

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ**



ATHENS UNIVERSITY
OF ECONOMICS
AND BUSINESS

**ΣΧΟΛΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**
SCHOOL OF
BUSINESS

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ &
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
MSc IN ACCOUNTING & FINANCE

**ΚΟΣΤΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΔΙΑΦΑΝΕΙΑ ΓΙΑ ΟΙΚΟΓΕΝΕΙΑΚΕΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ**

ΜΠΕΘΑΝΗ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

{Νοέμβριος, 2017}

**Εγκρίνουμε την εργασία της
Μπεθάνη Αικατερίνης**

[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

.....

30/11/2017

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ ΦΟΙΤΗΤΡΙΑΣ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΜΠΕΘΑΝΗ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ

.....

Περιεχόμενα

Περίληψη.....	7
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή.....	9
Κεφάλαιο 2: Βιβλιογραφική Ανασκόπηση και Ανάπτυξη υποθέσεων.....	13
2.1 Εννοιολογικό Πλαίσιο.....	13
2.1.1.Βασικά Χαρακτηριστικά Επαρκούς Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης.....	13
2.1.2 Οικογενειακή Επιχείρηση.....	14
2.2 Βιβλιογραφική Ανασκόπηση.....	17
2.3 Ανάπτυξη Υπόθεσης.....	30
Κεφάλαιο 3: Παρουσίαση Μεθοδολογίας.....	33
3.1 Δείγμα και δεδομένα.....	33
3.2 Μεθοδολογία.....	34
3.3 Οικονομετρικά Υποδείγματα.....	38
Κεφάλαιο 4: Παρουσίαση Ευρημάτων.....	41
4.1 Οικογενειακές Επιχειρήσεις.....	41
4.2 Περιγραφικά Στατιστικά.....	43
4.3 Συσχέτιση.....	45
Κεφάλαιο 5: Εμπειρική Ανασκόπηση.....	49
5.1 Ο αντίκτυπος της Οικογενειακής Ιδιοκτησίας στο Κόστος Δανεισμού.....	49
5.2 Ο αντίκτυπος της Εταιρικής Αδιαφάνειας στη σχέση ανάμεσα στην Οικογενειακή Ιδιοκτησία και το Κόστος Δανεισμού.....	52
5.3 Robustness Test.....	55
Κεφάλαιο 6: Επίλογος.....	57
Βιβλιογραφία.....	59

Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εργασία επιχειρεί να εντοπίσει τη σχέση που αναπτύσσεται ανάμεσα στο κόστος δανεισμού με το οποίο επιβαρύνεται η οντότητα, με την εταιρική αδιαφάνεια και τέλος να διερευνήσει εάν η παραπάνω σχέση επηρεάζεται από την ύπαρξη του φαινομένου της οικογενειακής ιδιοκτησίας. Για τους σκοπούς της έρευνας, χρησιμοποιήθηκε ένα δείγμα των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, επιχειρήσεων για το χρονικό διάστημα της χρηματοπιστωτικής κρίσης (2009 έως 2016). Τα ευρήματα της έρευνας δείχνουν πως το επίπεδο της εταιρικής αδιαφάνειας των πληροφοριών που δημοσιεύονται από τις επιχειρήσεις καθώς και το φαινόμενο της οικογενειακής ιδιοκτησίας, δεν επηρεάζουν το κόστος δανεισμού, στην ελληνική αγορά. Πιθανή εξήγηση στη παραπάνω ασυνέπεια ανάμεσα στη βιβλιογραφία και τα αποτελέσματα της παρούσας εμπειρικής έρευνας είναι η ιδιαιτερότητα των ελληνικών επιχειρήσεων, οι οποίες χαρακτηρίζονται από πολύ υψηλά επίπεδα οικογενειοκρατίας, με αποτέλεσμα να μην λαμβάνεται υπόψη ως παράγοντας για το καθορισμό του επιτοκίου κατά τη διαπραγμάτευση των όρων δανεισμού. Επίσης αποδεικνύεται πως το σημαντικότερο ρόλο για το προσδιορισμό του κόστους δανεισμού, διαδραματίζει το μέγεθος της δανειζόμενης οντότητας, δείχνοντας με αυτό τον τρόπο πως το Χρηματοπιστωτικό ίδρυμα αντιλαμβάνεται το παράγοντα του μεγέθους, ως μία ένδειξη για μεγαλύτερη δυνατότητα αποπληρωμής του δανειζόμενου κεφαλαίου και των αντίστοιχων τόκων. Τέλος αποδεικνύεται πως υπάρχει μία θετική συσχέτιση ανάμεσα στο κόστος δανεισμού και το δείκτη δανεισμού, το οποίο ενισχύει το παραπάνω εύρημα. Συμπερασματικά, οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις, έχουν πρόσβαση σε περισσότερες αγορές κεφαλαίου και δημιουργώντας μακροχρόνιες σχέσεις με τα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα διεκδικούν ευνοϊκότερους όρους δανεισμού.

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή

Τα τελευταία χρόνια έχει δημιουργηθεί έντονο ερευνητικό ενδιαφέρον για τη διερεύνηση του αντίκτυπου της οικογενειακής ιδιοκτησίας, στο κόστος αντιπροσώπευσης που δημιουργείται στη σχέση ανάμεσα στους μετόχους και τους δανειστές. Η παρούσα διπλωματική εργασία εξετάζει αυτή τη σχέση υπό το πρίσμα ενός τρίτου παράγοντα, εκείνον της εταιρικής αδιαφάνειας των πληροφοριών. Το επίπεδο της εταιρικής διαφάνειας των πληροφοριών μπορεί να περιορίσει το κόστος αντιπροσώπευσης που δημιουργείται λόγω των αντικρουόμενων συμφερόντων που εμφανίζονται στη παραπάνω σχέση.

Στη διεθνή βιβλιογραφία υποστηρίζεται ότι η παρουσία μίας οικογένειας στη μετοχική σύνθεση μιας οντότητας μπορεί να δημιουργήσει θετικά ή αρνητικά αποτελέσματα στο κόστος δανεισμού. Η οικογένεια, η οποία ασκεί τον έλεγχο έχει κίνητρο τόσο να ασκήσει μεγαλύτερη παρακολούθηση στη Διοίκηση και να μειώσει το χάσμα της σύγκρουσης συμφερόντων, όσο να επιχειρήσει να εκμεταλλευτεί τη θέση εξουσίας που τις προσδίδει η συγκέντρωση μεγάλου ποσοστού ιδιοκτησίας. και να απαλλοτριώσει πλούτο από τους υπόλοιπους μετόχους. (Burkart, Panunzi, & Shleifer, 2003, Demsetz & Lehn, 1985, Shleifer & Vishny, 1997). Η επικράτηση ενός εκ των δύο κινήτρων εξαρτάται από ορισμένους παράγοντες όπως το κανονιστικό πλαίσιο προστασίας των επενδυτών καθώς και η ποιότητα των μετόχων που ορίζουν την οικογένεια η οποία ασκεί τον έλεγχο.

Η εταιρική αδιαφάνεια των πληροφοριών είναι επίσης ένας παράγοντας ο οποίος μπορεί να επηρεάσει τον τρόπο με τον οποίο αντιλαμβάνονται οι υπόλοιποι επενδυτές και οι δανειστές, τη στάση της οικογένειας που ασκεί τον έλεγχο και κατ'επέκταση το κόστος δανεισμού. Η διαφάνεια των πληροφοριών, μειώνει τη τάση των επενδυτών για ευκαιριακή συμπεριφορά και αποκόμιση προσωπικών ωφελειών λόγω του ενδεχόμενου εντοπισμού αυτών των φαινομένων. Αντίθετα η εταιρική αδιαφάνεια των πληροφοριών μπορεί να αποτελέσει κίνητρο απαλλοτρίωσης και να αποτρέψει τους δυνητικούς επενδυτές να διαθέσουν τα κεφάλαιά τους στην οντότητα (Wang 2006). Συμπερασματικά, η εταιρική αδιαφάνεια των πληροφοριών μπορεί να επηρεάσει θετικά το κόστος δανεισμού είτε ενισχύοντας τη τάση της οικογένειας που ασκεί τον έλεγχο να απολαύσει ιδιωτικά οφέλη, είτε εξασθενώντας το κίνητρο εξισορρόπησης των συμφερόντων ανάμεσα στις δύο ομάδες επενδυτών.

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι, μέσω εμπειρικής έρευνας, να εξετάζει με ποιο τρόπο και σε ποιο βαθμό, επηρεάζει η εταιρική αδιαφάνεια τον αντίκτυπο του φαινομένου της οικογενειακής ιδιοκτησίας στο κόστος εξωτερικού δανεισμού. Για το παραπάνω ερευνητικό ερώτημα, χρησιμοποιήθηκε ένα δείγμα των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων για τη περίοδο 2009 έως 2016. Για τον υπολογισμό του δείκτη εταιρικής αδιαφάνειας χρησιμοποιήθηκε η προσέγγιση του Anderson (Anderson et. al. 2009), με βάση την οποία, ο δείκτης εταιρικής αδιαφάνειας αποτελείται από τέσσερα επιμέρους συστατικά. Συγκεκριμένα υπολογίστηκαν ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών, η τυπική απόκλιση της ημερήσιας απόδοσης των μετοχών και η αναλογία των ημερών στις οποίες δε μεταβλήθηκε η τιμή των μετοχών για τη σύνθεση του δείκτη, ενώ λόγω δυσκολίας εύρεσης δεδομένων, δεν εντάχθηκε το συστατικό το οποίο σχετίζεται με τον αριθμό των αναλυτών που παρακολουθούν την οντότητα. Ο έντονος προσανατολισμός του δείκτη εταιρικής αδιαφάνειας προς τη διαπραγμάτευση των μετοχών στο Χρηματιστήριο, δημιουργεί προβληματισμό σχετικά με τη καταλληλότητα και την ακρίβεια του συγκεκριμένου υπολογισμού. Για αυτό το λόγο, εντάχθηκε στην εμπειρική έρευνα ένας εναλλακτικός τρόπος υπολογισμού του δείκτη εταιρικής αδιαφάνειας. Ο εναλλακτικός δείκτης σχετίζεται εμμέσως με τη ποιότητα των κερδών και τη ποιότητα του ελέγχου και συγκεκριμένα, εξετάζει το φαινόμενο της εταιρικής αδιαφάνειας μέσω του μεγέθους της ελεγκτικής εταιρίας η οποία διενεργεί τον τακτικό έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων της οντότητας.

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας έδειξαν ότι στην ελληνική αγορά, το μεγαλύτερο μέρος των εισηγμένων επιχειρήσεων χαρακτηρίζονται ως οικογενειακές ανεξαρτήτως κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται. Για το χαρακτηρισμό μίας επιχείρησης ως οικογενειακή χρησιμοποιήθηκε ως κριτήριο το ποσοστό ιδιοκτησίας της οικογένειας στη μετοχική σύνθεση της οντότητας. Συγκεκριμένα, ορίστηκε ως ελάχιστο ποσοστό οικογενειακής ιδιοκτησίας το 30%, το οποίο υπολογίστηκε λαμβάνοντας υπόψη τη διεθνή βιβλιογραφία και στη συνέχεια προσαρμόστηκε με βάση τα δεδομένα της ελληνικής αγοράς. Η παραπάνω διαπίστωση σε συνδυασμό με τη σημαντικότητα του κόστους δανεισμού, καθιστούν ακόμα πιο επιτακτική την ανάγκη για τη διερεύνηση της σχέσης ανάμεσα στα δύο αυτά μεγέθη.

Η διπλωματική εργασία οργανώνεται ως εξής. Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται η βιβλιογραφική ανασκόπηση του θέματος και των επιμέρους εννοιών, και

αναπτύσσεται η υπόθεση που ερευνάται, ενώ στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζεται ο τρόπος επιλογής του δείγματος και η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε στο οικονομετρικό μοντέλο. Στη συνέχεια, στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύονται τα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία και οι συντελεστές συσχέτισης των μεταβλητών. Ακολουθούν τα ευρήματα της εμπειρικής έρευνας στο πέμπτο κεφάλαιο και τέλος στο έκτο κεφάλαιο, περιλαμβάνεται ο επίλογος της διπλωματικής εργασίας.

Κεφάλαιο 2: Βιβλιογραφική Ανασκόπηση και Ανάπτυξη υποθέσεων

2.1 Εννοιολογικό Πλαίσιο

2.1.1. Βασικά Χαρακτηριστικά Επαρκούς Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης

Η AICPA (1994) έχει καθορίσει τα στοιχεία της πληροφόρησης που οφείλουν να δημοσιεύουν οι εταιρίες σε όλο το ευρύ κοινό τα οποία είναι τα εξής για λόγους αδιαφάνειας των χρηματοοικονομικών πληροφοριών. Αυτά θα πρέπει να περιλαμβάνουν τα ακόλουθα:

- ❖ Οι οικονομικές καταστάσεις και οι απαιτούμενες από τα λογιστικά πρότυπα σχετικές γνωστοποιήσεις,
- ❖ Η Έκθεση της Διοίκησης για τα χρηματοοικονομικά και μη-χρηματοοικονομικά στοιχεία,
- ❖ Αιτίες αλλαγής των οικονομικών και μη δεδομένων, τόσο σε επίπεδο επιχείρησης, όσο και σε επίπεδο αγοράς, καθώς και τις αιτίες αλλαγής των δεικτών απόδοσης που χρησιμοποιεί η διοίκηση,
- ❖ Ιστορικά στοιχεία για την εταιρία, όραμα, αποστολή καθώς επίσης και τους γενικούς στόχους και τη στρατηγική,
- ❖ Την αποστολή της εταιρίας, την περιγραφή της αγοράς και τις ανάγκες της εταιρίας,
- ❖ Αναφορά ευκαιριών και κινδύνων,
- ❖ Καταγραφή των μελλοντικών σχεδίων της διοίκησης,
- ❖ Σύγκριση των επιδόσεων έναντι των προβλέψεων, και
- ❖ Πληροφόρηση σχετικά με τους διευθύνοντες, το διευθυντικό προσωπικό, την μισθολογική τους κατάσταση, τους κύριους μετόχους, τις συναλλαγές και τις σχέσεις μεταξύ των συνδεδεμένων μερών.

Η πληροφόρηση που παρέχει η εταιρία δεν θα πρέπει να περιορίζεται μόνο στην ανακοίνωση των οικονομικών μεγεθών, αλλά να εμπεριέχει και λοιπές πληροφορίες, βάσει των οποίων να μπορεί να υπάρχει εποπτεία και να ασκηθεί έλεγχος για το κατά πόσο αποτελεσματικά λειτουργεί η Διοίκηση και η Εταιρική Διακυβέρνηση, αλλά και να διαπιστωθεί ο βαθμός αξιοπιστίας των παρεχόμενων πληροφοριών. Κατά τους Chen et al (2006), ο έλεγχος της αξιοπιστίας των παρεχόμενων πληροφοριών θα πρέπει να λαμβάνει υπ' όψιν του τις εξής παραμέτρους:

- ❖ Τον αριθμό των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου,

- ❖ Τον αριθμό των συνεδριάσεων εντός του έτους,
- ❖ Τον αριθμό των ετών που ο πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου κατέχει την θέση,
- ❖ Το ποσοστό των μετοχών της εταιρίας που κατέχεται από Νομικά Πρόσωπα,
- ❖ Το ποσοστό των μετοχών που κατέχουν μεμονωμένοι μέτοχοι,
- ❖ Το ποσοστό των μετοχών που κατέχει ο κύριος μέτοχος της εταιρίας,
- ❖ Το ποσοστό των μετοχών που κατέχουν οι δέκα μεγαλύτεροι μέτοχοι, πλην του κύριου μετόχου,
- ❖ Τον Ορκωτό Ελεγκτή που πιστοποιεί την εύλογη παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης,
- ❖ Το δείκτη των Υποχρεώσεων προς το Σύνολο του Ενεργητικού και
- ❖ Την ετήσια απόδοση της μετοχής.

Η κάλυψη των απαιτούμενων γνωστοποιήσεων δεν επαρκεί για τη δημιουργία ολοκληρωμένης εικόνας της οικονομικής κατάστασης και των επιμέρους μεγεθών για τον ενδιαφερόμενο, λαμβάνοντας υπόψη τις διαφορετικές πληροφοριακές ανάγκες που θα έχει κάθε κατηγορία λήπτη των πληροφοριών. Για αυτό το λόγο, αξιολογείται θετικά από το κοινό, η δημοσίευση πληροφοριών που δεν βρίσκονται στη κατηγορία των υποχρεωτικών, από τα λογιστικά πρότυπα, γνωστοποιήσεων. Αυτό αποτελεί ένδειξη υψηλής εταιρικής αδιαφάνειας των πληροφοριών και μπορεί να προσελκύσει δυνητικούς επενδυτές και να συμβάλλει στην διαπραγμάτευση με ευνοϊκότερους όρους δανεισμού.

2.1.2 Οικογενειακή Επιχείρηση

Για τον θεμελίωση του όρου της οικογενειακής επιχείρησης, έχει αναπτυχθεί πληθώρα ορισμών και αποτελεί αντικείμενο μελέτης της κοινωνικής επιστήμης επί σειρά ετών. Οι οικογενειακές επιχειρήσεις μπορεί να έχουν οποιαδήποτε νομική μορφή, συμπεριλαμβανομένων και των εισηγμένων επιχειρήσεων, να έχουν οποιοδήποτε μέγεθος, και να δραστηριοποιούνται σε οποιοδήποτε κλάδο της οικονομίας. Εντός των ορίων της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η οικογενειακή επιχείρηση ορίζεται ως εξής: μία επιχείρηση ανεξαρτήτως μεγέθους θεωρείται οικογενειακή επιχείρηση εάν:

- ❖ Η πλειοψηφία των δικαιωμάτων λήψης αποφάσεων ανήκουν στο φυσικό πρόσωπο που ίδρυσε την επιχείρηση, ή στα φυσικά πρόσωπα που έχουν αποκτήσει το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης, ή βρίσκονται στην κατοχή των συζύγων, των γονέων, των παιδιών ή των άμεσων κληρονόμων.
- ❖ Η πλειοψηφία των δικαιωμάτων λήψης αποφάσεων είναι άμεσα ή έμμεσα.
- ❖ Υπάρχει τουλάχιστον ένας εκπρόσωπος της οικογένειας ο οποίος είναι επιφορτισμένος με καθήκοντα εταιρικής διακυβέρνησης.
- ❖ Οι εισηγμένες εταιρείες πληρούν τον ορισμό της οικογενειακής επιχείρησης εάν το φυσικό πρόσωπο που ίδρυσε ή αγόρασε την επιχείρηση ή οι οικογένειες αυτών ή οι απόγονοί τους, κατέχουν το 25% των δικαιωμάτων λήψης αποφάσεων βάσει του μετοχικού τους κεφαλαίου.

Η σημαντικότητα των οικογενειακών επιχειρήσεων δε περιορίζεται μόνο στη σημαντική συνεισφορά τους στη οικονομία, αλλά και στη μακροπρόθεσμη σταθερότητα που προσδίδουν και την ευθύνη για τις ηθικές αξίες που πρεσβεύουν.

Στην Ευρώπη, το ποσοστό των οικογενειακών επιχειρήσεων ανέρχεται σε 70% έως 80%, και απασχολεί το 40% έως 50% του εργατικού δυναμικού. Επίσης, απαρτίζουν το 40% του κύκλου εργασιών στον ιδιωτικό τομέα, ενώ το μερίδιό τους στο Α.Ε.Π. της χώρας, ποικίλει σε ένα εύρος από 20% έως 70%. Ένας μεγάλος αριθμός των μικρομεσαίων επιχειρήσεων της Ευρώπης, ανήκουν στη κατηγορία των οικογενειακών επιχειρήσεων καθώς επίσης και μερικές από τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις της Ευρώπης. Ο κλάδος των οικογενειακών επιχειρήσεων κυριαρχείται από πολύ μικρές και μικρές επιχειρήσεις (οι οποίες απασχολούν λιγότερους από 10 εργαζόμενους), και δραστηριοποιούνται κυρίως σε παραδοσιακούς κλάδους όπως είναι ο αγροτικός, ο βιομηχανικός, κατασκευαστικός, τουριστικός και ο κλάδος του εμπορίου, ενώ τα τελευταία χρόνια έχει εμφανιστεί μία τάση προς τους πιο μοντέρνους κλάδους, όπως είναι ο κλάδος της τεχνολογίας.

Τα κυριότερα χαρακτηριστικά των οικογενειακών επιχειρήσεων είναι:

- ❖ Στα πλαίσια της οικογενειακής επιχείρησης, υπάρχει ένας ισχυρός δεσμός ανάμεσα στην «οικογένεια» και την «επιχείρηση».
- ❖ Έχει αποδειχθεί ότι έχουν μεγαλύτερη διάρκεια ζωής, λόγω της έμφασης που δίνουν στη μακροπρόθεσμη σταθερότητα παρά την επίτευξη βραχυπρόθεσμου κέρδους.
- ❖ Η κυριαρχία της διοίκησης πηγάζει από την οικογένεια.

- ❖ Η οικογενειακή επιχείρηση χρηματοδοτείται από τραπεζικό δανεισμό και κεφάλαια της οικογένειας, ενώ τα κέρδη επανεπενδύονται.
- ❖ Η ύπαρξη κοινωνικού κεφαλαίου συμβάλλει στην επιβίωση της επιχείρησης, σε περιόδους οικονομικών δυσκολιών.
- ❖ Τα ποσοστά ανάπτυξης των οικογενειακών επιχειρήσεων εμφανίζονται σταθερά και συνεχόμενα σε αντίθεση με τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις.

Οι μεγαλύτερες προκλήσεις που καλούνται να αντιμετωπίσουν οι οικογενειακές επιχειρήσεις είναι :

- ❖ Έλλειψη εκπαίδευσης των μελών σε θέματα που σχετίζονται με τη Διοίκηση.
- ❖ Φορολογικά προβλήματα που σχετίζονται με φόρους δωρεάς καθώς επίσης και φόρους κληρονομιάς.
- ❖ Ελλιπής ενημέρωση των μελών της οικογένειας σχετικά με τη σημαντικότητα του έγκαιρου σχεδιασμού της διαδοχής στις επόμενες γενιές.
- ❖ Επίτευξη ισορροπίας μεταξύ των οικογενειακών και των επιχειρηματικών θεμάτων που προκύπτουν εντός της επιχείρησης.
- ❖ Δυσκολίες κατά τη προσέλκυση εξειδικευμένου εργατικού δυναμικού.
- ❖ Επιβίωση σε περιόδους οικονομικής κρίσης.

Επισκόπηση των οικογενειακών επιχειρήσεων στην Ελλάδα

Η Ελλάδα διαθέτει πολύ μεγάλο πλήθος επιχειρήσεων, οι οποίες κατατάσσονται στη κατηγορία των οικογενειακών. Παλαιότερες έρευνες (Grant Thornton 2006) έχουν δείξει ότι το 80% των ιδιοκτητών, θεωρούν τις επιχειρήσεις τους οικογενειακές. Το βασικό χαρακτηριστικό αυτών, το οποίο τις διακρίνει από τις υπόλοιπες επιχειρήσεις, είναι το γεγονός ότι ανήκουν, διοικούνται, και επηρεάζονται από τα μέλη της οικογένειας. Το παραπάνω σημαίνει ότι ο ιδιοκτήτης, ο οποίος σε αυτή τη περίπτωση είναι η οικογένεια, συμμετέχει ενεργά στη διοίκηση και τη λήψη αποφάσεων στα πλαίσια της επιχείρησης.

Η πλειοψηφία των εισηγμένων επιχειρήσεων, οι οποίες ανήκουν στη κατηγορία των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων, ελέγχονται από ισχυρές οικογένειες, τα μέλη των οποίων κατέχουν υψηλόβαθμες θέσεις στη Διοίκηση της επιχείρησης.

Όσον αφορά την εταιρική διακυβέρνηση, οι οικογενειακές επιχειρήσεις θεωρείται ότι δε κυβερνούνται με το πιο αποτελεσματικό τρόπο. Ο βασικός μέτοχος συνήθως απασχολείται ως Διευθύνον Σύμβουλος είτε ως πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου και λαμβάνει όλες τις σημαντικές αποφάσεις. Αυτό δημιουργεί τόσο

πλεονεκτήματα αλλά ενέχει και κινδύνους, διότι παρά το γεγονός ότι ο ιδιοκτήτης έχει επαρκείς γνώσεις για θέματα που σχετίζονται με την επιχείρηση λόγω μακροχρόνιας εμπειρίας, δεν είναι απαραίτητο να διαθέτει και τις απαραίτητες γνώσεις σε οικονομικά και διοικητικά ζητήματα. (Vassiliadis & Vassiliadis 2014)

2.2 Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

Τα τελευταία χρόνια έχει αναπτυχθεί ενδιαφέρον για τη διερεύνηση του αντίκτυπου της οικογενειακής ιδιοκτησίας στο πρόβλημα αντιπροσώπευσης ανάμεσα στους μετόχους και τους δανειστές. Το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης προσδιορίστηκε από τους Meckling & Jensen (1976) και ορίζεται ως ένα συμβόλαιο με το οποίο ένα ή περισσότερα άτομα (ο εντολέας), προσλαμβάνει ένα άλλο μέρος (τον εντολοδόχο), ώστε να διενεργήσει για τα συμφέροντα του πρώτου σε μία διαδικασία η οποία περιλαμβάνει τη λήψη αποφάσεων από τον εντολοδόχο. Εάν και τα δύο αντισυμβαλλόμενα μέρη έχουν ως στόχο τη μεγιστοποίηση του κέρδους τους, υπάρχει ένας καλός λόγος να πιστέψουμε ότι ο εντολοδόχος δε θα δράσει με τέτοιο τρόπο ώστε να εξυπηρετήσει τα συμφέροντα του εντολέα.

Ο εντολέας μπορεί να περιορίσει τη σύγκρουση συμφερόντων, δημιουργώντας τα κατάλληλα κίνητρα για τον εντολοδόχο και επιβαρύνοντας τον με κόστος παρακολούθησης, το οποίο έχει σχεδιαστεί για το περιορισμό αυτών των φαινομένων. Επιπλέον σε ορισμένες περιπτώσεις θα χρειαστεί να δαπανηθούν πόροι (Κόστη σύνδεσης), προκειμένου να διασφαλίσει ότι δεν θα αναλάβει ορισμένες ενέργειες που θα μπορούσαν να βλάψουν τον εντολέα ή να εξασφαλίσει ότι ο κύριος υπόχρεος θα αποζημιωθεί εάν λάβει τέτοιες ενέργειες. Ωστόσο, είναι γενικά αδύνατο για τον κύριο υπόχρεο ή τον πράκτορα, με μηδενικό κόστος, να εξασφαλιστεί ότι ο πράκτορας θα λάβει τις βέλτιστες αποφάσεις εξυπηρετώντας με το καλύτερο δυνατό τρόπο τα συμφέροντα του εντολέα. Στις περισσότερες σχέσεις πρακτορειών, ο κύριος υπόχρεος και ο πράκτορας θα υποστούν θετικά κόστη παρακολούθησης και σύνδεσης (μη χρηματικά καθώς και χρηματικά), και επιπλέον θα υπάρξει κάποια απόκλιση μεταξύ των αποφάσεων του πράκτορα και των αποφάσεων που θα μπορούσαν να μεγιστοποιήσουν την ευημερία του εντολέα. Η μείωση της ευημερίας που βιώνει ο κύριος υπόχρεος ως αποτέλεσμα αυτής της απόκλισης είναι επίσης το κόστος της αντιπροσώπευσης και ορίζεται ως το άθροισμα των δαπανών παρακολούθησης από

τον κύριο υπόχρεο, τις δαπάνες δέσμευσης από τον πράκτορα και τέλος την υπολειμματική απώλεια.

Συγκεκριμένα, σχετικά με το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης που αναπτύσσεται ανάμεσα στους μετόχους και τους δανειστές, υποστηρίζουν ότι οι διαφοροποιημένοι μέτοχοι έχουν τα κίνητρα να απαλλοτριώσουν τους πιστωτές επενδύοντας σε επικίνδυνα επενδυτικά σχέδια. Οι πιστωτές αναμένουν αυτή τη συμπεριφορά και απαιτούν μεγαλύτερη απόδοση με αποτέλεσμα να επιβαρύνονται με αυξημένο κόστος δανεισμού. Αντίθετα οι μέτοχοι με μεγάλα, μη διαφοροποιημένα μερίδια ιδιοκτησίας έχουν διαφορετικά κίνητρα σε σχέση με τους μικρούς διαφοροποιημένους μετόχους. Λόγω της δυνατότητας των επιχειρήσεων να εισέρχονται τακτικά στην αγορά του χρέους ώστε να χρηματοδοτηθούν, οι μέτοχοι οι οποίοι συγκεντρώνουν μεγάλο μερίδιο ιδιοκτησίας, έχουν μακροχρόνιο χαρακτήρα και ισχυρούς λόγους να μειώσουν τη σύγκρουση συμφερόντων με τους πιστωτές.

Συνεπείς με τα παραπάνω ευρήματα, οι Anderson, Mansi και Reeb (2003), οι οποίοι μελέτησαν τη σχέση ανάμεσα στην οικογενειακή ιδιοκτησία, η οποία είναι συχνό φαινόμενο σε μεγάλες εισηγμένες επιχειρήσεις, και το κόστος δανεισμού. Τα αποτελέσματα, δείχνουν ότι, η σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα στους μετόχους της ιδρύτριας εταιρίας είναι λιγότερο ισχυρή από εκείνη που δημιουργείται ανάμεσα τους διαφοροποιημένους, ευκαιριακούς επενδυτές και τους πιστωτές. Με βάση τη παραπάνω διαπίστωση, αναμένεται πως η ιδιοκτησία της ιδρύτριας οικογένειας σχετίζεται με χαμηλότερο κόστος δανεισμού. Τα ευρήματα υποδηλώνουν πως οι οικογενειακές επιχειρήσεις επιβαρύνονται με κόστος δανεισμού μειωμένο κατά 32 μονάδες βάσης σε σχέση με τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις, αποδεικνύοντας ότι οι πιστωτές αντιλαμβάνονται τις ιδρύτριες οικογένειες ως οργανωτική δομή η οποία προστατεύει τα συμφέροντά τους.

Επίσης πρέπει να σημειωθεί ότι η σχέση ανάμεσα στο ποσοστό ιδιοκτησίας της ιδρύτριας εταιρίας και του κόστους δανεισμού δεν είναι μονοτονική. Το κόστος δανεισμού μειώνεται όσο αυξάνεται το ποσοστό ιδιοκτησίας αλλά αυξάνεται όταν το ποσοστό ιδιοκτησίας ξεπεράσει ένα συγκεκριμένο ποσοστό. Τέλος παρατηρήθηκε ότι στις περιπτώσεις στις οποίες ένα μέλος της οικογένειας αναλαμβάνει καθήκοντα Διευθύνοντος Συμβούλου της οντότητας, το κόστος δανεισμού με το οποίο επιβαρύνεται εμφανίζεται να είναι υψηλότερο από τη μη οικογενειακή επιχείρηση παραμένοντας όμως χαμηλότερο από το κόστος δανεισμού που επιβαρύνει τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις. Συμπερασματικά τα αποτελέσματα είναι συνεπή με την

ιδέα πως η ιδρύτρια οικογένεια έχει κίνητρα τα οποία οδηγούν σε περιορισμένη σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα στην οντότητα και τους δικαιούχους του χρέους.

Αντίθετα, οι Boubakri και Ghouma (2010), μελετώντας την επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στο κόστος δανεισμού και την αξιολόγηση των εταιρικών ομολόγων από τους οίκους αξιολόγησης, απέδειξαν πως η ύπαρξη μίας οικογένειας ως μεγαλομέτοχος μίας οντότητας, εκλαμβάνεται ως κίνδυνος και έχει ως αποτέλεσμα την αρνητική σχέση της με την αξιολόγηση του τίτλου που θα εκδώσει καθώς και τη θετική σχέση με το κόστος δανεισμού με το οποίο θα επιβαρυνθεί.

Αναλυτικότερα, χρησιμοποιήθηκε η διαφορά (wedge), η οποία προκύπτει ανάμεσα στα δικαιώματα ελέγχου (control rights) και τα δικαιώματα ταμειακών ροών (cash flow rights) και μετράει την έκταση και τη πιθανότητα της απαλλοτρίωσης από τη πλειοψηφία των μετόχων, καθώς και την ταυτότητα των ιδιοκτητών για τη μέτρηση της δύναμης των μηχανισμών εσωτερικής διακυβέρνησης. Με βάση τα ανωτέρω βρέθηκαν ισχυρά τεκμήρια ότι η διαφορά ανάμεσα στα δικαιώματα ψήφου και τα δικαιώματα ταμειακών ροών καθώς και ο βαθμός ελέγχου της οικογένειας, έχουν μία θετική και στατιστικά σημαντική σχέση με το κόστος δανεισμού ενώ εμφανίζει μία αρνητική και στατικά σημαντική σχέση με την αξιολόγηση των εταιρικών ομολόγων. Επίσης τα ευρήματά τους δείχνουν πως όταν ο έλεγχος βρίσκεται στα χέρια ενός Χρηματοπιστωτικού Ιδρύματος, το οποίο χαρακτηρίζεται από μεγάλη διασπορά ιδιοκτησίας, έχει θετική επίδραση μόνο στην αξιολόγηση του χρέους ενώ σε περιπτώσεις στις οποίες το κράτος έχει τον έλεγχο της επιχείρησης δεν επηρεάζεται τίποτα από τα παραπάνω. Τέλος πρέπει να αναφερθεί πως στα ευρήματα της έρευνας περιλαμβάνεται και συμπέρασμα σχετικά με τους ομολογιούχους και τους οίκους αξιολόγησης, το οποίο δείχνει ότι αυτό που πραγματικά επηρεάζει το κόστος δανεισμού και τις σχέσεις των αντισυμβαλλόμενων μερών δεν είναι μόνο η θεσμοθέτηση της νομοθεσίας για τη προστασία τους αλλά η επιβολή της.

Κάποιες πρόσθετες έρευνες επί του θέματος, μελετάνε τη σύνδεση ανάμεσα στην εταιρική διακυβέρνηση και το κόστος δανεισμού. Για παράδειγμα οι Bhojraj & Sengupta (2003) και Ashbough et al (2006) μελέτησαν την εμπειρική σχέση ανάμεσα στην αξιολόγηση του χρέους και την εταιρική διακυβέρνηση στην αμερικάνικη αγορά ομολόγων. Τα ευρήματα έδειξαν την ύπαρξη μίας θετικής σχέσης ανάμεσα στις γνωστοποιήσεις που σχετίζονται με την εταιρική διακυβέρνηση, το Διοικητικό Συμβούλιο και την ιδιοκτησία των Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων, με τα

την αξιολόγηση των τίτλων χρέους που εκδίδονται από την οντότητα για σκοπούς χρηματοδότησης. Αυτό υποδηλώνει ότι οι οίκοι αξιολόγησης ενσωματώνουν τη ποιότητα της διακυβέρνησης της δεδομένης επιχείρησης με βάση τη δυνατότητα αδυναμίας αποπληρωμής του χρέους. Αρκετοί συγγραφείς υποστηρίζουν ότι, οι πιστωτές τιμολογούν την αξιολόγηση των οίκων όταν ορίσουν το ασφάλιστρο το οποίο απαιτούν για να χρηματοδοτήσουν την επιχείρηση. Η αξιολόγηση του τίτλου γίνεται κυρίως με βάση τη πιθανότητα αθέτησης του χρέους και το βαθμό προστασίας των πιστωτών μέσω των περιορισμών που τίθενται στο τρόπο με τον οποίο η επιχείρηση θα ξοδέψει τους πόρους της στη περίπτωση της αθέτησης.

Στα ίδια πλαίσια κινήθηκαν και οι Ellul, Guntay και Lel (2007), οι οποίοι ερεύνησαν, πώς οι μέτοχοι και ειδικότερα οι οικογένειες – μέτοχοι συμπεριφέρονται στους πιστωτές όταν εκείνοι βρίσκονται σε πλεονεκτική θέση και θέτει δύο βασικά ερωτήματα. Αρχικά, διερεύνησαν αν η παρουσία της οικογένειας στη μετοχική σύνθεση της οντότητας μπορεί να αυξήσει ή να μειώσει το κόστος δανεισμού και τέλος αν η συμπεριφορά αυτή η αλλάζει από τη παρουσία διαφορετικών θεσμικών καθεστώτων. Τα παραπάνω ερωτήματα κρίνονται επίκαιρα, ιδιαίτερα έπειτα από πρόσφατες έρευνες, οι οποίες έδειξαν ότι μόνο περίπου το 36% των διεθνών μεγάλων εισηγμένων είναι ευρέως διακρατούμενες ενώ το 45% βρίσκεται στην ιδιοκτησία μίας οικογένειας. Η παρουσία των οικογενειακών επιχειρήσεων στην Αμερική είναι επίσης σημαντική με περίπου μία στις τρεις εκ των S&P500 και 37% των 500 Fortune να εντάσσονται σε αυτή τη κατηγορία.

Αναπτύσσοντας τα βασικά χαρακτηριστικά των δύο καθεστώτων ιδιοκτησίας οι συγγραφείς θεωρούν ότι σε αντίθεση Χρηματοπιστωτικό Ίδρυμα το οποίο χαρακτηρίζεται από υψηλά επίπεδα διασποράς της ιδιοκτησίας, η οικογενειακή επιχείρηση έχει μη διαφοροποιημένη επένδυση στην επιχείρηση αφήνοντας πολύ υψηλό κίνδυνο, παρουσιάζει μακροχρόνια αφοσίωση, η οποία περνάει από γενιά σε γενιά και αντιμετωπίζει το ζήτημα της φήμης το οποίο είναι πολύ στενά συνδεδεμένο με την απόδοση της επιχείρησης. Τα παραπάνω χαρακτηριστικά δεν ισχύουν για τους υπόλοιπους επενδυτές οι οποίοι έχουν διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο επενδύσεων και η σχέση τους με την επιχείρηση έχει βραχυχρόνιο χαρακτήρα. Έχει παρατηρηθεί ότι οι θεσμικοί επενδυτές συχνά έχουν μερίδια σε διαφορετικές οντότητες, δεν επιβλέπουν ενεργά τη Διοίκηση, έχουν περισσότερο τη τάση να εμφανίζουν ατομιστική και ευκαιριακή συμπεριφορά και δεν επηρεάζουν σημαντικά την απόδοση της εταιρίας

Από τη μία μεριά, η παρουσία της οικογένειας μέσω των μη διαφοροποιημένων επενδύσεων, της παρουσίας των γενιών και την ανησυχία για τη φήμη της οικογένειας μπορούν να μειώσουν το κόστος δανεισμού. Από την άλλη μεριά μέσω της μοναδικής δυναμικής της θέσης που κατέχουν εντός της επιχείρησης, θα μπορούσαν να αναζητήσουν ιδιωτικά οφέλη με αποτέλεσμα την αύξηση του κινδύνου πτώχευσης και στη συνέχεια την αύξηση του κόστους δανεισμού. Το πραγματικό αντίκτυπο μπορεί να κινηθεί προς τη μία ή την άλλη κατεύθυνση ενώ αυτό που έχει σημασία είναι το καθεστώς προστασίας του πιστωτή. Χρησιμοποιώντας τη διεθνή έκδοση ομολόγων από το 1995 έως το 2000 για 1072 διεθνής επιχειρήσεις από 24 χώρες διαπιστώνεται ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις οι οποίες είναι οικογενειακές και λειτουργούν υπό καθεστώς χαμηλής προστασίας δικαιωμάτων των πιστωτών θα επιβαρυνθούν με 35 μονάδες βάσεις περισσότερο από τις μη οικογενειακές ενώ οι οικογενειακές οι οποίες λειτουργούν σε καθεστώς υψηλής προστασίας των πιστωτών θα επιβαρυνθούν με 23 μονάδες βάσης χαμηλότερο κόστος δανεισμού σε σύγκριση με της μη οικογενειακές. Ωστόσο, διαπιστώνεται ότι δεν υπάρχει αντίκτυπο για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις.

Τέλος, στα πλαίσια της διερεύνησης του αντίκτυπου της οικογενειακής ιδιοκτησίας στην οργανωτική δομή της οντότητας, οι Burkart , Panunzi & Shleifer (2003) παρουσίασαν ένα μοντέλο διαδοχής σε μια επιχείρηση η οποία ελέγχεται από τον ιδρυτή της. Ο ιδρυτής θα πρέπει να αποφασίσει ανάμεσα στη πρόσληψη ενός επαγγελματία διοικητή ή της κατάληψης της θέσης από το κληρονόμο του καθώς και για το αν θα υπάρχουν και πόσες θα είναι οι μετοχές οι οποίες θα διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο και δε θα βρίσκονται στην ιδιοκτησία του. Υποθέτουν πως ένας επαγγελματίας είναι καλύτερος διοικητής από το κληρονόμο, αναγνωρίζοντας τον κίνδυνο ο επαγγελματίας να καταναλώσει τα ιδιωτικά συμφέροντα που του προσφέρει ο έλεγχος, και περιγράφουν πως η απόφαση του ιδρυτή επηρεάζεται από το νομικό περιβάλλον. Τα αποτελέσματα του μοντέλου έδειξαν ότι σε νομικά καθεστάτα τα οποία επιτυχώς περιορίζουν την απαλλοτρίωση των μετόχων που κατέχουν τη μειονότητα των μετοχών, η ανάληψη της διοίκησης από επαγγελματίες επιφέρει ισορροπία στα συμφέροντα των ενδιαφερομένων. Ακόμη σε νομικά καθεστάτα με ενδιάμεση προστασία των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, η διαχείριση μεταβιβάζεται σε έναν επαγγελματία αλλά η μεγαλομέτοχος οικογένεια παρακολουθεί στενά τον διαχειριστή. Αντίθετα σε νομικά καθεστάτα τα οποία

χαρακτηρίζονται από χαμηλή προστασία, η διοίκηση της οντότητας μεταβιβάζεται στο κληρονόμο και η ιδιοκτησία παραμένει στην οικογένεια.

Η παρούσα διπλωματική δίνει έμφαση σε ένα συγκεκριμένο παράγοντα, ο οποίος σε επίπεδο επιχείρησης, σχετίζεται άμεσα με το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης και δεν έχει υπάρξει αντικείμενο έρευνας σε συνδυασμό με τη διερεύνηση του αντίκτυπου της οικογενειακής ιδιοκτησίας. Ο παράγοντας αυτός είναι η εταιρική αδιαφάνεια των πληροφοριών και παίζει πολύ σημαντικό ρόλο στο εύρος του προβλήματος της αντιπροσώπευσης καθώς και στο σχεδιασμό των μηχανισμών, οι οποίοι θα περιορίσουν τα προβλήματα της αντιπροσώπευσης και σύγκρουσης συμφερόντων.

Οι Bushman, Piotroski και Smith (2004) ορίζουν την εταιρική διαφάνεια ως τη διαθεσιμότητα συγκεκριμένων πληροφοριών που αφορούν την επιχείρηση προς οποιοδήποτε ενδιαφερόμενο, και θεωρείται ως η κοινή εκροή των πολύπλευρων συστημάτων των οποίων τα συστατικά παράγουν, συγκεντρώνουν, επικυρώνουν και διασπείρουν συλλογικά πληροφορίες σε συμμετέχοντες στην αγορά και διακρίνει τα μέτρα της διαφάνειας σε επιμέρους κατηγορίες, εκείνα της εταιρικής και της χρηματοοικονομικής διαφάνειας. Αρχικά ορίζει το μέτρο της χρηματοοικονομικής διαφάνειας ως το μέτρο το οποίο συλλαμβάνει την ένταση και την επικαιρότητα των χρηματοοικονομικών γνωστοποιήσεων καθώς και την ερμηνεία και διάδοση αυτών από τους αναλυτές και τα μέσα μαζικής ενημέρωσης. Τέλος ορίζει το παράγοντα της διαφάνειας της διακυβέρνησης ο οποίος συλλαμβάνει την ένταση των γνωστοποιήσεων της διακυβέρνησης και την ένταση της επικαιρότητας των χρηματοοικονομικών γνωστοποιήσεων οι οποίες χρησιμοποιούνται από ανεξάρτητους επενδυτές ώστε να λογοδοτεί η διοίκηση.

Στη συγκεκριμένη έρευνα αναπτύσσεται το πλαίσιο για την εννοιοποίηση και τη μέτρηση πληροφοριακών συστημάτων τα οποία συνεισφέρουν στην εταιρική διαφάνεια. Το πλαίσιο αυτό κατηγοριοποιεί τα μέτρα των πληροφοριακών μηχανισμών σε επίπεδο χώρας κάτω από τρεις υποκατηγορίες ως εξής 1) καθεστώς εταιρικής αναφοράς, το οποίο περιλαμβάνει μέτρα της έντασης, των αρχών, την επικαιρότητα, την ποιότητα ελέγχων των χρηματοοικονομικών γνωστοποιήσεων, και την ένταση των διακυβερνητικών γνωστοποιήσεων (π.χ. ταυτότητα, αποζημιώσεις, και συμμετοχές των εργαζόμενων και των διευθυντών, ταυτότητα και συμμετοχές των λοιπών μετόχων), 2) την ένταση της απόκτησης ιδιωτικών πληροφοριών, συμπεριλαμβανομένων και μέτρων όπως κάλυψης των

αναλυτών, την επικράτηση των συγκεντρωτικών επενδυτικών καθεστώτων και των δραστηριοτήτων εμπιστευτικών συναλλαγών, και 3) διάδοση πληροφοριών συμπεριλαμβανομένου ενός μέτρου της διείσδυσης των μέσων μαζικής ενημέρωσης στην οικονομία

Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι ο παράγοντας της εταιρικής διαφάνειας σχετίζεται με το νομικό καθεστώς της κάθε χώρας ενώ ο παράγοντας της χρηματοοικονομικής διαφάνειας σχετίζεται με τη πολιτική οικονομία. Ειδικότερα σε παλινδρομήσεις οι οποίες πραγματοποιήθηκαν με δεδομένα από πολλές χώρες τονίζεται ότι η εταιρική διαφάνεια είναι υψηλότερη σε χώρες όπου το νομικό/δικαστικό καθεστώς χαρακτηρίζεται από κοινό νομικό πλαίσιο και υψηλή δικαστικά αποτελεσματικότητα. Αντίθετα η χρηματοοικονομική διαφάνεια είναι υψηλότερη σε χώρες στις οποίες η πολιτική οικονομία χαρακτηρίζεται από χαμηλή κρατική ιδιοκτησία εταιριών, χαμηλή κρατική ιδιοκτησία των τραπεζών και χαμηλό κίνδυνο κρατικής απαλλοτρίωσης του πλούτου της οντότητας.

Οι Bushman & Smith 2001 πραγματοποίησαν έρευνα που αφορούσε το ρόλο των δημοσιευμένων λογιστικών πληροφοριών στη διαδικασία της εταιρικής διακυβέρνησης. Προσδιορίζουν το ρόλο των λογιστικών πληροφοριών ως τη χρήση των εξωτερικά δημοσιευμένων λογιστικών δεδομένων σε μηχανισμούς ελέγχου οι οποίοι προωθούν την αποτελεσματικότητα της διακυβέρνησης των επιχειρήσεων. Οι μηχανισμοί ελέγχου μπορεί να είναι είτε εσωτερικοί, όπως επίβλεψη των διευθυντών και σχέδια χειρισμού κινήτρων είτε εξωτερικοί όπως επίβλεψη των εξωτερικών επενδυτών και των πιστωτών, ανταγωνισμός στην αγορά προϊόντων, εξωτερική αγορά εργατικού δυναμικού και νόμοι ασφαλείας οι οποίοι προστατεύουν τους εξωτερικούς επενδυτές από την απαλλοτρίωση πλούτου από τους εσωτερικούς επενδυτές.

Οι χρηματοοικονομικές λογιστικές πληροφορίες είναι το προϊόν της εταιρικής λογιστικής και των εξωτερικών συστημάτων αναφοράς τα οποία μετρούν και γνωστοποιούν δημοσίως ελεγκτικά και ποσοτικά δεδομένα τα οποία αφορούν τη χρηματοοικονομική θέση και απόδοση των εισηγμένων εταιριών. Τα λογιστικά συστήματα παρέχουν άμεση εισροή των εταιρικών μηχανισμών συνεισφέροντας στις πληροφορίες που συμπεριλαμβάνονται στις τιμές των μετοχών. Βασικός στόχος της έρευνας της διακυβέρνησης στη λογιστική είναι να παρέχει τεκμήρια στην έκταση στην οποία οι πληροφορίες που παρέχονται από τα συστήματα χρηματοπιστωτικής λογιστικής να περιορίζουν τα προβλήματα αντιπροσώπευσης λόγω του διαχωρισμού

της διοίκησης και των εξωτερικών επενδυτών, διευκολύνοντας την αποτελεσματική ροή σπάνιων ανθρώπων και οικονομικού κεφαλαίου σε πολλά υποσχόμενες επενδυτικές ευκαιρίες. Πιστεύεται ότι η έρευνα για τη διακυβέρνηση είναι σημαντική για την ανάπτυξη μιας πλήρους κατανόησης των επιπτώσεων των χρηματοοικονομικών λογιστικών πληροφοριών σχετικά με την κατανομή και τη χρησιμοποίηση των πόρων σε μια οικονομία.

Συμπερασματικά ο ρόλος της διακυβέρνησης των λογιστικών πληροφοριών μπορεί αν επιφέρει σημαντικές οικονομικές επιπτώσεις. Παρά το γεγονός ότι διαπραγματεύεται κατά κύριο λόγο τη ανάμεσα στους μετόχους και της Διοίκησης αναλύει δύο βασικά θέματα: την επίπτωση στα σχέδια αποζημίωσης της Διοίκησης και την επίπτωση στη τιμή της μετοχής.

Οι Smith και Warner (1979) αναζήτησαν τρόπους με τους οποίους τα συμβόλαια χρέους δηλαδή η εταιρική διαφάνεια των πληροφοριών, χρησιμοποιούνται ώστε να ελέγχουν τη σύγκρουση μεταξύ των μετόχων και των ομολογιούχων. Συμπέραναν ότι οι άμεσοι και εκτενείς περιορισμοί στη πολιτική παραγωγής και επένδυσης είναι ιδιαίτερα δαπανηροί και δε χρησιμοποιούνται. Αντίθετα οι περιορισμοί μερισμάτων και χρηματοδότησης τοποθετούνται για να δώσουν στους μετόχους κίνητρα να ακολουθούν πολιτική μεγιστοποίησης της αξίας της οντότητας.

Εφόσον οι όροι είναι πολύ συχνό φαινόμενο, συμπεραίνεται ότι είναι αποτελεσματικοί από τη μεριά της ιδιοκτητών της επιχείρησης και μπορούν να διεξαχθούν συμπεράσματα για το ρόλο αυτών των συμβάσεων στη κεφαλαιακή διάρθρωση της οντότητας. Οι όροι που τοποθετούνται στα συμβόλαια χρέους μειώνουν τα κόστη τα οποία σχετίζονται με τη σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα στους ομολογιούχους και τους μετόχους. Η εφευρετικότητα των όρων στις συμβάσεις χρέους υποδεικνύει τα ισχυρά οικονομικά κίνητρα για τους ιδιοκτήτες να μειώσουν το κόστος αντιπροσώπευσης το οποίο μπορεί να προέλθει από την ύπαρξη υψηλού κινδύνου χρέους στην κεφαλαιακή διάρθρωση της οντότητας. Τέλος παρατηρείται ότι η πολιτική παραγωγής/ επένδυσης απαιτεί υψηλά κόστη παρακολούθησης ενώ η μερισματική καθώς και η επενδυτική πολιτική έχουν απαιτούν εμφανώς χαμηλότερα κόστη παρακολούθησης. Για αυτό το λόγο είναι αποδοτικότερο να τοποθετούνται περιορισμοί στη πολιτική παραγωγής/ επένδυσης τοποθετώντας όρους που αφορούν τα μερίσματα και τη χρηματοδότηση με τέτοιο τρόπο ώστε να εξασφαλίζει ότι οι μέτοχοι θα ενεργήσουν με τέτοιο τρόπο ώστε να μεγιστοποιήσουν την αξία της επιχείρησης. Οι Anderson, Duru & Reeb (2009), συνδυάζοντας τόσο το ζήτημα της

οικογενειακής ιδιοκτησίας όσο και το φαινόμενο της οικογενειακής αδιαφάνειας, υποστήριξαν ότι οι πληροφορίες που σχετίζονται με τις επιχειρηματικές δραστηριότητες της οντότητας μπορούν να διαφέρουν ουσιωδώς με την παρουσία του ιδρυτή ή του κληρονόμου του, επηρεάζοντας τους κινδύνους που βαραίνουν τους μικρομετόχους της οντότητας. Κατά την εμπειρική έρευνα ορίστηκαν δύο υποθέσεις σχετικά με τους μετόχους που ασκούν έλεγχο και την εταιρική αδιαφάνεια, δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στο ρόλο παρακολούθησης που κατέχουν και τη δυνατότητα να εκμεταλλευτούν την αδιαφάνεια των πληροφοριών για να αποκτήσουν ιδιωτικά οφέλη από τον έλεγχο. Η εμπειρική έρευνα έδειξε ότι σε μεγάλες, εισηγμένες εταιρίες οι οποίες παρακολουθούνται στενά τόσο από τους ιδρυτές όσο και από τους κληρονόμους τους είναι σημαντικά πιο αδιαφανείς από τις ευρέως διακρατούμενες επιχειρήσεις. Επίσης αποδείχθηκε ότι στις πρώτες επιχειρήσεις εμφανίζεται μία αρνητική απόδοση σε όλες εκτός από εκείνες οι οποίες χαρακτηρίζονται από διαφάνεια. Επιπροσθέτως, οι έρευνες έδειξαν ότι η απόκλιση ανάμεσα στην ιδιοκτησία και τον έλεγχο είναι ουσιωδώς λιγότερο σημαντική από την εταιρική αδιαφάνεια στο να εξηγήσει το αντίκτυπο που έχει στην απόδοση η παρουσία του ιδρυτή ή του κληρονόμου του. Τέλος χώρισαν την έννοια της εταιρικής αδιαφάνειας σε δύο συστατικά: τις γνωστοποιήσεις και τον έλεγχο της αγοράς και απέδειξαν ότι το συστατικό της ποιότητας των γνωστοποιήσεων είναι εμφανώς περισσότερο σημαντικό για τους επενδυτές. Ωστόσο ανεξάρτητα από το λόγο για τον οποίο οι ιδρυτές δημιουργούν ή και παραμένουν στην οντότητα, η ανάλυση έδειξε ότι οι ιδρυτές και οι διάδοχοί τους εκμεταλλεύονται την αδιαφάνεια με στόχο να αποκομίσουν ιδιωτικά οφέλη στα οποία δεν έχουν πρόσβαση οι υπόλοιποι μέτοχοι.

Μια εξίσου σημαντική παράμετρος του κόστους δανεισμού αποτελεί η ικανότητα της διοίκησης και η ποιότητα της διακυβέρνησης, υπό την έννοια η αποτελεσματική οργανωτική δομή της οντότητας, προάγει την αποδοτικότητα της επιχείρησης, άρα διασφαλίζει την κερδοφορία της. Επίσης, σημαντικό ρόλο παίζει ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, ο οποίος θεωρείται ότι ενισχύει την διαφάνεια των πληροφοριών και την εποπτεία που ασκείται στη Διοίκηση. Ως εκ τούτου η τράπεζα που εξετάζει το αίτημα δανείου αντιμετωπίζει μικρότερο, δυνητικά, κίνδυνο, άρα το κόστος δανεισμού είναι μειωμένο, λόγω του μειωμένου ασφάλιστρου κινδύνου (Hitchner, 2017).

Οι Murphy και McIntyre (2007) διερεύνησαν τη πηγή προέλευσης της αποδοτικότητας της επιχείρησης και συμπέραναν πως, προσδιορίζεται τόσο από τα χαρακτηριστικά γνωρίσματα του Διοικητικού Συμβουλίου, όσο και από τη λειτουργικότητά του. Όσον αφορά τα χαρακτηριστικά, στην έρευνα καταδεικνύεται ότι όσο μικρότερος ο συγκεντρωτισμός του Διοικητικού Συμβουλίου, τόσο μεγαλύτερη είναι και η αποτελεσματικότητά του. Ωστόσο, στην ίδια μελέτη σημειώνεται ότι ένα μικρότερο –άρα πιο συγκεντρωτικό- Διοικητικό Συμβούλιο μπορεί να είναι περισσότερο λειτουργικό. Ως εκ τούτου, καταγράφεται μια αντιθετική λειτουργία μεταξύ των δύο αυτών χαρακτηριστικών γνωρισμάτων, αφού μια οικογενειακή επιχείρηση τείνει να είναι περισσότερο συγκεντρωτική –γεγονός που μειώνει την αποτελεσματικότητα-, ωστόσο ένα μικρό Διοικητικό Συμβούλιο είναι περισσότερο λειτουργικό. Τίθεται, λοιπόν, το ζήτημα εάν υπερισχύει η λειτουργικότητα έναντι του συγκεντρωτισμού ως προς την αποτελεσματικότητα του Διοικητικού Συμβουλίου, άρα ως προς την ικανότητα της επιχείρησης να αντλήσει δανεισμό με σχετικά μικρό κόστος.

Στη προσπάθεια να προσδιοριστεί ποιος είναι ο καταλληλότερος αριθμός μελών ενός Διοικητικού Συμβουλίου, οι Lipton και Lorsch (1992), υποστηρίζουν ότι ένα αποτελεσματικό Διοικητικό Συμβούλιο αποτελείται από 8 με 9 άτομα, ενώ ο Jensen (1993) θεωρεί ότι με περισσότερα από 9 μέλη μειώνεται σημαντικά η αποτελεσματικότητα. Ως εκ τούτου, έχει αποδειχθεί ότι κατά κύριο λόγο, στις οικογενειακές επιχειρήσεις ο αριθμός των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου είναι μικρός (Haalien & Huse, 2005), συγκρινόμενος με εκείνο των μη οικογενειακών επιχειρήσεων.

Στη μελέτη του Yermack (1996) σε 450 εταιρίες των ΗΠΑ καταγράφηκε αρνητική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του Διοικητικού Συμβουλίου και των εταιρικών επιδόσεων. Αντίθετα, στη μελέτη των Bennedsen, Kongsted και Nielsen (2008), στην οποία εξετάστηκαν πάνω από 6.500 εταιρίες στη Δανία με Διοικητικό Συμβούλιο με έξι μέλη και άνω, δεν βρέθηκε θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων. Στη μελέτη των Ammari, Kadria και Ellouze (2014) σε Γαλλικές εταιρίες εισηγμένες στο χρηματιστήριο βρέθηκε στατιστικά σημαντική αρνητική συσχέτιση μεταξύ μεγέθους και αποδοτικότητας ενώ, στη μελέτη των Zakaria, Purhanudin και Palanimally (2014) καταγράφηκε ότι το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου έχει θετική

επίδραση στις οικονομικές επιδόσεις των εταιριών. Από τις παραπάνω μελέτες διαπιστώνεται μεγάλη ανομοιογένεια και συμπεραίνεται ότι η συσχέτιση ανάμεσα στο μέγεθος και την αποδοτικότητα ενός Διοικητικού Συμβουλίου δε μπορεί να προσδιοριστεί εάν δε ληφθούν υπόψη και τα υπόλοιπα χαρακτηριστικά της επιχείρησης και του νομικού καθεστώτος στο οποίο λειτουργούν.

Επιμέρους στοιχείο της αποτελεσματικότητας του Διοικητικού Συμβουλίου και κατ' επέκταση της διαμόρφωσης του κόστους δανεισμού, αποτελεί η σύνθεσή του, δηλαδή ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών, σε τι ποσοστό ανέρχονται και ποιες είναι οι αρμοδιότητές τους. Σύμφωνα με τους Dalton & Dalton (2005), και Klein (1998), η ύπαρξη ανεξάρτητων μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο αποτελεί ένδειξη του βαθμού ποιότητας της εταιρικής διακυβέρνησης, διότι τα ανεξάρτητα μέλη θα είναι αυτά που θα στοιχειοθετήσουν τον προϋπολογισμό, θα πραγματοποιήσουν συσκέψεις με τα διευθυντικά στελέχη των τμημάτων της επιχείρησης χωρίς να παρίστανται ο Διευθύνων Σύμβουλος και τα λοιπά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, θα επικοινωνούν με τους εσωτερικούς και εξωτερικούς ελεγκτές της οντότητας και θα ελέγχουν για την αποφυγή περιστατικών συγκρούσεως συμφερόντων.

Συνεπώς με τα παραπάνω ευρήματα είναι η έρευνα των Dehaene, De Vuyst και Ooghe (2001), στην οποία καταγράφεται ότι η παρουσία ανεξάρτητων μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο έχει θετική συσχέτιση με βελτίωση των μεγεθών που σχετίζονται με τη χρηματοοικονομική επίδοση των εταιριών. Με παρόμοιο ερευνητικό ενδιαφέρον, μελετάται η επίδραση των ανεξάρτητων μελών στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων μέσα από στις μελέτες των Krivogorsky (2006) όπου εξετάζονται εταιρίες της Ευρώπης, των McIntyre, Murphy και Mitchell (2007), όπου εξετάζονται εταιρίες του Καναδά και των Reddy, Locke και Scrimgeour (2010) για εταιρίες της Νέας Ζηλανδίας. Ωστόσο, οι Baysinger και Butler (1985) και Bhagat και Black (1999, 2001) δεν βρίσκουν συσχέτιση στην παρουσία ανεξάρτητων μελών και στις εταιρικές επιδόσεις, ενώ οι Demsetz και Villalonga (2001) δεν βρίσκουν συσχέτιση μεταξύ της ιδιοκτησιακής δομής και των επιδόσεων των εταιριών.

Σύμφωνα με την μελέτη των Modigliani & Miller (1958), κεφαλαιακή διάρθρωση είναι ασύνδετη με την αξία της επιχείρησης και η αξία της επιχείρησης δεν επηρεάζεται από το βαθμό της χρήσης δανειακών κεφαλαίων. Ωστόσο, ο τραπεζικός δανεισμός αποτελεί, για τους μετόχους, ένα εργαλείο ελέγχου της διοίκησης, υπό την έννοια ότι η τράπεζα που εξετάζει το αίτημα για ένα νέο δάνειο ή

για επέκταση του δανεισμού της επιχείρησης ασκεί λεπτομερή έλεγχο στα οικονομικά της στοιχεία, ενώ ακόμη και μετά τη χορήγηση του δανείου εξετάζει λεπτομερώς την εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών της επιχείρησης και ζητά πληροφόρηση για το επιχειρηματικό της σχέδιο, την πορεία υλοποίησης των επενδυτικών της προγραμμάτων, κ.ο.κ. Ως εκ τούτου, οι διευθύνοντες, γνωρίζοντας ότι θα τους ασκηθεί εξωτερικός έλεγχος και μάλιστα από φορέα που δεν μπορούν να επηρεάσουν, θα λάβουν αποφάσεις οι οποίες είναι προς το συμφέρον της επιχείρησης, άρα προς το συμφέρον των μετόχων. Υπό αυτό το πρίσμα, το να υπάρχουν ανεξάρτητα μέλη στο διοικητικό συμβούλιο μειώνει την ασύμμετρη πληροφόρηση, αφού τα εν λόγω μέλη θα ενημερωθούν για τα πορίσματα της τράπεζας αναφορικά με την εξέλιξη των εταιρικών μεγεθών, άρα θα ασκήσουν έντονο έλεγχο στην διοίκηση εάν τα πορίσματα δεν συνάδουν με τα αναμενόμενα. Ταυτόχρονα, η παρουσία ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο λειτουργεί ως δικλείδα ασφαλείας και για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, αφού ισχυροποιείται η εταιρική διακυβέρνηση της δανειζόμενης επιχείρησης.

Ένας ακόμα παράγοντας ο οποίος μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως μέτρο της εταιρικής αδιαφάνειας είναι το μέγεθος, η φήμη και το επίπεδο διασφάλισης το οποίο παρέχει ο εξωτερικός ελεγκτής της οντότητας, σχετικά με την εύλογη παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων που δημοσιεύονται από αυτήν. Το συγκεκριμένο ερευνητικό ερώτημα αποτέλεσε αντικείμενο έρευνας των Rodriguez, Alegria και Torres (2008), οι οποίοι διερεύνησαν εάν οι τράπεζες λαμβάνουν υπόψη τους τη γνώμη και τη φήμη του εξωτερικού ελεγκτή, για το προσδιορισμό του κόστους δανεισμού. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι, από τη μία μεριά, το χαμηλό επίπεδο προστασίας των επενδυτών για τις ιδιωτικές επιχειρήσεις καθώς και το χαμηλό επίπεδο ανεξαρτησίας των ελεγκτών, μπορεί να δώσει κίνητρο στους μετόχους, να μειώσουν το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης, χρησιμοποιώντας μηχανισμούς, διαφορετικούς από τις εκθέσεις των ελεγκτών, όπως εσωτερική πληροφόρηση. Σε αυτές τις περιπτώσεις, ο εξωτερικός ελεγκτής, (τόσο η γνώμη όσο και η επιλογή του), δε θα προσδίδουν καμία αξία για τους μετόχους των ιδιωτικών επιχειρήσεων. Αντιθέτως, η έλλειψη χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και εναλλακτικών μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης, αυξάνει την αξία της έκθεσης των ελεγκτών για τις ιδιωτικές επιχειρήσεις. Τα αποτελέσματα επίσης δείχνουν, ότι οι επιχειρήσεις οι οποίες ελέγχονται από υψηλής ποιότητας ελεγκτική εταιρία, επιβαρύνονται με

χαμηλότερο κόστος δανεισμού, επιβεβαιώνοντας ότι ο έλεγχος των οικονομικών καταστάσεων από μία μεγάλη ελεγκτική εταιρία, εξασφαλίζει υψηλότερο επίπεδο εταιρικής αδιαφάνειας και κατ' επέκταση περιορίζει την αβεβαιότητα των πιστωτών, για τη δυνατότητα αποπληρωμής των πιστούχων. Για αυτό το λόγο, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι δανειστές λαμβάνουν υπόψη τη ποιότητα του ελεγκτή, χωρίς να επηρεάζονται από το είδος γνώμης το οποίο εκφράζει επί των οικονομικών καταστάσεων.

Προηγούμενες έρευνες έδειξαν ότι, η επιλογή της Ελεγκτικής Εταιρίας, μπορεί να περιορίσει συμπεριφορές χειραγώγησης κερδών (Becher, Defond, Jiambalvo και Subrahmanyam (1998)), καθώς και να επιφέρει θετικές αντιδράσεις στην αγορά, όπως επίσης και να μειώσει το κόστος δανεισμού (Pittman & Fortin 2004). Οι τελευταίοι εξέτασαν την επίδραση του ελέγχου νεοσύστατων επιχειρήσεων από μεγάλες ελεγκτικές εταιρίες, στο κόστος δανεισμού με το οποίο επιβαρύνεται η οντότητα. Η ιδιαιτερότητα των πρώτων ετών διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο, είναι ότι πρέπει να βασιστούν στην άντληση χρηματοδότησης από εξωτερικές πηγές, παρά το γεγονός ότι καλούνται να αντιμετωπίσουν σοβαρά προβλήματα πληροφόρησης. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι η επιλογή μίας μεγάλης ελεγκτικής εταιρίας (Big 6), μπορεί να επιφέρει μείωση στο κόστος παρακολούθησης που σχετίζονται με το δανεισμό, ενισχύοντας τη φερεγγυότητα των οικονομικών καταστάσεων και δίνοντας τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις να μειώσουν το κόστος δανεισμού.

Παρατεταμένη έρευνα στο παραπάνω ερευνητικό ερώτημα, δείχνει ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση ανάμεσα στους δανειστές και τους δανειζόμενους μειώνεται καθώς η επιχείρηση μετράει περισσότερα χρόνια στο κλάδο. Συμπερασματικά, προτείνουν ότι η οικονομική αξία της φήμης του εξωτερικού ελεγκτή, μειώνεται καθώς η σχέση των δανειστών με τη δανειζόμενη οντότητα αποκτά μακροχρόνιο χαρακτήρα, και εξαρτάται στη φήμη της επιχείρησης, για τη κοστολόγηση της ασύμμετρης πληροφόρησης.

2.3 Ανάπτυξη Υπόθεσης

Εταιρική αδιαφάνεια και το αντίκτυπο της οικογένειας που ασκεί τον έλεγχο στο κόστος δανεισμού της οντότητας.

Η οικονομική θεωρία δείχνει ότι η αδιαφάνεια των πληροφοριών που δημοσιεύονται από μία οντότητα μπορεί να επηρεάσει τον αντίκτυπο του ελέγχου μιας οικογένειας, στο κόστος δανεισμού της οντότητας. Όπως έχει αποδειχθεί από τη βιβλιογραφία, οι λογιστικές και χρηματοοικονομικές πληροφορίες μπορούν να χρησιμοποιηθούν ώστε να περιοριστεί το κόστος αντιπροσώπευσης και η σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα στους μετόχους, τη Διοίκηση και τους Πιστωτές. Σχετικά με τη μορφή της εξωτερική χρηματοδότησης, η βιβλιογραφία έχει αποδείξει ότι οι εταιρικές πληροφορίες παίζουν ζωτικής σημασίας ρόλο στο περιορισμό της σύγκρουσης συμφερόντων ανάμεσα στα αντισυμβαλλόμενα μέρη με δύο τρόπους.

Αρχικά, η εταιρική αδιαφάνεια παίζει σαφή και αδιαμφισβήτητο ρόλο στη διαπραγμάτευση και το καθορισμό των όρων δανεισμού. Συχνά οι πιστωτές απαιτούν να συμπεριληφθούν στις συμβάσεις δανεισμού όροι και προϋποθέσεις οι οποίοι είναι αποκλειστικά βασισμένοι στις λογιστικές και χρηματοοικονομικές πληροφορίες που δημοσιεύονται από την οντότητα. Η διαφάνεια εταιρικών πληροφοριών, όχι μόνο μπορεί να επιτρέψει στους πιστωτές να αξιολογήσουν την ικανότητα της επιχείρησης να αποπληρώσει το χρέος της, αλλά δίνει και τη δυνατότητα στο Δανειστή και τη Δανειζόμενη οντότητα να σχεδιάζουν όρους δανεισμού οι οποίοι να μειώσουν τη πιθανότητα σύγκρουσης συμφερόντων ανάμεσα στα αντισυμβαλλόμενα μέρη. Με άλλα λόγια, οι αποτελεσματικότεροι όροι δανεισμού είναι πιθανοί όταν οι δανειζόμενες οντότητες είναι περισσότερο αφοσιωμένες σε ένα περιβάλλον διαφάνειας πληροφοριών, και η διαφάνεια των πληροφοριών μειώνει την ανάγκη των δανειστών για παρακολούθηση καθώς επίσης και το εύρος των μηχανισμών δέσμευσης, το οποίο με τη σειρά του μειώνει το κόστος δανεισμού.

Λαμβάνοντας υπόψη το κόστος δανεισμού για το δείγμα των ελληνικών οικογενειακών επιχειρήσεων, δεύτερος πολύ σημαντικός ρόλος της εταιρικής αδιαφάνειας έγκειται στους ανεπίσημους όρους δανεισμού, και ειδικότερα της φήμης των οικογενειών που ασκούν τον έλεγχο καθώς και τη σχέση ανάμεσα στους πιστωτές και τη δανειζόμενη οντότητα. Παρά το γεγονός ότι οι όροι του δανεισμού είναι επίσημοι και σαφείς, υπάρχουν και κάποιοι λιγότερο επίσημοι όροι, όπως

προαναφέρθηκε, οι οποίοι είναι η φήμη της οντότητας και οι μακροχρόνιες σχέσεις της οντότητας με τους δανειστές, τα οποία παίζουν έναν εξίσου σημαντικό ρόλο. Ο παραπάνω παράγοντας είναι πολύ καθοριστικός σε περιβάλλοντα τα οποία χαρακτηρίζονται από ασθενές νομικό πλαίσιο προστασίας επενδυτών, το οποίο αντιπροσωπεύει και τα ελληνικά δεδομένα. Σε αυτές τις περιπτώσεις, οι πιστωτές βασίζονται περισσότερο στην αδιαφάνεια των πληροφοριών των οντοτήτων παρά στο θεσμικό περιβάλλον προστασίας των δικαιωμάτων τους.

Λαμβάνοντας υπόψη τη παραπάνω ανάλυση, συμπεραίνουμε ότι η εταιρική αδιαφάνεια αυξάνει όχι μόνο το κόστος δανεισμού των επίσημων όρων συμβολαίων αλλά και των ανεπίσημων. Το γεγονός αυτό υποδηλώνει ότι η εταιρική αδιαφάνεια των πληροφοριών επηρεάζει το αντίκτυπο των οικογενειών που ασκούν τον έλεγχο στο κόστος δανεισμού. Συνεπώς τοποθετείται η παρακάτω υπόθεση ως εξής:

H1: Ο αντίκτυπος του φαινομένου της οικογενειακής ιδιοκτησίας μειώνεται, όσο η εταιρική αδιαφάνεια αυξάνεται.

Κεφάλαιο 3: Παρουσίαση Μεθοδολογίας

3.1 Δείγμα και δεδομένα

Το αρχικό δείγμα των εταιριών που επιλέχθηκαν για τις ανάγκες της εμπειρικής ανασκόπησης αφορούσε τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών επιχειρήσεις. Κατά το πρώτο περιορισμό, αποκλείστηκαν οι επιχειρήσεις οι οποίες δραστηριοποιούνται στους κλάδους των τραπεζών, ασφαλίσεων, ακίνητης περιουσίας καθώς και επιχειρήσεις οι οποίες δεν έχουν ταξινομηθεί σε κάποια κατηγορία. Βασικό κριτήριο για τον αποκλεισμό των παραπάνω κλάδων είναι η διαφοροποίηση του εμφανίζουν ως προς το ρυθμιστικό καθεστώς και τη δομή, τα οποία δεν τις καθιστούν άμεσα συγκρίσιμες με τις λοιπές επιχειρήσεις. Στη συνέχεια αποκλείστηκαν οι επιχειρήσεις οι οποίες διένυαν το πρώτο έτος διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αθηνών, λόγω έλλειψης δεδομένων καθώς επίσης και λόγω του σταδίου προσαρμογής που κρίνεται αναπόφευκτο, καθώς επίσης και εκείνες οι οποίες έπαψαν να διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο, εντός του διαστήματος της εξεταζόμενης περιόδου. Ακόμη για την επίτευξη των στόχων της έρευνας εξαιρέθηκαν και οντότητες των οποίων μεγάλο ποσοστό διακρατάται από το Ελληνικό Δημόσιο και τέλος, αποκλείστηκαν από το δείγμα εισηγμένες επιχειρήσεις για τις οποίες δεν υπήρχαν δεδομένα για όλα τα έτη της εξεταζόμενης περιόδου, στη προσπάθεια δημιουργίας ενός ισορροπημένου συνόλου δεδομένων. Έπειτα από τα παραπάνω στάδια, συγκεντρώθηκε το δείγμα το οποίο αποτελείται από 130 επιχειρήσεις.

Η εξεταζόμενη περίοδος που επιλέχθηκε για τους σκοπούς της παρούσας διπλωματικής είναι από τα 2009 έως το 2016, με βασικό κριτήριο την ύπαρξη της απαραίτητης ομοιογένειας τόσο ως προς το Λογιστικά Πρότυπα που εφαρμόζονται όσο και τα την οικονομική κατάσταση η οποία επηρεάζει σημαντικά τα μεγέθη της οντότητας. Βασικό χαρακτηριστικό της εξεταζόμενης περιόδου είναι η Χρηματοπιστωτική Κρίση η οποία επηρέασε σημαντικά τα επιτόκια δανεισμού και τη ρευστότητα της αγοράς.

Για τη συγκέντρωση των ποσοτικών δεδομένων χρησιμοποιήθηκε ως βάση δεδομένων η DataStream της Thomson Reuters ενώ για τα ποιοτικά δεδομένα χρησιμοποιήθηκε κατά κύριο λόγο η ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και δευτερευόντως η ιστοσελίδα της Ναφτεμπορικής και η βάση δεδομένων EICON.

Οι παραπάνω βάσεις δεδομένων είναι άκρως διαδεδομένες στα πεδία των ερευνών και αποτελούν αξιόπιστη πηγή. Τέλος για την επεξεργασία των δεδομένων χρησιμοποιήθηκε το οικονομετρικό πρόγραμμα Stata.

Με βάση τα παραπάνω, συγκροτήθηκε το δείγμα της έρευνας το οποίο διαμορφώθηκε σε 130 ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις κατανεμημένες σε 21 κλάδους, και 1040 ετήσιες παρατηρήσεις, με εξεταζόμενη περίοδο τα έτη που μεσολαβούν από το 2009 έως το 2016.

3.2 Μεθοδολογία

Στη τρέχουσα υποενοότητα της εργασίας θα αναλυθούν οι μεταβλητές οι οποίες συμπεριλαμβάνονται στο οικονομετρικό μοντέλο και ο τρόπος υπολογισμού αυτών χρησιμοποιώντας ως βάση το μοντέλο των Ma, Ma & Tian (2015).

Κόστος Δανεισμού (Cost of debt)

Ως εξαρτημένη μεταβλητή του οικονομετρικού μοντέλου ορίστηκε το κόστος δανεισμού με το οποίο επιβαρύνεται η επιχείρηση, για τον υπολογισμό του οποίου χρησιμοποιήθηκε το μοντέλο των Kim, Simunic, Stein και Yi (2011), Pittman και Fortin (2004) και Sanchez –Ballesta και Garcia-Meca (2011). Συγκεκριμένα, ως κόστος δανεισμού ορίζεται ως ο λόγος των εξόδων από τόκους που προκύπτει από τη Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως της οντότητας, διαιρεμένων με το μέσο όρο του βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου δανεισμού κατά τη διάρκεια της οικονομικής χρήσης, καταλήγοντας με αυτό το τρόπο στον υπολογισμό ενός μέσου επιτοκίου με το οποίο επιβαρύνεται η οντότητα.

Οικογενειακή Επιχείρηση (Family Dummy)

Για το προσδιορισμό της ύπαρξης οικογενειακής επιχείρησης δημιουργήθηκε η ψευδομεταβλητή «Family Ownership», η οποία λαμβάνει τη τιμή ένα όταν η επιχείρηση χαρακτηρίζεται ως οικογενειακή και μηδέν διαφορετικά. Για το καθορισμό των κριτηρίων για την ύπαρξη οικογενειακής ή όχι επιχείρησης, χρησιμοποιήθηκε η μεθοδολογία που ακολουθείται στη διεθνή βιβλιογραφία προσαρμοσμένη στα ελληνικά δεδομένα τα οποία χαρακτηρίζονται από μικρού μεγέθους οντότητες, μικρή αγορά καθώς και υψηλά επίπεδα διαδοχής. Για τους παραπάνω λόγους ορίστηκε ως ελάχιστο επίπεδο οικογενειακής ιδιοκτησίας το 30%

πάνω από το οποίο θα θεωρείται μία επιχείρηση ως οικογενειακή. Συγκεκριμένα, για τον υπολογισμό του ποσοστού, αναζητήθηκε η μετοχική σύνθεση κάθε επιχείρησης για τη χρονική περίοδο 2009 έως 2016, και αθροίστηκαν τα ποσοστά ιδιοκτησίας που ανήκουν στα μέλη της οικογένειας με την εντονότερη παρουσία, ανά οικονομική χρήση. Στις περιπτώσεις που εμφανίζεται έμμεση κατοχή της οικογένειας, έγινε ο πολλαπλασιασμός του ποσοστού ιδιοκτησίας της οικογένειας στη δεύτερη επιχείρηση και στη συνέχεια, στο παραπάνω ποσοστό προστέθηκε το ποσοστό κατοχής της οικογένειας. Ως εναλλακτικός τρόπος, υπολογίστηκε η αναλογία των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου τα οποία προέρχονται από την οικογένεια σε σχέση με το σύνολο και τα αποτελέσματα δε παρουσίασαν αποκλίσεις από τη πρώτη μέθοδο.

Δείκτης Εταιρικής Αδιαφάνειας (Corporate Opacity Index)

Για τη σύνθεση του δείκτη εταιρικής αδιαφάνειας χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος του Anderson (2009), ο οποίος προτείνει τη δημιουργία του δείκτη από τέσσερα επιμέρους συστατικά, τα οποία θεωρούνται ως ενδείξεις της αδιαφάνειας των πληροφοριών που δημοσιεύονται από τις επιχειρήσεις. Τα συστατικά αυτά είναι η αναλογία των ημερών με μηδενική απόδοση (zero return trading days), η τυπική απόκλιση των ημερήσιων αποδόσεων (volatility), ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών (trading volume), και ο δεκαδικός λογάριθμος των αναλυτών που ακολουθούν την επιχείρηση (analyst coverage) με τη πλειοψηφία αυτών να είναι προσανατολισμένες στις συναλλαγές που πραγματοποιούνται στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Λόγω περιορισμού που αντιμετωπίστηκε κατά τη συλλογή δεδομένων, το τέταρτο συστατικό που σχετίζεται με τον αριθμό των αναλυτών που ακολουθούν την επιχείρηση, δεν εντάχθηκε στη σύνθεση του δείκτη της παρούσας εργασίας για αυτό το λόγο δε θα αναλυθεί περαιτέρω.

Η βασική ιδέα για το παραπάνω δείκτη είναι πως υπάρχει μία θετική συσχέτιση ανάμεσα στον όγκο συναλλαγών και τη διαφάνεια των πληροφοριών που δημοσιεύει η οντότητα προς τους ενδιαφερόμενους. Πιο συγκεκριμένα τα επιμέρους συστατικά υπολογίστηκαν όπως περιγράφεται παρακάτω:

1. Zero Return Trading Days: Για την αναλογία των ημερών με μηδενική ημερήσια απόδοση μετοχών αρχικά λήφθηκαν οι ιστορικές τιμές των μετοχών για την εξεταζόμενη περίοδο, με βάση τις οποίες, υπολογίστηκε η ημερήσια απόδοση των τιμών των μετοχών. Στη συνέχεια απομονώθηκε ο αριθμός των ημερών στις οποίες η

απόδοση της μετοχής ήταν μηδενική. Τέλος, ο αριθμός των ημερών με μηδενική απόδοση, διαιρέθηκε με το σύνολο των ημερών που διαπραγματεύτηκε η μετοχή στο Χρηματιστήριο, για να υπολογιστεί ο σχετικός δείκτης. Από τους Lesmond, Odgen και Trzcinka (1999), υποστηρίζεται ότι η επίπτωση της μηδενικής ημερήσιας απόδοσης είναι ένα μέτρο ρευστότητας το οποίο καταγράφει και αποτυπώνει τη σχετική αξία των σημάτων πληροφόρησης στο κόστος συναλλαγών. Αποδεικνύεται επίσης ότι υπάρχει έντονη συσχέτιση του συγκεκριμένου δείκτη με το περιθώριο δανεισμού (bid – ask spread) το οποίο είναι διαδεδομένος δείκτης για τη μέτρηση της ασύμμετρης πληροφόρησης.

2. Volatility: Για τη μέτρηση του δείκτη της ρευστότητας, αρχικά υπολογίζονται οι ημερήσιες αποδόσεις των μετοχών κατά τη διάρκεια της χρήσης ομοίως με το παραπάνω δείκτη. Στη συνέχεια, υπολογίζεται η τυπική απόκλιση αυτών. Όσον αφορά την ερμηνεία του παραπάνω συστατικού, οι Lang and Lundholm (1993) υποστηρίζουν πως το επίπεδο του δείκτη ρευστότητας των μετοχών παρουσιάζει αρνητική συσχέτιση με την ασύμμετρη πληροφόρηση ανάμεσα στην οντότητα και τους επενδυτές.
3. Για το τελευταίο συστατικό του δείκτη υπολογίστηκε ο μέσος ημερήσιος όγκος των μετοχών που συναλλάχθηκαν και στη συνέχεια διαιρείται με τον αριθμό των μετοχών που βρίσκονται σε κυκλοφορία κατά τη διάρκεια της χρήσης. Ο δείκτης του μέσου ημερήσιου όγκου συναλλαγών παρουσιάζει αρνητική συσχέτιση με την αδιαφάνεια πληροφοριών που δημοσιεύονται από την οντότητα. (Leuz & Verrecchia 2000).

Αφού υπολογίστηκαν οι παραπάνω δείκτες, έχουμε συγκεντρώσει ένα σύνολο δεδομένων όπου για κάθε επιχείρηση, έχουν υπολογιστεί τα τρία επιμέρους συστατικά, τα οποία προορίζονται για τη σύνθεση του δείκτη της εταιρικής αδιαφάνειας. Στη συνέχεια βαθμολογήθηκαν οι επιχειρήσεις με κλίμακα από το μηδέν έως το εννέα με τη τιμή εννέα να είναι ένδειξη για το υψηλότερο επίπεδο εταιρικής αδιαφάνειας. Σε επίπεδο συστατικών, για την αναλογία των ημερών που η απόδοση της μετοχής είναι μηδενική, εταιρίες οι οποίες εμφάνιζαν μεγαλύτερη αναλογία βαθμολογήθηκαν με τη μέγιστη δυνατή τιμή, ενώ αντίστοιχα και οι εταιρίες με τη μικρότερη τυπική απόκλιση των ημερήσιων αποδόσεων καθώς και μικρότερο μέσο ημερήσιο όγκο συναλλαγών να θεωρούνται αδιαφανείς. Με αυτό τον τρόπο

δημιουργήθηκε ένα νέο σύνολο δεδομένων με τιμές από μηδέν έως εννέα. Αφού ολοκληρώθηκε αυτή η διαδικασία αθροίστηκαν τα επιμέρους συστατικά για κάθε οντότητα ανά οικονομική χρήση και το άθροισμα αυτό διαιρέθηκε και τη τιμή 30. Με αυτό τον τρόπο συντέθηκε ο δείκτης εταιρικής αδιαφάνειας ο οποίος λαμβάνει τις τιμές από μηδέν έως 0,9 με τη τελευταία τιμή να χαρακτηρίζει τις περισσότερο αδιαφανείς οντότητες.

Control Variables

Κατά τη σύνθεση του μοντέλου, για τη μελέτη της σχέσης του κόστους δανεισμού και της εταιρικής αδιαφάνειας χρησιμοποιήθηκαν και κάποιες μεταβλητές οι οποίες θεωρούνται σημαντικές για τη χαρτογράφηση των χαρακτηριστικών της οντότητας και μπορεί να επηρεάζουν το κόστος δανεισμού. Αναλυτικότερα συμπεριλήφθηκε ένα σύνολο μεταβλητών το οποίο αποτελείται από:

- ❖ Firm Size: Το μέγεθος της οντότητας ορίζεται ως ο δεκαδικός λογάριθμος του συνόλου του Ενεργητικού.
- ❖ Property Plant and Equipment (PPE): Υπολογίζεται ως το καθαρό κονδύλι των περιουσιακών στοιχείων, εγκαταστάσεων και εξοπλισμού από τον ισολογισμό της οντότητας προς το σύνολο του ενεργητικού και δείχνει την αναλογία των στοιχείων του Ενεργητικού που αποτελούν μη Κυκλοφορούντα Ενσώματα πάγια.
- ❖ Debt Ratio: Αποτελεί το δείκτη δανεισμού της οντότητας και ο οποίος ορίζεται ως το άθροισμα το μακροπρόθεσμου και βραχυπρόθεσμου δανεισμού διαιρούμενο με το σύνολο του Ενεργητικού.
- ❖ Current Ratio: Ορίζεται ως ο λόγος του κυκλοφορούντος ενεργητικού προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και αποτελεί ένα γενικό δείκτη ρευστότητας.
- ❖ Cash Flows: Υπολογίζεται ως ο λόγος των ταμειακών ροών που προκύπτουν από λειτουργική δραστηριότητα με το σύνολο ενεργητικού.
- ❖ ROA: Ο δείκτης αποδοτικότητας στοιχείων Ενεργητικού ο οποίος υπολογίζεται ως ο λόγος των κερδών προ τόκων και φόρων προς το σύνολο Ενεργητικού.
- ❖ Sales Growth: Ο ρυθμός μεταβολής των πωλήσεων ο οποίος υπολογίζεται ως ο λόγος της διαφοράς του κύκλου εργασιών της χρήσης με το κύκλο εργασιών της προηγούμενης χρήσης με το αντίστοιχο μέγεθος της χρήσης.

- ❖ Board Size: Η μεταβλητή του μεγέθους του Διοικητικού Συμβουλίου της οντότητας ισούται με το δεκαδικό λογάριθμο του αριθμού των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.
- ❖ Outside directors: Η μεταβλητή που αφορά τον αριθμό των ανεξάρτητων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, ισούται με το λόγο των ανεξάρτητων μελών προς το συνολικό αριθμό των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.
- ❖ Equity Dummy: Τέλος, ορίστηκε η ψευδομεταβλητή της αρνητικής καθαρής θέσης η οποία παίρνει τη τιμή ένα εάν η καθαρή θέση της οντότητας είναι αρνητική.
- ❖ Επίσης εντάχθηκαν στο οικονομετρικό μοντέλο και ένα σύνολο θεσμικών μεταβλητών το οποίο αποτελείται από δύο ψευδομεταβλητές. Συγκεκριμένα :
- ❖ Multiple Founder: Η ψευδομεταβλητή η οποία σχετίζεται με τον αριθμό των ιδρυτών της οντότητας, παίρνει τη τιμή ένα για τις περιπτώσεις που η οντότητα έχει περισσότερους από έναν ιδρυτές διαφορετικά λαμβάνει τη τιμή μηδέν.
- ❖ Personal Name : Η ψευδομεταβλητή η οποία σχετίζεται με το όνομα της οντότητας και λαμβάνει τη τιμή ένα εάν στο όνομα της εμφανίζεται οποιοδήποτε συστατικό του ονόματος του ιδρυτή της κατά την ημερομηνία άρχισε η διαπραγμάτευση της στο χρηματιστήριο.

3.3 Οικονομετρικά Υποδείγματα

1. Ο αντίκτυπος της οικογενειακής ιδιοκτησίας στο Κόστος Δανεισμού

Αρχικά εφαρμόστηκε ένα μοντέλο για τη διερεύνηση της σχέσης ανάμεσα στην οικογενειακή ιδιοκτησία και το Κόστος Δανεισμού. Για τη σχέση αυτή χρησιμοποιήθηκε το μοντέλο των Ma, Ma & Tian (2015) η έρευνα των οποίων περιορίζεται στην κινεζική αγορά. Για τη διερεύνηση της ύπαρξης και της κατεύθυνσης της σχέσης ανάμεσα στις μεταβλητές, το δείγμα διαιρέθηκε σε δύο επιμέρους δείγματα με κριτήριο την εταιρική αδιαφάνεια που χαρακτηρίζει την εκάστοτε εταιρία. Συνεπώς δημιουργήθηκαν δύο επιμέρους δείγματα ένα εκ των οποίων περιλαμβάνει τις εταιρίες οι οποίες χαρακτηρίζονται από χαμηλά επίπεδα εταιρικής αδιαφάνειας και συγκεκριμένα, η εταιρική αδιαφάνεια βρίσκεται κάτω από το μέσο όρο και ένα υπόδειγμα το οποίο περιλαμβάνει τις εταιρίες οι οποίες

χαρακτηρίζονται από υψηλά επίπεδα εταιρικής αδιαφάνειας. Τα αποτελέσματα είναι πιθανό να διαφέρουν λόγω της μεγάλης διαφοροποίησης των δομών της ελληνικής και της κινεζικής αγοράς καθώς και του θεσμικού πλαισίου. Για τον έλεγχο της παραπάνω υπόθεσης εκτιμήθηκε το παρακάτω πολυμεταβλητό μοντέλο παλινδρόμησης το οποίο κάνει τα αποτελέσματα των ερευνών άμεσα συγκρίσιμα :

$$\begin{aligned} \text{Cost of debt} = & a + \beta_1 \text{Family Ownership} + \sum \beta_j \text{Control Variable} \\ & + \sum \beta_t \text{Year Dummy} + \varepsilon \end{aligned}$$

Σε αυτό το μοντέλο, ο συντελεστής a αντιπροσωπεύει το κόστος δανεισμού με το οποίο επιβαρύνονται μη οικογενειακές επιχειρήσεις οι οποίες έχουν θετικό μετοχικό κεφάλαιο για το έτος 2016. Οι λοιποί συντελεστές οι οποίοι θα αναλυθούν περαιτέρω στο στάδιο διεξαγωγής συμπερασμάτων, συνθέτουν στις σχέσεις που αναπτύσσονται ανάμεσα στο κόστος δανεισμού και τις υπόλοιπες μεταβλητές, χρησιμοποιώντας ως βάση το σταθερό όρο του μοντέλου.

2. Ο αντίκτυπος της εταιρικής αδιαφάνειας στη σχέση ανάμεσα στον Έλεγχο των Οικογενειών και το κόστος Δανεισμού

Η σχετική βιβλιογραφία έχει δείξει ότι μέτοχοι οι οποίοι ασκούν τον έλεγχο σε μία οντότητα, έχουν τη τάση να δημοσιεύουν περισσότερο αδιαφανείς πληροφορίες προς τους λοιπούς επενδυτές (Anderson 2009, Fan & Wang 2002). Για τη διερεύνηση της ύπαρξης και της κατεύθυνσης της σχέσης ανάμεσα στις παραπάνω μεταβλητές, το δείγμα διαιρέθηκε σε δύο επιμέρους δείγματα σε σχέση με την εταιρική αδιαφάνεια που χαρακτηρίζει την εκάστοτε εταιρία. Συνεπώς, ομοίως με το προηγούμενο οικονομετρικό μοντέλο, δημιουργήθηκαν δύο υποδείγματα ένα εκ των οποίων περιλαμβάνει τις εταιρίες των οποίων η εταιρική αδιαφάνεια βρίσκεται πάνω από το μέσο όρο και ένα υπόδειγμα με τις εταιρίες των οποίων η εταιρική αδιαφάνεια βρίσκεται κάτω από το μέσο όρο. Με αυτό τον τρόπο θα διεξαχθούν πιο ακριβή και συγκεκριμένα συμπεράσματα. Το πολυμεταβλητό υπόδειγμα που χρησιμοποιήθηκε είχε ως βάση το υπόδειγμα των Ma, Ma & Tian (2015) και έχει ως εξής:

$$\begin{aligned}
\text{Cost of debt} = & a + \beta_1 \text{Family Ownership} + \beta_2 \text{Family Ownership} \\
& * \text{Opacity Index} + \beta_3 \text{Opacity Index} + \sum \beta_j \text{Control Variable} \\
& + \sum \beta_t \text{Year Dummy} + \beta_4 \text{Personal Name} + \beta_5 \text{Personal name} \\
& * \text{Corporate Opacity} + \beta_6 \text{Multiple Founder} \\
& + \beta_7 \text{Multiple Founder} * \text{Opacity Index} + \varepsilon
\end{aligned}$$

Στο παραπάνω μοντέλο, ο συντελεστής α αντιπροσωπεύει το κόστος δανεισμού με το οποίο επιβαρύνεται μία μη οικογενειακή επιχείρηση, της οποίας ο ιδρυτής είναι ένα φυσικό πρόσωπο και το όνομα του δε σχετίζεται με το όνομα της οντότητας για το έτος 2016. Ο συντελεστής β_1 δείχνει πως διαμορφώνεται το κόστος σε σχέση με το σταθερό όρο, για μία οικογενειακή οντότητα ενώ ο συντελεστής β_2 αντανάκλα το επαυξητικό κόστος δανεισμού το οποίο σχετίζεται με την αδιαφάνεια των πληροφοριών για μία οικογενειακή οντότητα. Οι δύο παραπάνω συντελεστές σχετίζονται με τον έλεγχο της υπόθεσης της έρευνας.

Κεφάλαιο 4: Παρουσίαση Ευρημάτων

4.1 Οικογενειακές Επιχειρήσεις

Κλάδος	Σύνολο	Οικογενειακές	Μη Οικογενειακές	Ποσοστό Οικογενειακών
Ποτά	1	1	0	100%
Χημικά	4	4	0	100%
Κατασκευές	17	5	12	41,67%
Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας	1	0	1	0%
Τηλεπικοινωνίες	1	0	1	0%
Τρόφιμα	14	12	2	85,71%
Βιομηχανία	6	5	1	83,33%
Εμπόριο	7	6	1	85,71%
Υγεία	4	3	1	75%
Οικιακά Αγαθά	9	6	3	66,67%
Κατασκευές	3	2	1	66,67%
Οικοδομικά Υλικά και Ορυχεία	9	6	3	66,67%
Αναψυχή	1	0	1	0%
Μέσα Ενημέρωσης	4	2	2	50%
Πετρέλαιο και αέριο	2	2	0	100%
Προσωπικά Αγαθά	13	10	3	76,92%
Φαρμακευτικά Προϊόντα	1	1	0	100%
Λογισμικό	10	7	3	70%
Υποστηρικτικές Υπηρεσίες	6	3	3	50%
Καπνός	1	1	0	100%
Ταξίδια	10	4	6	40%
<u>Σύνολο</u>	<u>130</u>	<u>83</u>	<u>47</u>	<u>63,85%</u>

Σημειώσεις Πίνακα: Ο πίνακας παρουσιάζει τις οικογενειακές επιχειρήσεις ανά κλάδο δραστηριοποίησης. Μία επιχείρηση ορίζεται ως οικογενειακή όταν το ποσοστό οικογενειακής ιδιοκτησίας ξεπερνά το 30%.

Έτος	Σύνολο	Οικογενειακές	Μη Οικογενειακές	Ποσοστό Οικογενειακών
2009	130	86	44	66,15%
2010	130	84	46	64,61%
2011	130	83	47	63,84%
2012	130	83	47	63,84%
2013	130	87	43	66,92%
2014	130	88	42	67,69%
2015	130	89	41	68,46%
2016	130	89	41	68,46%

Σημειώσεις Πίνακα: Ο πίνακας παρουσιάζει τις οικογενειακές επιχειρήσεις ανά χρονολογία. Μία επιχείρηση ορίζεται ως οικογενειακή όταν το ποσοστό οικογενειακής ιδιοκτησίας ξεπερνά το 30%.

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι στο δείγμα που έχει χρησιμοποιηθεί, κατά μέσο όρο, το 63,85% των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων χαρακτηρίζονται ως οικογενειακές επιχειρήσεις με ελάχιστο ποσοστό κατοχής από την οικογένεια να είναι το 30%. Για τον υπολογισμό του παραπάνω ποσοστού χρειάστηκε η παραδοχή ότι μία επιχείρηση η οποία είναι οικογενειακή για περισσότερα από 4 έτη θα θεωρηθεί οικογενειακή. Για αυτό το λόγο εμφανίζεται απόκλιση από το πρώτο στο δεύτερο πίνακα, ο οποίος εμφανίζει τις οικογενειακές επιχειρήσεις ανά έτος σε αντίθεση με το πρώτο ο οποίος τις κατηγοριοποιεί ανά κλάδο.

Όπως φαίνεται από το δεύτερο πίνακα, το ποσοστό των οικογενειακών επιχειρήσεων αυξήθηκε από 66,15% το 2009 σε 68,46% το 2016. Αυτό το γεγονός δημιουργεί ακόμα πιο επιτακτική ανάγκη για τη μελέτη της σχέσης που υπάρχει ανάμεσα στις οικογενειακές επιχειρήσεις και το αντίκτυπο αυτών στο κόστος δανεισμού. Από το πρώτο πίνακα δε μπορεί να διεξαχθεί ένας γενικός κανόνας για το ποιες επιχειρήσεις και σε ποιους κλάδους έχουν μεγαλύτερο ποσοστό οικογενειακών επιχειρήσεων. Από το δείγμα που έχει συγκεντρωθεί, το συμπέρασμα που μπορεί να διεξαχθεί είναι ότι οι πλειοψηφία των ελληνικών εισηγμένων εταιριών χαρακτηρίζονται όχι μόνο από υψηλά επίπεδα συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας αλλά πιο συγκεκριμένα, υψηλά επίπεδα οικογενειακής ιδιοκτησίας. Οι οικογενειακές επιχειρήσεις αποτελούν τη ραχοκοκαλιά όχι μόνο της ελληνικής αλλά και της παγκόσμιας οικονομίας και χαρακτηρίζεται ως το βασικό κύτταρο της οικονομίας σε όλο τον κόσμο.

4.2 Περιγραφικά Στατιστικά

<u>Μεταβλητές</u>	<u>Σύνολο</u>		<u>Οικογενειακές</u>		<u>Μη Οικογενειακές</u>		<u>T-test</u>
	<i>Μέσος</i>	<i>Τυπική Απόκλιση</i>	<i>Μέσος</i>	<i>Τυπική Απόκλιση</i>	<i>Μέσος</i>	<i>Τυπική Απόκλιση</i>	
Cost of Debt	0,1195	0,0379	0,1196	0,3784	0,1194	0,0382	-0,076
Corporate Opacity	0,4500	0,1990	0,4889	0,1777	0,3735	0,1904	9,6610
Firm Size	4,9940	0,5603	4,8779	0,4940	5,2224	0,6110	9,7811
PPE Ratio	0,3805	0,1846	0,3905	0,1746	0,3608	0,2016	-2,453
Debt Ratio	0,3759	0,1969	0,3770	0,2027	0,3737	0,1852	-0,249
Current Ratio	1,3588	0,6305	1,3794	0,6500	1,3175	0,5877	-1,487
Cash Flow	0,0338	0,0488	0,0348	0,4860	0,0318	0,4939	-0,953
ROA	0,0100	0,5070	0,0098	0,0507	0,0105	0,0491	0,1839
Sales Growth	-0,036	0,1520	-0,033	0,1483	-0,041	0,1593	-0,778
Board Size	0,8661	0,1030	0,8466	0,0969	0,9094	0,1040	8,8368
Outside Directors	0,5702	0,1197	0,5669	0,1154	0,5771	0,1276	1,3358
Negative Equity	0,0846	0,2784	0,0753	0,2689	0,0968	0,2961	1,0127
Multiple Founder	0,4538	0,4981	0,3570	0,4794	0,6438	0,4795	9,1221
Personal Name	0,3307	0,4707	0,4179	0,4935	0,1595	0,3667	-8,662

Σημειώσεις Πίνακα: Ο πίνακας παρουσιάζει τα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία των μεταβλητών, κατηγοριοποιημένα σε οικογενειακές και μη επιχειρήσεις καθώς επίσης και για το σύνολο του δείγματος. Η τελευταία στήλη δείχνει το t-test των διαφορών των μέσων των οικογενειακών και μη οικογενειακών επιχειρήσεων.

Ο παραπάνω πίνακας παραθέτει το μέσο όρο και τη τυπική απόκλιση των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται για να προβλεφθεί το κόστος δανεισμού, ανά κατηγορία επιχείρησης (οικογενειακής και μη οικογενειακής). Στη τελευταία στήλη παρουσιάζονται τα t-tests για τις διαφορές από το μέσο των μεταβλητών ανάμεσα στις παραπάνω κατηγορίες.

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι ο δείκτης Εταιρικής αδιαφάνειας διαφέρει σημαντικά ανάμεσα στις οικογενειακές και μη οικογενειακές επιχειρήσεις και συγκεκριμένα, οι οικογενειακές επιχειρήσεις δημοσιεύουν εμφανώς πιο αδιαφανείς πληροφορίες. Το συμπέρασμα αυτό ενισχύεται περισσότερο με το στατιστικά μεγαλύτερο Διοικητικό Συμβούλιο που έχουν, κατά μέσο όρο, οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις καθώς και με το μεγαλύτερο ποσοστό ανεξάρτητων μελών που συμμετέχουν σε αυτό. Η ερμηνεία του παραπάνω συμπεράσματος δείχνει ότι για τα ελληνικά δεδομένα τα οποία χαρακτηρίζονται από έντονα στοιχεία οικογενειοκρατίας αλλά και ασθενές πλαίσιο προστασίας δικαιωμάτων των επενδυτών, το κίνητρο των οικογενειών που ασκούν τον έλεγχο να απαλλοτριώσουν τους λοιπούς επενδυτές

υπερισχύει του κινήτρου εξισσορόπισης των συμφερόντων τους με τους λοιπούς επενδυτές.

Όσον αφορά τις επενδύσεις των οντοτήτων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι ενώ οι οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν στατιστικά σημαντικά μικρότερο μέγεθος, το οποίο ορίζεται ως ο δεκαδικός λογάριθμος του συνολικού Ενεργητικού, έχουν κατά μέσο όρο περισσότερες επενδύσεις σε εγκαταστάσεις, εργοστάσια και εξοπλισμό καθώς και μεγαλύτερο δείκτη γενικής ρευστότητας (Λόγος Κυκλοφορούντος Ενεργητικού προς Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις). Πιθανή εξήγηση για τη παραπάνω ασυνέπεια ανάμεσα στα συμπεράσματα που αφορούν το Ενεργητικό της οντότητας είναι να υποθέσουμε πως η διαφορά οφείλεται σε λοιπά στοιχεία Ενεργητικού όπως είναι Άυλα στοιχεία είτε λογαριασμούς εισπρακτέους. Συμπεραίνεται ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερες επενδύσεις σε ενσώματα πάγια, χαρακτηρίζονται ως εντάσεως κεφαλαίου και αυξημένο κυκλοφορούν Ενεργητικό, ενώ οι μη οικογενειακές οι οποίες κατά μέσο όρο έχουν μεγαλύτερο μέγεθος, έχουν επενδύσει σε άυλα στοιχεία ενεργητικού. Το παραπάνω συμπέρασμα οφείλεται και στους κλάδους δραστηριοποίησης των παραπάνω επιχειρήσεων. Οι οικογενειακές επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται περισσότερο σε παραδοσιακούς κλάδους όπως είναι οι κλάδοι της βιομηχανίας, των κατασκευών και του γενικού εμπορίου. Τα τελευταία χρόνια εμφανίζεται η τάση της εμφάνισης οικογενειακών επιχειρήσεων σε περισσότερο μοντέρνους κλάδους όπως ο κλάδος της τεχνολογίας.

Τέλος, η ύπαρξη του ονόματος του ιδρυτή στο όνομα της οντότητας καθώς και η ύπαρξη ενός ή περισσότερων ιδρυτών, φαίνεται να επηρεάζεται από το παράγοντα της οικογενειοκρατίας. Συγκεκριμένα, από τα αποτελέσματα φαίνεται ότι κατά μέσο όρο, οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν στατιστικά σημαντικά περισσότερους από έναν ιδρυτές, λόγω της ανάγκης συγκέντρωσης επενδυτικών κεφαλαίων. Επίσης στις οικογενειακές επιχειρήσεις του δείγματος φαίνεται να επικρατεί η τάση να εμφανίζεται το όνομα του ιδρυτή στο όνομα της οντότητας σε αντίθεση με τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις στις οποίες δεν είναι εξίσου σύνηθες.

4.3 Συσχέτιση

	Cost of Debt	Opacity Index	Firm Size	PPE	Debt Ratio	Current Ratio	Cash Flow	ROA	Sales Growth	Board Size	Outside Directors	Equity Dummy	Person Opacity	Founder Opacity
Cost of Debt	1													
Opacity Index	-0.059	1												
Firm size	-0.228	-0.482	1											
PPE	-0.132	0.164	0.126	1										
Debt Ratio	-0.169	0.152	0.125	0.163	1									
Current Ratio	0.002	0.031	-0.049	-0.141	-0.408	1								
Cash flow	-0.052	-0.078	0.293	0.008	-0.144	0.177	1							
ROA	-0.071	-0.104	0.319	-0.056	-0.176	0.325	0.433	1						
Sales growth	-0.103	-0.161	0.164	-0.009	-0.063	0.067	-0.005	0.269	1					
Board Size	-0.089	-0.247	0.548	0.086	0.047	-0.102	0.218	0.288	-0.034	1				
Outside Directors	0.035	-0.081	0.024	-0.223	0.244	-0.365	-0.009	-0.023	-0.033	-0.139	1			
Equity Dummy	0.036	0.020	-0.131	-0.074	0.351	-0.332	-0.124	-0.263	0.010	-0.211	0.230	1		
Person Opacity	-0.086	0.317	-0.124	0.293	-0.150	-0.039	-0.036	-0.038	-0.067	-0.095	-0.109	-0.129	1	
Founder Opacity	0.053	0.387	-0.291	-0.170	0.197	-0.046	-0.130	-0.011	0.005	-0.033	0.044	-0.110	-0.014	1

Σημειώσεις Πίνακα : Ο πίνακας παρουσιάζει τις συσχετίσεις των σημαντικότερων μεταβλητών για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις.

	Cost of Debt	Opacity Index	Firm Size	PPE	Debt Ratio	Current Ratio	Cash Flow	ROA	Sales Growth	Board Size	Outside Directors	Equity Dummy	Person Opacity	Founder Opacity
Cost of Debt	1													
Opacity Index	-0,063	1												
Firm size	-0,176	-0,279	1											
PPE	-0,128	0,141	0,195	1										
Debt Ratio	-0,102	0,111	0,110	0,1238	1									
Current Ratio	-0,144	-0,093	-0,171	-0,2867	-0,554	1								
Cash flow	0,071	-0,110	0,053	-0,2053	-0,245	0,218	1							
ROA	-0,028	-0,134	0,230	-0,2046	-0,268	0,295	0,445	1						
Sales growth	0,038	-0,077	0,087	0,0092	-0,094	0,070	0,032	0,369	1					
Board Size	-0,017	-0,201	0,453	-0,0935	0,011	-0,006	0,048	0,071	0,041	1				
Outside Directors	0,132	0,108	-0,046	-0,1803	0,112	-0,182	-0,017	-0,081	0,064	-0,098	1			
Equity Dummy	0,030	0,114	-0,002	0,0389	0,423	0,304	-0,200	-0,260	-0,085	-0,074	0,070	1		
Person Opacity	-0,054	0,441	-0,212	0,2417	0,227	-0,082	-0,0133	-0,166	-0,076	-0,167	0,007	0,185	1	
Founder Opacity	-0,052	0,134	0,046	0,0932	0,088	-0,094	-0,030	-0,077	0,013	0,071	-0,025	0,019	-0,081	1

Σημειώσεις Πίνακα : Ο πίνακας παρουσιάζει τις συσχετίσεις των σημαντικότερων μεταβλητών για τις οικογενειακές επιχειρήσεις.

Παραπάνω έχουν τοποθετηθεί οι πίνακες συσχετίσεων οι οποίοι δείχνουν τους συντελεστές συσχέτισης όλων τα μεταβλητών μεταξύ τους. Ιδανικά οι συντελεστές θα πρέπει να κυμαίνονται στο διάστημα $-0,5 < \rho < 0,5$. Αυτό σημαίνει ότι οι μεταβλητές εμφανίζουν συσχέτιση, είτε θετική είτε αρνητική, και μπορούν να συμπεριληφθούν στο υπόδειγμα. Όπως δείχνουν οι πίνακες, οι συντελεστές συσχέτισης σε αυτό το μοντέλο, τόσο για τις οικογενειακές όσο και για τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις, βρίσκονται εντός του προαναφερθέντος διαστήματος χωρίς να εμφανίζονται αποκλίσεις από τις επιθυμητές τιμές. Παρατηρείται πως η συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών είναι υψηλότερες σε μη οικογενειακές επιχειρήσεις.

Κεφάλαιο 5: Εμπειρική Ανασκόπηση

5.1 Ο αντίκτυπος της Οικογενειακής Ιδιοκτησίας στο Κόστος Δανεισμού

Variable	<i>Under</i> <i>R-Squared=17.56%</i> <i>F(18,472)=6.83</i>		<i>Above</i> <i>R-Squared=25.64%</i> <i>F(18,445)=11.60</i>	
	Coefficient	Standard Error	Coefficient	Standard Error
Family Ownership	-0.0018119	0.0010168	-0.00004988	0.0008858
Firm Size	-0.0027768***	0.0008191	-0.0053306***	0.001123
PPE	-0.0040654	0.0026135	-0.0096530***	0.002494
Debt Ratio	-0.1030060***	0.0029217	-0.0092662**	0.002924
Current Ratio	-0.0032612***	0.0008785	-0.0041303***	0.000894
Cash flows	0.0112172	0.0091481	0.0131495	0.011795
ROA	0.0078176	0.0114892	0.0086117	0.011292
Sales Growth	-0.0217574	0.0303672	-0.0061111	0.003286
Board Size	-0.0013926	0.0052286	0.0113763*	0.004603
Outside Directors	-0.0020901	0.0034060	-0.003135	0.003977
Equity Dummy	-0.0025075	0.0021588	0.0012560	0.001524
Year Dummy1	-0.0043874*	0.0017515	-0.0039994*	0.001837
Year Dummy2	-0.0057060***	0.0016110	-0.0048825**	0.001723
Year Dummy3	-0.0000682	0.0016563	0.0032512	0.001827
Year Dummy4	-0.0001136	0.0017357	0.0016866	0.001826
Year Dummy5	0.0030614	0.0017225	0.0031028	0.001785
Year Dummy6	0.0025884	0.0016885	0.0029060	0.001706
Year Dummy7	-0.0002183	0.0016297	0.0026822	0.001850
Constant	0.0544409***	0.0063887	0.0574078***	0.005906

Σημειώσεις Πίνακα: Πίνακας αποτελεσμάτων παλινδρόμησης του κόστους δανεισμού με το φαινόμενο της οικογενειακής ιδιοκτησίας, χρησιμοποιώντας δύο επιμέρους δείγματα, για τις επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται από υψηλή (above) και χαμηλή εταιρική αδιαφάνεια (under). Το μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε έχει ως εξής:

$$Cost\ of\ debt = a + \beta_1 Family\ Ownership + \sum \beta_j Control\ Variable + \sum \beta_t Year\ Dummy + \varepsilon$$

Στη μεταβλητή Control Variable περιλαμβάνονται το μέγεθος της επιχείρησης, οι επενδύσεις σε ενσώματα πάγια, ο δείκτης δανεισμού, ο δείκτης ρευστότητας, ο δείκτης λειτουργικών ταμειακών ροών, δείκτης αποδοτικότητας παγίων, ρυθμός μεταβολής κύκλου εργασιών, μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου, αναλογία ανεξάρτητων μελών Διοικητικού Συμβουλίου και η ψευδομεταβλητή η οποία ορίζει τα αρνητικά Ίδια Κεφάλαια. Τέλος στο μοντέλο έχουν συμπεριληφθεί ψευδομεταβλητές οι οποίες προσδιορίζουν τη χρονολογία, με το ψευδομεταβλητή Year Dummy 1 να αφορά το 2009 κ.ο.κ.

*Επίπεδο Στατιστικής Σημαντικότητας 10% , ** Επίπεδο Στατιστικής Σημαντικότητας 5%, ***Επίπεδο Στατιστικής Σημαντικότητας 1%.

Ο παραπάνω πίνακας παρουσιάζει τα ευρήματα της εμπειρικής ανασκόπησης του πρώτου υποδείγματος της εργασίας. Το υπόδειγμα εξετάζει τη σχέση που αναπτύσσεται ανάμεσα στο κόστος δανεισμού και το φαινόμενο της οικογενειακής ιδιοκτησίας στη μετοχική σύνθεση της οντότητας και συμπεριλαμβάνει πρόσθετες μεταβλητές οι οποίες θεωρείται ότι επηρεάζουν την εξαρτημένη μεταβλητή.

Πρέπει να σημειωθεί πως για τις ανάγκες της έρευνας, το δείγμα χωρίστηκε σε δύο υποσύνολα με κριτήριο το επίπεδο εταιρικής αδιαφάνειας. Εταιρίες που

χαρακτηρίζονται από χαμηλά επίπεδα εταιρικής αδιαφάνειας είναι εκείνες των οποίων ο δείκτης βρίσκεται κάτω από το μέσο όρο.

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι το 17,56% και 25,64% της μεταβλητότητας του κόστους δανεισμού μπορεί να εξηγηθεί από της μεταβολές των στοιχείων του μοντέλου, για το υποσύνολο με τις επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται από χαμηλή εταιρική αδιαφάνεια και εκείνων που χαρακτηρίζονται από υψηλή αδιαφάνεια αντίστοιχα. Το αποτέλεσμα αυτό κρίνεται ικανοποιητικό, λαμβάνοντας υπόψη τη φύση της έρευνας που διεξήχθηκε. Επίσης οι τιμές των F- stat (F- stat=6,83 και F- stat=11,60) κρίνονται εξίσου σημαντικές καθώς υπερβαίνουν τη κριτική τιμή σε επίπεδο εμπιστοσύνης που ξεπερνάει το 5%.

Τα ευρήματα δείχνουν ότι το φαινόμενο της οικογενειακής ιδιοκτησίας δεν επηρεάζει το κόστος δανεισμού που επιβαρύνει την οντότητα ειδικότερα σε υψηλά επίπεδα εταιρικής αδιαφάνειας ενώ σε χαμηλά επίπεδα εταιρικής αδιαφάνειας η σχέση τείνει να γίνεται στατιστικά σημαντικότερη. Πιθανή εξήγηση για την ασυνέπεια ανάμεσα στα αποτελέσματα και τη βιβλιογραφία είναι η ύπαρξη δυσανάλογα μεγάλου ποσοστού οικογενειακών επιχειρήσεων στην ελληνική αγορά με αποτέλεσμα, αυτός ο παράγοντας, να μη λαμβάνεται υπόψη κατά τη διαπραγμάτευση των όρων δανεισμού ανάμεσα στο Δανειστή και τη Δανειζόμενη οντότητα. Είναι χαρακτηριστικό το γεγονός ότι το ποσοστό των οικογενειακών επιχειρήσεων του δείγματος ξεπερνά το 60% σε αντίθεση με το δείγμα της έρευνας των Ma, Ma & Tian όπου το αντίστοιχο ποσοστό είναι λίγο πάνω από 30%.

Διαπιστώνεται μία αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση ανάμεσα στο μέγεθος της οντότητας και το κόστος δανεισμού για τις επιχειρήσεις οι οποίες εμφανίζουν χαμηλή εταιρική αδιαφάνεια (coef=-0.0027, t-test=-3.39) και η σχέση αυτή γίνεται εντονότερη για τις επιχειρήσεις οι οποίες χαρακτηρίζονται από υψηλή εταιρική αδιαφάνεια (coef=-0.0053, t-test=-4.74). Αυτό δείχνει πως οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν καλύτερη πρόσβαση σε εξωτερικό δανεισμό, έχουν τη δυνατότητα να διεκδικήσουν ευνοϊκότερους όρους και πως ο δανειστής αντιλαμβάνεται το μέγεθος της οντότητας ως ένδειξη της δυνατότητας αποπληρωμής.

Ομοίως, αρνητική σχέση εμφανίζεται ανάμεσα στις επενδύσεις τις οντότητας σε εγκαταστάσεις και εξοπλισμό και στο κόστος δανεισμού. Τα φαινόμενο αυτό εμφανίζεται μόνο στις επιχειρήσεις οι οποίες χαρακτηρίζονται από υψηλά επίπεδα αδιαφάνειας (coef=-0.0096, t-test=-3.87). Η σχέση ανάμεσα στο δείκτη γενικής ρευστότητας (current ratio) και το κόστος δανεισμού είναι επίσης αρνητική και

στατιστικά σημαντική και εμφανίζεται εντονότερη σε υψηλά επίπεδα εταιρικής αδιαφάνειας (coef=-0.0041, t-test=-4.62).

Με βάση την εμπειρική ανασκόπηση, συμπεραίνεται επίσης ότι η σχέση ανάμεσα στο κόστος δανεισμού και το δείκτη δανεισμού είναι αρνητική και στατιστικά σημαντική, τόσο για το υπόδειγμα των εταιριών που εμφανίζουν χαμηλή (coef=-0.010, t-test=-3.53), όσο και εκείνων που εμφανίζουν υψηλή εταιρική αδιαφάνεια (coef=-0.0092, t-test=-3.17). Το εύρημα αυτό, αποδεικνύει πως ο αυξημένος εξωτερικός δανεισμός δημιουργεί μακροχρόνιες σχέσεις ανάμεσα στους δανειστές και τη δανειζόμενη οντότητα με αποτέλεσμα καθώς αυξάνεται ο δείκτης δανεισμού να μειώνεται το κόστος με το οποίο επιβαρύνεται η οντότητα. Σημαντικό εύρημα αποτελεί το ότι η σχέση ανάμεσα στο κόστος δανεισμού και το δείκτη δανεισμού δεν είναι μονοτονική. Αναλυτικότερα, καθώς αυξάνεται ο εξωτερικός δανεισμός, ενισχύοντας τη σχέση ανάμεσα στο δανειστή και τη δανειζόμενη οντότητα, μειώνεται το κόστος δανεισμού, έως ενός συγκεκριμένου σημείου. Μετά την υπέρβαση του μέγιστου σημείου, καθώς αυξάνεται ο δείκτης δανεισμού, φαίνεται να αυξάνεται και το κόστος δανεισμού. Συμπερασματικά το κόστος δανεισμού εξαρτάται από το μέγεθος της οντότητας, τη ρευστότητα και το δείκτη δανεισμού, ενώ δεν επηρεάζεται προς κάποια κατεύθυνση η ύπαρξη του φαινομένου της οικογενειακής ιδιοκτησίας.

Τα αποτελέσματα δείχνουν πως δεν εμφανίζεται κάποια συσχέτιση ανάμεσα στο κόστος δανεισμού και το φαινόμενο της οικογενειακής ιδιοκτησίας στην ελληνική αγορά και ειδικότερα σε επίπεδα χαμηλής εταιρικής αδιαφάνειας. Τα ευρήματα της εμπειρικής ανασκόπησης εναντιώνονται με τα αποτελέσματα των Ma, Ma, & Tian και του Anderson (2003) για τη κινεζική και την αμερικάνικη αγορά οι οποίοι δείχνουν ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις επιβαρύνονται με χαμηλότερο κόστος δανεισμού παρά την έντονη διαφοροποίηση ανάμεσα στο πλαίσιο προστασίας των επενδυτών και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Διαφωνία υπάρχει και με τα συμπεράσματα των Ellul et al (2007) οι οποίοι υποστήριξαν ότι σε χώρες με ασθενή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα οι οικογενειακές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν υψηλότερο κόστος δανεισμού από την μη οικογενειακές.

5.2 Ο αντίκτυπος της Εταιρικής Αδιαφάνειας στη σχέση ανάμεσα στην Οικογενειακή Ιδιοκτησία και το Κόστος Δανεισμού

Variable	Under R-squared=22.74%, F(24,477)=7,65		Above R-squared=29,74%, F(24,428)=10,67	
	Coefficient	Standard Error	Coefficient	Standard Error
Family Ownership	0.02409979	0.0133294	-0.0249580	0.0161200
Family Ownership*	-0.0670942	0.0389889	0.04370509	0.2720130
Corporate Opacity				
Opacity Index	0.00244406	0.0321553	-0.0277556	0.0269364
Firm Size	-0.1364582***	0.0035009	-0.0235366***	0.0055621
PPE	-0.1864629	0.0108038	-0.0126906	0.0120606
Debt Ratio	-0.0368695**	0.0112912	-0.0442548***	0.0116326
Current Ratio	-0.0110352**	0.0038770	-0.0166487***	0.0032220
Cashflow	0.00510660	0.0411094	0.06721252	0.0370855
ROA	0.00051656	0.0461393	0.08064898	0.0411133
Sales Growth	-0.0209910	0.0119199	-0.0078041	0.0125867
Board Size	0.22257090	0.0203585	0.00810692	0.0204324
Outside Directors	-0.0611109***	0.0142114	-0.0174905	0.0140923
Equity Dummy	0.00052750	0.0063396	-0.0037644	0.0065129
Year Dummy1	-0.0090244	0.0068651	-0.0215276**	0.0069478
Year Dummy2	-0.0151066*	0.0065616	-0.0248245***	0.0065703
Year Dummy3	0.00732768	0.0067536	0.00681101	0.0067855
Year Dummy4	0.00101755	0.0071765	0.00821734	0.0068340
Year Dummy5	0.01380268	0.0070654	0.01115979	0.0065747
Year Dummy6	0.01635776*	0.0066649	0.00564160	0.0062937
Year Dummy7	0.00763601	0.0068936	0.00008166	0.0064384
Personal Name*	0.00801887	0.0535527	-0.0357218	0.0228294
Corporate Opacity				
Founder Name*	0.02922323	0.0373476	-0.0316518	0.0277708
Corporate Opacity				
Personal Name	-0.0037650	0.0170107	0.01703442	0.0134316
Founder Name	0.00138685	0.012755	0.01015124	0.0157722
Constant	0.16360568***	0.0273892	0.29878785***	0.0301926

Σημειώσεις Πίνακα: Πίνακας αποτελεσμάτων παλινδρόμησης του κόστους δανεισμού με το φαινόμενο της οικογενειακής ιδιοκτησίας υπό το πρίσμα της εταιρικής αδιαφάνειας των πληροφοριών, χρησιμοποιώντας δύο επιμέρους δείγματα, για τις επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται από υψηλή και χαμηλή εταιρική αδιαφάνεια. Το μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε έχει ως εξής:
 $Cost\ of\ debt = a + \beta 1 Family\ Ownership + \beta 2 Family\ Ownership * Opacity\ Index + \beta 3 Opacity\ Index + \beta 4 Personal\ Name + \beta 5 Personal\ name * Corporate\ Opacity + \beta 6 Multiple\ Founder + \beta 7 Multiple\ Founder * Opacity\ Index + \varepsilon$

Ο δείκτης opacity index εκφράζει την εταιρική αδιαφάνεια, ενώ στη μεταβλητή Control Variable περιλαμβάνονται το μέγεθος της επιχείρησης, οι επενδύσεις σε ενσώματα πάγια, ο δείκτης δανεισμού, ο δείκτης ρευστότητας, ο δείκτης λειτουργικών ταμειακών ροών, δείκτης αποδοτικότητας παγίων, ρυθμός μεταβολής κύκλου εργασιών, το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου, η αναλογία ανεξάρτητων μελών Διοικητικού Συμβουλίου και η μία ψευδομεταβλητή η οποία δείχνει τότε τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης είναι αρνητικά. Τέλος στο μοντέλο έχουν συμπεριληφθεί ψευδομεταβλητές οι οποίες προσδιορίζουν τη χρονολογία, με τη ψευδομεταβλητή Year Dummy 1 να αφορά το 2009 κ.ο.κ. Τέλος, η μεταβλητή Multiple Founder είναι μία ψευδομεταβλητή η οποία λαμβάνει τη τιμή ένα όταν η οντότητα έχει πάνω από έναν ιδρυτές, ενώ η μεταβλητή Personal name λαμβάνει τη τιμή ένα όταν το όνομα ή μέρος αυτού, βρίσκεται στο όνομα της επιχείρησης. *Επίπεδο Στατιστικής Σημαντικότητας 10%, ** Επίπεδο Στατιστικής Σημαντικότητας 5%, ***Επίπεδο Στατιστικής Σημαντικότητας 1%.

Στο παραπάνω πίνακα εμφανίζονται τα αποτελέσματα του δεύτερου υποδείγματος της έρευνας, μέσα από το οποίο ερευνάται η ύπαρξη και η κατεύθυνση της σχέσης του κόστους δανεισμού με την οικογενειακή ιδιοκτησία. Αντικείμενο επίσης του

υποδείγματος είναι να εξετάσει εάν η παραπάνω σχέση επηρεάζεται από το επίπεδο εταιρικής αδιαφάνειας των πληροφοριών που δημοσιεύονται από την οντότητα, λαμβάνοντας υπόψη και τις βασικές μεταβλητές οι οποίες θεωρείται πως επηρεάζουν το κόστος δανεισμού, καθώς επίσης και δύο νέες μεταβλητές οι οποίες σχετίζονται με το πλήθος και το όνομα του ιδρυτή τα επιχείρησης. Για τη διεξαγωγή της έρευνας χρησιμοποιήθηκαν, ομοίως με το πρώτο υπόδειγμα, δύο υποσύνολα του δείγματος, τα οποία δημιουργήθηκαν με κριτήριο την εταιρική αδιαφάνεια.

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι το 22,74% και 29,74% της μεταβλητότητας του κόστους δανεισμού μπορεί να εξηγηθεί από της μεταβολές των στοιχείων του μοντέλου, για το υποσύνολο με τις επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται από χαμηλή εταιρική αδιαφάνεια και εκείνων που χαρακτηρίζονται από υψηλή αδιαφάνεια αντίστοιχα. Το αποτέλεσμα αυτό κρίνεται ικανοποιητικό, λαμβάνοντας υπόψη τη φύση της έρευνας που διεξήχθηκε. Επίσης οι τιμές των F- stat (F- stat=7,65 και F- stat=10,67) κρίνονται εξίσου σημαντικές καθώς υπερβαίνουν τη κριτική τιμή σε επίπεδο εμπιστοσύνης που ξεπερνάει το 5%.

Παρατηρείται πως το φαινόμενο της οικογενειακής ιδιοκτησίας δεν συνεισφέρει στη πρόβλεψη του κόστους δανεισμού της επιχείρησης τόσο για τις διαφανείς όσο και για τις αδιαφανείς επιχειρήσεις, λόγω των στατιστικά ασήμαντων συντελεστών της μεταβλητής Family Ownership. Τα αποτελέσματα είναι συνεπή με τα αποτελέσματα του πρώτου υποδείγματος και αναλυτικότερα, εμφανίζεται μία αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση του κόστους δανεισμού με το μέγεθος της οντότητας τόσο για τις επιχειρήσεις οι οποίες χαρακτηρίζονται από χαμηλής επίπεδα εταιρικής αδιαφάνειας (coef=-0.013, t-test=-3.90), όσο και για τις επιχειρήσεις που εμφανίζουν υψηλότερο δείκτη (coef=-0,23, t-test=-4,23). Όπως αναφέρθηκε και στο παραπάνω υπόδειγμα, η σχέση αυτή αποδεικνύει ότι το μέγεθος μίας οντότητας, μπορεί να εξασφαλίσει ευνοϊκότερους όρους δανεισμού και λαμβάνεται από τους δανειστές ως μία ένδειξη για μεγαλύτερη πιθανότητα αποπληρωμής. Αρνητική και στατιστικά σημαντική εμφανίζεται επίσης η σχέση ανάμεσα στο κόστος δανεισμού και το δείκτη δανεισμού της επιχείρησης, ενισχύοντας την άποψη των Pittman & Fortin (2004), η οποία υποστηρίζει ότι καθώς η σχέση της τράπεζας λαμβάνει μακροχρόνιο χαρακτήρα, αυξάνεται η εμπιστοσύνη ανάμεσα στα αντισυμβαλλόμενα μέρη, και γεφυρώνεται το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης.

Επίσης, αρνητική και στατιστικά σημαντική εμφανίζεται η σχέση ανάμεσα στο κόστος δανεισμού και το πλήθος των ανεξάρτητων μελών Διοικητικού Συμβουλίου.

Ο ρόλος των ανεξάρτητων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου είναι να προάγουν την εταιρική αδιαφάνεια, να γεφυρώνουν το χάσμα της ασύμμετρης πληροφόρησης και να μειώσουν τα κόστη αντιπροσώπευσης. Τα εμπειρικά αποτελέσματα δείχνουν πως οι δανειστές, αντιλαμβάνονται το ρόλο των ανεξάρτητων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, και λαμβάνεται υπόψη κατά τον ορισμό του επιτοκίου δανεισμού σε επιχειρήσεις οι οποίες χαρακτηρίζονται από χαμηλά επίπεδα εταιρικής αδιαφάνειας.

Τέλος, ο συνδυασμός των συντελεστών των Family Ownership και Family Ownership*Opacity Index είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός στο δείγμα που περιλαμβάνει τις επιχειρήσεις με χαμηλή εταιρική αδιαφάνεια (coef=-0,064, t-test=-2,32). Η ερμηνεία του παραπάνω αποτελέσματος εμφανίζει μία ασυνέπεια με την διεθνή βιβλιογραφία και δείχνει πως οι οικογενειακές επιχειρήσεις οι οποίες χαρακτηρίζονται ως αδιαφανείς, επιβαρύνονται με χαμηλότερο κόστος δανεισμού.

5.3 Robustness Test

Variable	R- Squar=19.6% Coefficient	F(24.929)=12.09 Standard Error
Family Ownership	-0,010	0,0055
Family Ownership*	0,0080	0,0063
Corporate Opacity		
Opacity Index	-0.003	0,0068
Firm Size	-0.137***	0,0026
PPE	-0.022**	0,0072
Debt Ratio	-0.038***	0,0082
Current Ratio	0.0134	0.0024
Cash flows	0,0421	0,0284
ROA	0,0266	0,0309
Sales Growth	-0,015	0,0092
Board Size	0,0158	0,0130
Outside Directors	-0,016	0,0103
Equity Dummy	0,0013	0,0046
Year Dummy1	-0,017***	0,0050
Year Dummy2	-0,021***	0,0047
Year Dummy3	0,0055	0,0049
Year Dummy4	0,0028	0,0050
Year Dummy5	0,0116	0,0050
Year Dummy6	0,1026*	0,0048
Year Dummy7	0,0036	0,0049
Personal Name* Corporate Opacity	-0,009	0,0067
Founder Name* Corporate Opacity	0,0052	0,0063
Personal Name	0,0063	0,0064
Founder Name	-0,003	0,0057
Constant	0,2108***	0,0191

Σημειώσεις Πίνακα: Πίνακας αποτελεσμάτων παλινδρόμησης του κόστους δανεισμού με το φαινόμενο της οικογενειακής ιδιοκτησίας υπό το πρίσμα της εταιρικής αδιαφάνειας των πληροφοριών, χρησιμοποιώντας δύο επιμέρους δείγματα, για τις επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται από υψηλή και χαμηλή εταιρική αδιαφάνεια. Το μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε έχει ως εξής:

$$Cost\ of\ debt = a + \beta_1 Family\ Ownership + \beta_2 Family\ Ownership * Opacity\ Index + \beta_3 Opacity\ Index + \beta_4 Control\ Variable + \beta_5 Year\ Dummy + \beta_6 Personal\ Name + \beta_7 Personal\ Name * Corporate\ Opacity + \beta_8 Multiple\ Founder + \beta_9 Multiple\ Founder * Opacity\ Index + \varepsilon$$

Ο δείκτης opacity index εκφράζει την εταιρική αδιαφάνεια και έχει οριστεί ως μία ψευδομεταβλητή, η οποία λαμβάνει τη τιμή 1 όταν η οντότητα ελέγχεται από μικρή ελεγκτική εταιρία, διαφορετικά λαμβάνει τη τιμή μηδέν. Στη μεταβλητή Control Variable περιλαμβάνονται οι μεταβλητές όπως έχουν οριστεί παραπάνω. Τέλος στο μοντέλο έχουν συμπεριληφθεί ψευδομεταβλητές οι οποίες προσδιορίζουν τη χρονολογία, με τη ψευδομεταβλητή Year Dummy 1 να αφορά το 2009 κ.ο.κ. Τέλος, η μεταβλητή Multiple Founder είναι μία ψευδομεταβλητή η οποία λαμβάνει τη τιμή ένα όταν η οντότητα έχει πάνω από έναν ιδρυτές, ενώ η μεταβλητή Personal name λαμβάνει τη τιμή ένα όταν το όνομα ή μέρος αυτού, βρίσκεται στο όνομα της επιχείρησης. *Επίπεδο Στατιστικής Σημαντικότητας 10%, ** Επίπεδο Στατιστικής Σημαντικότητας 5%, ***Επίπεδο Στατιστικής Σημαντικότητας 1%.

Για τη μέτρηση του δείκτη εταιρικής αδιαφάνειας χρησιμοποιήθηκε η προσέγγιση του Anderson (2009), και συντάχθηκε ένας δείκτης ο οποίος είχε ως βάση τρία συστατικά (την αναλογία των ημερών με μηδενική ημερήσια απόδοση, τη τυπική

απόκλιση της ημερήσιας απόδοσης της μετοχής και το μέσο ημερήσιο όγκο συναλλαγών). Λόγω του έντονου προσανατολισμού του δείκτη προς τη διαπραγμάτευση των μετοχών στο χρηματιστήριο, ο δείκτης αυτός μπορεί να χαρακτηριστεί περισσότερο ως δείκτης ρευστότητας από δείκτης εταιρικής αδιαφάνειας και υπάρχει έντονη ανησυχία πως αντιπροσωπεύει μόνο εσωτερική αδιαφάνεια πληροφοριών, η οποία δε βρίσκεται στη πεδίο επηρεασμού της Διοίκησης. Για να αντιμετωπιστεί οποιαδήποτε περίπτωση αμφισβήτησης των αποτελεσμάτων, χρησιμοποιήθηκε ένας εναλλακτικός δείκτης μέτρησης της εταιρικής αδιαφάνειας, εισάγοντας τον όρο της ποιότητας κερδών η οποία συσχετίζεται αρνητικά με τη χειραγώγηση των κερδών όπου πραγματοποιείται από τη Διοίκηση με στόχο να επηρεάσουν την εταιρική αδιαφάνεια.

Ο δείκτης που χρησιμοποιήθηκε για τη μέτρηση της ποιότητας των κερδών είναι μία ψευδομεταβλητή η οποία λαμβάνει τη τιμή ένα (1) όταν η οντότητα ελέγχεται από μικρή ελεγκτική εταιρία για τον ετήσιο τακτικό έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων, το οποίο μπορεί να θεωρηθεί ένδειξη υψηλής εταιρικής αδιαφάνειας. Πληθώρα ερευνών αποδεικνύει πως εμφανίζεται μία αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στη ποιότητα των εξωτερικών ελεγκτών και τη εταιρική αδιαφάνεια των ελεγχόμενων οντοτήτων. Για το διαχωρισμό των ελεγκτικών εταιριών στις δύο επιμέρους κατηγορίες χρησιμοποιήθηκε ως κριτήριο η παρουσία τους στη παγκόσμια και ελληνική αγορά καθώς και η φερεγγυότητα και η αξιοπιστία που προσδίδει ο έλεγχος αυτών. Για τις ανάγκες της έρευνας, ως μεγάλες ελεγκτικές εταιρίες θεωρήθηκαν εκείνες οι οποίες εντάσσονται στη κατηγορία των Big Four, καθώς και η Grant Thornton η οποία έχει ισχυρή παρουσία στην εγχώρια αγορά.

Τα αποτελέσματα του παραπάνω υποδείγματος είναι συνεπή με τα αποτελέσματα του προηγούμενου υποδείγματος, αποδεικνύοντας ότι δεν τίθεται θέμα αστοχίας του υπολογισμού του δείκτη εταιρικής αδιαφάνειας. Συγκεκριμένα, εμφανίζονται αρνητικές και στατιστικά σημαντικές οι σχέσεις του μεγέθους της οντότητας, των επενδύσεων σε ενσώματα πάγια καθώς και του δείκτη δανεισμού με το κόστος δανεισμού, ενισχύοντας τα παραπάνω αποτελέσματα.

Κεφάλαιο 6: Επίλογος

Η υπάρχουσα βιβλιογραφία παρέχει εμπειρικά αποτελέσματα τα οποία σχετίζονται σχεδόν αποκλειστικά με το αντίκτυπο των οικογενειακών επιχειρήσεων στο κόστος δανεισμού. Εντοπίστηκε ότι δεν έχει αναπτυχθεί ερευνητικό ενδιαφέρον για τη διερεύνηση της παραπάνω σχέσης υπό το πρίσμα της εταιρικής αδιαφάνειας των πληροφοριών, ένας παράγοντας ο οποίος σε επίπεδο επιχείρησης θα μπορούσε να επηρεάσει το κόστος δανεισμού και ειδικότερα στην ελληνική αγορά. Σε έρευνες στις οποίες έχουν συμπεριληφθεί θεσμικοί παράγοντες σε επίπεδο χώρας, τα αποτελέσματα εμφάνισαν υψηλά επίπεδα ανομοιογένειας, με βασικό χαρακτηριστικό τη δυσκολία κατηγοριοποίησης του νομικού πλαισίου από το οποίο διέπεται κάθε χώρα αλλά και των χαρακτηριστικών της αγοράς στην οποία δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις που εξετάζονται. Η τρέχουσα διπλωματική ερευνά το κόστος δανεισμού των οικογενειακών επιχειρήσεων, εισάγοντας στην ανάλυση το παράγοντα της εταιρικής αδιαφάνειας των πληροφοριών, χρησιμοποιώντας δεδομένα από τις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις για τα τελευταία οχτώ έτη.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι στην Ελλάδα, η οποία χαρακτηρίζεται από ασθενές πλαίσιο προστασίας επενδυτών, το κόστος δανεισμού δεν επηρεάζεται από τη μετοχική σύνθεση της οντότητας, και συγκεκριμένα από την εμφάνιση του φαινομένου της οικογενειακής ιδιοκτησίας. Οι ελληνικές επιχειρήσεις εμφανίζουν υψηλά επίπεδα οικογενειακής ιδιοκτησίας καθώς επίσης και οικογενειακής διαδοχής, τα οποία δικαιολογούν την ασυνέπεια που εμφανίζεται σε σχέση με την υπόλοιπη βιβλιογραφία, η οποία συμπεραίνει ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις επιβαρύνονται με χαμηλότερο κόστος δανεισμού.

Επίσης, αποδεικνύεται ότι το κόστος δανεισμού με το οποίο επιβαρύνεται η οντότητα δεν επηρεάζεται από το επίπεδο εταιρικής αδιαφάνειας πληροφοριών που δημοσιεύονται από τις επιχειρήσεις. Η διαπίστωση αυτή δείχνει πως δίνεται μεγαλύτερη έμφαση στην ανάπτυξη και διατήρηση μακροχρόνιων σχέσεων μεταξύ των δανειστών και της δανειζόμενης οντότητας, χωρίς να συνυπολογίζεται η διαθεσιμότητα των χρηματοοικονομικών πληροφοριών που παρέχει η δανειζόμενη οντότητα στο δανειστή.

Η εμπειρική έρευνα έδειξε επίσης ότι το κόστος δανεισμού με το οποίο επιβαρύνεται η οντότητα επηρεάζεται κυρίως από το μέγεθος της επιχείρησης και το ύψος των επενδύσεων σε ενσώματα πάγια. Το παραπάνω εύρημα μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι τράπεζες αντιλαμβάνονται το μέγεθος της επιχείρησης ως ένδειξη για τη δυνατότητα αποπληρωμής του δανειζόμενου κεφαλαίου και των σχετικών τόκων.

Η παραπάνω διαπίστωση, αναπτύσσει έντονο προβληματισμό για τις σχέσεις που χτίζονται ανάμεσα στα συμβαλλόμενα μέρη και δημιουργεί τροφή για περαιτέρω έρευνα των παραγόντων που εξετάζονται από τους δανειστές στο στάδιο αξιολόγησης των πιστούχων για τη χορήγηση δανείου, είτε για τη ρύθμιση ενός ήδη υπάρχοντος.

Βιβλιογραφία

AICPA - Special Committee on Financial Reporting (1994). Improving *business reporting – A customer focus*. AICPA.

Ammari, A. Kadria, M., and Ellouze, A. (2014). Board structure and firm performance: Evidence from French firms listed in SBF 120. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 4(3), 580-590.

Anderson, R., Duru, A., & Reeb, D. (2009). Founders, heirs, and corporate opacity in the United States. *Journal of Financial Economics*, 92, 205–222

Anderson, R., Mansi, S., & Reeb, D. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68, 263–285. costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.2

Ashbaugh, H., Collins, D. W., and LaFond, R., (2006), “The effects of Corporate Governance on Firms’ Credit Ratings.” *Journal of Accounting and Economics*, vol. 42, issue 1-2, pp. 203-243.

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

Bennedsen, M., Kongsted, H.C., and Nielsen, K.M. (2008). The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms. *Journal of Banking and Finance*, 32, 1098-1109.

Bhagat, S. and Black, B. (2001). The non-correlation between board independence and long term firm performance. *Journal of Corporation Law*, 27, 231-274

Bhagat, S. and Black, B. (1999). The uncertain relationship between board composition and firm performance. *Business Lawyer*, 54, 921-963

Bhojraj, S. and P. Sengupta, (2003), “Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and the Outside Directors,” *The Journal of Business*, 76, pp. 455-475.

- Boubakri, N., & Ghouma, H. (2010). Control / ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence. *Journal of Banking and Finance*, 34, 2481–2499.
- Burkart, M., Panunzi, F., & Shleifer, A. (2003). Family firms. *Journal of Finance*, 58, 2167–2202.
- Bushman, R., Piotroski, J., & Smith, A. (2004). What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research*, 42, 207–252.
- Bushman, R. M., & Smith, A. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 237–351.
- Chen, G, Firth, M., Gao, D.N., & Rui, O.M. (2012). Ownership structure, corporate governance, and fraud: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 12, 424-448
- Dalton, C.M., and Dalton, D.R. (2005). Corporate governance reforms: profiling at its worst. *Journal of Business Strategy*, 26(4), 7 – 9
- DeFond, M.L., Jiambalvo, J., 1994. Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17, 145–176
- Dehaene, A., De Vuyst, V. and Ooghe, H. (2001). Corporate performance and board structure in Belgian companies. *Long Range Planning*, 34(3), 383-398.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership. *Journal of Political Economy*, 93, 1155–1177
- Demsetz, H., Villalonga, B., 2001. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance* 7, 209–233.
- Ellul, A., Guntay, L., & Lel, U. (2007). External governance and debt agency costs of family firms. *Federal Reserve International Finance Discussion Paper No. 908*.

- Fan, G., Wang, X., & Zhu, H. (2011). In *NERI index of marketization of China's provinces 2011 report*. Economic Science Press, Beijing (in Chinese).
- Haalien, L. and Huse, M. (2005). Board of directors in Norwegian family businesses. results from the value creating board surveys. Norwegian School of Management Research Report No. 7/2005
- Hitchner, J.R. (2017). *Financial valuation. Applications and models*. 4th ed. Hoboken, NJ: John Wiley and Sons
- Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, 831-880
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Kim, J.B., Simunic, D. A., Stein, M. T., & Yi, C. H. (2011). Voluntary audits and the cost of debt capital for privately held firms: Korean evidence. *Contemporary Accounting Research*, 28, 585–615.
- Klein, A. (1998). Firm performance and board committee structure. *Journal of Law and Economics*, 41, 137-165
- Krivogorsky, V. (2006). Ownership, board structure, and performance in continental Europe. *International Journal of Accounting*, 41(2), 176-197
- Lang, M., & Lundholm, R. (1993). Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, 31, 246–271.
- Lipton, M. and Lorsch, J.W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer*, 1, 59-77
- Lesmond, D., Ogden, J., & Trzcinka, C. (1999). A new estimate of transaction costs. *Review of Financial Studies*, 12, 1113–1141.

- Leuz, C., & Verrecchia, R. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38, 91–124.
- Ma, L., Ma, S., & Tian, G. (2013). Political connection, founder managers, and their impact on tunneling in China's listed firms. *Pacific Basin Finance Journal*, 24, 312–339.
- Ma, L., Ma, S., & Tian, G. (2015). Corporate Opacity and Cost of Debt for Family Firms. *European Accounting Review*, Vol 26, No 1, 27-59
- McIntyre, M. L., Murphy, S. A. and Mitchell, P. (2007). The top team: examining board composition and firm performance. *Corporate Governance*, 7(5), 547-561.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, XLVIII(3), 261-297.
- Reddy, K., Locke, S. and Scrimgeour, F. (2010). The efficacy of principle-based corporate governance practices and firm financial performance: An empirical investigation. *International Journal of Managerial Finance*, 6(3), 190-219.
- Rodriguez, Alegria and Torres (2008). Do Banks value Audi Reports or Auditor Reputation? Evidence from Private Spanish Firms. *Spanish Journal of Finance and Accounting*
- Pittman, J. A., & Fortin, S. (2004). Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms. *Journal of Accounting and Economics*, 37, 113–136.
- Sanchez-Ballesta, J. P., & Garcia-Meca, E. (2011). Ownership structure and the cost of debt. *European Accounting Review*, 20, 389–416.
- Shleifer & Vishny, (1997). A survey of corporate governance, *The journal of finance*
- Smith, C. W., & Warner, J. (1979). On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 7, 117–161.

S Vassiliadis, A Vassiliadis (2014). The Greek Family Businesses and the Succession Problem. *Procedia Economics and Finance*

Wang, D. (2006). Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research*, 44, 619–656.

Yermack, D. (1996). Higher market valuation for firms with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.

Zakaria, Z., Purhanudin, N., and Palanimally, Y.R. (2014). Board governance and firm performance: A panel data analysis. *Journal of Business Law and Ethics*, 2(1), 1-12.