

**ΠΑΝΤΕΙΟΝ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**

PANTEION UNIVERSITY OF SOCIAL AND POLITICAL SCIENCES



ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

ΤΜΗΜΑ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ “ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ ΚΑΙ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ”

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**«Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΣΤΙΣ
ΟΙΚΟΓΕΝΕΙΑΚΕΣ ΚΑΙ ΜΗ ΟΙΚΟΓΕΝΕΙΑΚΕΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ»**

ΒΑΣΣΟΣ ΕΥΑΓΓΕΛΟΣ

ΑΘΗΝΑ, 2019

Τριμελής επιτροπή

Αναστάσιος Τσάμης, Ομότιμος καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου (Επιβλέπων)

Απόστολος Αποστόλου, Ομότιμος καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου

Κωνσταντίνος Λιάπης, Αναπληρωτής καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου

Copyright © Ευάγγελος Βάσσος, 2019

All rights reserved. Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος.

Απαγορεύεται η αντιγραφή, αποθήκευση και διανομή της παρούσας πτυχιακής εργασίας εξ ολοκλήρου ή τμήματος αυτής, για εμπορικό σκοπό. Επιτρέπεται η ανατύπωση, αποθήκευση και διανομή για σκοπό μη κερδοσκοπικό, εκπαιδευτικής ή ερευνητικής φύσης, υπό την προϋπόθεση να αναφέρεται η πηγή προέλευσης και να διατηρείται το παρόν μήνυμα. Ερωτήματα που αφορούν τη χρήση της πτυχιακής εργασίας για κερδοσκοπικό σκοπό να απευθύνονται προς τον συγγραφέα.

Η έγκριση πτυχιακής εργασίας από το Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών δεν δηλώνει αποδοχή των γνώμων του συγγραφέα.

Ευχαριστίες

Η παρούσα εργασία είναι αποτέλεσμα πολύ κόπου και προσπάθειας. Θα ήθελα να ευχαριστήσω τους καθηγητές μου στο μεταπτυχιακό πρόγραμμα σπουδών κ. Απόστολο Αποστόλου και τον κ. Ιωάννη Φίλο για την ευκαιρία να συμμετάσχω σε αυτό το μεταπτυχιακό πρόγραμμα και για τις γνώσεις που μου μετέδωσαν. Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω και τον κ. Αναστάσιο Τσάμη που εκτός από επιβλέποντας στην παρούσα εργασία μου έδωσε το έναυσμα να μελετήσω και να ερευνήσω σχετικά με την Εταιρική Διακυβέρνηση.

Επίσης οφείλω ένα μεγάλο ευχαριστώ στην οικογένεια μου και στους φίλους μου και ιδιαίτερα στην Ελένη και την Νεκταρία για την υποστήριξη και την βοήθεια που μου παρείχαν για την ολοκλήρωση της παρούσας εργασίας.

Περιεχόμενα

Κεφάλαιο Ένα	9
Εισαγωγή.....	9
Περιληπτικά αποτελέσματα	11
Συνεισφορά στην υπάρχουσα βιβλιογραφία	12
Δομή εργασίας.....	12
Κεφάλαιο Δύο.....	14
Ορισμός εταιρικής διακυβέρνησης	14
Θεωρίες.....	14
Η θεωρία της αντιπροσώπευσης	14
Η θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας.....	16
Οικογενειακές επιχειρήσεις.....	17
Εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα	19
Βιβλιογραφική ανασκόπηση	21
Μέγεθος διοικητικού συμβουλίου	22
Μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου.....	25
Ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου	27
Διαφοροποίηση διοικητικού συμβουλίου (γυναικεία εκπροσώπηση).....	30
Κεφάλαιο Τρία.....	33
Δεδομένα και Μεθοδολογία.....	33
Περιγραφικά στοιχεία.....	36
Πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση	41
Παλινδρόμηση στις οικογενειακές επιχειρήσεις	42
Αποτελέσματα παλινδρόμησης στις οικογενειακές επιχειρήσεις	46
Παλινδρόμηση μη οικογενειακών επιχειρήσεων.....	49
Κεφάλαιο Τέσσερα.....	56
Συμπεράσματα	56
Μελλοντική έρευνα.....	57
Βιβλιογραφία.....	58

Πίνακες

Πίνακας 1. Ιδιοκτησιακή μορφή των ελληνικών επιχειρήσεων	36
Πίνακας 2. Δείκτης Tobin's Q για τις οικογενειακές επιχειρήσεις	37
Πίνακας 3. Δείκτης Tobin's Q για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις	37
Πίνακας 4. Δομή διοικητικού συμβουλίου στις οικογενειακές επιχειρήσεις	39
Πίνακας 5. Δομή διοικητικού συμβουλίου στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις.....	39
Πίνακας 6. Κλάδος δραστηριοποίησης οικογενειακών επιχειρήσεων	40
Πίνακας 7. Κλάδος δραστηριοποίησης μη οικογενειακών επιχειρήσεων	40
Πίνακας 8. Μέγεθος και επίπεδο δανεισμού οικογενειακών επιχειρήσεων	40
Πίνακας 9. Μέγεθος και επίπεδο δανεισμού μη οικογενειακών επιχειρήσεων	41
Πίνακας 10. Δοκιμασία για τον έλεγχο της κανονικότητας στις οικογενειακές επιχειρήσεις (δείκτης Tobin's Q)	42
Πίνακας 11. Δοκιμασία για τον έλεγχο της κανονικότητας στις οικογενειακές επιχειρήσεις (μεταμορφωμένος δείκτης Tobin's Q)	43
Πίνακας 12. Έλεγχος πολυσυγγραμικότητας για τις οικογενειακές επιχειρήσεις	43
Πίνακας 13. Πίνακας Pearson για τις οικογενειακές επιχειρήσεις	44
Πίνακας 14. Έλεγχος για αυτοσυσχέτιση με την μέθοδο Durbin-Watson στις οικογενειακές επιχειρήσεις	45
Πίνακας 15. Έλεγχος κανονικότητας σφαλμάτων στις οικογενειακές επιχειρήσεις	46
Πίνακας 16. Παλινδρόμηση στις οικογενειακές επιχειρήσεις	47
Πίνακας 17. Δοκιμασία για τον έλεγχο της κανονικότητας στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις (δείκτης Tobin's Q).....	49
Πίνακας 18. Έλεγχος πολυσυγγραμικότητας για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις....	50
Πίνακας 19. Πίνακας Pearson για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις.....	50
Πίνακας 20. Έλεγχος για αυτοσυσχέτιση με την μέθοδο Durbin-Watson στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις.....	53
Πίνακας 21. Έλεγχος κανονικότητας σφαλμάτων στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις.....	51
Πίνακας 22. Παλινδρόμηση στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις.....	52

Γραφήματα

Γράφημα 1. Έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας για τις οικογενειακές επιχειρήσεις	46
Γράφημα 2. Έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις.....	51

Περίληψη

Η εταιρική διακυβέρνηση είναι ένας σημαντικός παράγοντας για την λειτουργία μιας επιχείρησης. Κεντρικό θέμα για την εταιρική διακυβέρνηση είναι η δομή και η λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου. Στην παρούσα μελέτη ερευνούμε την επίδραση που έχει η δομή του διοικητικού συμβουλίου στην απόδοση των οικογενειακών και μη οικογενειακών επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα θα μελετήσουμε αν το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, τα μη εκτελεστικά μέλη, τα ανεξάρτητα μέλη καθώς και η παρουσία των γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο επηρεάζουν την απόδοση των επιχειρήσεων και θα συγκρίνουμε τα αποτελέσματα για τις οικογενειακές και μη οικογενειακές επιχειρήσεις. Οι ελληνικές επιχειρήσεις έχουν κυρίως οικογενειακή ιδιοκτησιακή μορφή επομένως θα προσπαθήσουμε να αξιολογήσουμε τα αποτελέσματα με βάση την θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας, ενώ ο τρόπος λειτουργίας των μη οικογενειακών επιχειρήσεων θα αξιολογηθεί με βάση την θεωρία της αντιπροσώπευσης. Για την ανάλυση των δεδομένων χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης. Από την έρευνα μας προέκυψε ότι για τις οικογενειακές επιχειρήσεις μόνο ο αριθμός των γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο επηρεάζει αρνητικά τα αποτελέσματα της επιχείρησης ενώ για τις υπόλοιπες μεταβλητές δεν βρέθηκε κάποια στατιστικά σημαντική επίδραση στα αποτελέσματα. Για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις βρέθηκε ότι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου επηρεάζει θετικά την απόδοση τους. Επίσης ο αριθμός των γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο έχει θετική συσχέτιση με τα αποτελέσματα της επιχείρησης. Τέλος για τις άλλες δύο μεταβλητές δεν βρέθηκε κάποια συσχέτιση. Σε μελλοντικές έρευνες θα μπορούσε να μελετηθεί μήπως άλλες θεωρίες επεξηγούν καλύτερα την λειτουργία των οικογενειακών και μη οικογενειακών επιχειρήσεων.

Λέξεις-κλειδιά: Εταιρική Διακυβέρνηση, οικογενειακές επιχειρήσεις, μη οικογενειακές επιχειρήσεις, εταιρική απόδοση

The effect of corporate governance at family and non-family firms

Vassos Evangelos

Abstract

Corporate governance is an important factor of a firm. The central theme of corporate governance is the structure and the operation of the board of directors. In this study, we are investigating the impact of the board structure on the performance of family and non-family firms. We try to find whether the size of the board, non-executive members, independent members and the presence of women on the board affect the performance of a firm and compare the results for family and non-family firms. Greek firms have mainly family ownership, so we will try to evaluate the results on the basis of the stewardship theory, while non-family firms operation will be evaluated with the agency theory. For the data analysis, we use the multiple linear regression. Our survey revealed that for family firms only the number of women on the board adversely affects the results of the firm while for the other variables we didn't find any statistically significant association with firm performance. For non-family firms, the size of the board has been found to positively influence their performance. Also, the number of women on the board has a positive correlation with the company's performance. Finally, no correlation was found for the other two variables. In future research it could be considered whether other theories better explain the functioning of family and non-family firms.

Key words: Corporate governance, family firms, non-family firms, firm performance

Κεφάλαιο Ένα

Εισαγωγή

Η καλή χρήση των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί ένα από τα πιο σημαντικά ζητήματα που έχει να αντιμετωπίσει μια επιχείρηση αφού διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στις επιδόσεις των σημερινών επιχειρήσεων. Η εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να αποτρέψει εταιρικά σκάνδαλα και παράνομες πράξεις που μπορεί να κοστίσουν στην αξιοπιστία των εταιρειών και στην προσέλκυση κεφαλαίων σε αυτή (Lipman, 2015). Σύμφωνα με την διεθνή βιβλιογραφία η εταιρική διακυβέρνηση είναι απαραίτητη τόσο για τις επιχειρήσεις όσο και για τις κεφαλαιαγορές (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, και Vishny 2000). Ο ρόλος της εταιρικής διακυβέρνησης είναι σημαντικός, καθώς ο σωστός τρόπος λειτουργίας της επιχείρησης αποτελεί βασικό παράγοντα για τη διασφάλιση της επιτυχίας της (Λαζαρίδης και Δρυμπέτας, 2011).

Τα τελευταία χρόνια έχει αυξηθεί ο αριθμός των εργασιών που ερευνούν τα θέματα που συνδέουν τους γενικούς παράγοντες διακυβέρνησης, όπως είναι η ιδιοκτησιακή δομή των επιχειρήσεων και διάφορα χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου, με τις στρατηγικές αποφάσεις που λαμβάνονται σε αυτό (Filatotchev, Buck και Zhukov, 2000) και τελικώς με την σχέση τους στην εταιρική επίδοση (Cho, 1998, Demsetz και Lehn, 1985). Επομένως, είναι σαφές ότι η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα πεδία έρευνας στον κλάδο της οικονομικής επιστήμης που απασχολεί τόσο τους επιστήμονες που ασχολούνται με αυτή, όσο και το επιχειρηματικό και επενδυτικό κοινό. Πάντως, μέσα στο γενικότερο επιστημονικό πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης κυρίαρχο ρόλο παίζει η ιδιοκτησιακή δομή των επιχειρήσεων. Η ιδιοκτησιακή δομή ως έννοια εμφανίζεται πρώτη φορά στο έργο των

Berle και Means (1932). Στην μελέτη τους διερεύνησαν το ρόλο των επαγγελματιών στελεχών που ασκούν λειτουργικό έλεγχο, και ιδιαίτερα όταν κάποιος από αυτούς έχουν μικρό ή καθόλου μερίδιο ιδιοκτησίας στην επιχείρηση που διοικούσαν. Στα ευρήματά τους επισήμαναν ότι η αυξανόμενη διασπορά των μετοχών μιας εταιρίας σε ένα μεγάλο και αυξανόμενο αριθμό προσώπων δεν τους επιτρέπει να ασκήσουν έλεγχο στην εταιρία που μετέχουν.

Τις τελευταίες δεκαετίες παρατηρείται το φαινόμενο ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις κυριαρχούν στο παγκόσμιο τοπίο και οι οικογένειες κατέχουν σημαντικό μέρος του ελέγχου της ιδιοκτησίας (Anderson και Reeb, 2004, Schulze, Lubatkin και Dino, 2003b). Αυτό το γεγονός, οδήγησε τους ερευνητές να μελετήσουν τη συμπεριφορά αυτών των επιχειρήσεων. Οι ερευνητές επικεντρώθηκαν σε θέματα όπως η συμμετοχή της οικογένειας στην διοίκηση της επιχείρησης, η ιδιοκτησία και κυρίως προσπάθησαν να βρουν τα χαρακτηριστικά που τις διαφοροποιούν από τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις (Astrachan, 2010). Το πιο συνηθισμένο θέμα που επικεντρώνονται οι μελέτες των οικογενειακών επιχειρήσεων είναι η εταιρική διακυβέρνηση. Συγκεκριμένα, αυτή η κατηγορία περιλαμβάνει έρευνες για τη θεωρία της αντιπροσώπευσης (agency theory), τη θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας (stewardship theory) και άλλες θεωρίες που σχετίζονται με την διακυβέρνηση των επιχειρήσεων. Όλες αυτές οι μελέτες διερευνούν την επικρατούσα άποψη ότι η θεωρία της αντιπροσώπευσης επεξηγεί τον τρόπο λειτουργίας των επιχειρήσεων στο πλαίσιο των οικογενειακών επιχειρήσεων και υποδεικνύουν ότι ένα άλλο πλαίσιο (θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας) είναι πιο κατάλληλο για την κατανόηση της λειτουργίας των οικογενειακών επιχειρήσεων. Οι Chrisman, Chua και Litz (2004) υποστηρίζουν ότι το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης είναι λιγότερο σοβαρό στις οικογενειακές επιχειρήσεις. Οι Davis, Allen και Hayes (2010) καταλήγουν επίσης, στο συμπέρασμα ότι η διακυβέρνηση στο πλαίσιο της οικογενειακής επιχείρησης εξηγείται απόλυτα από τη θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας. Σε αυτό το πλαίσιο έχουν γίνει έρευνες που προσπαθούν να συνδέσουν την ιδιοκτησιακή συγκέντρωση με την απόδοση της επιχείρησης (Shleifer και Vishny, 1986).

Στη παρούσα μελέτη θα προσπαθήσουμε να διερευνήσουμε την σχέση των βασικών αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης και της εταιρικής απόδοσης για τις οικογενειακές και μη οικογενειακές επιχειρήσεις. Το διοικητικό συμβούλιο είναι το πιο σημαντικό όργανο σε μια επιχείρηση και η δομή του διοικητικού συμβουλίου έχει

κρίσιμο ρόλο καθώς επηρεάζει πολλές πτυχές μιας επιχείρησης (Adams, Hermalin και Weisbach, 2010). Επομένως, θα διερευνήσουμε την δομή του διοικητικού συμβουλίου και την επίδραση που έχει στην απόδοση της επιχείρησης χρησιμοποιώντας την γραμμική πολλαπλή παλινδρόμηση με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων. Οι μεταβλητές που θα μελετηθούν είναι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών, ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών καθώς και ο αριθμός των γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο. Μέσω αυτής της ανάλυσης θα προσπαθήσουμε να κατανοήσουμε αν το διαφορετικό πλαίσιο που ισχύει στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις (θεωρία της αντιπροσώπευσης) και στις οικογενειακές επιχειρήσεις (θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας) επηρεάζει την δομή του διοικητικού συμβουλίου και στην συνέχεια θα εξετάσουμε αν η διαφορετική δομή σε κάθε περίπτωση επηρεάζει την απόδοσή της. Για την ανάλυση των μεταβλητών θα διατυπώσουμε τις υποθέσεις μας για κάθε μια ξεχωριστά και ύστερα ανάλογα με τα αποτελέσματα της ανάλυσης θα τις δεχτούμε ή θα τις απορρίψουμε.

Περίληπτικά αποτελέσματα

Το δείγμα που εξετάστηκε περιλαμβάνει εισηγμένες επιχειρήσεις στο χρηματιστήριο Αθηνών την περίοδο 2016-2017. Στην συνέχεια οι εταιρείες ανάλογα με την ιδιοκτησιακή τους μορφή διαχωρίστηκαν σε οικογενειακές και μη οικογενειακές επιχειρήσεις. Με την μέθοδο της γραμμικής πολλαπλής παλινδρόμησης των ελαχίστων τετραγώνων διερευνήθηκε η σχέση μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών (χαρακτηριστικά διοικητικού συμβουλίου) και της απόδοσης της επιχείρησης.

Για τις οικογενειακές επιχειρήσεις σύμφωνα με τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας δεν βρέθηκε συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου, του αριθμού των μη εκτελεστικών μελών καθώς και του αριθμού των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου με την απόδοση της επιχείρησης. Τέλος για την ύπαρξη των γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο βρέθηκε ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση με την απόδοση της επιχείρησης.

Για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις σύμφωνα με τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας δεν βρέθηκε συσχέτιση μεταξύ του αριθμού των μη εκτελεστικών μελών και των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου με την απόδοση της επιχείρησης. Για το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου καθώς και για τον αριθμό των

γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο βρέθηκε ότι υπάρχει θετική συσχέτιση, επομένως η αύξηση είτε του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου είτε του αριθμού των γυναικών σε αυτό, βελτιώνει την απόδοση της επιχείρησης.

Συνεισφορά στην υπάρχουσα βιβλιογραφία

Το φαινόμενο της εταιρικής διακυβέρνησης έχει μελετηθεί εκτενώς κυρίως από την διεθνή κοινότητα. Βέβαια, και στην Ελλάδα έχουν γίνει διάφορες σχετικές μελέτες. Ιδιαίτερα στην Ελλάδα το θέμα της συσχέτισης της απόδοσης της επιχείρησης και της ιδιοκτησιακής δομής έχει μελετηθεί από τους Καροπουλος και Lazaretou (2007). Στην παρούσα εργασία δεχόμενοι ως δεδομένη την επίδραση της ιδιοκτησιακής μορφής, έγινε προσπάθεια να συσχετιστούν τα χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου με την εταιρική απόδοση. Από όσο είναι δυνατόν να γνωρίζουμε δεν έχει διενεργηθεί παρόμοια μελέτη για τις ελληνικές επιχειρήσεις. Μέσω της ανάλυσής μας λοιπόν, θα προσπαθήσουμε να δείξουμε αν στις ελληνικές επιχειρήσεις το διαφορετικό πλαίσιο που ισχύει για τις διαφορετικές μορφές ιδιοκτησίας επηρεάζει την απόδοση της επιχείρησης. Τέλος, θα παρέχουμε περισσότερες αποδείξεις στην διεθνή βιβλιογραφία για τον τρόπο που η δομή του διοικητικού συμβουλίου επηρεάζει την απόδοση της επιχείρησης.

Δομή εργασίας

Η παρούσα μελέτη έχει την ακόλουθη δομή:

Στο πρώτο κεφάλαιο αναφέρονται εισαγωγικά στοιχεία για την εταιρική διακυβέρνηση καθώς και για την ιδιοκτησιακή μορφή των επιχειρήσεων. Επίσης, αναφέρονται περιληπτικά τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας και τέλος, περιγράφεται η συνεισφορά της παρούσας μελέτης στην υπάρχουσα βιβλιογραφία.

Στο δεύτερο κεφάλαιο δίνονται οι ορισμοί των κύριων εννοιών που χρησιμοποιήθηκαν στην παρούσα εργασία όπως είναι ο ορισμός της εταιρικής διακυβέρνησης και ο ορισμός της οικογενειακής επιχείρησης. Επίσης, αναγράφονται οι δύο βασικές θεωρίες που επηρεάζουν τις οικογενειακές και μη οικογενειακές επιχειρήσεις, η θεωρία της αντιπροσώπευσης και η θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας. Στην συνέχεια, παρουσιάζονται οι αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα. Στο τελευταίο μέρος του δευτέρου κεφαλαίου, εμφανίζονται τα

αποτελέσματα από τις έρευνες που έχουν διενεργηθεί σχετικά με την δομή του διοικητικού συμβουλίου, την εταιρική διακυβέρνηση και την ιδιοκτησιακή δομή των επιχειρήσεων. Μέσω της μελέτης αυτών των ερευνών καταλήγουμε και στις υποθέσεις για την έρευνα μας.

Στο τρίτο κεφάλαιο καταγράφονται τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν στην παρούσα μελέτη, αναλύονται οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν και έπειτα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της έρευνας.

Στο τέταρτο κεφάλαιο επεξηγούνται τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την παρούσα εργασία και δίνονται προτάσεις για μελλοντική έρευνα.

Κεφάλαιο Δύο

Ορισμός εταιρικής διακυβέρνησης

Η εταιρική διακυβέρνηση έχει απασχολήσει ιδιαίτερα την διεθνή βιβλιογραφία και υπάρχουν διάφοροι ορισμοί, μερικοί από τους οποίους παρατίθενται παρακάτω σε χρονολογική σειρά:

Οι Shleifer και Vishny (1997) ορίζουν την εταιρική διακυβέρνηση ως τους τρόπους με τους οποίους οι χρηματοδότες των επιχειρήσεων θα πάρουν πίσω τα χρήματά τους, εξασφαλίζοντας απόδοση από την επένδυσή τους.

Οι Gillan και Starks (1998) ορίζουν την εταιρική διακυβέρνηση ως το σύστημα των νόμων, των κανόνων και των παραγόντων που ελέγχουν τις διαδικασίες σε μια επιχείρηση.

Ο Μούζουλας (2003) υποστηρίζει ότι η εταιρική διακυβέρνηση ορίζεται ως το σύνολο των δικαιωμάτων, διαδικασιών και ελέγχου με σκοπό την προστασία των συμφερόντων όλων των παραγόντων που σχετίζονται με την επιχείρηση.

Σύμφωνα με τον ορισμό του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (2004) και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (2004) η εταιρική διακυβέρνηση ορίζεται ως οι διαδικασίες και οι διεργασίες με τις οποίες κατευθύνεται ένας οργανισμός και ελέγχεται. Η δομή της εταιρικής διακυβέρνησης καθορίζει τη διανομή των δικαιωμάτων και των ευθυνών μεταξύ των διαφόρων συμμετεχόντων στον οργανισμό - όπως για παράδειγμα το διοικητικό συμβούλιο, την διοίκηση της εταιρείας, τους μετόχους και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη - και καθορίζει τους κανόνες και τις διαδικασίες για την λήψη αποφάσεων.

Θεωρίες

Υπάρχουν διάφορες θεωρίες που προσπαθούν να εξηγήσουν τον τρόπο με τον οποίο λειτουργούν οι επιχειρήσεις αλλά στην παρούσα εργασία παρουσιάζουμε τις δύο σημαντικότερες.

Η θεωρία της αντιπροσώπευσης. Οι Berle και Means (1932) περιγράφουν την θεωρία της αντιπροσώπευσης ως τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και του ελέγχου της εταιρείας. Οι Jensen και Meckling (1976) ισχυρίζονται ότι οι περισσότερες

οργανώσεις είναι απλά νομικές οντότητες που χρησιμεύουν ως σύνδεσμος για ένα σύνολο συμβαλλόμενων σχέσεων μεταξύ ατόμων. Επίσης, περιγράφουν μια σχέση αντιπροσώπευσης ως ένα συμβόλαιο σύμφωνα με το οποίο ένα ή περισσότερα άτομα (Εντολέας) αναθέτουν σε ένα άλλο άτομο (Εντολοδόχο) την εκτέλεση μιας υπηρεσίας εκ μέρους τους, περιέχει δηλαδή την εκχώρηση εξουσίας στον εντολοδόχο για να λαμβάνει αποφάσεις. Στις επιχειρήσεις ο εντολέας είναι οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης και ο εντολοδόχος είναι η διοίκηση της επιχείρησης. Ο διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και διοίκησης των επιχειρήσεων οδηγεί στη δημιουργία του προβλήματος της αντιπροσώπευσης. Το πρόβλημα πηγάζει από την ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των τμημάτων και των διαφορετικών τους κινήτρων (Ang, Cole, και Lin, 2000). Οι Baumol (1959) και Marris (1964) ερεύνησαν τον τρόπο με τον οποίο τα διοικητικά στελέχη ενεργούν, θέτοντας δηλαδή ως πρωταρχικό στόχο το δικό τους συμφέρον και όχι το συμφέρον των μετόχων και της επιχείρησης. Σύμφωνα με τους Hill και Jones (1992), η βασικότερη αρχή της θεωρίας της αντιπροσώπευσης είναι ότι τα συμφέροντα των μετόχων και της διοίκησης διαφέρουν. Ο μέτοχος μπορεί να περιορίσει την απόκλιση αυτή, παρέχοντας κατάλληλα κίνητρα στην διοίκηση και ταυτόχρονα μπορεί να δημιουργήσει κατάλληλο σύστημα παρακολούθησης ώστε να περιορίζει την καιροσκοπική της δράση. Ένα εξίσου σημαντικό πρόβλημα που εντοπίζεται στη σχέση μεταξύ του ιδιοκτήτη και της διοίκησης είναι η ασύμμετρη πληροφόρηση. Η διοίκηση έχει περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τις δραστηριότητες της επιχείρησης και μπορεί να εκμεταλλευτεί τους πόρους της, μειώνοντας τον πλούτο του ιδιοκτήτη (Fama και Jensen, 1983). Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης, η οργανωτική ανθρώπινη συμπεριφορά έχει τις ρίζες της στην οικονομική ορθολογικότητα (Simon, 1997). Οι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης προσπαθούν να αντιμετωπίσουν αυτά τα φαινόμενα. Οι πρεσβευτές της θεωρίας της αντιπροσώπευσης υποστηρίζουν ότι η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας μειώνει το κόστος παρακολούθησης. Οι ιδιοκτήτες έχουν το κίνητρο και συχνά την γνώση να παρακολουθούν την διοίκηση της επιχείρησης (Jensen και Meckling, 1976). Η θεωρία της αντιπροσώπευσης βασίζεται στις υποθέσεις του προσωπικού κέρδους και της μεγιστοποίησης της σημερινής αξίας. Αντίθετα, είναι γενικά αποδεκτό ότι η δημιουργία πλούτου δεν είναι απαραίτητα ο μόνος ή και πρωταρχικός στόχος όλων των οικογενειακών επιχειρήσεων (Davis και Tagiuri, 1989). Οι Chrisman κ.ά. (2004) αναγνωρίζουν, ότι είναι γενικά αποδεκτό οι οικογενειακές επιχειρήσεις να έχουν οικονομικούς και μη οικονομικούς στόχους. Σύμφωνα με τα παραπάνω, οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν το

πρόβλημα της αντιπροσώπευσης. Από την άλλη πλευρά, είναι κατανοητό ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις δεν διέπονται από τη θεωρία της αντιπροσώπευσης αλλά από ένα άλλο πλαίσιο που είναι πιο κατάλληλο και αυτό είναι η θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας.

Η θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας. Η θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας αναπτύχθηκε από τους Donaldson και Davis (1994) και αντίθετα με τις προηγούμενες θεωρίες, δεν λαμβάνει υπόψη οποιαδήποτε εγωιστική συμπεριφορά για την ικανοποίηση ατομικών συμφερόντων τόσο από τους ιδιοκτήτες όσο και από τους διαχειριστές μιας επιχείρησης. Σύμφωνα με τους Donanson και Davis (1997), η θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας καθορίζει καταστάσεις στις οποίες οι διαχειριστές δεν λειτουργούν με βάση τους προσωπικούς τους στόχους, αλλά είναι διαχειριστές των οποίων τα κίνητρα ευθυγραμμίζονται με αυτά του εντολέα. Έτσι, οι επιστήμονες που ασχολούνται με την θεωρία της διοίκησης επικεντρώνονται σε δομές διοίκησης που διευκολύνουν και ενδυναμώνουν την θέση της διοίκησης και όχι εκείνες που παρακολουθούν και ελέγχουν. Σύμφωνα με τον Dulewicz (2004), η θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας υποδηλώνει ότι δεν υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ της διοίκησης και των ιδιοκτητών, και για την επιτυχία ενός οργανισμού χρειάζεται μια δομή όπου ο συντονισμός θα είναι οικονομικά πιο αποδοτικός. Όταν εφαρμόζεται σε οικογενειακές επιχειρήσεις, η θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας υποδεικνύει ότι οι σχέσεις εντός της οικογενειακής επιχείρησης θα κυριαρχούνται από αμοιβαίο αλτρουισμό και συμμετοχική στρατηγική (Corbetta και Salvato 2004b). Η θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας βασίζεται στην πεποίθηση ότι η διοίκηση λειτουργεί για την προώθηση του συλλογικού καλού της επιχείρησης. Τα άτομα ταυτίζονται με την οργάνωση για την επίτευξη των στόχων και δεσμεύονται προς την επιχείρηση ότι θα πετύχει ακόμη και αν απαιτηθούν θυσίες από αυτούς (Davis, Schoorman, Mayer και Tan, 2000). Σύμφωνα με τους Miller και Breton-Miller (2006) η θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας είναι ιδιαίτερα διαδεδομένη μεταξύ των οικογενειακών επιχειρήσεων στις οποίες η ανώτατη διοίκηση είτε είναι μέλη της οικογένειας είτε είναι συναισθηματικά συνδεδεμένοι με την οικογένεια. Οι ιδιοκτήτες και η διοίκηση προσπαθούν να συνεισφέρουν στην επίτευξη του στόχου της επιχείρησης και την μακροήμερευση της (Davis κ.α., 1997,2000). Σύμφωνα με τον Bubolz (2001), οι ιδιοκτήτες μιας οικογενειακής επιχείρησης έχουν επενδύσει

συναισθηματικά στην επιχείρησή τους, έχουν επενδύσει την περιουσία τους και η φήμη τους είναι συνδεδεμένη με την φήμη της επιχείρησής (Ward, 2004).

Οικογενειακές επιχειρήσεις

Έχουν δοθεί πολύ διαφορετικοί ορισμοί για τις οικογενειακές επιχειρήσεις. Σύμφωνα με τους Villalonga και Amit (2006b), οικογενειακή επιχείρηση θεωρείται εάν ο ιδρυτής είναι μέλος της οικογένειας ή μέλος της διοίκησης ή μέλος του διοικητικού συμβουλίου ή κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 5% του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης. Ο Maury (2006), θεωρεί ότι οικογενειακή επιχείρηση είναι εάν ο μεγαλύτερος μέτοχος που ελέγχει τουλάχιστον το 10% των δικαιωμάτων ψήφου είναι μια οικογένεια, ένα άτομο ή μια μη εισηγμένη επιχείρηση (οι μη εισηγμένες επιχειρήσεις συχνά βρίσκονται υπό οικογενειακό έλεγχο). Για τους La Porta, Lopez-de-Silanes και Shleifer (1999), οικογενειακή επιχείρηση θεωρείται εάν ένα πρόσωπο είναι ο κύριος μέτοχος του οποίου τα άμεσα και έμμεσα δικαιώματα ψήφου υπερβαίνουν το 20%. Οι Astrachan, Klein και Smyrnios (2002) θεωρούν ότι οικογενειακή επιχείρηση, είναι μια επιχείρηση στην οποία η οικογένεια έχει εξουσία πάνω στον οργανισμό από την άποψη της ιδιοκτησίας, της ανώτατης διοίκησης, της συμμετοχής πολλών γενεών ή των θέσεων του διοικητικού συμβουλίου. Επίσης, οι Villalonga και Amit (2006) θεωρούν ότι οικογενειακές επιχειρήσεις είναι εκείνες στις οποίες ο ιδρυτής ή μέλος της οικογένειάς του είτε εξ αίματος είτε εξ' αγχιστείας είναι διευθύνων σύμβουλος ή αποκλειστικός ιδιοκτήτης. Σε κάθε χώρα, τα κριτήρια για την οικογενειακή επιχείρηση είναι διαφορετικά. Για παράδειγμα, στην Ιταλία μια επιχείρηση χαρακτηρίζεται ως οικογενειακή επιχείρηση αν η οικογένεια κατέχει περισσότερο από το 50% των δικαιωμάτων ψήφου ή διορίζει την πλειοψηφία των μελών του διοικητικού συμβουλίου (Chen S., Chen X. και Cheng, 2008).

Οι ερευνητές χαρακτήρισαν τις οικογενειακές επιχειρήσεις ως ένα ιδιαίτερο είδος επιχείρησης και προσπάθησαν να εντοπίσουν τις διαφορές από τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις. Για παράδειγμα, εξέτασαν τις δομές διακυβέρνησης μέσα στην επιχείρηση και προσπάθησαν να συνδέσουν τον τρόπο λειτουργίας της επιχείρησης με βάση εναλλακτικές θεωρίες, όπως την θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας, οι οποίες εξηγούν τη διαφορετική προσέγγιση για τη δημιουργία αξίας και την αλληλεπίδραση με το εσωτερικό και το εξωτερικό περιβάλλον (Chrisman, Kellermanns, Chan και Liano, 2010). Από την άλλη πλευρά, στις μη οικογενειακές

επιχειρήσεις η ιδιοκτησία είναι διασκορπισμένη σε πολλά άτομα και οι αποφάσεις λαμβάνονται από μη οικογενειακά μέλη. Στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουμε το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης. Τα διοικητικά στελέχη έχουν περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τις δραστηριότητες της επιχείρησης και μπορούν να εκμεταλλευτούν τους πόρους της, μειώνοντας με αυτό τον τρόπο τον πλούτο των μετόχων (Fama και Jensen, 1983). Επίσης, μια ακόμα διαφορά είναι ότι στις οικογενειακές επιχειρήσεις οι μέτοχοι ενδιαφέρονται για την μακροπρόθεσμη απόδοση της επιχείρησης και διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο οι μη οικονομικοί παράγοντες, όπως η συναισθηματική σύνδεση της οικογένειας με την επιχείρηση (Gomez-Mejia., Cruz, Berrone και De Castro, 2011). Η οικογένεια φροντίζει να διατηρήσει την επιχείρηση για τις μελλοντικές γενιές (φήμη) και δημιουργεί σταθερές σχέσεις με πελάτες, προμηθευτές και άλλα μέρη (Wang, 2006), ενώ στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις πολλοί μέτοχοι ενδιαφέρονται για τα βραχυπρόθεσμα αποτελέσματα. Οι Davis κ.ά. (1983), τονίζουν τον αλτρουισμό και την εμπιστοσύνη ως τους πρωταρχικούς παράγοντες που παρέχουν στις οικογενειακές επιχειρήσεις ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής (Η.Π.Α) οι επιχειρήσεις έχουν διάσπαρτη ιδιοκτησιακή δομή, ενώ αντίστοιχα πολλές ευρωπαϊκές εταιρίες εμφανίζουν συγκεντρωτική δομή (La Porta κ.ά., 1999, Faccio και Lang, 2002).

Οι Corbetta και Salvato (2004), υποστηρίζουν ότι δεν είναι σαφές εάν οι συνιστώσες της εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζουν τις επιδόσεις της επιχείρησης με τον ίδιο τρόπο στην περίπτωση που δεν υπάρχει ιδιοκτησία ευρέως διασκορπισμένη, και ειδικότερα όταν η ιδιοκτησία συγκεντρώνεται στα χέρια των οικογενειών. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με τα ευρήματα των Burkart, Panunzi και Shleifer (2002) που παρατήρησαν ότι οι επιχειρήσεις με πιο ενεργή συμμετοχή από την ιδρυτική οικογένεια τείνουν να αποδίδουν καλύτερα οικονομικά. Επίσης, οι McConaughy, Walker, Henderson, και Mishra (1998) στην έρευνα τους που έγινε στις Η.Π.Α κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις τείνουν να έχουν υψηλότερη αξία όπως και κερδοφορία σε σύγκριση με τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις. Ο Holderness και ο Sheehan (1988) βρίσκουν επίσης μια τάση, οι εταιρίες που έχουν συγκεντρωμένη ιδιοκτησιακή δομή να έχουν χαμηλότερες επιδόσεις από τις επιχειρήσεις που έχουν διασκορπισμένη ιδιοκτησιακή δομή.

Εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα

Η εφαρμογή των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα γίνεται μέσω των νόμων και του κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης όπως περιγράφεται στον Ελληνικό Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης. Ο Κώδικας αντλήθηκε από την ιστοσελίδα του χρηματιστηρίου Αθηνών. Σύμφωνα με τον νόμο περί ανωνύμων εταιρειών, δεν υπάρχει ανώτατο όριο όσον αφορά στο μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, αρκεί αυτός να είναι μικρότερος του τρία (3) και δίνει την δυνατότητα στους μετόχους να προσδιορίσουν στο καταστατικό της εταιρείας τον αριθμό των μελών του διοικητικού συμβουλίου. Το μέγεθος και η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου εισηγμένης εταιρείας πρέπει να εξασφαλίζει ισορροπία μεταξύ εκτελεστικών, μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών, ώστε οι αποφάσεις του να μην υπηρετούν τα συμφέροντα κάποιου ατόμου (Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης). Σύμφωνα με τον νόμο 3016/2002 περί εταιρικής διακυβέρνησης εισηγμένων εταιρειών, το διοικητικό συμβούλιο πρέπει να αποτελείται τουλάχιστον κατά το ένα τρίτο από μη εκτελεστικά μέλη και να συμπεριλαμβάνει τουλάχιστον δύο (2) ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη.

Σύμφωνα με τον Κώδικα τα μέλη του διοικητικού που ασχολούνται και διατηρούν κάποιας μορφής εργασιακή σχέση με την εταιρεία θεωρούνται εκτελεστικά. Τα υπόλοιπα μέλη θεωρούνται μη εκτελεστικά. Σύμφωνα με την ευρωπαϊκή βέλτιστη πρακτική, ο Κώδικας απαιτεί υψηλότερη αναλογία μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών από αυτήν που επιβάλλει ο Νόμος 3016/2002. Η Γενική Συνέλευση των μετόχων είναι υπεύθυνη για την εκλογή των ανεξάρτητων μελών τα οποία είναι εκτελεστικά μέλη που ικανοποιούν ορισμένα κριτήρια ανεξαρτησίας. Παρότι η ανεξαρτησία σκέψης και πράξης δεν μπορεί να διασφαλιστεί με την εφαρμογή τυπικών κριτηρίων, τα κριτήρια αυτά είναι σαφώς διατυπωμένα προκειμένου να υπάρχει κατάλληλη πληροφόρηση για τα ενδιαφερόμενα μέλη.

Επίσης ο Κώδικας ορίζει ότι η δομή του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να διευκολύνει την άσκηση των καθηκόντων των μελών του και να ανταποκρίνεται στο μέγεθος, την δραστηριότητα και την ιδιοκτησιακή μορφή της επιχείρησης. Επίσης, ο Κώδικας αναφέρει ότι στο διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να υπάρχει πολυμορφία ως προς το φύλο. Ο Κώδικας επιπρόσθετα θέτει κάποιες ειδικές πρακτικές σχετικά με το μέγεθος και την δομή του διοικητικού συμβουλίου όπως συνοψίζονται παρακάτω:

- Το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να αποτελείται από επτά (7) έως δεκαπέντε (15) μέλη.

- Το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να αποτελείται κατά πλειοψηφία από μη εκτελεστικά μέλη (συμπεριλαμβανομένων ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών) και από τουλάχιστον δύο (2) εκτελεστικά μέλη

- Τουλάχιστον το ένα τρίτο του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να αποτελείται από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη απαλλαγμένα από συγκρούσεις συμφερόντων με την εταιρεία, και από στενούς δεσμούς με τη Διοίκηση, τους βασικούς μετόχους ή την εταιρεία.

Προκειμένου να θεωρούνται ανεξάρτητα τα μη εκτελεστικά μέλη, όσο θα αποτελούν μέλη του διοικητικού συμβουλίου μιας επιχείρησης δεν επιτρέπεται να κατέχουν ποσοστό μεγαλύτερο του 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας ούτε να έχουν κάποια σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή με συνδεδεμένα με αυτή μέρη. Σχέση εξάρτησης υπάρχει όταν το μέλος του διοικητικού συμβουλίου:

- Διατελεί (κατά τον Νόμο 3016/2002) ή έχει διατελέσει υπάλληλος, ανώτατο στέλεχος ή Πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας ή θυγατρικής της εντός των προηγούμενων τριών (3) ετών,

- Λαμβάνει ή έχει λάβει από την εταιρεία, εντός του 12μήνου που προηγήθηκε του διορισμού του, οποιαδήποτε άλλη αποζημίωση εκτός από την αμοιβή του ως μέλους, η οποία έχει εγκριθεί από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων της εταιρείας,

- Έχει (κατά τον Νόμο 3016/2002) ή είχε εντός του προηγούμενου έτους ουσιώδη επιχειρηματική σχέση με την εταιρεία ή με θυγατρική της, ιδιαίτερα ως σημαντικός πελάτης, προμηθευτής ή σύμβουλος της εταιρείας, ή ως εταίρος, μέτοχος ή μέλος του ΔΣ, ή ως ανώτατο στέλεχος νομικού προσώπου, το οποίο έχει τέτοιου είδους σχέση με την εταιρεία ή με θυγατρική της,

- Έχει διατελέσει εντός των τελευταίων τριών (3) ετών τακτικός ελεγκτής της εταιρείας ή θυγατρικής της ή εταίρος ή υπάλληλος επιχείρησης που παρέχει υπηρεσίες τακτικού ελέγχου στην εταιρεία ή θυγατρική της,

- Έχει (κατά τον Νόμο 3016/2002) συγγένεια δεύτερου βαθμού ή συζυγική σχέση με μη ανεξάρτητο μέλος του ΔΣ, ανώτατο στέλεχος, σύμβουλο ή σημαντικό μέτοχο της εταιρείας ή θυγατρικής της,
- Ελέγχει, άμεσα ή έμμεσα μέσω συνδεδεμένων μερών, πάνω από 10% των δικαιωμάτων ψήφου της εταιρείας ή εκπροσωπεί σημαντικό μέτοχο της εταιρείας ή θυγατρικής της,
- Έχει υπηρετήσει στο ΔΣ για περισσότερα από δώδεκα (12) έτη από την ημερομηνία της πρώτης εκλογής του.

Αφού εξετάσαμε τις βασικές αρχές που θέτει ο Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης, στην συνέχεια θα μελετήσουμε πως οι αρχές αυτές επηρεάζουν την απόδοση της επιχείρησης.

Βιβλιογραφική ανασκόπηση

Πολλές απάτες προκλήθηκαν από την κακή εταιρική διακυβέρνηση και συγκεκριμένα από το διοικητικό συμβούλιο χαμηλής ποιότητας (Adams, κ.ά. 2010). Οι ερευνητές προσπαθούν να ερευνήσουν ποιος είναι ο ρόλος του διοικητικού συμβουλίου στην διοίκηση της επιχείρησης. Οι βασικές λειτουργίες του διοικητικού συμβουλίου είναι η παρακολούθηση και η παροχή συμβουλών στην ανώτατη διοίκηση (Adams και Ferreira 2007, Coles, Daniel και Naveen, 2008, Raheja 2005). Ο ρόλος της παρακολούθησης επικεντρώνεται στην υποχρέωση των μελών του διοικητικού συμβουλίου να συνειδητοποιήσουν εάν οι διαχειριστές χρησιμοποιούν τους πόρους της επιχείρησης κατά τέτοιο τρόπο που ικανοποιεί τα συμφέροντα των μετόχων και παρεμβαίνει για να προστατεύσει την επιβίωση της επιχείρησης (Zahra και Pearce, 1989). Η συμβουλευτική λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου περιλαμβάνει την παροχή συμβουλών στον διευθύνοντα σύμβουλο και την πρόσβαση σε σημαντικές πληροφορίες και πόρους (Fama και Jensen 1983). Οι Ruigrok, Peck και Keller (2006) επισήμαναν ότι τα συμβούλια έχουν επίσης σημαντικό ρόλο σε σχέση με διάφορες δραστηριότητες της επιχείρησης όπως είναι η χάραξη και η εφαρμογή της στρατηγικής καθώς και η ενίσχυση των δεσμών μεταξύ της επιχείρησης και του εξωτερικού της περιβάλλοντος. Ο Fama (1980) υποστηρίζει ότι από αυτή την οπτική τα διοικητικά συμβούλια μπορούν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στην αντιμετώπιση των προβλημάτων των επιχειρήσεων που προκύπτουν από την διάκριση μεταξύ της

ιδιοκτησίας της εταιρείας και της διοίκησης της εταιρίας. Το διοικητικό συμβούλιο υποτίθεται ότι είναι ο σημαντικότερος «αμυντικός μηχανισμός» έναντι της εκτελεστικής διοίκησης που ενεργεί κατά των συμφερόντων των μετόχων (Brennan, 2006). Το διοικητικό συμβούλιο έχει την εξουσία να λαμβάνει αποφάσεις ή να τροποποιεί τις αποφάσεις της ανώτατης διοίκησης για όλες τις σημαντικές πτυχές της επιχείρησης όπως είναι η στρατηγική και οι επενδύσεις (Bhagat και Bolton, 2008). Ως αποτέλεσμα, η αύξηση του πλούτου των μετόχων επηρεάζεται από τις αποφάσεις του διοικητικού συμβουλίου.

Συνεπώς, γίνεται αντιληπτό ότι το διοικητικό συμβούλιο είναι ένα από τα σημαντικότερα όργανα μιας εταιρίας. Επομένως, πολλές ακαδημαϊκές εργασίες προσπαθούν να διερευνήσουν πώς τα χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου επηρεάζουν την απόδοση των επιχειρήσεων. Οι περισσότεροι ερευνητές προσπάθησαν να διερευνήσουν τη συσχέτιση μεταξύ των χαρακτηριστικών του διοικητικού συμβουλίου (όπως το μέγεθος, τη σύνθεση) και τις επιδόσεις των επιχειρήσεων. (Anderson και Reeb, 2004, Cheng, 2008, Eisenberg, Sundgren και Wells, 1998).

Στην συνέχεια αναγράφονται τα αποτελέσματα διαφόρων μελετών με σκοπό να δημιουργηθούν στο τέλος οι υποθέσεις που θα εξετάσουμε σε μετέπειτα κεφάλαιο.

Μέγεθος διοικητικού συμβουλίου. Πολλές μελέτες υποστηρίζουν ότι τα μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια οδηγούν σε υψηλότερες επιδόσεις καθώς κάθε μέλος του διοικητικού συμβουλίου διαθέτει λεπτομερή γνώση σε συγκεκριμένο αντικείμενο που επηρεάζει την αξία της επιχείρησης, όπως είναι οι αγορές προϊόντων ή η τεχνολογία, και έχει ως αποτέλεσμα τη συλλογική γνώση που οδηγεί στο επιθυμητό αποτέλεσμα (Haleblian και Finkelstein, 1993).

Το συμπέρασμα είναι ότι οι μεγαλύτερες ομάδες είναι καλύτερες στην επίλυση προβλημάτων, καθώς υπάρχουν περισσότερα μέλη που μπορούν να κρίνουν τις ενέργειες των διοικητικών στελεχών και να συμμετέχουν ενεργά στην παρακολούθησή τους, μειώνοντας με αυτόν τον τρόπο το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης (Patro, Lehn, και Zhao, 2009). Επίσης, οι μεγαλύτερες ομάδες μπορούν να προτείνουν περισσότερες λύσεις στα προβλήματα που προκύπτουν ώστε να καταλήξουν σε καλύτερη ποιότητα αποφάσεων σε σύγκριση με τις πιο μικρές ομάδες (Cummings, Huber και Arendt, 1974).

Το πλεονέκτημα του μεγαλύτερου μεγέθους διοικητικού συμβουλίου είναι η μεγαλύτερη συλλογική πληροφόρηση που διαθέτει, επομένως, τα μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια θα οδηγήσουν σε υψηλότερες επιδόσεις (Dalton, Daily, Johnson και Ellstrand, 1999). Οι ελληνικές επιχειρήσεις με τα μεγάλα διοικητικά συμβούλια έχουν καλύτερες επιδόσεις σύμφωνα με την έρευνα των Zhou, Owusu-Ansah και Maggina (2018). Επίσης οι Adams και Mehran (2005) βρήκαν στην μελέτη τους θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της απόδοσης της επιχείρησης.

Από την άλλη πλευρά υπάρχουν ερευνητές που υποστηρίζουν ότι τα πολυπληθή διοικητικά συμβούλια επηρεάζουν αρνητικά την επίδοση της επιχείρησης. Σύμφωνα με τους Lipton και Lorsch (1992) και Jensen (1993), όταν το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου υπερβαίνει τα οκτώ ή εννέα μέλη, τότε ο διευθύνων σύμβουλος δεν ελέγχεται αποτελεσματικά. Χρειάζεται περισσότερος χρόνος για το διοικητικό συμβούλιο να συμφωνήσει σε σημαντικά ζητήματα και να καταλήξει σε ένα συμπέρασμα και έτσι έχει ως αποτέλεσμα ο διευθύνων σύμβουλος να διαθέτει περισσότερη δύναμη όταν αντιμετωπίζει πολλές διαφορετικές απόψεις παρά ένα ισχυρό επιχείρημα που αντιπροσωπεύει όλα τα μέλη (Jensen, 1993). Ο Jensen (1993) επίσης, αναφέρει ότι στα μεγαλύτερα μεγέθους διοικητικά συμβούλια προκύπτουν προβλήματα συντονισμού και επικοινωνίας επειδή είναι πιο δύσκολο να οργανωθούν οι συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου και να επιτευχθεί συναίνεση. Γεγονός που συνεπάγεται την βραδύτερη και λιγότερο αποτελεσματική λήψη αποφάσεων. Επίσης, τα διοικητικά στελέχη προσπαθούν να ικανοποιήσουν τα συμφέροντά τους και δεν δίνουν προσοχή στον ρόλο τους ως παρατηρητές, καθώς η συμβολή τους στην προστασία των συμφερόντων των μετόχων δεν μπορεί να μετρηθεί εύκολα λόγω του μεγάλου αριθμού μελών του διοικητικού συμβουλίου (Lipton και Lorsch, 1992). Η γνώμη κάθε μέλους δεν παρατηρείται εύκολα και κρύβεται πίσω από τις διάφορες απόψεις των άλλων μελών. Σύμφωνα με τους Hermalin και Weisbach (2003), η πλειοψηφία των μελετών που διενεργήθηκαν στην Η.Π.Α έχουν εντοπίσει μια αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της απόδοσης της επιχείρησης, και οδηγήθηκαν στο συμπέρασμα ότι αυτή η σχέση είναι μία από τις μελετημένες στην διεθνή βιβλιογραφία. Και άλλες αμερικανικές μελέτες έχουν βρει παρόμοια αποτελέσματα (Cheng, Evans και Nagarajan 2008, Coles κ.ά. 2008). Ο Yermack (1996), καταγράφει μια αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους του

διοικητικού συμβουλίου και της απόδοσης της επιχείρησης, χρησιμοποιώντας ως δείκτη μέτρησης της απόδοσης τον δείκτη Tobin's Q . Ακολούθως, οι Eisenberg κ.ά. (1998), βρήκαν ότι για ένα δείγμα μικρών Φινλανδικών επιχειρήσεων, το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου συνδέεται αντιστρόφως ανάλογα με την κερδοφορία τους. Επιπλέον οι Bohren και Odegaard (2004), διαπιστώνουν ότι η απόδοση μειώνεται ανάλογα με το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου. Παρόμοια και ο Lasfer (2004) βρίσκει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη Tobin's Q και του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου.

Οι Coles κ.ά. (2008) διαπίστωσαν ότι δεν υπάρχει βέλτιστη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου και ότι το μέγεθος προσαρμόζεται ανάλογα με τις ανάγκες της επιχείρησης. Ακόμη οι Patro κ.ά. (2009), δεν βρήκαν καμία σχέση μεταξύ της απόδοσης της επιχείρησης και του μεγέθους ή της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου.

Βέβαια, υπήρξαν και μελέτες που ανέδειξαν ότι το μικρό μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου είναι πιο αποτελεσματικό από το μεγαλύτερο διοικητικό συμβούλιο (Adnan, Htay, Rashid και Meera 2011).

Τέλος, υπάρχουν μελέτες που αποδεικνύουν ότι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου επηρεάζεται από μεταβλητές που σχετίζονται με την συγκεκριμένη επιχείρηση, όπως είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση της επιχείρησης ή ο κλάδος απασχόλησης της επιχείρησης (Linck, Netter και Yang 2008, Coles κ.ά. 2008).

Ο Shaw (1981), υποστήριξε ότι ο διευθύνων σύμβουλος μπορεί να κυριαρχήσει και να διαχειριστεί ένα μικρότερο διοικητικό συμβούλιο πιο εύκολα. Επίσης, οι Chaganti, Mahajan και Sharma (1985), μελέτησαν τη σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της πτώχευσης των εταιρειών και διαπίστωσαν ότι οι μη αποτυχημένες επιχειρήσεις τείνουν να έχουν μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια από τις αποτυχημένες επιχειρήσεις.

Στις οικογενειακές επιχειρήσεις ο διευθύνων σύμβουλος είναι συνήθως μέλος της οικογένειας. Επομένως, τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου δεν έχουν τον φόβο ότι η διοίκηση θα καταχραστεί πόρους της επιχείρησης .Οι Chrisman κ.ά (2004) διερεύνησαν το κόστος της αντιπροσώπευσης μεταξύ των οικογενειακών και μη οικογενειακών εταιρειών των Η.Π.Α και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν μικρότερο βαθμό σύγκρουσης

συμφερόντων. Επίσης, σύμφωνα με τους Miller και Le Breton-Miller (2006), η θητεία των διευθυνόντων συμβούλων σε οικογενειακές επιχειρήσεις κυμαίνεται μεταξύ 15 και 25 χρόνια, ενώ στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις είναι περίπου τρία έως τέσσερα χρόνια. Παρατηρούμε λοιπόν, ότι στις οικογενειακές επιχειρήσεις δεν θα υπάρξει το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης και επομένως το διοικητικό συμβούλιο θα είναι επιφορτισμένο μόνο να συμβουλεύει την διοίκηση. Σύμφωνα με τους Anderson και Reeb (2004), τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου ακολουθούν τις κατευθυντήριες γραμμές της οικογένειας, ακόμη και αν αυτές οι αποφάσεις ενδέχεται να μειώσουν τον πλούτο των μετόχων της μειοψηφίας. Άρα, με βάση τα παραπάνω αναμένουμε ότι, στις οικογενειακές επιχειρήσεις το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου δεν θα επηρεάζει την απόδοση της επιχείρησης, αφού τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου θα συμπεριφέρονται ως μέλη της οικογένειας, οπότε δεν θα επηρεάζουν και τις αποφάσεις που λαμβάνονται από αυτήν. Στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις αναμένουμε ότι, η αύξηση του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου θα έχει θετική συσχέτιση με την απόδοση της επιχείρησης, αφού θα απαιτείται μεγαλύτερος φόρτος εργασίας για τα μέλη του, και μέσω της αύξησης του μεγέθους του οι μέτοχοι θα αναμένουν πιο αποτελεσματικό έλεγχο, καθώς και καλύτερη απόδοση για την επιχείρησή τους. Οι υποθέσεις συνοψίζονται παρακάτω:

Υπόθεση H1α: Δεν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής απόδοσης στις οικογενειακές επιχειρήσεις.

Υπόθεση H1β: Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής απόδοσης στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις.

Μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Οι μη εκτελεστικοί διευθυντές είναι υπεύθυνοι για τον έλεγχο τόσο του διοικητικού συμβουλίου όσο και των διευθυντών της επιχείρησης (Cadbury, 1992). Τα μη εκτελεστικά μέλη είναι συνήθως μερικής απασχόλησης, είναι μέλη σε περισσότερα από ένα διοικητικά συμβούλια και πληρώνονται συνήθως λιγότερο από τα αντίστοιχα εκτελεστικά μέλη (Davies, 2002, Morck, Shleifer και Vishny, 1988). Σύμφωνα με τους Morck κ.ά. (1988), η παρακολούθηση απαιτεί πολύ χρόνο και προσπάθεια από τα μη εκτελεστικά μέλη, επομένως, πρέπει να τους δοθούν τα κατάλληλα οικονομικά κίνητρα. Ένα συνηθισμένο είδος κινήτρου είναι η παροχή μετοχών της εταιρίας.

Οι Fama και Jensen (1983) υποστηρίζουν ότι, τα μη εκτελεστικά μέλη έχουν και άλλα κίνητρα εκτός από τα οικονομικά. Ενδιαφέρονται για την φήμη τους και για την μελλοντική επαγγελματική τους σταδιοδρομία, δύο αρκετά σημαντικά κίνητρα προκειμένου να πραγματοποιούν τον έλεγχο με αποτελεσματικότητα. Σε αυτήν την περίπτωση αναμένουν θετική σχέση μεταξύ της απόδοσης της επιχείρησης και των μη εκτελεστικών μελών. Από την άλλη πλευρά, είναι πιθανό ότι η ανησυχία των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου για τη φήμη και για την σταδιοδρομία τους θα έχει το αντίθετο αποτέλεσμα. Μία άλλη έρευνα των Davidoff, Lund και Schonlau (2014), υποστηρίζει ότι δεν βρήκαν στοιχεία που να αποδεικνύουν πως οι καριέρες που ακολούθησαν τα μη εκτελεστικά μέλη επηρεάστηκαν από τις κακές επιδόσεις της επιχείρησης. Ακόμα, ο Hart (1995) υποστηρίζει ότι τα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου μπορεί να έχουν πάρει την θέση στο διοικητικό συμβούλιο μιας εταιρίας μέσω των προσωπικών τους επαφών. Συμπληρωματικά ο Jensen (1993), υποστηρίζει ότι μπορεί να μην υπάρχει θετική σχέση μεταξύ του ποσοστού των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου, διότι μπορεί να μην έχουν την απαραίτητη εξειδίκευση για να παρακολουθήσουν αποτελεσματικά την λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου και των εκτελεστικών μελών του. Επιπρόσθετα, οι Rosenstein και Wyatt (1990), υποστήριξαν στην μελέτη τους ότι παρατηρείται μια μικρή μεταβολή στην τιμή των μετοχών μιας εταιρίας μετά τον διορισμό ενός μη εκτελεστικού μέλους. Σε συμφωνία με προηγούμενες μελέτες ο Yermack (1996) βρήκε μια θετική συσχέτιση μεταξύ του ποσοστού των μη εκτελεστικών διευθυντών και του δείκτη Tobin's Q.

Υπάρχουν βέβαια και ερευνητές που υποστηρίζουν ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του αριθμού των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού και της εταιρικής απόδοσης. Πιο συγκεκριμένα, οι Agrawal και Knoeber (1996) καθώς και οι Bhagat και Black (2001), διαπίστωσαν αρνητική σχέση μεταξύ του ποσοστού των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου και του δείκτη μέτρησης της απόδοσης Tobin's Q.

Τέλος, υπήρξαν και έρευνες όπως του Mehran (1995) που δεν διαπίστωσαν κάποια συσχέτιση μεταξύ του ποσοστού των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής απόδοσης.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, αναμένουμε ότι ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου δεν θα επηρεάσει την απόδοση της επιχείρησης, αφού τα μέλη του τείνουν να υιοθετούν την άποψη της διοίκησης. Στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις αναμένουμε ότι η θα υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών και της εταιρικής απόδοσης επειδή θα υπάρχει περισσότερη επίβλεψη στην διοίκηση. Οι υποθέσεις συνοψίζονται παρακάτω:

Υπόθεση H2α: Δεν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ του ποσοστού των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής απόδοσης στις οικογενειακές επιχειρήσεις.

Υπόθεση H2β: Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του ποσοστού των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής απόδοσης στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις.

Ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Οι Johnson, Daily και Ellstrand (1996) ορίζουν τα ανεξάρτητα μέλη ως μη διαχειριστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Σύμφωνα με τους Samara και Berbegal-Mirabent (2007), τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου είναι ξένοι που δεν έχουν κοινωνικούς δεσμούς ούτε με την εταιρεία ούτε με την οικογένεια που την κατέχει. Η μόνη σχέση τους με την επιχείρηση αρχίζει με την συμμετοχή τους στο διοικητικό της συμβούλιο. Τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου είναι συνήθως για μικρότερο χρονικό διάστημα στο διοικητικό συμβούλιο κάθε επιχείρησης και έχουν λιγότερες ευκαιρίες να δημιουργήσουν κοινωνικούς δεσμούς με τη διοίκηση ή την οικογένεια που ελέγχει την εταιρία.

Το διοικητικό συμβούλιο αποτελείται συνήθως από εσωτερικούς και εξωτερικούς διευθυντές. Οι εσωτερικοί διευθυντές είναι υπάλληλοι της επιχείρησης και παρέχουν στο διοικητικό συμβούλιο πολύτιμες εμπιστευτικές πληροφορίες, ενώ οι εξωτερικοί είναι συνήθως ανεξάρτητοι και λιγότερο ενημερωμένοι σχετικά με τις δραστηριότητες της επιχείρησης, εστιάζοντας περισσότερο στην παρακολούθηση (Guest, 2009). Τα ανεξάρτητα μέλη είναι σύμφωνα με τους Agrawal και Knoeber (2001), επιτυχημένοι επενδυτές ή σύμβουλοι επιχειρήσεων.

Η πιο διαδεδομένη άποψη είναι ότι η παρουσία ανεξάρτητων μελών μειώνει το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης, καθώς δεν συνδέονται με τα διοικητικά στελέχη και παρακολουθούν τις ενέργειές τους (Nicholson και Kiel, 2007).

Οι Agrawal και Knoeber (1996), βρίσκουν αρνητική συσχέτιση μεταξύ του ποσοστού των ανεξάρτητων μελών και της απόδοσης της επιχείρησης. Η εξήγησή τους είναι ότι διορίζονται ανεξάρτητα μέλη για πολιτικούς λόγους και έτσι δεν διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην παρακολούθηση της διοίκησης. Παρόμοια είναι και τα ευρήματα από τους Lawrence και Stapledon (1999) που βρήκαν αρνητική σχέση μεταξύ των ανεξάρτητων μελών και της εταιρικής απόδοσης.

Σύμφωνα με τις μελέτες των (Anderson και Reeb 2004, Kuo και Hung 2012), υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής απόδοσης. Επιπλέον, οι Hutchinson και Gull (2004), βρίσκουν μια θετική σχέση μεταξύ του ποσοστού των ανεξάρτητων μελών και της απόδοσης της επιχείρησης. Τέλος, υπάρχουν και μελέτες που δεν βρίσκουν αποδείξεις ότι η παρουσία ανεξάρτητων μελών συνδέεται με τις επιδόσεις των οικογενειακών επιχειρήσεων (Dalton, Daily, Ellstrand και Johnson, 1998, Gnan, Montemerlo και Huse, 2015).

Η συμμετοχή της οικογένειας που έχει στην κατοχή της την επιχείρηση, στη διοίκηση της δημιουργεί μια αυτόματη ευθυγράμμιση των συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των διοικητικών στελεχών (Jensen και Meckling, 1976). Επιπλέον, τα οικογενειακά μέλη που είναι και εκτελεστικά μέλη έχουν ισχυρά κίνητρα για την παρακολούθηση των άλλων μη οικογενειακών υπαλλήλων (Anderson, Duru και Reeb, 2009). Με βάση τα προαναφερθέντα, η παρουσία ανεξάρτητων μελών θεωρείται ως περιττό κόστος όταν η επιχείρηση ανήκει σε οικογένεια (Fama και Jensen, 1983).

Μπορεί όμως μέσα σε μια οικογενειακή επιχείρηση να δημιουργηθεί σύγκρουση συμφερόντων. Μία τέτοια περίπτωση περιγράφουν οι Pagliarussi και Rapozo (2011), σε μια πολυεθνική επιχείρηση μπορεί να υπάρχουν διαφορετικές διευρυμένες οικογενειακές ομάδες που κατέχουν την επιχείρηση. Άλλες έρευνες δείχνουν ότι αυτή η σύγκρουση συμφερόντων είναι ιδιαίτερα πιθανό να δημιουργηθεί όταν επιδεινώνεται η απόδοση της επιχείρησης, όταν ο διευθύνων σύμβουλος είναι μέλος της οικογένειας και όταν ο ιδρυτής δεν συμμετέχει πλέον στην επιχείρηση (Martin, Gómez-Mejía, Berrone και Makri 2016). Με βάση τα προαναφερθέντα επιχειρήματα, η παρουσία ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο της οικογενειακής επιχείρησης είναι πολύ σημαντική αφού συμβάλλει στη μείωση του

κόστους αντιπροσώπευσης και στην καλύτερη εταιρική επίδοση (Anderson και Reeb 2004).

Τα ανεξάρτητα μέλη διορίζονται στο συμβούλιο για την ικανότητά τους να παρέχουν υπηρεσίες και συμβουλές στους μετόχους. Ως εκ τούτου, η παρουσία ανεξάρτητων διευθυντών θεωρείται προστιθέμενη αξία για την εταιρεία επειδή είναι σε θέση να φέρει ειδικές γνώσεις σε συγκεκριμένους κλάδους, οι οποίες δεν μπορούν να αποκτηθούν με την ιδιότητα του εσωτερικού συνεργάτη (Anderson και Reeb 2004, Corbetta και Salvato 2004b).

Ο Yermack (1996), βρίσκει και πάλι αρνητική συσχέτιση μεταξύ του ποσοστού των ανεξάρτητων μελών και του δείκτη μέτρησης της απόδοσης Tobin's Q. Επίσης, ο Laux (2008) διαπιστώνει ότι η αύξηση του ποσοστού ανεξαρτησίας στο διοικητικό συμβούλιο οδηγεί σε χειρότερες επιδόσεις.

Οι επιχειρήσεις με υψηλή ιδιοκτησιακή συγκέντρωση προτιμούν να έχουν λιγότερα ανεξάρτητα μέλη, καθώς οι μέτοχοι επιθυμούν να έχουν τους δικούς τους αντιπροσώπους στο διοικητικό συμβούλιο (Denis, D., Denis, D. και Sarin, A, 1999). Μια άλλη μελέτη του Weishbach (1988), δείχνει ότι όταν τα περισσότερα μέλη του διοικητικού συμβουλίου είναι εξαρτημένα, τότε οι αποφάσεις που λαμβάνονται από το διοικητικό συμβούλιο δεν συνδέονται με λόγους απόδοσης.

Είναι φανερό ότι και σε αυτήν την περίπτωση στις οικογενειακές επιχειρήσεις τα ανεξάρτητα μέλη θα λειτουργήσουν ως εσωτερικά μέλη και ο ρόλος τους θα περιοριστεί στην παροχή συμβουλών προς την διοίκηση, επομένως, δεν θα επηρεάσουν την απόδοση της επιχείρησης. Στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις τα ανεξάρτητα μέλη θα προσφέρουν περισσότερες γνώσεις και θα συνεισφέρουν στον έλεγχο της διοίκησης, οπότε αναμένουμε θετική σχέση μεταξύ του αριθμού των μη εκτελεστικών μελών και της απόδοσης της επιχείρησης. Οι υποθέσεις συνοψίζονται παρακάτω:

Υπόθεση H3α: Δεν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ του ποσοστού των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής απόδοσης στις οικογενειακές επιχειρήσεις.

Υπόθεση H3β: Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του ποσοστού των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής απόδοσης στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις.

Διαφοροποίηση διοικητικού συμβουλίου (γυναικεία εκπροσώπηση). Ένα άλλο χαρακτηριστικό του διοικητικού συμβουλίου που επηρεάζει την ποιότητα των αποφάσεων και ως αποτέλεσμα την απόδοση της επιχείρησης είναι η παρουσία γυναικών σε αυτό. Σύμφωνα με τους Francoeur, Labelle και Sinclair-Desgagné (2008), οι γυναίκες συχνά φέρνουν μια νέα προοπτική σε πολύπλοκα ζητήματα και αυτό μπορεί να βοηθήσει στην αντιμετώπιση προβλημάτων που έχει να αντιμετωπίσει ένα διοικητικό συμβούλιο. Ο Virtanen (2012), στην μελέτη του αναφέρει ότι τα γυναικεία μέλη των συμβουλίων, σε σύγκριση με τους άνδρες συναδέλφους τους, είναι πιο πιθανό να αναλάβουν ενεργό ρόλο στο διοικητικό συμβούλιο. Ακόμη, στα διοικητικά συμβούλια που υπάρχει γυναικεία εκπροσώπηση υπάρχει μεγαλύτερη διαφάνεια (Gul και Srinidhi, 2011), και καλύτερη εποπτεία στις αναφορές της διοίκησης με αποτέλεσμα την ενίσχυση των κερδών της επιχείρησης (Strindhi, Gul και Tsai 2011). Επιπρόσθετα, οι γυναίκες είναι πιο προετοιμασμένες για τις συναντήσεις σύμφωνα με τους Pathan και Faff (2013), καθώς συμμετέχουν και σε περισσότερες συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου (Adams και Ferreira 2009). Επίσης, οι Arfken, Bellar και Helms (2004), στην μελέτη τους βρήκαν ενδείξεις ότι οι γυναίκες μπορούν να καταλάβουν ορισμένες αγορές και ορισμένους καταναλωτές καλύτερα από τους άνδρες ομολόγους τους.

Ένα περισσότερο διαφοροποιημένο με βάση το φύλο διοικητικό συμβούλιο μπορεί επίσης να βελτιώσει την ανταγωνιστικότητα μιας επιχείρησης, εάν βελτιώνει την εικόνα της επιχείρησης και εάν αυτό έχει θετική επίδραση στη συμπεριφορά των πελατών ώστε να προκύψει η βελτίωση της απόδοσης μιας επιχείρησης (Smith N., Smith V. και Verner 2006).

Οι Robinson και Dechant (1997), παρουσιάζουν πολλούς λόγους για τους οποίους η ποικιλομορφία επηρεάζει την αξία των επιχειρήσεων. Πρώτον, η αγορά γίνεται πιο περίπλοκη και οι επιχειρήσεις λειτουργούν σε πολλές περιοχές με διαφορετικές ανάγκες και διαφορετικό πολιτισμό. Με αυτόν τον τρόπο, η ποικιλομορφία του φύλου βοηθά τις επιχειρήσεις να συνδέονται καλύτερα με τα ενδιαφερόμενα μέρη (όπως οι πελάτες) και να έχουν πρόσβαση σε αυτά, κάτι που τους παρέχει συγκριτικό πλεονέκτημα. Οι Carter, Simkins και Simpson (2003), μελετούν τη σύνδεση μεταξύ της διαφοροποίησης με βάση το φύλο και την απόδοση της επιχείρησης με βάση το πλαίσιο της θεωρίας της αντιπροσώπευσης όπως περιγράφεται από τους Fama και Jensen (1983), και εξετάζουν την ποικιλομορφία ως μηχανισμό

ελέγχου και παρακολούθησης της διοίκησης. Επίσης, θεωρούν ότι η μεγαλύτερη διαφοροποίηση μπορεί να αυξήσει την ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου αφού οι γυναίκες είναι περισσότερο διατεθειμένες να υποβάλουν ερωτήσεις σε σχέση με τους άντρες. Οι Carter κ.ά. (2003), βρήκαν ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ του δείκτη Tobin's Q και του ποσοστού των γυναικών στα διοικητικά συμβούλια, αφού έλαβαν υπόψη τους το μέγεθος, τη βιομηχανία και άλλα μέτρα εταιρικής διακυβέρνησης που μπορεί να επηρεάζουν την απόδοση μιας επιχείρησης.

Υπάρχουν επίσης μελέτες, που υποδεικνύουν ότι η ποικιλομορφία μπορεί να συμβάλει στη μείωση της απόδοσης της επιχείρησης. Οι Earley και Mosakowski (2000) πιστεύουν ότι τα μέλη μίας ομάδας τείνουν να επικοινωνούν περισσότερο καθώς είναι πολύ πιθανό να έχουν και τις ίδιες απόψεις. Ένα ακόμη επιχείρημα που υποστηρίζει την άποψη ότι η ποικιλομορφία συνδέεται με χαμηλότερες επιδόσεις της επιχείρησης μπορεί να βρεθεί στην παρατήρηση των Jianakoplos και Bernasek (1998) ότι οι γυναίκες είναι πιο αποτρεπτικές έναντι των κινδύνων από τους άνδρες. Επίσης, η μεγαλύτερη πολυφωνία μεταξύ των μελών του διοικητικού συμβουλίου οδηγεί σε περισσότερες απόψεις στα κρίσιμα ερωτήματα και άρα σε περισσότερες συγκρούσεις, η λήψη αποφάσεων γίνεται περισσότερο χρονοβόρα και λιγότερο αποτελεσματική (Lau και Murnighan, 1998). Οι Bohren και Strom (2005), αναφέρουν μια σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ του ποσοστού των γυναικών στα διοικητικά συμβούλια των νορβηγικών επιχειρήσεων και του δείκτη μέτρησης της εταιρικής απόδοσης Tobin's Q.

Τέλος, υπάρχουν και έρευνες όπως των Shrader, Blackburn και Iles (1997), που δεν μπόρεσαν να βρουν κανένα στοιχείο που να δείχνει ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των γυναικών μελών των διοικητικών συμβουλίων και της απόδοσης της επιχείρησης. Παρόμοια και οι Rietz και Henrekson (2000), δεν βρήκαν κάποια σχέση μεταξύ της παρουσίας των γυναικών στα διοικητικά συμβούλια στις σουηδικές επιχειρήσεις και στην απόδοσή τους. Στο παραπάνω εύρημα συμφωνεί και η μελέτη των Smith κ.ά. (2006), που απέτυχαν να βρουν κάποια σημαντική σχέση μεταξύ των γυναικών σε ένα διοικητικό συμβούλιο και της απόδοσης της επιχείρησης στις δανέζικες επιχειρήσεις. Μια άλλη μελέτη των Price, Harrison, Gavin και Florey (2002), δείχνει ότι εάν τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου συνεργάζονται για μεγάλο χρονικό διάστημα, τότε το φύλο δεν διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στις αποφάσεις και στα αποτελέσματα. Υποστηρίζουν ότι, οι αξίες και οι πεποιθήσεις των ανθρώπων

επηρεάζουν τις αποφάσεις που λαμβάνονται από το διοικητικό συμβούλιο και όχι το φύλο.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, υποθέτουμε ότι η αύξηση του αριθμού των γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο θα επηρεάσει θετικά την απόδοση των οικογενειακών και μη οικογενειακών επιχειρήσεων. Στις οικογενειακές επιχειρήσεις αναμένουμε ότι ανεξάρτητα το φύλο κάθε μέλος θα ακολουθήσει την στρατηγική της διοίκησης αλλά λόγω του διαφορετικού τρόπου σκέψης και της διαφορετικής προοπτικής που θα φέρουν στη επιχείρηση αναμένουμε ότι θα επηρεάσουν την απόδοση της εταιρίας. Για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις αναμένουμε ότι παρουσία γυναικών θα βελτιώσει την απόδοση της επιχείρησης αφού θα προσδώσουν έναν διαφορετικό τρόπο σκέψης και θα βοηθήσουν να εξεταστούν τα ζητήματα που έχει να αντιμετωπίσει ένα διοικητικό συμβούλιο με διαφορετική οπτική από την υπάρχουσα. Οι υποθέσεις συνοψίζονται παρακάτω:

Υπόθεση H4α: Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του ποσοστού των γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο και της εταιρικής απόδοσης στις οικογενειακές επιχειρήσεις.

Υπόθεση H4β: Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του ποσοστού των γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο και της εταιρικής απόδοσης στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις.

Κεφάλαιο Τρία

Δεδομένα και Μεθοδολογία

Στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας σκοπός είναι να συγκρίνουμε τον τρόπο που οι βασικές αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζουν την επίδοση της επιχείρησης στις οικογενειακές και στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις. Επομένως, είναι σημαντικό να διευκρινίσουμε με βάση ποιο κριτήριο διαχωρίζονται οι δύο αυτές κατηγορίες επιχειρήσεων. Στην διεθνή βιβλιογραφία οι ερευνητές έχουν διαχωρίσει τις οικογενειακές και μη οικογενειακές επιχειρήσεις με βάση διάφορα κριτήρια. Το πιο συνηθισμένο κριτήριο είναι το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που κατέχει ο μεγαλομέτοχος της επιχείρησης. Οι Chen κ.ά. (2008), στο άρθρο τους θεώρησαν οικογενειακές τις επιχειρήσεις στις οποίες υπάρχει τουλάχιστον ένας μέτοχος με ποσοστό συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο άνω του 5%. Οι La Porta κ.ά. (1999), θεωρούν ότι εάν ένας μέτοχος κατέχει ποσοστό ανώτερο του 20% του μετοχικού κεφαλαίου τότε η επιχείρηση μπορεί να χαρακτηριστεί ως οικογενειακή. Στην παρούσα εργασία στις επιχειρήσεις που ο μεγαλομέτοχος κατέχει ποσοστό ανώτερο του 25% η επιχείρηση θα χαρακτηρίζεται ως οικογενειακή. Ο μεγαλομέτοχος μπορεί να είναι είτε φυσικό είτε νομικό πρόσωπο. Επίσης, είναι πολύ σημαντικό να διευκρινίσουμε ότι σε περίπτωση που δύο ή περισσότερα άτομα που ανήκουν στην ίδια οικογένεια αποτελούν μετόχους της επιχείρησης τότε το ποσοστό τους αθροίζεται. Το ποσοστό 25% χρησιμοποιείται με βάση τις εργασίες των Cronqvist και Nilsson (2003) καθώς και από την εργασία των Margaritis και Psillaki (2010).

Στην παρούσα έρευνα χρησιμοποιήθηκαν πληροφορίες με βάση τις επίσημες ετήσιες εκθέσεις εταιρειών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο Αθηνών, που ενσωματώνονται κυρίως στο τμήμα της ετήσιας έκθεσης για την εταιρική διακυβέρνηση καθώς και στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις για τα έτη 2016, 2017. Η επιλογή του δείγματος έγινε με βάση το δείγμα που χρησιμοποίησαν οι Grose, Kargidis και Chouliaras (2014) οι οποίοι χρησιμοποίησαν τις δημοσιευμένες ετήσιες οικονομικές καταστάσεις για δύο έτη προκειμένου να μελετήσουν την εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης στην ελληνική πραγματικότητα. Επιπλέον,

σύμφωνα με προηγούμενες έρευνες (Earle, Kucsera και Telegdy, 2005), τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εξαιρούνται από το σύνολο των δεδομένων εξαιτίας των διαφορετικών προτύπων χρηματοοικονομικής αναφοράς (Jackling και Johl, 2009). Επίσης, από το δείγμα εξαιρέθηκαν οι εταιρείες οι οποίες είναι σε αναστολή στο χρηματιστήριο Αθηνών, καθώς και οι εταιρείες που είναι εισηγμένες στην εναλλακτική αγορά επειδή, δεν καταστεί δυνατόν να συλλεχθούν δεδομένα για την εφαρμογή των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης. Οι οικονομικές καταστάσεις αντλήθηκαν από την ιστοσελίδα του χρηματιστηρίου Αθηνών. Για την επεξεργασία των δεδομένων χρησιμοποιήθηκε το στατιστικό πρόγραμμα SPSS.

Εξαρτημένη μεταβλητή

Η μελέτη αυτή χρησιμοποιεί τον δείκτη Tobin's Q ως εξαρτημένη μεταβλητή, το οποίο έγινε σύμφωνα με προηγούμενες μελέτες (π.χ Cheng, 2008, Guest, 2009, Jackling και Johl, 2009). Στις μελέτες που εξετάζουν την σχέση μεταξύ της ιδιοκτησίας και της απόδοσης, χρησιμοποιούνται δύο είδη δεικτών για να υπολογίσουν την απόδοση της επιχείρησης. Οι Demsetz και Lehn (1985), χρησιμοποίησαν στην μελέτη τους λογιστικούς δείκτες μέτρησης της απόδοσης ενώ στην συνέχεια οι υπόλοιπες μελέτες χρησιμοποίησαν τον δείκτη Tobin's Q. Το Tobin's Q, εκτιμάει την πιθανή μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης, επομένως υπολογίζει την αξία της επιχείρησης με επίκαιρα στοιχεία. Ο Muller (2014) υποστηρίζει ότι ενδέχεται οι μεταβλητές μέτρησης της απόδοσης που βασίζονται στην αγορά να επηρεαστούν από τις προσδοκίες των επενδυτών.

Η μεταβλητή Tobin's Q ορίζεται ως η αγοραία αξία της επιχείρησης διαιρούμενη με τα περιουσιακά της στοιχεία όπως αποτιμώνται είτε στα λογιστικά βιβλία είτε στην τιμή αντικατάστασης τους (Shepherd, 1990). Στην παρούσα εργασία ο δείκτης Tobin's Q υπολογίζεται με τον τύπο που παρουσιάστηκε από τους Chung και Pruitt (1994) και χρησιμοποιήθηκε από τους Karopoulos και Lazaretou (2007).

$$\text{Tobin's Q} = \frac{MVE + PS + DEBT}{TA}$$

Το MVE ισούται με τον αριθμό των κοινών μετοχών επί την χρηματιστηριακή τιμή τους. Το PS είναι η τιμή εκκαθάρισης των προνομιούχων μετοχών. Η μεταβλητή DEBT είναι η λογιστική αξία των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης

μείον την λογιστική αξία του κυκλοφορούντος ενεργητικού συν την λογιστική αξία των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων. Τέλος, η μεταβλητή TA είναι η αξία του συνόλου του ενεργητικού της επιχείρησης.

Ανεξάρτητες μεταβλητές

Στην παρούσα εργασία θα εξεταστούν οι παρακάτω ανεξάρτητες μεταβλητές:

Μέγεθος Διοικητικού Συμβουλίου: Η σχέση μεταξύ της εταιρικής επίδοσης και του μεγέθους του Διοικητικού συμβουλίου έχει μελετηθεί σε διάφορες εργασίες (Mobbs 2015, Tulung και Ramdani 2018).

Μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου: Η μεταβλητή αυτή υπολογίζεται διαιρώντας τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου που είναι μη εκτελεστικά με τα συνολικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Διάφοροι ερευνητές έχουν μελετήσει την επίδραση των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου στην επίδοση της επιχείρησης (Donaldson 1990, Vafeas και Theodorou 1998).

Ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου: Η μεταβλητή αυτή υπολογίζει τον αριθμό των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου προς τον συνολικό αριθμό των μελών του διοικητικού συμβουλίου. Η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου και πως αυτή επηρεάζει την επίδοση της επιχείρησης έχει απασχολήσει πολλούς ερευνητές (Bhagat και Bolton 2008, Yermack 1996).

Γυναικεία μέλη του Διοικητικού συμβουλίου: Η μεταβλητή αυτή υπολογίζει τον αριθμό των γυναικών που αποτελούν μέλη του διοικητικού συμβουλίου προς τον συνολικό αριθμό των μελών του διοικητικού συμβουλίου. Η διαφοροποίηση του φύλου και οι επιπτώσεις που μπορεί να έχει στην επίδοση της επιχείρησης έχουν απασχολήσει έντονα την διεθνή κοινότητα (Nielsen και Huse 2010, Rose 2007).

Μεταβλητές της επιχείρησης

Μέγεθος εταιρείας: Πολλές μεγάλες επιχειρήσεις μπορούν να επιτύχουν καλύτερη απόδοση λόγω των ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων και της φήμης που χτίζουν (Baumol, 1967). Με αυτόν τον τρόπο, η καλύτερη επίδοση επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από το μέγεθος και όχι από την ποιότητα των αποφάσεων. Το μέγεθος της επιχείρησης στην παρούσα εργασία υπολογίζεται ως ο λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού της επιχείρησης. Η μεταβλητή αυτή εντοπίζεται σε πολλές εργασίες που

ασχολούνται με την σύνδεση της απόδοσης της επιχείρησης με την εταιρική διακυβέρνηση (Omrana,, Bolbol και Fatheldin 2008, Agrawal και Knoeber 2012).

Κλάδος: Μια ακόμη μεταβλητή ελέγχου που θα χρησιμοποιηθεί είναι ο κλάδος που δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Αν η εταιρεία ανήκει σε βιομηχανικό κλάδο τότε παίρνει τιμή «1» ενώ αν δεν ανήκει παίρνει την τιμή «0». Η επίπτωση του κλάδου μελετήθηκε με παρόμοιο τρόπο και στην εργασία των Ciftci, Tatoglu, Wood, Demirbag και Zaimd (2019).

Δανεισμός: Τελευταία μεταβλητή που χρησιμοποιήθηκε είναι το επίπεδο δανεισμού της επιχείρησης. Πολλές έρευνες ορίζουν αυτήν την μεταβλητή ως το άθροισμα των βραχυπρόθεσμων και του μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων διαιρούμενο με το σύνολο του ενεργητικού (Jackling και Johl 2009, Chiang και Lin 2007).

Περιγραφικά στοιχεία

Σε αυτήν την ενότητα περιγράφονται και αναλύονται τα βασικά στοιχεία που προέκυψαν από την εμπειρική μελέτη.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της παρούσας έρευνας οι εισηγμένες επιχειρήσεις στο χρηματιστήριο Αθηνών είναι κυρίως οικογενειακές (Πίνακας 1). Συγκεκριμένα, οι οικογενειακές επιχειρήσεις αποτελούν το 88,6% του πληθυσμού ενώ οι μη οικογενειακές αποτελούν μόνο το 11,4%. Το παραπάνω συμπέρασμα συμφωνεί με τα αποτελέσματα άλλων ερευνών που ασχολούνται με τις οικογενειακές επιχειρήσεις στην Ευρώπη (La Porta κ.ά. , 1999, Faccio και Lang, 2002).

Πίνακας 1. Ιδιοκτησιακή μορφή των ελληνικών επιχειρήσεων

	Συχνότητα	Ποσοστό
Οικογενειακή	281	88,6%
Μη οικογενειακή	36	11,4%
Σύνολο	317	100%

Μετά την ανάλυση των δεδομένων μας παρατηρούμε ότι η μέση τιμή για την εξαρτημένη μεταβλητή Tobin's Q ισούται με 0,68 για το σύνολο των επιχειρήσεων. Η

τιμή του Tobin's Q πάνω από 1 σημαίνει ότι η αγοραία αξία της επιχείρησης είναι μεγαλύτερη από την αξία των περιουσιακών στοιχείων και δείχνει ότι η αγορά διαμορφώνει μια θετική γνώμη για τις προοπτικές της επιχείρησης. Οπότε παρατηρούμε ότι η αγορά αξιολογεί την αξία των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων ως χαμηλότερη από ότι την αξία των περιουσιακών τους στοιχείων. Πιο συγκεκριμένα, παρατηρούμε ότι η μέση τιμή του δείκτη Tobin's Q για τις οικογενειακές επιχειρήσεις ισούται με 0,64 (Πίνακας 2) ενώ για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις ισούται με 0,93 (Πίνακας 3). Τα παραπάνω στοιχεία μας δείχνουν ότι η απόδοση των μη οικογενειακών επιχειρήσεων είναι αρκετά υψηλότερη σε σχέση με τις οικογενειακές επιχειρήσεις. Η αγορά εκτιμάει ότι οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις είναι πιο αποδοτικές. Μία πιθανή εξήγηση είναι ότι λόγω της φύσης τους, οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις υποχρεώνονται να ακολουθήσουν και να εφαρμόσουν στον βέλτιστο βαθμό τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης επειδή το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης είναι πιο σοβαρό σε αυτές. Επομένως, η αγορά παρατηρώντας ότι οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις ακολουθούν τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης τις αξιολογεί ως πιο αποδοτικές.

Πίνακας 2. Δείκτης Tobin's Q για τις οικογενειακές επιχειρήσεις

	Δείγμα	Ελάχιστη τιμή	Μέγιστη τιμή	Μέση τιμή	Τυπική απόκλιση
Tobin's Q	281	-0,37	3,53	0,64	0,56
Σύνολο	281				

Σημείωση Περιγραφικά στοιχεία για τις οικογενειακές επιχειρήσεις

Πίνακας 3. Δείκτης Tobin's Q για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις

	Δείγμα	Ελάχιστη τιμή	Μέγιστη τιμή	Μέση τιμή	Τυπική απόκλιση
Tobin's Q	36	-0,34	3,09	0,93	0,78
Σύνολο	36				

Σημείωση Περιγραφικά στοιχεία για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις

Χαρακτηριστικά διοικητικού συμβουλίου

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα από τους πίνακες 4 και 5 παρατηρούμε ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν κατά μέσο όρο μικρότερο διοικητικό συμβούλιο ($7,8 < 8,4$) από τις μη οικογενειακές. Οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν περισσότερα μη εκτελεστικά μέλη στο διοικητικό τους συμβούλιο ($5,5 > 4,7$) καθώς επίσης και περισσότερα ανεξάρτητα μέλη ($2,9 > 2,4$). Από την άλλη πλευρά οι οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν περισσότερες γυναίκες στο διοικητικό τους συμβούλιο ($1,1 > 0,7$). Το αποτέλεσμα αυτό δείχνει ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις δεν χρειάζονται τόσα ανεξάρτητα μέλη. Αυτό σημαίνει ότι, οι οικογενειακές επιχειρήσεις γνωρίζουν ότι οι ανεξάρτητοι διευθυντές συμπεριφέρονται περισσότερο ως εσωτερικοί παρατηρητές εξαιτίας της θεωρίας της επιτροπείας – επιμελητείας και διατηρούν τον αριθμό των ανεξάρτητων και μη εκτελεστικών μελών σε χαμηλό επίπεδο. Επίσης, παρατηρούμε ότι ο αριθμός των γυναικών είναι χαμηλός ανεξάρτητα της ιδιοκτησιακής μορφής της επιχείρησης. Επομένως, παρατηρούμε ότι οι επιχειρήσεις αναλόγως της ιδιοκτησιακής τους μορφής προσαρμόζουν και την δομή του διοικητικού τους συμβουλίου. Εξαιτίας του διαφορετικού πλαισίου που χαρακτηρίζει κάθε κατηγορία παρατηρούμε ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις προτιμούν μικρότερα διοικητικά συμβούλια καθώς και λιγότερα ανεξάρτητα μέλη αφού το φαινόμενο της σύγκρουσης συμφερόντων δεν είναι ιδιαίτερα σοβαρό. Από την άλλη πλευρά, οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις λόγω του προβλήματος της αντιπροσώπευσης υιοθετούν μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια και έχουν περισσότερα ανεξάρτητα μέλη στην σύνθεσή τους.

Πίνακας 4. Δομή διοικητικού συμβουλίου στις οικογενειακές επιχειρήσεις

	Αριθμός παρατηρήσεων	Ελάχιστο	Μέγιστο	Μέση τιμή	Τυπική απόκλιση
Μέγεθος Δ.Σ	281	3	15	7,81	2,26
Μη εκτελεστικά μέλη Δ.Σ	281	0	11	4,77	1,97
Ανεξάρτητα μέλη Δ.Σ	281	0	8	2,48	1,06
Γυναικεία εκπροσώπηση στο Δ.Σ	281	0	7	1,11	1,21
Αριθμός παρατηρήσεων	281				

Σημείωση Χαρακτηριστικά διοικητικού συμβουλίου για τις οικογενειακές επιχειρήσεις

Πίνακας 5. Δομή διοικητικού συμβουλίου στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις

	Αριθμός παρατηρήσεων	Ελάχιστο	Μέγιστο	Μέση τιμή	Τυπική απόκλιση
Μέγεθος Δ.Σ	36	5	13	8,47	2,71
Μη εκτελεστικά μέλη Δ.Σ	36	2	12	5,56	2,40
Ανεξάρτητα μέλη Δ.Σ	36	0	6	2,89	1,35
Γυναικεία εκπροσώπηση στο Δ.Σ	36	0	3	0,69	1,01
Αριθμός παρατηρήσεων	36				

Σημείωση Χαρακτηριστικά διοικητικού συμβουλίου για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις

Μεταβλητές της επιχείρησης

Στους παρακάτω πίνακες βλέπουμε ότι ανεξάρτητα από την μορφή ιδιοκτησίας ο επικρατών κλάδος δραστηριοποίησης είναι ο βιομηχανικός κλάδος (πίνακες 6 και 7). Επίσης, παρατηρούμε ότι κατά μέσο όρο έχουν παρόμοιο μέγεθος ενώ καταλήγουμε ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερο δανεισμό (πίνακες 8 και 9).

Πίνακας 6. Κλάδος δραστηριοποίησης οικογενειακών επιχειρήσεων

Κλάδος		
	Συχνότητα	Ποσοστό
Βιομηχανικός κλάδος	195	69,4%
Κλάδος υπηρεσιών	86	30,6%
Σύνολο	281	100%

Σημείωση Κλάδος δραστηριοποίησης οικογενειακών επιχειρήσεων

Πίνακας 7. Κλάδος δραστηριοποίησης μη οικογενειακών επιχειρήσεων

Κλάδος		
	Συχνότητα	Ποσοστό
Βιομηχανικός κλάδος	26	72,2%
Κλάδος υπηρεσιών	10	27,8%
Σύνολο	36	100%

Σημείωση Κλάδος δραστηριοποίησης μη οικογενειακών επιχειρήσεων

Πίνακας 8. Μέγεθος και επίπεδο δανεισμού οικογενειακών επιχειρήσεων

	Αριθμός παρατηρήσεων	Ελάχιστο	Μέγιστο	Μέση τιμή	Τυπική απόκλιση
Μέγεθος επιχείρησης	281	5,61	9,79	7,89	0,71
Δανεισμός	281	0	2,78	0,63	0,46
Αριθμός παρατηρήσεων	281				

Πίνακας 9. Μέγεθος και επίπεδο δανεισμού μη οικογενειακών επιχειρήσεων

	Αριθμός παρατηρήσεων	Ελάχιστο	Μέγιστο	Μέση τιμή	Τυπική απόκλιση
Μέγεθος επιχείρησης	36	6,85	9,82	7,90	0,86
Δανεισμός	36	0,02	2,50	0,59	0,53
Αριθμός παρατηρήσεων	36				

Πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση

Οι περισσότερες μελέτες χρησιμοποιούν την μέθοδο της γραμμικής παλινδρόμησης για να ερμηνεύσουν τα δεδομένα τους και να εντοπίσουν μια θετική ή αρνητική σχέση μεταξύ μιας εξαρτημένης μεταβλητής και των ανεξάρτητων μεταβλητών που χρησιμοποιούν (Bhagat και Bolton, 2008). Η γραμμική παλινδρόμηση είναι μια γραμμική προσέγγιση για την εύρεση του μοντέλου που περιγράφει την σχέση μεταξύ μιας εξαρτώμενης μεταβλητής και μιας ή περισσότερων ανεξάρτητων μεταβλητών. Στην περίπτωση που έχουμε περισσότερες από μια ανεξάρτητες μεταβλητές τότε ονομάζεται πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση.

Σύμφωνα με τους Χαλικιάς, Λάλου, Μανωλέσου (2015), σκοπός της παλινδρόμησης είναι να πετύχει μια καλή προσαρμογή της ευθείας στα δεδομένα, δηλαδή να ελαχιστοποιηθούν όσο το δυνατόν οι αποκλίσεις των δεδομένων από τις εκτιμώμενες τιμές τους. Η μέθοδος αυτή ονομάζεται μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων. Με τη μέθοδο αυτή, η ευθεία που προσαρμόζεται καλύτερα στα δεδομένα που έχουν δοθεί είναι αυτή που ελαχιστοποιεί το άθροισμα των τετραγώνων των σφαλμάτων (καταλοίπων-residuals). Η μέθοδος αυτή των ελαχίστων τετραγώνων θα χρησιμοποιηθεί και στην παρούσα εργασία όπως και σε διάφορες εργασίες που μελετούν την σχέση των μεταβλητών της εταιρικής διακυβέρνησης και της επίδοσης των επιχειρήσεων (Karopoulos και Lazaretou 2007, Saito 2008).

Στην παρούσα εργασία η σχέση των ανεξάρτητων μεταβλητών και των μεταβλητών ελέγχου με τους δείκτες μέτρησης της απόδοσης γίνεται με βάση το παρακάτω μοντέλο.

$$\text{Tobin's } Q_{it} = a + b_1 * \text{Μέγεθος}\Delta\Sigma_{it} + b_{2it} * \text{Ποσοστό_Μη_Εκτελεστικών_Μελών}_{it} + b_3 * \text{Ποσοστό_Ανεξάρτητων_Μελών}_{it} + b_4 * \text{Ποσοστό_Γυναικών}_{it} + b_5 * \text{Μέγεθος_Επιχείρησης}_{it} + b_6 * \text{Δανεισμός_Επιχείρησης}_{it} + b_7 * \text{Κλάδος}_{it} + e_{it}$$

Στην παραπάνω εξίσωση το i συμβολίζει την επιχείρηση και το t το έτος. Το σύμβολο e συμβολίζει το τυχαίο σφάλμα.

Παλινδρόμηση στις οικογενειακές επιχειρήσεις. Σύμφωνα με τους Χαλικιάς κ.ά. (2015), για να μπορέσουμε να χρησιμοποιήσουμε την μέθοδο της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης χρειάζεται να τηρούνται κάποιες προϋποθέσεις. Η πρώτη προϋπόθεση είναι οι εξαρτημένες μεταβλητές να έχουν κανονική κατανομή. Ο έλεγχος της κανονικότητας έγινε με την μέθοδο των Kolmogorov-Smirnov και Shapiro-Wilk. Από τον παρακάτω πίνακα 10 παρατηρούμε ότι και στις δύο δοκιμασίες το $p < 0,05$ οπότε απορρίπτεται η H_0 υπόθεση και δεν μπορούμε να ισχυριστούμε ότι οι τιμές που λαμβάνουν οι ανεξάρτητες μεταβλητές έχουν κανονική κατανομή. Στην περίπτωση αυτή, μπορούμε να μετατρέψουμε τις μεταβλητές μας. Στην παρούσα εργασία θα μετατρέψουμε τις ανεξάρτητες μεταβλητές με την μέθοδο των δύο βημάτων όπως περιγράφεται στο άρθρο του Templeton (2011). Αρχικά, οι μεταβλητές μετατράπηκαν σε ποσοστό εκατοστημορίου, με αποτέλεσμα να είναι ομοιόμορφα κατανεμημένες οι πιθανότητες. Το δεύτερο βήμα εφάρμοσε το αντίστροφο-κανονικό μετασχηματισμό στα αποτελέσματα του πρώτου σταδίου για να σχηματίσει μια μεταβλητή που αποτελείται από κανονικά κατανεμημένες βαθμολογίες z . Επομένως, παρατηρούμε ότι σύμφωνα με τον παρακάτω πίνακα 11 μετά τους απαραίτητους μετασχηματισμούς δεν μπορούμε να απορρίψουμε την H_0 υπόθεση οπότε δεχόμαστε ότι οι μετασχηματισμένες τιμές των μεταβλητών μας ακολουθούν την κανονική κατανομή.

Πίνακας 10. Δοκιμασία για τον έλεγχο της κανονικότητας στις οικογενειακές επιχειρήσεις (δείκτης Tobin's Q)

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Tobin's Q	0,13	281	0,00	0,88	281	0,00

Πίνακας 11. Δοκιμασία για τον έλεγχο της κανονικότητας στις οικογενειακές επιχειρήσεις (μεταμορφωμένος δείκτης Tobin's Q)

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Tobin's Q normal	0,04	281	0,200	0,99	281	1,00

Η επόμενη υπόθεση που πρέπει να εξετάσουμε είναι η ύπαρξη πολυσυγγραμμικότητας. Σύμφωνα με τους Χαλικιάς κ.ά. (2015) συγγραμμικότητα (Collinearity) ή πολυσυγγραμμικότητα (multicollinearity) εμφανίζεται όταν μια ανεξάρτητη μεταβλητή είναι μια γραμμική συνάρτηση μιας άλλης ανεξάρτητης μεταβλητής. Σε περίπτωση που υπάρχουν υψηλές συσχετίσεις μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών, αυτό αποτελεί ισχυρή ένδειξη πολυσυγγραμμικότητας. Για να εξετάσουμε την ύπαρξη πολυσυγγραμμικότητας θα χρησιμοποιήσουμε τον παράγοντα μεγέθυνσης διασποράς (Variance inflation factor-VIF). Σύμφωνα με τους Χαλικιάς κ.ά. (2015), για κάθε μεταβλητή που $VIF > 5$ θεωρείται ένδειξη πολυσυγγραμμικότητας. Παρατηρούμε ότι, όλες οι τιμές του παράγοντα VIF είναι μικρότερες από 5 οπότε δεν υπάρχει πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας (πίνακας 12).

Πίνακας 12. Έλεγχος πολυσυγγραμμικότητας για τις οικογενειακές επιχειρήσεις

	Tolerance	VIF
Μέγεθος διοικητικού συμβουλίου	0,581	1,721
Ποσοστό μη εκτελεστικών μελών	0,854	1,170
Ποσοστό ανεξάρτητων μελών	0,780	1,282
Ποσοστό γυναικών	0,920	1,086
Μέγεθος	0,627	1,086
Δανεισμός	0,931	1,074
Κλάδος	0,931	1,074

Μία ακόμη μέθοδος για να εξετάσουμε για την ύπαρξη πολυσυγγραμμικότητας είναι ο πίνακας συσχέτισης του Pearson. Ο πίνακας μας δείχνει τον βαθμό στον οποίο δύο μεταβλητές συνδέονται γραμμικά. Παρατηρούμε ότι δεν υπάρχει κάποια υψηλή συσχέτιση μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών μας σύμφωνα με τον πίνακα 13.

Πίνακας 13. Πίνακας Pearson για τις οικογενειακές επιχειρήσεις

	ΜΕΓΕΘΟΣ _Δ.Σ	Μη εκτελεστ ικα ποσοστό	Ανεξαρτ ητα ποσοστό	Διαφοροπο ίηση ποσοστό	Μέγε θος	Δανει σμός	Κλάδ ος
Μέγεθος διοικητικού συμβουλίου	1	0,113	-0,303	-0,186	0,592	-,121	0,170
Ποσοστό μη εκτελεστικ ών μελών	0,113	1	0,275	-0,157	0,064	0,051	0,137
Ποσοστό ανεξάρτητω ν μελών	-0,303	0,275	1	0,011	-0,165	0,228	-0,032
Ποσοστό γυναικών	-0,186	-0,157	0,011	1	-0,218	-0,07	-0,108
Μέγεθος	0,592	0,064	-0,165	-0,218	1	-0,052	0,207
Δανεισμός	-0,121	0,051	0,228	-0,07	-0,052	1	0,069
Κλάδος	0,17	0,137	-0,032	-0,108	0,207	0,069	1

Ένας ακόμη έλεγχος που πρέπει να γίνει στο μοντέλο μας είναι ο έλεγχος για την ύπαρξη σειριακής συσχέτισης των σφαλμάτων (αυτοσυσχέτιση). Σύμφωνα με τους Χαλικιάς κ.ά. (2015) αυτοσυσχέτιση έχουμε όταν σε μια μεταβλητή οι μετρήσεις λαμβάνονται σειριακά κατά τον χρόνο και υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των Y_t και Y_{t-1} , η μέτρηση στον χρόνο t σε σχέση με την προηγούμενη παρατήρηση. Ο έλεγχος για ύπαρξη αυτοσυσχέτισης ή serial correlation μεταξύ των παρατηρήσεων εξετάζεται με το Durbin-Watson test. Στην εργασία του ο Kajananthan (2012) αναφέρει ότι το αποδεκτό εύρος τιμών για το Durbin-Watson test είναι μεταξύ 1,5 και

2,5. Στο δείγμα μας η τιμή του δείκτη είναι 1,617 οπότε βρίσκεται μέσα στο αποδεκτό εύρος τιμών, επομένως συμπεραίνουμε ότι δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση στο δείγμα μας (πίνακας 14).

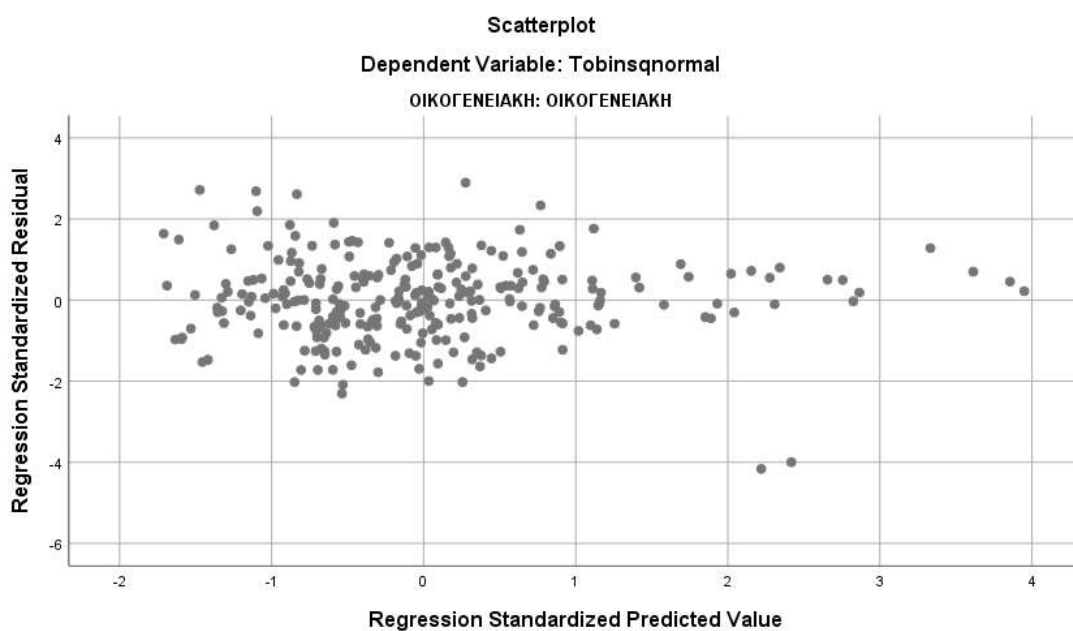
Πίνακας 14. Έλεγχος για αυτοσυσχέτιση με την μέθοδο Durbin-Watson στις οικογενειακές επιχειρήσεις

Durbin-Watson	1,617
---------------	-------

Σημείωση Έλεγχος Durbin-Watson για την μεταβλητή Tobin's Qnormal στις οικογενειακές επιχειρήσεις

Επιπλέον, ένας ακόμα έλεγχος που πρέπει να διενεργηθεί στο δείγμα είναι ο έλεγχος για ετεροσκεδαστικότητα. Ετεροσκεδαστικότητα σημαίνει ότι υπάρχει μια μη σταθερή διακύμανση για τον όρο σφάλματος (Drukker, 2003). Ο έλεγχος ομοσκεδαστικότητας έγινε με βάση το διάγραμμα των τυποποιημένων υπολοίπων σε σχέση με τις εκτιμώμενες τιμές της εξαρτημένης μεταβλητής που παρατίθεται παρακάτω στην παρούσα εργασία. Από το γράφημα 1 φαίνεται ότι τα σφάλματα κατανέμονται με τυχαίο τρόπο, συνεπώς ισχύει και η υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας.

Γράφημα 1. Έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας για τις οικογενειακές επιχειρήσεις



Τέλος, πρέπει να εξετάσουμε την κανονικότητα των τυποποιημένων υπολοίπων σύμφωνα με τους Χαλικιάς κ.ά. (2015). Ο έλεγχος της κανονικότητας θα γίνει ξανά με την μέθοδο των Kolmogorov-Smirnov. Παρατηρούμε ότι το $p > 0,05$ οπότε μπορούμε να απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση και να δεχτούμε ότι τα τυποποιημένα υπόλοιπα έχουν κανονική κατανομή (πίνακας 15).

Πίνακας 15. Έλεγχος κανονικότητας σφαλμάτων στις οικογενειακές επιχειρήσεις			
	Kolmogorov-Smirnov		
	Statistic	df	Sig.
Τυποποιημένα υπόλοιπα	0,050	281	0,088

Αποτελέσματα παλινδρόμησης στις οικογενειακές επιχειρήσεις. Στον πίνακα 16 παρατηρούμε τα αποτελέσματα από την εφαρμογή της μεθόδου της γραμμικής πολλαπλής παλινδρόμησης στις οικογενειακές επιχειρήσεις.

Πίνακας 16. Παλινδρόμηση στις οικογενειακές επιχειρήσεις

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B.	Std. Error	Beta		
(Constant)	0,745	0,403		1,850	0,065
Μέγεθος διοικητικού συμβουλίου	0,021	0,018	0,083	1,184	0,237
Ποσοστό μη εκτελεστικών μελών	0,004	0,002	0,098	1,685	0,093
Ποσοστό ανεξάρτητων μελών	-0,002	0,003	-0,050	-0,818	0,414
Ποσοστό γυναικών	-0,005	0,002	-0,129	-2,314	0,021
Μέγεθος	-0,086	0,054	-0,108	-1,592	0,113
Δανεισμός	0,438	0,068	0,360	6,469	0,000
Κλάδος	0,219	0,068	0,179	3,215	0,001

Μέγεθος διοικητικού συμβουλίου στις οικογενειακές επιχειρήσεις. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του πίνακα 16 δεν βρέθηκε να υπάρχει συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της επίδοσης της επιχείρησης στις οικογενειακές επιχειρήσεις (beta = 0.021, se = 0.018, p = 0.237). Για την υπόθεση H1a η πρόβλεψη επαληθεύτηκε. Όπως και στην έρευνα των Patro κ.ά. (2009) δεν βρέθηκε κάποια σχέση μεταξύ της απόδοσης της επιχείρησης και του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου. Σύμφωνα με την θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας, στις οικογενειακές επιχειρήσεις δεν υπάρχει τόσο έντονο το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου των οικογενειακών εταιριών ακολουθούν συνήθως την στρατηγική της διοίκησης επομένως έχουν συμπληρωματικό ρόλο και δεν επηρεάζουν την απόδοση της επιχείρησης ανεξάρτητα από τον αριθμό τους.

Ποσοστό μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του πίνακα 16 δεν βρέθηκε να υπάρχει συσχέτιση μεταξύ του αριθμού των μη εκτελεστικών μελών και της επίδοσης της επιχείρησης στις οικογενειακές επιχειρήσεις ($\beta = 0.004$, $se = 0.002$, $p = 0.093$). Για την υπόθεση H2α τα αποτελέσματα επαλήθευσαν την αρχική πρόβλεψη. Τα αποτελέσματα της έρευνας συμφωνούν με τα αντίστοιχα αποτελέσματα του Mehran (1995). Όπως προαναφέρθηκε τα διοικητικά συμβούλια στις οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν συμπληρωματικό ρόλο αφού τα άτομα που συμμετέχουν σε αυτά τείνουν να ακολουθούν την διοίκηση.

Ποσοστό ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του πίνακα 16 δεν βρέθηκε να υπάρχει συσχέτιση μεταξύ του αριθμού των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου και της επίδοσης της επιχείρησης στις οικογενειακές επιχειρήσεις ($\beta = -0.002$, $se = 0.003$, $p = 0.414$). Για την υπόθεση H3α τα αποτελέσματα επαλήθευσαν την αρχική πρόβλεψη. Οι Dalton κ.ά. (1998) καθώς και οι Gnan κ.ά. (2015) δεν βρήκαν κάποια συσχέτιση μεταξύ του αριθμού των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου. Το αποτέλεσμα μπορεί να ερμηνευτεί και από την μελέτη των Fama και Jensen (1983) οι οποίοι ισχυρίστηκαν ότι τα ανεξάρτητα μέλη θεωρούνται ως περιττό κόστος όταν η επιχείρηση είναι οικογενειακή. Επομένως, ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών δείχνει να μην επηρεάζει την απόδοση της επιχείρησης.

Ποσοστό γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του πίνακα 16 βρέθηκε ότι υπάρχει σημαντικά στατιστική αρνητική συσχέτιση μεταξύ της ύπαρξης των γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο και της επίδοσης της επιχείρησης στις οικογενειακές επιχειρήσεις ($\beta = -0.005$, $se = 0.002$, $p = 0.021$). Τα αποτελέσματα από την έρευνα δεν επαληθεύουν την αρχική πρόβλεψη για την υπόθεση H4α. Παρόλο που στις περισσότερες έρευνες η ύπαρξη γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο επηρεάζει θετικά την απόδοση στην παρούσα έρευνα τα ευρήματα αυτά δεν επαληθεύτηκαν. Μία πιθανή αιτία είναι ότι η μεγαλύτερη πολυφωνία μεταξύ των μελών του διοικητικού συμβουλίου οδηγεί σε περισσότερες απόψεις στα κρίσιμα ερωτήματα και κατά συνέπεια σε περισσότερες συγκρούσεις, η λήψη αποφάσεων γίνεται περισσότερο χρονοβόρα και λιγότερο αποτελεσματική σύμφωνα με τους Lau και Murnighan (1998).

Μεταβλητές επιχείρησης. Παρατηρούμε από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης (πίνακας 16) ότι ο δανεισμός της επιχείρησης ($\beta = 0.438$, $se = 0.068$, $p = 0.00$) και ο κλάδος που δραστηριοποιείται η επιχείρηση ($\beta = 0.219$, $se = 0.068$, $p = 0.01$) έχουν σημαντικά στατιστικά θετική σχέση με την επίδοση της επιχείρησης. Η θετική συσχέτιση μεταξύ του δανεισμού της επιχείρησης και της απόδοσης της είχε βρεθεί και στην εργασία των Ciftci κ.ά. (2019). Μία πιθανή εξήγηση είναι ότι μέσω του δανεισμού οι επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερη ρευστότητα και με αυτόν τον τρόπο έχουν την δυνατότητα να επενδύσουν χρήματα σε κερδοφόρες επενδύσεις.

Παλινδρόμηση μη οικογενειακών επιχειρήσεων. Παρόμοια με τις οικογενειακές επιχειρήσεις θα εξετάσουμε και τις υποθέσεις για να χρησιμοποιήσουμε την μέθοδο της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης και στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις. Η πρώτη υπόθεση που θα εξετάσουμε είναι της κανονικότητας της εξαρτημένης μεταβλητής. Η υπόθεση θα ελεγχθεί με την μέθοδο των Kolmogorov-Smirnov και Shapiro-Wilk. Όπως παρατηρούμε από τον παρακάτω πίνακα 17 αφού $p > 0,05$, τότε δεν μπορούμε να απορρίψουμε την H_0 υπόθεση και επομένως δεχόμαστε ότι οι τιμές των μεταβλητών μας ακολουθούν την κανονική κατανομή.

Πίνακας 17. Δοκιμασία για τον έλεγχο της κανονικότητας στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις (δείκτης Tobin's Q)

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Tobin's Q	0,145	36	0,052	0,942	36	0,057

Η επόμενη υπόθεση που πρέπει να εξετάσουμε είναι για την ύπαρξη πολυσυγγραμμικότητας. Παρατηρούμε ότι όλες οι τιμές του παράγοντα VIF είναι μικρότερες από 5 οπότε δεν υπάρχει πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας (πίνακας 18).

Πίνακας 18. Έλεγχος πολυσυγγραμικότητας για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις

	Tolerance	VIF
Μέγεθος διοικητικού συμβουλίου	0,467	2,140
Ποσοστό μη εκτελεστικών μελών	0,606	1,651
Ποσοστό ανεξάρτητων μελών	0,572	1,750
Ποσοστό γυναικών	0,758	1,319
Μέγεθος	0,761	1,313
Δανεισμός	0,420	2,379
Κλάδος	0,734	1,362

Το παραπάνω εύρημα μπορεί να επαληθευτεί και από τον πίνακα Pearson όπου δεν παρατηρείται κάποια υψηλή συσχέτιση μεταξύ των εξαρτημένων μεταβλητών (πίνακας 19).

Πίνακας 19. Πίνακας Pearson για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις

	ΜΕΓΕΘΟΣ _Δ.Σ	Μη εκτελεστι κα ποσοστό	Ανεξαρτ ητα ποσοστό	Διαφοροπο ίση ποσοστό	Μέγε θος	Δανει σμός	Κλάδ ος
Μέγεθος διοικητικού συμβουλίου	1	-0.032	-0.247	0.038	0.629	-0.329	0.262
Ποσοστό μη εκτελεστικών μελών	-0.032	1	0,504	-0,006	0,121	-0.011	0,14
Ποσοστό ανεξάρτητων μελών	-0,247	0,504	1	0,08	-0,227	-0.099	-0,033
Ποσοστό γυναικών	0.038	-0,006	0,08	1	0,3	0.188	-0,281
Μέγεθος	0,629	0,121	-0,227	0.3	1	-0,174	-0.063
Δανεισμός	-0,329	-0.011	-0.099	0.188	-0,174	1	-0.266
Κλάδος	0,262	0,14	-0,033	-0,281	-0.063	-0.066	1

Ένας ακόμη έλεγχος που πρέπει να γίνει στο μοντέλο μας είναι ο έλεγχος για την ύπαρξη σειριακής συσχέτισης των σφαλμάτων (αυτοσυσχέτιση). Ο έλεγχος για ύπαρξη αυτοσυσχέτισης ή serial correlation μεταξύ των παρατηρήσεων εξετάζεται με το Durbin-Watson test. Στο δείγμα μας η τιμή του δείκτη είναι 2,206 οπότε βρίσκεται μέσα στο αποδεκτό εύρος τιμών, καταλήγουμε λοιπόν, ότι δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση στο δείγμα μας (πίνακας 20).

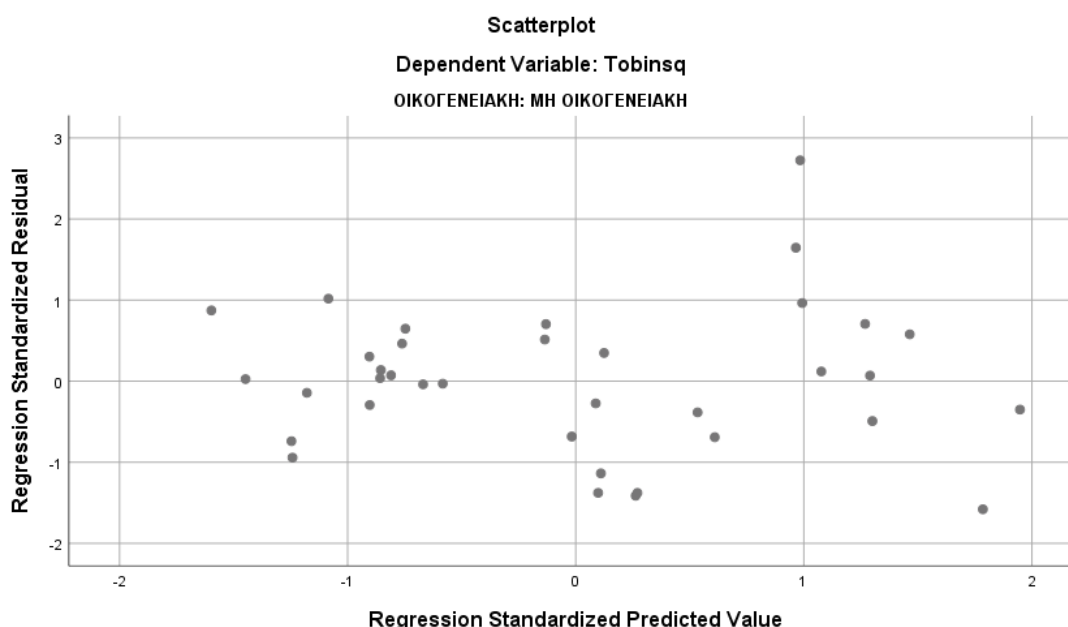
Πίνακας 20. Έλεγχος για αυτοσυσχέτιση με την μέθοδο Durbin-Watson στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις

Durbin-Watson	2,206
---------------	-------

Σημείωση Έλεγχος Durbin-Watson για την μεταβλητή Tobin's Q στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις

Επιπλέον, ένας ακόμα έλεγχος που πρέπει να διενεργηθεί στο δείγμα είναι ο έλεγχος για ετεροσκεδαστικότητα. Ο έλεγχος ομοσκεδαστικότητας έγινε με βάση το διάγραμμα των τυποποιημένων υπολοίπων σε σχέση με τις εκτιμώμενες τιμές της εξαρτημένης μεταβλητής που παρατίθεται παρακάτω στην παρούσα εργασία. Από το γράφημα 2 φαίνεται ότι τα σφάλματα κατανέμονται με τυχαίο τρόπο, συνεπώς ισχύει και η υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας.

Γράφημα 2. Έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις



Τέλος, πρέπει να εξετάσουμε την κανονικότητα των τυποποιημένων υπολοίπων. Ο έλεγχος της κανονικότητας θα γίνει ξανά με την μέθοδο των Kolmogorov-Smirnov. Παρατηρούμε από τον πίνακα 21 ότι το $p > 0,05$ οπότε μπορούμε να απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση και να δεχτούμε ότι τα τυποποιημένα υπόλοιπα έχουν κανονική κατανομή.

Πίνακας 21. Έλεγχος κανονικότητας σφαλμάτων στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις

	Kolmogorov-Smirnov		
	Statistic	df	Sig.
Τυποποιημένα υπόλοιπα	0,078	36	0,200

Αποτελέσματα παλινδρόμησης στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις. Στον πίνακα 22 παρατηρούμε τα αποτελέσματα από την εφαρμογή της μεθόδου της γραμμικής πολλαπλής παλινδρόμησης στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις.

Πίνακας 22. Παλινδρόμηση στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B.	Std. Error	Beta		
(Constant)	0,739	1,209		0,612	0,546
Μέγεθος διοικητικού συμβουλίου	0,122	0,053	0,422	2,291	0,030
Ποσοστό μη εκτελεστικών μελών	-0,005	0,007	-0,126	-0,777	0,443
Ποσοστό ανεξάρτητων μελών	0,001	0,008	0,021	0,125	0,901
Ποσοστό γυναικών	0,043	0,010	0,620	4,289	0,000
Μέγεθος	0,319	0,212	0,217	1,501	0,144
Δανεισμός	-0,132	0,177	-0,144	-0,744	0,463
Κλάδος	-0,077	0,253	-0,045	-0,303	0,764

Μέγεθος διοικητικού συμβουλίου στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του πίνακα 22 βρέθηκε ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της επίδοσης της επιχείρησης στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις ($\beta = 0.122$, $se = 0.053$, $p = 0.03$). Τα αποτελέσματα από την έρευνα επαληθεύουν την πρόβλεψη για την υπόθεση H1β. Ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις είναι η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και της διοίκησης. Με την αύξηση του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου συμπεριλαμβάνονται περισσότερα άτομα και ο καθένας έχει διαφορετικές εμπειρίες και γνώσεις οπότε το διοικητικό συμβούλιο λειτουργεί πιο αποδοτικά. Επομένως, σύμφωνα με τους Dalton κ.ά. (1999), τα μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια θα οδηγήσουν σε υψηλότερες

επιδόσεις. Τα αποτελέσματα της μελέτης συμφωνούν με τα αποτελέσματα της εργασίας των Zhou κ.ά. (2018) που βρήκαν ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις με μεγάλα διοικητικά συμβούλια έχουν καλύτερες επιδόσεις.

Ποσοστό μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του πίνακα 22 δεν βρέθηκε να υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου και της επίδοσης της επιχείρησης στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις ($\beta = -0.005$, $se = 0.007$, $p = 0.443$). Τα αποτελέσματα από την έρευνα δεν επαληθεύουν την πρόβλεψη για την υπόθεση H2β. Μια πιθανή εξήγηση είναι ότι τα εκτελεστικά μέλη μπορεί να μην εργάζονται για την επιχείρηση αλλά δεν είναι ανεξάρτητα ως προς αυτή. Ο Hart (1995) στην μελέτη του υποστηρίζει ότι τα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου μπορεί να έχουν πάρει την θέση στο διοικητικό συμβούλιο μιας εταιρίας εξαιτίας των γνωριμιών τους και όχι των ικανοτήτων τους. Από αυτή την οπτική τα μη εκτελεστικά μέλη δεν έχουν ουσιαστική συνεισφορά στο διοικητικό συμβούλιο αλλά έχουν συμπληρωματικό ρόλο.

Ποσοστό ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του πίνακα 22 δεν βρέθηκε να υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου και της επίδοσης της επιχείρησης στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις ($\beta = 0.001$, $se = 0.008$, $p = 0.901$). Τα αποτελέσματα από την έρευνα δεν επαληθεύουν την πρόβλεψη για την υπόθεση H3β. Μία πιθανή εξήγηση μπορεί να δίνεται στην εργασία των Francis, Hasan και Wu (2012). Σύμφωνα με αυτούς οι εξωτερικοί διευθυντές που διορίζονται από τον διευθύνων σύμβουλο δεν είναι πλήρως ανεξάρτητοι. Στην εργασία τους όπως και στην παρούσα εργασία δεν βρέθηκαν στοιχεία που να αποδεικνύουν σημαντική σχέση μεταξύ της ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου και της απόδοσης της επιχείρησης, αφού υποστηρίζουν ότι η ποιότητα των αποφάσεων των μελών του διοικητικού συμβουλίου επηρεάζεται από το γεγονός ότι διορίζονται από τον διευθύνοντα σύμβουλο.

Ποσοστό γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του πίνακα 22 βρέθηκε ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ της ύπαρξης των γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο και της επίδοσης της επιχείρησης στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις ($\beta = 0.043$, $se = 0.01$, $p = 0.000$). Τα

αποτελέσματα από την έρευνα επαληθεύουν την πρόβλεψη για την υπόθεση H4β. Οι Carter κ.ά. (2003) μελετούν την ποικιλομορφία ως μηχανισμός ελέγχου και παρακολούθησης της διοίκησης. Επίσης προτείνουν ότι η μεγαλύτερη διαφοροποίηση μπορεί να αυξήσει την ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου αφού οι γυναίκες είναι περισσότερο διατεθειμένες να υποβάλουν ερωτήσεις σε σχέση με τους άντρες. Επομένως γίνεται φανερό ότι η παρουσία γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο βελτιώνει την λειτουργία του και τελικά οδηγεί στην βελτίωση της απόδοσης της επιχείρησης.

Μεταβλητές επιχείρησης. Παρατηρούμε από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης (πίνακας 22) ότι καμία μεταβλητή ελέγχου δεν έχει στατιστικά σημαντική σχέση με την απόδοση της επιχείρησης στις μη οικογενειακές εταιρίες. Αυτό το αποτέλεσμα μπορεί να θεωρηθεί ως ένδειξη ότι η μη οικογενειακές επιχειρήσεις επηρεάζονται περισσότερο από το εξωτερικό τους περιβάλλον και επομένως δείκτες που σχετίζονται με εξωτερικούς παράγοντες της επιχείρησης θα ήταν πιο κατάλληλοι για την κατανόηση της λειτουργίας τους.

Κεφάλαιο Τέσσερα

Συμπεράσματα

Η παρούσα μελέτη επικεντρώνεται στην επίδραση που έχουν τα χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου (μέγεθος, μη εκτελεστικά μέλη, ανεξάρτητα μέλη και γυναίκεια συμμετοχή) στην αποδοτικότητα των οικογενειακών και μη οικογενειακών επιχειρήσεων. Σύμφωνα με πολλούς επιστήμονες, οι οικογενειακές επιχειρήσεις παρουσιάζουν μοναδικά χαρακτηριστικά που τις διακρίνουν από άλλες επιχειρήσεις (Chrisman κ.ά. 2010). Έγινε προσπάθεια να κατανοηθούν τα διαφορετικά πλαίσια τα οποία επηρεάζουν αυτές τις επιχειρήσεις. Η θεωρία της αντιπροσώπευσης έχει μεγαλύτερη ισχύ στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις αφού ο διαχωρισμός της διοίκησης από τους μετόχους καθώς και τα διαφορετικά τους συμφέροντα θεωρούνται δεδομένα. Στην Ελλάδα το μεγαλύτερο ποσοστό των εταιριών είναι οικογενειακές επομένως έπρεπε να βρεθεί ένα πιο κατάλληλο πλαίσιο. Πολλές έρευνες υποστηρίζουν ότι αυτό το πλαίσιο είναι η θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας. Με βάση αυτά τα δεδομένα μελετήσαμε τις βασικές συνιστώσες της εταιρικής διακυβέρνησης ανάλογα με την ιδιοκτησιακή δομή. Στην παρούσα μελέτη προσπαθήσαμε να βρούμε στοιχεία που να αποδεικνύουν ότι τα διαφορετικά πλαίσια επηρεάζουν διαφορετικά τις επιχειρήσεις. Από τα ευρήματα της μελέτης καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις είναι πιο αποδοτικές από τις οικογενειακές επιχειρήσεις όμως δεν βρήκαμε ποιες μεταβλητές του διοικητικού συμβουλίου προκαλούν αυτές τις διαφορές. Το γεγονός ότι οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις είναι πιο αποδοτικές μπορεί να οφείλεται στο ότι αυτού του είδους οι επιχειρήσεις προκειμένου να αντιμετωπίσουν το κόστος της αντιπροσώπευσης εφαρμόζουν πιο αποδοτικά τις αρχές της Εταιρικής διακυβέρνησης. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι μόνο το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου έχει θετική σχέση με την απόδοση των μη οικογενειακών εταιριών ενώ για τις οικογενειακές επιχειρήσεις δεν βρήκαμε κάποια σημαντικά στατιστική σχέση. Ο κύριες λειτουργίες του διοικητικού συμβουλίου είναι η παροχή συμβουλών προς την διοίκηση καθώς και ο έλεγχος της. Επομένως, είναι αναμενόμενο ότι όσο περισσότερα μέλη έχει το διοικητικό συμβούλιο τόσο καλύτερα θα εκτελεί τα καθήκοντα του. Στις οικογενειακές επιχειρήσεις τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου τείνουν να ευθυγραμμίζονται με τις κατευθυντήριες γραμμές της διοίκησης και επομένως το διοικητικό συμβούλιο δεν έχει τόση ζωτική σημασία για την επιχείρηση.

Για τον αριθμό των μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου δεν βρήκαμε να έχουν κάποια στατιστικά σημαντική επίδραση στην απόδοση των επιχειρήσεων. Τέλος, ο αριθμός των γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο είχε θετική επίπτωση στις οικογενειακές επιχειρήσεις και αρνητική επίπτωση στις μη οικογενειακές.

Μελλοντική έρευνα

Από τα αποτελέσματα της παρούσας εργασίας μπορούν να εξαχθούν πολλά χρήσιμα συμπεράσματα. Παρατηρούμε ότι, η δομή του διοικητικού συμβουλίου και πιο συγκεκριμένα η παρουσία μη εκτελεστικών μελών και η παρουσία ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο δεν επηρεάζει διαφορετικά την απόδοση της επιχείρησης ανεξαρτήτως ιδιοκτησιακής μορφής. Επομένως, μπορούν τα συμπεράσματα αυτά να χρησιμοποιηθούν σε άλλες μελέτες και να βρεθούν άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση της επιχείρησης. Επιπρόσθετα, θα μπορούσε να ερευνηθεί μήπως κάποιο άλλο πλαίσιο είναι πιο κατάλληλο και να μελετηθούν οι ελληνικές επιχειρήσεις με βάση αυτό.

Βιβλιογραφία

Ιστοσελίδες

<http://www.helex.gr>

<http://www.helex.gr/documents/10180/2227277/ESED+Kodikas+FEB+2015++A4++FINAL++Internet.pdf/a1b406ab-52e4-4d76-a915-9abefd0a9d09>

Ελληνόγλωσση

Λαζαρίδης, Θεμιστοκλής Γ. Εταιρική διακυβέρνηση : Διεθνής πρακτική και ελληνική εμπειρία / Θεμιστοκλής Γ. Λαζαρίδης, Ευάγγελος Δρυμπέτας. - 1η έκδ. - Θεσσαλονίκη : σοφία Α.Ε., 2011

Μούζουλας, Σ. "Εταιρική διακυβέρνηση Corporate Governance: διεθνής εμπειρία, ελληνική πραγματικότητα." Μούζουλα. , Αθήνα: Σάκκουλα (2003).

Χαλικιάς, Μ., Λάλου, Π., Μανωλέσου, Α. 2015. Μεθοδολογία έρευνας και εισαγωγή στη Στατιστική Ανάλυση Δεδομένων με το IBM SPSS STATISTICS. [ηλεκτρ. βιβλ.] Αθήνα:Σύνδεσμος Ελληνικών Ακαδημαϊκών Βιβλιοθηκών. Διαθέσιμο στο: <http://hdl.handle.net/11419/5075>

Ξενόγλωσση

Adams, Renée B. and Mehran, Hamid, Corporate Performance, Board Structure and its Determinants in the Banking Industry (August 8, 2005). EFA 2005 Moscow Meetings.

Adams, R. B. and Ferreira, D. 2007. A theory of friendly boards. Journal of Finance, 62: 217–50.

Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. Journal of Financial Economics, 94, 291–309.

- Adams, Renée B., Benjamin E. Hermalin, and Michael S. Weisbach, 2010. The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature*, 48(1), 58–107
- Adnan, M. A., Htay, S. N. N., Rashid, H. M. A., & Meera, A. K. M. (2011). A Panel Data Analysis on the Relationship between Corporate Governance and Bank Efficiency. *Journal of Accounting*, 1(1).
- Anderson, R. C., Duru, A., & Reeb, D. M. (2009). Founders, heirs, and corporate opacity in the United States. *Journal of Financial Economics*, 92(2), 205–222.
- Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance*, 55, 81–106
- Agrawal, A. and Knoeber, C. (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), p.377.
- Agrawal, A. and Knoeber, C. (2001). Do Some Outside Directors Play a Political Role?. *The Journal of Law and Economics*, 44(1), pp.179-198
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (2012). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377–397.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. (2004). Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative Science Quarterly*, 49, 209–237.
- Arfken, D. E., Bellar, S. L., & Helms, M. M. (2004). The ultimate glass ceiling revisited: The presence of women on corporate boards. *Journal of Business Ethics*, 50(2), 177–186.
- Astrachan, J., Klein, S. and Smyrnios, K. (2002). The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem 1. *Family Business Review*, 15(1), pp.45-58.
- Astrachan, J. (2010). Strategy in family business: Toward a multidimensional research agenda. *Journal of Family Business Strategy*, 1(1), pp.6-14.

- Baumol, William, 1959, *Business Behavior, Value and Growth* (Macmillan, New York).
- Baumol, William J. (1967) *Business Behavior, Value and Growth*, rev. ed. New York:
- Rose, C. (2007). Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), pp.404-413
- Berle, A. A. and Means, G. C. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Harcourt, Brace and World.
- S. Bhagat, B. Black The non-correlation between board independence and long term firm performance *Journal of Corporation Law*, 27 (2001), pp. 231-274
- Bhagat, S. and Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), pp.257-273.
- Bohren O., B.A. Odegaard Governance and performance revisited. ECGI – finance working paper No. 28/2003 (2004), 10.2139/ssrn.423461
- Böhren, O. and R. O. Strom: 2005, ‘Aligned, Informed, and Decisive: Characteristics of Value-Creating Boards’, Working Paper, Norwegian School of Management BI, Oslo, September.
- Brennan, N. (2006). Boards of Directors and Firm Performance: Is There an Expectations Gap? *Corporate Governance: An International Review*, Vol 14 No6 pp577-593.
- Bubolz, M. (2001). Family as a source, user and builder of social capital. *Journal of Socio-Economics*, 30, 129–131.
- Burkart, M., Panunzi, F., & Shleifer, A. (2002). Family firms. Harvard University Working Paper. Harvard, MA: Harvard University.
- Carter, D., Simkins, B. and Simpson, W. (2003). Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *The Financial Review*, 38(1), pp.33-53.
- Cadbury Report, 1992, Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, London, GEE.

- Chaganti, R., Mahajan, V., and Sharma, S., 1985, Corporate Board Size, Composition and Corporate Failures in the Retailing Industry, *Journal of Management Studies*, 22, 400-417.
- Chen, S., Chen, X. and Cheng, Q. (2008). Do Family Firms Provide More or Less Voluntary Disclosure? *Journal of Accounting Research*, 46(3), pp.499-53, pp.499-536.
- Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 87, 157–176.
- Cheng, S., Evans, J. H. III and Nagarajan, N. 2008. Board size and firm performance: The moderating effects of the market for corporate control. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 31: 121–45.
- Chiang, M.-H., & Lin, J.-H. (2007). The relationship between corporate governance and firm productivity: Evidence from Taiwan's manufacturing firms. *Corporate Governance: An International Review*, 15(5), 768–779.
- Cho, M.-H. 1998. Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 47: 103–121.
- Chrisman, J.J., Chua, J.H., & Litz, R.A. (2004). Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship Theory & Practice*, 28(4), pp.335-354.
- Chrisman, J., Kellermanns, F., Chan, K. and Liano, K. (2009). Intellectual Foundations of Current Research in Family Business: An Identification and Review of 25 Influential Articles. *Family Business Review*, 23(1), pp.9-26.
- Chung, K.H., & Pruitt, S.W. (1994) A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 23(3): 70-74.
- Coles, J., Daniel, N. and Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2), pp.329-356.
- Corbetta, G. and Salvato, C. (2004) The Board of Directors in Family Firms: One Size Fits All? *Family Business Review*, XVII, 119–134.

- Corbetta, G., & Salvato, C. (2004b). Self-serving or self-actualizing? Models of man and agency costs in different types of family firms: A commentary on “comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence”. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4), 355–362.
- Cronqvist, H., & Nilsson, M. (2003). Agency Costs of Controlling Minority Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(4), 695-719. doi:10.2307/4126740
- Cummings, L., Huber, G. and Arendt, E. (1974). Effects of Size and Spatial Arrangements on Group Decision Making. *Academy of Management Journal*, 17(3), pp.460-475.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19(3), 269–290.
- Dalton, R. D., Daily, C. H., Johnson, J. L., & Ellstrand, A. E. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 42(6), 674–686.
- Davidoff, S. M., A. C. W. Lund and R. Schonlau (2014). ‘Do outside directors face labor market consequences? A natural experiment from the financial crisis’, *Harvard Business Law Review*, 4, pp. 53–83.
- Davies, P., 2002, *Introduction to Company Law*, Clarendon Law Series, Oxford University Press
- Davis, J.A. & Tagiuri, R. (1989). The influence of life-stage on father-son work relationships in family companies. *Family Business Review*, 2(1), 47–74.
- Davis, J., Schoorman, R., & Donaldson, L. (1997). Towards a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22, 20–47.
- Davis, J., Schoorman, R., Mayer, R., & Tan, H. (2000). The trusted general manager and business unit performance. *Strategic Management Journal*, 21, 563–576.

- Davis, J., Allen, M. and Hayes, H. (2010). Is Blood Thicker Than Water? A Study of Stewardship Perceptions in Family Business. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 34(6), pp.1093-1116
- Demsetz, H. and Lehn, K. (1985) The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, 93, 1155–1177.
- Denis, D., Denis, D. and Sarin, A. (1999). Agency theory and the influence of equity ownership structure on corporate diversification strategies. *Strategic Management Journal*, 20(11), pp.1071-1076.
- Donaldson, L. (1990). The ethereal hand: Organizational economics and management theory. *Academy of Management Review*, 15(3), 369–381.
- Donaldson, L. &. (1994). “Board and Company Performance-Research Challenges the Conventional Wisdom. *Corporate Governance: An International Review* , Vol 2 No3 p.151-160
- Donanson , Davis, 1997. Toward a stewardship theory of management, *Academy of Management Review* Vol.22 No 1,
- Du Rietz, A. &Henrekson, M. *Small Business Economics* (2000) 14: 1.
<https://doi.org/10.1023/A:1008106215480>
- Drukker, D. M. 2003. Testing for serial correlation in linear panel-data models. *Stata Journal* 3: 168–177.
- Dulewicz, V. &. (2004). Does the composition and practice of boards of directors bear any relationship to the performance of their companies? . *Corporate Governance: An International Review*
- Earle, J. S., Kucsera, C., &Telegdy, Á. (2005). Ownership concentration and corporate performance on the Budapest stock exchange: Do too many cooks spoil the goulash? *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 254–263.
- Earley, P. C. and E. Mosakowski: 2000, ‘Creating Hybrid Team Cultures: An Empirical Test of Transnational Team Functioning’, *Academy of Management Journal* 43,26–49.

- Eisenberg, T., Sundgren, S., and Wells, M., (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48, 35–54.
- European Central Bank, 2004, Annual Report: 2004, ECB, Frankfurt, Glossary.
- Fama E. Agency problems and the theory of the firm *Journal of Political Economy*, 88 (1980), pp. 288-307
- Fama, E. and Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), pp.301-325.
- M. Faccio, L. H. (2002). The Ultimate Ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics* 65 , 365-395.
- Filatotchev, I., Buck, T., & Zhukov, V. 2000. Downsizing in privatized firms in Russia, Ukraine, and Belarus. *Academy of Management Journal*, 43: 286–304.
- Francis, B., Hasan, I. and Wu, Q. (2012). Do Corporate Boards Affect Firm Performance? New Evidence from the Financial Crisis. *SSRN Electronic Journal*
- Francoeur, C., Labelle, R., & Sinclair-Desgagné, B. (2008). Gender diversity in corporate governance and top management. *Journal of Business Ethics*, 81, 83–95.
- Gnan, L., Montemerlo, D., & Huse, M. (2015). Governance systems in family SMEs: The substitution effects between family councils and corporate governance mechanisms. *Journal of Small Business Management*, 53(2), 355–381.
- Gomez-Mejia, L., Cruz, C., Berrone, P. and De Castro, J. (2011). The Bind that Ties: Socioemotional Wealth Preservation in Family Firms. *The Academy of Management Annals*, 5(1), pp.653-707.
- Gillan, S.L., Starks, L.T., 1998. A survey of shareholder activism: motivation and empirical evidence. *Contemporary Finance Digest* 2 (3), 10–34.
- Grose Chrisa, Kargidis Theodoros, ChouliarasVasilios (2004) Corporate governance in practice. The Greek case. *Procedia Economics and Finance* 9, Pages 369-379

- Guest, P. M. (2009). The impact of board size on firm performance: Evidence from the UK. *European Journal of Finance*, 15(4), 385–404.
- Gul, F. A., Srinidhi, B., & Ng, A. C. (2011). Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? *Journal of Accounting and Economics*, 51, 314–338
- Haleblian, J. and Fininkelstein, S. (1993). Top Management Team Size, Ceo Dominance, and Firm Performance: The Moderating Roles of Environmental Turbulence and Discretion. *Academy of Management Journal*, 36(4), pp.844-863.
- Hermalin, B. E. and Weisbach, M. S. 2003. Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic evidence. *Economic Policy Review*, 9: 7–26.
- Hart, O., 1995, “Corporate Governance: Some Theory and Implications,” *Economic Journal* 105, 678-689
- Hill C. W. L. , Jones T. M. 1992. Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, 29: 131–154
- Holderness, C.G., Sheehan, D.P., 1988. The role of majority shareholders in publicly held corporations: an exploratory analysis. *Journal of Financial Economics* 20, 317–346.
- Hutchinson, M. and Gull, F., 2004. ‘Investment opportunity set, corporate governance practices, and firm performance’, *Journal of Corporate Finance*, 10(1):595–614.
- Ilhan Ciftci, EkremTatoglu, Geoffrey Wood, Mehmet Demirbag,,Selim Zaimd (2019) Corporate governance and firm performance in emerging markets: Evidence from Turkey. *International Business Review* 28 pages 90–103
- Jackling, B., & Johl, S. (2009). Board structure and firm performance: Evidence from India’s top companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 492–509.
- Jensen MC, Meckling WH. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *J. Financ. Econ.*

- Jensen, M C (1993). "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control System," *Journal of Finance*, Vol 48, pp 831-880.
- Jianakoplos, N. A. and A. Bernasek: 1998, 'Are Women More Risk Averse?', *Economic Inquiry* 36, 620–630.
- Johnson J, Daily C, Ellstrand A. 1996. Boards of directors: a review and research agenda. *Journal of Management* 22: 409 – 438.
- Kajananathan, R. (2012). Effect of Corporate Governance on Capital Structure, Case of the SriLankan Listed Manufacturing Companies: *Journal of Arts. Sciences & Commerce*, 3(4), 63-71
- Kapopoulos, P. and Lazaretou, S. (2007), "Corporate ownership structure and firm performance: evidence from Greek firms", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15 No. 2, pp. 144-158.
- Kuo, Y. P., & Hung, J. H. (2012). Family control and investment-cash flow sensitivity: Moderating effects of excess control rights and board independence. *Corporate Governance: An International Review*, 20(3), 253–266.
- Porta, R. , Lopez-De-Silanes, F. and Shleifer, A. (1999), *Corporate Ownership Around the World*. *The Journal of Finance*, 54: 471-517.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 2000b, Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics* 58, 3–28.
- Lasfer, M. A. 2004. On the monitoring role of the board of directors: The case of the adoption of Cadbury recommendations in the UK. *Advances in Financial Economics*, 9: 287–326.
- Lau, D. C. and J. K. Murnighan: 1998, 'Demographic Diversity and Faultlines: The Compositional Dynamics of Organizational Groups', *Academy of Management Review* 23, 325–340.

- Laux, V. (2008). Board Independence and CEO Turnover. *Journal of Accounting Research*, 46(1), pp.137-171.
- Lawrence, J. and Stapledon, G., 1999. Is board composition important? A study of listed Australian companies, Working paper retrieved from <http://ssrn.com/abstract=193528> at 12/10/2006.
- Linck, J., Netter, J. and Yang, T. 2008. The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87: 308–28.
- Lipman, F. D. (2015). *Corporate Governance Best Practices: Strategies for Public, Private, and Not-for-Profit Organizations*. Wiley.
- Lipton, M and Lorsch, J W (1992). "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance," *Business Lawyer*, Vol 48, No 1, pp 59-77.
- Marris, Robin, 1964, *The Economic Theory of Managerial Capitalism* (Free Press of Glencoe, Illinois).
- Martin, G., Gómez-Mejía, L. R., Berrone, P., & Makri, M. (2016). Conflict between controlling family owners and minority shareholders: Much ado about nothing? *Entrepreneurship Theory and Practice*. doi: 10.1111/etap.12236.
- Dimitris Margaritis, Maria Psillaki (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance* 34(3) Pages 621-632
- Maury Family B. ownership and firm performance: empirical evidence from Western European corporations *Journal of Corporate Finance*, 12 (2006), pp. 321-341
- McConaughy, D.L., Walker, M.C., Henderson, G.V., Mishra, C.S., 1998. Founding family controlled firms: efficiency and value. *Review of Financial Economics* 7, 1 –19.
- Mehran, H., 1995, "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance," *Journal of Financial Economics* 38, 163–184
- Miller, D., & Breton-Miller, I. L. (2006). Family Governance and Firm Performance: Agency, Stewardship, and Capabilities. *Family Business Review*, 19(1), 73–87. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2006.00063.x>

- Mobbs, S. (2015). Is an outside chair always better? The role of non-CEO inside chairs on corporate boards. *The Financial Review*, 50, 547–574.
- Mohammed M. Omrana,, Ali Bolbol , AytenFatheldin (2008) Corporate governance and firm performance in Arab equity markets: Does ownership concentration matter? *International Review of Law and Economics* 28 pp.32–45.
- Morck, R., Shleifer, A. and R.W. Vishny, 1988, “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics* 20,
- Muller, V.-C. (2014). The impact of board composition on the financial performance of FTSE100 constituents. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 109, 969–975.
- Nicholson, G. and Kiel, G. (2007). Can Directors Impact Performance? A case-based test of three theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), pp.585-608.
- Nielsen, S., &Huse, M. (2010). Women directors’ contribution to board decision-making and strategic involvement: The role of equality perception. *European Management Review*, 7(1), 16–29.
- Pagliarussi, M. S., &Rapoza, F. O. (2011). Agency relationships in a Brazilian multifamily firm. *Family Business Review*, 24(2), 170–183.
- Pathan, S., & Faff, R. (2013). Does board structure in banks really affect their performance? *Journal of Banking & Finance*, 37, 1573–1589.
- Patro S., K. Lehn, M. Zhao Determinants of the size and structure of corporate boards: 1935–2000 *Financial Management*, 38 (4) (2009), pp. 747-780
- Price, K., Harrison, D., Gavin, J. and Florey, A. (2002). Time, Teams, and Task Performance: Changing Effects of Surface- and Deep-Level Diversity on Group Functioning. *Academy of Management Journal*, 45(5), pp.1029-1045
- Robinson, G. and Dechant, K. (1997). Building a business case for diversity. *Academy of Management Perspectives*, 11(3), pp.21-31.

- Rosenstein, S. and J.G. Wyatt, 1990, "Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth," *Journal of Financial Economics* 26, 175-191
- Ruigrok W., S. Peck, P. Keller Board characteristics and involvement in strategic decision making; evidence from Swiss companies *Journal of Management Studies*, 43 (5) (2006), pp. 1201-1226
- Saito, T. (2008). *Family firms and firm performance: Evidence from Japan* (WIAS Discussion Paper No. 2007-005). Tokyo, Japan: Waseda University.
- Samara, G. & Berbegal-Mirabent, J. *IntEntrepManag J* (2018) 14: 149.
<https://doi.org/10.1007/s11365-017-0455-6>
- Schulze, W., Lubatkin, M. and Dino, R. (2003). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18(4), pp.473-490.
- Shaw, M., 1981, *Group Dynamics: The Psychology of Small Group Behaviour*, McGraw-Hill, Sydney.
- Shleifer, A., Vishny, R., 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52, 737–775
- Shrader, C. B., V. B. Blackburn and J. P. Iles: 1997, 'Women in Management and Firm Financial Value: An Exploratory Study', *Journal of Managerial Issues* 9, 355–372.
- Shepherd, W. G. (1990) *The Economics of Industrial Organization*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall International Editions
- Simon, H.A. (1997). *Administrative behavior*, 4th ed. Glencoe, IL: Free Press.
- Smith, N., V. Smith and M. Verner: 2006, 'Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2,500 Danish Firms', *International Journal of Productivity and Performance Management* 55, 569–593
- Shleifer A., R. Vishny (1986). Large shareholders and corporate control" *J. Polit. Econ.*, 94 (3) (1986), pp. 461-488
- Srinidhi, B., Gul, F. A., & Tsai, J. (2011). Female directors and earnings quality. *Contemporary Accounting Research*, 28, 1610–1644.

- Templeton, G.F. 2011. "A Two-Step Approach for Transforming Continuous Variables to Normal: Implications and Recommendations for IS Research," *Communications of the AIS*, Vol. 28, Article 4
- Tulung, Joy Elly and Ramdani, Dendi, Independence, Size and Performance of the Board: An Emerging Market Research (March 3, 2018). *Corporate Ownership & Control*, Volume 15, Issue 2, Winter 2018. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3133857>
- Raheja, C. G. 2005. Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40: 283–306.
- Vafeas N. and Theodorou E. (1998) The relationship between board structure and firm performance in UK *The British Accounting Review*,30(4) ,Pages 383-407
- Villalonga B., R. Amit How do family ownership, management and control affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80 (2006), pp. 385-417
- Wang, D. (2006). Founding Family Ownership and Earnings Quality. *Journal of Accounting Research*, 44(3), pp.619-656.
- Ward,J.(2004).Perpetuating the family business Marietta: Family Enterprise Publishers
- Weisbach, M. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, pp.431-460.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), pp.185-211.
- Zahra, S. and Pearce, J. (1989). Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. *Journal of Management*, 15(2), pp.291-334.
- Zhou H., S. Owusu-Ansah,A. Maggina (2018)Board of directors, audit committee, and firm performance: Evidence from Greece *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* Volume 31, June 2018, Pages 20-36