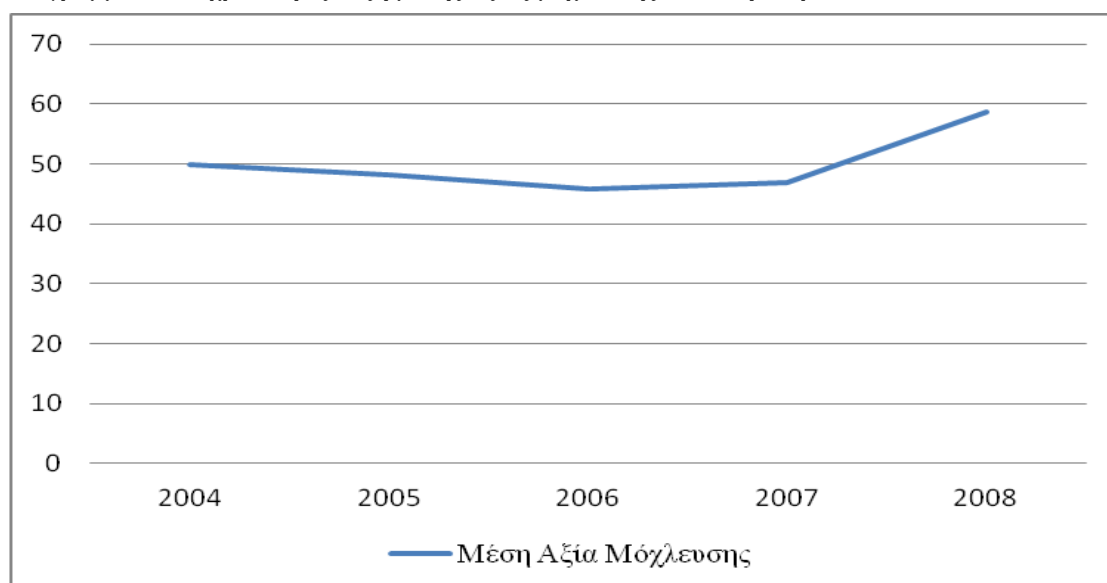
Όπως παρατηρούμε στο διάγραμμα 1 υπάρχει από το 2004 μία αυξητική τάση της μέσης αξίας των μερισμάτων από το 2004 έως το 2007 για τις εταιρείες του δείγματος μας. Το 2004 τα μερίσματα κατά μέσο όρο διαμορφώθηκαν στα 0.2497 € και έχουν μία σταθερή ανοδική πορεία έως και το 2007 όπου διαμορφώθηκαν στα 0.3323 €. Με το ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης παρατηρείται μία τεράστια μείωση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων και γι'αυτό οι εισηγμένες γίνονται περισσότερο συντηρητικές γνωρίζοντας ότι σε τέτοιες περιόδους η ύπαρξη ισχυρής ρευστότητας αποτελεί ισχυρό συγκριτικό πλεονέκτημα. Εξαιτίας των παραπάνω το 2008 παρατηρείται μία τεράστια πτώση στα 0.2734 €.

Διάγραμμα 2: Διαχρονική εξέλιξη μέσης αξίας ελεύθερων ταμιακών ροών κατά την περίοδο 2004-2008.



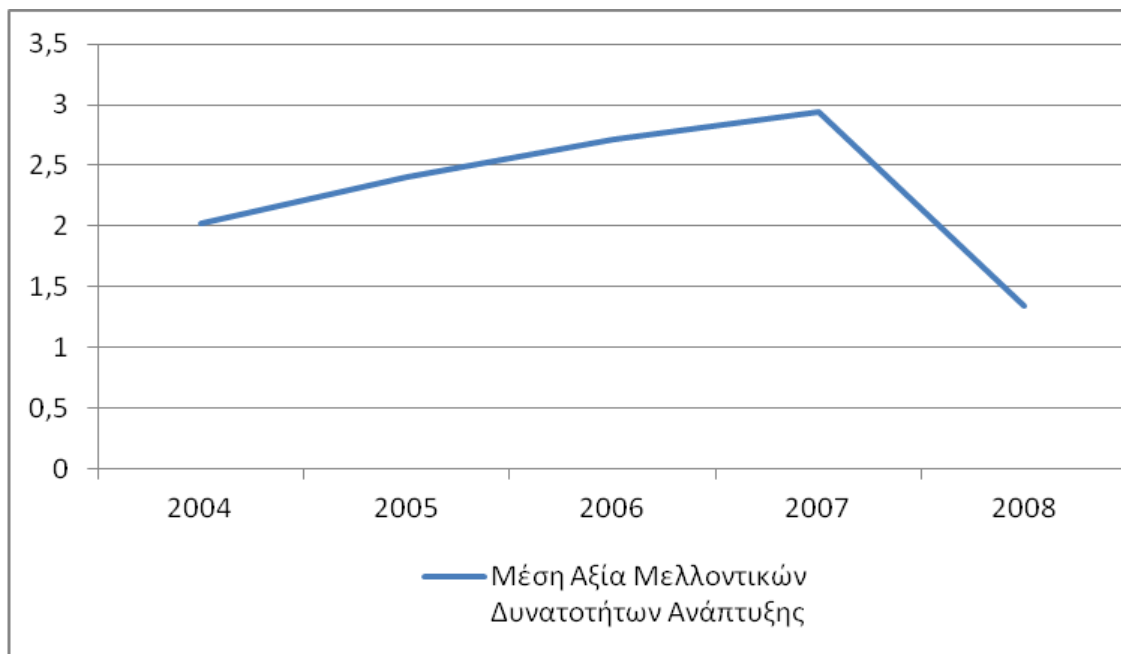
Σε ότι αφορά τις ταμιακές ροες παρατηρούμε στο διάγραμμα 2 μία αύξηση έως και το 2006. Συγκεκριμένα το 2004 της μέσης αξίας των ελευθερων ταμιακών ροών του δείγματος διαμορφώθηκαν στα 11,57% και το 2005 αυξήθηκε κατά 145% στα 28,37% λόγω της αύξησης του κέρδη προ φόρων και αποσβέσεων κατά ένα μεγάλο ποσοστό και έπιασε ουσιαστικά κορυφή το 2006 στο 30,93%. Απο το 2006 και μετά έχουμε μία συνεχή πτώση φτάνοντας το 2008 κοντά στα επίπεδα του 2004 στα 13,59% λόγω της αύξησης των δαπανών κεφαλαίου και του συνόλου του ενεργητικού. Δηλαδή έχουμε μία αύξηση των επενδύσεων για τα έτη 2007-2008.

Διάγραμμα 3: Διαχρονική εξέλιξη μέσης αξίας μόχλευσης κατά την περίοδο 2004-2008.



Σε ότι αφορά την μόχλευση παρατηρείται μία σταδιακή μείωση στο Διάγραμμα 3 έως το 2006 και μία μικρή αύξηση το 2007. Συγκεκριμένα το 2004 οι τιμές του δείκτη της μόχλευσης κατά μέσο όρο ήταν 49.82% και μειώθηκαν σταδιακά έως και το 2006 στα 45.74% λόγω του ότι πηγή χρηματοδότησης για την μερισματική πολιτική και τα επενδυτικά τους σχέδια αποτελούσαν οι ελευθερες ταμιακές ροές. Σταδιακά έχουμε μία αύξηση του δείκτη το 2007 στα 46.95% λόγω της αύξησης των μακροπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων για την χρηματοδότηση των επενδυτικών σχεδίων. Το 2008 παρατηρείται ραγδαία αύξηση του δείκτη κατά 24,94% στο επίπεδο του 58,66% λόγω της χρηματοδότησης των επενδυτικών σχεδίων και των μερισμάτων τους.

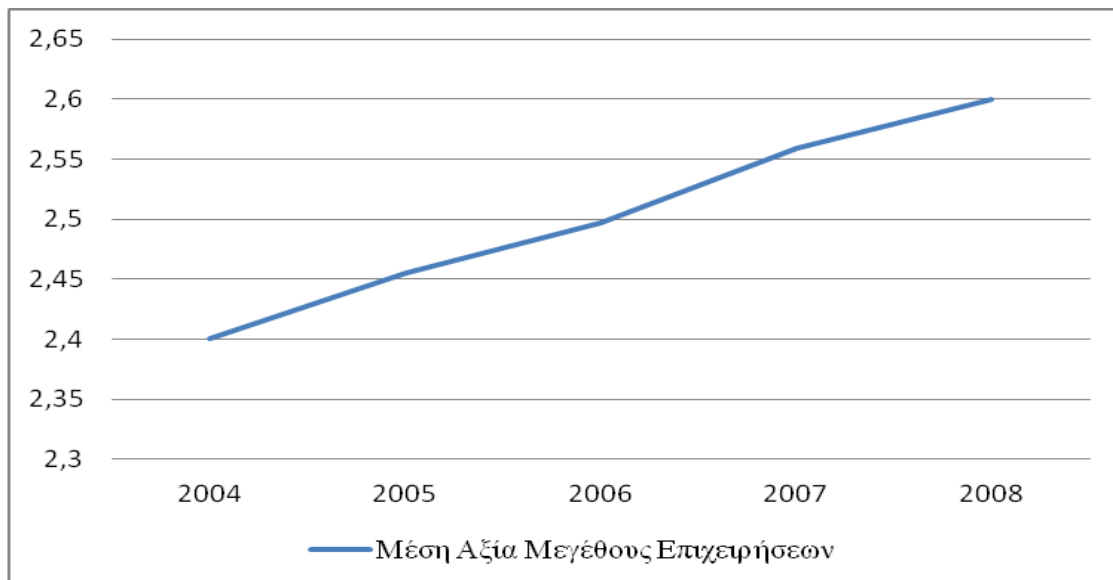
Διάγραμμα 4: Διαχρονική εξέλιξη μέσης αξίας μελλοντικών δυνατοτήτων ανάπτυξης κατά την περίοδο 2004-2008.



Στο Διάγραμμα 4 παρατηρούμε κατ' αρχήν ότι κατά την διάρκεια της πενταετίας από το 2004 έως το 2008 ο συγκεκριμένος δείκτης είναι πάνω από το 1 πράγμα που σημαίνει ότι η μετοχή της επιχείρησης είναι πιο ακριβή από την λογιστική της αξία, άρα είναι υπερτιμημένη. Αρχικά η τιμή του δείκτη διαμορφώνεται στα 2,02% το 2004 και κορυφώνεται στα 2,95% το 2007 λόγω της συνεχής αύξησης της τιμής της μετοχής της εταιρείας. Δεδομένου της έντονης επενδυτικής δραστηριότητας η οποία παρατηρήθηκε στις επιχειρήσεις του δείγματος το 2008 έχουμε μία μείωση της τιμής κατά 54,53% και την διαμόρφωση του στα 1,34% κάτω από τα επίπεδα του 2004. Η τεράστια πτώση της αγοραίας τιμής της μετοχής εξηγείται λόγω της πιθανής έκθεσης

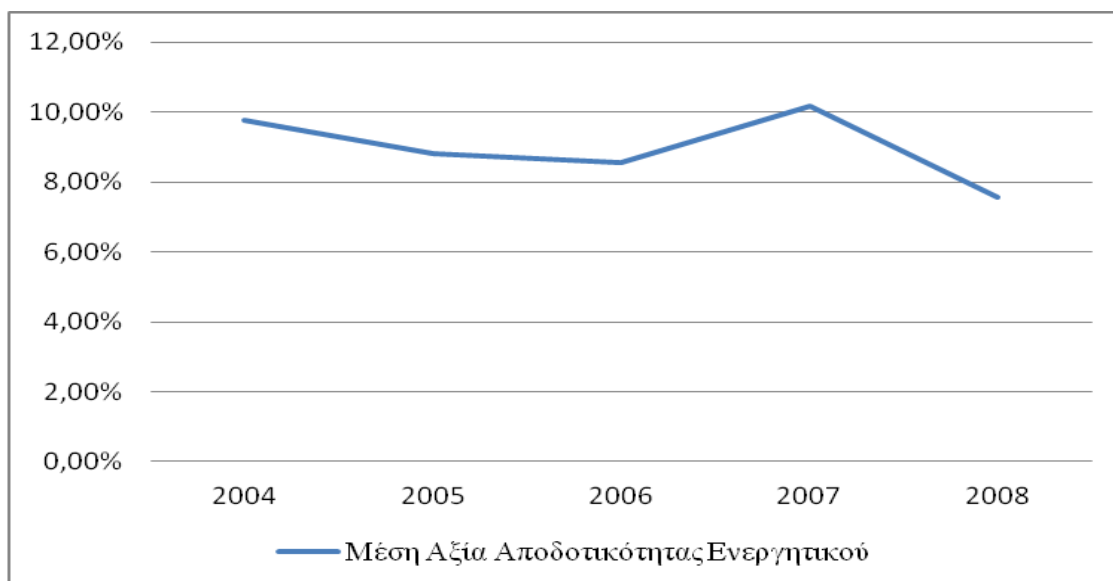
σε κίνδυνο των εισηγμένων εταιρειών στο Χ.Α.Α. σε υψηλές δανειακές υποχρεώσεις οι οποίες αναπτύχθηκαν το 2008.

Διάγραμμα 5: Διαχρονική εξέλιξη μέσης αξίας μεγέθους της επιχείρησης κατά την περίοδο 2004-2008.



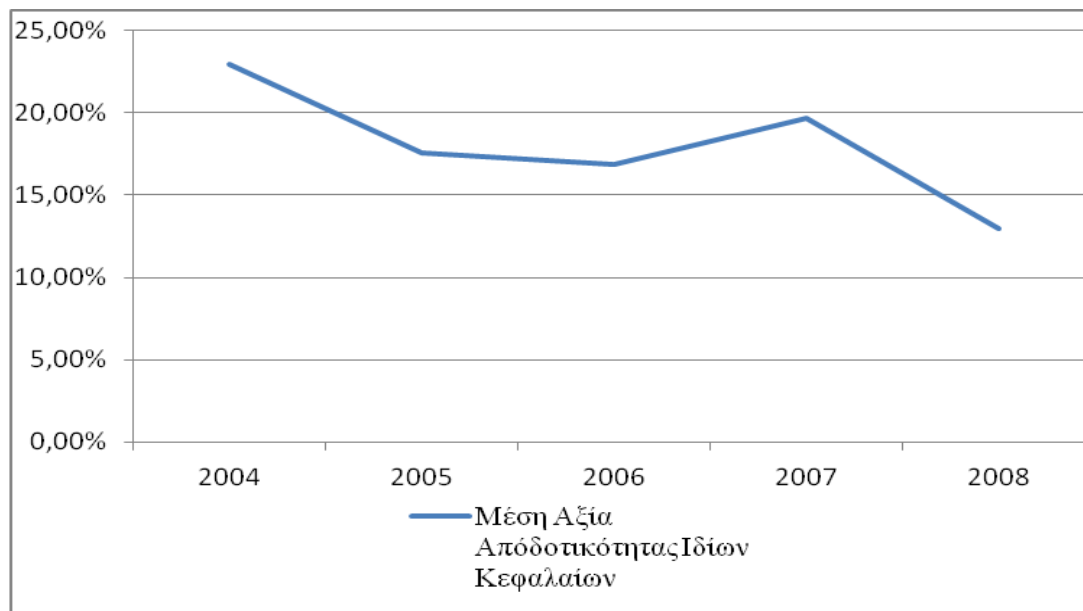
Στο διάγραμμα 5 παρατηρούμε μία συνεχόμενη αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης από το 2004 και μετά. Αυτό θεωρείται φυσιολογικό αφού οι επιχειρήσεις με βάση τα δεδομένα του δείγματος συνεχώς αυξάνουν το ενεργητικό τους με συνεχόμενες επενδύσεις.

Διάγραμμα 6: Διαχρονική εξέλιξη μέσης αξίας αποδοτικότητας του Ενεργητικού της επιχείρησης κατά την περίοδο 2004-2008.



Στο Διάγραμμα 6 παρατηρούμε την πορεία του ROA (Return on Assets) που είναι από τους πιο σημαντικούς δείκτες για την πορεία της επιχείρησης αφού μας δείχνει το ποσοστό των κερδών που προήλθε από τις επενδύσεις οι οποίες έγιναν. Παρατηρούμε ότι ο δείκτης αρχικά μειώνεται από 9,75% το 2004 μειώνεται στο 8,80 % το 2005 και στην συνέχεια στο 8,55 % το 2006. Η συνεχής πτώση του δείκτη οφείλεται στο γεγονός ότι η επιχείρηση επένδυσε σε πάγιο εξοπλισμό και σε αγορά πρώτων υλών καλύπτοντας έτσι τις λειτουργικές της ανάγκες κάτι το οποίο σημαίνει ότι οι συγκεκριμένες επενδύσεις δεν θα αποφέραν σύντομα κέρδη αλλά μακροπρόθεσμα. Το 2007 παρατηρείται μία αύξηση του συγκεκριμένου δείκτη στα 10,17% λόγω του ότι οι επιχειρήσεις του δείγματος μας επένδυσαν μεγάλο ποσό ρευστών διαθεσίμων σε βραχυπρόθεσμες επενδύσεις δηλαδή σε μετοχές και ομόλογα άμεσα ρευστοποιήσιμα τα οποία έδωσαν ποιο σύντομα κέρδη. Το 2008 σημειώνεται το χαμηλότερο της πενταετίας στα 7,56% λόγω της πτώσης των εσόδων των επιχειρήσεων δεδομένου ότι το ενεργητικό είναι αυξημένο σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια

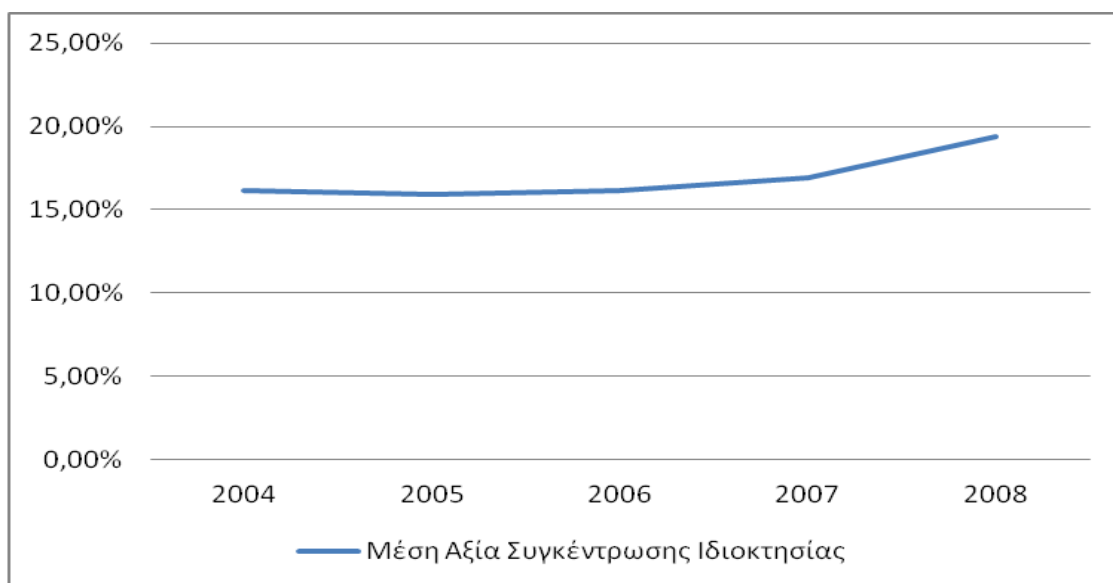
Διάγραμμα 7: Διαχρονική εξέλιξη μέσης αξίας αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων της επιχείρησης κατά την περίοδο 2004-2008.



Η καμπύλη του δείκτη της απόδοσης των Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) στο διάγραμμα 7 ακολουθεί για την πενταετία 2004-2008 την πορεία του δείκτη Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA) στο διάγραμμα 6. Αυτό είναι λογικό δεδομένου ότι ο ROE αποκαλύπτει το ποσό των καθαρών εσόδων που επιστρέφεται ως ποσοστό επί των ιδίων κεφαλαίων. Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων μετρά την αποδοτικότητα μιας

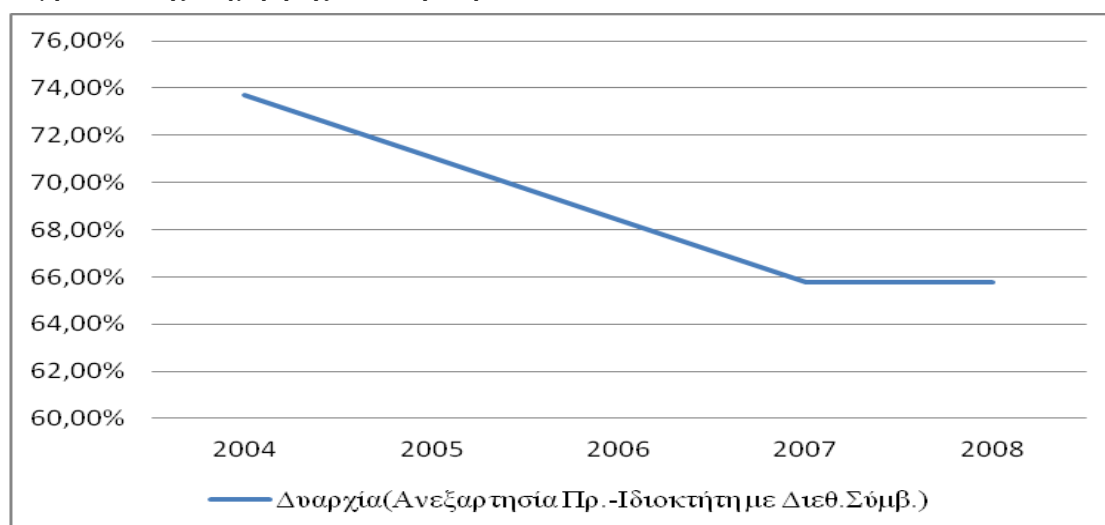
εταιρείας, αποκαλύπτοντας πόσο κέρδος η εταιρεία παράγει με τα χρήματα που οι μέτοχοι έχουν επενδύσει. Με βάση τα αποτελέσματα παρατηρούμε ότι το 2004 ξεκινά με 22,98% και έχει πτωτική πορεία όπως ο ROA για τους λόγους που αναφέραμε παραπάνω φτάνοντας το 2006 στο χαμηλότερο που είναι το 16,87%. Παρατηρείται αύξηση το 2007 στο 19,63% και στην συνέχεια πτώση στο 13%.

Διάγραμμα 8: Διαχρονική εξέλιξη μέσης αξίας συγκέντρωσης ιδιοκτησίας της επιχείρησης κατά την περίοδο 2004-2008.



Το διάγραμμα 8 παρουσιάζει ένα εξίσου σημαντικό δείκτη σε σχέση με τους προηγούμενους που είναι η συγκέντρωση ιδιοκτησίας. Παρατηρούμε ότι για μία τετραετία από το 2004-2007 η συγκέντρωση ιδιοκτησίας παραμένει στα ίδια επίπεδα με κάποιες μικρές αυξομειώσεις. Το 2007 παρατηρείται μια αύξηση του δείκτη από το 16,91% στα 19,42% το 2008 λόγω της μείωσης της τιμής της μετοχής και δίνοντας με αυτό τον τρόπο στους βασικούς μετόχους την δυνατότητα να αυξήσουν τα ποσοστά τους.

Διάγραμμα 9: Διαχρονική εξέλιξη όπου ο Πρόεδρος δεν ταυτίζεται με τον Διευθύνοντα Σύμβουλο της επιχείρησης κατά την περίοδο 2004-2008.



Στο διάγραμμα 9 απεικονίζεται σε πόσες από τις εταιρείες του δείγματός μας δεν ταυτίζεται ο Πρόεδρος με τον Διευθύνοντα Σύμβουλο. Παρατηρούμε ότι από το 2004 έως το 2008 έχουμε μία πτώση του ποσοστού από το 73,68% στο 65,79% αντίστροφα. Συμπερασματικά προκύπτει μία ολοένα και μεγαλύτερη συγκέντρωση εξουσίας στους ιδιοκτήτες των εισηγμένων προκειμένου να έχουν τον πλήρη έλεγχο της επιχείρησης και να κρίνουν εκείνοι αν θα μοιράσουν μέριμνα ή αν θα επενδύσουν μέσα στην επιχείρηση.

Παρακάτω θα μπορούμε στην διαδικασία να εξετάσουμε κατά πόσο οι ανεξάρτητες μεταβλητές συσχετίζονται μεταξύ τους. Ο πίνακας συσχετίσεων (Δ.Λέκα,2007) είναι ο πίνακας που περιέχει σαν στοιχεία του τους συντελεστές συσχέτισης του Pearson για κάθε ζευγάρι μεταβλητών. Ο συντελεστής συσχέτισης του Pearson μετράει μόνο γραμμική συσχέτιση ανάμεσα στις μεταβλητές και επομένως δεν μπορεί να μας δώσει πληροφορία για άλλης μορφής συσχέτιση. Είναι επίσης κατάλληλος μόνο για ζεύγη ποσοτικών μεταβλητών

Σύμφωνα με τον πίνακα 6 ο δείκτης Μελλοντικές δυνατότητες ανάπτυξης (Tobins Q) παρουσιάζει ισχυρή θετική συσχέτιση με τον δείκτη ROA κατά 0.744 και ισχυρή θετική συσχέτιση με τον δείκτη ROE κατά 0.74. Ιδιαίτερη προσοχή πρέπει να δοθεί στο γεγονός ότι υπάρχει μία ισχυρή θετική συσχέτιση του ROA με τον ROE κατά 0.944626 που οδηγεί σε πρόβλημα πολυσυγραμμικότητας των δύο μεταβλητών αν τις βάλω στο ίδιο υπόδειγμα.

Πίνακας 6:Συσχέτιση μεταβλητών κατά Pearson.

	Μέρισμα. (Divident)	Ελεύθ. Ταμιακ. Ροές (Free Cash Flow)	Μόγλευση. (Leverage)	Μελ. Δυνατ. Ανάπ. (Tobins Q)	Μέγεθος (InSize)	Απόδ.Ενεργ. (Roa)	Απόδ. Ιδίων Κεφαλ. (Roe)	Συγκέν.Ιδιοκτ. (Own concentration)	Δυναρχία (Duality)
Μέρισμα. (Divident)	1.00	0.06	-0.11	0.52	0.35**		0.66***	0.019	-0.07
Ελεύθ. Ταμιακ. Ροές (Free Cash Flow)	0.06	1.00	0.01	0.14	0.22*	0.08	0.11	-0.03	-0.08
Μόγλευση. (Leverage)	-0.11	0.01	1.00	0.01	0.17*	-0.16	-0.04	0.07	0.08
Μελ. Δυνατ. Ανάπ. (Tobins Q)	0.53	0.14	0.01	1.00	0.15*	0.74***	0.74***	0.01	0.01
Μέγεθος (InSize)	0.35**	0.22*	0.16*	0.15*	1.00	0.09	0.11	-0.03	-0.13
Απόδ.Ενεργ. (Roa)		0.08	-0.15	0.74***	0.09	1.00	0.94***	-0.06	0.06
Απόδ. Ιδίων Κεφαλ. (Roe)	0.66***	0.11	-0.04	0.74***	0.11	0.94***	1.00	-0.07	0.08
Συγκέν.Ιδιοκτ. (Own concentration)	0.02	-0.03	0.07	0.01	-0.03	-0.06	-0.07	1.00	0.08
Δυναρχία (Duality)	-0.08	-0.08	0.09	0.01	-0.13	0.06	0.081	0.08	1.00

*** $r = \pm 0.5$, ** $r = \pm 0.3$, * $r = \pm 0.1$.

4.6 ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ

Στον πίνακα 8 παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις των υποδειγμάτων με εξαρτημένες μεταβλητές την αξία του μερίσματος (DIVIDENT). Σε όλα τα υποδείγματα πραγματοποιήθηκε ανάλυση δεδομένων πάνελ (panel data analysis). Ειδικότερα, το 1^ο υπόδειγμα εκτιμήθηκε με σταθερές και τυχαίες επιδράσεις (Fixed effects & Random effect) με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS) και την γενικευμένη μέθοδο (GLS). Κατ' αρχάς, οι στατιστικές F και Wald chi2 ($F(7,37) = 3.97$; $Pr > F = 0.003$ και $chi2(7) = 59.52$; $Pr > chi2 = 0.000$) δείχνουν ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν ασκούν σημαντική επίδραση στη μεταβολή των μερισμάτων. Η διενέργεια του ελέγχου Hausman ($chi2(7) = 68.93$; $Pr > chi2 = 0.000$), υπέδειξε ότι το καταλληλότερο υπόδειγμα για την ερμηνεία των αποτελεσμάτων, είναι αυτό των σταθερών επιδράσεων. Στη συνέχεια, πραγματοποιήθηκε μια σειρά από διαγνωστικούς ελέγχους, σχετικά με την αποδοχή ή όχι του υποδείγματος αυτού. Συγκεκριμένα, κατά τον έλεγχο αν το υπόδειγμα των σταθερών επιδράσεων χρειαζόταν χρονικές μεταβλητές (test years parameters), προκύπτει ότι δεν απαιτούνται ($chi2(4) = 2.46$; $Pr > chi2 = 0.652$). Ο έλεγχος (Perasan's test) για αυτοσυσχέτιση των καταλοίπων την ίδια χρονική στιγμή (contemporaneous correlation), έδειξε ότι δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση (Perasan = 0.072, $Pr = 0.942$). Αντίθετα, ο έλεγχος (Wooldridge test) για αυτοσυσχέτιση των καταλοίπων μεταξύ των πάνελ, έδειξε ότι υπάρχει αυτοσυσχέτιση των καταλοίπων ($F(1,37) = 19.759$; $Pr > F = 0.0001$). Στη συνέχεια, ο έλεγχος για ετεροσκεδαστικότητα (Modified Wald test) έδειξε ότι υπάρχει σοβαρό πρόβλημα ετεροσκεδαστικότητας ($chi2(38) = 3.7e+06$; $Pr > chi2 = 0.000$). Τέλος, για την διάγνωση ή μη πολυσυγραμικότητας των μεταβλητών του υποδείγματος, προκύπτει ότι δεν υφίσταται πρόβλημα πολυσυγραμικότητας αφού ο μέσος Συντελεστής Διόγκωσης της Διακύμανσης (VIF) ισούται με 1,66 . Γενικά, μια τιμή VIF μεγαλύτερη από το 10 αποτελεί ένδειξη για την ύπαρξη προβλημάτων πολυσυγραμικότητας.⁷

⁷ Ο συντελεστής Διόγκωσης (Variance Inflation Factor, VIF) ορίζεται ως: $VIF_j = 1/(1-R_j^2)$. Το αντίστροφο του συντελεστή VIF είναι το επίπεδο ανοχής (TOL) που ορίζεται ως: $TOL_j = 1/VIF_j = (1-R_j^2)$.

Πίνακας 7.Ελεγχος πολυσυγγραμμικότητας

Μεταβλητή (Variable)	Συντελεστής Διόγκωσης (VIF)	Τυπικό Σφάλμα Συντελεστή Διόγκωσης (Square Root VIF)	Επίπεδο Αντοχής (TOLERANCE)	Συντελεστής Προσδιορισμού (R ²)
Μέρισμα. (Divident)	2,24	1,5	0,45	0,55
Ελεύθερες Ταμιακές Ροές. (Free Cash Flow)	1,08	1,04	0,92	0,08
Μόγλευση. (Leverage)	1,09	1,05	0,91	0,09
Μελλοντικές Δυνατότητες Ανάπτυξης (Tobins Q)	2,29	1,51	0,44	0,56
Μέγεθος (lnSize)	1,33	1,15	0,75	0,25
Απόδοση Ενεργητικού (Roa)	3,16	1,78	0,32	0,68
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων	1,05	1,02	0,96	0,04
Συγκέντρωση Ιδιοκτησίας (Own concentration)	1,07	1,04	0,93	0,07
Μέση Τιμή Συντελεστή Διόγκωσης (Mean VIF)	1,66			

Εξ αιτίας των σοβαρών προβλημάτων ύπαρξης ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης στα δεδομένα κατά την εκτίμηση του 1^{ου} υποδείγματος σταθερών και τυχαίων επιδράσεων, όπως προκύπτει από τους παραπάνω διαγνωστικούς ελέγχους, δεν μπορούμε να αποδεχθούμε τις εκτιμήσεις των σταθερών επιδράσεων για την ερμηνεία των μεταβλητών. Για το λόγο αυτό, θα κινηθούμε επίσης στην μεθοδολογία της ανάλυσης δεδομένων πάνελ (panel data analysis), αλλά θα εκτιμήσουμε το βασικό υπόδειγμα 1 με σταθερές επιδράσεις (προσθέτοντας κάθε φορά τις μεταβλητές ROA και ROE) και με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, χρησιμοποιώντας Driscoll-Kraay (1995) τυπικά σφάλματα. Στη περίπτωση αυτή, τα σφάλματα υποθέτονται ότι είναι ομοσκεδαστικά, αυτοσυσχετιζόμενα μέχρι κάποια χρονική υστέρηση (στην περίπτωσή μας θέσαμε μία υστέρηση) και ενδεχομένως συσχετίζονται και μεταξύ των πάνελ. Για το υπόδειγμα 2 και 3 (Πίνακα 8) παρατηρούμαι ότι το R^2 βρίσκεται στο 18,99% και στο 21,85% αντίστοιχα, πράγμα που σημαίνει ότι για τα συγκεκριμένα μοντέλα σε μικρό βαθμό από κοινού όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές που έχουμε εισάγει στο υπόδειγμά μας επηρεάζουν την μεταβλητότητα του μερίσματος.

Πίνακας 8: Εκτιμήσεις υποδειγμάτων πάνελ δεδομένων, χρησιμοποιώντας Driscoll-Kraay τυπικά σφάλματα

	Υπόδειγμα 1		Υπόδειγμα 2	Υπόδειγμα 3
	Fixed-effects	Random-effects	Fixed-effects regression with lag(1)	Fixed-effects regression with lag(1)
	<i>DIVIDEND</i>	<i>DIVIDEND</i>	<i>DIVIDEND</i>	<i>DIVIDEND</i>
Free cash flow	0.0118 (1.22)	-0.00430 (-0.38)	0.0118 (0.94)	0.00718 (0.56)
Leverage	-0.0354 ^a (-1.73)	-0.0490 ^a (-1.82)	-0.0354 (-1.15)	-0.0229 (-0.75)
lnSize	0.290 ^{**} (3.31)	0.235 ^{***} (3.66)	0.290 [*] (3.85)	0.264 [*] (4.04)
Roe	0.321 ^{**} (3.57)	0.488 ^{***} (3.41)	0.321 [*] (3.40)	
Own concentration	-0.360 (-1.60)	-0.205 ^a (-1.89)	-0.360 (-1.69)	-0.359 (-1.75)
Duality	0.244 [*] (2.16)	0.105 (0.99)	0.244 ^{**} (5.49)	0.205 ^{**} (7.08)
Tobin's Q	0.00138 (0.15)	0.0135 [*] (2.07)	0.00138 (0.23)	-0.00302 (-0.46)
Roa				1.135 [*] (3.26)
INERCEPT	-0.502 [*] (-2.20)	-0.395 ^{**} (-2.61)	-0.502 ^a (-2.61)	-0.465 ^a (-2.72)
Παρατηρήσεις (N)	190	190	190	190
Αριθμός επιγ/σεων (n)	38	38	38	38
Έτη (T)	5	5	5	5
R-squared	0.1899	0.1179	0.1899	0.2185
F & Wald statistics	F(7,37) = 3.97; Pr > F = 0.003		F(7,4) = 68.38; Pr > F = 0.0005	F(7,4) = 34.47; Pr > F = 0.0020
Hausman test	chi2(7) = 68.93; Pr > chi2 = 0.000			
Test years parameters	chi2(4) = 2.46; Pr > chi2 = 0.652			
Pesaran's test	0.072, Pr = 0.942			
Wald test for heteroskedasticity	chi2(38) = 3.7e+06; Pr > chi2 = 0.000			
Wooldridge test for autocorrelation	F(1,37) = 19.759; Pr > F = 0.0001			
Mean VIF	1.66			

t statistics in parentheses

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

Τόσο στο υπόδειγμα 2 όσο και στο υπόδειγμα 3 παρατηρούμε ότι κάποιες μεταβλητές έχουν παρουσιαστεί στατιστικά σημαντικές.

Η μεταβλητή που αφορά το μέγεθος (LnSize) παρουσιάζεται θετικά στατιστικά σημαντική τόσο στο υπόδειγμα 2, διότι $|3,85| > 1,96$ όσο και στο υπόδειγμα 3 $|4,04| > 1,96$. Αυτό σημαίνει ότι αν αυξηθεί το μέγεθος των επιχειρήσεων του δείγματος μας κατά 1% τότε το μερίσμα για το υπόδειγμα 2 θα αυξηθεί κατά 0,00290 ενώ στο υπόδειγμα 3 θα αυξηθεί κατά 0,00264. Αυτό επιβεβαιώνει την θεωρία του Smith και Watts (1992) όπου θεωρούν ότι οι εταιρείες με μεγάλο ενεργητικό πληρώνουν περισσότερα μερίσματα. Τα παραπάνω συμπεράσματα έχουν έρθει σε αντίθεση με την θεωρία του Gadhoun (2000) που λένε ότι οι μεγάλες εταιρείες ουσιαστικά εξαφανίζουν την απόδοση της πολιτικής σηματοδότησης των μερισμάτων αφού παράγουν μεγάλο όγκο πληροφοριών μέσα στο οποίο χάνεται και η συγκεκριμένη πληροφορία.

Σε ότι αφορά την μεταβλητή της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων (Roe) παρουσιάζεται και εκείνη θετικά στατιστικά σημαντική στο υπόδειγμα 2 (Πίνακας 8) διότι $|3,40| > 1,96$. Αυτό σημαίνει ότι αν αυξηθεί η Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (Roe) κατά μία μονάδα θα αυξηθούν τα μερίσματα κατά 0,321 μονάδες. Το παραπάνω αποτέλεσμα επιβεβαιώνει αυτά που είχε υποστηρίξει ο Maikel Homler (2011) ότι υπάρχει μία θετική συσχέτιση του ROE με τα διανεμόμενα μερίσματα θεωρώντας με βάση την θεωρία της σηματοδότησης ότι θα προσελκύσει καινούρια επενδυτικά κεφάλαια.

Θετικά στατιστικά σημαντική εμφανίζεται επίσης και η αποδοτικότητα του ενεργητικού (RoA) όπως παρουσιάζεται στο υπόδειγμα 3 (Πίνακας 8) διότι $|3,26| > 1,96$. Αν αυξηθεί η αποδοτικότητα του ενεργητικού (ROA) κατά μία μονάδα θα αυξηθούν τα μερίσματα κατά 1,135 μονάδες. Το συγκεκριμένο αποτέλεσμα είναι σύμφωνο με το αποτέλεσμα της έρευνας των Lee και Xiao (2003), ότι η μερισματική πολιτική σχετίζεται θετικά με την ενίσχυση του ROA.

Τέλος, όσον αφορά στη δεύτερη κύρια μεταβλητή του υποδείγματος, την ανεξαρτησία του προέδρου που ταυτόχρονα είναι και μεγαλομέτοχος με τον διευθύνοντα σύμβουλο (Duality) παρατηρούμαι μία θετικά στατιστικά σημαντική σχέση τόσο στο υπόδειγμα 2 με $|5,49| > 1,96$ και στο υπόδειγμα 3 με $|7,08| > 1,96$ πράγμα που σημαίνει ότι θα αυξάνονται οι τιμές των μερισμάτων όσο αυξάνεται η

ανεξαρτησία του προέδρου από τον διευθύνοντα σύμβουλο. Αυτό δεν επιβεβαιώνει την θεωρία Zeckhauser και Pound (1990) όταν η ιδιοκτησία της εταιρείας βρίσκεται στους managers, τότε αυτό μπορεί να συμβάλλει στη μείωση του προβλήματος των ελεύθερων ταμειακών ροών και μπορεί να βοηθήσει καλύτερα στην υποστήριξη των αμοιβαίων συμφερόντων μετόχων και διοίκησης.

Από την άλλη υπάρχουν και εκείνες οι μεταβλητές οι οποίες με βάση την εμπειρική ανάλυση δεν εμφανίζονται στατιστικά σημαντικές σε κανένα από τα δύο υποδείγματα (Πίνακας 8).

Συγκεκριμένα η μεταβλητή των ελεύθερων ταμιακών ροών (FCF) δεν παρουσιάζεται στατιστικά σημαντική και στα δύο υποδείγματα. Η συσχέτιση τους βέβαια είναι θετική σε σχέση με τα μερίσματα κάτι το οποίο επιβεβαιώνει την θεωρία του Jensen (1986), ότι οι εταιρείες διανέμουν μερίσματα προκειμένου να μειώσουν το κόστος αντιπροσώπευσης αλλά και για να μην επενδύσουν οι managers σε επενδυτικά σχέδια με αρνητική παρούσα αξία.

Η μεταβλητή της μόχλευσης (leverage) επίσης δεν παρουσιάζεται στατιστικά σημαντική (Πίνακας 8). Παρατηρούμε επίσης ότι συσχετίζεται αρνητικά και στα δύο υποδείγματα. Η παραπάνω συσχέτιση επιβεβαιώνει την θεωρία του Jensen και Meckling (1976) του Jensen (1986) και Stulz (1988) η οποία υποστηρίζει ότι η μόχλευση διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στον έλεγχο του διευθύνοντα συμβούλου έτσι ώστε να μειώσει τα κόστη αντιπροσώπευσης τα οποία προκύπτουν από την σύγκρουση μετόχων και διευθυντικών στελεχών.

Η εικόνα είναι η ίδια και για τις μελλοντικές δυνατότητες ανάπτυξης (Tobin's Q). Η συγκεκριμένη μεταβλητή δεν είναι επίσης στατιστικά σημαντική. Στο πρώτο υπόδειγμα εμφανίζεται να συσχετίζεται θετικά με τα μερίσματα κάτι το οποίο έρχεται σε αντίθεση με την θεωρία του Rozeff (1982) όπου οι εταιρείες για να αποφύγουν τα κόστη συναλλαγών που προέρχονται κυρίως από εξωτερική χρηματοδότηση προτιμούν να μην μοιράσουν μερίσματα και να έχουν μελλοντικές δυνατότητες ανάπτυξης. Αντίθετα στο δεύτερο υπόδειγμα συσχετίζεται αρνητικά και συμφωνεί με την παραπάνω θεωρία.

Όσον αφορά την κύρια μεταβλητή του υποδείγματος μας που είναι η συγκέντρωση ιδιοκτησίας (own concentration) επίσης δεν παρουσιάζεται στατιστικά σημαντική στο

υπόδειγμα 2 και 3. Το αποτέλεσμα καταδεικνύει μία αρνητική συσχέτιση μεταξύ αυτής της μεταβλητής και της τιμής των μερισμάτων και στα δύο υποδείγματα, κάτι το οποίο δεν είναι σύμφωνο με την πλειοψηφία των προηγούμενων μελετών που έχουν διεξαχθεί (Kumar, 2003; Khan, 2005; Wen και Jia, 2010; Mehrani et al., 2011).

Τα παραπάνω αποτυπώνονται στον Πίνακα 9. Στην στήλη της προβλεπόμενης συσχέτισης παρουσιάζεται ποία είναι η συσχέτιση που προκύπτει με βάσει τις θεωρίες που αναπτύχθηκαν και τις εμπειρικές μελέτες και συγκρίνεται με την στήλη της εμπειρικής συσχέτισης, δηλαδή των αποτελεσμάτων που προέκυψαν από την παρούσα έρευνα. Στην τρίτη στήλη γίνεται αναφορά σε ποια από τα δύο μοντέλα οι συγκεκριμένες μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές.

Πίνακας 9. Σύγκριση προβλεπόμενης συσχέτισης με εμπειρικά αποτελέσματα.

Ανεξάρτητες μεταβλητές	Προβλεπόμενη συσχέτιση	Εμπειρική συσχέτιση	Στατιστικά σημαντική
Free cash flow	+	+(2)	0/2
Leverage	-	-(2)	0/2
Tobin's Q	-	+(1), -(1)	0/2
lnSize	±	+(2)	2/2
Roa	+	+(1)	1/2
Roe	+	+(1)	1/2
Own concentration	±	-(2)	0/2
Duality	-	+(2)	2/2

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η μερισματική πολιτική που ακολουθούν οι εταιρείες αποτελεί ένα από τα πιο σημαντικά θέματα προς συζήτηση εδώ και δεκαετίες στον ακαδημαϊκό χώρο. Πολλοί είναι οι ερευνητές εκείνοι που έχουν αναπτύξει θεωρίες, σε μία προσπάθεια να προσδιορίσουν τους παράγοντες εκείνους που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική μίας εταιρείας, χωρίς ωστόσο να καταλήγουν σε μία κοινά αποδεκτή εξήγηση για την συμπεριφορά που έχουν οι διάφορες εταιρείες σε αυτό το ζήτημα (Ben Naceur et al., 2006).

Η σημαντικότητα της μερισματικής πολιτικής που θα ακολουθήσει μία εταιρεία έγκειται στο ότι αυτή η απόφαση καθορίζει τα κεφάλαια εκείνα που πηγαίνουν στους επενδυτές και τα κεφάλαια εκείνα που μένουν στην εταιρεία προκειμένου να χρηματοδοτήσει τα επενδυτικά της σχέδια. Επιπρόσθετα, η μερισματική πολιτική μπορεί να παράσχει πληροφορίες στους μετόχους σχετικά με την απόδοση της εταιρείας και τις μελλοντικές της προοπτικές (Canina et al., 2001).

Συνοψίζοντας, η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης υποθέτει ότι οι καταβολές μερισμάτων λαμβάνουν χώρα σε μία προσπάθεια να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα αντιπροσώπευσης που προκύπτει όταν υπάρχει διαχωρισμός εταιρικής ιδιοκτησίας και εταιρικού ελέγχου (Canina et al., 2001). Σε αυτήν την περίπτωση εγείρονται συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των διαχειριστών (agent) και των μετόχων (principles). Η πλειοψηφία των managers επιθυμεί τη διακράτηση ελεύθερων ταμειακών ροών αντί να διανείμει μέρος των κερδών στους μετόχους. Ωστόσο, η διακράτηση πολλών μετρητών από τους managers μπορεί να οδηγήσει σε υπερεπενδύσεις, ενώ παράλληλα μπορεί να οδηγήσει την εταιρεία σε προβλήματα ρευστότητας, όπου δεν θα μπορέσει να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της (Canina et al., 2001). Έτσι, η λύση σε αυτό το πρόβλημα προτάθηκε από τον Jensen (1986), σύμφωνα με τον οποίο αν το επίπεδο των μετρητών που ελέγχονται από τους managers μειωθεί, τότε είναι πολύ δύσκολο για εκείνους να επενδύσουν σε σχέδια με αρνητική καθαρά παρούσα αξία. Ένας τρόπος για να μειωθεί αυτό το επίπεδο μετρητών που βρίσκεται υπό τον έλεγχο των managers είναι η διανομή μερισμάτων.

Ωστόσο, η θεωρητική ανασκόπηση που προηγήθηκε κατέδειξε ότι η απόφαση σχετικά με τη μερισματική πολιτική που ακολουθεί μία επιχείρηση είναι περισσότερο περίπλοκη από ότι στην πραγματικότητα ενδεχομένως να φαίνεται, δεδομένου ότι υπάρχουν διάφοροι παράγοντες που εμπλέκονται στην απόφαση αυτή. Ένας από τους πιο σημαντικούς παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση μίας εταιρείας σχετικά με το αν θα διανείμει μερίσματα και πολύ περισσότερο σχετικά με το ποσό των κερδών που θα διανείμει ως μέρισμα είναι η ιδιοκτησιακή δομή των επιχειρήσεων.

Τα αποτελέσματα της παρούσας μελέτης κατέδειξαν ότι η μερισματική πολιτική εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το μέγεθος της επιχείρησης την απόδοση του ενεργητικού και την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων αλλά κυρίως την ανεξαρτησία του προέδρου-μεγαλομετόχου από το διευθύνοντα σύμβουλο. Για την περίοδο για την οποία διεξήχθη η παραπάνω έρευνα υπάρχουν κάποιοι περιορισμοί σχετικά με την ανεξαρτησία του ιδιοκτήτη με τον διευθύνοντα σύμβουλο με την έννοια ότι δεν μπορούσαν να διαπιστωθούν οι συγγενικές σχέσεις εγγράφως. Το γεγονός αυτό δεν μας δίνει πληροφορίες αν πραγματικά ταυτίζεται η μεγιστοποίηση των επιλογών του ιδιοκτήτη με τον διευθύνοντα σύμβουλο και γι' αυτό τον λόγο ακόμα και αν ο ιδιοκτήτης με τον διευθύνοντα σύμβουλο μέσα από τις οικονομικές καταστάσεις έχουν το ίδιο επίθετο αλλά δεν είναι τα ίδια άτομα, για την παρούσα έρευνα θεωρούνται ανεξάρτητα. .

Η μέση αξία των μερισμάτων αυξάνεται από το 2004 έως και το 2006 σε μικρό ποσοστό. Αυτό οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι έχουμε αυξημένες ελεύθερες ταμιακές ροές και επιβεβαίωση της θεωρίας του Jensen και Meckling(1976) όπου μειώνεται το κόστος αντιπροσώπευσης με το να δίνονται μερίσματα στους μετόχους μειώνοντας με αυτό τον τρόπο τους διαχειρίσιμους πόρους στους manager. Την ίδια περίοδο η μόχλευση βρίσκεται σε πτωτική τάση κάτι που επίσης χαρακτηρίζεται θετικό δεδομένου ότι δεν υπάρχουν δεσμεύσεις από πλευράς τραπεζών για μη διανομή μερισμάτων.

Η μέση αξία των μελλοντικών δυνατοτήτων ανάπτυξης των επιχειρήσεων του δείγματος μας βρίσκεται επίσης σε μία σταδιακή άνοδο την περίοδο 2004-2006 κυρίως λόγω της σταδιακής αύξησης της τιμής της μετοχής κάτι όμως που δεν επηρεάζει σημαντικά την διαμόρφωση της τιμής των μερισμάτων αφού δεν

συσχετίζεται ιδιαίτερα σημαντικά σε κανένα από τα μοντέλα μας. Οι αποδόσεις του ενεργητικού και των ιδίων κεφαλαίων που είναι στατιστικά σημαντικές για την διαμόρφωση των τιμών των μερισμάτων μας δεν φαίνεται να επηρεάζουν σημαντικά την περίοδο εκείνη σημαντικά την διαμόρφωση τιμών των μερισμάτων δεδομένου ότι οι επενδύσεις οι οποίες γίνονται είναι σε πάγια, μηχανήματα και αγορά γης κάτι το οποίο δεν δίνει την δυνατότητα γρήγορης και εύκολης επιστροφής χρημάτων στην επιχείρηση. Το γεγονός αυτό επιβεβαιώνεται και από την συνεχόμενη αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης το οποίο είναι στατιστικά σημαντικό και για τα έξι μοντέλα παλινδρόμησης μας.

Η συγκέντρωση ιδιοκτησίας δεν είναι στατιστικά σημαντική σε κανένα από τα δύο υποδείγματα μας γεγονός που δεν επιδρά σημαντικά στην διαμόρφωση των μερισμάτων. Ο παράγοντας στον οποίο πρέπει να δώσουμε σημασία είναι κυρίως η ανεξαρτησία του προέδρου από τον διευθύνοντα σύμβουλο δεδομένου ότι συσχετίζεται θετικά και υπάρχει στατιστική σημαντικότητα και στα δύο μοντέλα μας κάτι που δεν επιβεβαιώνει την θεωρία που αναφέραμε παραπάνω του Zeckhauser και Pound (1990) όπου όταν η ιδιοκτησία της εταιρείας βρίσκεται στους managers, τότε αυτό μπορεί να συμβάλλει στη μείωση του προβλήματος των ελεύθερων ταμειακών ροών και μπορεί να βοηθήσει καλύτερα στην υποστήριξη των αμοιβαίων συμφερόντων μετόχων και διοίκησης.

Το 2007 χαρακτηρίζεται χρονιά σταθμός για τις ελληνικές επιχειρήσεις αφού έχουμε μία μεγάλη άνοδο της τιμής των μερισμάτων. Παρατηρώντας την συμπεριφορά των ελεύθερων ταμιακών ροών παρατηρούμε μία τεράστια πτώση κάτι το οποίο οφείλετε κυρίως στις αυξημένες επενδύσεις οι οποίες έγιναν και στην αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης. Παρατηρώντας την συμπεριφορά της απόδοσης του ενεργητικού και της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων διαπιστώνουμε ότι οι επιχειρήσεις επένδυσαν μεγάλο ποσό ρευστών διαθεσίμων σε βραχυπρόθεσμες επενδύσεις δηλαδή σε μετοχές και ομόλογα άμεσα ρευστοποιήσιμα τα οποία έδωσαν ποιο σύντομα κέρδη. Η συγκεκριμένη συμπεριφορά επιβεβαιώνει το πρόβλημα του κόστους αντιπροσώπευσης δεδομένου ότι και οι διαχειριστές με την απόφασή τους να μοιράσουν μέρισμα για την ικανοποίηση των μετόχων τους αλλά παράλληλα και η απόφασή τους να επενδύσουν και σε επενδυτικά σχέδια με υψηλό ρίσκο δεν αποτελεί την καλύτερη επιλογή όπως αποδुकνείται την επόμενη χρονιά. Δεδομένου όμως των

συνθηκών παρατηρούμαι μία αύξηση των μελλοντικών δυνατοτήτων ανάπτυξης λόγω της αύξησης της μετοχής στοιχείο το οποίο έδινε μεγαλύτερες προοπτικές για τις εταιρίες του δείγματος .

Με το ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης το 2008 οι τιμές των μερισμάτων έπεσαν κοντά στα επίπεδα του 2004. Οι ελεύθερες ταμιακές ροές παρουσιάζουν μία μεγάλη πτώση σε σχέση με το 2007 κάτι που επιρεάζει λόγω της μεγάλης μείωσης των εσόδων. Η απόδοση του ενεργητικού και των ιδίων κεφαλαίων είναι σε χαμηλά επίπεδα σε σχέση με το 2004 λόγω της απόφασης επένδυσης από πλευράς Δ.Σ. σε επενδυτικά σχέδια με αρνητική παρούσα αξία.

Παρατηρούμαι ότι το 2008 αυξάνεται η συγκεντρωση ιδιοκτησίας σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια και παράλληλα και η μόχλευση. Από τα παραπάνω απορρέει το συμπέρασμα ότι λόγω της οικονομικής κρίσης και της πτώσης του κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων οι επιχειρήσεις στράφηκαν σε διάφορες πηγές χρηματοδότησης. Από την μία αύξησαν το μετοχικό τους κεφάλαιο εκδίδοντας νέες μετοχές τις οποίες επαναγόρασαν μειώνοντας με αυτό τον τρόπο τα κόστη αντιπροσώπευσης. Από την άλλη μπόηκαν στην διαδικασία δανεισμού αυξάνοντας την μόχλευση καθώς επίσης και το κόστος αντιπροσώπευσης δεδομένου ότι αυξήθηκε το ρίσκο σε επενδυτικά σχέδια με χαμηλή δυνατότητα επιτυχίας κάτι το οποίο επιβεβαιώνει την θεωρία του Jensen και Meckling (1976) . Η μόχλευση συσχετίζεται αρνητικά με τις τιμές των μερισμάτων δεδομένου ότι οι όροι που θέτουν η τράπεζες για την χορήγηση δανείου, είναι και η μη διανομή μερίσματος

Κατά συνέπεια σε σχέση με την διετία 2007 και 2008 και στις δύο περιπτώσεις επιβιβιώνεται η θεωρία του Jensen και Meckling (1976) για την αύξηση του κόστους αντιπροσώπευσης , επιβαρύνοντας με αυτό τον τρόπο την εταιρία και μειώνοντας τις τιμές των μερισμάτων.

Οι νέοι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης είναι περισσότερο αυστηροί από τους προηγούμενους οριοθετώντας ουσιαστικά της αρμοδιότητες που πρέπει να έχει ο διαχειριστής με τον ιδιοκτήτη και λειτουργώντας η επιχείρηση με ένα σύστημα κανόνων και αρχών που θα την καταστήσουν κερδοφόρα. Οι νέοι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης που έχουν υιοθετηθεί και από την Ελλάδα επιβάλουν στην κάθε επιχείρηση να γνωστοποιεί στο ευρύ επενδυτικό κοινό σε ξεχωριστή παράγραφο τις

συγγενικές σχέσεις που υπάρχουν μέσα στην εταιρεία και κυρίως όλα τα διοικητικά στελέχη που μπορεί να κατέχουν μετοχές της ίδιας ή συγγενών επιχειρήσεων. Παράλληλα δίνεται η δυνατότητα στην Ελλάδα να διεξαχθούν μελλοντικές έρευνες σχετικά με το ποσοστό των μετοχών και των ψήφων που κατέχουν διοικητικά στελέχη ή και ο ίδιος ο διευθύνων σύμβουλος σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις και πως επηρεάζουν την μερισματική πολιτική των συγκεκριμένων εταιρειών ή ακόμα και τις εξεταζόμενη. Με την έννοια αυτή θα μπορέσει να διαπιστώσει κανείς αν τηρούνται όντως οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης ή όχι.

Πέρα από την παραπάνω πρόταση για μελλοντική έρευνα το πεδίο είναι εύρη και άγνοο ακόμα στην Ελλάδα. Δίνεται όμως η δυνατότητα και με τους νέους κανόνες που έχουν θεσμοθετηθεί να γίνει μεγάλη και σε βάθος έρευνα μελλοντικά.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνόγλωσση

1. Αγοράκη, Μ.Ε. 2010. Ο ρόλος των ανεξάρτητων μελών: Η πεμπουσία της εταιρικής διακυβέρνησης. 8^ο συνέδριο Συνδέσμου Επενδυτών & Διαδικτύου.(11/12/2010).
2. Αρβανίτης Σ.,2011. Οικονομετρικά υποδείγματα διαστρωματικών και εξατομικευμένων δεδομένων (panel data). (Σημειώσεις). ΤΕΙ Κρήτης . Τμήμα Λογιστικής. ΠΜΣ Λογιστική & Ελεγκτική.
3. Αυλωνίτης, Ξ., Νούνης, Χ., Ουζούνης, Γ. 2007. Το επίπεδο διασποράς ιδιοκτησίας των εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών. (ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ,12/12/2007).
4. Βεργετάκη, Σ. 2011. Η σχέση ιδιοκτησιακής δομής και εταιρικής αποδοτικότητας στην Ελλάδα. Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Κρήτης.
5. Γραντάς, Ν. 2010. Έκτακτες μεταβολές μερισματικής πολιτικής: Η επίδρασή τους στις αποδόσεις των μετοχών. Μεταπτυχιακή εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιά.
6. Δασκάλου Γ., 1999. Χρηματοδότηση Επιχειρήσεων- Χρηματιστική Διαχείριση Επιχειρήσεων. Αθήνα :Σύγχρονη Εκδοτική, ISBN: 960-7344-83-9 ISBN 13: 978-960-7344-83-0.
7. Ελευθέριος Αγγέλης , Ανάλυση Δεδομένων,Κεφ.6. Συσχέτιση, Τμήμα Πληροφορικής ΑΠΘ
8. Εμμανουηλίδης, Ξ.Χ. 2009. Η στρατηγική της εταιρικής διακυβέρνησης και η σπουδαιότητά της στη λήψη χρηματοοικονομικών αποφάσεων. Η περίπτωση των ελληνικών τραπεζών. Διδακτορική Διατριβή, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας
9. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Κύπρου.2006.Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης και η Κοινωνική Ευθύνη των Επιχειρήσεων. ΕΚ 12/2006.
10. Καραθανάσης, Γ.Α. 1997. *Χρηματοοικονομική διοίκηση και χρηματιστηριακές αγορές*. Αθήνα: Μπένος
11. Grant Thornton 2008. Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης για το 2007.
12. Καραθανάσης, Γ.Α., Φίλιπας, Ν.Α., Χέβας, Δ.Α. 2000. Τιμές των μετοχών και ιδιοκτησιακό καθεστώς: Μία διαστρωματική και διαχρονική ανάλυση. *Σπουδαί*, 50(1&2), σελ. 133 – 153.

13. Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης και η Κοινωνική Ευθύνη των Επιχειρήσεων 2006.
14. Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης ΣΕΒ για τις Εισηγμένες Εταιρείες 2011.
15. Λαζαρίδης, Ι. 2006. Η ασκούμενη μερισματική πολιτική των Κυπριακών επιχειρήσεων.
16. Λέκκας Δημήτρης .2007. Σημειώσεις Περιβαλλοντική Στατιστική . Τμήμα Στατιστικής και Αναλογιστικών Χρηματοοικονομικών Μαθηματικών.
17. Μπέκου, Ε. 2011. Μερισματική πολιτική. Μεταπτυχιακή εργασία. Τμήμα Οικονομικών Επιστημών. Πανεπιστήμιο Πατρών.
18. Ολοκληρωμένη Στρατηγική για την προώθηση της απασχόλησης στην Περιφέρεια Δυτικής Ελλάδας 2002. Αθήνα: WISE
19. Πιλάβιος, Α. 2004. Τα "συν" της Εταιρικής Διακυβέρνησης.
20. Πράσινη Βίβλος, COM(2010) .284, τελικό. Η εταιρική διακυβέρνηση στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και οι πολιτικές αποδοχών.
21. Πράσινη Βίβλος, COM (2011). 164, τελικό. Το ενωσιακό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης.
22. Στίλπωνας, Ν. 2008. Η χρηματοοικονομική κρίση και η εταιρική τραπεζική διακυβέρνηση.
23. Συριόπουλος,Κ και Φίλιππας,Δ. 2010. Οικονομετρικά Υποδείγματα & Εφαρμογές με το EVIEWS, Πανεπιστήμιο Πατρών, Εκδόσεις ΑΝΙΚΟΥΛΑ, Θεσσαλονίκη .
24. Τζωάννος, Ι., Φίλιππας, Ν. 1997. Μερισματική πολιτική εταιρειών εισηγμένων στο χρηματιστήριο των Αθηνών: Μία εμπειρική ανάλυση. *Σπουδαί*, 47(3&4), σελ. 249 – 285
25. Χρήστου,Γ. 2000. Εισαγωγή στην Οικονομετρία, Τόμος 1, Εκδόσεις Gutenberg, Αθήνα
26. G. A. Karathanassis and E. Ch. Chrysanthopoulou, 2005.The relationship Between Ownership Structure and Corporate Dividend Policy – Evidence from the Athens Stock Exchange.

Ξενόγλωσση

27. Abdelsalam, O., El – Masry, A., Elsegini, S. 2008. Board composition, ownership structure and dividend policies in an emerging market. Further evidence from CASE 50. *Managerial Finance*, 34(12), pp. 953 – 964.

28. Amidu, M. 2007. How does dividend policy affect performance of the firm on Ghana Stock Exchange? *Investment Management and Financial Innovations*, 4(2), σελ. 103 – 112.
29. Al-Ajmi, J., Hussain, H.A. 2011. Corporate dividends decisions: evidence from Saudi Arabia. *The Journal of Risk Finance*, 12(1), pp. 41 – 56.
30. Ali Shah, S.Z., Ullah, W., Hasnain, B 2011. Impact of ownership structure on dividend policy of firm. Evidence from Pakistan. 2010 International Conference on E-business, Management and Economics, IPEDR, 3, pp 22 – 26.
31. Allen F., Litov L., and Mei J.(2004). Large Investors, Price Manipulation, and Limits to Arbitrage: An Anatomy of Market Corners.
32. Anand, M. 2004. Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Corporate India. *The ICAI Journal of Applied Finance*, 10(2), pp. 5 – 16.
33. Andersson, J., Nordwall, J., Salomonsson, D. 2004. The link between ownership structure and firm performance. Göteborg University,ISSN1403-XXXX.
34. Ben Naceur, S., Goaid, M., Belanes, A. 2006. On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy.
35. Bradford, W., Chen, C., Zhu, S. 2011. Ownership Structure, Control Chains, and Cash Dividend Policy: Evidence from China.
36. Burkart, M., Pannunzi, F., & Shleifer, A. (2003). Family firms, *Journal of Finance*, 58 (5), pp.2167-2201
37. Canina, L., Advani, R., Greenman, A., Palimeri, I. 2001. Dividend Policy in the Lodging Industry. *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 25(1), pp. 69 – 89.
38. Dalbor, M.C., Upneja, A. 2007. An Examination of Dividend Policy in the U.S. Restaurant Industry. *Journal of Foodservice Business Research*, 10(2), σελ. 83-91
39. Dawson, C. 2009. Practical research methods. Cromwell Press.
40. De Larosiere Group.2009.The high level group on financial supervision in the E.U.
41. Driscoll J., Kraay A.1995. Spatial Correlations in Panel Data. World Bank Policy Research Working Paper No. 1553.

42. Edwards, J., Weichenrieder, A.J. 1999. Ownership Concentration and Share Valuation: Evidence from Germany. CESifo Working Paper Series No. 193.
43. EU Report of Larosière Group 2009. The High – level group of financial supervision in the EU.
44. Fama, e.f., Babiak, H. 1968. Dividend policy: An empirical analysis. Journal of the American Statistical Association, 63, σελ. 1132 – 1161
45. Farinha J.2003. Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis. Issue Journal of Business Finance & Accounting.(30), (9-10), pp. 1173–1209.
46. Fenn, G., Liang, N. 2001. Corporate payout policy and managerial stock incentives. Journal of Financial Economics, 60, σελ. 45 – 72.
47. Gadhoum, Y.(2000), “ Family control and grouping: possible expropriation via dividends”, workingpaper, CENTOR.
48. Gedajlovic, E., Yoshikawa, T., Hashimoto, M. 2005. Ownership Structure, Investment Behaviour and Firm Performance in Japanese Manufacturing Industries. *Organization Studies*, 26(1), pp. 7 – 35.
49. Goergen M., Renneboog L., Da Silva L.C. Dividend policy of German firms.A dynamic panel data analysis of partial adjustment models.CentER Discussion Paper Series No. 2004-122.
50. Gross, K. 2007. Equity ownership and performance. Heidelberg: Physica-Verlag ISBN: 978-3-7908-1933-5 (Print) 978-3-7908-1934-2 (Online).
51. Heally P.,Wahlen J.,1999.A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting.
52. Homler, M. 2011. Dividend policy and ownership structure in the Netherlands. Master Thesis Financial Management.
53. Hope, O.K., Langli, J.C., Thomas, W.B. 2012. Agency Conflicts and Auditing in Private Firms. (37)7, pp. 500–517.
54. Hsiao C.2005. Why Panel Data? IEPR Working Paper No. 05.33
55. Huy, D.T.N., Yuan, C. 2010. Corporate Governance Issues and the Construction of a Set of Limited Asian Pacific Corporate Governance Standards After Financial Crisis, Corporate Scandals and Market Manipulation.
56. Jensen, M.C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review, 76(2), pp. 323 – 329.

57. Jensen, M.C., Meckling, W.H. 1976. Theory of the firm: Managerial Behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305 – 360.
58. Jones, D.C., Kalmi, P., Mygind, N. 2003. Choice of Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Estonia.
59. Kapopoulos, P., Lazaretou, S. 2006. Corporate ownership structure and firm performance: Evidence from Greek firms. Athens, Bank of Greece, ISSN 1109-6691.
60. Khan, T. 2005. Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data. *Economic Journal*, Forthcoming.
61. Kirchmaier T., Grant J. 2005. Corporate Ownership Structure and Performance in Europe, CEP Discussion Paper No. 0631.
62. Kouki, M., Guizani, M. 2009. Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market. *European Journal of Scientific Research*, 25(1), pp 42 – 53 .
63. Kowalewski, O., Stetsuyk, I., Talavera, O. 2008. Does corporate governance determine dividend payouts in Poland? *Post-Communist Economies*, 20(2), pp. 203-218.
64. Kowalewski, O., Talavera, O., Stetsyuk, I. 2010. Influence of Family Involvement in Management and Ownership on Firm Performance: Evidence From Poland. *Family Business Review*, 23(1), pp. 45 – 59.
65. Kumar, J. 2003. Ownership Structure and Dividend Payout Policy in India.
66. Kumar, J. 2006. Corporate Governance and Dividends Payout in India. *Journal of Emerging Market Finance*, 5(1), pp. 15 – 57
67. Ladipo, D. et al. (2008), Board profile, structure and practice in large European banks, Nestor Advisors, London.
68. Lang, L.H.P., Stulz, R.M., Walkling, R.A. 1991. A test of the free cash flow hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 29, σελ. 315 – 335
69. Lambert C., Sponem C., 2010 Roles, Authority and Involvement of the Management Accounting Function: A Multiple Case-Study Perspective.
70. Lee C.J., Xiao X. 2003. Cash dividend and large shareholder expropriation in China, European Financial Management Association 2003 Annual Meeting, Finland.

71. Lv, C., Wang, K., 1999, Empirical Analysis on the Dividend Policy of Listed Companies in China, *Economic Research Journal* 12, pp. 31-39
72. Magni, C.A. 2007. Relevance or irrelevance of retention for dividend policy irrelevance. *Universit_a di Modena e Reggio Emilia, Italy. MPRA Paper No. 5591.*
73. Magni C.A., Vélez-Pareja I. 2009. Potential dividends versus actual cash flows, in firm valuation. *The ICFAI Journal of Applied Finance*, No. 7, pp. 51-66
74. Mallin C, 2007. *Corporate Governance*. Oxford University Press.
75. Martínez, J.I., Stöhr, B. S., & Quiroga, B. S. (2007). Family ownership and firm performance: Evidence from public companies in Chile. *Family Business Review*, 20(2), pp. 83-94.
76. Mehrani, S., Moradi, M., Eskandar, H. 2011. Ownership structure and dividend policy: Evidence from Iran. *African Journal of Business Management*, 5(17), pp. 7516 – 1525.
77. Mendoza, J.M., Van der Elst, C., Vermeulen, E.P.M. 2010. Entrepreneurship and Innovation. *The Hidden Costs of Corporate Governance in Europe*. Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 2/2010.
78. Michaely, R., Thaler, R., Womack, K., 1995. Price reactions to dividend initiations and omissions. *Journal of Finance* 50, 573D608.
79. Miller, M.H., Modigliani, F. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), σελ. 411 – 433
80. Millar, C., Eldomiaty, T.I., Choi, C.J., Hilton, B. 2005. Corporate Governance and Institutional Transparency in Emerging Markets. *Journal of Business Ethics*, 59, pp. 163 – 174.
81. Mudambi R, Nicosia C. 1998. Ownership structure and firm performance: Evidence from the UK financial services industry. *Applied Financial Economics*, pp. 175-180.
82. OECD, 2007. *Methodology for assessing the implementation of the OECD principles of corporate governance*.
83. OECD, 2008. *Using the OECD Principles of Corporate Governance. A boardroom perspective*.

84. Pagano, M. 2005. The Modigliani-Miller Theorems: A Cornerstone of Finance. Working paper No.139.
85. Pindado, J., Requejo, I., de la Torre, C. 2011. The effect of family control on the corporate dividend policy: An empirical analysis of the Euro zone. *Corporate Governance: An International Review*, Issue 5, pp. 413-431.
86. Prasad, S., Green, C.J., Murinde, V. 2001. Company financing, capital structure, and ownership: A Survey, and Implications for Developing Economies. Vienna: SUERF, ISBN 3-902109-04-1.
87. Ramli, N.M. 2010. Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Malaysian Companies. *International Review of Business Research Papers*, 6(1), pp. 170 – 180.
88. Rozeff, M. (1982), “Growth, Beta and agency Costs as Determinants of Dividend payout Ratios”, *Journal of Financial Research*, vol 5, pp 249-259.
89. Stulz, R.M (1988), “Managerial control of Voting Rights: Financing Policies and the market for corporate control”, *Journal of Financial Economics*, vol 20, pp 25-54.
90. Smit, M., Eije, H. 2009. Ownership and dividend policy: new evidence from Germany.
91. Smith, C.W., and Watts (1992), “The Investment opportunity Set and corporate Financing, Dividend and compensation policies”, *Journal of Financial Economics*, vol 32, pp 263-292.
92. Stouraitis, A., Wu, L. 2004. The Impact of Ownership Structure on the Dividend Policy of Japanese Firms with Free Cash Flow Problem. EFMA 2004 Basel Meetings Paper.
93. Short H., Zhang H., Keasey K. The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8, pp. 105–122, 2002.
94. Tomasic, R. 2009. Raising Corporate Governance Standards in Response to Corporate Rescue and Insolvency. *Corporate Rescue & Insolvency*, 2(1), pp. 5 – 9.
95. Wällgren, A. 2006. Dividend policy and ownership structures in Swedish firms. *Handelshögskolan i Stockholm/Institutionen för finansiell ekonomi*.

96. Wen, Y., Jia, J. 2010. Institutional Ownership, Managerial Ownership and Dividend Policy in Bank Holding Companies. *International Review of Accounting, Banking and Finance*, 2(1), pp. 8 – 21.
97. Wymeersch, E. 2008. Corporate Governance and Financial Stability. Financial Law Institute Working Paper No. WP 2008-11.
98. Zeckhauser, R., Pound, J. 1990. "Are large shareholders effective monitors?: an investigation of share ownership and corporate performance", in: Hubbard, G. (Ed.), *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*. University of Chicago Press, Chicago.

Ιστοσελίδες

99. «Η εταιρική διακυβέρνηση στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και οι πολιτικές αποδοχών στην ΕΕ» 2010. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://europedia.moussis.eu/discus/discus-1280561421-65239012629.tkl?lang=gr>
100. <http://www.pwc.com/gr/en/internal-audit-services/law-3873-2010.pdf>
101. «Εταιρική διακυβέρνηση (corporate governance) και χρηματιστηριακή κρίση στην Ελλάδα 2000-2002.» Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα http://economics.soc.uoc.gr/html/static_content/econ_phd/GR/Valaroutsos/PHD_PROPOSAL.pdf
102. http://www.morax.gr/includes/frontPage/left_nav/print_article.php?artID=819
103. <http://www.frc.org.uk/corporate/ukcgcode.cfm>
104. <http://www.middlenext.com/>
105. N.3016/2002. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα [http://www.moh.gr/downloads/pdf/N.3016%20\(Gr\).pdf](http://www.moh.gr/downloads/pdf/N.3016%20(Gr).pdf)