

ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ: ΜΙΑ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΗ ΚΑΙ ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Υπό

*Γεωργίου Α. Καραθανάση** , *Νικολάου Α. Φίλιππα*** και *Δημοσθένη Α. Χέβα**

Abstract

Empirically our knowledge of the relation between firm performance and equity structure emanates from mainly USA and UK research papers.

The paper investigates the relationship between share prices and institutional ownership of a sample of Greek companies quoted on the Athens Stock Exchange. The companies were observed from 1991 through 1996.

The paper departs from earlier works in that it employs a specific valuation model. A further point of departure was the estimation of the relationship from a combination of cross section and time series data.

The results did not show a significant relationship between share prices and institutional ownership. Tentatively it appears that institutional variables do not modify fundamental relationship advanced by finance theory (JEL G30, G32).

1. Εισαγωγή

Στον χώρο της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και υποθέτοντας την ύπαρξη αποτελεσματικών κεφαλαιαγορών, οι τιμές των μετοχών προσδιορίζονται μόνο από τα κέρδη της επιχείρησης και τον συνδεδεμένο μ' αυτά κίνδυνο. Πολλοί συγγραφείς όμως υποστηρίζουν ότι πολλές χρηματοδοτικές σχέσεις δεν είναι δυνατόν να ερμηνευθούν μόνο με θεωρητικά χρηματοοικονομικά υποδείγματα αλλά ότι είναι αναγκαία η συνδυασμένη χρήση χρηματοοικονομικών υποδειγμάτων και πορισμάτων από άλλους κλάδους της διοικητικής επιστήμης.

* Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης των Επιχειρήσεων, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Πατησίων 76, 104 34, Αθήνα.

** Τμήμα Τραπεζικής και Χρηματοοικονομικής Διοίκησης, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Μ. Καραολή & Α. Δημητρίου 80, 185 34, Πειραιάς

Σ' αυτή την εργασία διερευνούμε τη σχέση μεταξύ των τιμών των μετοχών και του ποσοστού της καθαρής θέσης που κατέχουν οι θεσμικοί επενδυτές εταιρειών των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Στο βαθμό που τόσο η εξαρτημένη όσο και οι ανεξάρτητες μεταβλητές του υποδείγματος μας επηρεάζονται από άλλες μεταβλητές, θα εισαγάγουμε τις τελευταίες ρητώς στο θεωρητικό μας υπόδειγμα. Σε προηγούμενες μελέτες σ' αυτό το χώρο, η σπουδαιότητα των μεταβλητών ελέγχου προσδιορίζεται ξεχωριστά (ad hoc valuation models) και όχι μέσα από το θεωρητικό υπόδειγμα (explicit valuation model). Αυτή η προσέγγιση όμως μπορεί να οδηγήσει σε λάθος προσδιορισμένα υποδείγματα και σε εσφαλμένα συμπεράσματα. Για παράδειγμα παρά το γεγονός ότι τα κέρδη, τα μερίσματα, τα αδιανέμητα κέρδη και οι λογιστικές αξίες έχουν αναδειχθεί από την θεωρητική και εφαρμοσμένη έρευνα στον χώρο της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης και της Λογιστικής ως πολύ βασικές μεταβλητές στη διαδικασία αποτίμησης των μετοχών, οι εμπειρικές μελέτες στον χώρο της εταιρικής διοίκησης χρησιμοποιούν συνήθως διαφορετικές προσεγγίσεις μέτρησης της απόδοσης και του ποσοστού ιδιοκτησίας των ιδίων κεφαλαίων, αγνοώντας τις παραπάνω βασικές μεταβλητές. Ως εκ τούτου, μπορεί να εξαχθούν λανθασμένα αποτελέσματα.

Ως βασικό υπόδειγμα αποτίμησης χρησιμοποιούμε το υπόδειγμα που αναπτύχθηκε πρόσφατα από τον Ohlson (1989, 1995). Το υπόδειγμα αυτό είναι ανάλογο με αυτό των Miller και Modigliani (1961). Επιπλέον, εξετάζοντας την επίπτωση του ποσοστού ιδιοκτησίας των θεσμικών επενδυτών στις τιμές των μετοχών, θα διαφοροποιηθούμε από τις προηγούμενες προσεγγίσεις σ' αυτό το χώρο και ως προς τις στατιστικές μεθόδους ανάλυσης που θα χρησιμοποιηθούν. Ειδικότερα, θα χρησιμοποιήσουμε ένα κοινό δείγμα μετοχών για μία περίοδο έξι (6) ετών και θα εφαρμόσουμε την γενικευμένη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων συνδυάζοντας διαστρωματικά δεδομένα με δεδομένα χρονολογικών σειρών.

Το υπόλοιπο μέρος αυτής της εργασίας διαιρείται σε πέντε (5) τμήματα. Στο τμήμα 2 παρουσιάζονται οι θεωρητικές σχέσεις και τα ευρήματα της εμπειρικής έρευνας για τη σχέση μεταξύ των τιμών των μετοχών και του ιδιοκτησιακού καθεστώτος. Στο τμήμα 3 παρουσιάζεται το θεωρητικό υπόδειγμα που θα διερευνηθεί εμπειρικά. Στο τμήμα 4 περιγράφονται τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν και παρουσιάζονται οι τεχνικές εκτιμήσεως που εφαρμόστηκαν. Στο τμήμα 5 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας ενώ στο τμήμα 6 σχολιάζονται τα αποτελέσματα και παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της μελέτης.

2. Θεωρητική Θεμελίωση

2.1. Εταιρική Διοίκηση και Ομάδες Μετόχων

Η παραδοσιακή άποψη στον χώρο της χρηματοοικονομικής διοίκησης υποστηρίζει ότι οι διοικήσεις των επιχειρήσεων έχουν ως αντικειμενικό σκοπό τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Μέσα στα πλαίσια αυτά, η παραδοσιακή άποψη υποθέτει ότι οι μέτοχοι αποτελούν ένα ομοιογενές σύνολο που δεν συμμετέχει ενεργά στη διοίκηση των εταιρικών υποθέσεων. Η κατανομή των μετοχών μεταξύ διοικητικών στελεχών, θεσμικών επενδυτών και λοιπών μεγάλων μετόχων δεν θεωρείται ότι έχει αντίκτυπο στις επιδόσεις των επιχειρήσεων. Οι μόνοι παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν τη συμπεριφορά της διοίκησης είναι η κατάσταση της αγοράς εργασίας για διοικητικά στελέχη (Fama, 1980) και η απειλή για εξαγορά από τρίτους (Martin και McConnell, 1990)¹.

Αυτή η άποψη έχει αμφισβητηθεί επανειλημμένα τόσο από θεωρητικές όσο και από εμπειρικές μελέτες. Οι Jensen και Meckling (1976) διακρίνουν τους μετόχους σε δύο υποσύνολα. Το πρώτο υποσύνολο περιλαμβάνει τους εσωτερικούς μετόχους που ασκούν και τη διοίκηση των εταιρικών υποθέσεων ενώ το δεύτερο υποσύνολο περιλαμβάνει τους εξωτερικούς μετόχους. Οι εσωτερικοί μέτοχοι ασκούν τη διαχείριση των εταιρικών υποθέσεων όπως ταιριάζει καλύτερα στα προσωπικά τους συμφέροντα και αγνοούν αυτά των εξωτερικών μετόχων. Όσο όμως το ποσοστό ιδιοκτησίας των εσωτερικών μετόχων αυξάνει, τα συμφέροντά τους αρχίζουν και συγκλίνουν με αυτά των εξωτερικών μετόχων (Morck et al., 1988).

Άλλοι ερευνητές (εκτός των Jensen και Meckling, 1976) στον χώρο της εταιρικής διοίκησης αντιμετωπίζουν την επιχείρηση ως ένα σύνολο συμβολαίων μεταξύ των συντελεστών της παραγωγής (Alchian και Demsetz, 1972). Με άλλα λόγια, η επιχείρηση αντιμετωπίζεται ως μία ομάδα τα μέλη της οποίας προωθούν τους προσωπικούς τους στόχους, που ενδέχεται να είναι διαφορετικοί από τους στόχους της ομάδας, αλλά αντιλαμβάνονται ότι το τελικό αποτέλεσμα στηρίζεται στην επιβίωση της ομάδας από τον ανταγωνισμό άλλων ομάδων. Ο Demsetz (1983) ειδικότερα εξετάζει το ιδιοκτησιακό καθεστώς από την πλευρά της διοικητικής των επιχειρήσεων υποστηρίζοντας ότι το ιδιοκτησιακό καθεστώς σε μία επιχείρηση, σε κάθε χρονική στιγμή, προσδιορίζεται μέσα στην επιχείρηση ως μία κατάσταση ισορροπίας. Σύμφωνα με τον Demsetz δεν υπάρχει κάποια εκ των προτέρων προσδιορισμένη

σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακού καθεστώτος και των επιδόσεων των επιχειρήσεων.

Η κεντρική ιδέα πίσω από αυτές τις προσεγγίσεις είναι ότι η σύγχρονη επιχείρηση αποτελεί ένα συνασπισμό διαφόρων ομάδων (διοίκηση, μεμονωμένοι μέτοχοι, θεσμικοί επενδυτές, εργατικές ενώσεις, δανειστές κ.λπ.). Κάθε ομάδα, προσπαθώντας να προωθήσει τα συμφέροντά της παρακολουθεί και επιβλέπει συστηματικά τη διοίκηση της επιχείρησης. Οι διοικούντες αντιμετωπίζονται ως μία ξεχωριστή ομάδα της οποίας τα συμφέροντα μπορεί να διαφέρουν, μερικώς ή στο σύνολό τους, από αυτά των άλλων ομάδων. Για παράδειγμα, οι δανειστές (π.χ. οι τράπεζες) μπορεί να πιέζουν για επενδύσεις χαμηλού κινδύνου, οι μεμονωμένοι μέτοχοι μπορεί να πιέζουν για ικανοποιητική μακροπρόθεσμη απόδοση, οι θεσμικοί επενδυτές μπορεί να ενδιαφέρονται για τα βραχυχρόνια αποτελέσματα και οι διοικούντες για το μερίδιο της επιχείρησης στην αγορά. Το τελικό αποτέλεσμα αυτής της σύγκρουσης συμφερόντων θα εξαρτάται από το σθένος με το οποίο κάθε ομάδα προωθεί τα συμφέροντά της καθώς επίσης και από την προθυμία της να επιβαρυνθεί με το απαιτούμενο κόστος πρακτόρευσης. Ακόμα, το θεσμικό περιβάλλον μπορεί να αποδειχτεί ένας περιοριστικός παράγοντας για τη συστηματική παρακολούθηση και επίβλεψη της συμπεριφοράς των διοικούντων την επιχείρηση.

2.2. Ο Ρόλος των Θεσμικών Επενδυτών

Αρκετοί συγγραφείς συγκέντρωσαν την προσοχή τους στην επίπτωση των θεσμικών μετόχων στη χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης. Η παραπάνω σχέση είναι αρκετά περίπλοκη. Ειδικότερα, εάν οι θεσμικοί επενδυτές συμπεριφέρονται ως μακροπρόθεσμοι επενδυτές προσδοκείται ότι θα παρακολουθούν και θα επιβλέπουν στενά τις αποδόσεις των επιχειρήσεων στις οποίες έχουν επενδύσει τα κεφάλαια που διαχειρίζονται. Σ' αυτή την περίπτωση αναμένονται να εμπλακούν στη διαχείριση των καθημερινών υποθέσεων αυτών των επιχειρήσεων. Αυτού του είδους η ανάμειξη όμως μπορεί να περιορίσει την ευχέρειά τους να αντιδρούν στα άσχημα νέα επειδή μπορεί να κατηγορηθούν (όπου υπάρχει σχετική νομοθεσία) για εκμετάλλευση εσωτερικών πληροφοριών. Επειδή δε και τα κόστη πρακτόρευσης είναι συνήθως υψηλά, τέτοια συμπεριφορά απαιτεί ένα σημαντικό υψηλό ποσοστό συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο των παραπάνω εταιρειών. Υψηλές επενδύσεις όμως στο κεφάλαιο κάποιων εταιρειών περιορίζει σημαντικά τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου των θεσμικών επενδυτών και τους εκθέτει σε υψηλό συστηματικό κίνδυνο. Η έκθεση σε υψηλό

κίνδυνο και η επιθυμία να εκμεταλλευτούν και τις πιο μικρές μεταβολές των τιμών των μετοχών υποχρεώνει τους θεσμικούς επενδυτές να συμπεριφέρονται ως βραχυπρόθεσμοι επενδυτές. Ο Scherer (1980) έδειξε ότι οι θεσμικοί επενδυτές, επειδή συνεχώς αξιολογούνται από τους μετόχους / μεριδιούχους των, συμπεριφέρονται ως βραχυπρόθεσμοι επενδυτές. Γι' αυτό το λόγο θα πρέπει να περιμένουμε μία αρνητική συσχέτιση μεταξύ της χρηματιστηριακής αξίας και του ποσοστού συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών. Επιπλέον, θα πρέπει να περιμένουμε ότι οι μετοχές που εμπορεύονται για βραχυπρόθεσμα κέρδη θα παρουσιάζουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα των τιμών του. Ορισμένοι ερευνητές, μάλιστα, υποστηρίζουν ότι οι θεσμικοί επενδυτές συμπεριφέρονται ως βραχυχρόνιοι επενδυτές αποφεύγουν τα κόστη στενής παρακολούθησης και συστηματικής επίβλεψης των διοικούντων τις επιχειρήσεις αυτές στις οποίες έχουν επενδύσει τα κεφάλαια που έχουν στη διάθεσή των [Hirschman (1970), Drucker (1976) και Hutton (1995)].

Ο Pound (1988), προσπαθώντας να εξηγήσει τη συμπεριφορά των θεσμικών επενδυτών και την επιθυμία τους για συμμετοχή στην εταιρική διοίκηση, διτύπωσε τρεις υποθέσεις. Σύμφωνα με την πρώτη υπόθεση (υπόθεση της αποτελεσματικής επίβλεψης - *efficient monitoring hypothesis*) θεωρείται αποτελεσματικό για τους θεσμικούς επενδυτές και τους μεγάλους μεμονωμένους μετόχους να επιβλέπουν τη συμπεριφορά των διοικήσεων των επιχειρήσεων ενώ για τους μικρούς μετόχους αυτή η επίβλεψη είναι μια ασύμφορη πρακτική. Αυτή η επίβλεψη υποχρεώνει τις διοικήσεις των επιχειρήσεων στην άσκηση πολιτικών μεγιστοποίησης της αξίας. Οι Shleifer και Vishny (1986), μάλιστα, υποστηρίζουν ότι οι μεγάλοι μέτοχοι χρησιμοποιώντας διάφορες μεθόδους επίβλεψης καθώς και την απειλή για εξαγορά υποχρεώνουν τη διοίκηση να είναι σε εγρήγορση για πιθανές επιδρομές προερχόμενες από κύκλους εντός ή εκτός της επιχείρησης. Οι παραπάνω απόψεις συγκλίνουν υπέρ μιας θετικής συσχέτισης μεταξύ χρηματιστηριακής αξίας και της ύπαρξης ομάδων μεγάλων μετόχων.

Σύμφωνα με τη δεύτερη υπόθεση (υπόθεση στρατηγικών συμμαχιών - *strategic alliance hypothesis*), μπορεί να συμφέρει τους θεσμικούς επενδυτές η συνεργασία με τη διοίκηση της επιχείρησης σε συγκεκριμένα θέματα.

Σύμφωνα με την τρίτη υπόθεση (υπόθεση της σύγκρουσης συμφερόντων - *conflict of interests hypothesis*), οι θεσμικοί επενδυτές είναι δυνατόν να συμμαχούν με τη διοίκηση λόγω άλλων σχέσεων που έχουν αναπτυχθεί με αυτήν. Για παράδειγμα, μια ασφαλιστική εταιρεία μπορεί, εκτός της κατοχής τμήματος των μετοχών, να έχει αναλάβει και όλα τα ασφαλιστικά

προγράμματα της επιχείρησης και να θεωρεί την αλλαγή της διοίκησης ως μια απειλή για τις καθαρά ασφαλιστικές της δραστηριότητες. Μια τράπεζα πάλι, μπορεί να ενδιαφέρεται περισσότερο για την εξασφάλιση των δανείων που έχει δώσει παρά για την απόδοση των κεφαλαίων που έχει επενδύσει στις μετοχές μιας επιχείρησης. Σύμφωνα με τις δύο παραπάνω υποθέσεις, προσδοκείται μια αρνητική σχέση μεταξύ της χρηματιστηριακής αξίας και του ποσοστού συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών.

Όπως προκύπτει από τα παραπάνω, η σχέση μεταξύ χρηματιστηριακής αξίας και του ποσοστού συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών και των μεγάλων μεμονωμένων μετόχων δεν μπορεί να διευθετηθεί σε θεωρητικό μόνο επίπεδο, αλλά απαιτείται προσφυγή σε εμπειρική έρευνα.

2.3. Αποτελέσματα Προηγούμενων Εμπειρικών Ερευνών

Σύμφωνα με όσα έχουν παρατεθεί στις ενότητες 2.1. και 2.2. αυτής της εργασίας, η σχέση μεταξύ της αξίας μιας επιχείρησης και του ιδιοκτησιακού της καθεστώτος δεν μπορεί να διευθετηθεί θεωρητικώς αλλά απαιτείται προσφυγή στην εμπειρική έρευνα. Το μεγαλύτερο μέρος της εμπειρικής έρευνας έχει διεξαχθεί στις Η.Π.Α. και το υπόλοιπο στην Ευρώπη, κυρίως στο Ηνωμένο Βασίλειο. Επιπλέον, θα παραθέσουμε τα αποτελέσματα από έρευνες στη Γερμανία και στη Γαλλία.

Στις ΗΠΑ, ο Round (1988) βρήκε μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ χρηματιστηριακής αξίας και του ποσοστού συμμετοχής των θεσμικών επενδυτικών θεωρώντας τα παραπάνω ως επαλήθευση της υπόθεσης στρατηγικών συμμαχιών/σύγκρουσης συμφερόντων. Ο Graves (1988) επίσης εντόπισε μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ του ύψους των εξόδων για έρευνα και ανάπτυξη και του ποσοστού συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών τα οποία θεώρησε ως στοιχεία υπέρ της άποψης ότι οι θεσμικοί επενδυτές συμπεριφέρονται ως βραχυπρόθεσμοι επενδυτές. Από την άλλη πλευρά όμως, οι Hensen και Hill (1991) χρησιμοποιώντας ένα διαφορετικό δείγμα εντόπισαν μια θετική συσχέτιση μεταξύ του ύψους των εξόδων για έρευνα και ανάπτυξη και του ποσοστού συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών τα οποία θεώρησαν ως στοιχεία υπέρ της υπόθεσης της αποτελεσματικής επίβλεψης. Επιπρόσθετα οι McConnell και Servaes (1990) ανέφεραν μια θετική συσχέτιση μεταξύ του Q του Tobin (δηλ. του λόγου χρηματιστηριακής αξίας μετοχής προς αξίαν αντικατάστασης) και του ποσοστού συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών και οι Chaganti και Damanpour (1991) ανέφεραν επίσης μια θετική

συσχέτιση μεταξύ απόδοσης ιδίων κεφαλαίων και ποσοστού συμμετοχής θεσμικών επενδυτών.

Τέλος, οι Holderness και Sheehan (1988), Hermalin και Weisback (1987), Morck et al. (1988) και Murali και Welch (1989) δεν εντόπισαν κάποια στατιστικώς σημαντική συσχέτιση (θετική ή αρνητική) μεταξύ χρηματιστηριακής αξίας και ποσοστού συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο, οι Short και Keasey (1997) ανέφεραν ότι η κατανομή των μετοχών δεν επιδρά στις επιδόσεις των επιχειρήσεων. Παρόμοια αποτελέσματα ανέφεραν και οι Radice (1971), Holl (1975), Steer και Cable (1978) και Cubbin και Leech (1986). Από την άλλη πλευρά όμως, οι Leech και Leahy (1991) ανέφεραν ότι υπάρχει μια θετική συσχέτιση μεταξύ του ποσοστού συμμετοχής μεγάλων ομάδων μετόχων και των διαφορών μέτρων μέτρησης της απόδοσης.

Στη Γαλλία, οι Jacquemin και De Ghellinck (1980) χώρισαν ένα δείγμα επιχειρήσεων μεταξύ αυτών που ελέγχονταν από τη μειοψηφία και αυτών που ελέγχονταν από την πλειοψηφία των μετόχων καθώς και μεταξύ οικογενειακών και μη οικογενειακών επιχειρήσεων. Η εμπειρική τους έρευνα δεν εντόπισε κάποια διαφορά μεταξύ οικογενειακών και μη οικογενειακών επιχειρήσεων καθώς και μεταξύ επιχειρήσεων ελεγχόμενων από την πλειοψηφία και επιχειρήσεων ελεγχόμενων από την μειοψηφία.

Στη Γερμανία, τέλος, οι Thonet και Poensgen (1979) ανέφεραν ότι οι επιχειρήσεις που ελέγχονταν από τις διοικήσεις είχαν υψηλότερη αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων ενώ οι επιχειρήσεις που ελέγχονταν από τους ιδιοκτήτες είχαν υψηλότερο ποσοστό ανάπτυξης του συνολικού ενεργητικού.

Συνοψίζοντας, τα αποτελέσματα από τις μέχρι σήμερα έρευνες για τη συμπεριφορά των θεσμικών επενδυτών στην εταιρική διοίκηση είναι αλληλοσυγκρουόμενα. Επειδή όμως η μορφή της παραπάνω σχέσης θα έχει ουσιαστικές επιπτώσεις για τη διαχείριση επενδυτικών χαρτοφυλακίων είναι αναγκαία περαιτέρω εμπειρική έρευνα για την εξακρίβωση της μορφής αυτής της σχέσης.

3. Υποδείγματα Αποτίμησης των Μετοχών

Σύμφωνα με τον Ohlson (1989, 1995), υπό καθεστώς λογιστικής καθαρού πλεονάσματος (clean surplus accounting) και υποθέτοντας ότι η χρονολογική σειρά των μη φυσιολογικών λογιστικών κερδών (abnormal accounting earn-

ings) ακολουθεί ένα δεδομένο στοχαστικό υπόδειγμα, η αγοραία αξία μιας μετοχής προσδιορίζεται ως εξής:

$$MV_t = \mu A_t^a + vEQ_t + \phi[V_t] \quad (1)$$

όπου:

MV_t : είναι η αγοραία αξία της καθαρής θέσης στη χρονική περίοδο t ,

A_t^a : είναι τα μη φυσιολογικά (abnormal) λογιστικά κέρδη στη χρονική περίοδο t ,

EQ_t : είναι η λογιστική αξία της καθαρής θέσης στη χρονική περίοδο t ,

$[V_t]$: είναι ένα διάνυσμα που περιλαμβάνει όλες τις μη λογιστικές πληροφορίες που επηρεάζουν τις αγοραίες αξίες αλλά δεν έχουν ακόμα επηρεάσει τα A_t and EQ_t .

Για τους σκοπούς της εμπειρικής μας ανάλυσης θα υποθέσουμε ότι οι μεταβλητές του ιδιοκτησιακού καθεστώτος περιλαμβάνονται στο διάνυσμα $[V_t]$ και επομένως θα ελέγξουμε εμπειρικά την παρακάτω εκδοχή του υποδείγματος του Ohlson:

$$P_t = a_0 + a_1 A_t^a + a_2 EQ_t + a_3 PO_t \quad (2)$$

όπου:

P_t : είναι η χρηματιστηριακή τιμή της κοινής μετοχής,

A_t^a : είναι τα μη φυσιολογικά λογιστικά κέρδη ανά κοινή μετοχή στη χρονική περίοδο t , υπολογιζόμενα ως $A_t^a = A_t - R_f EQ_{t-1}$,

A_t : είναι τα λογιστικά κέρδη ανά κοινή μετοχή στη χρονική περίοδο t ,

EQ_t : είναι η λογιστική αξία της καθαρής θέσης στη χρονική περίοδο t ,

R_f : είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο,

PO_t : είναι το ποσοστό των μετοχών που κατέχονται από εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου και αμοιβαίων κεφαλαίων.

4. Το Δείγμα

4.1. Περιγραφή Δείγματος και Πηγές των Στοιχείων

Το δείγμα περιλαμβάνει όλες τις επιχειρήσεις των οποίων οι μετοχές ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και για τις οποίες όλες οι σχετικές πληροφορίες ήταν διαθέσιμες για τη χρονική περίοδο 1991 - 1996. Λαμβάνοντας υπ' όψιν τα διαθέσιμα στοιχεία κατορθώσαμε να έχουμε πληροφορίες για το ιδιοκτησιακό καθεστώς 59 επιχειρήσεων για όλη την εξαετή περίοδο 1991 - 1996. Τα λογιστικά στοιχεία και οι χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών προσφέρθηκαν από τη βάση δεδομένων της εταιρίας ηλεκτρονικής πληροφόρησης "EFFECT", τα χαρτοφυλάκια των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου και των αμοιβαίων κεφαλαίων αντλήθηκαν από εκδόσεις του περιοδικού "ΧΡΗΜΑ", ενώ το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο βρέθηκε από τις σχετικές εκδόσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

4.2. Προσδιορισμός των Μεταβλητών

Προκειμένου να διερευνηθεί εμπειρικά το υπόδειγμα που περιγράφεται από τη σχέση (2), η εξαρτημένη και οι ανεξάρτητες μεταβλητές προσδιορίστηκαν ως εξής:

P_t : είναι η χρηματιστηριακή τιμή της κοινής μετοχής έξι (6) μήνες μετά την ημερομηνία του ισολογισμού.

A_t^a : είναι τα μη φυσιολογικά λογιστικά κέρδη ανά κοινή μετοχή στη χρονική περίοδο t , υπολογιζόμενα ως $A_t^a = A_t - R_t EQ_{t-1}$. Η μεταβλητή A_t^a θα μπορούσε να οριστεί και ως καθαρά κέρδη στο βαθμό που υπολογίζεται ίση με τη διαφορά των λογιστικών κερδών (A_t) και του κόστους ευκαιρίας ($R_t EQ_{t-1}$) αυτών των κερδών, σύμφωνα με τα υποδείγματα των Ohlson (1989, 1995) και Feltham και Ohlson (1995).

R_t : είναι το επιτόκιο των εντόκων γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου ετήσιας διάρκειας στην αρχή της περιόδου t ,

οι δε μεταβλητές A_t , EQ_t έχουν ήδη ορισθεί.

Η εφαρμογή των διαγνωστικών κριτηρίων που προτάθηκαν από τους Belsley et al. (1980) υπέδειξε την παρουσία επτά ακραίων παρατηρήσεων και ως εκ τούτου το δείγμα μας μειώθηκε στις 52 εταιρείες.

Κατ' αρχάς, παρουσιάζουμε αποτελέσματα (Πίνακας 1) για το δείγμα των 52 παρατηρήσεων για καθένα από τα έτη από το 1991 έως το 1996. Γι' αυτόν το λόγο εκτιμάμε έξι (6) ξεχωριστές παλινδρομήσεις χρησιμοποιώντας διαστρωματικά στοιχεία. Όπως αναφέρουμε στις ενότητες που παρουσιάζεται η ερευνητική μας μεθοδολογία (οι επόμενες δύο ενότητες αυτού του τμήματος) εκτιμήσαμε εναλλακτικά υποδείγματα συνδυάζοντας διαστρωματικά και χρονολογικά στοιχεία χρησιμοποιώντας και τις 312 διαθέσιμες- παρατηρήσεις.

Προκειμένου να συνδυάσουμε διαστρωματικά με χρονολογικά στοιχεία εφαρμόσαμε το τεστ ομοιογένειας του Chow (1960) τόσο στο αρχικό δείγμα των 59 παρατηρήσεων όσο και στο περιορισμένο δείγμα των 52 παρατηρήσεων. Η τιμή της στατιστικής του Chow υπέδειξε ανομοιογένεια των παρατηρήσεων του πρώτου δείγματος και ομοιογένεια των παρατηρήσεων του δεύτερου δείγματος των 52 εταιρειών. Ως εκ τούτου, το δείγμα μας για τη συνδυασμένη ανάλυση διαστρωματικών και χρονολογικών στοιχείων θα περιλαμβάνει, όπως και στην ανάλυση διαστρωματικών σειρών, 52 εταιρείες.

4.3. Επιλογή μεταξύ Διαστρωματικής και Συνδυασμού Διαστρωματικής και Χρονολογικής Ανάλυσης

Δεδομένου του μεγέθους του δείγματός μας, δηλ. πενήντα δύο παρατηρήσεις για μία χρονική περίοδο έξι (6) ετών είχαμε να επιλέξουμε μεταξύ δύο λύσεων. Μπορούσαμε να επιλέξουμε είτε διαστρωματική ανάλυση είτε συνδυασμένη διαστρωματική και χρονολογική ανάλυση. Στη διαστρωματική ανάλυση προσπαθούμε να αποκτήσουμε πληροφορίες από ποσοτικοποιημένες ανεξάρτητες και εξαρτημένες μεταβλητές σε μία δεδομένη χρονική στιγμή. Μεταβλητές οι οποίες μεταβάλλονται διαχρονικά αλλά δεν επιδέχονται ποσοτικοποίηση, δεν μπορούν να εισαχθούν άμεσα στο υπόδειγμα. Αυτό το μειονέκτημα μπορεί να ξεπεραστεί με τη συνδυασμένη ανάλυση διαστρωματικών και χρονολογικών παρατηρήσεων.

4.4. Συνδυασμένη Ανάλυση Διαστρωματικών και Χρονολογικών Παρατηρήσεων (Pooling)

Η εκτίμηση συναρτήσεων που συνδυάζουν χρονολογικές και διαστρωματικές παρατηρήσεις είναι πολύ συνηθισμένη στην εμπειρική έρευνα στον χώρο των διοικητικών επιστημών. Συνήθως παρατηρούμε ένα δείγμα επιχειρήσεων, νοικοκυριών, ατόμων κ.λπ. για έναν αριθμό διαδοχικών ετών.

Ο συνδυασμός χρονολογικών και διαστρωματικών παρατηρήσεων προσφέρει στους ερευνητές έναν σημαντικό αριθμό βαθμών ελευθερίας που τους επιτρέπει να ξεπεράσουν τις αντικειμενικά περιοριστικές υποθέσεις του κλασικού γραμμικού υποδείγματος. Ίσως, η πιο σημαντική περιοριστική υπόθεση του υποδείγματος αυτού είναι η παραδοχή ότι όλοι οι συντελεστές παλινδρόμησης (τόσο οι γωνιακοί συντελεστές όσο και η σταθερά), είναι σταθεροί και όμοιοι από παρατήρηση σε παρατήρηση. Ιδιαίτερα σε μια ανάλυση διαστρωματικών δεδομένων είναι φανερό ότι ο διαστρωματικός μονάδες διαφέρουν σημαντικά στον τρόπο λήψης των αποφάσεών τους, γεγονός το οποίο δεν μπορεί να συλληφθεί με την υπόθεση της σταθερότητας των συντελεστών παλινδρόμησης.

Η πλέον συνηθισμένη αντιμετώπιση αυτού του προβλήματος συνίσταται στην εισαγωγή μη παρατηρήσιμων διαστρωματικών και χρονολογικών επιδράσεων. Η εισαγωγή όλων αυτών των μεταβλητών επιτρέπει στον ερευνητή να συλλάβει όλες τις σημαντικές, ατομικές ή χρονολογικές, επιδράσεις που επηρεάζουν την εξαρτημένη μεταβλητή αλλά που δεν μπορούν να μετρηθούν ξεχωριστά.

Επιπλέον, η εισαγωγή αυτών των επιδράσεων βοηθά στον περιορισμό της αυτοσυσχέτισης, της ετεροσκεδαστικότητας και της πολυσυγραμμικότητας στον βαθμό που η παράλειψη των επιδράσεων αυτών δημιουργεί τα προαναφερθέντα προβλήματα.

Αλγεβρικά, η σχέση μπορεί να απεικονισθεί ως εξής:

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

($i=1, 2, \dots, N$ και $t=1, 2, \dots, T$)

όπου:

$$\varepsilon_{it} = \mu_i + \lambda_t + w_{it},$$

Y_{it} είναι η εξαρτημένη μεταβλητή,

X_{kit} είναι η τιμή της k μη στοχαστικής ερμηνευτικής μεταβλητής,

- μ_i είναι μια μη παρατηρούμενη διαστρωματική επίδραση η οποία είναι σταθερή διαχρονικά αλλά διαφέρει μεταξύ των διαστρωματικών μονάδων,
- λ_i είναι μια μη παρατηρούμενη διαχρονική επίδραση η οποία είναι σταθερή για όλες τις διαστρωματικές μονάδες, αλλά διαφέρει διαχρονικά και
- w_{it} είναι μια μη παρατηρούμενη υπόλοιπη επίδραση η οποία διαφέρει μεταξύ των διαστρωματικών μονάδων τόσο την ίδια χρονική περίοδο όσο και διαχρονικά.

Οι παράμετροι του υποδείγματος (3) μπορούν να εκτιμηθούν αποδεχόμενοι ορισμένες υποθέσεις για τη φύση του στοχαστικού όρου ε_{it} . Οι υποθέσεις, που χρησιμοποιούνται ευρύτατα στην εμπειρική έρευνα, είναι οι εξής:

Υπόθεση 1: Οι όροι μ_i και λ_i είναι άγνωστες σταθερές παράμετροι ενώ ο όρος w_{it} είναι μία τυχαία μεταβλητή.

Υπόθεση 2: Όλοι οι παραπάνω όροι είναι τυχαίες μεταβλητές.

Η πρώτη υπόθεση οδηγεί στο υπόδειγμα της ανάλυσης συνδιακύμανσης (analysis of covariance) ενώ η δεύτερη οδηγεί στο υπόδειγμα των συνιστωσών του σφάλματος (error components model) .

Με το υπόδειγμα της ανάλυσης συνδιακύμανσης οι εκτιμήσεις των παραμέτρων παραμένουν αμερόληπτες και συνεπείς αλλά δεν θα είναι οι πλέον αποτελεσματικές σε σχέση με αυτές άλλων μεθόδων εκτίμησης. Ένα βασικό μειονέκτημα της μεθόδου αυτής είναι το γεγονός ότι χρησιμοποιεί έναν σημαντικό αριθμό βαθμών ελευθερίας ($N+T-2$) με αποτέλεσμα πολλές φορές να μειώνεται αισθητά η στατιστική ισχύς του υποδείγματος. Επιπλέον, αγνοεί το τμήμα εκείνο της μεταβλητικότητας το οποίο οφείλεται στην μεταξύ των ομάδων και στην μεταξύ των χρονικών περιόδων μεταβλητικότητα .

Επιπροσθέτως, σπάνια είναι δυνατόν να δοθεί μία οικονομική ερμηνεία στις ψευδομεταβλητές ενώ όλη η διαδικασία είναι ευαίσθητη σε πιθανά λάθη μέτρησης των μεταβλητών .

Τα παραπάνω προβλήματα μπορούν να ξεπεραστούν εάν χρησιμοποιηθεί ένα υπόδειγμα που αντιμετωπίζει τις μ_i και λ_i ως τυχαίες μεταβλητές και όχι ως σταθερές παραμέτρους.

Ο Maddala (1971) ισχυρίζεται πειστικά ότι τα μ_i και λ_i πρέπει να θεωρηθούν ως τυχαίες μεταβλητές όπως ακριβώς και ο στοχαστικός όρος w_{it} , δεδομένου ότι τα μ_i και λ_i εκφράζουν κάποια συγκεκριμένη άγνοια όπως ακριβώς ο στοχαστικός όρος w_{it} εκφράζει την γενική άγνοια αναφορικά με παράγοντες οι οποίοι δεν εισέρχονται ρητά στο υπόδειγμα. Εξάλλου, οι οικονομικές επιδράσεις συνήθως είναι τυχαίες και όχι σταθερές.

Με αυτή τη προσέγγιση, η σχέση μπορεί να διατυπωθεί ως εξής:

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

($i=1, 2, \dots, N$ και $t= 1, 2, \dots, T$)

όπου:

$$\varepsilon_{it} = \mu_i + \lambda_i + w_{it} \quad (5)$$

Στη σχέση (5) ο διαταρακτικός όρος ε_{it} αποτελείται από τρεις τυχαίους πλέον όρους από τους οποίους ο πρώτος μετρά διαστρωματικές επιδράσεις, ο δεύτερος χρονολογικές και ο τρίτος τις απομένουσες διαστρωματικές και χρονολογικές επιδράσεις.

Ταυτόχρονα με την υπόθεση αυτή υιοθετείται και η υπόθεση ότι τα μ_i , λ_i και w_{it} είναι τυχαίες μεταβλητές, αμοιβαία ανεξάρτητες, με μηδενικό μέσο και διακυμάνσεις σ_μ^2 , σ_λ^2 και σ_w^2 αντίστοιχα.

Η εκτίμηση των συντελεστών απαιτεί τη χρήση της τροποποιημένης μεθόδου του Aitken σε δυο στάδια. Στο πρώτο στάδιο οι εκτιμήσεις της διακύμανσης των συνιστωσών του σφάλματος υπολογίζονται με τη μέθοδο της ανάλυσης συνδιακύμανσης, ενώ στο δεύτερο στάδιο χρησιμοποιείται ο εκτιμητής της γενικευμένης μεθόδου ελαχίστων τετραγώνων :

$$B = (X' \Omega^{-1} X)^{-1} X' \Omega^{-1} Y$$

Στη μελέτη αυτή παρουσιάζονται εμπειρικά αποτελέσματα από μία καθαρώς διαστρωματική ανάλυση και από μία συνδυασμένη ανάλυση διαστρωματικών και χρονολογικών παρατηρήσεων.

5. Παρουσίαση των αποτελεσμάτων

5.1. Αποτελέσματα Διαστρωματικής Ανάλυσης

Η διερευνώμενη σχέση υποστηρίζει ότι διαφορές στις τιμές μεταξύ επιχειρήσεων μπορούν να ερμηνευθούν από διαφορές μεταξύ των επιχειρήσεων στα μη φυσιολογικά κέρδη ανά μετοχή, στις λογιστικές αξίες της καθαρής θέσης ανά μετοχή και στα ποσοστά ιδιοκτησίας των θεσμικών επενδυτών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Υπόδειγμα: $P_t = a_0 + a_1 A_t^a + a_2 EQ_t + a_3 PO_t$
 Διαστρωματική Ανάλυση με τη κλασική μέθοδο
 των ελαχίστων τετραγώνων

($n=52$)

Year	a_0	a_1	a_2	a_3	R^2 -Adj	F
1991	387.152 (1.72)***	4.660 (5.94)*	1.823 (6.97)*	-799.124 (-0.53)	0.6367	30.80*
1992	405.997 (2.39)**	4.189 (8.74)*	1.373 (8.64)*	-1524.39 (-1.22)	0.7652	56.40*
1993	684.351 (2.87)*	3.738 (5.30)*	1.442 (7.74)*	-2370.809 (-1.16)	0.6229	29.09*
1994	696.506 (4.16)*	3.785 (7.49)*	1.109 (9.84)*	-1454.708 (-1.15)	0.7506	52.18*
1995	286.789 (1.23)	1.459 (1.41)	0.972 (5.38)*	6192.958 (1.86)***	0.3797	11.41*
1996	563.068 (2.12)**	4.416 (4.70)*	0.903 (5.26)*	630.227 (0.17)	0.5419	21.11*

* σημαντικό για $\alpha=0.01$ (two tail test); ** σημαντικό για $\alpha=0.05$ (two tail test); *** σημαντικό για $\alpha=0.10$ (two tail test).

Ορισμό: των Μεταβλητών

P_t : η τιμή της κοινής μετοχής έξι μήνες μετά την ημερομηνία του ισολογισμού,

A_t : τα λογιστικά κέρδη ανά κοινή μετοχή για τη χρονική περίοδο t ,

A_t^a : τα μη φυσιολογικά λογιστικά κέρδη ανά κοινή μετοχή για τη χρονική περίοδο t υπολογιζόμενα ως $A_t^a = A_t - R_t EQ_{t-1}$,

EQ_t : η λογιστική αξία της καθαρής θέσης ανά κοινή μετοχή για τη χρονική περίοδο t ,

PO_t : το ποσοστό των μετοχών που κατέχουν οι εταιρείες επενδύσεων και τα αμοιβαία κεφάλαια στη χρονική περίοδο t ,

R_t : το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο στην αρχή της χρονικής περιόδου t .

Τα αποτελέσματα από τη διαστρωματική ανάλυση εμφανίζονται στον Πίνακα 1. Οι στατιστικές t των εκτιμήσεων, που εμφανίζονται μέσα σε παρένθεση, υπολογίστηκαν χρησιμοποιώντας τη συνεπή μήτρα συνδιακύμανσης του White (1980) που διορθώνει τις επιπτώσεις της ετεροσκεδαστικότητας. Και στα έξι (6) χρόνια που καλύπτει αυτή η μελέτη η σημαντικότητα των εξισώσεων καθώς και η ερμηνευτική τους ικανότητα είναι πολύ ικανοποιητική. Οι δύο βασικές μεταβλητές που σύμφωνα με το θεωρητικό υπόδειγμα θα έπρεπε να προσδιορίζουν τις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών έχουν τα προσδοκώμενα θετικά πρόσημα και είναι στατιστικά σημαντικές.

Όσον αφορά την επίπτωση των θεσμικών επενδυτών τα αποτελέσματα είναι μάλλον ασαφή. Τα αποτελέσματα για τα έτη 1991 ως και 1994 υποδεικνύουν μία μη στατιστικά σημαντική αρνητική επίδραση. Για το έτος 1995 παρατηρούμε μία θετική και στατιστικά σημαντική σχέση ενώ για το έτος 1996 παρατηρούμε μία θετική αλλά στατιστικά ασήμαντη σχέση.

Συνοψίζοντας, μπορούμε να ισχυριστούμε ότι η εμπειρική ανάλυση δεν απέδειξε κάποια στατιστικά σημαντική επίδραση των Ελλήνων θεσμικών επενδυτών στις τιμές των μετοχών για την περίοδο 1991 έως και 1996.

5.2. Αποτελέσματα από τη Μέθοδο των Γενικευμένων Ελαχίστων Τετραγώνων και την Συνδυασμένη Ανάλυση Διαστρωματικών και Χρονολογικών Παρατηρήσεων.

Τα αποτελέσματα από την εμπειρική διερεύνηση του συνδυασμένου δείγματος των τριακοσίων δώδεκα (312) παρατηρήσεων παρατίθενται στον Πίνακα 2.

Η διερευνώμενη σχέση υποστηρίζει ότι διαφορές στις τιμές μεταξύ επιχειρήσεων και διαχρονικά συσχετίζονται συναρτησιακά με διαφορές μεταξύ των επιχειρήσεων και διαχρονικά στα μη φυσιολογικά κέρδη ανά μετοχή, στις λογιστικές αξίες της καθαρής θέσης ανά μετοχή και στα ποσοστά ιδιοκτησίας των θεσμικών επενδυτών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Υπόδειγμα: $P_t = a_0 + a_1 A_t + a_2 EQ_t + a_3 PO_t$
 Συνδυασμένη ανάλυση διαστρωματικών και χρονολογικών παρατηρήσεων
 με τη μέθοδο των γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων.

(n-312)

Years	a ₀	a ₁	a ₂	a ₃	R ₁ ²	R ₂ ²
1991-1996	987.10	2.55	0.59	-213.90	0.801	0.844
	(7.50)*	(8.60)*	(6.30)*	(-0.30)		

* σημαντικό για α=0.01 (two tail test); "σημαντικό για α=0.05 (two tail test); ***σημαντικό για α=0.10 (two tail test).

Ορισμός των Μεταβλητών

P_t: η τιμή της κοινής μετοχής έξι μήνες μετά την ημερομηνία του ισολογισμού,

A_t: τα λογιστικά κέρδη ανά κοινή μετοχή για τη χρονική περίοδο t,

A_t^a: τα μη φυσιολογικά λογιστικά κέρδη ανά κοινή μετοχή για τη χρονική περίοδο t υπολογιζόμενα ως $A_t^a = A_t - R_t EQ_{t-1}$,

EQ_t: η λογιστική αξία της καθαρής θέσης ανά κοινή μετοχή για τη χρονική περίοδο t,

PO_t: το ποσοστό των μετοχών που κατέχουν οι εταιρείες επενδύσεων και τα αμοιβαία κεφάλαια στη χρονική περίοδο t,

R_t: το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο στην αρχή της χρονικής περιόδου t.

Οι συντελεστές προσδιορισμού είναι αρκετά υψηλοί. Ο συντελεστής των μη φυσιολογικών κερδών εμφανίζεται να ασκεί μία θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση στις τιμές των μετοχών. Το ίδιο σχόλιο ισχύει και για τη λογιστική αξία της καθαρής θέσης ανά μετοχή, ενώ για μία ακόμα φορά η μεταβλητή του ποσοστού ιδιοκτησίας των θεσμικών επενδυτών δεν ασκεί καμμία στατιστικά σημαντική επίδραση στην εξαρτημένη μεταβλητή.

6. Συζήτηση και Συμπεράσματα

Σκοπός αυτής της μελέτης ήταν να διερευνήσει εμπειρικά εάν το ποσοστό ιδιοκτησίας των θεσμικών επενδυτών ασκεί κάποια ανεξάρτητη επίδραση στις τιμές των μετοχών. Για την εμπειρική διερεύνηση του προβλήματος χρησιμοποιήσαμε δεδομένα επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, μία κεφαλαιαγορά που για ορισμένους θεωρείται αναπτυσσόμενη και για άλλους αναπτυγμένη.

Όσον αφορά τη βασική μεταβλητή της μελέτης μας, δηλ. το ποσοστό ιδιοκτησίας των θεσμικών επενδυτών, τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι

οι θεσμικοί επενδυτές δεν πάσχουν ούτε από μυωπία ούτε από πρεσβυωπία. Προφανώς, οι ειδικοί αναλυτές τους εφαρμόζουν θεμελιώδη ανάλυση των επιχειρήσεων και τους συμβουλεύουν ανάλογα. Δεν είναι το ποσοστό ιδιοκτησίας των θεσμικών επενδυτών που προσδιορίζει την αξία αλλά τα λογιστικά αποτελέσματα της επιχείρησης.

Συνοψίζοντας, τα αποτελέσματά μας συμφωνούν με την παραδοσιακή υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών. Θεωρούμε δε ότι θα πρέπει να αγνοηθεί ή αρνητική αλλά στατιστικά ασήμαντη συσχέτιση μεταξύ του ποσοστού ιδιοκτησίας των θεσμικών επενδυτών και των τιμών των μετοχών. Εφ' όσον η σχέση αυτή ήταν στατιστικά σημαντική θα μπορούσαμε να μιλάμε για τη σχετικότητα της θεωρίας περί μυωπίας των θεσμικών επενδυτών. Είναι πάντως ουσιώδες, για την ερμηνεία των αποτελεσμάτων, να λάβουμε υπ' όψει ότι στην Ελλάδα οι διοικήσεις των επιχειρήσεων ελέγχονται από τους μεγαλομετόχους που διοικούν τις επιχειρήσεις σύμφωνα με την αρχή μεγιστοποίησης του κέρδους. Επιπλέον οφείλουμε να τονίσουμε ότι το ποσοστό των μετοχών που διακρατούνται από τους θεσμικούς επενδυτές είναι ακόμα σχετικώς μικρό¹⁰ και ως εκ τούτου τα συμπεράσματά μας πρέπει να ληφθούν με σημαντική επιφύλαξη.

Μέσα σ' αυτά τα πλαίσια, οι θεσμικοί επενδυτές έχουν το ρόλο του παθητικού επενδυτή και στηρίζονται στη πολιτική της διοίκησης για τη μεγιστοποίηση των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου τους.

Είναι προφανές ότι απαιτείται μεγαλύτερη προσπάθεια για ένα τόσο βασικό θέμα όπως αυτό του ιδιοκτησιακού καθεστώτος και της επίδρασής του στις τιμές των μετοχών. Μελέτες με βελτιωμένον ερευνητικό σχεδιασμό σίγουρα είναι απαραίτητες. Θα πρέπει δε να έχουμε πάντα υπ' όψει ότι με τον όρο αποδόσεις στην αποτίμηση μετοχών εννοούμε πάντα προσδοκώμενες αποδόσεις. Παρ' όλα αυτά, σε όλες σχεδόν τις εμπειρικές μελέτες οι ερευνητές ερευνούν τη σχέση μεταξύ των εκ των υστέρων (ex-post) τιμών της εξαρτημένης και των ανεξαρτήτων μεταβλητών. Δεν είναι αρκετό να ισχυριζόμαστε ότι οι προσδοκίες υλοποιούνται μέσα σε μία πενταετή ή δεκαετή κ.λπ. περίοδο αλλά πρέπει να μελετήσουμε τη διαδικασία διαμόρφωσης των προσδοκιών από την αγορά. Χωρίς τέτοιου είδους μελέτες δεν θα είναι δυνατός ο προσδιορισμός του βαθμού στον οποίο μεταβλητές της εταιρικής διοίκησης επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών, την κεφαλαιακή διάρθρωση, τη μερισματική πολιτική καθώς και άλλες σημαντικές αποφάσεις των εταιρειών.

Επειδή υπάρχουν πλέον επαρκή στοιχεία που μας επιτρέπουν να υποστηρίξουμε με πειστικότητα ότι η χρηματοοικονομική ανάλυση από μόνη της δεν μπορεί να ερμηνεύσει θέματα τόσο βασικά όσο η διαμόρφωση των τιμών των μετοχών, ο προσδιορισμός της κεφαλαιακής διάρθρωσης, η μερισματική πολιτική, κ.λπ., απαιτείται μια διεπιστημονική προσέγγιση στο θέμα που θα συνδέει ευρήματα από τους χώρους της οργάνωσης και διοίκησης των επιχειρήσεων, τη χρηματοδοτική διοίκηση και τη λογιστική.

Σημειώσεις

1. Επιπλέον και μέσα στα πλαίσια της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών δεν θα πρέπει να υπάρχει διαφορά μεταξύ των διαφόρων ομάδων των μετόχων επειδή όλοι μοιράζονται τον ίδιο κοινό στόχο που είναι η μεγιστοποίηση των τιμών των μετοχών.

2. Όλες οι μεταβλητές είναι προσαρμοσμένες σε τυχούσες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, διασπάσεις μετοχών κ.λπ.

3. Η πολύ γνωστή μέθοδος ανάλυσης της συνδιακύμανσης, που στο παρελθόν έχει χρησιμοποιηθεί ευρύτατα στην ανάλυση της συνάρτησης παραγωγής. Για πιά πολλά βλέπε Mundlak (1963) και Hock (1962).

4. Για έναν αριθμό διαφορετικών μορφών του υποδείγματος των συνιστωσών του σφάλματος βλέπε, Balestra και Nerlove (1966), Wallace και Hussain (1969), Chamberlain και Griliches (1975), Lillard και Willis (1978), Lillard και Weiss (1979), Hausman και Taylor (1981).

5. Maddala (1971).

6. Mundlack (1978) και Hausman και Taylor (1981).

7. Amemiya (1971).

8. Τα σχετικά υποδείγματα εκτιμήθηκαν με την χρησιμοποίηση του οικονομετρικού πακέτου *Econometric Views*, Version 3.0, 1998.

9. Το EV παρουσιάζει σταθμισμένες και μη σταθμισμένες στατιστικές. Οι σταθμισμένες στατιστικές προέρχονται από την εκτίμηση του υποδείγματος με την Γενικευμένη Μέθοδο Ελαχίστων Τετραγώνων, ενώ οι μη σταθμισμένες προέρχονται από την χρήση των καταλοίπων του αρχικού υποδείγματος και την μετέπειτα χρήση των συντελεστών του εκτιμημένου υποδείγματος. Για μια αναλυτική παρουσίαση Green (1997) και Judge et al. (1985).

10. Για την εξεταζομένη περίοδο το ποσοστό των μετοχών που διακρατούσαν οι θεσμικοί επενδυτές ως προς την χρηματιστηριακή αξία του ΧΑΑ δεν ξεπερνούσε το 5%.

References

Amemiya, (1971), "The Estimation of Variances in a Variance-Component Model", *International Economic Review*, Vol. 12, pp 1-13.

- Alchian, A. and Demsetz, H., (1972), "Production Information Costs and Economic Organisation", *American Economic Review*, Vol. 62, pp 777-795.
- Balestra, P. and Nerlove, M., (1966), "Pooling Cross-Section and Time-Series Data in the Estimation of a Dynamic Model: The Demand for Natural Gas", *Econometrica*, Vol. 34, pp 585-612.
- Belsley, D., E. Kuh and R. Welsch. "Regression Diagnostics: Identifying Influential Data and Sources of Collinearity", Wiley and Sons, 1980.
- Chaganti, R. and Damanpour, F., (1991), "Institutional Ownership, Capital Structure and Firm Performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 12, pp 479-491.
- Chamberlain, G. and Griliches, Z., (1975), "Unobservables with a Variance-Components Structure: Ability, Schooling and the Economic Success of Brothers", *International Economic Review*, Vol. 16, pp 422-450.
- Chow, G.C., (1960), "Tests of Equality Between Sets of Coefficients in Two Linear Regressions", *Econometrica*, Vol. 28, pp 591-605.
- Cubbin, J. and Leech, D., (1983), "The Effect of Shareholding Dispersion on the Degree of Control in British Companies: Theory and Measurement", *Economic Journal*, Vol 93, pp 351-369.
- Demsetz, H., (1983), "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp 375-390.
- Drucker, P.F., (1976), "The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism came to America", Heinemann.
- Fama, E., (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, Vol. 88, pp 288-307.
- Feltham, G. and Ohlson, J., "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, pp 689-731.
- Graves, S.B., (1988), "Institutional Ownership and Corporate R&D in the Computer Industry", *Academy of Management Journal*, Vol. 31, pp 417-428.
- Green W. (1997) "Econometric Analysis", Third Edition, Prentice Hall.
- Hansen, G.S. and Hill, C.W.L., (1991), "Are Institutional Investors Myopic? A Time-Series Study of Four Technology-Driven Industries", *Strategic Management Journal*, Vol. 12, pp 1-16.
- Hausman, J.A. and Taylor, W.E., (1981), "Panel Data and Unobservable Individual Effects", *Econometrica*, Vol. 49, pp 1377-1398.
- Hermalin, B.E. and Weisback, M.S., (1987), "The Determinants of Board Composition", *Rand Journal of Economics*, Vol. 19, pp 589-606.
- Hirschman, A.O., (1970), "Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms", *Organisations and States*, Harvard University Press.
- Hock, I., (1962), "Estimation of Production Function Parameters Combining Time-Series and Cross-Section Data", *Econometrica*, Vol. 30, pp 34-53.

- Holderness, G.R. and Sheehan, D.P., (1988), "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp 317-346.
- Holl, D.A., (1975), "Effect of Control Type on the Performance of the Firm in the U.K.", *Journal of Industrial Economics*, Vol. 23, pp 257-271.
- Hutton, W., (1995), "The State We're In", Jonathan Cape.
- Jacquemin, A. and De Ghellinck, E., (1980), "Familial Control, Size and Performance in the Larges French Firms", *European Economic Review*, Vol. 13, pp 81-91.
- Jensen, M. and Meckling, W., (1976), "Theory of the Firm: Management Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 4, pp 305-360.
- Judge G., C. Hill, W. Griffiths and T. Lee (1985), "The Theory and Practice of Econometrics", New York, John Wiley and Sons.
- Kmenta, J. (1986), "Elements of Econometrics", 2nd edition, Macmillan.
- Leech, D. and Leahy, J., (1991), "Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies", *Economical Journal*, Vol. 101, pp 1418-1437.
- Lillard, L.A. and Weiss, Y., (1979), "Components of Variation in Panel Earnings Data", *Econometrica*, Vol. 47, pp 437-454.
- Lillard, L.A. and Willis, R., (1978), "Dynamic Aspects of Earnings Mobility", *Econometrica*, Vol. 46, pp 985-1012.
- Maddala, G.S., (1971), "The Use of Variance Components in Pooling Cross-Section and Time-Series Data", *Econometrica*, Vol. 39, pp 341-358.
- Martin, K. and McConnell, J., (1990), "Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover", *Journal of Finance*, Vol. 45.
- McConnell, J.J. and Servaes, H., (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp 595-612.
- Miller, M. and Modigliani, F., (1961), "Divident Policy, Growth and the Valuation of Shares", *The Journal of Business*, Vol. 34, pp 261-275.
- Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, (1988), "Management Ownership and Market Valuation", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp 293-315.
- Mundlak, Y., (1963), "Estimation of Production and Behavioral Functions from a Combination of Cross-Section and Time-Series Data", in Christ, C.F. (ed.), *Measurement in Economics*, Stanford University Press.
- Mundlak, Y., (1978), "On the Pooling of Time-Series and Cross-Section Data", *Econometrica*, Vol. 46, pp 69-85.
- Murali, R. and Welch, J.B., (1989), "Agents, Owners, Control and Performance", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 16, pp 385-398.
- Ohlson, J.A., (1989), "Accounting Earnings, Book Value and Dividends: The Theory of Clean Surplus Equation (Part I)", Working Paper, Columbia University.

- Ohlson, J.A., (1995), "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, pp 661-687.
- Pound, J., (1988), "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp 237-265.
- Radice, H.K., (1971), "Control Type, Profitability and Growth in Large Firms: An Empirical Study", *Economic Journal*, Vol. 8, pp 547-562.
- Scherer, (1980), "Industrial Market Structure and Economic Performance", Rand McNally College Publishing Company.
- Shleifer, A. and Vishny, R. (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp 145-148.
- Short, H., (1994), "Ownership, Control, Financial Structure and the Performance of Firms", *Journal of Economic Surveys*, Vol. 8, pp 203-247.
- Short, H. and Keasey, K., (1997), "Institutional Shareholders and Corporate Governance" in Keasey, K. and Wright, M. (eds.) "Corporate Governance: Responsibilities, Risks and Remuneration", Wiley and Sons.
- Steer, P. and Cable, J., (1978), "Internal Organisation and Profit: An Empirical Analysis of Large U.K. Companies", *Journal of Industrial Economics*, Vol. 27, pp. 13-30.
- Thonet, P. and Pensgen, O., (1979), "Managerial Control and Economic Performance in West Germany", *Journal of Industrial Economics*, Vol. 28, pp 23-37.
- White, H., (1980), "A Heteroscedasticity Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test of Heteroscedasticity", *Econometrica*, Vol. 48, pp 817-838.