



ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών

Κατεύθυνση «ΦΟΡΟΛΟΓΙΑΣ & ΕΛΕΓΚΤΙΚΗΣ»

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

*« Η επίδραση της Εταιρικής Διακυβέρνησης
στην Εταιρική Απόδοση και τη Φορολογική
Συμμόρφωση: Εμπειρική Διερεύνηση Εισηγμένων
στο Χ.Α.Α. Εταιρειών περιόδου 2009 - 2013 »*

Φοιτήτρια: Παναγιώτα Καλοφωλιά (Α.Μ.7112Μ036)

Επιβλέπουσα: Επίκουρη Καθηγήτρια Μαρία – Ελένη Αγοράκη

Τριμελής Επιτροπή: Επικ. Καθ. Μαρία - Ελένη Αγοράκη

Καθ. Αναστάσιος Τσάμης

Αναπλ. Καθ. Ιωάννης Φίλος

ΑΘΗΝΑ ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2014

Περιεχόμενα

Περιεχόμενα.....	2
Περίληψη	7
Abstract	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	9
1. Εισαγωγή.....	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	12
2. Θεσμικό Πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης	12
2.1 Θεσμικό πλαίσιο σε παγκόσμιο επίπεδο	13
2.1.1 Επιτροπή Cadbury	13
2.1.2 Αρχές ΟΟΣΑ	15
2.1.3 Νόμος Sarbanes – Oxley Act 2002.....	18
2.2 Θεσμικό πλαίσιο στην Ελλάδα	20
2.2.1 Επιτροπή Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	21
2.1.2 Σύνδεσμος Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών (Σ.Ε.Β.) – Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης (Ε.Π.Ε.Δ.)	22
2.1.3 Ν. 3016/2002 – Ν. 3091/2002	23
2.1.4 Ν. 3873/2010	26
2.1.5 Ν. 3884/2010	28
2.1.6 Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης (Ε.Κ.Ε.Δ.)	29
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	32
3. Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης	32
3.1 Εξωτερικά ή Αγγλοσαξονικά Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	32
3.2 Εσωτερικά ή Ηπειρωτικά Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	34
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	36
4. Υποδείγματα Εταιρικής Διακυβέρνησης	36
4.1 Υπόδειγμα Μετόχων (Shareholders Model)	36

4.2 Υπόδειγμα Εταίρων (Stakeholder Model)	37
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	39
5. Εταιρική Διακυβέρνηση και Φορολογική Συμμόρφωση	39
5.1 Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης και Φορολογική Συμμόρφωση	39
5.1.1 Εσωτερικός Έλεγχος – Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη	39
5.1.2 Κώδικας Δεοντολογίας	40
5.1.3 Επιχειρηματική Ηθική και Φορολογική Συμμόρφωση	41
5.1.3.1 Επιχειρηματική Ηθική	42
5.1.3.2 Φορολογική Συμμόρφωση	43
5.2 Μηχανισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης και Φορολογική Συμμόρφωση	44
5.2.1 Η Φορολογία ως εργαλείο Εταιρικής Διακυβέρνησης	44
5.2.2 Η Εταιρική Διακυβέρνηση ως εργαλείο Φορολογικής Συμμόρφωσης	45
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6	47
6. Παράμετροι Εταιρικής Διακυβέρνησης και η σχέση τους με την Εταιρική Απόδοση	47
6.1 Θεωρία αντιπροσώπευσης	47
6.2 Νομικό πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης	49
6.3 Ιδιοκτησιακή και Κεφαλαιακή δομή	52
6.4 Ο ρόλος του Δ.Σ.	54
6.4.1 Δομή – Σύνθεση – Ανεξαρτησία	55
6.4.2 Μέγεθος	57
6.4.3 Δυναμικότητα Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου	58
6.5 Ο ρόλος των Επιτροπών Ελέγχου	59
6.6 Αμοιβές μελών Δ.Σ.	59
6.7 Ανταγωνισμός, μόχλευση και ανάπτυξη	63
6.8 Συχνότητα συνεδριάσεων Διοικητικού Συμβουλίου	64
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7	66

7. Ανάλυση δεδομένων	66
7.1 Καθορισμός δείγματος	66
7.2 Ανάπτυξη υποθέσεων.....	67
7.3 Καθορισμός μεταβλητών	68
7.3.1 Μεταβλητές Εταιρικής Διακυβέρνησης	68
7.3.1.1 Αριθμός μελών Διοικητικού Συμβουλίου.....	68
7.3.1.2 Δυσαισθησία Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου Δ. Σ.....	69
7.3.1.3 Αριθμός Εκτελεστικών - Μη Εκτελεστικών – Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών μελών Δ. Σ.....	69
7.3.1.2 Σύσταση Επιτροπής Ελέγχου	70
7.3.2 Μεταβλητές Απόδοσης.....	71
7.3.2.1 ROA – Απόδοση στοιχείων Ενεργητικού.....	71
7.3.2.2 ROE - Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων	72
7.3.2.3 Χρηματιστηριακή Απόδοση	73
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8	74
8. Στατιστικά Αποτελέσματα	74
8.1 Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία δείγματος	74
8.2 Συγκριτικά χαρακτηριστικά δείγματος	74
8.2.1 Αριθμός μελών Διοικητικού Συμβουλίου	74
8.2.2 Δυσαισθησία Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου	76
8.2.3 Αριθμός Μη Εκτελεστικών μελών Διοικητικού Συμβουλίου	78
8.2.4 Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών μελών Δ. Σ.	80
8.2.5 Αριθμός μελών Επιτροπής Ελέγχου	81
8.3 Συσχέτιση Μεταβλητών	82
8.4 Λογαριθμική Παλινδρόμηση Μεταβλητών.....	84
8.4.1 Λογαριθμική Παλινδρόμηση Απόδοσης Ενεργητικού	85
8.4.2 Λογαριθμική Παλινδρόμηση Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων	86

8.4.3 Λογαριθμική Παλινδρόμηση Χρηματιστηριακής Απόδοσης.....	87
8.4.4 Συμπεράσματα Παλινδρομήσεων – Ανάλυση Στατιστικής Σημαντικότητας Μεταβλητών	88
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9	90
9. Συμπεράσματα Έρευνας	90
Βιβλιογραφία	95
Ελληνική Βιβλιογραφία	95
Ξένη Βιβλιογραφία.....	95
Νομολογία	100
Παράρτημα.....	101

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά την
επιβλέπουσα καθηγήτρια κ. Μαρία – Ελένη Αγοράκη
για την καθοδήγηση και τις πολύτιμες συμβουλές της,
που συνέβαλαν στην ολοκλήρωση της συγγραφής
της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Περίληψη

Η Εταιρική Διακυβέρνηση θεωρείται ως ένας μηχανισμός με πολλαπλή συμβολή στην οικονομική απόδοση και ανάπτυξη των επιχειρήσεων, χωρίς φυσικά να περιορίζεται μόνο εκεί. Θεωρείται επίσης μηχανισμός φορολογικής συμμόρφωσης, εφόσον συμβάλλει στην ανάπτυξη αξιοπιστίας και διαφάνειας. Παράλληλα, συμβάλλει στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών, η οποία εκφράζεται με την επιβράβευση των επιχειρήσεων που υιοθετούν όχι μόνο τυπικές, αλλά και ουσιαστικές τακτικές καλής Εταιρικής Διακυβέρνησης, εφόσον τέτοιου είδους επιχειρήσεις βρίσκονται στις πρώτες προτιμήσεις των επενδυτών.

Η πολυπλοκότητα της συμβολής της Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτέλεσε το έναυσμα για τη συγγραφή της παρούσας εργασίας. Αρχικά, αναλύεται κατά πόσο συμβάλλει στη δημιουργία φορολογικής συνείδησης για τις επιχειρήσεις, γεγονός που τις οδηγεί στην υιοθέτηση συμπεριφορών που συγκλίνουν με το φορολογικό καθεστώς, με συνέπεια να εναρμονίζονται πλήρως με τις φορολογικές επιταγές.

Στη συνέχεια επιχειρείται να διερευνηθεί η σχέση μεταξύ ορισμένων αντιπροσωπευτικών παραγόντων Εταιρικής Διακυβέρνησης και της Εταιρικής Απόδοσης, εκφρασμένης τόσο με λογιστικά μεγέθη, όσο και με μεγέθη αγοράς. Πιο συγκεκριμένα, με βάση τα στοιχεία των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων σαράντα πέντε ελληνικών εταιρειών εισηγμένων στο Ελληνικό Χρηματιστήριο για το διάστημα 2009 – 2013, γίνεται προσπάθεια εντοπισμού πιθανών αλληλεξαρτήσεων μεταξύ των παραγόντων Εταιρικής Διακυβέρνησης και Εταιρικής Απόδοσης.

Abstract

Corporate Governance is regarded as a mechanism with complicated contribution to the enterprises' financial performance and development, without being restricted only to this role. It is also regarded as a mechanism of tax compliance, as it contributes to the growth of reliability and transparency. Moreover, it contributes to the investors' trust enforcement, which can be expressed by the rewarding of those enterprises that adopt not only official but substantial regulars of good Corporate Governance, as these enterprises come first to investors' preferences.

The trigger of writing this paper was exactly this complicated contribution of Corporate Governance. Initially, it is analyzed how Corporate Governance contributes to the development of tax conscience to the enterprises and how this can lead them to the adoption of tax accepted behaviors. As a consequence, enterprises are fully harmonized to tax demands.

Subsequently, it is attempted to investigate the relationship between some representative factors of Corporate Governance and Corporate Performance, which is expressed not only by accounting figures, but in terms or market as well. More specifically, based on the published financial reports of forty five Greek enterprises listed to Athens Stock Exchange, an effort is made to point out the possible interdependence between the factors of Corporate Governance and Corporate Performance.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

1. Εισαγωγή

Με την Εταιρική Διακυβέρνηση νοείται εκείνο το σύστημα με το οποίο ελέγχεται και διοικείται μια επιχείρηση. Δεδομένων των οικονομικών εξελίξεων και απαιτήσεων στο σύγχρονο περιβάλλον, γίνεται αντιληπτό ότι ένα τέτοιο σύστημα αποτελεί ξεχωριστής σημασίας παράγοντας για όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη, τα οποία είναι διαφορετικής φύσεως και ως εκ τούτου έχουν διαφορετικούς σκοπούς. Για το λόγο αυτό, η Εταιρική Διακυβέρνηση καλείται να εναρμονίσει και να συγκλίνει όλη αυτή τη διαφορετικότητα.

Με την Εταιρική Διακυβέρνηση δεν επιδιώκεται απλά και μόνο η συμμόρφωση με κάποιους νόμους. Ο σκοπός της, όπως άλλωστε και η συμβολή της, είναι πολύπλοκος. Από τους πρωταρχικούς σκοπούς μιας επιχείρησης είναι η δημιουργία μιας ισχυρής εικόνας απέναντι στο επενδυτικό κοινό και την κοινωνία. Προκειμένου να επιτευχθεί κάτι τέτοιο, απαιτούνται από μέρους της επιχείρησης κινήσεις που επιβεβαιώνουν και εγκαθιστούν τη διαφάνεια και την αξιοπιστία, έτσι ώστε να καταστεί βιώσιμη, ανταγωνίσιμη και εξελισσόμενη. Όταν μια επιχείρηση υιοθετεί εσωτερικούς και εξωτερικούς κανόνες ενισχύει την εικόνα της απέναντι στο επενδυτικό κοινό, με αποτέλεσμα να αποτελεί πόλο έλξης πολλών επενδυτών, ενώ από την άλλη, εξασφαλίζει την άμεση άντληση κεφαλαίων που θα της επιτρέψει να εδραιώσει τη θέση της στο ανταγωνιστικό πεδίο και να πραγματοποιήσει τα επενδυτικά της σχέδια.

Η σπουδαιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην οικονομική ανάπτυξη και στον καθορισμό της συγκριτικής θέσης των επιχειρηματικών μονάδων στην παγκόσμια οικονομική ιεραρχία, την έχει καταστήσει αντικείμενο ιδιαίτερου ενδιαφέροντος για ακαδημαϊκά και ανώτατα στελέχη επιχειρήσεων. Η Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί σημαντική πρόκληση για τις αναπτυσσόμενες οικονομίες και κυρίως για τις πρώην κεντρικά σχεδιαζόμενες οικονομίες. Καθώς οι ιδιωτικοποιήσεις αποτελούν το βασικό μοχλό της διαδικασίας φιλελευθεροποίησής τους, έχει εξαιρετική σημασία οι αλλαγές στις εταιρείες να διασφαλίζουν τη δημιουργία υγιούς μετοχικής βάσης και να

προκρίνουν πρακτικές διακυβέρνησης οι οποίες θα προσελκύουν μακροχρόνια επενδυτικά κεφάλαια.

Σύμφωνα με τον Οργανισμό για την Οικονομική Συνεργασία και Ανάπτυξη (**ΟΟΣΑ, 1999**) η Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί το σύστημα με το οποίο οι εταιρείες παρακολουθούνται και ελέγχονται, μέσα από ένα νέο πλαίσιο εταιρικής πρακτικής και συμπεριφοράς, προκειμένου να δημιουργηθεί ένα κλίμα εμπιστοσύνης μεταξύ επιχειρήσεων και ιδιοκτητών. Πιο συγκεκριμένα, η εταιρική διακυβέρνηση ορίζεται ως το «σύνολο των κανόνων με τους οποίους μια επιχείρηση διοικείται και ελέγχεται με σκοπό τη μεγιστοποίηση της κερδοφορίας και της μακροχρόνιας αξίας της επένδυσης όλων των ομάδων των ενδιαφερομένων (stakeholders) (**Shleifer and Vishny, (1997)**). Επομένως, το σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης εξειδικεύει τη διάρθρωση των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων μεταξύ των διαφορετικών συμμετεχόντων σε μία εταιρεία, όπως το Διοικητικό Συμβούλιο, τα ανώτατα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη, τους μετόχους (shareholders) και άλλους εταίρους (stakeholders) όπως είναι οι εργαζόμενοι, οι προμηθευτές, οι μακροχρόνιοι πελάτες και η τοπική κοινωνία. Κατά συνέπεια, δεν περιορίζεται μόνο στους μετόχους, αλλά περιλαμβάνει την κοινωνία ολόκληρη, δίνοντας βάση στην κατανομή των αρμοδιοτήτων και ευθυνών μεταξύ των παραπάνω ομάδων.

Επιπλέον, η Εταιρική Διακυβέρνηση προσφέρεται για να προσεγγισθεί και να επιλυθεί το βασικό πρόβλημα του «εντολέα – εντολοδόχου» (principal-agent problem), το οποίο αναφέρεται στην επιλογή των ικανότερων διαχειριστών της εταιρείας (εντολοδόχοι) και κυρίως στον τρόπο με ποιο τρόπο αυτοί θα είναι αξιόπιστοι και θα λογοδοτούν στους μετόχους – επενδυτές αυτής (εντολείς). Δεδομένων των διαφορετικών και αλληλοσυγκρουόμενων συμφερόντων μεταξύ ιδιοκτητών (μέτοχοι) και διαχειριστών (management) της εταιρείας, το σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης οφείλει να διασφαλίζει ότι τα συμφέροντα αυτά ευθυγραμμίζονται, κατά το δυνατό, ώστε να επιτυγχάνεται το άριστο επίπεδο αποτελεσματικότητας και κερδοφορίας. Η αποτελεσματική προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων μειωσιμότητας και η ενίσχυση της αποτελεσματικότητας των διοικητικών συμβουλίων στο ρόλο της παρακολούθησης των αποφάσεων της εκτελεστικής διοίκησης (management) αποτελούν κρίσιμες διαδικασίες.

Η παρούσα εργασία αποσκοπεί πρώτιστα στο να διερευνήσει την συμβολή της Εταιρικής Διακυβέρνησης στη Φορολογική Συμμόρφωση, υπογραμμίζοντας τον τρόπο με τον οποίο οι πρακτικές της πρώτης μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εργαλείο για την επίτευξη της δεύτερης. Ο δεύτερος σκοπός της εργασίας σχετίζεται με τη μελέτη της συμβολής της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Εταιρική Απόδοση των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων. Για το λόγο αυτό, γίνεται αρχικά μια βιβλιογραφική ανασκόπηση των αντίστοιχων ερευνών που έχουν ασχοληθεί με τη συγκεκριμένη σχέση, ενώ στη συνέχεια, με τη βοήθεια δεικτών αποδοτικότητας και μέτρησης της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης αναλύεται η μεταξύ τους συσχέτιση. Η έρευνα αποσκοπεί στην παροχή κινήτρων στις ελληνικές επιχειρήσεις για περαιτέρω φορολογική και ουσιαστική συμμόρφωση, επαληθεύοντας ένα από τα βασικότερα πλεονεκτήματα του θεσμού της Εταιρικής Διακυβέρνησης που είναι η αύξηση της Εταιρικής Απόδοσης, απαιτούμενο κίνητρο για κάθε λειτουργούσα επιχείρηση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

2. Θεσμικό Πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης

Ανατρέχοντας στο παρελθόν μπορούν να εντοπιστούν διαφόρων ειδών σκάνδαλα μεγάλων εταιρειών, από τα οποία ζημιώθηκαν κυρίως οι μέτοχοι, λόγω ελλιπούς προστασίας τους. Η προστασία των μετόχων προϋποθέτει διαφάνεια, έγκαιρη και έγκυρη πληροφόρησή τους, αποτελεσματικούς και ανεξάρτητους ελέγχους, ισχυρό εποπτικό ρόλο του διοικητικού συμβουλίου, καθώς και ύπαρξη αξιόπιστων λογιστικών και οικονομικών καταστάσεων.

Τα παραπάνω είναι μερικές προκλήσεις στις οποίες πρέπει να ανταποκριθεί κάθε οργανωμένη κεφαλαιαγορά, προκειμένου να επιτευχθεί αποτελεσματική λειτουργία των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε αυτήν. Οι προκλήσεις αυτές, σε συνδυασμό με την εμφάνιση μεγάλων κρίσεων, έχει αποδειχθεί ιστορικά ότι δίνουν το έναυσμα προκειμένου να ληφθούν τα κατάλληλα μέτρα για να ξεπεραστούν τα προβλήματα που εμφανίστηκαν, ή για να προλάβουν νέα που ενδέχεται να προκύψουν.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο, η ανάγκη αυτή οδήγησε στη σύσταση της Επιτροπής Cadbury, η οποία το 1992 διατύπωσε ένα εθελοντικό κώδικα για την εφαρμογή της Εταιρικής Διακυβέρνησης στη Μεγάλη Βρετανία. Αφορμή για τη σύσταση της επιτροπής αυτής στάθηκαν τα σκάνδαλα που ξέσπασαν το 1991 στις εταιρείες MGN, Poly Peck και BCCI. Παράλληλα, στην Αμερική υιοθετήθηκε νέος νόμος για την Εταιρική Διακυβέρνηση τον Ιούλιο του 2002 από το Αμερικάνικο Κογκρέσο. Αντίστοιχα, αφορμή για την θέσπιση του νόμου αποτέλεσαν οικονομικά σκάνδαλα που ξέσπασαν τη δεκαετία του 2000, όπως αυτά των Enron, WorldCom, Tyco International και Adelphia Peregrine Systems.

Στην Ευρώπη τις δυο τελευταίες δεκαετίες, έχουν διατυπωθεί πολλοί κώδικες Εταιρικής Διακυβέρνησης, οι οποίοι βασίζονται στην οικειοθελή «συμμόρφωση» και με τις ουσιαστικές διατάξεις τους συνιστούν πλέον το κυρίαρχο εργαλείο για τη θέσπιση προτύπων διακυβέρνησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Γενικά, πολλοί διεθνείς οργανισμοί και εγχώριοι φορείς, στην προσπάθειά τους να βελτιώσουν τους

μηχανισμούς που διέπουν τις σχέσεις μεταξύ όλων των συμμετεχόντων σε μια εταιρεία, έχουν διατυπώσει μια σειρά από βέλτιστες πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης (*Ξανθάκης et al. 2003*). Στην Ελλάδα η απουσία ενός ευρέως αποδεκτού και εφαρμοσμένου κώδικα «συμμόρφωσης» αποτέλεσε το έναυσμα του Συνδέσμου Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών (*Σ.Ε.Β.*) για τη διατύπωση του Ελληνικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης (*Ε.Κ.Ε.Δ.*), με σκοπό την περαιτέρω συμμόρφωση των ελληνικών εταιρειών με τις επιταγές της ευρωπαϊκής νομοθεσίας, αναφορικά με την Εταιρική Διακυβέρνηση.

2.1 Θεσμικό πλαίσιο σε παγκόσμιο επίπεδο

2.1.1 Επιτροπή Cadbury

Το θέμα της Εταιρικής Διακυβέρνησης απασχόλησε πολύ νωρίς τις ανεπτυγμένες χώρες και τις ώριμες χρηματιστηριακές αγορές, όπως αυτές της Αγγλίας, των ΗΠΑ και άλλων ευρωπαϊκών χωρών (Γερμανία, Βέλγιο), κυρίως λόγω των αυξανόμενων σκανδάλων που είχαν παρατηρηθεί. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπως προαναφέρθηκε, συστάθηκε η Επιτροπή Cadbury, ανοίγοντας το δρόμο σε θέματα Εταιρικής Διακυβέρνησης, ενώ αυτή τη στιγμή πρωταγωνιστικό ρόλο κατέχει ο νόμος Sarbanes – Oxley, στις ΗΠΑ.

Αναλυτικότερα, στην Ευρώπη οι μηχανισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης άρχισαν να γίνονται το επίκεντρο συζητήσεων του επιχειρηματικού χώρου στις αρχές της δεκαετίας του '90, ενώ έως τότε μόνο κάποιες προτάσεις επί διοικητικών μηχανισμών των εισηγμένων εταιρειών υπήρχαν. Τη δεκαετία του '80, η κατάχρηση εξουσιών από τα διευθυντικά στελέχη οδήγησε σε αρκετά οικονομικά σκάνδαλα εταιρειών, με αποτέλεσμα να κλονιστεί σοβαρά η εμπιστοσύνη των επενδυτών προς τις χρηματαγορές. Προκειμένου να περιοριστούν τέτοια φαινόμενα συστάθηκε η επιτροπή Cadbury, η οποία αποτέλεσε την αφετηρία για το “Corporate Governance”. Η επιτροπή αυτή το 1992 συνέταξε μια έκθεση και έναν κώδικα εταιρικής συμπεριφοράς, γνωστό ως “The Code for Best Practice”, τα οποία αποτελούν τη βάση της οργανωτικής και διοικητικής λειτουργίας κάθε εταιρείας που επιθυμεί να συμμορφωθεί με τους κανόνες ορθής λειτουργίας και διαφάνειας.

Στη συνέχεια αναφέρονται τα βασικά σημεία της έκθεσης της Επιτροπής Cadbury, τα οποία είναι:

1. Τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών πρέπει να περιλαμβάνουν και μη εκτελεστικά μέλη, δηλαδή Συμβούλους που δεν έχουν σχέση εξαρτημένης εργασίας με την εταιρεία, ώστε να διακατέχονται από ανεξάρτητη κρίση στις αποφάσεις τους για θέματα στρατηγικής, απόδοσης και κανόνων πειθαρχίας. Η πλειοψηφία των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να είναι ανεξάρτητη από τη διοίκηση και απαλλαγμένη από επιχειρηματικές δραστηριότητες, ή άλλου τύπου σχέσεις που θα μπορούσαν να επηρεάσουν την αντικειμενική τους κρίση. Επίσης, θα πρέπει να τοποθετούνται για συγκεκριμένους σκοπούς στο Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας, η επανατοποθέτησή τους δε θα πρέπει να γίνεται αυτόματα και οι αμοιβές τους θα πρέπει να αντικατοπτρίζουν το χρόνο για τον οποίο δεσμεύονται με την εταιρεία.
2. Τα Διοικητικά Συμβούλια θα πρέπει να συνέρχονται συχνά και να ασκούν πλήρη και αποτελεσματικό έλεγχο της εταιρείας και των διευθυντικών στελεχών της.
3. Οι θέσεις του Προέδρου του ΔΣ και του Διευθύνοντος Συμβούλου είναι προτιμότερο να κατέχονται από διαφορετικά πρόσωπα.
4. Οι εταιρείες πρέπει να θεσπίσουν Επιτροπή Καθορισμού Αμοιβών Διευθυντικών / Διοικητικών Στελεχών που θα απαρτίζεται αποκλειστικά ή κύρια από μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ, οι οποίες θα πρέπει να καθορίζουν τις αμοιβές του Προέδρου και των πιο υψηλόμισθων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Σημαντική παράμετρος ως προς το μέγεθος των αμοιβών των διευθυντών είναι ο διαχωρισμός του μηνιαίου μισθού από τα bonus που προκύπτουν από την απόδοσή τους.
5. Οι εταιρείες πρέπει να θεσπίσουν Επιτροπή Υποβολής και Αξιολόγησης Υποψηφιοτήτων για το ΔΣ.
6. Τα Διοικητικά Συμβούλια οφείλουν να εγκαθιδρύσουν Επιτροπή Ελέγχου (*audit committee*), η οποία θα αποτελείται από 3 μη εκτελεστικά μέλη, που θα έχουν σαφή πεδία ελέγχου στα καθήκοντα των μελών του Διοικητικού

Συμβουλίου, θα ορίζουν τον εξωτερικό ελεγκτή με τον οποίο θα διασφαλίζουν μια απρόσκοπτη συνεργασία και θα ελέγχουν τις εξαμηνιαίες και ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας πριν την υποβολή τους στο Διοικητικό Συμβούλιο.

7. Αναφορικά με τα εκτελεστικά μέλη, ο κώδικας ορίζει ότι τα συμβόλαιά τους δε θα πρέπει να ξεπερνούν τα 3 έτη χωρίς τη συναίνεση των μετόχων.

Σημειώνεται ότι το Χρηματιστήριο του Λονδίνου υιοθέτησε τον Κώδικα σαν κριτήριο εισαγωγής εταιρειών στο Χρηματιστήριο, παρέχοντας όμως στις επιχειρήσεις την επιλογή μη υιοθέτησης του Κώδικα, υπό τον όρο ότι θα απεκάλυπταν το σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησής τους και τους λόγους μη υιοθέτησης του σχετικού κώδικα.

Οι προτάσεις της Επιτροπής Cadbury έγιναν αντικείμενο ευρείας συζήτησης και προκάλεσαν ανάλογες πρωτοβουλίες σε πολλές χώρες, όπως στις Η.Π.Α., στον Καναδά, σε Χόνγκ-Κόνγκ, στη Νότια Αφρική, Αυστραλία, Γαλλία και Ελλάδα. (Τραυλός, 2004).

2.1.2 Αρχές ΟΟΣΑ

Επιπλέον, καθοριστικής σημασίας είναι οι οδηγίες που θεσπίστηκαν από τον ΟΟΣΑ το 1999, οι οποίες αναθεωρήθηκαν το 2004 και αναφέρονται στις βασικότερες περιοχές καλής Εταιρικής Διακυβέρνησης. Παράλληλα, αποτέλεσαν τη βάση για τους κώδικες που ισχύουν στην υπόλοιπη Ευρώπη. Αν και στη βάση τους αφορούν πολυμετοχικές επιχειρήσεις (publicly traded), ωστόσο μπορούν επίσης να εφαρμοσθούν σε ιδιωτικές (privately held) και κρατικές επιχειρήσεις.

Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι μια αλυσίδα σχέσεων μεταξύ των ανώτερων διευθυντικών στελεχών της εταιρείας, του Διοικητικού Συμβουλίου, των μετόχων και αυτών που έχουν νόμιμα συμφέροντα σε αυτήν. Ουσιαστικά, η Εταιρική Διακυβέρνηση παρέχει τη δομή, μέσω της οποίας τίθενται οι αντικειμενικοί σκοποί της εταιρείας και καθορίζονται τα μέσα επίτευξής τους και φυσικά ο συνολικός έλεγχος της επίδοσής της. Η καλή Εταιρική Διακυβέρνηση πρέπει να παρέχει κίνητρα στο Διοικητικό Συμβούλιο, ώστε αυτό να επιτυγχάνει τους στόχους εκείνους που ωφελούν την εταιρεία και τους μετόχους και βέβαια διευκολύνουν τον

αποτελεσματικό έλεγχο. Επιπλέον, θα πρέπει να συμβάλλει στη σύγκλιση των ιδιοτελών συμφερόντων του Διοικητικού Συμβουλίου και των διευθυντικών στελεχών προάγοντας το γενικό συμφέρον της επιχείρησης και του συνόλου των μετόχων της. Με τον τρόπο αυτό εδραιώνεται το ύψος εκείνο του βαθμού εμπιστοσύνης που είναι απαραίτητο για την ορθή λειτουργία της αγοράς, με αποτέλεσμα να μειώνεται το κόστος κεφαλαίου, δεδομένου του χαμηλού κινδύνου λόγω αποτελεσματικότερης Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Η αναθεώρηση των Αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ (2004) αποσκοπούσε στη δημιουργία ενός πλαισίου για αποτελεσματική Εταιρική Διακυβέρνηση. Οι αρχές αυτές είναι οι εξής:

- Τα δικαιώματα των μετόχων: οι κανόνες δίνουν έμφαση στην εξασφάλιση της ιδιοκτησίας των μετόχων, στο δικαίωμα για πλήρη αποκάλυψη πληροφοριών, στα δικαιώματα ψήφου, τη συμμετοχή στις αποφάσεις που αφορούν στις κύριες εταιρικές αλλαγές, όπως η πώληση ή ανταλλαγή στοιχείων των ενεργητικού, συμπεριλαμβανομένων των εξαγορών και συγχωνεύσεων και της εκδόσεως νέων μετοχών.
- Η δίκαιη μεταχείριση των μετόχων: όλοι οι μέτοχοι και κυρίως οι μικροί θα πρέπει να έχουν ίσα δικαιώματα και υποχρεώσεις, καθώς και τη δυνατότητα να εξασφαλίζουν αποζημίωση για την καταπάτηση των δικαιωμάτων τους. Δίνεται ιδιαίτερη βαρύτητα στην προστασία των μικρομετόχων, ορίζοντας την πλήρη αποκάλυψη όλης της σχετικής πληροφόρησης. Ουσιαστικά, διασφαλίζεται η ισότιμη μεταχείριση των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων της μειοψηφίας και των ξένων μετόχων. Όλοι οι μέτοχοι οφείλουν να έχουν τη δυνατότητα να απολαμβάνουν αποτελεσματικής αποκατάστασης για την καταπάτηση των δικαιωμάτων τους.
- Ο ρόλος των ομάδων ενδιαφερομένων στην Εταιρική Διακυβέρνηση: ένα καλό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να εγγυάται ότι οι ομάδες που έχουν νόμιμα συμφέροντα με την επιχείρηση θα πρέπει να προστατεύονται από το νόμο, να έχουν πλήρη πρόσβαση σε όλη τη σχετική πληροφόρηση. Σε αυτή τη βάση μπορεί να ενισχυθεί η συνεργασία μεταξύ

επιχείρησης και ομάδων ενδιαφερομένων με σκοπό τη δημιουργία πλούτου, θέσεων εργασίας και διατηρήσιμων χρηματοοικονομικά επιχειρήσεων.

- ο Η έγκαιρη και έγκυρη αποκάλυψη και διαφάνεια: οι αρχές του ΟΟΣΑ εξασφαλίζουν ότι υπάρχει πλήρης αποκάλυψη και διαφάνεια όλων των στοιχείων που αφορούν την επιχείρηση, όπως χρηματοοικονομική κατάσταση, απόδοση, ιδιοκτησία και έλεγχος επιχείρησης, συμπεριλαμβανομένου του Διοικητικού Συμβουλίου και των αμοιβών των μελών του. Επιπλέον, οι αρχές διευκρινίζουν ότι οι ετήσιοι έλεγχοι διενεργούνται από ανεξάρτητους ελεγκτές που τηρούν υψηλής ποιότητας λογιστικά πρότυπα, χρηματοοικονομικής και μη αποκάλυψης. Τα κανάλια μετάδοσης αυτών των πληροφοριών θα πρέπει να παρέχουν την πληροφόρηση έγκαιρα και με χαμηλό κόστος.
- ο Η ευθύνη του Διοικητικού Συμβουλίου: οι αρχές του ΟΟΣΑ παραθέτουν με λεπτομέρεια τις λειτουργίες του Διοικητικού Συμβουλίου για την εξασφάλιση της καλής πορείας της εταιρείας, την προστασία των μετόχων και των λοιπών ομάδων ενδιαφερομένων. Ένα καλό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης πρέπει να εγγυάται και να αποκαλύπτει τη στρατηγική πορεία της εταιρείας, τον αποδοτικό έλεγχο των στελεχών από το Διοικητικό Συμβούλιο και την ευθύνη του τελευταίου στην εταιρεία που δεν είναι άλλη από τους μετόχους και τις ομάδες ενδιαφερομένων. Γίνεται λοιπόν εμφανής η σχέση των παραγόντων αυτών με την εταιρική στρατηγική, τον κίνδυνο, την αμοιβή των στελεχών και την απόδοση, καθώς επίσης και με τα λογιστικά συστήματα και τις επίσημες εκθέσεις (reports). Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου πρέπει να ενεργούν στη βάση της πλήρους πληροφόρησης, καλόπιστα με αμείωτο ενδιαφέρον για το συμφέρον της εταιρείας και των ομάδων ενδιαφερομένων της, σύμφωνα με τους ισχύοντες νόμους. Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να ασκεί αντικειμενική κριτική στα εταιρικά θέματα ανεξάρτητα από τη διοίκηση.

Οι αρχές του ΟΟΣΑ έχουν εθελοντικό χαρακτήρα και στοχεύουν στην καταστολή ή αποτροπή οικονομικών εγκλημάτων. Όπως είναι αναμενόμενο, σε κράτη μέλη που θεσπίζουν κανόνες και νόμους συναφείς προς τις αρχές του ΟΟΣΑ η διάπραξη τέτοιων εγκλημάτων καθίσταται δυσχερής. Από την άλλη, οι επιχειρήσεις

προκειμένου να ανταποκριθούν στις νέες απαιτήσεις και να ωφεληθούν από τις προκύπτουσες ευκαιρίες, είναι φανερό ότι θα πρέπει να προσαρμόσουν τις πρακτικές διακυβέρνησής τους. Οι αρχές του ΟΟΣΑ αποτελούν έναν καλό οδηγό, τονίζοντας ότι ένα καλό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης μπορεί να δημιουργηθεί με την κρατική ανάμιξη και την ιδιωτική πρωτοβουλία των εταιρειών, δίνοντας έμφαση στη δικαιοσύνη, τη διαφάνεια, την αποκάλυψη και την υπευθυνότητα.

2.1.3 Νόμος Sarbanes – Oxley Act 2002

Ο νόμος Sarbanes – Oxley Act 2002, ή αλλιώς Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002, γνωστός και ως Sarbox ή SOX επικυρώθηκε στις 30 Ιουλίου 2002 στις ΗΠΑ και περιλαμβάνει μια ευρεία δέσμη μέτρων τα οποία θέτουν τις βάσεις για μια νομοθετική προσέγγιση της αποτελεσματικής και αυστηρής Εταιρικής Διακυβέρνησης. Η ανάγκη θέσπισης του νόμου αυτού ήταν απόρροια του κλονισμού της εμπιστοσύνης των επενδυτών για τις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων και την αξιοπιστία των ελεγκτικών εταιρειών. Τα μέτρα αυτά αφορούν μεταξύ άλλων:

1. Τη δημιουργία επιτροπής ελέγχου, η οποία θα λειτουργεί με συγκεκριμένα πρότυπα και στόχος της θα είναι ο έλεγχος των λογιστικών εταιρειών που παρέχουν υπηρεσίες ελεγκτών σε εισηγμένες εταιρείες.
2. Την απαίτηση για ανεξαρτησία και εποπτεία των ελεγκτών.
3. Την πιστοποίηση της αξιοπιστίας των οικονομικών καταστάσεων από τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη των εταιρειών. Πιο συγκεκριμένα, οι Διευθύνοντες Σύμβουλοι ή Γενικοί Διευθυντές και Οικονομικοί Διευθυντές των εισηγμένων θα πρέπει να πιστοποιούν εγγράφως ότι οι γνωστοποιήσεις σε ορισμένα από τα υποβαλλόμενα προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Ηνωμένων Πολιτειών δελτία δεν περιέχουν σημαντικά λάθη ή παραλείψεις, έχουν εφαρμοσθεί οι σχετικές διαδικασίες ελέγχου κατά τη συλλογή και παροχή πληροφοριών που αφορούν τα δελτία αυτά και έχουν αξιολογηθεί οι διαδικασίες και οι έλεγχοι διαφάνειας εντός 90 ημερών προ της ημερομηνίας υποβολής των δελτίων.

4. Την απαγόρευση της χορήγησης εταιρικών δανείων σε διευθυντές και ανώτατα στελέχη.
5. Τις προϋποθέσεις που θα εξασφαλίσουν βελτίωση της εταιρικής χρηματοοικονομικής λογιστικής και διεύρυνση της διαδικασίας γνωστοποιήσεων. Οι εταιρείες θα πρέπει να γνωστοποιούν σε «άμεση και συνεχή βάση» επιπλέον πληροφορίες για την περιουσιακή διάρθρωση και τα αποτελέσματα εκμετάλλευσης της εταιρείας, εφόσον η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Ηνωμένων Πολιτειών θεωρεί ότι τέτοια επιπλέον πληροφόρηση είναι απαραίτητη για το κοινό συμφέρον και για τους επενδυτές. Κάθε Ετήσιο Δελτίο που υποβάλλεται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Ηνωμένων Πολιτειών και περιλαμβάνει οικονομικά αποτελέσματα θα πρέπει να εμπεριέχει γνωστοποιήσεις για όλες τις σημαντικές διορθώσεις που πραγματοποιούνται από τους ορκωτούς ελεγκτές.
6. Σημαντικά βαρύτερες ποινές από αυτές που ίσχυαν προηγουμένως για τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, ανώτερα στελέχη, ορκωτούς ελεγκτές, αναλυτές και δικηγόρους στην περίπτωση μη συμμόρφωσής τους με την κείμενη νομοθεσία. Ακόμη, πολλές πράξεις ορίζονται ως κακουργήματα, όπως η παραποίηση ή καταστροφή αρχείων με πρόθεση την παρεμπόδιση της ορθής διενέργειας ελέγχων ή διαδικασιών πτώχευσης, η ηθελημένη μη διατήρηση όλων των αρχείων ελέγχου από Ορκωτό Ελεγκτή για πέντε χρόνια και η γνώση εκτέλεσης σχεδίου για παραπλάνηση επενδυτών.
7. Οι Επιτροπές Ελέγχου (Audit Committees) θα πρέπει να αποτελούνται από ανεξάρτητα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, να υπόκεινται σε ειδικές διατάξεις σχετικά με το διορισμό ελεγκτών, τις απολαβές και την επίβλεψή τους.

Για τον παραπάνω νόμο έχουν εκφραστεί αντικρουόμενες απόψεις. Αναλυτικότερα, οι υποστηρικτές του θεωρούν ότι αφενός συμβάλλει στην εδραίωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και αφετέρου στην ενίσχυση του ελέγχου των οικονομικών καταστάσεων. Οι αρνητικά διακείμενοι διατείνονται ότι προϋποθέτει μεγάλο κόστος εφαρμογής και επιπλέον είναι πολύπλοκος και αυστηρός.

2.2 Θεσμικό πλαίσιο στην Ελλάδα

Το άνοιγμα των αγορών δημιούργησε την εύλογη αναγκαιότητα της λειτουργίας και των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών σύμφωνα με τους αντίστοιχους κανόνες διακυβέρνησης των εταιρειών των προηγμένων αγορών. Οι ελληνικές επιχειρήσεις ενώ φαινομενικά υιοθετούν τις διάφορες τεχνικές Εταιρικής Διακυβέρνησης, στην πραγματικότητα τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης τους δεν χαρακτηρίζονται από συνοχή και συνέπεια. Πιο συγκεκριμένα, κανόνες της Εταιρικής Διακυβέρνησης υπάρχουν και στο νόμο που διέπει τις ανώνυμες εταιρείες (Ν.2190/1920), προκειμένου να προστατέψουν τους μειοψηφούντες μετόχους. Εκτός από αυτό το μέτρο στο Ν.2190/1920, έχουν κατά καιρούς θεσπιστεί και άλλα νομοθετικά κείμενα που είχαν ως στόχο τη διαφάνεια του τρόπου λειτουργίας της εταιρείας και της συμπεριφοράς των βασικών μετόχων της. Τα κείμενα αυτά είχαν ως βάση και αντίστοιχες ρυθμίσεις που είχαν ήδη τεθεί σε ισχύ σε άλλα κράτη, κυρίως μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Άλλωστε, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει θέσει σε εφαρμογή ειδικούς κανόνες που αφορούν τις εποπτευόμενες από αυτήν εταιρείες, ιδίως σχετικά με το έλεγχο της καταλληλότητας των στελεχών της επιχείρησης και γενικότερα των προσώπων που ασκούν τη διοίκηση των εταιρειών.

Η πρακτική που ακολουθείται από τις περισσότερες ελληνικές εισηγμένες εταιρείες, είναι η λήψη αποφάσεων από τους μεγάλους μετόχους και η απλή επικύρωση αυτών από τους μικρομετόχους. Αυτό οφείλεται στη μεγάλη διασπορά των μετοχών των επιχειρήσεων στους μεγάλους επενδυτές, παράλληλα με την αδυναμία των μικρομετόχων να έχουν μια ενεργή στάση απέναντι στη διοίκηση της επιχείρησης. Το 1998 – με πρώτη δημοσίευση το 2001 – τα Κέντρα Μελετών και Εκπαίδευσης της Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Αθηνών, έκαναν μια πρώτη ουσιαστική προσπάθεια για τη θέσπιση και υιοθέτηση κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης από τις ελληνικές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Σκοπός της μελέτης ήταν να προτείνει μια σειρά ειδικών μέτρων στις εταιρείες προκειμένου για την αποτελεσματικότερη διακυβέρνησή τους. Από τις ελληνικές εταιρείες υπήρξαν αντιδράσεις, οπότε και το Χ.Α.Α. στη συνέχεια όρισε μια σειρά ποιοτικών κριτηρίων με σκοπό να εξετάσει το βαθμό τήρησης των κανόνων της Εταιρικής Διακυβέρνησης από αυτές. Η διαδικασία περιελάμβανε την απάντηση ερωτηματολογίου, καθώς και

την κατηγοριοποίηση των εταιρειών με ποιοτικά κριτήρια και στη συνέχεια δημοσιοποίηση τους πίνακα αυτού. Ενδεχομένως, να τίθεται θέμα κατά πόσο το Χ.Α.Α. έχει το έννομο δικαίωμα για τέτοιου είδους πρακτικές, αφού μπορεί να θεωρηθούν ως επενδυτικές συμβουλές προς το κοινό για την ποιότητα των εισηγμένων εταιρειών, λόγω του δημόσιου χαρακτήρα του, καθώς και του κύρους που φέρει. Άλλωστε, το Χ.Α.Α. δε δύναται σε καμία περίπτωση να θεωρηθεί σύμβουλος επενδύσεων, ώστε να κατηγοριοποιεί τις εταιρείες έστω και με βάση κάποια κριτήρια, γιατί με αυτόν τον τρόπο είναι σα να διεξάγει επιλεκτική προβολή μερικών εταιρειών. Η εισαγωγή των εταιρειών στο χρηματιστήριο είναι άλλωστε βασισμένη σε ορισμένα κριτήρια κοινά για όλες τις επιχειρήσεις, και η αναβάθμιση τους πρέπει να γίνεται με βάση την αξιόπιστη λειτουργία τους.

2.2.1 Επιτροπή Εταιρικής Διακυβέρνησης

Το 1999 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συνέστησε την Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα η οποία εξέδωσε ένα κείμενο με τίτλο: «*Αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του Ανταγωνιστικού Μετασχηματισμού της*». Σκοπός της ήταν να διαμορφώσει ένα πλαίσιο συμπεριφοράς των επιχειρήσεων σε γενικές γραμμές, χωρίς να λαμβάνουν το χαρακτήρα των υποχρεωτικών ρυθμίσεων. Είχαν δηλαδή το χαρακτήρα της πρότασης, οπότε και τα μέλη της Επιτροπής περίμεναν την απλή συναίνεση των επιχειρήσεων σε έναν κώδικα αρχών και προτάσεων, η αποτελεσματικότητα του οποίου θα εξαρτιόταν από το βαθμό αποδοχής του από τους παραγωγικούς φορείς.

Ωστόσο, η Επιτροπή, φοβούμενη την καθυστέρηση ή τη μη εφαρμογή των κανόνων αυτών, υιοθέτησε μια προσέγγιση συμμόρφωσης ή εξήγησης, σύμφωνα με την οποία η επιχείρηση που παρεκκλίνει από τις αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης οφείλει να εξηγεί τους λόγους (Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, 1999). Η ίδια επιτροπή υποστηρίζει ότι, το υπάρχον ελληνικό νομικό πλαίσιο δεν ανταποκρίνεται στις σύγχρονες ανάγκες Εταιρικής Διακυβέρνησης. Η λειτουργία των εισηγμένων επιχειρήσεων στηρίζεται στο Ν. 2190/1920, ο οποίος δεν προστατεύει πλήρως τα δικαιώματα των μικρομετόχων, δεν αποσαφηνίζει τις προϋποθέσεις διάφορων συναλλαγών, όπως συγχωνεύσεις και εξαγορές, και δεν διασφαλίζει

ικανοποιητικά τη διαφάνεια που απαιτείται στις εσωτερικές διαδικασίες. Επίσης, απαιτείται η ύπαρξη ανεξάρτητων ατόμων στη θέση των μη – εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου ή/και των μετόχων που κατέχουν την πλειοψηφία (Μέκος, 2003).

Ένα χρόνο αργότερα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με την απόφαση 5/204/2000 περί Κανόνων συμπεριφοράς των εισηγμένων εταιρειών στο Χ.Α.Α., καθώς και των προσώπων που συνδέονται με αυτές, ορίζει ότι κάθε εταιρεία πρέπει να διαθέτει μια επιτροπή ή μια ομάδα προσώπων που θα έχουν την ευθύνη να πληροφορούν άμεσα και ισότιμα τους μετόχους. Επίσης, θα πρέπει να τους ενημερώνουν και να τους εξυπηρετούν σχετικά με ποιο τρόπο μπορούν να ασκούν τα δικαιώματά τους, όπως αυτά ορίζονται από το νόμο ή/και το καταστατικό της εταιρείας.

2.1.2 Σύνδεσμος Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών (Σ.Ε.Β.) – Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης (Ε.Π.Ε.Δ.)

Εκτός από τις προαναφερθέντες προσπάθειες ανάπτυξης της Εταιρικής Διακυβέρνησης, γίνεται άλλη μία το 2007, με συνεργασία του **Συνδέσμου Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών** και του Brunel Business School. Οι δύο αυτοί παράγοντες υπογράφουν από κοινού το Μνημόνιο Συνεργασίας, δημιουργώντας το **Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης (Ε.Π.Ε.Δ.)**. Το Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης, εκδίδει δύο φορές το χρόνο ένα είδος περιοδικού με τίτλο «Επιθεώρηση», προσφέροντας στους αναγνώστες ειδήσεις, εξελίξεις, αποτελέσματα ερευνών και άλλες πληροφορίες σχετικά με το νέο πεδίο μελέτης «Εταιρική Διακυβέρνηση και Διοικητικά Συμβούλια». Στόχοι του ΕΠΕΔ είναι:

- Να αναδειχθεί σε μόνιμο βήμα συζήτησης και ανταλλαγής πληροφοριών.
- Να διαδίδει βέλτιστες πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης μεταξύ των ελληνικών επιχειρήσεων ώστε να αντεπεξέρχονται ικανοποιητικά στις ανάγκες της θεσμικής τους λειτουργίας.
- Να δημιουργήσει μία ολοκληρωμένη βάση δεδομένων για την Εταιρική Διακυβέρνηση των ελληνικών επιχειρήσεων.

- Να συμβάλλει στην ακαδημαϊκή έρευνα για την Εταιρική Διακυβέρνηση.
- Να συνεργάζεται και να αναπτύσσει σχέσεις με άλλες οργανώσεις στην Ελλάδα (π.χ. Χ.Α.Α., Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ένωση Εισηγμένων Εταιρειών) και το εξωτερικό (BUSINESSEUROPE, Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης – ECGI), με ιδιαίτερη έμφαση στις γειτονικές οικονομίες που βρίσκονται σε φάση μετάβασης.
- Να διευκολύνει την δημιουργία εθνικών και περιφερειακών οργάνων διαλόγου για την Εταιρική Διακυβέρνηση (*ΕΠΙΘΕΩΡΗΣΗ Ελληνικού Παρατηρητηρίου Εταιρικής Διακυβέρνησης, 2008*).

2.1.3 Ν. 3016/2002 – Ν. 3091/2002

Όπως έχει προαναφερθεί, η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα διέπεται από το Ν.2190/1920 περί Ανωνύμων Εταιρειών. Εκτός όμως από αυτόν τον νόμο, η Εταιρική Διακυβέρνηση διέπεται από τους κανόνες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και της λειτουργίας τους Χ.Α.Α.. Νομοθετικά εκφράζεται με το **Ν.3016/2002** «Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις» (Παράρτημα Α), όπως τροποποιήθηκε από το άρθρο 26 του νόμου **3091/2002**, με τον οποίο εισήχθηκαν ανώτεροι κανόνες στο ελληνικό εταιρικό δίκαιο και έγινε προσαρμογή της νομοθεσίας στα σημεία που αφορούν τη διοίκηση των ανωνύμων εταιρειών και ιδιαίτερα στα σημεία που αφορούν την εισαγωγή των μετοχών τους σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές. Ο ρόλος του Ν.3016/2002 είναι να προβλέπει τυχόν κυρώσεις που πρέπει να υποστούν οι εταιρείες όταν δεν εφαρμόζουν τις διατάξεις του. Οι κυρώσεις αυτές στη συνέχεια επιβάλλονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Επίσης, ο νόμος ασχολείται ιδιαίτερος με το ρόλο που έχουν στις εταιρείες τα μη-εκτελεστικά μέλη των διοικητικών συμβουλίων, καθώς επίσης απαιτεί από την εκάστοτε εταιρεία να ενημερώνει με πρακτικό εκλογής την Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς για το ποια είναι τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, ποια είναι εκτελεστικά, ποια μη εκτελεστικά και ποια ανεξάρτητα (*Μέκος, 2003*). Στην εισηγητική έκθεση του Ν.3016/2002, αναφέρεται το συνταγματικά κατοχυρωμένο δικαίωμα της ιδιοκτησίας επί μετοχών να έχουν τρεις εξουσίες: της διοίκησης, της

απόληψης μερισμάτων και της συμμετοχής στο προϊόν της εκκαθάρισης. Το δικαίωμα αυτό δεν είναι εφαρμόσιμο στις εισηγμένες εταιρείες, εξαιτίας του μεγάλου πλήθους το μετόχων. Ο νομοθέτης για να προστατεύσει τους μετόχους στα άρθρα του αναφέρει θέματα που αφορούν το μέρισμα και την αξία της μετοχής. Με αυτόν τον τρόπο, προσπαθεί να φέρει την ισορροπία. Γι' αυτό άλλωστε καταγράφηκε και το άρθρο 2 παρ. 1, το οποίο θεωρεί υποχρέωση των μελών του διοικητικού συμβουλίου την επιδίωξη τη συνεχή οικονομική ευημερία της εταιρείας.

Αξίζει να αναφερθεί ότι, ο συζητηθέν νόμος αναφέρεται μόνο στις εισηγμένες επιχειρήσεις και έχει υποχρεωτικό χαρακτήρα γι' αυτές, σε αντίθεση με τις ανεπτυγμένες οικονομίες, όπου η χρηματιστηριακή αγορά έμμεσα «επιβάλλει» στις επιχειρήσεις να ακολουθήσουν τους κώδικες Εταιρικής Διακυβέρνησης, διαφορετικά «τιμωρούνται» από το επενδυτικό κοινό. Επίσης, ο προαναφερθείς νόμος ρυθμίζει ζητήματα που αφορούν την οργάνωση και λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου, καθώς και την οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου της εταιρείας, αλλά δεν ρυθμίζει ζητήματα που σχετίζονται με τη αυτή καθ' αυτή λειτουργία της επιχείρησης, τις σχέσεις μεταξύ των μετόχων και της εταιρείας, και πολλά άλλα τέτοια ζητήματα. Τα καθήκοντα του διοικητικού συμβουλίου, το διορισμό και τα καθήκοντα των εκτελεστικών και μη μελών, ορίζονται στα άρθρα 2 – 5. Οι δε υποχρεώσεις των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. επιχειρήσεων για τον κανονισμό λειτουργίας και τον εσωτερικό έλεγχο τους ορίζονται στα άρθρα 6 έως 8. Τα βασικότερα σημεία του Νόμου έχουν ως εξής:

- ❖ Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου πρέπει να προσέχουν τις σχέσεις τους με τους μετόχους, γιατί οι μέτοχοι είναι και επενδυτές της επιχείρησης και αποτελούν βασικό τρόπο χρηματοδότησής της, σε αντίθεση με τον τραπεζικό δανεισμό. Ουσιαστικά υποχρεούνται να ενισχύουν τη μακροχρόνια οικονομική αξία της εταιρείας (συμφέροντα μετόχων) και να προασπίζονται το γενικό εταιρικό συμφέρον (συμφέροντα τρίτων παραγόντων που επηρεάζουν άμεσα ή έμμεσα την εταιρεία). Άρα, καθήκον της διοίκησης είναι η μη επιδίωξη ιδίων συμφερόντων που αντίκεινται στα εταιρικά συμφέροντα (άρθρο 2, Ν.3016/2002), αλλά η προστασία και η ενίσχυση της οικονομικής αξίας της επιχείρησης και ο έλεγχος της πορείας της τιμής της μετοχής. Έχοντας αυτόν τον στόχο στο μυαλό της διοίκησης, δεν τίθεται θέμα να

αποκλίνει μερικές φορές από τις διατάξεις του Ν.2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών». Άλλωστε, ο Ν.3016/2002 που αφορά την Εταιρική Διακυβέρνηση, στην εισηγητική του έκθεση, καθιστά ως θεμελιώδη αρχή την υποχρέωση που έχουν τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου να επιδιώκουν την αποδοτικότητα τόσο της εταιρείας όσο και των μετόχων της. Επιπλέον, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου οφείλουν να αποκαλύπτουν έγκαιρα στα υπόλοιπα μέλη τα ίδια συμφέροντά τους και κάθε άλλη σύγκρουση συμφερόντων που ενδέχεται να προκύψει κατά τη διάρκεια άσκησης των καθηκόντων τους.

- ❖ Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να διαχωρίζονται για χάρη της αποδοτικής πορείας της εταιρείας, σε εκτελεστικά, μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα – μη εκτελεστικά (άρθρο 3, Ν.3016/2002). Η τοποθέτηση των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών θα πρέπει να γίνεται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου. Τα εκτελεστικά μέλη θα πρέπει να ασχολούνται με τα καθημερινά θέματα διοίκησης της εταιρείας, ενώ τα μη εκτελεστικά θα πρέπει να προάγουν όλα τα εταιρικά ζητήματα και να ασχολούνται με την εποπτεία των εσωτερικών ελεγκτών. Ακόμη, τα μη εκτελεστικά μέλη χρειάζεται να είναι τουλάχιστον το 1/3 του συνόλου των μελών και μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών να υπάρχουν τουλάχιστον δυο ανεξάρτητα μέλη. Επιπλέον, τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη πρέπει να μην κατέχουν ποσοστό ανώτερο του 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας και να μην έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρεία κατά τη διάρκεια της θητείας τους, προκειμένου να εξασφαλιστεί η λήψη αντικειμενικότερων απόψεων και αποφάσεων, από το διοικητικό συμβούλιο για το συμφέρον της επιχείρησης. Γι' αυτό άλλωστε έχει προβλεφθεί να υποβάλλονται ξεχωριστές εκθέσεις και αναφορές από τα ανεξάρτητα μέλη προς τη γενική συνέλευση των μετόχων.
- ❖ Ο Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας καταρτίζεται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου και περιλαμβάνει τη διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρείας, τον προσδιορισμό των αρμοδιοτήτων των μελών του διοικητικού συμβουλίου, τις διαδικασίες πρόσληψης διευθυντικών στελεχών και αξιολόγησης της απόδοσής τους καθώς και τις διαδικασίες παρακολούθησης των συναλλαγών των μελών του διοικητικού συμβουλίου (άρθρο 6,

N.3016/2002). Σκοπός του εσωτερικού κανονισμού είναι η αυτοδέσμευση της εταιρείας να ακολουθεί διαδικασίες που θα έχει διαμορφώσει εκούσια.

- ❖ Η οργάνωση Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου με στόχο την παρακολούθηση της λειτουργίας της εταιρείας και τη διασφάλιση της συμμόρφωσης με το θεσμικό πλαίσιο, το οποίο αναφέρεται τόσο στο καταστατικό της επιχείρησης, όσο και στους ειδικούς νόμους που τη διέπουν (άρθρο 7, N.3016/2002). Επίσης, οι εσωτερικοί ελεγκτές είναι ανεξάρτητοι, ορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας, είναι πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης και εποπτεύονται από 1 έως 3 μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.

Συμπερασματικά, θα μπορούσε να ειπωθεί ότι με το Ν. 3016/2002 εισήχθηκαν κάποιες από τις βασικές αρχές καλής Εταιρικής Διακυβέρνησης, δίνοντας τον πρωταγωνιστικό ρόλο στο Διοικητικό Συμβούλιο, το οποίο και ευθύνεται συλλογικά για την επιτυχία της εταιρείας.

2.1.4 Ν. 3873/2010

Ωστόσο, εκτός από το Ν. 3016/2002 που αποτέλεσε την πρώτη προσπάθεια μεταρρύθμισης του συστήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα, ο Ν. 3873/3-9-2010 (που ενσωματώνει στο εθνικό δίκαιο τις Οδηγίες 2006/46/EK περί ετησίων και ενοποιημένων λογαριασμών και 2007/63/EK για τη σύνταξη έκθεσης από ανεξάρτητο εμπειρογνώμονα σε περίπτωση συγχώνευσης ή διάσπασης ανωνύμων εταιρειών) και ο Ν. 3884/24-9-2010 (που ενσωματώνει στο εθνικό δίκαιο την Οδηγία 2007/36/EK σχετικά με την άσκηση ορισμένων δικαιωμάτων από μετόχους εισηγμένων εταιρειών και αναλύεται στην ενότητα που ακολουθεί) εισάγουν μια ευρύτερη αντιμετώπιση θεμάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης και επιφέρουν σημαντικές αλλαγές στην εταιρική νομοθεσία.

Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με το **Νόμο 3873/2010:**

- οι ΑΕ των οποίων οι μετοχές ή άλλες κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά, υποχρεούνται να συμπεριλαμβάνουν στην ετήσια έκθεση διαχείρισης του Διοικητικού Συμβουλίου και Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης. Η Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι

υποχρεωτική στην ετήσια έκθεση διαχείρισης του Διοικητικού Συμβουλίου και περιέχει πληροφορίες σχετικά με τον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης της εταιρείας, τις πρακτικές αυτής για την Εταιρική Διακυβέρνηση, τα κύρια χαρακτηριστικά των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων, καθώς και πληροφορίες για τη Γενική Συνέλευση και το Διοικητικό Συμβούλιο. Τα ανωτέρω προϋποθέτουν ότι η εταιρεία έχει με κάποιο τρόπο κωδικοποιήσει και ήδη εφαρμόζει τις απαιτούμενες πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης, ιδιαίτερα αφού η υποχρέωση για Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης έχει ήδη προβλεφθεί από το Νόμο 3873/2010. Άλλωστε, η έκθεση του ανεξάρτητου ελεγκτή θα πρέπει να δηλώνει αν έχει συνταχθεί Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης και αν αυτή περιέχει όλα τα απαραίτητα πληροφοριακά στοιχεία.

- προστίθενται επιπλέον πληροφορίες οι οποίες πρέπει να περιλαμβάνονται στο προσάρτημα που καταρτίζουν οι ΑΕ, όπως πληροφορίες σχετικά με τη φύση και τον επιχειρηματικό στόχο των διακανονισμών που δεν περιλαμβάνονται στον ισολογισμό (π.χ. οι διακανονισμοί καταμερισμού κινδύνων και οφελών, οι υποχρεώσεις που απορρέουν από σύμβαση, όπως εξαγορά χρέους, συμφωνίες συνδυασμένης πώλησης και επαναγοράς, διακανονισμοί χρηματοδοτικής μίσθωσης και υπεργολαβίες), τις οικονομικές επιπτώσεις των διακανονισμών αυτών, καθώς και πληροφοριακά στοιχεία για τις συναλλαγές που πραγματοποιούνται με συνδεδεμένα μέρη.
- σε περίπτωση που το προσάρτημα και η έκθεση διαχείρισης του Διοικητικού Συμβουλίου δεν περιλαμβάνουν τις πληροφορίες για τους διακανονισμούς και για τη Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης που προαναφέρθηκαν, προβλέπεται επιβολή ποινών και στα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.
- το προσάρτημα των ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων, πρέπει να περιέχει πληροφορίες σχετικά με τη φύση και τον επιχειρηματικό στόχο κάθε διακανονισμού, όπως περιγράφεται ανωτέρω καθώς και περιγραφή διαφόρων πράξεων των συνδεδεμένων επιχειρήσεων, εξαιρουμένων των πράξεων εντός του Ομίλου.

- οι εταιρείες που καταρτίζουν ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, υποχρεούνται επίσης να περιγράφουν τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου στην ενοποιημένη έκθεση διαχείρισης του Διοικητικού Συμβουλίου.

2.1.5 Ν. 3884/2010

Επιπλέον, με το **Νόμο 3884/24-9-2010** διευκολύνεται η άσκηση των δικαιωμάτων των μετόχων στις γενικές συνελεύσεις, ενισχύοντας έτσι την ενεργό συμμετοχή των μετόχων στη λήψη αποφάσεων, η οποία αποτελεί βασική προϋπόθεση για υγιή Εταιρική Διακυβέρνηση. Ειδικότερα, οι νέες διατάξεις προβλέπουν:

1. Την ηλεκτρονική καταγραφή της ημερομηνίας απόκτησης της μετοχικής ιδιότητας στα αρχεία του φορέα «Ελληνικά Χρηματιστήρια Ανώνυμη Εταιρεία» (**Ε.Χ.Α.Ε.**) που τηρεί τις κινητές αξίες των εταιρειών με αξιοποίηση ηλεκτρονικών μέσων (record date).
2. Την κατάργηση του συστήματος της δέσμευσης/κατάθεσης των μετοχών ως προϋπόθεση για τη συμμετοχή των μετόχων και την άσκηση του δικαιώματος ψήφου στις γενικές συνελεύσεις εισηγμένων εταιριών.
3. Την πρόβλεψη από το καταστατικό της δυνατότητας συμμετοχής στη γενική συνέλευση με ηλεκτρονικά μέσα, χωρίς φυσική παρουσία στις συνελεύσεις (η συμμετοχή αυτή μπορεί να γίνει είτε με μετάδοση της συνέλευσης σε πραγματικό χρόνο είτε με αμφίδρομη επικοινωνία σε πραγματικό χρόνο), καθώς και τη δυνατότητα εξ αποστάσεως συμμετοχής των μετόχων στην ψηφοφορία, είτε με την άσκηση του δικαιώματος ψήφου με ηλεκτρονικά μέσα, είτε με ψηφοφορία δι' αλληλογραφίας.
4. Την έγκαιρη δημοσιοποίηση της πρόσκλησης των γενικών συνελεύσεων καθώς και όλων των απαραίτητων εγγράφων και πληροφοριών στην ιστοσελίδα κάθε εταιρείας εισηγμένης στο χρηματιστήριο.
5. Τη συμμετοχή των μετόχων στη γενική συνέλευση μέσω αντιπροσώπων, και την υποχρέωση του αντιπροσώπου να γνωστοποιεί στην εταιρεία κάθε γεγονός που μπορεί να είναι χρήσιμο στους μετόχους για την αξιολόγηση του

κινδύνου να εξυπηρετεί ο αντιπρόσωπος άλλα συμφέροντα πλην αυτών του μετόχου (θέματα σύγκρουσης συμφερόντων μετόχου και αντιπροσώπου).

6. Την υποχρέωση των εισηγμένων εταιρειών να δημοσιεύουν στην ιστοσελίδα τους το αργότερο εντός 5 ημερών, τα αποτελέσματα της ψηφοφορίας μετά από κάθε γενική συνέλευση, παρέχοντας επίσης πληροφορίες σχετικές με τον τρόπο ψήφησης κατά τη λήψη των αποφάσεων (π.χ. αριθμός ψήφων υπέρ και κατά κάθε απόφασης, ή αριθμός των αποχών)
7. Το δικαίωμα της μειοψηφίας των μετόχων για προσθήκη θεμάτων στην ημερήσια διάταξη γενικών συνελεύσεων για όλες τις εταιρείες συμπεριλαμβανομένων και των εισηγμένων εταιρειών.
8. Την υποχρέωση του διοικητικού συμβουλίου να θέτει στη διάθεση των μετόχων σχέδια αποφάσεων για θέματα που έχουν περιληφθεί στην αρχική ή αναθεωρημένη ημερήσια διάταξη.
9. Την δυνατότητα του διοικητικού συμβουλίου να απαντά ενιαία σε ερωτήματα μετόχων με το ίδιο περιεχόμενο, και την υποχρέωση παροχής πληροφοριών, είτε όταν οι σχετικές πληροφορίες παρέχονται ήδη στην ιστοσελίδα της εταιρείας σε μορφή ερωτήσεων – απαντήσεων, είτε αν η αιτιολόγηση αντιβαίνει στο νόμο και τα χρηστά ήθη.

2.1.6 Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης (Ε.Κ.Ε.Δ.)

Το επισφράγισμα όλων των προαναφερομένων νόμων αποτελεί ο Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης (**Ε.Κ.Ε.Δ., 2013**), ο οποίος είναι προσαρμοσμένος στην ελληνική νομοθεσία και την επιχειρηματική πραγματικότητα και έχει συνταχθεί με βάση την αρχή της «συμμόρφωσης ή εξήγησης», περιλαμβάνοντας έτσι και θέματα που ξεπερνούν τους υπάρχοντες νόμους και κανόνες. Ο συγκεκριμένος κώδικας δεν επιβάλλει υποχρεώσεις, αλλά εξηγεί πως να υιοθετηθούν ορθές πρακτικές και διευκολύνει τη διαμόρφωση πολιτικών και πρακτικών Εταιρικής Διακυβέρνησης, που θα ανταποκρίνονται στις συγκεκριμένες συνθήκες κάθε εταιρείας.

Επιπλέον, είναι δυνατόν ο Ελληνικός Κώδικας να ενδυναμώσει τους μετόχους και τις εταιρείες όχι μόνο στην Ελλάδα, αλλά και παγκοσμίως. Πιο συγκεκριμένα,

δεδομένου ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση αναφέρεται στον τρόπο λειτουργίας των εταιρειών, οι εταιρείες που διοικούνται βάσει στρατηγικού σχεδιασμού και αποτελεσματικού management έχουν περισσότερες πιθανότητες να παραμείνουν επιτυχημένες, σε σύγκριση με εκείνες που δε διαθέτουν αυτά τα στοιχεία. Επομένως, οι επενδυτές δε θα προτιμήσουν να τοποθετήσουν τα χρήματά τους σε κακές εταιρείες με αδύναμη διοίκηση.

Επίσης, μέσω του Ελληνικού Κώδικα επιτυγχάνεται περισσότερη πληροφόρηση για την αξιολόγηση των εταιρειών, καθώς οι εταιρείες παρέχουν μελέτες για το εάν έχουν εφαρμόσει αντικειμενικά καλές πρακτικές, προσφέροντας στους επενδυτές τη δυνατότητα να αξιολογήσουν τα δυνατά σημεία του κανονισμού της Εταιρικής Διακυβέρνησης των εταιρειών αυτών. Με τον τρόπο αυτό, οι επενδυτές θα αποφασίσουν βασιζόμενοι στις επενδυτικές τους επιλογές.

Ο Ελληνικός Κώδικας αναφέρεται στις ελληνικές ανώνυμες εταιρείες με έδρα την Ελλάδα και η δομή του περιλαμβάνει δύο ειδών διατάξεις: τις «Γενικές αρχές», οι οποίες αποτελούν γενικές κατευθυντήριες γραμμές που απευθύνονται σε όλες τις εταιρείες, εισηγμένες και μη, και τις «Ειδικές πρακτικές», οι οποίες αναπτύσσουν περαιτέρω τη σχετική γενική αρχή και καθοδηγούν την εφαρμογή της στο πλαίσιο του ρυθμιστικού και ιδιοκτησιακού καθεστώτος των εισηγμένων εταιρειών.

Ο Κώδικας αποτελείται από τέσσερις ενότητες και πέντε παραρτήματα:

Η πρώτη ενότητα αναφέρεται στο Δ.Σ. και τα μέλη του και περιλαμβάνει πρακτική καθοδήγηση και κατευθύνσεις όσον αφορά στην εκτέλεση των καταστατικών καθηκόντων τους. Επίσης, προτείνει τη δημιουργία επιτροπών που θα συνδράμουν τα Δ.Σ. στην εκπλήρωση των καθηκόντων τους. Ο Κώδικας προτείνει τα θέματα, για τα οποία αποφασίζει το Δ.Σ. να προσδιορίζονται από τους εσωτερικούς κανονισμούς της εταιρείας, καθώς και τις κύριες, μη εκχωρητέες αρμοδιότητες του Δ.Σ.

Η δεύτερη ενότητα θέτει γενικές αρχές και ειδικές πρακτικές για το Σύστημα Εσωτερικού Ελέγχου (**Σ.Ε.Ε.**). Το Σ.Ε.Ε. εξειδικεύεται σε ξεχωριστό παράρτημα με τίτλο «Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με το σύστημα εσωτερικού ελέγχου».

Η τρίτη ενότητα άπτεται των αμοιβών των μελών του Δ.Σ. προτείνοντας ένα πλαίσιο καθορισμού των αμοιβών των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. σύμφωνα με τις συστάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

Η τέταρτη ενότητα αφορά στις σχέσεις με τους μετόχους και περιλαμβάνει κατευθυντήριες γραμμές για την καλή πληροφόρηση και ενημέρωση των μετόχων για τις εταιρικές υποθέσεις και την ενεργό συμμετοχή τους σε βασικές στρατηγικές αποφάσεις, καθώς και την εξασφάλιση, και στους μετόχους της μειοψηφίας, εύκολης και ισότιμης πρόσβασης σε πληροφορίες που σχετίζονται με τη Γενική Συνέλευση των Μετόχων.

Τα πέντε παραρτήματα έχουν ως στόχο να διευκολύνουν τις επιχειρήσεις στην εφαρμογή του Κώδικα:

- Κατάλογος εξαιρέσεων για τις εισηγμένες εταιρείες μικρότερου μεγέθους.
- Οδηγίες για τη σύνταξη της Δήλωσης Εταιρικής Διακυβέρνησης.
- Οδηγίες για τη σύνταξη της έκθεσης αμοιβών των μελών του Δ.Σ.
- Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με το Σ.Ε.Ε.
- Κατάλογος ειδικών πρακτικών του Κώδικα που υπερβαίνουν τις ισχύουσες νομοθετικές απαιτήσεις.

Συμπερασματικά, θα μπορούσε να αναφερθεί ότι μάλλον δεν εξυπηρετεί να σχεδιαστεί ένα μοντέλο Εταιρικής Διακυβέρνησης για όλες τις επιχειρήσεις σε όλες τις χώρες, δεδομένων των διαφορετικών δομών της νομοθεσίας και της ιδιοκτησίας. Βέβαια, υπάρχουν ορισμένες καθιερωμένες γενικές αρχές, που υπαγορεύονται από τον Ο.Ο.Σ.Α. και αποτελούν ένα σημείο εκκίνησης, όμως ο κάθε κώδικας είναι απαραίτητο να σχεδιαστεί με τέτοιο τρόπο που να είναι κατάλληλος για την αγορά για την οποία προορίζεται. Μέσα σε μια χώρα επιβάλλεται να χρησιμοποιείται ένας ενιαίος κώδικας, τουλάχιστον για τις εισηγμένες, γιατί αφενός οι εγχώριοι επενδυτές μπορούν να συγκρίνουν τις εταιρείες κατά τα κοινά πρότυπα, αφετέρου δε οι ξένοι επενδυτές αντιμετωπίζουν με καλύτερη αξιοπιστία την αγορά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

3. Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η αποτελεσματικότητα και η κερδοφορία της επιχείρησης διασφαλίζονται μέσα από διαδικασίες που προάγονται από τα συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης. Τα σύστημα αυτά διακρίνονται σε εσωτερικά (insider) και εξωτερικά (outsider). Η διαφοροποίηση αυτή είναι απόρροια της διαφορετικότητας των επιχειρήσεων και των οικονομιών των χωρών. Ανάλογα με το σύστημα της Εταιρικής Διακυβέρνησης που χρησιμοποιείται, εξειδικεύεται η διάρθρωση των δικαιωμάτων, καθώς και των υποχρεώσεων των προσώπων εκείνων που συμμετέχουν σε μία επιχείρηση (όπως μέλη του διοικητικού συμβουλίου ή ανώτατα εκτελεστικά και διευθυντικά στελέχη ή μέτοχοι).

Τα συστήματα της Εταιρικής Διακυβέρνησης κατά κύριο λόγο αναφέρονται στο πρόβλημα της επιλογής του εντολέα και του εντολοδόχου. Ποιοι είναι δηλαδή οι διαχειριστές εκείνοι που είναι ικανοί και αξιόπιστοι και θα μπορούν να λογοδοτούν στους μετόχους – ιδιοκτήτες της εταιρείας. Δεν είναι λίγα τα παραδείγματα, όπου ιδιοκτήτες και διαχειριστές των επιχειρήσεων, έχοντας αλληλοσυγκρουόμενα συμφέροντα, οδηγούν στη διάλυσή τους.

Αξίζει να σημειωθεί ότι στην Ε.Ε. προωθείται ένα μοντέλο Εταιρικής Διακυβέρνησης που προσβλέπει στη σύγκλιση των εθνικών ρυθμίσεων, μέσω κυρίως των οδηγιών και των συστάσεων, που προκύπτουν από την οργάνωση ομάδων συζήτησης σε πανευρωπαϊκό επίπεδο, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι οι χώρες μέλη δεν έχουν τη δυνατότητα να αναπτύξουν δικές τους πρωτοβουλίες και να εφαρμόσουν εκείνα τα συστήματα που θεωρούν ότι τους ταιριάζουν καλύτερα.

3.1 Εξωτερικά ή Αγγλοσαξονικά Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η ύπαρξη μεγάλων και υψηλής ρευστότητας κεφαλαιαγορών είναι το κύριο χαρακτηριστικό των εξωτερικών συστημάτων, των οποίων τυπικά παραδείγματα αποτελούν οι Η.Π.Α. και το Ηνωμένο Βασίλειο. Επιπλέον χαρακτηριστικά είναι η

μεγάλη διασπορά του μετοχικού κεφαλαίου, η αυξανόμενη συγκέντρωση της μετοχικής δύναμης στους θεσμικούς επενδυτές και η απόκτηση ελέγχου μέσω εξαγορών.

Στα Αγγλοσαξονικά Συστήματα, το δικαίωμα ψήφου των μετόχων, τους δίνει τη δυνατότητα να εκλέγουν το διοικητικό συμβούλιο και να ψηφίζουν για σημαντικά ζητήματα. Ωστόσο, στην πράξη η δυνατότητα παρακολούθησης και ελέγχου της εκτελεστικής διοίκησης από τους μετόχους είναι περιορισμένη. Η μεγάλη διασπορά του μετοχικού κεφαλαίου των εταιρειών, θέτει τους μετόχους αντιμέτωπους με το πρόβλημα του «ελεύθερου επιβάτη» (free-rider problem). Δεδομένου του μικρού μεριδίου στην εταιρεία, κανένας μέτοχος δεν θα είναι διατεθειμένος να αναλάβει το έργο της συστηματικής παρακολούθησης και ελέγχου των αποφάσεων της εκτελεστικής διοίκησης, καθώς το κόστος μιας τέτοιας διαδικασίας (που επωμίζεται μόνος του) θα υπερβαίνει το προσδοκώμενο όφελος (το οποίο διαμοιράζεται pro rata σε όλους τους μετόχους της εταιρείας).

Η αδυναμία των μετόχων να παρακολουθούν αποτελεσματικά τη λειτουργία της εκτελεστικής διοίκησης, καθιστά την κεφαλαιαγορά ως τον κυριότερο μηχανισμό πειθαρχίας της εκτελεστικής διοίκησης. Έτσι, όταν η τελευταία δεν επιτυγχάνει αποτελεσματικά τα συμφέροντα των μετόχων, αυτοί με τη σειρά τους επιλέγουν τη μαζική έξοδο (exit) από τη μετοχή της εταιρείας, επιφέροντας άμεση πτώση της τιμής της και δίνοντας με αυτόν τον τρόπο σήμα προς την εκτελεστική διοίκηση να μεταβάλει τις πολιτικές της και να τις ευθυγραμμίσει με τέτοιες που να προάγουν τα συμφέροντά τους.

Παράλληλα, οι επιχειρήσεις εκτίθενται στην απειλή των (επιθετικών) εξαγορών. Η ύπαρξη ενεργητικής αγοράς εταιρικού ελέγχου (market for corporate control) αποτελεί σημαντικό μηχανισμό ελέγχου της εκτελεστικής διοίκησης από τους μετόχους. Στον Ηνωμένο Βασίλειο την τελευταία δεκαετία έλαβαν χώρα κατά μέσο όρο 200 εξαγορές και συγχωνεύσεις ανά έτος. Στο 90% των επιθετικών εξαγορών το διοικητικό συμβούλιο της εξαγοραζόμενης εταιρείας αντικαταστάθηκε σε διάστημα δυο ετών μέχρι την ολοκλήρωση της εξαγοράς. Ακόμη και στις «φιλικές» εξαγορές, σε ποσοστό περίπου 50% το διοικητικό συμβούλιο της εξαγοραζόμενης εταιρείας δεν παρέμεινε το ίδιο. Συνεπώς, οι εξαγορές αποτελούν ένα κεντρικό μηχανισμό αλλαγής

των διοικητικών συμβουλίων στο Ηνωμένο Βασίλειο. Στην Ηπειρωτική Ευρώπη τα πράγματα είναι διαφορετικά. Στη Γερμανία την τελευταία δεκαετία έλαβαν χώρα κατά μέσο όρο μόνο 50 εξαγορές και συγχωνεύσεις ανά έτος (**Goergen and Renneboog (1998), Brancato (1997)**).

Επιπλέον, στα εξωτερικά συστήματα η μεγάλη διασπορά στα μετοχικά κεφάλαια των εταιρειών, οδηγεί στην ανάδυση βραχυπρόθεσμων συμπεριφορών, τόσο από την πλευρά των μετόχων, όσο και από την πλευρά της εκτελεστικής διοίκησης. Ο ισχυρός ανταγωνισμός μεταξύ των θεσμικών επενδυτών – μετόχων (για παράδειγμα εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων) τους κινητοποιεί να αναζητούν βραχυπρόθεσμες αποδόσεις από τις εταιρείες στις οποίες επενδύουν, δίχως να φαίνονται διατεθειμένοι να παραμένουν σε αυτές προς αναζήτηση μακροχρόνιων ωφελημάτων. Πολλοί διευθύνοντες σύμβουλοι (CEO's), πιστεύουν ότι η παρουσία τέτοιων επενδυτών – μετόχων στη μετοχική σύνθεση των εταιρειών τους προκαλεί αστάθεια, πιέζοντας και τους ίδιους να υιοθετούν στρατηγικές με στόχο την αποκόμιση βραχυπρόθεσμων κεφαλαιακών κερδών (**Daily et al. (1996), Coffee (1999)**).

3.2 Εσωτερικά ή Ηπειρωτικά Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Στο εσωτερικό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης (Ιαπωνία, Γερμανία, Γαλλία κ.ά) οι κεφαλαιαγορές είναι συνήθως μικρές και χαμηλής ρευστότητας, υπάρχει υψηλή συγκέντρωση της μετοχικής ιδιοκτησίας ή των δικαιωμάτων ψήφου, ενώ το πρόβλημα του «εντολέα-εντολοδόχου» εμφανίζεται ως η συγκρουσιακή σχέση μεταξύ «ασχυρών» μεγαλομετόχων με «αδύναμους» μετόχους μειοψηφίας. Χαρακτηριστικά, το 90% των 200 μεγαλύτερων επιχειρήσεων της Γερμανίας έχει τουλάχιστον έναν μέτοχο με μερίδιο της τάξης του 25% του συνόλου των μετοχών που έχουν εκδοθεί (**Franks and Mayer, (1993)**). Οι μεγαλομέτοχοι αναπτύσσουν συνήθως και άλλες σχέσεις με την εταιρεία, πέρα της τροφοδότησής της με πιστωτικά κεφάλαια (αν πρόκειται για τράπεζα), έχοντας τη δυνατότητα να επικοινωνούν άμεσα μεταξύ τους και να συναποφασίζουν για τον τρόπο παρακολούθησης και ελέγχου της εκτελεστικής διοίκησης.

Επομένως, αυτή η διαδικασία αναδύεται από ένα πλαίσιο όπου κυριαρχεί το στοιχείο της συναίνεσης παρά της σύγκρουσης. Οι περιπτώσεις επιθετικών εξαγορών είναι

περιορισμένες. Μεγάλα μερίδια μετοχών είναι συγκεντρωμένα στους ιδρυτές της εταιρείας, σε τράπεζες ή σε άλλα (μη) χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα οποία, λόγω των μακροχρόνιων δεσμών τους με την εταιρεία, συντάσσονται σχεδόν πάντα με την εκτελεστική διοίκηση, παρά με τα σχέδια όσων προτίθενται να προβούν σε κινήσεις επιθετικών εξαγορών. Είναι χαρακτηριστικό ότι στη Γερμανία για να αντικατασταθούν οι εκπρόσωποι των μετόχων στο Εποπτικό Συμβούλιο, απαιτείται η συγκέντρωση πλειοψηφίας της τάξης του 75% στη γενική συνέλευση των μετόχων **(Maher and Andersson, (1999))**.

Η ύπαρξη μακροχρόνιων και συναινετικών σχέσεων στο εσωτερικό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης ενθαρρύνει την ανάπτυξη μεγαλύτερης εμπιστοσύνης, αφοσίωσης και δέσμευσης μεταξύ της εκτελεστικής διοίκησης και των διαφόρων εταίρων. Για παράδειγμα, οι τράπεζες έχουν σχετικά εύκολη πρόσβαση σε εξειδικευμένες πληροφορίες των επιχειρήσεων, μειώνοντας έτσι το ασφάλιστρο κινδύνου με το οποίο τις χρεώνουν, άρα και το συνολικό κόστος πιστωτικής χρηματοδότησής τους. Αυτό με τη σειρά του ευνοεί την ανάληψη επενδυτικών σχεδίων με μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα. Ωστόσο, η υποβαθμισμένη παρουσία της χρηματιστηριακής αγοράς και του θεσμού του venture capital, μειώνουν τις δυνητικές πηγές κεφαλαίων για τις καινοτόμες νεοϊδρυθείσες επιχειρήσεις **(Maher and Andersson, (1999))**.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

4. Υποδείγματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

4.1 Υπόδειγμα Μετόχων (Shareholders Model)

Σύμφωνα με το υπόδειγμα των μετόχων, στόχος της επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της. Ωστόσο, όταν υπάρχει διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου, οι διαχειριστές της εταιρείας μπορεί να αποκλίνουν από την επιδίωξη των αντικειμενικών τους στόχων, δηλαδή τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης και να επιδιώκουν άλλους στόχους, όπως η μεγιστοποίηση του μισθού τους, ή η άμεση άνοδος της τιμής της μετοχής. Το πρόβλημα του «εντολέα – εντολοδόχου» είναι βασικό στοιχείο της θεωρίας των «ατελών συμβολαίων» (incomplete contracts) που πρώτος ανέπτυξε ο Coase (1937). Δεδομένου ενός ιδανικού περιβάλλοντος, ο εντολέας (μέτοχος – επενδυτής) και ο εντολοδόχος (επαγγελματίες διαχειριστές) θα μπορούσαν να υπογράψουν ένα συμβόλαιο, στο οποίο θα ορίζονταν με ακρίβεια και σαφήνεια το τι θα έπρεπε να πράξει το κάθε συμβαλλόμενο μέρος σε κάθε μελλοντική ενδεχόμενη κατάσταση. Σε καθεστώς πλήρους και συμμετρικής πληροφόρησης, όπου οι κεφαλαιαγορές λειτουργούν τέλεια, θα ήταν πράγματι εφικτή η σύναψη πλήρων και τέλειων συμβολαίων.

Ωστόσο, τα περισσότερα μελλοντικά ενδεχόμενα είναι εξαιρετικά δύσκολο να προβλεφθούν και να περιγραφούν, με αποτέλεσμα να είναι αδύνατη η σύναψη «τέλειων συμβολαίων» (*Shleifer and Vishny (1997)*). Στο πλαίσιο αυτό, μια σειρά μηχανισμών στοχεύουν ακριβώς στην υπέρβαση των προβλημάτων που προκύπτουν από το διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου. Οι μηχανισμοί αυτοί είναι:

- Η χρησιμοποίηση διαφόρων πρακτικών ευθυγράμμισης των συμφερόντων των διαχειριστών των εταιρειών με αυτά των μετόχων, όπως σχήματα αμοιβών, σχήματα προαίρεσης επί μετόχων (stock options), άμεση παρακολούθηση των αποφάσεων του management από το διοικητικό συμβούλιο.
- Η δημιουργία θεσμικού πλαισίου που να προστατεύει αποτελεσματικά τα δικαιώματα των μετόχων και να εμποδίζει τη χρήση εσωτερικής πληροφόρησης στις χρηματιστηριακές συναλλαγές.

- Η αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς εταιρικού ελέγχου (εξαγορές).

4.2 Υπόδειγμα Εταίρων (Stakeholder Model)

Σύμφωνα με αυτό το υπόδειγμα, η εταιρεία οφείλει να λαμβάνει υπόψη τα συμφέροντα ευρύτερων ομάδων ενδιαφερομένων, οι οποίοι επηρεάζουν και επηρεάζονται από τη λειτουργία της επιχείρησης. Καθώς η σύγχρονη επιχείρηση δημιουργεί ποικίλες αλληλεξαρτήσεις (interdependencies) και προκαλεί σημαντικές εξωτερικές επιδράσεις (externalities) σε μια σειρά από εταίρους (εργαζόμενοι, πιστωτές, προμηθευτές, μακροχρόνιοι πελάτες, τοπική κοινότητα), οι στόχοι της οφείλουν να εξυπηρετούν το κοινωνικό σύνολο (*Monks, 1995*).

Σ' αυτό το πλαίσιο, η σύγχρονη επιχείρηση έρχεται αντιμέτωπη με νέες προκλήσεις, καθώς η μεγιστοποίηση όχι μόνο της αξίας των μετόχων, αλλά και αυτής των εταίρων, εισάγει περαιτέρω πολύπλοκες, ασαφείς, αβέβαιες και αλληλοσυγκρουόμενες σχέσεις και διαδικασίες. Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι η διαδικασία εξισορρόπησης, ή μάλλον ενσωμάτωσης των συμφερόντων και των απόψεων ευρύτερων ομάδων ενδιαφερομένων είναι δύσκολη. Ωστόσο, είναι αντιληπτό στον καθένα το μέγεθος της χρησιμότητας του λαμβάνονται υπόψη οι συμπεριφορές, τα κίνητρα και τα αντικίνητρα των εταίρων που (αλληλο)επηρεάζονται από την επιχείρηση. Γίνεται λοιπόν λόγος για το «νέο υπόδειγμα των εταίρων» (new stakeholder model), το οποίο προσδιορίζει με μεγαλύτερη ακρίβεια και σε στενότερα όρια τα ενδιαφερόμενα προς την εταιρεία μέρη (εταίροι). Έτσι, ως «εταίροι» θεωρούνται όσοι έχουν συνεισφέρει στην επιχείρηση πόρους – υλικούς και άυλους, ανθρώπινους και μη (*Blair, 1995*). Στο πλαίσιο αυτό, κεντρική επιδίωξη της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η ενθάρρυνση της συνεργασίας μεταξύ των εταίρων για τη δημιουργία πλούτου, θέσεων εργασίας και υγιών οικονομικά επιχειρήσεων (*OECD (1999), Zingales (1997)*).

Η κριτική που ασκείται στο υπόδειγμα των εταίρων είναι ότι παραβιάζει τη θεμελιώδη συνθήκη ότι κάθε οργανισμός πρέπει να έχει μία ενιαία αντικειμενική συνάρτηση που να καθοδηγεί τη συμπεριφορά της (*Jensen, 2000*). Η ενσωμάτωση πολλαπλών, ανταγωνιστικών και ασυνεπών μεταξύ τους συμφερόντων, διαφόρων θεσμικών οντοτήτων, απαιτεί λεπτομερή εξειδίκευση και καθορισμό των όρων

ανταλλαγής τους (tradeoff). Η θεωρία των εταίρων δεν παρέχει κάποιο κριτήριο για τον καθορισμό των ανταλλακτικών αυτών σχέσεων. Ως συνέπεια, η εκτελεστική διοίκηση (management) και το διοικητικό συμβούλιο, μη έχοντας κάποιο σαφώς προσδιορισμένο βασικό κριτήριο λήψης αποφάσεων, ενδέχεται να χρησιμοποιούν τους εταίρους ως άλλοθι, προκειμένου να δικαιολογούν τη χαμηλή απόδοση της επιχείρησης (**Jensen (2000), Maher and Andersson (1999)**). Αντίθετα, υποστηρίζεται ότι το υπόδειγμα των μετόχων παρέχει ξεκάθαρες οδηγίες για τον καθορισμό των προτεραιοτήτων και των στόχων της επιχείρησης, καθώς και τους μηχανισμούς εκείνους για τη μέτρηση της αποδοτικότητάς της.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

5. Εταιρική Διακυβέρνηση και Φορολογική Συμμόρφωση

5.1 Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης και Φορολογική Συμμόρφωση

5.1.1 Εσωτερικός Έλεγχος – Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη

Από τα θεμελιώδη συστατικά της σύγχρονης Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτελεί ο εσωτερικός έλεγχος, ο οποίος συμβάλλει στην αφομοίωση της εταιρικής κουλτούρας και τη συμμόρφωσή της με το ισχύον νομοθετικό και κανονιστικό περιβάλλον. Ο εσωτερικός έλεγχος ως έννοια δεν περιορίζεται μόνο σε επιχειρήσεις, αλλά εφαρμόζεται και σε μη κερδοσκοπικούς – κοινωφελείς οργανισμούς, όπως επίσης και στο δημόσιο τομέα, όπου επιβάλλεται η διασφάλιση της χρηστής διαχείρισης του δημόσιου χρήματος. Η ουσία του εσωτερικού ελέγχου εναπόκειται στη δημιουργία ελεγκτικής και ηθικής κουλτούρας που αποφέρουν μακροχρόνια οφέλη στο δημόσιο τομέα, όπως και στον ιδιωτικό. Άλλωστε, η εναρμόνιση της Ελλάδας με το κοινοτικό δίκαιο καθιστά αναγκαίο τον εσωτερικό έλεγχο σε κάθε μεγάλη επιχείρηση και στο δημόσιο τομέα.

Σύμφυτη με την έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι και η έννοια της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης. Την τελευταία δεκαετία έχει αναπτυχθεί μια νέα διοικητική τάση που προσλαμβάνει ολοένα και μεγαλύτερες διαστάσεις και η οποία αντιλαμβάνεται την αποτελεσματικότητα των οργανισμών και ειδικότερα των επιχειρήσεων, όχι μόνο με καθαρά χρηματοοικονομικά κριτήρια, αλλά και με κριτήρια κοινωνικής προσφοράς και ηθικής ενσωμάτωσης των αξιών της κοινότητας στην οποία δραστηριοποιείται ο οργανισμός. Δεδομένου αυτού του πλαισίου, οι επιχειρήσεις ορίζουν πλέον την αποστολή τους με ευρείς κοινωνικούς όρους και αποσυνδέονται από το αυστηρό πλαίσιο της ανάπτυξης και του κέρδους.

Οι οργανισμοί και οι επιχειρήσεις αντιλαμβάνονται πλέον τη σημασία της ανάπτυξης και υποστήριξης της εταιρικής κουλτούρας και τον ρόλο που διαδραματίζει στην επίτευξη του επιχειρησιακού οράματος και των στόχων. Η κουλτούρα προσδίδει στα άτομα μιας οργάνωσης μια αίσθηση συλλογικής ταυτότητας και τα δεσμεύει προς πεποιθήσεις και αξίες που είναι μεγαλύτερες από αυτά. Η κουλτούρα έχει διπλό ρόλο

μέσα στις επιχειρήσεις, αφενός συσπειρώνει τα μέλη τους και ορίζει τις σχέσεις τους με άλλα μέλη και αφετέρου εξυπηρετεί την προσαρμογή του οργανισμού στο εξωτερικό περιβάλλον.

Αν και η κουλτούρα μπορεί να τροφοδοτείται από οποιοδήποτε τμήμα της επιχείρησης, συνήθως αναπτύσσεται αρχικά από τις προσωπικές πεποιθήσεις και το σύστημα αξιών των ιδρυτών, διαχέεται σε όλη την οργάνωση, γίνεται έθιμο, τελετουργία, γλώσσα και σύμβολα, συναλλάσσεται με την προσωπική ηθική των μελών, τα συστήματα και τις οργανωσιακές δομές αλλά και τους συμμετόχους – «ομάδες συμφερόντων» (“stakeholders”) και διατηρείται ή αλλάζει από την ανώτατη διοίκηση, αντικατοπτρίζοντας εντέλει την ηθική του οργανισμού.

Η κουλτούρα και η ηθική των οργανισμών και η κοινωνική ευθύνη που προκύπτει από αυτές απαντούν στην μεγαλύτερη πρόκληση που αντιμετωπίζουν σήμερα οι μάνατζερ, αρχικά στην αυθόρμητη συνεργασία των μελών των οργανισμών σε ιεραρχικές δομές διοίκησης και οργάνωσης και ύστερα στην αποδοχή του οργανισμού από την κοινωνία/κοινότητα που λειτουργεί. Το γεγονός αυτό απαιτεί οι σύγχρονοι μάνατζερ να ενστερνιστούν, να προάγουν και να αναπτύσσουν την εταιρική κουλτούρα, πρώτα μέσω της συμπεριφοράς τους και μετά μέσω της γλώσσας, τελετών, συμβόλων αλλά και της δομής και του κώδικα δεοντολογίας που ταιριάζει στις αξίες του οργανισμού και της κοινωνίας που δραστηριοποιείται.

Κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών έχουν αρχίσει να αναπτύσσονται εντός των επιχειρήσεων και τμήματα ηθικής και δεοντολογίας που αποσκοπούν στη διαχείριση της διοικητικής ηθικής και της επιχειρηματικής δεοντολογίας. Οι νέες τεχνολογίες και ειδικότερα το διαδίκτυο κατέχουν καθοριστικό ρόλο στην επικοινωνία των στόχων, των αξιών, της κουλτούρας και του εταιρικού οράματος τόσο στους πελάτες τους και την κοινότητα μέσω του εταιρικού portal, όσο και εσωτερικά στους εργαζομένους μέσω των ενδοδικτύων (Intranet).

5.1.2 Κώδικας Δεοντολογίας

Ο Κώδικας Δεοντολογίας αναφέρεται σ’ ένα σύνολο τυπικών κανόνων συμπεριφοράς, το οποίο σηματοδοτεί την κατεύθυνση της οικονομικής δράσης και συμπεριφοράς της επιχείρησης. Αποτελεί μια έγγραφη δήλωση, που καθορίζει

επακριβώς τις εταιρικές αρχές, την ηθική, τους κανόνες συμπεριφοράς και τη φιλοσοφία της επιχείρησης. Αναφέρεται στην ανάληψη ευθυνών από τους υπαλλήλους, τους μετόχους, τους πελάτες, το περιβάλλον και κάθε άλλο κομμάτι της κοινωνίας (stakeholders). Επίσης, καθορίζει ένα σύνολο κοινών αξιών με σκοπό να προσδώσουν στην επιχείρηση ταυτότητα και επιχειρησιακή κουλτούρα, όραμα, πρότυπα συμμόρφωσης και κανόνες συναλλαγής – διαπραγμάτευσης έναντι όλων όσων έχουν έννομο συμφέρον έναντι της επιχείρησης.

Επιπλέον, ο Κώδικας Δεοντολογίας οριοθετεί θέματα που εντάσσονται σε τρεις κατηγορίες: α) την ηθική συμπεριφορά, μεταξύ των ανώτερων στελεχών και το χειρισμό των εσωτερικών συγκρούσεων, τόσο σε προσωπικό επίπεδο όσο και σε επαγγελματικό, β) τις υποχρεώσεις των ανώτερων οικονομικών στελεχών για τη σύνταξη και παρουσίαση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και γ) την εφαρμογή και συμμόρφωση με τους κανόνες και τους περιορισμούς που θεσπίζουν οι εποπτικές αρχές.

Συμπερασματικά, ο Κώδικας Δεοντολογίας αποτελεί αναπόσπαστο μέρος της Εταιρικής Διακυβέρνησης για την επίτευξη της διαφάνειας στη λειτουργία των επιχειρήσεων και την αποτροπή ανήθικων ενεργειών, μέσω της καθιέρωσης κανόνων συμπεριφοράς και προέκταση της αποστολής, του οράματος, των στρατηγικών και των αξιών της επιχείρησης. Οι κοινωνικές αλλαγές και οι εταιρικές αναδιαρθρώσεις έχουν μεταβάλλει το πρότυπο της κοινωνικά αποδεκτής συμπεριφοράς ακόμη και για τις επιχειρήσεις. Η παγκοσμιοποίηση αναγκάζει όλο και περισσότερο τους εργαζομένους να προσαρμοσθούν στις διαφορές των εθνικών ή τοπικών πολιτιστικών προσδοκιών. Οι κώδικες διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο, καθώς μεταλαμπαδεύουν στους εργαζομένους τις αξίες που χρειάζεται να ενστερνιστούν και αναδεικνύουν πως συγκεκριμένες ενέργειες μπορούν να μειώσουν την αξία και να βλάψουν την εικόνα της επιχείρησης.

5.1.3 Επιχειρηματική Ηθική και Φορολογική Συμμόρφωση

Η Επιχειρηματική Ηθική αναφέρεται σ' ένα σύνολο ηθικών κανόνων, το οποίο παραπέμπει στην ηθική γενικά. Ουσιαστικά, η Επιχειρηματική Ηθική είναι η εφαρμογή των ηθικών κανόνων στην επιχειρηματική συμπεριφορά. Οι ηθικές αξίες

δεν αποτελούν ένα κωδικοποιημένο σύνολο κανόνων και νόμων, αλλά έχουν καθιερωθεί και εφαρμόζονται στις καθημερινές συναλλαγές μέσα από την εφαρμογή της καλής πίστης και των χρηστών ηθών και συμπληρώνουν ουσιαστικά το ισχύον δίκαιο μιας κοινωνίας. Οι ηθικές αξίες αντικατοπτρίζονται στον Κώδικα Δεοντολογίας μιας επιχείρησης και στις εκδηλώσεις Εταιρικής Κοινωνικής Υπευθυνότητας.

Τα τελευταία χρόνια, οι επιχειρήσεις ενδιαφέρονται σημαντικά για την εικόνα που δημιουργούν στην κοινωνία και προβαίνουν σε ενέργειες που την εδραιώνουν περισσότερο. Θεωρούν σημαντική την ευαισθητοποίησή τους σε θέματα γενικότερου κοινωνικού ενδιαφέροντος και αποσκοπούν στη δημιουργία ενός προφίλ εταιρείας, η οποία δραστηριοποιείται βασιζόμενη σε ηθικές αξίες, εμφανείς σε όλες τις εκφάνσεις της. Βέβαια, δεδομένου ότι οι αξίες αυτές καθορίζονται εθνικά, με την πάροδο του χρόνου, εξελίσσονται και προσαρμόζονται στους κοινωνικούς και οικονομικούς θεσμούς μιας κοινωνίας.

5.1.3.1 Επιχειρηματική Ηθική

Αλλωστε, σε μια επιχείρηση τα ηθικά πρότυπα των μελών της μικρής αυτής κοινωνίας επηρεάζονται βασικά από τις ηθικές αξίες που διέπουν τον ίδιο τον επιχειρηματία. Με τη διαμόρφωση του Κώδικα Δεοντολογίας που υπαγορεύει η Εταιρική Διακυβέρνηση, όλα τα μέλη οφείλουν να καθιερώσουν την ηθική ως το βασικότερο κριτήριο που οφείλουν να εφαρμόζουν στις επαγγελματικές τους συναλλαγές. Με τον τρόπο αυτό, οι διάφορες πράξεις τους συνάδουν με τη νομοθεσία και τη νομολογία, ενώ παράλληλα συμβαδίζουν με το εθνικό δίκαιο και τα χρηστά ήθη. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι επιχειρήσεις που υιοθετούν ηθικές συμπεριφορές, χωρίς απαραίτητα έχοντας ως στόχο την επίτευξη του κέρδους, είναι συνήθως και εκείνες που έχουν την πιο σταθερή και πετυχημένη πορεία στον επιχειρηματικό και επενδυτικό χώρο.

Συμπερασματικά, όλες οι επιχειρήσεις προσπαθούν να εναρμονίσουν τις ενέργειές τους με τις νομοθετικές επιταγές. Όμως οι δραστηριότητές τους είναι απαραίτητο να βρίσκονται μέσα σ' ένα ηθικό πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης. Έτσι, οι πράξεις τους χαρακτηρίζονται πραγματικές και αληθινές και συνεπώς, δημιουργούν σχέσεις

εμπιστοσύνης μεταξύ των πολιτών και των επιχειρήσεων, αλλά και μεταξύ των επιχειρήσεων και του κράτους και κυρίως των εποπτικών – φορολογικών αρχών.

5.1.3.2 Φορολογική Συμμόρφωση

Όπως προαναφέρθηκε, οι επιχειρήσεις πλέον δραστηριοποιούνται σε μια βάση γενικότερης ηθικής, η οποία διέπει όλες τις ενέργειές τους. Για τις εποπτικές και φορολογικές αρχές αυτό το δεδομένο είναι αρκετά σημαντικό, καθώς συνεισφέρει στο έργο αυτών των κρατικών φορέων. Πιο συγκεκριμένα, οι κυβερνητικές αρχές ως εκπρόσωποι των νομοθετικών, διοικητικών και δικαστικών αρχών, που εφαρμόζουν τους νόμους στις επιχειρηματικές συναλλαγές της εταιρείας, περιμένουν από μια επιχείρηση να συμμορφωθεί με τους νόμους. Σ' αυτό ακριβώς το γεγονός έγκειται η συμβολή της Εταιρικής Διακυβέρνησης, η οποία προάγει την εθελοντική συμμόρφωση με το θεσμικό πλαίσιο, μέρος του οποίου αποτελεί και η φορολογική συμμόρφωση. Η φορολογική συμμόρφωση έχει ως αποτέλεσμα την οικειοθελή καταβολή των φόρων από την πλευρά των επιχειρήσεων, συμβάλλοντας έτσι στην οικονομική ευημερία του κράτους.

Αξίζει να τονιστεί το γεγονός ότι αυτή η εθελούσια συμμόρφωση προς τις φορολογικές υποχρεώσεις κατέχει εξέχουσα σημασία, ειδικά σε περιόδους οικονομικής κρίσης ή παρατεταμένης ύφεσης. Ουσιαστικά η φορολογική συμμόρφωση είναι η έκφραση της φορολογικής συνείδησης και καθρεφτίζει τη σχέση εμπιστοσύνης που υπάρχει μεταξύ των πολιτών και του πολιτικού συστήματος. Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενη ενότητα, οι επιχειρήσεις ενδιαφέρονται να δημιουργούν σχέσεις εμπιστοσύνης σε όλες τους τις συναλλαγές, οι οποίες χαρακτηρίζονται από αξιοπιστία και διαφάνεια, κατά συνέπεια και στις συναλλαγές τους με τις φορολογικές αρχές.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει η έρευνα των **Torgler and Schaffner (2008)**, οι οποίοι μελέτησαν τη σχέση της φορολογικής ηθικής των φορολογουμένων και του φαινομένου της φοροδιαφυγής. Διαπίστωσαν σημαντική συσχέτιση μεταξύ της ηθικής και της φοροδιαφυγής μέσα από τον έλεγχο ενός μεγάλου αριθμού μεταβλητών. Με βάση τα συμπεράσματα, η ηθική αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για την ενίσχυση της φορολογικής συμμόρφωσης.

Από την άλλη, η χαμηλή φορολογική συμμόρφωση έχει ως αποτέλεσμα τη μειωμένη είσπραξη των φόρων που προκύπτει από τη φοροδιαφυγή. Η βελτίωση της φορολογικής συνείδησης των πολιτών προϋποθέτει μέτρα που θα εξασφαλίζουν ότι το κράτος λειτουργεί κατά τρόπο διαφανή, υπεύθυνο και αποτελεσματικό, αποσκοπώντας στην παροχή υπηρεσιών προς τους πολίτες τους. Με τον τρόπο αυτό, θα εκλείπουν φαινόμενα κακής διαχείρισης, καταχρήσεων, λήψης αδιαφανών αποφάσεων, σπαταλών δημοσίων πόρων και ατιμωρησίας της διαφθοράς. Στο γεγονός αυτό συμβάλλει η εφαρμογή του θεσμού της Εταιρικής Διακυβέρνησης, μέσω της οποίας αποκαθίσταται το κλίμα εμπιστοσύνης των πολιτών, απέναντι στο κράτος, με συνέπεια οι πολίτες να επιδιώκουν να είναι περισσότερο συνεπείς απέναντι στις υποχρεώσεις τους ως φορολογούμενοι.

5.2 Μηχανισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης και Φορολογική Συμμόρφωση

Όπως αναφέρθηκε στην προηγούμενη ενότητα, η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι δομημένη πάνω σε αρχές που μπορούν να καθιερώσουν πρακτικές συμμόρφωσης με τις φορολογικές επιταγές ενός κράτους. Πιο αναλυτικά, η φορολογική νομοθεσία θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ως εργαλείο Εταιρικής Διακυβέρνησης. Αλλά και από την άλλη, ο τρόπος με τον οποίο έχουν δομηθεί οι κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης σε μια εταιρεία σχετίζεται με τον τρόπο με τον οποίο αυτή εκπληρώνει τις φορολογικές της υποχρεώσεις. Το γεγονός αυτό, υποδηλώνει ότι οι κανόνες της Εταιρικής Διακυβέρνησης θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν ως εργαλεία επιβολής φορολογικών μέτρων. Επομένως, εντοπίζεται μια σχέση αλληλεπίδρασης μεταξύ των μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης και της φορολογίας. Άλλωστε, η φορολογική νομοθεσία μπορεί να καθορίσει τον βαθμό συμμόρφωσης των επιχειρήσεων με τις φορολογικές τους υποχρεώσεις, αλλά και το βαθμό της ιδιοκτησιακής τους δομής, η οποία αποτελεί παράγοντα Εταιρικής Διακυβέρνησης.

5.2.1 Η Φορολογία ως εργαλείο Εταιρικής Διακυβέρνησης

Αρχικά, για την επιβολή κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης μπορούν να χρησιμοποιηθούν είτε απευθείας κανονισμοί συμμόρφωσης στις επιχειρήσεις, είτε

φορολογικά μέτρα. Η επιβολή φορολογικών μέτρων βασίζεται στο υπάρχον καθιερωμένο φορολογικό σύστημα, αποφεύγοντας με τον τρόπο αυτό οποιαδήποτε κόστη δημιουργίας νέου κανονιστικού συστήματος.

5.2.2 Η Εταιρική Διακυβέρνηση ως εργαλείο Φορολογικής Συμμόρφωσης

Με βάση τις αρχές του Ο.Ο.Σ.Α., η Εταιρική Διακυβέρνηση πρέπει να αναγνωρίζει τα δικαιώματα των μετόχων, όπως έχουν καθιερωθεί νομικά ή μέσω αμοιβαίων συμφωνιών και να προωθεί τη συνεργασία μεταξύ των επιχειρήσεων και των μετόχων, προκειμένου να δημιουργούνται πλούτος, απασχόληση και οικονομική επιχειρηματική σταθερότητα. Επομένως, οι μηχανισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης μπορούν να έχουν θετική επίδραση στη φορολογική συμμόρφωση, στο βαθμό που οι διευθυντές έχουν επιπλέον κίνητρα να εξασφαλίσουν ότι η επιχείρηση συμμορφώνεται με τη φορολογική νομοθεσία και πληρώνει τους φόρους της.

Άλλωστε, η καλή Εταιρική Διακυβέρνηση θα εξαλείψει τις οποιεσδήποτε ανησυχίες των μετόχων περί φοροδιαφυγής ή φοροαποφυγής, εφόσον τέτοιου είδους συμπεριφορές θα έχουν αρνητική επίδραση στη φήμη της εταιρείας και θα αυξήσουν τον κίνδυνο επιβολής μελλοντικών κυρώσεων. Σημειώνεται ότι στις Η.Π.Α. έχουν υιοθετηθεί πολλές πολιτικές συμμόρφωσης με τη φορολογία στα δεδομένα της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Όπως προαναφέρθηκε, οι κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης μπορούν να επηρεάσουν τον τρόπο με τον οποίο μια επιχείρηση εκπληρώνει τις βασικές και δευτερεύουσες φορολογικές της υποχρεώσεις. Είναι γεγονός αδιαμφισβήτητο, ότι σε όλες τις χώρες εφόσον έχουν θεσπιστεί φορολογικοί νόμοι πρέπει να ενεργοποιηθούν. Ένα τρόπος αυτής της ενεργοποίησης είναι η χρησιμοποίηση των εργαλείων της Εταιρικής Διακυβέρνησης, γεγονός που θα επιδράσει στη φορολογική συμπεριφορά των επιχειρήσεων. **(Sartoni, 2010).**

Ένα από αυτά τα εργαλεία είναι η δημοσιοποίηση του λογιστικού και φορολογητέου εισοδήματος. Όπως είναι γνωστό, οι διευθυντές των επιχειρήσεων αποσκοπούν στην παρουσίαση αυξημένου εισοδήματος, προκειμένου να προσελκύσουν επενδυτές, ενώ από την άλλη, επιδιώκουν να διατηρήσουν το φορολογητέο εισόδημα όσο γίνεται πιο χαμηλό. Όμως έτσι δημιουργείται διάσταση μεταξύ των λογιστικών και φορολογικών

μεγεθών. Για το λόγο αυτό, θα μπορούσε να υπαγορευθεί η δημοσιοποίηση των φορολογικών δηλώσεων των επιχειρήσεων, ώστε να εξαλειφθούν τα κίνητρα των διευθυντών να παρουσιάζουν αυξημένο λογιστικό εισόδημα. Μια επιπλέον πρακτική που θα μπορούσε να επιβληθεί είναι η ταύτιση λογιστικών και φορολογικών κερδών, υιοθετώντας έναν ορισμό για τα κέρδη.

Με βάση όσα εκτέθηκαν παραπάνω, προκύπτει ότι η καλή Εταιρική Διακυβέρνηση επιδρά θετικά στη φορολογική συμμόρφωση των επιχειρήσεων. Αντιπροβάλλοντας θα μπορούσε να ειπωθεί ότι η καλή Εταιρική Διακυβέρνηση προϋποθέτει πλήρη ευθυγράμμιση των συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διευθυντών, οδηγώντας τους τελευταίους στην υιοθέτηση συμπεριφορών προς όφελος των μετόχων και συγκεκριμένα στη μείωση των φορολογητέων κερδών. Ωστόσο, έχει παρατηρηθεί τα τελευταία χρόνια ότι οι μέτοχοι ενδιαφέρονται για την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη και αντιμετωπίζουν τις φορολογικές υποχρεώσεις ως μια τέτοια κοινωνική επιταγή. Για το λόγο αυτό, επιβραβεύουν τις επιχειρήσεις που πρόθυμα εκπληρώνουν τις φορολογικές τους υποχρεώσεις. Επιπλέον, η καλή Εταιρική Διακυβέρνηση βασίζεται στη διαφάνεια, γεγονός που αποτρέπει τους διευθυντές από φορολογικές αποκλίσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

6. Παράμετροι Εταιρικής Διακυβέρνησης και η σχέση τους με την Εταιρική Απόδοση

6.1 Θεωρία αντιπροσώπευσης

Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης, η επιχείρηση προσδιορίζεται ως ένα πλέγμα συμβολαίων ανάμεσα στους μετόχους, τους εργαζομένους, τους προμηθευτές, τους πελάτες, αλλά και όλους όσους επηρεάζονται από τη λειτουργία της επιχείρησης έμμεσα ή άμεσα. Η θεωρία της αντιπροσώπευσης σχετίζεται με τη δυνατότητα των μετόχων να βεβαιωθούν ότι οι αντιπρόσωποί τους εκπληρώνουν τις υποχρεώσεις που τους έχουν αναθέσει. Η ευαισθησία τους στο θέμα αυτό πηγάζει από το γεγονός ότι οι μελλοντικές τους απαιτήσεις – ως μετόχων – από την εταιρεία θα ικανοποιηθούν τελευταίες – αφού πρώτα έχουν ικανοποιηθεί οι απαιτήσεις όλων των άλλων (εργαζόμενοι, φόροι, πιστωτές) (*Shleifer and Vishny, (1997)*).

Πρώτοι οι *Berle* και *Means (1932)* περιέγραψαν το διαχωρισμό της ιδιοκτησίας (ownership) και του ελέγχου (control) που είναι υπαρκτός στη διοικητική και οργανωτική δομή των σύγχρονων μεγάλων επιχειρήσεων (corporations). Πιο συγκεκριμένα, προσδιόρισαν τρεις βασικές λειτουργίες που παραδοσιακά αφορούσαν τον ιδιοκτήτη μιας επιχείρησης: α) το ενδιαφέρον για την εξέλιξη της επιχείρησης, β) τη δύναμη πάνω στην επιχείρηση και γ) την εκτελεστική απόφαση όσον αφορά την επιχείρηση. Μέσα στην εταιρική οργανωτική και διοικητική δομή, αυτές οι λειτουργίες μπορούν να χωριστούν, δημιουργώντας τις προϋποθέσεις και τις δυνατότητες για συγκρούσεις συμφερόντων και ταυτόχρονα την ανάγκη για τη δημιουργία δομών σωστής Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Μια από τις συγκρούσεις που εξετάστηκαν ήταν αυτή μεταξύ των μετόχων και της διοίκησης (management). Όταν το ιδιοκτησιακό καθεστώς μιας επιχείρησης απαρτίζουν πολλοί μέτοχοι, τότε ο έλεγχος διεξάγεται κυρίως από εκείνους που έχουν τη διαχειριστική ευθύνη, οι οποίοι βέβαια έχουν αναλάβει το καθήκον αυτό άμεσα απέναντι στην εταιρεία και έμμεσα απέναντι στους μετόχους (*Berle and Means (1932)*).

Η σύγκρουση αυτή των δυο μερών αποτελεί τον κορμό της θεωρίας αντιπροσώπευσης (agent theory). Αναλυτικότερα, αφενός είναι οι ιδιοκτήτες (shareholders) του περιουσιακού στοιχείου (asset) και αφετέρου είναι οι αντιπρόσωποί τους (agents), στους οποίους οι ιδιοκτήτες παραχωρούν τον έλεγχο και την αξιοποίηση του περιουσιακού αυτού στοιχείου, φυσικά έναντι προσυμφωνημένης αμοιβής. Οι αντιπρόσωποι είναι βέβαια τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη (top managers) τα οποία έχουν εξειδικευμένες γνώσεις και ικανότητες για τη βέλτιστη αξιοποίηση του περιουσιακού στοιχείου, τις οποίες στερούνται οι εντολείς τους (shareholders).

Συνεπώς, τα ανώτατα στελέχη είναι σε θέση να υλοποιούν αποφάσεις που επηρεάζουν την αξία, άρα και τις αποδόσεις που απολαμβάνουν οι ιδιοκτήτες από τη χρήση του περιουσιακού στοιχείου – συντελεστή παραγωγής. Ανάμεσα σ' αυτά τα δυο μέρη δημιουργείται μια σχέση αντιπροσώπευσης (agency relationship) η οποία ορίζεται ως «ένα συμβόλαιο όπου ένα ή περισσότερα άτομα (principals) προσλαμβάνουν έναν αντιπρόσωπο (agent) για να τους παρέχει υπηρεσίες, που περιλαμβάνουν και τη μεταβίβαση ορισμένων αρμοδιοτήτων λήψης αποφάσεων» (**Jensen and Meckling (1976)**). Αν και οι μέτοχοι ψηφίζουν για την εκλογή του Δ.Σ. και των ανώτατων διοικητικών στελεχών «ο συνηθισμένος μέτοχος (μικρομέτοχος) έχει μικρή δύναμη πάνω στις υποθέσεις της επιχείρησης και η ψήφος του, εάν έχει μια, σπάνια έχει τη δυνατότητα να χρησιμοποιηθεί ως όργανο του δημοκρατικού ελέγχου» (**Berle and Means (1932)**).

Επιπλέον, η δυνατότητα των ανώτατων διευθυντικών στελεχών να ενεργούν προς όφελος προσωπικών συμφερόντων και να παραβαίνουν τις υποχρεώσεις τους απέναντι στην επιχείρηση, έχει αποτελέσει αντικείμενο συνεχών και πολυάριθμων μελετών στην προσπάθεια εξεύρεσης ικανοποιητικών απαντήσεων και λύσεων, στο ζήτημα της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των διευθυντών και των ιδιοκτητών της εταιρείας (**Agrawal and Knoeber (1996)**, **Bhagat and Black (2002)**). Το ενδιαφέρον αυτό έχει σχηματιστεί λόγω της σπουδαιότητας αυτών των συγκρούσεων, καθώς μπορούν να οδηγήσουν σε σημαντικές οικονομικές απώλειες, όσον αφορά τον πλούτο των μετόχων, αλλά και την αξία της εταιρείας (**Fama (1980)**, **Fama and Jensen (1983)**, **Jensen and Meckling (1976)**). Αυτές οι οικονομικές απώλειες είναι το αποτέλεσμα των καιροσκοπικών ενεργειών των διοικούντων διευθυντών, οι οποίοι

ξοδεύουν πόρους της εταιρείας για δικό τους όφελος, ή ακόμα και της κακής διαχείρισης, η οποία έχει ως συνέπεια τη μη επίτευξη του εταιρικού στόχου, που δεν είναι άλλος από τη μεγιστοποίηση των κερδών. (**Alchian and Demsetz (1972)**).

6.2 Νομικό πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης

Σχετικά με τα δικαιώματα των μετόχων, διαπιστώνεται ότι όταν το νομοθετικό πλαίσιο θωρακίζει τα δικαιώματα αυτά, οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να στηρίξουν την αγορά και να χρηματοδοτήσουν τις επιχειρήσεις. Με τον τρόπο αυτό, η αγορά επωφελείται από ένα τέτοιο περιβάλλον, καθώς οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να πληρώσουν υψηλότερες τιμές για μετοχές ή ομόλογα, αναμένοντας ότι θα καρπωθούν οι ίδιοι τα κέρδη των επιχειρήσεων. Η θέση αυτή ενισχύεται από τη μελέτη που έκαναν οι **La Porta et al. (2002)**, οι οποίοι εξέτασαν ένα δείγμα 539 επιχειρήσεων από 27 οικονομικά ανεπτυγμένες οικονομίες. Με βάση τα αποτελέσματα, υπάρχει θετική σχέση μεταξύ μεγαλύτερης αξίας της επιχείρησης και καλύτερης προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων.

Αντίστοιχη μελέτη για τα δικαιώματα των μετόχων ήταν και αυτή των **Gompers et al. (2003)**. Δεδομένου ότι τα δικαιώματα των μετόχων διαφοροποιούνται όχι μόνο από εταιρεία σε εταιρεία, αλλά και από χώρα σε χώρα, προέβησαν στην κατασκευή ενός δείκτη διακυβέρνησης, προκειμένου να προσεγγίσουν το επίπεδο των δικαιωμάτων των μετόχων που ίσχυε σε μια εταιρεία. Το δείγμα τους αποτελούνταν από 1500 μεγάλες εταιρείες για τις οποίες εξέτασαν την επίπτωση 24 κανόνων διακυβέρνησης, οι οποίοι είναι προτάσεις του Investor Responsibility Research Center (IRRC), προσθέτοντας 1 μονάδα σε κάθε διάταξη που περιόριζε τα δικαιώματα των μετόχων (και κατά συνέπεια αύξανε τη δύναμη του διοικητικού συμβουλίου), η οποία εφαρμοζόταν από τις επιχειρήσεις. Με τον τρόπο αυτό κατέταξαν τις επιχειρήσεις σε «Δικτατορικές» και «Δημοκρατικές». Η επιχείρηση που συγκέντρωνε τους περισσότερους βαθμούς ήταν η πιο «Δικτατορική». Οι κανόνες είχαν ισοσταθμισμένη βαρύτητα για να επιτευχθεί μεγαλύτερη αντικειμενικότητα. Το επόμενο στάδιο ήταν η δημιουργία δυο χαρτοφυλακίων, του «Δημοκρατικού» και του «Δικτατορικού» και η εξέταση της πορείας τους, της απόδοσής τους αλλά και των επιμέρους μεγεθών τους για μια δεκαετή περίοδο και συγκεκριμένα, τη δεκαετία του 1990. Με βάση τα

συμπεράσματά τους, οι επιχειρήσεις που βρίσκονταν στις χαμηλότερες θέσεις κατάταξης, δηλ. οι «Δημοκρατικές», είχαν μεγαλύτερα κέρδη κατά περίπου 8,5% ετησίως, υψηλότερη εταιρική αξία, υψηλότερα ποσοστά ανάπτυξης των εργασιών τους και μικρότερο κόστος κεφαλαίου.

Αξιοσημείωτη είναι και η έρευνα των **Drobetz et al. (2004)**, με την οποία διερευνάται κατά πόσο διαφορές στους μηχανισμούς Εταιρικής Διακυβέρνησης που εφαρμόζουν επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται κάτω από το ίδιο νομικό πλαίσιο επηρεάζουν την επίδοσή τους. Ουσιαστικά, δημιουργήθηκε ένας δείκτης Εταιρικής Διακυβέρνησης, με τον οποίο έγινε η κατάταξη των γερμανικών επιχειρήσεων που χρησιμοποιήθηκαν για την έρευνα. Η διεξαγωγή της έρευνας έγινε με τη χρήση ερωτηματολογίων, τα οποία αναφέρονταν σε 5 παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης και συγκεκριμένα: α) στα δικαιώματα των μετόχων, β) στη διαφάνεια, γ) στο Διοικητικό Συμβούλιο, δ) στο λογιστικό έλεγχο και ε) στη συμμόρφωση προς τους κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης. Σκοπός της έρευνας είναι διερευνηθεί η σχέση μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και απόδοσης της μετοχής της εταιρείας, καθώς και μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και προσδιορισμού της αξίας της επιχείρησης. Η έρευνα έδειξε ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ απόδοσης μετοχής και επιπέδου Εταιρικής Διακυβέρνησης, εφόσον οι μετοχικές αποδόσεις χρησιμοποιηθούν ως εκτιμήσεις για το κόστος κεφαλαίου.

Από τις έρευνες που έχουν ξεχωρίσει είναι εκείνη των **Klapper and Love (2004)**, με την οποία διερευνώνται οι προσδιοριστικοί παράγοντες της Εταιρικής Διακυβέρνησης και εάν η ποικιλία τους σχετίζεται με τις διαφορές στο νομοθετικό πλαίσιο των αντίστοιχων χωρών που δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις. Πιο συγκεκριμένα, αναλύεται το γεγονός ότι υπάρχουν πολύ σωστά συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης σε χώρες με χαλαρό νομοθετικό πλαίσιο και κακώς διαχειριζόμενες επιχειρήσεις σε χώρες με αυστηρό νομοθετικό πλαίσιο.

Από την έρευνα προκύπτει η ύπαρξη μιας θετικής σχέσης μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και νομοθετικού πλαισίου που αφορά τα δικαιώματα και την προστασία των μετόχων ή διαφορετικά ο μέσος δείκτης Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι υψηλότερος σε χώρες με αυστηρότερο νομοθετικό πλαίσιο. Επίσης, εξετάζεται κατά πόσο η Εταιρική Διακυβέρνηση σχετίζεται με την αποδοτικότητα της

επιχείρησης, όπως αυτή μετράται με το δείκτη Return on Assets (ROA) και πως κάτι τέτοιο αποτυπώνεται στο δείκτη Tobin's Q.

Στη συνέχεια αναλύονται οι αντικρουόμενες απόψεις σχετικά με την εισαγωγή μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης. Πιο συγκεκριμένα, σε χώρες με χαλαρό νομοθετικό πλαίσιο, η προσπάθεια των επιχειρήσεων για καλύτερη Εταιρική Διακυβέρνηση δεν είναι αποτελεσματική, επομένως η εισαγωγή τέτοιων μηχανισμών έχει περιορισμένη αξία, ενώ από την άλλη, σε χώρες με λιγότερο αυστηρό νομοθετικό πλαίσιο, οι επενδυτές αντιμετωπίζουν θετικά τις κινήσεις των επιχειρήσεων για καλύτερη Εταιρική Διακυβέρνηση και αυτό αντικατοπτρίζεται στις τιμές των μετοχών. Ο δείκτης που δημιουργήθηκε βασίστηκε σε ερωτηματολόγια που απαντήθηκαν από 495 επιχειρήσεις από 25 χώρες, τα οποία αναφέρονταν σε επτά κατηγορίες μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης, οι οποίοι είναι: α) το Διοικητικό Συμβούλιο, β) η διαφάνεια, γ) η ανεξαρτησία, δ) η υπευθυνότητα, ε) η δικαιοσύνη, στ) ο λογιστικός έλεγχος και ζ) η κοινωνική υπευθυνότητα.

Τα συμπεράσματα έδειξαν ότι η σωστή Εταιρική Διακυβέρνηση σχετίζεται θετικά με την αξία της επιχείρησης και την επίδοσή της και μάλιστα, η σχέση αυτή είναι ισχυρότερη σε χώρες με πιο χαλαρό νομοθετικό πλαίσιο. Επίσης, ότι το επίπεδο Εταιρικής Διακυβέρνησης μιας επιχείρησης προσδιορίζεται από παράγοντες όπως το μέγεθος της επιχείρησης, την ανάπτυξη των πωλήσεων και τη φύση των στοιχείων της. Επιπλέον, ότι επιχειρήσεις σε χώρες με χαλαρό νομοθετικό πλαίσιο έχουν χαμηλότερο κατά μέσο όρο δείκτη Εταιρικής Διακυβέρνησης και δεν υπάρχει συστηματική σχέση που να συνδέει την κατάταξη των επιχειρήσεων βάσει του δείκτη Εταιρικής Διακυβέρνησης με το γενικότερο νομοθετικό πλαίσιο της χώρας τους.

Ακόμα, ότι τα ποσοστά ανάπτυξης συνδέονται με καλύτερη διακυβέρνηση, δεδομένου ότι επιχειρήσεις με καλές προοπτικές ανάπτυξης χρειάζονται εξωτερική χρηματοδότηση για να πραγματοποιήσουν βήματα μεγέθυνσης και για το λόγο αυτό, θεωρούν σκόπιμο να υιοθετήσουν σωστή Εταιρική Διακυβέρνηση προκειμένου να μειώσουν το κόστος κεφαλαίου τους. Τέλος, ότι επιχειρήσεις με μεγάλο αριθμό παγίων στοιχείων βρίσκονται χαμηλότερα στην κατάταξη εταιρικής διακυβέρνησης.

6.3 Ιδιοκτησιακή και Κεφαλαιακή δομή

Ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας από τον έλεγχο επέφερε την ανάγκη εναρμόνισης των συμφερόντων των στελεχών και των μετόχων. Αυτή ήταν η βάση για τη συμμετοχή των στελεχών στο μετοχικό κεφάλαιο, θέμα με το οποίο έχουν ασχοληθεί πολλοί ερευνητές, θέλοντας να διερευνήσουν τη σχέση μεταξύ της ιδιοκτησίας μετοχικού κεφαλαίου των διευθυντών και της Εταιρικής Απόδοσης.

Από τις πρώτες μελέτες που εξέτασαν τη σχέση μεταξύ Εταιρικής Απόδοσης και ποσοστού ιδιοκτησίας από τη διοίκηση ήταν εκείνη των **Morck et al. (1988)**. Χρησιμοποιώντας το δείκτη Tobin's Q διαπίστωσαν ότι στην αρχή αυξάνει, ύστερα μειώνεται και τελικά ανεβαίνει ελάχιστα όσο το ποσοστό ιδιοκτησίας από τη διοίκηση ανεβαίνει. Για τις πιο παλιές εταιρείες ο δείκτης είναι χαμηλότερος, όταν στη διοίκηση βρίσκεται άτομο της οικογένειας που ίδρυσε την επιχείρηση, παρά όταν βρίσκεται άτομο που δε σχετίζεται με την οικογένεια που ίδρυσε την επιχείρηση.

Σε άλλη έρευνα που έγινε από τους **Barnhart and Rosenstein (1998)** εξετάστηκε η αλληλεπίδραση μεταξύ της Εταιρικής Απόδοσης, της σύνθεσης του Δ.Σ. και του ποσοστού ιδιοκτησίας από τα στελέχη. Ως ανεξάρτητες μεταβλητές λήφθηκαν: α) το ποσοστό εξωτερικών μελών, β) το ποσοστό ιδιοκτησίας από στελέχη, γ) το μέγεθος Δ.Σ., δ) οι θεσμικοί επενδυτές, ε) οι δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη και στ) οι δαπάνες για διαφήμιση. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα υπάρχει σχέση μεταξύ του ποσοστού ιδιοκτησίας από τα στελέχη και της Εταιρικής Απόδοσης, ενώ μεταξύ του ποσοστού των εξωτερικών μελών και της Εταιρικής Απόδοσης δεν υπάρχει ισχυρή συσχέτιση. Επίσης, οι θεσμικοί επενδυτές και η σύνθεση του Δ.Σ. είναι υποκατάστατα του ποσοστού ιδιοκτησίας που κατέχουν τα στελέχη. Ακόμα, το ποσοστό ιδιοκτησίας που κατέχουν τα στελέχη επιδρά στην σύνθεση του Δ.Σ., ενώ το αντίθετο δεν ισχύει απόλυτα. Επιπλέον, η ισχυρή απόδοση ενδεχομένως να επιτρέψει στα εσωτερικά μέλη να ανακτήσουν το έλεγχο του Δ.Σ.

Επιπλέον, οι **Himmelberg et al. (1999)** μελέτησαν τις διαφοροποιήσεις ως προς την ιδιοκτησιακή δομή μεταξύ των επιχειρήσεων και εξέτασαν τη σχέση της ιδιοκτησιακής δομής και της Εταιρικής Απόδοσης. Με βάση τη μελέτη τους συνιστούν τη μείωση του ποσοστού ιδιοκτησίας που κατέχεται από τη διοίκηση, χωρίς φυσικά να αγνοούν το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης και ανακαλύπτουν ότι

όταν η διοίκηση κατέχει χαμηλά ποσοστά ιδιοκτησίας, η επιχείρηση επιτυγχάνει καλύτερη απόδοση, ενώ όταν κατέχει υψηλά ποσοστά το αντίθετο.

Λίγα χρόνια αργότερα, οι **Coles et al. (2001)** ανέλυσαν την επίδραση της Εταιρικής Διακυβέρνησης μέσα από επιπλέον παράγοντες, που ως τότε δεν είχαν αναλυθεί, δεδομένου ότι κάθε εταιρεία πρέπει να εντοπίσει την βέλτιστη δομή που της ταιριάζει, λαμβάνοντας υπόψη το περιβάλλον που δραστηριοποιείται. Οι μεταβλητές που χρησιμοποίησαν ήταν: α) η ιδιοκτησιακή δομή, δηλαδή το ποσοστό μετοχών που κατέχει ο Διευθύνων Σύμβουλος και τα μέλη του Δ.Σ. και το ποσοστό μετοχών που κατέχουν οι μεγαλομέτοχοι, β) η σύνθεση του Δ.Σ. και γ) η αμοιβή του Διευθύνοντος Συμβούλου. Το συμπέρασμα που κατέληξαν ήταν ότι όλες οι παραπάνω μεταβλητές τόσο μεμονωμένα, όσο και συνολικά πράγματι ασκούν επίδραση στην απόδοση της επιχείρησης.

Σε μια αντίστοιχη έρευνα που έγινε από τους **Hovey et al. (2003)**, λαμβάνοντας ως δείγμα 97 εταιρείες από τα χρηματιστήρια της Κίνας, εξετάστηκε η σχέση μεταξύ Εταιρικής Απόδοσης, η οποία μετριέται με το δείκτη Tobin's και Εταιρικής Διακυβέρνησης, η οποία προσδιορίζεται από την ιδιοκτησιακή δομή και συγκέντρωση. Εκείνο που διαπιστώθηκε είναι ότι η συγκέντρωση ιδιοκτησίας, εάν δεν ληφθεί υπόψη η μετοχική σύνθεση, δε σχετίζεται με την Εταιρική Απόδοση στην Κίνα. Επομένως, η μετοχική σύνθεση επιδρά και συγκεκριμένα, η κατοχή μετοχών από νομικά πρόσωπα σχετίζεται θετικά με την Εταιρική Απόδοση. Το μέγεθος της επιχείρησης βρέθηκε να σχετίζεται αρνητικά με την Εταιρική Απόδοση.

Επίσης, σε άλλη έρευνα των **Cremers and Nair (2005)** έγινε προσπάθεια διαχωρισμού των παραγόντων Εταιρικής Διακυβέρνησης σε εξωγενείς και ενδογενείς. Ως εξωγενής παράγοντας θεωρήθηκε η πιθανότητα εξαγοράς, ενώ ως ενδογενείς παράγοντες: α) το ποσοστό μετοχών που ανήκουν σε μεγαλοεπενδυτές, δηλαδή που κατέχουν πάνω από το 5% των μετοχών της επιχείρησης και β) το ποσοστό μετοχών που ανήκουν σε μικρομετόχους. Αρχικά διαπιστώθηκε ότι τόσο οι ενδογενείς, όσο και οι εξωγενείς παράγοντες συνδέονται με υψηλότερα κέρδη και συναντώνται περισσότερο σε επιχειρήσεις με χαμηλό ποσοστό μόχλευσης και ότι οι εξωγενείς παράγοντες είναι πιο αποτελεσματικοί σε μικρότερου μεγέθους επιχειρήσεις.

Αξίζει να σημειωθεί ότι την επίδραση των διαφοροποιήσεων στην κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων στην εταιρική απόδοση μελέτησαν και οι **Karopoulos and Lazaretou (2007)**. Ως δείγμα χρησιμοποίησαν στοιχεία έτους 2000 από 175 ελληνικές εισηγμένες εταιρείες, τυχαία επιλεγμένες. Η κεφαλαιακή δομή εξετάστηκε ως ενδογενής παράγοντας αρχικά και έπειτα λαμβάνοντας υπόψη δυο διαφορετικά μέτρα ιδιοκτησιακής δομής: α) το ποσοστό μετοχών που κατέχουν εσωτερικά μέλη, όπως ανώτερα διευθυντικά στελέχη, CEO, μέλη του Δ.Σ. και β) το ποσοστό μετοχών που κατέχουν εξωτερικοί επενδυτές. Η έρευνα απέδειξε ότι ποσοστό που κατέχουν εξωτερικά μέρη σχετίζεται θετικά με το δείκτη Tobin's. Το ποσοστό που κατέχουν διευθυντικά στελέχη σχετίζεται θετικά με την Εταιρική Απόδοση. Όσο μεγαλύτερος βαθμός συγκέντρωσης μετοχών υπάρχει, είτε σε εξωτερικά μέρη είτε σε εσωτερικά, τόσο περισσότερο η διοίκηση παρακολουθείται και πειθαρχεί και γι' αυτό επιτυγχάνεται καλύτερη Εταιρική Απόδοση.

Σε αντίθεση με τα ευρήματα της παραπάνω έρευνας ο **Yixiang (2011)** ανακάλυψε ότι:

1. υπάρχει μια αμφίδρομη σχέση μεταξύ μεγαλομετόχου και εταιρικής απόδοσης, 2. το ποσοστό μετοχών που κατέχεται από τους διευθυντές δε σχετίζεται με την Εταιρική Απόδοση και 3. υπάρχει πιθανή συσχέτιση μεταξύ ιδιοκτησιακής δομής και Εταιρικής Απόδοσης. Το δείγμα που χρησιμοποίησε ο ερευνητής απαρτιζόταν από 509 εταιρείες στην Κίνα και για διάστημα από το 1999 έως το 2008.

6.4 Ο ρόλος του Δ.Σ.

Ο ρόλος του Διοικητικού Συμβουλίου στη λειτουργία της επιχείρησης είναι διττός. Αφενός είναι επιφορτισμένο με τη θεμελιώδη λειτουργία της εποπτείας και του ελέγχου της ομάδας των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών (management), ώστε η τελευταία να ενεργεί με γνώμονα το συμφέρον της επιχείρησης και των μετόχων και αφετέρου αποτελεί σημαντικό φορέα διαμόρφωσης της μακροχρόνιας στρατηγικής ανάπτυξης της εταιρείας. Στο πλαίσιο αυτό, δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στις δυνατότητες που παρέχονται στο Διοικητικό Συμβούλιο να αναπτύσσει ανεξάρτητα και αποτελεσματικά τις απόψεις του για αποφάσεις της εκτελεστικής διοίκησης και για την πορεία της εταιρείας. Η αύξηση της αποτελεσματικότητας του Διοικητικού

Συμβουλίου προκύπτει από την υιοθέτηση και εφαρμογή μιας σειράς μηχανισμών και πρακτικών μέσα στην επιχείρηση.

Άλλωστε, σύμφωνα με τον Ελληνικό Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης το μέγεθος και η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου εισηγμένων εταιρειών πρέπει να εξασφαλίζουν ισορροπία μεταξύ εκτελεστικών, μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών, ώστε οι αποφάσεις του να μην υπαγορεύονται από ένα άτομο ή μια ομάδα συμφερόντων. Σημειώνεται ότι σύμφωνα το Ν 3016/2002 το Διοικητικό Συμβούλιο πρέπει να αποτελείται τουλάχιστον κατά το ένα τρίτο από μη εκτελεστικά μέλη και να συμπεριλαμβάνει τουλάχιστον δυο ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη. Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει πολλές πτυχές που άπτονται της Εταιρικής Διακυβέρνησης, οι οποίες αναλύονται στις ενότητες που ακολουθούν.

6.4.1 Δομή – Σύνθεση – Ανεξαρτησία

Αναφορικά με τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου, έχει ερευνηθεί από τον **Weisbach (1988)** κατά πόσο σχετίζεται η επίβλεψη του Διευθύνοντος Συμβούλου (CEO) από τα εσωτερικά και τα εξωτερικά μέλη με την παραίτησή του. Πιο συγκεκριμένα, έγινε προσπάθεια να εξακριβωθεί κατά πόσο τα εξωτερικά μέλη ελέγχουν καλύτερα τον CEO απ' ό,τι τα εσωτερικά. Για το λόγο αυτό, συσχετίστηκαν οι παραιτήσεις των CEO με την Εταιρική Απόδοση. Το συμπέρασμα που κατέληξε η έρευνα είναι ότι είναι περισσότερο πιθανό εταιρείες που έχουν εξωτερικά μέλη να αποβάλουν το CEO από εκείνες που έχουν εσωτερικά μέλη, τα οποία συνήθως είναι προσκολλημένα σ' αυτόν.

Μετά από μια δεκαετία περίπου, οι **Hermalin and Weisbach (1998)** θέλησαν να δουν κατά πόσο η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου επηρεάζεται από τη διαδικασία διαδοχής του CEO και την Εταιρική Απόδοση. Προκειμένου να ερευνηθεί αυτή η σχέση, χρησιμοποιήθηκε ένα μοντέλο για τις αποχωρήσεις από το διοικητικό συμβούλιο και για τις προσθήκες μελών από 142 εταιρείες και για διάστημα από το 1971 έως το 1983. Σύμφωνα με τα ευρήματα της μελέτης, όταν ο Διευθύνων πλησιάζει στην παραίτηση προστίθενται επιπλέον εσωτερικά μέλη, ενώ με την αλλαγή του Διευθύνοντος τα εσωτερικά μέλη αποχωρούν. Επίσης, ύστερα από μια μη ικανοποιητική Εταιρική Απόδοση είναι πιο πιθανόν εσωτερικά μέλη να παραιτηθούν

και εξωτερικά να προστεθούν. Η διαδικασία της διαδοχής του CEO βρίσκεται σε άμεση συνάρτηση με τον αριθμό των εσωτερικών μελών και συγκεκριμένα: α) όταν υπάρχει χαμηλή Εταιρική Απόδοση αυξάνεται η πιθανότητα εσωτερικά μέλη να αποχωρήσουν και εξωτερικά να εισχωρήσουν, β) η διαδικασία διαδοχής του Διευθύνοντος φαίνεται να είναι αλληλένδετη με τη διαδικασία εκλογής μελών του Δ.Σ., καθώς όταν ο Διευθύνων Σύμβουλος πλησιάζει στην παραίτηση εσωτερικά μέλη προστίθενται ως υποψήφιοι για τη διαδοχή, ενώ μόλις μετά την εκλογή του εσωτερικά μέλη αποχωρούν και γ) όταν μια εταιρεία αποχωρεί από έναν κλάδο υπάρχει η τάση εσωτερικά μέλη να αποχωρούν και εξωτερικά μέλη να προστίθενται.

Επιπλέον, οι **Bhagat and Black (1999)** μελέτησαν κατά πόσο η πλειονότητα ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο καθιστά λιγότερο κερδοφόρες τις επιχειρήσεις. Σύμφωνα με το πόρισμά τους, υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ αύξησης ανεξαρτησίας Δ.Σ. και Εταιρικής Απόδοσης, η οποία πιθανόν να εξηγείται από το γεγονός ότι η σύνθεση του Δ.Σ. είναι ενδογενής (διαφορετικές επιχειρήσεις χρειάζονται διαφορετικά είδη Δ.Σ.). Μεγαλύτερη ανεξαρτησία Δ.Σ. δε συνεπάγεται αναγκαστικά και μεγαλύτερη κερδοφορία ή ταχύτερη ανάπτυξη.

Επιπρόσθετα, λίγα χρόνια αργότερα, οι **Hermalin and Weisbach (2003)** ανέλυσαν το ρόλο του Δ.Σ. και πώς συμβάλλει στην επίλυση του προβλήματος της αντιπροσώπευσης. Επίσης, ανέλυσαν τη βασική διαμάχη μεταξύ του Διευθύνοντος Συμβούλου και των υπολοίπων μελών του Δ.Σ. για να καταλήξουν στο συμπέρασμα ότι η σύνθεση του Δ.Σ. δε σχετίζεται με την εταιρική απόδοση, ενώ το μέγεθος του Δ.Σ. σχετίζεται αρνητικά. Και το μέγεθος και η σύνθεση επιδρούν στην ποιότητα των αποφάσεων σχετικά με την αλλαγή του CEO, τις εξαγορές και την αποζημίωση των εκτελεστικών μελών.

Σε μια αντίστοιχη μεταγενέστερη έρευνα των **Drakos and Bekiris (2010)** διαπιστώθηκαν : 1) Η ανεξαρτησία του Δ.Σ. δεν επιδρά στην Εταιρική Απόδοση. 2) Υπάρχει αντίστροφη σχέση μεταξύ μεγέθους Δ.Σ. και Εταιρικής Απόδοσης. 3) Η δομή του Δ.Σ. δεν επιδρά στην Εταιρική Απόδοση. Ακόμη, οι **Guo and Kumara (2012)** μελέτησαν εάν το μέγεθος του Δ.Σ. και το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. σχετίζονται αρνητικά με τη χρηματοοικονομική απόδοση των επιχειρήσεων στη Σρι Λάνκα και εντόπισαν αρνητική σχέση μεταξύ ποσοστού μη

εκτελεστικών μελών Δ.Σ. και ROA, αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους Δ.Σ. και Tobin's Q, καθώς επίσης και ποσοστού μη εκτελεστικών μελών και Tobin's Q.

Επίσης, οι **Velnampy and Pratheepkanth (2013)** εξέτασαν τη σχέση μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και Εταιρικής Απόδοσης, καθώς επίσης και την επίδραση της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Εταιρική Απόδοση. Η Εταιρική Διακυβέρνηση μετριέται σε όρους δομής Δ.Σ. και εκθέσεων Δ.Σ., ενώ η Εταιρική Απόδοση μετριέται με τους δείκτες ROA, ROE και Net Profit. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, η σύνθεση του Δ.Σ. και οι εκθέσεις Δ.Σ. ως παράγοντες της εταιρικής διακυβέρνησης σχετίζονται θετικά με τις μεταβλητές ROE, ROA και Net Profit, οι οποίες μετρούν την Εταιρική Απόδοση.

Τέλος, η πλέον πρόσφατη έρευνα είναι αυτή του **Muller (2014)**, στην οποία αναλύθηκαν οι εννέα παράγοντες που καθορίζουν τις αμοιβές των μελών του Δ.Σ. και επιδρούν στην απόδοση που θα έχει μια επιχείρηση την τρέχουσα και την επόμενη χρονιά. Η έρευνα κατέληξε ότι υπάρχει ισχυρή θετική σχέση μεταξύ ανεξαρτησίας Δ.Σ. και ποσοστού εξωτερικών μελών.

6.4.2 Μέγεθος

Το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου αποτελεί παράγοντα που έχει απασχολήσει πολλούς ερευνητές. Ο **Yermack (1996)** μελέτησε κατά πόσο το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου σχετίζεται με την Εταιρική Απόδοση. Σύμφωνα με το αποτέλεσμα της έρευνας, υπάρχει αντίστροφη σχέση μεταξύ αγοραίας αξίας επιχείρησης και μεγέθους, ενώ οι επενδυτές αντιδρούν θετικά όταν το μέγεθος του Δ.Σ. μειώνεται και αρνητικά όταν αυξάνεται. Επίσης, εξετάζεται η σχέση μεταξύ μεγέθους Δ.Σ. και ευκαιριών ανάπτυξης, μεγέθους εταιρείας και δομής ιδιοκτησιακού καθεστώτος. Τελικά διαπιστώθηκε ότι το μέγεθος του Δ.Σ. δε σχετίζεται με τις ευκαιρίες ανάπτυξης, ενώ σχετίζεται αρνητικά με το μέγεθος της επιχείρησης.

Αντίστοιχη έρευνα πραγματοποιήθηκε και από τους **Eisenberg et al. (1998)**, οι οποίοι διαπίστωσαν την ύπαρξη μιας αρνητικής σχέσης μεταξύ μεγέθους Δ.Σ. και κερδοφορίας, η οποία επεκτείνεται και σε μικρές επιχειρήσεις με μικρό μέγεθος Δ.Σ.

Ακόμη μια ιδιαίτερης σημασίας έρευνα έγινε από τους **Pablo de Andres et al. (2005)**, στην οποία αναλύονται οι μηχανισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης από δέκα

διαφορετικές χώρες, εκ των οποίων οι 3 είναι Αγγλοσαξωνικού Συστήματος Διακυβέρνησης (Καναδάς, Η.Π.Α., Η.Β.) και οι 7 Ευρωπαϊκού Συστήματος Διακυβέρνησης (Γερμανία, Βέλγιο, Ισπανία, Γαλλία, Ολλανδία, Ιταλία και Ελβετία). Τα αποτελέσματα της έρευνας ήταν: α) υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ Εταιρικής Ααπόδοσης και μεγέθους Δ.Σ., β) δε βρέθηκε κάποια σχέση μεταξύ ποσοστού εξωτερικών μελών Δ.Σ. και Εταιρικής Απόδοσης, γ) παρόλες τις θεσμικές - νομικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των συστημάτων τα ευρήματα έχουν εφαρμογή σε επίπεδο κάθε χώρας και δ) τα αποτελέσματα ισχύουν για το μέγεθος της επιχείρησης και την μέτρηση της απόδοσης της επιχείρησης, αλλά όχι για το δείκτη ROA, ως μέτρο μέτρησης της Εταιρικής Απόδοσης.

6.4.3 Αναδικότητα Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου

Γενικά επικρατεί η άποψη ότι ο ρόλος του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου να ελέγχει τη λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου και να παρακολουθεί αποτελεσματικά την ομάδα των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών αποδυναμώνεται, όταν το ίδιο πρόσωπο ασκεί παράλληλα και τα καθήκοντα του διευθύνοντος συμβούλου της εταιρείας. Επομένως, ο διαχωρισμός της θέσης διασφαλίζει ότι ο πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου θα ασκεί ανεξάρτητα τις αρμοδιότητές του, με γνώμονα την εξυπηρέτηση των συμφερόντων του συνόλου των μετόχων της εταιρείας.

Οι *Fama και Jensen (1983)* θεωρούν ότι ο διαχωρισμός των λειτουργιών των εκτελεστικών αποφάσεων, όπως είναι η έναρξη και η εφαρμογή επενδυτικών σχεδίων, από τις αποφάσεις ελέγχου, όπως είναι ο έλεγχος και η παρακολούθηση των επενδυτικών σχεδίων συμβάλλουν στη μείωση του κόστους του προβλήματος του εντολέα - εντολοδόχου και στην αύξηση της Εταιρικής Απόδοσης. Αυτό σημαίνει ότι το σύστημα ηγεσίας λήψης των αποφάσεων ελέγχου (διοικητικό συμβούλιο) δεν θα πρέπει να ελέγχεται από το σύστημα ηγεσίας λήψης των εκτελεστικών αποφάσεων (CEO). Ο CEO, όταν κατέχει και τη θέση του προέδρου, έχει επίσης τη δυνατότητα να ελέγχει την πληροφόρηση που είναι διαθέσιμη στα υπόλοιπα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, μειώνοντας τις δυνατότητες αποτελεσματικής εποπτείας του (*Jensen, 1993*). Καθώς ο πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου ασκεί τη μεγαλύτερη

επίδραση στη λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου, από τη θεωρία των **Fama και Jensen** συνεπάγεται ότι ο αποτελεσματικός διαχωρισμός των εκτελεστικών αποφάσεων από τις αποφάσεις ελέγχου απαιτεί ο πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου να είναι διαφορετικό πρόσωπο από τον ανώτατο εκτελεστικό διευθυντή (CEO).

6.5 Ο ρόλος των Επιτροπών Ελέγχου

Η σύσταση Επιτροπών Ελέγχου εντοπίζεται στις ειδικές πρακτικές του Ελληνικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης και αποσκοπεί στην υποστήριξη του Διοικητικού Συμβουλίου στα καθήκοντά του, σχετικά με τη χρηματοοικονομική πληροφόρηση, τον εσωτερικό έλεγχο και την εποπτεία του τακτικού ελέγχου. Η αποτελεσματικότητα της Επιτροπής Ελέγχου έγκειται στην ανεξαρτησία της. Για το λόγο αυτό, όλα τα μέλη της θα πρέπει να είναι μη εκτελεστικά και στην πλειονότητά τους ανεξάρτητα, όπως υπαγορεύει ο Ελληνικός Κώδικας, ευθυγραμμιζόμενος με τις απαιτήσεις του διεθνούς θεσμικού πλαισίου. Η Επιτροπή Ελέγχου θα πρέπει να αποτελείται από τουλάχιστον τρία άτομα και μάλιστα το ένα ανεξάρτητο μέλος να έχει αποδεδειγμένη επαρκή γνώση σε θέματα λογιστικής και ελεγκτικής.

Επίσης, ο Πρόεδρος της επιτροπής θα πρέπει να είναι ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος και η επιτροπή να συνεδριάζει τουλάχιστον τέσσερις φορές το χρόνο, προκειμένου να εκτελεί αποτελεσματικά τα καθήκοντά της.

6.6 Αμοιβές μελών Δ.Σ.

Σύμφωνα με τον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης η διαδικασία καθορισμού των αμοιβών θα πρέπει να χαρακτηρίζεται από αντικειμενικότητα, διαφάνεια και επαγγελματισμό και να είναι απαλλαγμένη από συγκρούσεις συμφερόντων. Ένας τρόπος ικανοποίησης όλων των ανωτέρω προϋποθέσεων είναι η σύνδεση της παροχής κινήτρων με την αμοιβή των ανώτατων στελεχών, όπως είναι οι πρόεδροι, οι διευθύνοντες σύμβουλοι, οι οικονομικοί διευθυντές, οι αντιπρόεδροι, οι περιστασιακοί διευθυντές και άλλα ανώτερα διευθυντικά στελέχη μιας εταιρείας. Προκειμένου να περιοριστεί η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των στελεχών και

των μετόχων, στην εταιρική μορφή οργάνωσης μπορούν να συναφθούν συμβάσεις αμοιβών. Κατά καιρούς έχουν δημοσιευθεί πολλές έρευνες σχετικά με τις αμοιβές όλων των μελών του διοικητικού συμβουλίου.

Αρχικά, οι **Jensen and Meckling (1976)** υποστήριξαν ότι η δομή της ιδιοκτησίας, η δομή της αμοιβής των ανώτατων στελεχών (Executive compensation) και η δομή του διοικητικού συμβουλίου αλληλοκαθορίζονται μεταξύ τους, καθώς και από τη φύση της δραστηριότητας της επιχείρησης. Επίσης, υποστήριξαν ότι αυτές οι μεταβλητές επηρεάζουν την απόδοση της επιχείρησης.

Επιπλέον, δεδομένου ότι τα κορυφαία στελέχη προσπαθούν να αποφύγουν τον κίνδυνο, σύμφωνα με τους **Harris and Raviv (1979)**, τα στελέχη της διοίκησης θέλουν η αμοιβή τους να είναι δομημένη με τέτοιο τρόπο ώστε να έχουν μικρότερο προσωπικό κίνδυνο. Για ένα συγκεκριμένο επίπεδο αμοιβής δηλαδή, τα στελέχη θα προτιμούσαν μια σταθερή πληρωμή σε μετρητά από μια βασισμένη στα Ίδια Κεφάλαια. Η δεύτερη μορφή αμοιβής συνδέεται με την απόδοση των μετοχών της επιχείρησης και είναι σε κάποιο βαθμό πέραν του ελέγχου των στελεχών. Η προτίμηση αυτή ενισχύεται από το γεγονός ότι η αξία του ανθρώπινου κεφαλαίου ενός στελέχους θα ποικίλλει ανάλογα με την απόδοση της μετοχής της επιχείρησης. Προκειμένου να μειώσουν τον κίνδυνο αμοιβής τους, τα ανώτατα στελέχη μπορεί να εμπλακούν σε πράξεις που μειώνουν τον κίνδυνο της επιχείρησης και κατ' επέκταση επηρεάζουν δυσμενώς τον πλούτο των μετόχων.

Από την άλλη μεριά, οι μέτοχοι θεωρούνται ουδέτεροι στον κίνδυνο, καθώς μπορούν να μετριάσουν το μη συστηματικό κίνδυνο της επιχείρησης απλά και μόνο συνθέτοντας ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο. Άλλωστε, οι μέτοχοι θα μπορούσαν να προβλέψουν ότι τα στελέχη της επιχείρησης θα προσπαθήσουν να αποφύγουν τους κινδύνους με τρόπους που μπορεί να μειώσουν την αξία της επιχείρησης. Παρόλο που υπάρχουν πολλοί τρόποι για να μετριασθεί αυτή η διαμάχη για τον κίνδυνο, πολλές έρευνες μέχρι τώρα προτείνουν ότι η σύνδεση της αμοιβής των στελεχών με την απόδοση της επιχείρησης, τους παρακινεί να παίρνουν αποφάσεις που μεγιστοποιούν την αξία της επιχείρησης.

Βέβαια, άλλες πάλι έρευνες προτείνουν να συνδεθεί η αμοιβή με την απόδοση και να βασίζεται το μεγαλύτερο ποσοστό της στα Ίδια Κεφάλαια. Υπάρχουν και έρευνες που

έχουν αποδείξει ότι σχέδια που έχουν ως κίνητρο την αμοιβή, μπορεί να παρακινήσουν τα στελέχη να αναλάβουν μεγαλύτερους κινδύνους. Για αυτούς τους λόγους, οι μέτοχοι θα έπρεπε να προτιμούν οι αμοιβές των στελεχών να περιέχουν μεγαλύτερο ποσοστό αποζημίωσης βασισμένο στα Ίδια Κεφάλαια, παρόλο που μπορεί να μην είναι ιδανικό να συνδεθούν όλα τα συστατικά μέρη των πακέτων αποδοχών με την τιμή της μετοχής της εταιρείας.

Οι μέτοχοι δε ρυθμίζουν την αμοιβή των ανώτατων στελεχών, αλλά εκλέγουν τα μέλη του συμβουλίου που θα έχουν τα αποκλειστικά δικαιώματα, βάσει νόμου, να διαχειρίζονται την επιχείρηση και να ορίζουν τη δομή και το επίπεδο της αποζημίωσης των στελεχών. Το γεγονός αυτό θέτει το ερώτημα του πώς η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου επηρεάζει τη δομή της αποζημίωσης των στελεχών. Σύμφωνα με τις περισσότερες έρευνες τα μη εκτελεστικά μέλη (outside directors), δηλαδή αυτοί που δεν εργάζονται για την επιχείρηση, είναι πιο ανεξάρτητοι από την ανώτατη διοίκηση σε σχέση με τα εκτελεστικά μέλη και επομένως, εκπροσωπούν καλύτερα τα συμφέροντα των μετόχων. Ενδεικτικά, οι **Rosenstein and Wyatt (1990)** θεωρούν ότι ο διορισμός μη εκτελεστικών μελών (outside directors) έχει μια θετική ανταπόκριση στην τιμή των μετοχών, κατά μέσο όρο. Ο **Weisbach (1988)** υποστηρίζει ότι η κακή απόδοση των μετοχών αυξάνει την πιθανότητα ο Διευθύνων Σύμβουλος να αντικατασταθεί και αυτή η πιθανότητα αυξάνεται περισσότερο ανάλογα με το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών.

Όμως η δομή της αμοιβής της ανώτατης διοίκησης είναι απίθανο να καθορίζεται μόνο από τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου. Μια άποψη που προκύπτει από πολλές έρευνες είναι ότι η παρουσία των μεγαλομετόχων (blockholders) διαδραματίζει καθοριστικό ρόλο στις διοικητικές αποφάσεις, δημιουργώντας έτσι την πιθανότητα η χρησιμοποίηση αμοιβής που βασίζεται στα Ίδια Κεφάλαια (equity based form) να αυξηθεί με την παρουσία των μεγαλομετόχων (blockholders). Εναλλακτικά όμως, εάν οι μεγαλομέτοχοι λειτουργούν ως υποκατάστατα για τις δραστηριότητες ελέγχου που ασκεί το διοικητικό συμβούλιο, η αμοιβή που βασίζεται στα Ίδια Κεφάλαια θα μειωθεί ως αποτέλεσμα της παρουσίας τους. Γενικά, υπάρχουν λίγες εμπειρικές αποδείξεις για τη σχέση μεταξύ της δομής της αμοιβής και της παρουσίας μεγαλομετόχων (blockholders).

Ένα άλλο θέμα είναι η σχέση μεταξύ της δομής της αμοιβής και της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Ο **Murphy (1985)** βρήκε μια στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ του επιπέδου πληρωμής και της απόδοσης της επιχείρησης. Οι **Jensen και Murphy (1990)** βρήκαν επίσης μια στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ του επιπέδου πληρωμής (μετρημένο ως μεταβολή του πλούτου των στελεχών) και της απόδοσης (μετρημένη ως μεταβολή της αξίας της επιχείρησης), όμως είναι αξιοσημείωτο ότι υπάρχει έλλειψη μιας δυνατής οικονομικής σχέσης μεταξύ της μεταβολής στον πλούτο των στελεχών και της μεταβολής της αξίας της επιχείρησης. Οι συγγραφείς αναφέρουν ότι μπορεί να υπάρχει μια δυνατότερη σχέση μεταξύ της αμοιβής που βασίζεται στα Ίδια Κεφάλαια (equity based form) και της αξίας της επιχείρησης και ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις μπορούν να αυξήσουν την αξία τους, χρησιμοποιώντας αμοιβή που βασίζεται περισσότερο στα Ίδια Κεφάλαια (equity based form).

Σημειώνεται ότι η μορφή της αμοιβής που είναι βασισμένη σε Ίδια Κεφάλαια (equity based form) θεωρείται από τους μελετητές, ως το σύνολο της αξίας των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών (stock options), των μετοχών που δίνονται εάν επιτευχθούν συγκεκριμένοι στόχοι απόδοσης (performance shares), των μετοχών που υπόκεινται σε περιορισμούς πώλησης (restricted stocks) και των μετοχών ‘φαντάσματα’ (phantom stocks).

Ιδιαίτερη σημασία έχει η έρευνα των **Core et al. (1999)** στην οποία αναλύεται η συσχέτιση μεταξύ της αμοιβής του Διευθύνοντος Συμβούλου, της σύνθεσης του Δ.Σ. και της ιδιοκτησιακής δομής. Εκείνο που διαπιστώθηκε είναι ότι η αμοιβή του Διευθύνοντος Συμβούλου είναι μεγαλύτερη όταν οι δομές της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι χαλαρές. Αναφορικά με τη σύνθεση του Δ.Σ. διαπιστώθηκε ότι η αμοιβή του Διευθύνοντος Συμβούλου σχετίζεται αρνητικά με το ποσοστό των εσωτερικών μελών και θετικά με το μέγεθος του Δ.Σ. Γενικά εταιρείες με ασθενή διακυβέρνηση αντιμετωπίζουν μεγαλύτερα προβλήματα αντιπροσώπευσης και συνεπώς σημειώνουν μη ικανοποιητική απόδοση. Η ανταμοιβή του Διευθύνοντα είναι χαμηλότερη όταν οι θέσεις είναι διαχωρισμένες.

Μερικά χρόνια αργότερα, οι **Dahya et al. (2002)** ανέλυσαν τη σχέση μεταξύ της αμοιβής του Διευθύνοντος Συμβούλου και της Εταιρικής Απόδοσης και βρήκαν ότι

σχετίζονται αρνητικά. Εταιρείες που υιοθέτησαν τις Βέλτιστες Πρακτικές της Επιτροπής Cadbury για την Εταιρική Διακυβέρνηση παρουσίαζαν μεγάλη "ευαισθησία" στην αμοιβή του Διευθύνοντος Συμβούλου. Διευκρινίζεται ότι με την υιοθέτηση αυτών των πρακτικών έγιναν κάποιες συστάσεις (για παράδειγμα ότι στο Δ.Σ. θα πρέπει να υπάρχουν τουλάχιστον τρία μέλη εξωτερικά και ότι θα πρέπει να υπάρχει διαχωρισμός μεταξύ Προέδρου Δ.Σ. και Διευθύνοντος Συμβούλου), οι οποίες αποσκοπούσαν στη βελτίωση της επίβλεψης του Δ.Σ. και κατά συνέπεια, σε καλύτερη Εταιρική Απόδοση. Το δείγμα που χρησιμοποίησαν ήταν 460 τυχαία επιλεγείσες εταιρείες από το Η.Β. για τη χρονική περίοδο από 1988 έως 1996, διάστημα δηλ. πριν και μετά την υιοθέτηση των βέλτιστων πρακτικών της Επιτροπής Cadbury, δεδομένου ότι η υιοθέτηση έγινε το 1992. Τελικά κατέληξαν ότι με την υιοθέτηση των βέλτιστων πρακτικών της Επιτροπής Cadbury υπήρξε μια σημαντική άνοδος στις αμοιβές του Διευθύνοντος Συμβούλου, η οποία μάλιστα σχετίζεται με την αύξηση των εξωτερικών μελών του Δ.Σ. και συνεπώς, σε καλύτερη Εταιρική Απόδοση.

Τέλος, πρόσφατα ο **Muller (2014)**, χρησιμοποιώντας ως δείγμα όλες τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Λονδίνου εταιρείες και για διάστημα από το 2010 έως το 2011, μελέτησε κατά πόσο οι παράγοντες που καθορίζουν τις αμοιβές των μελών του Δ.Σ. επιδρούν στην απόδοση που θα έχει μια επιχείρηση την τρέχουσα και την επόμενη χρονιά. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ των βασικών αμοιβών των μη εκτελεστικών μελών, των αμοιβών με τη μορφή μερισμάτων και των πρόσθετων αμοιβών των μελών των επιτροπών.

6.7 Ανταγωνισμός, μόχλευση και ανάπτυξη

Από τους πρωταρχικούς στόχους των επιχειρήσεων είναι η επίτευξη ενός σταθερού ρυθμού ανάπτυξης, ώστε να καταστούν βιώσιμες, προκειμένου να πραγματοποιήσουν τα επενδυτικά τους σχέδια και να χρηματοδοτηθούν με χαμηλό κόστος. Το γεγονός αυτό αποτελεί κοινή συνισταμένη για όλες τις επιχειρήσεις, επομένως δημιουργεί κλίμα συναγωνισμού, αφού όλες οι επιχειρήσεις αποσκοπούν σε όλα τα παραπάνω. Βέβαια, εκείνο που διαφοροποιεί την κάθε επιχείρηση είναι ο τρόπος επίτευξης που επιλέγει.

Σχετική με όσα προαναφέρθηκαν είναι η έρευνα των **Chou et al. (2011)**, μέσα από την οποία θέλησαν να δουν εάν ο βαθμός ανταγωνισμού που αντιμετωπίζει μια επιχείρηση σχετίζεται με την Εταιρική Διακυβέρνηση. Επίσης, ερεύνησαν πως ο ανταγωνισμός στην αγορά προϊόντων επιδρά στην Εταιρική Διακυβέρνηση. Σημειώνεται ότι, σε αντίθεση με τους υπόλοιπους μηχανισμούς Εταιρικής Διακυβέρνησης, ο ανταγωνισμός αποτελεί εξωγενή παράγοντα και ισχυρό κίνητρο για να δουλέψουν αποδοτικά οι μάνατζερς. Ως δείγμα χρησιμοποιήθηκαν όλες οι εταιρείες που απαρτίζουν τους δείκτες NYSE, AMEX, NASDAQ και για διάστημα από το 1990 έως το 2005. Διαπιστώθηκε ότι επιχειρήσεις σε κλάδους ανταγωνιστικούς ή με μικρό μερίδιο αγοράς τείνουν να έχουν αδύναμη δομή Εταιρικής Διακυβέρνησης και ότι η ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης επιδρά σημαντικά στην απόδοση της επιχείρησης όταν ο ανταγωνισμός είναι μικρός.

Όπως αναφέρθηκε και στην αρχή της ενότητας, ο ανταγωνισμός αποτελεί καθοριστικό παράγοντα βιωσιμότητας και ανάπτυξης. Επιχειρήσεις που έχουν μπει σε τροχιά ανοδική δύνανται να εξασφαλίσουν περισσότερες πηγές χρηματοδότησης. Ενδιαφέρον παρουσιάζει η έρευνα των **Khatab et al. (2011)**, οι οποίοι ανέλυσαν 20 εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο του Karachi για διάστημα από το 2005 έως το 2009. Οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν ήταν οι ROA και ROE, ο δείκτης Tobin's, το μέγεθος της εταιρείας, η μόχλευση και ο ρυθμός ανάπτυξης. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η μόχλευση και η ανάπτυξη σχετίζονται θετικά με το δείκτη Tobin's και το δείκτη ROA, ενώ η ανάπτυξη σχετίζεται αρνητικά με το δείκτη ROE. Το μέγεθος της εταιρείας δεν επιδρά σημαντικά.

6.8 Συχνότητα συνεδριάσεων Διοικητικού Συμβουλίου

Η συχνότητα συνεδρίασης του διοικητικού συμβουλίου αποτελεί μια παράμετρο προσδιορισμού της αποτελεσματικότητας και λειτουργικότητάς του. Ο αριθμός των συνεδριάσεων ποικίλλει, ανάλογα με τη φύση της δραστηριότητας της κάθε επιχείρησης. Οι **Lipton and Lorsch (1992)**, υποστηρίζουν ότι ένα από τα σοβαρότερα προβλήματα που αντιμετωπίζουν τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου είναι η έλλειψη χρόνου για την εκπλήρωση των υποχρεώσεών τους. Η συμμετοχή σε πολλά διοικητικά συμβούλια στερεί από τα μέλη τη δυνατότητα να ασχολούνται

αποτελεσματικά με το έργο της εποπτείας της εκτελεστικής διοίκησης και τον καθορισμό της στρατηγικής της επιχείρησης. Παρατηρείται μάλιστα και το φαινόμενο αρκετά διοικητικά συμβούλια να συνεδριάζουν χωρίς την παρουσία των ανεξάρτητων μελών. Με αυτό τον τρόπο δεν προστατεύονται επαρκώς τα δικαιώματα των μετόχων, καθώς η εκτελεστική διοίκηση ενδέχεται να προωθεί ίδια συμφέροντα και να μην μεγιστοποιεί την αξία της επιχείρησης.

Επίσης, οι **Conger et al. (1998)**, υποστηρίζουν ότι η αύξηση του χρόνου που διατίθεται για τις συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου βελτιώνει σημαντικά την αποδοτικότητά του. Ωστόσο, στον προσδιορισμό των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και τα κόστη που σχετίζονται με τον χρόνο που διατίθεται από τα στελέχη της εταιρείας, τα έξοδα μετακίνησης, οι αποζημιώσεις των μελών του διοικητικού συμβουλίου καθώς και ο χρόνος που πρέπει να διαθέσουν τα στελέχη της εταιρείας για κάθε συνέλευση (**Vafeas, 1999**). Ουσιαστικά, τα συμβούλια θα πρέπει να εξισορροπήσουν το κόστος και τα οφέλη από την συχνότητα. Για παράδειγμα, αν το συμβούλιο αυξάνει τη συχνότητα των συνεδριάσεών του, η ανάκαμψη από τις χαμηλές επιδόσεις είναι ταχύτερη. Ο **Vafeas (1999)** στην έρευνά του εξέτασε τη σχέση μεταξύ της συχνότητας συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου και της κερδοφορίας της επιχείρησης. Ως δείγμα χρησιμοποίησε 307 εταιρείες αντλώντας στοιχεία για το διάστημα 1990 – 1994. Σύμφωνα με τα συμπεράσματά του, υπάρχει μια αντίστροφη σχέση μεταξύ της συχνότητας συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου και της αξίας της εταιρείας. Το γεγονός αυτό δείχνει ότι η δραστηριότητα του διοικητικού συμβουλίου αυξάνεται μετά από μια πτώση στην τιμή της μετοχής και προτείνει ότι η συχνότητα συνεδριάσεων παρέχει πληροφορίες σχετικά με τη δραστηριότητα του διοικητικού συμβουλίου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

7. Ανάλυση δεδομένων

7.1 Καθορισμός δείγματος

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να διαπιστωθεί κατά πόσο οι διάφοροι μηχανισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης επηρεάζουν την απόδοση των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων, δεδομένων των ιδιαιτεροτήτων που βασίζονται στο ύψος της κεφαλαιοποίησης. Ουσιαστικά, επιχειρείται να εντοπιστούν οι διαφορές που μπορεί να υπάρξουν στην εφαρμογή των κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης λόγω κεφαλαιακής διαφοροποίησης. Για το σκοπό αυτό έχουν αντληθεί στοιχεία από τις ετήσιες δημοσιευμένες καταστάσεις των εταιριών του δείγματος που αναφέρονται στους παράγοντες Εταιρικής Διακυβέρνησης και παράλληλα χρηματοοικονομικά στοιχεία, προκειμένου να υπολογιστούν οι αντίστοιχοι δείκτες απόδοσης των εταιριών.

Για τη διεξαγωγή της έρευνας λήφθηκαν στοιχεία από 45 ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις στο Χ.Α.Α για το διάστημα 2009 – 2013, οι οποίες διαπραγματεύονταν στην κύρια αγορά, αποκλείοντας έτσι εταιρείες «σε επιτήρηση», «σε αναστολή» ή «χαμηλής διασποράς». Διευκρινίζεται ότι μεταξύ των εταιριών είναι και η εταιρεία **JUMBO A.E.E.**, η οποία όμως έχει διαχειριστική περίοδο 1/7 – 30/6 και για το λόγο αυτό, τα στοιχεία που αφορούν τη συγκεκριμένη εταιρεία καλύπτουν το διάστημα από 1/7/2008 – 30/06/2013.

Όπως προαναφέρθηκε, η έρευνα αποσκοπεί στην εμφάνιση των ιδιαιτεροτήτων στην εφαρμογή των μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης, λόγω διαφοράς κεφαλαιοποίησης και για το λόγο αυτό, το δείγμα χωρίστηκε σε τρεις κατηγορίες, *χαμηλής, μεσαίας και υψηλής κεφαλαιοποίησης*, όπως αυτή είχε διαμορφωθεί στις 30-06-2014. Στην κατηγορία χαμηλής κεφαλαιοποίησης εντάχθηκαν δέκα πέντε εταιρείες με κεφάλαιο έως 10 εκατ. ευρώ, στην κατηγορία μεσαίας κεφαλαιοποίησης συμπεριλήφθηκαν δέκα πέντε εταιρείες με κεφάλαιο από 10,1 εκατ. ευρώ έως 150 εκατ. ευρώ και τέλος, στην κατηγορία της υψηλής άλλες δέκα πέντε εταιρείες με κεφάλαιο άνω των 150 εκατ. Όλα τα δεδομένα αντλήθηκαν από τις ετήσιες

δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και θεωρείται αναγκαίο να αναφερθεί ότι σε περιπτώσεις που υπήρχαν αναμορφώσεις, κυρίως λόγω εναρμόνισης με τα ΔΛΠ, χρησιμοποιήθηκαν τα αναμορφωμένα στοιχεία.

Επιπλέον, στην επιλογή των εταιρειών αποκλείστηκαν τράπεζες, λόγω των διαρκών αλλαγών και συγχωνεύσεων που έχουν πραγματοποιηθεί στον τραπεζικό κλάδο, ειδικά τα τελευταία δυο χρόνια. Επίσης, είναι απαραίτητο να σημειωθεί ότι σε περιπτώσεις ομίλων, τα στοιχεία που ελήφθησαν αφορούσαν τις ενοποιημένες καταστάσεις. Γενικά, έγινε μια προσπάθεια επιλογής εταιρειών από τους περισσότερους κλάδους, σε όλα τα επίπεδα κεφαλαιοποίησης, όπως άλλωστε μπορεί να υποστηριχθεί με βάση τον πίνακα που ακολουθεί.

Πίνακας 7.1 Κατηγοριοποίηση εταιρειών δείγματος

A/A	ΚΛΑΔΟΣ	ΥΨΗΛΗ ΚΕΦ/ΣΗ	ΜΕΣΑΙΑ ΚΕΦ/ΣΗ	ΧΑΜΗΛΗ ΚΕΦ/ΣΗ	ΣΥΝΟΛΟ ΚΛΑΔΟΥ
1	Βιομηχανικά Προϊόντα	2	1	1	4
2	Εμπόριο	0	1	1	2
3	Κατασκευές	2	1	3	6
4	Μέσα Ενημέρωσης	0	1	1	2
5	Πετρέλαιο & Αέριο	2	1	0	3
6	Προσωπικά & Οικιακά είδη	2	0	1	3
7	Πρώτες Ύλες	3	2	2	7
8	Ταξίδια & Αναψυχή	2	0	1	3
9	Τεχνολογία	1	2	3	6
10	Τρόφιμα & Ποτά	0	3	2	5
11	Υγεία	0	1	0	1
12	Χημικά	0	3	0	3
ΣΥΝΟΛΟ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ					45

7.2 Ανάπτυξη υποθέσεων

Είναι γεγονός αδιαμφισβήτητο ότι η παγκόσμια βιβλιογραφία έχει εμπλουτιστεί με ποικίλες μελέτες, οι οποίες αναδεικνύουν τη θετική συμβολή της εισαγωγής μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης σε μια εταιρεία. Υποστηρίζεται ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση συνδέεται θετικά με αρκετά από τα χαρακτηριστικά μεγέθη που προσδιορίζουν μια επιχείρηση. Αναλυτικότερα, οι περισσότερες μελέτες που έχουν γίνει για τις ευρωπαϊκές αγορές και τις Η.Π.Α., τεκμηριώνουν τη βασική υπόθεση ότι

εταιρείες με καλύτερους μηχανισμούς Εταιρικής Διακυβέρνησης επιτυγχάνουν χαμηλότερα κόστη αντιπροσώπευσης.

Επίσης, όπως προαναφέρθηκε το δείγμα καλύπτει τη χρονική περίοδο 2009 – 2013, καθ' όλη τη διάρκεια της οποίας, η χώρα διανύει περίοδο οικονομικής ύφεσης. Κατά συνέπεια, για το επιλεγμένο χρονικό διάστημα δεν υπήρξε σημαντική αλλαγή αναφορικά με τον κίνδυνο της χώρας. Επομένως, υιοθετείται οι υπόθεση ότι οι συνθήκες της αγοράς παραμένουν σταθερές για όλο το υπό εξέταση διάστημα.

7.3 Καθορισμός μεταβλητών

Για τη διεξαγωγή της έρευνας χρησιμοποιήθηκαν παράγοντες που περιγράφουν τους μηχανισμούς Εταιρικής Διακυβέρνησης και μεταβλητές που σχετίζονται με την απόδοση των εταιρειών. Όλες οι υπό εξέταση μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν αναλύονται στις ενότητες που ακολουθούν.

7.3.1 Μεταβλητές Εταιρικής Διακυβέρνησης

Προκειμένου να δημιουργηθεί μια όσο το δυνατόν αντιπροσωπευτικότερη εικόνα για την Εταιρική Διακυβέρνηση των εταιρειών του δείγματος, χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις που αναφέρονται στο μέγεθος και τη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου και της Επιτροπής Ελέγχου των εταιρειών. Οι παράγοντες αυτοί αναλύονται στη συνέχεια.

7.3.1.1 Αριθμός μελών Διοικητικού Συμβουλίου

Πρόκειται για έναν από τους βασικότερους παράγοντες Εταιρικής Διακυβέρνησης, ο οποίος λόγω της σπουδαιότητάς του αναφέρεται σε αρκετές μελέτες που εξετάζουν το θέμα της σύνδεσης της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης με την Εταιρική Απόδοση. Πιο συγκεκριμένα, τον παράγοντα αυτό χρησιμοποίησε στην έρευνά του ο **Yermack (1996)** και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι τα διοικητικά συμβούλια μικρότερου μεγέθους είναι περισσότερο αποδοτικά. Μόλις δυο χρόνια αργότερα οι **Eisenberg et al. (1998)** σε αντίστοιχη μελέτη κατέληξαν ότι το μέγεθος του

διοικητικού συμβουλίου σχετίζεται αρνητικά με την κερδοφορία μιας επιχείρησης. Σε αντίστοιχα συμπεράσματα οδηγήθηκαν και οι **Pablo de Andres et al. (2005)**, οι οποίοι επιβεβαίωσαν την αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους διοικητικού συμβουλίου και εταιρικής απόδοσης. Επομένως, παρουσιάζει ενδιαφέρον η ανάλυση του συγκεκριμένου παράγοντα.

7.3.1.2 Αυαδικότητα Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου Δ. Σ.

Με τον παράγοντα αυτό ασχολήθηκαν οι **Fama και Jensen (1983)**, οι οποίοι υπήρξαν υπέρμαχοι της άποψης ότι το όργανο λήψης εκτελεστικών αποφάσεων θα πρέπει να διαχωρίζεται από το όργανο λήψης αποφάσεων ελέγχου. Επομένως, θα ήταν χρήσιμο να εξετασθεί κατά πόσο οι ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις ενστερνίζονται την παραπάνω άποψη, δεδομένου ότι οι περισσότερες από αυτές είναι «οικογενειακές» και συνήθως οι δυο αυτοί ρόλοι ταυτίζονται.

7.3.1.3 Αριθμός Εκτελεστικών - Μη Εκτελεστικών – Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών μελών Δ. Σ.

Οι τρεις αυτοί παράγοντες αναφέρονται στη σύνθεση και στο ποσοστό ανεξαρτησίας του Διοικητικού Συμβουλίου. Όπως αναφέρθηκε και στην αντίστοιχη ενότητα της βιβλιογραφικής ανασκόπησης, η δομή και το ποσοστό ανεξαρτησίας είναι παράγοντες που έχουν προσελκύσει το ενδιαφέρον αρκετών ερευνητών κατά τη διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών. Αναλυτικότερα, ο **Weibach (1988)** επιδίωξε να εξετάσει κατά πόσο τα εσωτερικά και εξωτερικά μέλη επιβλέπουν ουσιαστικά το Διευθύνοντα Σύμβουλο και κατά συνέπεια μπορούν να τον οδηγήσουν σε παραίτηση. Με άλλα λόγια, στη μελέτη αυτή έγινε προσπάθεια να συνδυαστούν η δομή και η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου με τις παραιτήσεις των Διευθυνόντων Συμβούλων.

Επίσης, στην ανάλογη έρευνα των **Hermalin and Weisbach (1988)** εξετάστηκε η δομή και η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου. Ουσιαστικά, εξετάστηκε το είδος των αποχωρήσεων - προσχωρήσεων των μελών κατά τη διάρκεια της περιόδου πριν τη διαδοχή του Διευθύνοντος Συμβούλου. Σημειώνεται ότι το είδος των αποχωρήσεων - προσχωρήσεων αναφέρεται στο εάν αποχωρούν ή εισέρχονται

ανεξάρτητα ή μη μέλη. Επομένως, στην έρευνα αυτή συνδυάστηκαν η δομή και η σύνθεση με τη διαδικασία της διαδοχής.

Επιπλέον, στις παραπάνω έρευνες αξίζει να προστεθεί και αυτή των **Bhagat and Black (1999)**, οι οποίοι θέλησαν να εξετάσουν το ποσοστό της ανεξαρτησίας του Διοικητικού Συμβουλίου με την κερδοφορία και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι μεγαλύτερη ανεξαρτησία Διοικητικού Συμβουλίου δεν οδηγεί αναγκαστικά και σε μεγαλύτερη κερδοφορία ή ταχύτερη ανάπτυξη. Συνεπώς, παρουσιάζει ενδιαφέρον η εξέταση των παραπάνω παραγόντων που σχετίζονται με τη σύνθεση και ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου.

7.3.1.2 Σύνθεση Επιτροπής Ελέγχου

Για την ανάλυση της σύνθεσης της Επιτροπής Ελέγχου ελήφθησαν στοιχεία σχετικά με τον συνολικό αριθμό και το είδος των μελών της. Αναλυτικότερα, θεωρήθηκε ενδιαφέρον να χρησιμοποιηθούν ως μεταβλητές ο **αριθμός των μελών, ο αριθμός των Μη Εκτελεστικών, ο αριθμός των Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών μελών** και όπου υπήρχε ο αριθμός των **Ελεγκτών** και των **Αναπληρωματικών Μελών**. Σε ό,τι αφορά την επίδραση της σύνθεσης της Επιτροπής Ελέγχου στην Εταιρική Απόδοση, διαπιστώνεται μια σχετική έλλειψη ερευνών, γεγονός που ενισχύει το κίνητρο αναζήτησης μιας τέτοιας σχέσης.

Είναι γεγονός ότι ένας από τους λόγους ύπαρξης της Επιτροπής Ελέγχου είναι ο έλεγχος των διαδικασιών, προκειμένου να εξασφαλιστεί η διαφάνεια και να δημιουργηθεί μια θετική εικόνα για τους μελλοντικούς επενδυτές. Επομένως, είναι αρκετά ενδιαφέρον να εξεταστεί κατά πόσο η σύνθεση της Επιτροπής Ελέγχου μπορεί να ενισχύσει το ρόλο της. Άλλωστε, θα ήταν επίσης χρήσιμο να εξεταστεί μέσα από τις μεταβλητές αυτές, κατά πόσο οι ελληνικές εταιρείες συνθέτουν τις Επιτροπές Ελέγχου βασιζόμενες αυστηρά στα κριτήρια που ορίζονται από τον Ελληνικό Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης ή προτιμούν Επιτροπές Ελέγχου με περισσότερα άτομα, υιοθετώντας πέρα από τυπικές και ουσιαστικές πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης.

7.3.2 Μεταβλητές Απόδοσης

Ο υπολογισμός της απόδοσης των εταιρειών γίνεται με τη βοήθεια χρηματοοικονομικών δεικτών, οι οποίοι βασίζονται στα λογιστικά μεγέθη, όπως προκύπτουν από τις ετήσιες δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις. Για την παρούσα ανάλυση χρησιμοποιούνται οι **Δείκτες Αποδοτικότητας**, από τους οποίους μπορούν να εξαχθούν συμπεράσματα αφενός για την απόδοση της εταιρείας από τις επενδύσεις των κεφαλαίων της και αφετέρου για τα περιθώρια κέρδους της.

Ωστόσο, εκτός από τους Δείκτες Αποδοτικότητας οι οποίοι βασίζονται σε λογιστικά μεγέθη, θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί, ως μέτρο απόδοσης, και η **Χρηματιστηριακή Απόδοση**, η οποία βασίζεται σε στοιχεία της αγοράς. Επομένως, για την απόδοση μπορεί να δημιουργηθεί μια ολοκληρωμένη εικόνα βασιζόμενη τόσο σε λογιστικές, όσο και σε αγοραίες τιμές. Στις ενότητες που ακολουθούν αναλύονται τα παραπάνω μέτρα μέτρησης της απόδοσης.

7.3.2.1 ROA – Απόδοση στοιχείων Ενεργητικού

Ο δείκτης αυτός είναι ενδεικτικός της κερδοφορίας που επιτυγχάνει μια επιχείρηση και αντικατοπτρίζει την ικανότητα της διοίκησης να δημιουργεί κέρδη χρησιμοποιώντας τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης. Γενικά, όσο πιο μεγάλος είναι ο αριθμός τόσο περισσότερο αποδοτικά χρησιμοποιεί η επιχείρηση τα περιουσιακά της στοιχεία. Ο δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού αποτελεί αντιπροσωπευτικό μέγεθος της Εταιρικής Απόδοσης και για το λόγο αυτό χρησιμοποιείται στην παρούσα ανάλυση. Άλλωστε, έχει χρησιμοποιηθεί σχεδόν σε όλες τις αντίστοιχες μελέτες.

Ο υπολογισμός του συγκεκριμένου δείκτη προκύπτει διαιρώντας τα ετήσια Καθαρά Κέρδη με το Σύνολο του Ενεργητικού. Για τους σκοπούς της παρούσας εργασίας ως Καθαρά Κέρδη χρησιμοποιήθηκαν τα Κέρδη προ Φόρων, προκειμένου να περιοριστούν οι μεγάλες αποκλίσεις λόγω της σημαντικής μεταβολής των φορολογικών συντελεστών κατά το εξεταζόμενο διάστημα. Επίσης, θεωρείται απαραίτητο να σημειωθεί ότι στον παρονομαστή του συγκεκριμένου δείκτη χρησιμοποιήθηκε ο μέσος όρος των στοιχείων του Ενεργητικού αρχής και τέλους περιόδου, όπως άλλωστε φαίνεται και στον παρακάτω τύπο.

$$ROA = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη προ Φόρων}}{\text{Μέσος όρος στοιχείων Ενεργητικού}}$$

7.3.2.2 ROE - Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων

Από το δείκτη αυτό μπορούν να εξαχθούν συμπεράσματα σχετικά με τη δυναμικότητα των επενδύσεων. Ουσιαστικά δείχνει το ποσοστό του κέρδους που προέκυψε από τα επενδεδυμένα χρήματα και κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος της πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από τη χρήση του Μετοχικού Κεφαλαίου. Εναλλακτικά, θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι ο δείκτης αυτός δείχνει πόσο καλά μια επιχείρηση χρησιμοποιεί τις επενδύσεις της, προκειμένου να αυξήσει τα έσοδά της. Επομένως, όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης αυτός τόσο η εταιρεία έχει πραγματοποιήσει αποδοτικές επενδύσεις.

Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι το ποσοστό του δείκτη μπορεί να είναι μεγάλο για εταιρείες που δεν έχουν πολλά περιουσιακά στοιχεία, επομένως οι εταιρείες αυτές δε σημαίνει ότι έχουν αποδοτικές επενδύσεις. Λόγω αυτής της ιδιαιτερότητας που παρουσιάζει ο συγκεκριμένος δείκτης δεν έχει χρησιμοποιηθεί από ερευνητές που ενδιαφέρονται για μια συνολική εικόνα της απόδοσης μιας επιχείρησης, την οποία μπορούν να έχουν χρησιμοποιώντας το δείκτη της προηγούμενης ενότητας, αλλά από ερευνητές που ενδιαφέρονται για συγκρίσεις εταιρειών που ανήκουν στον ίδιο κλάδο και είναι κυρίως εντάσεως κεφαλαίου.

Βέβαια, με βάση την βιβλιογραφική ανασκόπηση που εκτέθηκε στο αντίστοιχο κεφάλαιο, ο συγκεκριμένος δείκτης συναντάται στη μελέτη των *Khatab et al. (2011)*, οποίοι θέλησαν να εξετάσουν κατά πόσο η Εταιρική Διακυβέρνηση προσφέρει προοπτικές ανάπτυξης και δυνατότητες μόχλευσης. Επίσης, ο δείκτης αυτός χρησιμοποιήθηκε από τους *Velnampy and Pratheepkanth (2013)*, στην προσπάθειά τους να ερευνήσουν τη σχέση μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και Εταιρικής Απόδοσης. Το δείγμα τους απαρτιζόταν από δέκα βιομηχανικές επιχειρήσεις και όπως προαναφέρθηκε, η χρήση του συγκεκριμένου δείκτη ενδείκνυται για ομοειδείς και εντάσεως κεφαλαίου επιχειρήσεις.

Όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενη ενότητα, το δείγμα της παρούσας εργασίας απαρτίζεται από ποικίλες εταιρείες, μεταξύ των οποίων έχουν συμπεριληφθεί και

εταιρείες εντάσεως κεφαλαίου. Επομένως, θεωρήθηκε χρήσιμο να χρησιμοποιηθεί και ο συγκεκριμένος δείκτης για τη δημιουργία ολοκληρωμένης εικόνας για την απόδοση αυτών των εταιρειών.

Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται εάν διαιρεθούν τα Καθαρά Κέρδη προ Φόρων με το Μέσο όρο των Ιδίων Κεφαλαίων ως εξής:

$$ROE = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη προ Φόρων}}{\text{Μέσος όρος Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

7.3.2.3 Χρηματιστηριακή Απόδοση

Εκτός από τους δυο παραπάνω δείκτες, θεωρήθηκε σκόπιμο να υπολογιστεί και η χρηματιστηριακή απόδοση των μετοχών των εταιρειών, προκειμένου να αποτυπωθεί και η συμπεριφορά της αγοράς την αντίστοιχη περίοδο. Διευκρινίζεται ότι σε αντίστοιχες έρευνες, δεν έχει χρησιμοποιηθεί το αντίστοιχο μέτρο απόδοσης, επομένως θα ήταν ενδιαφέρον να εξεταστεί εάν και κατά πόσο σχετίζεται με τους παράγοντες Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Για τον υπολογισμό των χρηματιστηριακών αποδόσεων χρησιμοποιήθηκαν οι Ημερήσιες Τιμές Κλεισίματος, από τις οποίες υπολογίστηκαν οι Ημερήσιες Αποδόσεις κατά τη διάρκεια της πενταετίας για τις εταιρείες του δείγματος, με βάση τον τύπο:

$$\text{Ημερήσια Απόδοση Μετοχής} = \frac{\text{Τιμή Μετοχής}_t - \text{Τιμή Μετοχής}_{t-1}}{\text{Τιμή Μετοχής}_{t-1}}$$

Στη συνέχεια από τις Ημερήσιες Αποδόσεις βρέθηκαν οι ετήσιοι μέσοι όροι για κάθε εταιρεία, οι οποίοι ελήφθησαν υπόψη στις στατιστικές αναλύσεις που έγιναν και παρουσιάζονται σε επόμενο κεφάλαιο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

8. Στατιστικά Αποτελέσματα

8.1 Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία δείγματος

Με τη χρήση του στατιστικού πακέτου SPSS υπολογίστηκαν τα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία όλων των εταιρειών του δείγματος. Για λόγους καλύτερης σύγκρισης υπολογίστηκαν τα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία για κάθε κατηγορία κεφαλαιοποίησης ξεχωριστά και για το δείγμα συνολικά. Οι αντίστοιχοι πίνακες παρατίθενται στο παράρτημα της παρούσας εργασίας. Για ορισμένους παράγοντες διαπιστώνονται κάποιες αξιόλογες συγκριτικές παρατηρήσεις, οι οποίες αναλύονται στην επόμενη ενότητα.

8.2 Συγκριτικά χαρακτηριστικά δείγματος

8.2.1 Αριθμός μελών Διοικητικού Συμβουλίου

Σε ό,τι αφορά το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου, οι εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης διοικούνται από μεγαλύτερα συμβούλια συγκριτικά με εταιρείες χαμηλής κεφαλαιοποίησης. Πιο συγκεκριμένα, παρατηρείται ότι σε εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης ο αριθμός των μελών είναι τουλάχιστον έξι άτομα και μπορεί να φτάσει και τα είκοσι, ενώ σε εταιρείες μεσαίου μεγέθους ο αντίστοιχος αριθμός κυμαίνεται από πέντε έως δεκατρία άτομα και βρίσκεται πιο κοντά στο αντίστοιχο εύρος των εταιρειών μικρότερου μεγέθους, το οποίο είναι μεταξύ πέντε και δέκα ατόμων, σε διάστημα πενταετίας. Ο μέσος όρος των μελών για τις μικρού μεγέθους εταιρείες είναι 6,77, για τις μεσαίου μεγέθους είναι 8,41 και τις μεγάλου μεγέθους είναι 10,21. Αντίστοιχες σχέσεις εντοπίστηκαν και στην έρευνα του *Νεραντζίδη (2013)*, στην οποία ο μέσος όρος των εταιρειών υψηλής κεφαλαιοποίησης στον FTSE/X.A. 20 βρέθηκε ίσος με 12,7, ενώ ο αντίστοιχος στον FTSE/X.A. Mid Cap βρέθηκε να είναι 7,3. Εάν κάποιος θέλει να κάνει μια συνολική εκτίμηση για τις σαράντα πέντε εταιρείες του δείγματος, ισχύει ότι ο αριθμός των μελών κυμαίνεται μεταξύ πέντε και είκοσι ατόμων, ενώ ο μέσος όρος είναι 8,46 και βρίσκεται πολύ

κοντά στον αντίστοιχο μέσο όρο των μεσαίου μεγέθους εταιρειών, όπως φαίνεται παρακάτω.

Πίνακας 8.1 Αριθμός μελών Διοικητικού Συμβουλίου

	Εταιρείες Υψηλής Κεφαλαιοποίησης	Εταιρείες Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	Εταιρείες Χαμηλής Κεφαλαιοποίησης	Σύνολο Εταιρειών
N	75	75	75	225
Mean	10,21333333	8,413333333	6,773333333	8,4666667
Median	11	8	7	7
Range	14	8	5	15
Minimum	6	5	5	5
Maximum	20	13	10	20

Πηγή: Ετήσιες Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις

Η συχνότητα του αριθμού των ατόμων Διοικητικού Συμβουλίου που συναντάται στο σύνολο του δείγματος εμφανίζεται στον πίνακα που ακολουθεί, από τον οποίο φαίνεται ότι τα περισσότερα διοικητικά συμβούλια απαρτίζονται από επτά άτομα και μάλιστα σε ποσοστό 32,9%, ενώ ελάχιστα έχουν μέγεθος διοικητικού συμβουλίου πάνω από δέκα έξι άτομα.

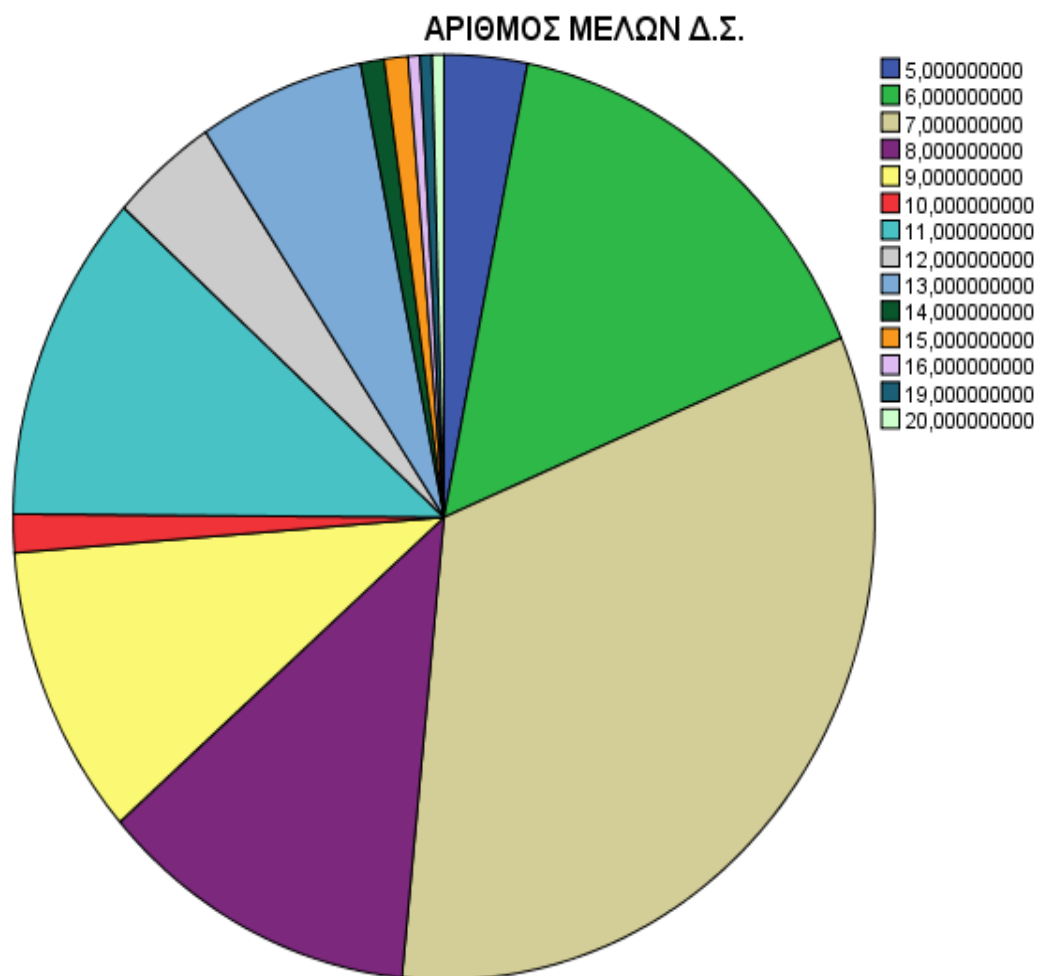
Πίνακας 8.2 Συχνότητα αριθμού μελών Διοικητικού Συμβουλίου

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	5	7	3,1	3,1	3,1
	6	35	15,6	15,6	18,7
	7	74	32,9	32,9	51,6
	8	27	12,0	12,0	63,6
	9	23	10,2	10,2	73,8
	10	3	1,3	1,3	75,1
	11	26	11,6	11,6	86,7
	12	9	4,0	4,0	90,7
	13	14	6,2	6,2	96,9
	14	2	0,9	0,9	97,8
	15	2	0,9	0,9	98,7
	16	1	0,4	0,4	99,1
	19	1	0,4	0,4	99,6
	20	1	0,4	0,4	100,0
	Total	225	100,0	100,0	

Πηγή: Ετήσιες Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις

Η διαγραμματική απεικόνιση του παραπάνω πίνακα παρουσιάζεται στη συνέχεια, από την οποία μπορούν να φανούν πιο καθαρά τα ποσοστά συχνότητας του αριθμού μελών του διοικητικού συμβουλίου.

Διάγραμμα 8.1 Συχνότητα Αριθμού μελών Διοικητικού Συμβουλίου



Πηγή: Ετήσιες Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις

8.2.2 Δυναμικότητα Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου

Σχετικά με την περίπτωση της δυναμικότητας διευκρινίζεται ότι στη συλλογή των στοιχείων χρησιμοποιήθηκε ο αριθμός 0 όταν υπάρχουν διαφορετικά πρόσωπα για τους δυο αυτούς ρόλους και ο αριθμός 1 όταν οι δυο ρόλοι ταυτίζονται στο ίδιο άτομο. Παρατηρώντας τον πίνακα που ακολουθεί, μπορεί να ισχυριστεί ότι οι

εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης επιλέγουν να διαχωρίζουν τους δυο ρόλους σε διαφορετικά πρόσωπα σε ποσοστό περίπου 65,3%. Οι εταιρείες μεσαίας κεφαλαιοποίησης μάλλον επιλέγουν επίσης το διαχωρισμό αυτό, αλλά όχι όμως με μεγάλη διαφορά. Τα αντίστοιχα ποσοστά διαχωρισμού και μη διαχωρισμού είναι 54,7% έναντι 45,3%.

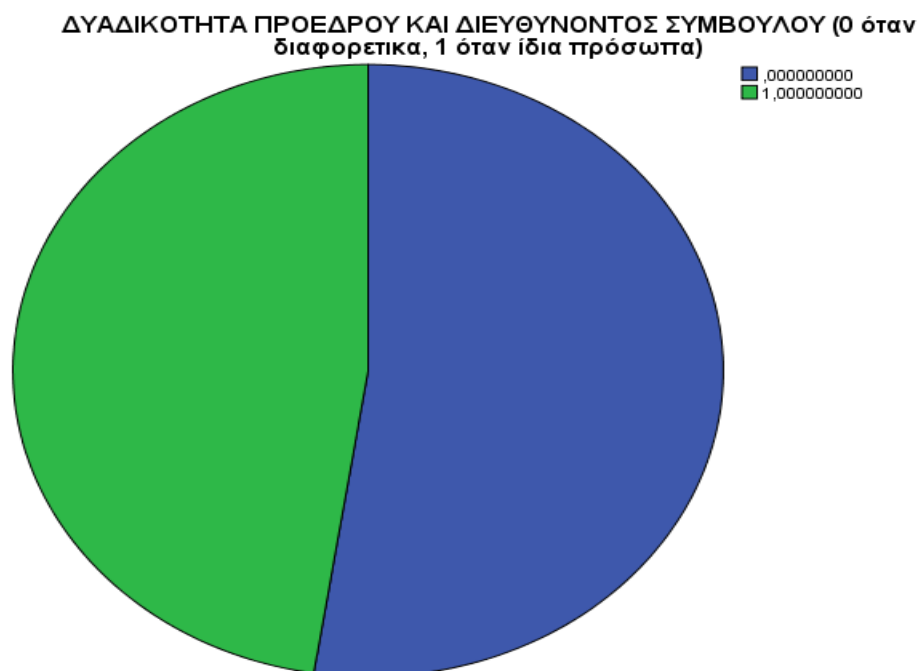
Στις μικρές εταιρείες ο διαχωρισμός είναι περισσότερο ευδιάκριτος, αφού μόλις το 37,3% των εταιρειών διαχωρίζει τους δυο ρόλους, ενώ το 62,7% χρησιμοποιεί ένα πρόσωπο με διττό ρόλο. Εάν κάποιος παρατηρήσει το σύνολο των εταιρειών, θα διαπιστώσει ότι οι διαφορές αυτές μεταξύ των ειδών κεφαλαιοποίησης μάλλον εξομαλύνονται. Πιο συγκεκριμένα, σε συνολική βάση και για όλη τη διάρκεια της πενταετίας, το ποσοστό των εταιρειών που χρησιμοποιούν διαφορετικά πρόσωπα για τις δυο θέσεις είναι 52,4%, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό για τις εταιρείες που χρησιμοποιούν το ίδιο πρόσωπο είναι 47,6%. Τα παραπάνω ποσοστά παρουσιάζονται αριθμητικά στον πίνακα που ακολουθεί και σχηματικά στο επόμενο διάγραμμα.

Πίνακας 8.3 Δυναδικότητα Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου

	Εταιρείες Υψηλής Κεφαλαιοποίησης		Εταιρείες Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης		Εταιρείες Χαμηλής Κεφαλαιοποίησης		Σύνολο Εταιρειών	
	Frequency	Percent	Frequency	Percent	Frequency	Percent	Frequency	Percent
0	49	65,3	41	54,7	28	37,3	118	52,4
1	26	34,7	34	45,3	47	62,7	107	47,6
Total	75	100	75	100	75	100	225	100

Πηγή: Ετήσιες Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις

Διάγραμμα 8.2 Δυαδικότητα Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου



Πηγή: Ετήσιες Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις

8.2.3 Αριθμός Μη Εκτελεστικών μελών Διοικητικού Συμβουλίου

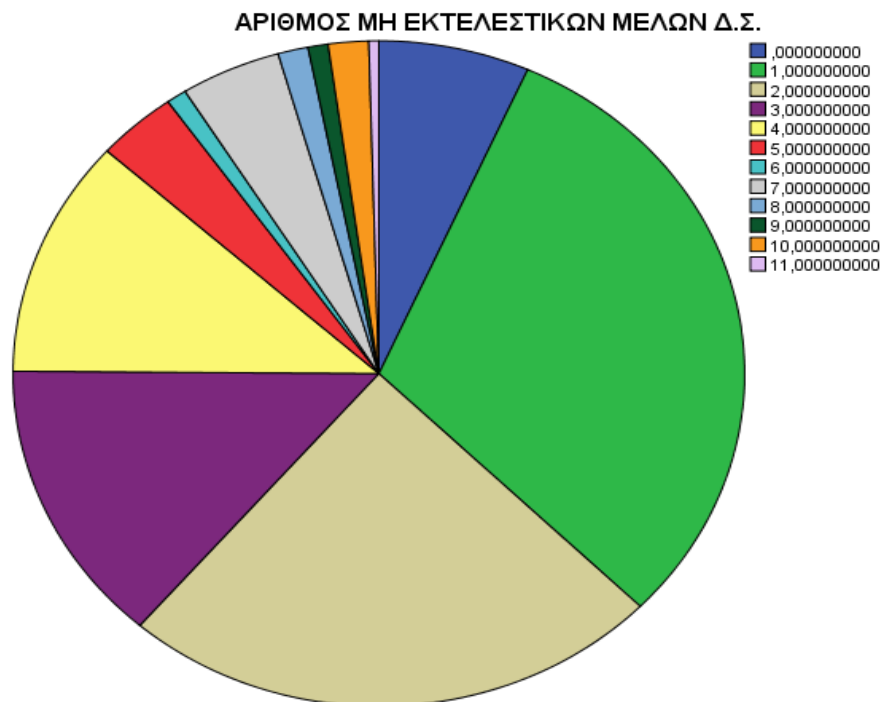
Όπως προκύπτει από το άρθρο 3 του Ν. 3016/2002, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου πρέπει να διαχωρίζονται σε εκτελεστικά, μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα – μη εκτελεστικά. Επίσης, θα πρέπει τα μη εκτελεστικά να είναι τουλάχιστον το 1/3 του συνόλου των μελών και μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών να υπάρχουν τουλάχιστον δυο ανεξάρτητα μέλη. Αξίζει να εξετασθεί εάν οι εταιρείες του δείγματος έχουν περιοριστεί αυστηρά στα ποσοστά που απαιτεί ο νόμος περί Εταιρικής Διακυβέρνησης ή εάν και κατά πόσο τα έχουν διευρύνει. Όπως μπορεί να διαπιστωθεί και από τον πίνακα και το διάγραμμα που ακολουθούν, οι εταιρείες συνήθως επιλέγουν από ένα έως δυο άτομα ως μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου. Ωστόσο, παρουσιάζονται ορισμένες εξαιρέσεις, όπου ο αντίστοιχος αριθμός μπορεί να είναι και μεγαλύτερος, αλλά αυτές αφορούν την κατηγορία υψηλής κεφαλαιοποίησης και μάλιστα κάποιες από τις εταιρείες που περιλαμβάνονται στην κατηγορία αυτή.

Πίνακας 8.4 Αριθμός Μη Εκτελεστικών μελών Διοικητικού Συμβουλίου

	Εταιρείες Υψηλής Κεφαλαιοποίησης		Εταιρείες Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης		Εταιρείες Χαμηλής Κεφαλαιοποίησης		Σύνολο Εταιρειών	
	Frequency	Percent	Frequency	Percent	Frequency	Percent	Frequency	Percent
0	0	0	7	9,3	8	10,7	15	6,7
1	18	24	14	18,7	37	49,4	69	30,6
2	16	21,4	19	25,4	19	25,3	54	24
3	8	10,7	16	21,3	7	9,3	31	13,8
4	8	10,7	14	18,7	4	5,3	26	11,6
5	7	9,3	1	1,3	0	0	8	3,6
6	1	1,3	1	1,3	0	0	2	0,9
7	10	13,3	0	0	0	0	10	4,4
8	0	0	3	4	0	0	3	1,3
9	2	2,7	0	0	0	0	2	0,9
10	4	5,3	0	0	0	0	4	1,8
11	1	1,3	0	0	0	0	1	0,4
Total	75	100	75	100	75	100	225	100

Πηγή: Ετήσιες Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις

Διάγραμμα 8.3 Αριθμός Μη Εκτελεστικών μελών Διοικητικού Συμβουλίου



Πηγή: Ετήσιες Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις

8.2.4 Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών μελών Δ. Σ.

Στην ενότητα αυτή παρατίθενται κάποιες σημαντικές διαφοροποιήσεις που προέκυψαν αναφορικά με τον αριθμό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να διαχωρίζονται, με βάση το άρθρο 3, Ν.3016/2002. Επιπλέον, τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη πρέπει να μην έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρεία κατά τη διάρκεια της θητείας τους, έτσι ώστε να εξασφαλιστεί η λήψη αντικειμενικότερων απόψεων και αποφάσεων από το διοικητικό συμβούλιο για το συμφέρον της επιχείρησης.

Παρατηρώντας τον πίνακα που ακολουθεί διαπιστώνεται ότι το 62,7% των εταιρειών υψηλής κεφαλαιοποίησης έχει δυο ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη στο διοικητικό του συμβούλιο. Το αντίστοιχο ποσοστό στις εταιρείες μεσαίας κεφαλαιοποίησης είναι 73,4%, ενώ στις χαμηλής κεφαλαιοποίησης μόλις 25,3%. Οι μικρού μεγέθους εταιρείες σε ποσοστό 49,4% προτιμούν να έχουν ένα ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος. Εάν γίνει μια συνολική εκτίμηση για τις εταιρείες του δείγματος, στη διάρκεια της πενταετίας, η συντριπτική πλειοψηφία των επιλεγμένων εταιρειών, δηλ το 72%, επιλέγει δύο άτομα ως ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.

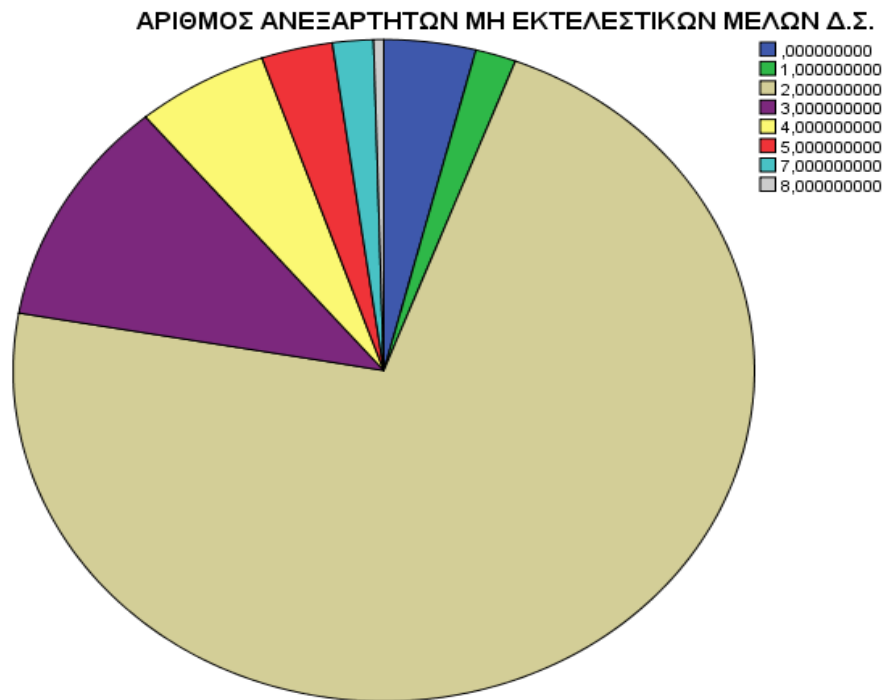
Πίνακας 8.5 Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών μελών Δ. Σ.

Εταιρείες Υψηλής Κεφαλαιοποίησης			Εταιρείες Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης		Εταιρείες Χαμηλής Κεφαλαιοποίησης		Σύνολο Εταιρειών	
Frequency	Percent		Frequency	Percent	Frequency	Percent	Frequency	Percent
0	9	12	0	0	8	10,7	9	4
1	0	0	1	1,3	37	49,4	4	1,8
2	47	62,7	55	73,4	19	25,3	162	72
3	2	2,7	15	20	7	9,3	25	11,1
4	6	8	3	4	4	5,3	13	5,8
5	6	8	1	1,3	0	0	7	3,1
6	0	0	0	0	0	0	0	0
7	4	5,3	0	0	0	0	4	1,8
8	1	1,3	0	0	0	0	1	0,4
Total	75	100	75	100	75	225	225	100

Πηγή: Ετήσιες Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις

Τα παραπάνω ποσοστά παρουσιάζονται ευκρινώς στο ακόλουθο διάγραμμα.

Διάγραμμα 8.4 Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών μελών Δ. Σ.



Πηγή: Ετήσιες Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις

8.2.5 Αριθμός μελών Επιτροπής Ελέγχου

Αναφορικά με τον αριθμό των μελών της Επιτροπής Ελέγχου δεν παρατηρούνται αξιόλογες διαφοροποιήσεις, ειδικά στις μεσαίου και μικρού μεγέθους εταιρείες. Πιο συγκεκριμένα, οι υψηλής κεφαλαιοποίησης εταιρείες κατά 85,3% προτιμούν οι επιτροπές τους να απαρτίζονται από τρία άτομα. Επίσης, το 10,7% των εταιρειών αυτής της κατηγορίας έχει επιτροπές των τεσσάρων ατόμων, το 2,7% έχει επιτροπές των πέντε ατόμων και μόλις το 1,3% έχει επιτροπές των έξι ατόμων. Στις μεσαίου και μικρού μεγέθους εταιρείες εντοπίζεται μια σχετική ομοιομορφία, εφόσον το 100% των εταιριών μεσαίου μεγέθους του δείγματος έχει τριμελείς επιτροπές, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό στις μικρού μεγέθους εταιρείες είναι 98,7% και μόλις το 1,3% έχει τετραμελείς επιτροπές.

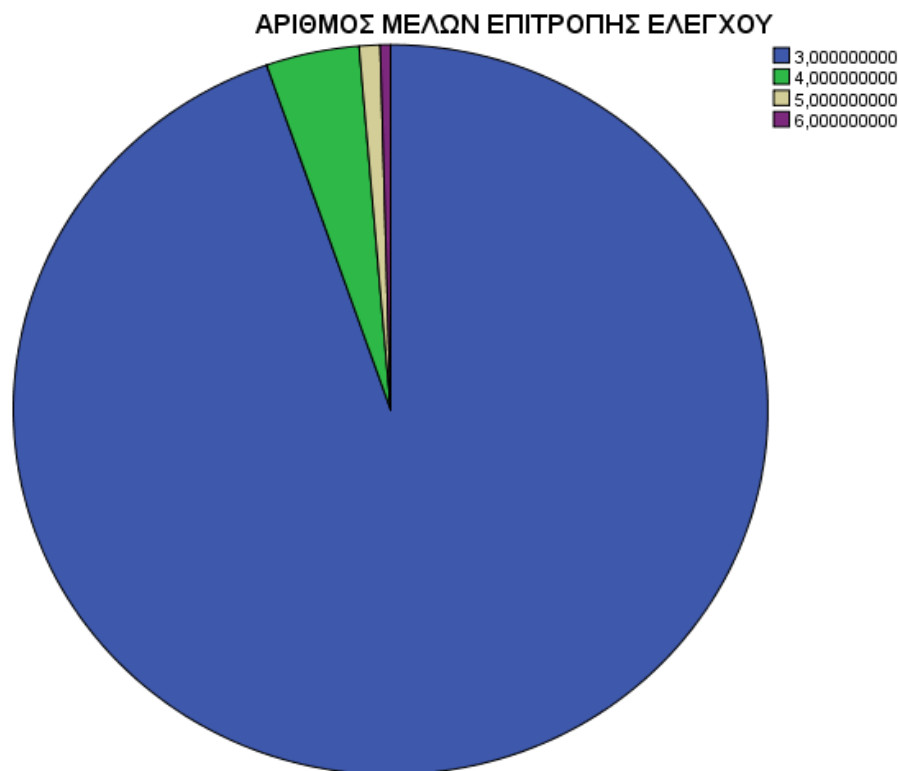
Συνεπώς, οι περισσότερες εταιρείες του δείγματος αρκούνται στον ελάχιστο αριθμό μελών που τίθεται από τον Ελληνικό Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης και είναι τρία άτομα. Οι παραπάνω διαπιστώσεις παρουσιάζονται συγκεντρωτικά στον πίνακα που ακολουθεί και σχηματικά στο επόμενο διάγραμμα.

Πίνακας 8.6 Αριθμός μελών Επιτροπής Ελέγχου

	Εταιρείες Υψηλής Κεφαλαιοποίησης		Εταιρείες Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης		Εταιρείες Χαμηλής Κεφαλαιοποίησης		Σύνολο Εταιρειών	
	Frequency	Percent	Frequency	Percent	Frequency	Percent	Frequency	Percent
0	0	0	0	0	0	0	0	0
1	0	0	0	0	0	0	0	0
2	0	0	0	0	0	0	0	0
3	64	85,3	75	100	74	98,7	213	94,7
4	8	10,7	0	0	1	1,3	9	4
5	2	2,7	0	0	0	0	2	0,9
6	1	1,3	0	0	0	0	1	0,4
Total	75	100	75	100	75	100	225	100

Πηγή: Ετήσιες Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις

Διάγραμμα 8.5 Αριθμός μελών Επιτροπής Ελέγχου



Πηγή: Ετήσιες Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις

8.3 Συσχέτιση Μεταβλητών

Ύστερα από την προηγηθείσα συγκριτική παράθεση των στατιστικών στοιχείων είναι χρήσιμο να διερευνηθεί η ύπαρξη ή όχι γραμμικής σχέσης μεταξύ των μεταβλητών, η οποία γίνεται με τη βοήθεια του συντελεστή συσχέτισης (correlation coefficient ρ),

όταν είναι γνωστό ότι οι εξεταζόμενες μεταβλητές ακολουθούν κανονική κατανομή ή τουλάχιστον προσεγγιστικά κανονική κατανομή. Οι τιμές που παίρνει ο συντελεστής κυμαίνονται μεταξύ -1 και 1 , δηλ. είναι απαλλαγμένος από μονάδες μέτρησης και ανάλογα με τις τιμές που παίρνει υποδηλώνει και διαφορετική γραμμική σχέση, θετική ή αρνητική, ανάλογα με το πρόσημο, το οποίο καταδεικνύει την κατεύθυνση της σχέσης. Επιπλέον, για να υπολογιστεί απαιτείται η πληροφόρηση της συνδιακύμανσης των υπό μελέτη μεταβλητών.

Σημειώνεται ότι στην ανάλυση που επιχειρείται στην παρούσα εργασία χρησιμοποιήθηκε το στατιστικό πρόγραμμα SPSS v. 22, προκειμένου να γίνουν οι απαραίτητοι υπολογισμοί. Για τη συσχέτιση χρησιμοποιήθηκε ο συντελεστής συσχέτισης Pearson, με βάση τον οποίο προέκυψε ο πίνακας συσχετίσεων για επίπεδα σημαντικότητας 99% και 95% και ο οποίος παρατίθεται στο παράρτημα. Στη συνέχεια, γίνεται παράθεση των συσχετίσεων των μεταβλητών για τις οποίες βρέθηκε τιμή συντελεστή συσχέτισης πάνω από 0,5 κατά απόλυτη τιμή.

Αρχικά, σε ό,τι αφορά τον **αριθμό των μελών του διοικητικού συμβουλίου** φαίνεται να υπάρχει ισχυρή συσχέτιση ανάμεσα στη μεταβλητή αυτή και στον **αριθμό των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών** που συμπεριλαμβάνονται στο σύνολο του διοικητικού συμβουλίου. Πιο συγκεκριμένα, μεταξύ του συνόλου των μελών και των εκτελεστικών εμφανίζεται θετική συσχέτιση κατά 0,505, ενώ μεταξύ του συνόλου και των μη εκτελεστικών ο συντελεστής συσχέτισης είναι 0,724.

Επίσης, ο αριθμός των **μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου** φαίνεται να συσχετίζεται αρνητικά με τον αριθμό των **ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών της επιτροπής ελέγχου** με συντελεστή $-0,579$, ενώ με τον **αριθμό των μη εκτελεστικών μελών της επιτροπής ελέγχου** σχετίζεται θετικά κατά 0,576.

Επιπλέον, μεταξύ των **μελών της επιτροπής ελέγχου** και των **αναπληρωματικών μελών** εντοπίζεται μια ισχυρή θετική συσχέτιση κατά 0,896, η οποία όμως αφορά τις εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης, καθώς μόνο εκεί βρέθηκε να συμπεριλαμβάνονται στα μέλη της επιτροπής ελέγχου και αναπληρωματικά μέλη. Επιπλέον, υπάρχει μια ισχυρή αρνητική συσχέτιση κατά 0,984 μεταξύ του αριθμού των **ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών της επιτροπής ελέγχου** και των **μη**

εκτελεστικών μελών της. Τέλος, διαπιστώνεται μια έντονη συσχέτιση μεταξύ της **απόδοσης Ενεργητικού και Ιδίων Κεφαλαίων**.

8.4 Λογαριθμική Παλινδρόμηση Μεταβλητών

Οι παραπάνω διαπιστώσεις αναφέρονται στις συσχετίσεις που εντοπίστηκαν μεταξύ όλων των μεταβλητών. Ωστόσο, σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η διερεύνηση των πιθανών σχέσεων μεταξύ των παραγόντων Εταιρικής Διακυβέρνησης και Εταιρικής Απόδοσης. Για το λόγο αυτό, από τον πίνακα συσχετίσεων εντοπίστηκαν οι παράγοντες εκείνοι της Εταιρικής Διακυβέρνησης που παρουσιάζουν συσχέτιση με τους συντελεστές απόδοσης, με σκοπό την περαιτέρω εξέταση της συμπεριφοράς τους. Οι παράγοντες αυτοί είναι **ο αριθμός μελών του διοικητικού συμβουλίου, η δυαδικότητα του Προέδρου, ο αριθμός των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου, ο αριθμός μελών της Επιτροπής Ελέγχου και ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών και των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών της επιτροπής ελέγχου**.

Στην ανάλυση που αποσκοπεί η παρούσα εργασία, είναι απαραίτητο να διερευνηθεί κατά πόσο το σύνολο των ανεξάρτητων μεταβλητών καθορίζει την εξαρτημένη μεταβλητή και για το λόγο αυτό, εφαρμόζεται η λογαριθμική παλινδρόμηση ως καταλληλότερη μέθοδος πολυπαραγοντικής στατιστικής ανάλυσης. Με τη μέθοδο αυτή, χρησιμοποιώντας τις τιμές των ανεξάρτητων μεταβλητών, παρέχεται η δυνατότητα να εκτιμηθεί η επίδραση κάθε ανεξάρτητης μεταβλητής στη διαμόρφωση των τιμών της εξαρτημένης μεταβλητής. Η ανάλυση αυτή πραγματοποιήθηκε με την χρήση του στατιστικού πακέτου Stata.

Με βάση τα παραπάνω, υπολογίστηκαν τρεις ομάδες παλινδρομήσεων. Πιο συγκεκριμένα, ως ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν οι προαναφερθέντες παράγοντες Εταιρικής Διακυβέρνησης, ενώ ως εξαρτημένες η Απόδοση Ενεργητικού, η Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων και η Χρηματιστηριακή Απόδοση. Στις ενότητες που ακολουθούν αναλύονται οι αντίστοιχες κατηγορίες παλινδρομήσεων.

8.4.1 Λογαριθμική Παλινδρόμηση Απόδοσης Ενεργητικού

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζεται η σχέση της Απόδοσης Ενεργητικού με τους υπόλοιπους παράγοντες. Με βάση τον πίνακα που ακολουθεί, διαπιστώνεται ότι ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών της Επιτροπής Ελέγχου έχει θετικό συντελεστή παλινδρόμησης 0,074, δηλ. επηρεάζει θετικά την εξαρτημένη μεταβλητή και συγκεκριμένα μια αύξηση του συγκεκριμένου συντελεστή κατά μία μονάδα αναμένεται να αυξήσει την εξαρτημένη μεταβλητή ROA κατά 0,074 μονάδες. Το ίδιο ισχύει και για τον αριθμό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών της Επιτροπής Ελέγχου, ο οποίος φαίνεται να επιδρά θετικά στην απόδοση στοιχείων Ενεργητικού με συντελεστή παλινδρόμησης 0,051.

Πίνακας 8.7 Λογαριθμική Παλινδρόμηση Απόδοσης Ενεργητικού

	Κερδοφορία προηγούμενης χρονιάς	Αριθμός Μελών Δ.Σ.	Αναδιόρθωση Προέδρου	Αριθμός Μη Εκτελεστικών Μελών Δ.Σ.	Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών Μελών Δ.Σ.	Αριθμός Μελών Επιτροπής Ελέγχου	Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών Μελών Επιτροπής Ελέγχου	Αριθμός Μη Εκτελεστικών Μελών Επιτροπής Ελέγχου
ROA	0,7195767 (5,70)	0,019403 (1,66)	0,0021171 (-0,08)	-0,0150653 (-1,21)	-0,0223964 (-1,08)	0,0178294 (0,67)	0,0511326 (0,71)	0,0743352 (1,06)

Πηγή: Ετήσιες Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις

Το μοντέλο που προκύπτει από τις χρησιμοποιούμενες μεταβλητές έχει ως εξής:

$$ROA = - 0,321 + 0,719*Κερδοφορία Προηγούμενης Χρονιάς + 0,019*Αριθμός Μελών Δ.Σ. + 0,002*Αναδιόρθωση Προέδρου - 0,015*Αριθμός Μη Εκτελεστικών Μελών Δ.Σ. - 0,022* Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών Μελών Δ.Σ. + 0,018*Αριθμός Μελών Επιτροπής Ελέγχου + 0,051*Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών Μελών Επιτροπής Ελέγχου + 0,074*Αριθμός Μη Εκτελεστικών Μελών Επιτροπής Ελέγχου.$$

Γενικά, μπορεί να σημειωθεί ότι οι περισσότερες μεταβλητές επιδρούν θετικά στην εξαρτημένη μεταβλητή, με εξαίρεση τον αριθμό των μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, τα οποία φαίνεται ότι επιδρούν αρνητικά στην Απόδοση Ενεργητικού.

Σε αντίστοιχο συμπέρασμα είχε καταλήξει και η έρευνα των **Bhagat and Black (1999)**, με βάση την οποία εντοπίστηκε αυτή η αρνητική συσχέτιση μεταξύ αύξησης

ανεξαρτησίας Δ.Σ. και εταιρικής απόδοσης, όπως υπολογίζεται από το δείκτη ROA. Πιθανή εξήγηση για την ύπαρξη αυτής της αρνητικής σχέσης είναι το γεγονός ότι η σύνθεση του Δ.Σ. είναι ενδογενής (διαφορετικές επιχειρήσεις χρειάζονται διαφορετικά είδη Δ.Σ.). Επίσης, η μελέτη των **Drakos and Bekiris (2010)** κατέληξε σε ανάλογο συμπέρασμα, ότι δηλαδή η ανεξαρτησία του Διοικητικού Συμβουλίου δεν επιδρά στην εταιρική απόδοση, όπως αυτή απεικονίζεται από το δείκτη ROA. Συνεπώς, μεγαλύτερη ανεξαρτησία Δ.Σ. δε συνεπάγεται αναγκαστικά και μεγαλύτερη κερδοφορία ή ταχύτερη ανάπτυξη.

Αναφορικά με τον αριθμό των μη εκτελεστικών μελών, οι **Guo and Kumara (2012)** μελέτησαν εάν το μέγεθος του Δ.Σ. και το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. σχετίζονται αρνητικά με τη χρηματοοικονομική απόδοση των επιχειρήσεων στη Σρι Λάνκα και εντόπισαν αρνητική σχέση μεταξύ ποσοστού μη εκτελεστικών μελών Δ.Σ. και ROA, συμπέρασμα που εναρμονίζεται με τα παραπάνω αποτελέσματα της παρούσας ανάλυσης.

8.4.2 Λογαριθμική Παλινδρόμηση Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων

Εκτός από την Απόδοση Ενεργητικού, στην παρούσα εργασία χρησιμοποιήθηκε και η Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων ως μέτρο Εταιρικής Απόδοσης. Στην περίπτωση αυτή βρέθηκε ότι ο αριθμός των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών της Επιτροπής Ελέγχου έχει συντελεστή παλινδρόμησης 0,226 και επιδρά με το ποσοστό αυτό στην Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων. Ανάλογη επίδραση έχει και ο αριθμός των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών Επιτροπής Ελέγχου με συντελεστή 0,247.

Παρατηρείται ότι στην περίπτωση της Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων, όπως και στην περίπτωση της Απόδοσης Ενεργητικού, υπάρχουν δυο μεταβλητές Εταιρικής Διακυβέρνησης που επιδρούν αρνητικά και αναφέρονται στο βαθμό ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου. Αυτές είναι ο αριθμός των μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου. Όλες αυτές οι διαπιστώσεις απεικονίζονται συγκεντρωτικά στον πίνακα που ακολουθεί.

Πίνακας 8.8 Λογαριθμική Παλινδρόμηση Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων

	Κερδοφορία προηγούμενης χρονιάς	Αριθμός Μελών Δ.Σ.	Αναδιόκληση Προέδρου	Αριθμός Μη Εκτελεστικών Μελών Δ.Σ.	Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών Μελών Δ.Σ.	Αριθμός Μελών Επιτροπής Ελέγχου	Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών Μελών Επιτροπής Ελέγχου	Αριθμός Μη Εκτελεστικών Μελών Επιτροπής Ελέγχου
ROE	0,7480322 (5,56)	0,0090759 (0,33)	0,0885646 (1,43)	-0,0042773 (-0,13)	-0,0360115 (-0,69)	0,0274305 (0,41)	0,2264304 (1,26)	0,2476270 (1,41)

Πηγή: Ετήσιες Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις

Το μοντέλο που προκύπτει σ' αυτήν την περίπτωση έχει την εξής μορφή:

$$ROE = - 0,848 + 0,748 * \text{Κερδοφορία Προηγούμενης Χρονιάς} + 0,009 * \text{Αριθμός Μελών Δ.Σ.} + 0,088 * \text{Αναδιόκληση Προέδρου} - 0,004 * \text{Αριθμός Μη Εκτελεστικών Μελών Δ.Σ.} - 0,036 * \text{Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών Μελών Δ.Σ.} + 0,027 * \text{Αριθμός Μελών Επιτροπής Ελέγχου} + 0,226 * \text{Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών Μελών Επιτροπής Ελέγχου} + 0,247 * \text{Αριθμός Μη Εκτελεστικών Μελών Επιτροπής Ελέγχου}.$$

8.4.3 Λογαριθμική Παλινδρόμηση Χρηματιστηριακής Απόδοσης

Η τρίτη κατηγορία παλινδρόμησης αναφέρεται στη Χρηματιστηριακή Απόδοση, ως μέτρο Εταιρικής Απόδοσης. Στην περίπτωση αυτή δεν παρατηρούνται αξιόλογες σχέσεις και μάλλον η πλειονότητα των παραγόντων Εταιρικής Διακυβέρνησης φαίνεται να επιδρά αρνητικά στην εταιρική απόδοση, αλλά με πολύ χαμηλούς συντελεστές. Μόνο δυο παράγοντες επιδρούν θετικά, και πάλι με πολύ μικρά ποσοστά, οι οποίοι αναφέρονται στην ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου και στον αριθμό των μη εκτελεστικών μελών του, όπως άλλωστε φαίνεται και στον πίνακα παλινδρόμησης που ακολουθεί.

Πίνακας 8.9 Λογαριθμική Παλινδρόμηση Χρηματιστηριακής Απόδοσης

	Κερδοφορία προηγούμενης χρονιάς	Αριθμός Μελών Δ.Σ.	Αναδιόκληση Προέδρου	Αριθμός Μη Εκτελεστικών Μελών Δ.Σ.	Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών Μελών Δ.Σ.	Αριθμός Μελών Επιτροπής Ελέγχου	Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών Μελών Επιτροπής Ελέγχου	Αριθμός Μη Εκτελεστικών Μελών Επιτροπής Ελέγχου
Χ.Α.	-0,1051803 (-1,37)	-0,0006908 (-1,10)	-0,0001884 (-0,15)	0,0000211 (0,03)	0,0016056 (1,42)	-0,0009505 (-0,69)	-0,0055641 (-1,56)	-0,0058857 (-1,68)

Πηγή: Ετήσιες Δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις

Αξίζει να σημειωθεί, όπως αναλύθηκε στις δυο προηγούμενες ενότητες, αυτοί οι δυο παράγοντες ήταν οι μοναδικοί με αρνητική επίδραση στην Απόδοση Ενεργητικού και Ιδίων Κεφαλαίων. Με βάση τον παραπάνω πίνακα παλινδρόμησης το μοντέλο που δημιουργείται στην περίπτωση αυτή είναι:

$$\begin{aligned} \text{X. A.} = & + 0,023 - 0,105 * \text{Κερδοφορία Προηγούμενης Χρονιάς} - 0,001 * \text{Αριθμός Μελών} \\ & \Delta.Σ. - 0,000 * \text{Διαδικότητα Προέδρου} + 0,000 * \text{Αριθμός Μη Εκτελεστικών Μελών Δ.Σ.} \\ & + 0,002 * \text{Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών Μελών Δ.Σ.} - 0,001 * \text{Αριθμός} \\ & \text{Μελών Επιτροπής Ελέγχου} - 0,005 * \text{Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών Μελών} \\ & \text{Επιτροπής Ελέγχου} - 0,006 * \text{Αριθμός Μη Εκτελεστικών Μελών Επιτροπής Ελέγχου}. \end{aligned}$$

8.4.4 Συμπεράσματα Παλινδρομήσεων – Ανάλυση Στατιστικής Σημαντικότητας Μεταβλητών

Στις προηγούμενες ενότητες παρουσιάστηκαν οι σχέσεις των μεταβλητών, όπως εντοπίστηκαν με τη χρήση των συντελεστών παλινδρόμησης και απεικονίστηκαν σε τρία μοντέλα εκτίμησης. Ωστόσο, είναι απαραίτητο να ερμηνευθεί κατά πόσο αυτές οι σχέσεις είναι σημαντικά στατιστικές. Η ανάλυση μπορεί να γίνει σε τρία επίπεδα σημαντικότητας, $\alpha=1\%$, $\alpha=5\%$ και $\alpha=10\%$ με αντίστοιχους βαθμούς εμπιστοσύνης 99%, 95% και 90%.

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συνοπτικά τα αποτελέσματα των προηγούμενων ενοτήτων, με τη διαφορά ότι έχουν επισημανθεί ποιες μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές και σε τι επίπεδο σημαντικότητας.

Πίνακας 8.10 Λογαριθμική Παλινδρόμηση Συνόλου Μεταβλητών

	Κερδοφορία προηγούμενης χρονιάς	Αριθμός Μελών Δ.Σ.	Διαδικότητα Προέδρου	Αριθμός Μη Εκτελεστικών Μελών Δ.Σ.	Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών Μελών Δ.Σ.	Αριθμός Μελών Επιτροπής Ελέγχου	Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών Μελών Επιτροπής Ελέγχου	Αριθμός Μη Εκτελεστικών Μελών Επιτροπής Ελέγχου
ROA	0,7195767 (5,70)***	0,019403 (1,66)*	0,0021171 (-0,08)	-0,0150653 (-1,21)	-0,0223964 (-1,08)	0,0178294 (0,67)	0,0511326 (0,71)	0,0743352 (1,06)
ROE	0,7480322 (5,56)***	0,0090759 (0,33)	0,0885646 (1,43)	-0,0042773 (-0,13)	-0,0360115 (-0,69)	0,0274305 (0,41)	0,2264304 (1,26)	0,2476270 (1,41)
X.A.	-0,1051803 (-1,37)	-0,0006908 (-1,10)	-0,0001884 (-0,15)	0,0000211 (0,03)	0,0016056 (1,42)	-0,0009505 (-0,69)	-0,0055641 (-1,56)	-0,0058857 (-1,68)*

Οι τιμές εντός των παρενθέσεων αντιπροσωπεύουν τις τιμές των *t-statistics* (***) και * δείχνουν 1 και 10% επίπεδα σημαντικότητας, αντίστοιχα)

Αναφορικά με το πρώτο υπόδειγμα το οποίο αναφέρεται στην **Απόδοση Ενεργητικού**, υπάρχουν δυο μεταβλητές που υποστηρίζουν τη συνολική ερμηνευτική του ικανότητα, εφόσον βρέθηκαν στατιστικά σημαντικές, αλλά σε διαφορετικά επίπεδα σημαντικότητας. Η πρώτη σχετίζεται στην *Κερδοφορία της προηγούμενης χρονιάς*, η οποία επιδρά στην Απόδοση Ενεργητικού με συντελεστή παλινδρόμησης 0,719 και είναι σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=1\%$. Η δεύτερη μεταβλητή προσδιορίζει τον *Αριθμό Μελών του Δ.Σ.*, για την οποία ο συντελεστής παλινδρόμησης είναι 0,019 και επιδρά σημαντικά σε επίπεδο 10%. Όπως προκύπτει, οι υπόλοιπες μεταβλητές μάλλον δεν έχουν αξιοσημείωτη επίδραση στην Απόδοση Ενεργητικού.

Σε ό,τι αφορά το δεύτερο υπόδειγμα, με το οποίο έγινε προσπάθεια να ερμηνευθεί η επίδραση των παραγόντων στην **Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων**, παρατηρείται και πάλι ότι η *Κερδοφορία της προηγούμενης χρονιάς* κατέχει καθοριστικό ρόλο. Πιο συγκεκριμένα, διαπιστώνεται ότι η συγκεκριμένη μεταβλητή επιδρά με συντελεστή παλινδρόμησης 0,748 και σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=1\%$. Αξίζει να σημειωθεί ότι είναι η μοναδική μεταβλητή με επίδραση στατιστικά σημαντική.

Ωστόσο, η συγκεκριμένη μεταβλητή δε φαίνεται να επιδρά στο τρίτο υπόδειγμα που παρουσιάστηκε. Αναλυτικότερα, η **Χρηματιστηριακή Απόδοση** δεν επηρεάζεται από την *Κερδοφορία της προηγούμενης χρονιάς*, αλλά από τον *Αριθμό των Μη Εκτελεστικών Μελών της Επιτροπής Ελέγχου*, για τον οποίο ο συντελεστής παλινδρόμησης είναι 0,006 και είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=10\%$.

Συνοψίζοντας, τα τρία υποδείγματα, όπως υπολογίστηκαν με τη βοήθεια των παλινδρομήσεων περιέχουν τρεις μεταβλητές, οι οποίες είναι στατιστικά σημαντικές. Πιο αναλυτικά, η *Κερδοφορία της προηγούμενης χρονιάς*, ο *Αριθμός των Μελών του Δ.Σ* και ο *Αριθμός των Μη Εκτελεστικών Μελών Επιτροπής Ελέγχου* διαπιστώθηκε ότι έχουν σημαντική επίδραση στην Εταιρική Απόδοση. Βέβαια, οι υπόλοιπες μεταβλητές διαπιστώθηκε ότι δεν είναι στατιστικά σημαντικές, γεγονός που περιορίζει αρκετά τη συνολική ερμηνευτική ικανότητα των υποδειγμάτων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

9. Συμπεράσματα Έρευνας

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, σκοπός της παρούσας μελέτης ήταν η έρευνα της σχέσης μεταξύ των μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης και Εταιρικής Απόδοσης. Στους παράγοντες Εταιρικής Διακυβέρνησης συμπεριλήφθηκαν και οι περισσότεροι δυνατοί για την Επιτροπή Ελέγχου, προκειμένου να διερευνηθεί κατά πόσο οι ελληνικές εταιρείες αρκούνται στη συγκρότηση επιτροπών αποκλειστικά και μόνο λόγω νομικών επιταγών, ή συγκροτούν επιτροπές ευρύτερες από τα πλαίσια του νόμου, έτσι ώστε να επιτύχουν ποιοτική Εταιρική Διακυβέρνηση. Στο σύνολό της η ανάλυση βασίστηκε σε στατιστικά στοιχεία και εντοπίστηκαν οι βασικότερες συσχετίσεις μεταξύ των επιλεγμένων μεταβλητών, όπως παρατέθηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο.

Για τη διεξαγωγή των συμπερασμάτων και προς εκπλήρωση του σκοπού της παρούσας μελέτης, έγινε προσπάθεια να διερευνηθεί η αλληλεπίδραση μεταξύ των μηχανισμών της Εταιρικής Διακυβέρνησης και της Εταιρικής Απόδοσης, όπως αυτή υπολογίστηκε αφενός με τη βοήθεια αριθμοδεικτών αποδοτικότητας, οι οποίοι βασίζονται σε λογιστικά στοιχεία και αφετέρου με τη χρηματιστηριακή απόδοση, η οποία βασίζεται στις ημερήσιες τιμές κλεισίματος των μετοχών των εταιρειών του δείγματος. Η αλληλεπίδραση αυτή εξετάστηκε αρχικά με βάση το συντελεστή συσχέτισης των μεταβλητών, ο οποίος αποτελεί περιγραφικό εργαλείο εντοπισμού μιας σχέσης, όχι όμως και της κατεύθυνσης της επίδρασης μεταξύ των παραγόντων και ύστερα με την εκτέλεση λογιστικών παλινδρομήσεων, προκειμένου να εξακριβωθεί από ποιον παράγοντα ξεκινά η επίδραση και σε ποιον καταλήγει. Σε κάθε παλινδρόμηση θεωρήθηκε ως εξαρτημένη μεταβλητή ο κάθε παράγοντας Εταιρικής Απόδοσης και ως ανεξάρτητες μεταβλητές οι παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης συνολικά. Έπειτα ακολούθησε η ανάλυση της στατιστικής σημαντικότητας της επίδρασης της κάθε μεταβλητής, έτσι ώστε να διατυπωθούν περισσότερο ασφαλή συμπεράσματα.

Αρχικά, αναφορικά με την **Απόδοση Ενεργητικού (ROA)**, βρέθηκε να σχετίζεται σημαντικά με το συνολικό αριθμό των μελών του διοικητικού συμβουλίου με συντελεστή 0,283, όπως φαίνεται από τον πίνακα συσχετίσεων. Επίσης, διαπιστώθηκε αλληλεπίδραση με τον αριθμό των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου. Πιο συγκεκριμένα, η Απόδοση Ενεργητικού σχετίζεται κατά 0,150 με τα εκτελεστικά μέλη και κατά 0,250 με τα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Επίσης, ισχυρή αρνητική συσχέτιση διαπιστώθηκε με τον αριθμό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών της Επιτροπής Ελέγχου και μάλιστα κατά -0,136, ενώ τα μη εκτελεστικά μέλη της επιτροπής ελέγχου φαίνεται να αλληλεπιδρούν με την απόδοση των στοιχείων του Ενεργητικού κατά 0,144.

Επιπλέον, από την ανάλυση της παλινδρόμησης που εκτελέστηκε, προέκυψε ότι η Απόδοση Ενεργητικού συνδέεται αρνητικά με τον αριθμό των μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου με συντελεστές -0,015 και -0,022 αντίστοιχα, γεγονός που συμβαδίζει και με τα πορίσματα προγενέστερων ερευνών αναφορικά με την ύπαρξη αρνητικής σχέσης μεταξύ αύξησης του βαθμού ανεξαρτησίας των μελών του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής απόδοσης. Επίσης, βρέθηκε μια ακόμα ισχυρή σχέση κατά 0,465, η οποία αφορά τον αριθμό των ελεγκτών. Ωστόσο, η τελευταία αυτή σχέση δεν είναι ιδιαίτερης σημασίας, καθώς αφορά μια εταιρεία στην κατηγορία υψηλής κεφαλαιοποίησης, η οποία έχει αποφασίσει στα μέλη της Επιτροπής Ελέγχου να συμπεριλάβει και έναν ελεγκτή.

Η ανάλυση των συσχετίσεων της Απόδοσης Ενεργητικού με τους παράγοντες της Εταιρικής Διακυβέρνησης ολοκληρώνεται με την παράθεση της στατιστικής σημαντικότητας της επίδρασης των μεταβλητών. Από αυτή την ανάλυση αυτή, προκύπτει ότι από όλους τους παράγοντες μόνο ο αριθμός των μελών του Δ.Σ. επιδρά στατιστικά σημαντικά στην Εταιρική Απόδοση. Όμως εκτός από τον συγκεκριμένο παράγοντα Εταιρικής Διακυβέρνησης, βρέθηκε και η Κερδοφορία της προηγούμενης χρονιάς να έχει στατιστικά σημαντική επίδραση στην Απόδοση του Ενεργητικού.

Στη συνέχεια, σχετικά με την **Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)**, διαπιστώνονται ανάλογες συσχετίσεις με τους παράγοντες της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Αναλυτικότερα, εντοπίζεται αλληλεπίδραση με τον αριθμό των μελών του διοικητικού συμβουλίου κατά 0,243, περίπου ίδια με εκείνη της Απόδοσης Ενεργητικού. Επίσης, σε ό,τι αφορά τα εκτελεστικά και τα μη εκτελεστικά μέλη, σχέση εντοπίζεται μόνο με τα μη εκτελεστικά μέλη κατά 0,222, ενώ όπως προαναφέρθηκε η Απόδοση Ενεργητικού σχετιζόταν τόσο με τα εκτελεστικά όσο και με τα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου.

Επιπρόσθετα, η Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων φαίνεται να αλληλεπιδρά και με την Επιτροπή Ελέγχου και το είδος της σύνθεσής της. Πιο συγκεκριμένα, σχετίζεται με τον αριθμό των μελών της Επιτροπής Ελέγχου κατά 0,152, ενώ με τον αριθμό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών της σχετίζεται αρνητικά κατά -0,148, όπως άλλωστε αναφέρθηκε και στην περίπτωση της Απόδοσης Ενεργητικού. Επίσης, βρέθηκε σχέση και με τον αριθμό των μη εκτελεστικών μελών της Επιτροπής Ελέγχου κατά 0,162. Τέλος, διαπιστώθηκε και πάλι σχέση με τον αριθμό των ελεγκτών που περιλαμβάνει η Επιτροπή Ελέγχου κατά 0,370, για την οποία ισχύει και πάλι ότι αφορά μια εταιρεία στην κατηγορία υψηλής κεφαλαιοποίησης, η οποία έχει αποφασίσει στα μέλη της Επιτροπής Ελέγχου να συμπεριλάβει και έναν ελεγκτή και επομένως, δεν μπορεί να αποτελέσει σημαντικό συμπέρασμα για το σύνολο της έρευνας.

Επίσης, με βάση την ανάλυση παλινδρόμησης και στην περίπτωση της Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων εντοπίστηκε αρνητική σχέση με τον αριθμό των μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου κατά -0,004 και -0,036, αντίστοιχα. Οι υπόλοιποι παράγοντες Εταιρικής Διακυβέρνησης φαίνεται να επιδρούν θετικά στην Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων και πολύ περισσότερο ο αριθμός των μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών. Σημειώνεται ότι η ανάλυση της σχέσης της σύνθεσης της Επιτροπής Ελέγχου και της Εταιρικής Απόδοσης δεν έχει ευρύ πεδίο ερευνών και με την εργασία αυτή επιδιώχθηκε να αναλυθεί το είδος αυτής της σχέσης.

Ωστόσο, με βάση την ανάλυση της στατιστικής σημαντικότητας δεν εντοπίστηκε κάποιος παράγοντας Εταιρικής Διακυβέρνησης, ο οποίος να είχε στατιστικά σημαντική επίδραση στην Απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων. Το γεγονός αυτό μπορεί να αποδοθεί στο ότι ο συγκεκριμένος δείκτης χρησιμοποιείται κυρίως σε αναλύσεις

που συμπεριλαμβάνουν εταιρείες εντάσεως Κεφαλαίου ή είναι του ίδιου κλάδου, όπως άλλωστε τονίστηκε και στην αντίστοιχη ενότητα ανάλυσης των επιλεγμένων μεταβλητών. Ακόμη, εντοπίστηκε και πάλι ότι η Κερδοφορία της προηγούμενης χρονιάς επιδρά σημαντικά.

Σε ό,τι αφορά τον τρίτο παράγοντα που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό της Εταιρικής Απόδοσης, δηλ. τη **Χρηματιστηριακή Απόδοση** δεν εντοπίστηκαν σημαντικές συσχετίσεις. Ως μια ερμηνεία αυτής της έλλειψης, θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι λόγω της οικονομικής ύφεσης που υπάρχει κατά τη διάρκεια του υπό εξέταση διαστήματος, δηλ. 2009 - 2013, η χρηματιστηριακή απόδοση των εταιρειών μάλλον δεν αλληλεπιδρά με τους μηχανισμούς της Εταιρικής Διακυβέρνησης, αλλά είναι απόρροια και αποτύπωση της γενικότερης οικονομικής κατάστασης.

Βέβαια, αξίζει να σημειωθεί ότι εάν γίνει μια προσεκτικότερη σύγκριση στους τρεις πίνακες των παλινδρομήσεων, θα διαπιστωθεί ότι υπάρχουν δυο παράγοντες που ενώ επιδρούν αρνητικά στα λογιστικά μεγέθη (ROA και ROE), ωστόσο επιδρούν θετικά στη Χρηματιστηριακή Απόδοση. Πρόκειται για τον αριθμό των μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου. Για το γεγονός αυτό, θα μπορούσε να ισχυριστεί ότι μάλλον το επενδυτικό κοινό αντιμετωπίζει θετικά την αύξηση της ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου, παρόλο που έρευνες πολλών δεκαετιών έχουν αποδείξει ότι συμβαίνει το αντίθετο, αλλά βασιζόμενες σε λογιστικά μεγέθη.

Παρόλα αυτά, με βάση την ανάλυση της στατιστικής σημαντικότητας, η μεταβλητή η οποία έχει καθοριστική επίδραση στη Χρηματιστηριακή Απόδοση είναι ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών της Επιτροπής Ελέγχου. Η Κερδοφορία της προηγούμενης χρονιάς, σε αντίθεση με τους δυο προηγούμενους παράγοντες Εταιρικής Απόδοσης, δε διαπιστώθηκε να επιδρά σημαντικά στη Χρηματιστηριακή Απόδοση.

Ύστερα από την παράθεση των αλληλεπιδράσεων των τριών παραγόντων με τους μηχανισμούς της Εταιρικής Διακυβέρνησης, αξίζει να τονιστεί ότι υπήρξαν κάποιοι μηχανισμοί, οι οποίοι φάνηκαν να αλληλεπιδρούν παράλληλα τόσο με την Απόδοση Ενεργητικού όσο και με την Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων. Ο πρώτος κοινός

μηχανισμός είναι **το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου**, το οποίο, όπως προαναφέρθηκε, αλληλεπιδρά όχι μόνο με την Απόδοση Ενεργητικού, αλλά και με την Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων και μάλιστα με συντελεστή συσχέτισης σχεδόν ίδιο, 0,274 και 0,283, αντίστοιχα.

Επίσης, ο **αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου** φάνηκε να σχετίζεται με τους δυο προαναφερθέντες παράγοντες απόδοσης με παρόμοιο συντελεστή συσχέτισης, 0,250 και 0,222, αντίστοιχα. Ακόμη, ο αριθμός **των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών της Επιτροπής Ελέγχου** διαπιστώθηκε ότι σχετίζεται αρνητικά με τις αποδόσεις Ενεργητικού και Ιδίων Κεφαλαίων, με συντελεστές, -0,136 και -0,148, αντίστοιχα, συμπέρασμα το οποίο, όπως προαναφέρθηκε συνάδει με προηγούμενες ανάλογες μελέτες. Ανάλογη συσχέτιση, αλλά θετική, εντοπίστηκε και με τον **αριθμό των μη εκτελεστικών μελών της Επιτροπής Ελέγχου**, με συντελεστές 0,144 και 0,162, αντίστοιχα. Τέλος, σχέση εμφανίστηκε και με τον αριθμό των ελεγκτών της Επιτροπής Ελέγχου, η ιδιαιτερότητα της οποίας αναλύθηκε σε προηγούμενη παράγραφο.

Συμπερασματικά, με την παρούσα μελέτη εξάχθηκαν ορισμένα συμπεράσματα, τα οποία αφενός εναρμονίζονται με προγενέστερες μελέτες, όμως δεν είναι στατιστικά σημαντικά στο σύνολό τους. Στο γεγονός αυτό μπορούν να αποδοθούν παράγοντες, όπως ο περιορισμός του δείγματος και των χρησιμοποιούμενων γενικά παραγόντων, αλλά και των δεικτών απόδοσης. Η προσθήκη επιπλέον παραγόντων, όπως για παράδειγμα ο αριθμός των συνεδριάσεων των Επιτροπών Ελέγχου, για τον οποίο βέβαια δεν υπάρχει τυπική υποχρέωση δημοσίευσης με βάση τον ισχύοντα Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης, πιθανό να συμβάλλει στην εξαγωγή ασφαλέστερων συμπερασμάτων. Επίσης, η χρήση και άλλων δεικτών απόδοσης, οι οποίοι μπορεί να αντιπροσωπεύουν καλύτερα την Εταιρική Απόδοση, ενδεχομένως να απεικονίσει σαφέστερα την ύπαρξη των στατιστικά σημαντικών σχέσεων. Οι προτάσεις αυτές βελτίωσης ίσως βρουν πεδίο εφαρμογής σε πιθανή μελλοντική αντίστοιχη μελέτη.

Βιβλιογραφία

Ελληνική Βιβλιογραφία

Ελληνικό Ινστιτούτο Εσωτερικών Ελεγκτών (2014), Τεύχος 14, Ιούλιος 2014.

Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης (2007), Τεύχος 1, Ιούνιος 2007.

Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης (Οκτώβριος 2013), «Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης».

Μέκος, Κ. (2003). «Η Εταιρική Διακυβέρνηση – Διεθνής Εμπειρία, Ελληνική Πραγματικότητα», *Εκδόσεις Σάκουλα*, Αθήνα – Θεσσαλονίκη.

Μέκος, Κ. (2003). «Η Εταιρική Διακυβέρνηση: Όψεις του προβλήματος και πιθανές απαντήσεις», *Εκδόσεις Σταμούλης*, Θεσσαλονίκη.

Νεραντζίδης, Μ. (2013). «Η εταιρική διακυβέρνηση στον ιδιωτικό τομέα, στις Δημόσιες Επιχειρήσεις και Οργανισμούς και στη δημόσια διοίκηση. Συγκρίσεις, αποτελέσματα και προτάσεις για βελτίωση».

Ξανθάκης, Μ., Τσιπούρη, Λ., Σπανός, Λ. (2003). «Εταιρική Διακυβέρνηση – Έννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης», *Εκδόσεις Παπαζήση*, Αθήνα.

Τραυλός, Ν. (2004). «Η επίδραση ισχυρών συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης στις δραστηριότητες και λειτουργική αποδοτικότητα των επιχειρήσεων», *Athens Laboratory of Business Administration (ALBA)*.

Ξένη Βιβλιογραφία

Agoraki, M-E., Delis, M., and Staikouras, P. (2010). “The effect of board size and composition on bank efficiency.” *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 2, 357-386.

Agrawal, A., and Knoeber, C. (1996). “Firm performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377-401.

Alchian, A., and Demsetz, H. (1972). “Production, information costs, and economic Organization”, *The American Economic Review*, 62, 777-795.

Apostolou, K., and Agoraki, M-E. (2011). “Corporate Governance Indicators and Risk-Taking.” *Corporate Ownership and Control*, 8, 9-24.

Barnhart, S., W., and Rosenstein, S. (1998). "Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis." *The Financial Review*, 33, 1-16.

Berle, A., and Means, G. (1932). "The Modern Corporation and Private Property." *Commerce Cleaning House*, New York.

Bhagat, S., and Black, B. (1999). "The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance." *Business Lawyer*, 54, 921-963.

Bhagat, S., and Black, B. (2001). "The Non – Correlation Between Board Independence and Long Term Performance." *Journal of Corporation Law*, 27, 231-273.

Blair, M. (1995). "Ownership and control: Rethinking corporate governance for the twenty-first century." *Washington D. C., The Brookings Institution*.

Brancato, C.K. (1997). "Institutional Investors and Corporate Governance: Best Practices for Increasing Corporate Value." *Chicago, IL: Irwin Professional Publishing*.

Chou, J., Ng, L., Sibilkov, V., and Wang, Q. (2011). "Product market competition and corporate governance." *Review of Development Finance*, 1, 114-130.

Coffee, J. (1999). "The Future as History: The prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its implications." *Northwestern University Law Review*, 93, 641-707.

Coles, J., McWilliams, V., and Sen, N. (2001). " An examination of the relationship of governance mechanisms to performance." *Journal of Management*, 27, 23-50.

Committee on Corporate Governance in Greece, (1999). "Principles on Corporate Governance in Greece: Recommendations for its Competitive Transformation", Capital Market Commission, Department of Research.

Conger, J., Finecold, D., and Lawyer III, E. (1998). "Appraising Boardroom Performance.", *Harvard Business Review*, 76, 136-148.

Connelly, T., Limpaphayom, P., (2004). "Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from the Life Insurance Industry in Thailand." *Chulalongkorn Journal of Economics*, 16, 101-124.

Core, J. E., Holthausen, R. W., and Larcker, D. F., (1999). "Corporate Governance, chief executive officer compensation, and firm performance." *Journal of Financial Economics*, 51, 371-406.

Cremers, J., Nair, V. B. (2005). "Governance Mechanisms and Equity Prices." *Journal of Finance*, 60, 2859-2894.

Dahya, J., McConnell, J., and Travlos, N. (2002). "The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover." *Journal of Finance*, 57, 461-483.

Daily, C., Johnson, J., Ellstrand, A. and Dalton, D., (1996). "Institutional Investor Activism: Follow the Leaders?" *Working Paper, Perdue University*.

De Andres, P., Azofra, V., Lopez, F. (2005). "Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness." *Corporate Governance*, 13, 197-210.

Drakos, A. A., and Bekiris, F. V., (2010). "Endogeneity and the Relationship Between Board Structure and Firm Performance: A Simultaneous Equation Analysis for the Athens Stock Exchange." *Managerial and Decision Economics*, 31, 387-401.

Drobetz, W., Schillhofer, A., and Zimmermann, H. (2004). "Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany." *European Financial Management*, 10, 267-293.

Eisenberg, T., Sundgren, S., and Wells, M. (1998). "Larger board size and decreasing firm value in small firms." *Journal of Financial Economics*, 48, 35-54.

Fama, E. (1980). "Agency problems and the theory of the firm." *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.

Fama, E., and Jensen M. (1983a). "Separation of Ownership and Control." *Journal of Law and Economics*, 26, 301-326.

Franks, J. R., and Mayer, C. P. (1993). "Capital Market and Corporate Control: A Study of France, Germany and the UK." *Economic Policy*, 3, 1-12.

Giroud, X., Mueller, H. (2011). "Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices." *Journal of Finance*, lxvi, 563-600.

Goergen, M., and Renneboog, L. (1998). "Strong Managers and Passive Institutional Investors in the UK." *Published in: Barca, F. and Becht, M. (eds.). Ownership and Control: A European Perspective*.

Gompers, P., Ishii, J., and Metrick, A. (2003). "Corporate Governance and Equity Prices." *Quarterly Journal of Economics*, 118, 107-155.

Guo, Z., Kumara, U. (2012). "Corporate Governance and Firm Performance of Listed Firms in Sri Lanka." *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 40, 664-667.

Harris, M., and Raviv, A. (1979). "Optimal incentive contracts with imperfect information." *Journal of Economic Theory*, 20, 231-259.

Hermalin, B., and Weisbach M. (1988). "The determinants of board composition." *Rand Journal of Economics*, 19, 589-606.

Hermalin, B., and Weisbach M. (2003). "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature." *FRBNY Economic Policy Review*, 7-26.

Himmelberg, C., Hubbard, R. G., and Palia, D. (1999). "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance." *Journal of Financial Economics*, 53, 353-384.

Hovey, M., Li, L., and Naughton, T. (2003). "The Relationship Between Valuation and Ownership of Listed Firms in China." *Corporate Governance: An International Review*, 11, 112-122.

Jensen, M. (1993). "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems." *Journal of Finance*, 48, 831-880.

Jensen, M. (2000). "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function." *Harvard Business School Working Paper*, 58.

Jensen, M., and Meckling, W. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure." *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Jensen, M., and Murphy, K. (1990). "CEO Incentives – It's Not How much You Pay, But How." *Harvard Business Review*, 3, 138-153.

Kapopoulos, P., Lazaretou, S. (2007). "Corporate Ownership Structure and Firm Performance: evidence from Greek firms" *Corporate Governance*, 15, 145-158.

Khatab, H., Masood, M., Zaman, K., Saleem, S., and Saeed, B. (2011). "Corporate Governance and Firm Performance: A Case study of Karachi Stock Market." *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 2, 39-43.

Klapper, L., and Love, I. (2004). "Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets." *Journal of Corporate Finance*, 10, 703-728.

Lipton, M. and Lorsch, J. (1992). "A modest proposal for improved corporate governance." *The Business Lawyer*, 48, 59-77.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. (2002). "Investor Protection and Corporate Valuation." *Journal of Finance*, 57, 1147-1170.

Maher, M., and Anderson, T. (1999). "Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth." *OECD*.

Mehran, H. (1995). "Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance." *Journal of Financial Economics*, 38, 163-184.

Monks, R. (1995). "Corporate Governance in Twenty-first Century: A Preliminary Outline. Manuscript." *Lens Inc., Washington, D. C.*

Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, W. (1988). "Management ownership and market valuation: An empirical Analysis." *Journal of Financial Economics*, 20, 293-316.

Müller, V. O., (2014). "The impact of board composition on the financial performance of FTSE100 constituents" *Procedia – Social and Behavioral Science*, 109, 969-975.

Müller, V. O., (2014). "Do corporate board compensation characteristics influence the financial performance of listed companies?" *Procedia – Social and Behavioral Science*, 109, 983-988.

Murphy, G. L., and Medin, D. L. (1985). "The role of theories in conceptual coherence." *Psychological Review*, 92, 289-316.

OECD, (1999). "Principles of Corporate Governance", OECD 1999.

OECD, (2004). "Principles of Corporate Governance", OECD 2004.

Rosenstein, S. and Wyatt, J. (1990). "Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth." *Journal of Financial Economics*, 26, pp 175-191.

Sartoni, N., (2009). "Corporate Governance Dynamics and Tax Compliance." *International Trade and Business Law Review*, SJD Working Paper No. 1361895. Available at SSRN.

Shleifer, A., and Vishny, R. (1997). "A Survey of Corporate Governance." *Journal of Finance*, 52, 737-783.

Staikouras, P., Staikouras, C., and Agoraki, M-E. (2007). "The effect of board size and composition on European bank performance." *European Journal of Law and Economics*, 23, 1-27.

Torgler, B., Demir, I., Macintyre, A., and Schaffner, M. (2008). "Causes and Consequences of Tax Morale: An Empirical Investigation." *Economic Analysis and Policy*, 38, 2008, 313–39.

Toudas, K., and Karathanassis, G., (2007). "Corporate Governance and Firm Performance: Results from Greek Firms." *Munich Personal RePEc Archive*, 6414, 1-22.

Vafeas, N. (1999) "Board meeting frequency and firm performance." *Journal of Financial Economics*, 53, 113-142.

Velnampy, T., and Pratheepkanth, P., (2013). "Corporate Governance and Firm Performance: A Study of Selected Listed Companies in Sri Lanka." *European Journal of Commerce and Management Research*, 2, 123-127.

Weisbach, M. (1988). "Outside directors and CEO turnover." *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.

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

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

Zingales, L. (1997). "Corporate Governance." Published in: Newman, P. (ed), *The Palgrave Dictionary of Economics and Law*", London, Macmillan.

Νομολογία

N.3016/2002 (Φ.Ε.Κ. Α΄ - 110) Για την Εταιρική Διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις.

N.3091/2002 (Φ.Ε.Κ. Α΄ - 330) Απλουστεύσεις και βελτιώσεις στη Φορολογία Εισοδήματος και Κεφαλαίου και άλλες διατάξεις.

N.3873/2010 (Φ.Ε.Κ. Α΄ - 150) Ενσωμάτωση στην Ελληνική Έννομη Τάξη της Οδηγίας 2006/46/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τους ετήσιους και ενοποιημένους λογαριασμούς εταιρειών ορισμένων μορφών και της Οδηγίας 2007/63/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για την απαίτηση και τη σύνταξη έκθεσης από ανεξάρτητο εμπειρογνώμονα σε περίπτωση συγχώνευσης ή διάσπασης ανωνύμων εταιρειών.

N.3884/2010 (Φ.Ε.Κ. Α΄ - 168) Ενσωμάτωση στο Ελληνικό Δίκαιο της Οδηγίας 2007/36/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 11^{ης} Ιουλίου 2007, σχετικά με την άσκηση ορισμένων δικαιωμάτων από μετόχους εισηγμένων εταιρειών – Τροποποίηση και προσαρμογή του κωδικοποιημένου νόμου 2190/1920 Περί Ανωνύμων Εταιρειών και του Ν. 2396/1996.

Παράρτημα

Πίνακας Εταιρειών Δείγματος

A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΚΛΑΔΟΣ	ΕΙΔΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟ-ΠΟΙΗΣΗΣ	Διαδικτυακός Τύπος
1	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΠΡΟΓΝΩΣΤΙΚΩΝ ΑΓΩΝΩΝ ΠΟΔΟΣΦΑΙΡΟΥ Α.Ε.	Ταξίδια & Αναψυχή - Τυχερά Παιχνίδια	ΥΨΗΛΗ	www.opap.gr
2	FOLLI-FOLLIE ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΒΙΟΤΕΧΝΙΚΗ ΚΑΙ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	Εμπόριο - Εξειδικευμένο Λιανικό Εμπόριο	ΥΨΗΛΗ	www.follifolliegroup.com
3	ΤΙΤΑΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών - Οικοδομικά Υλικά & Εξαρτήματα	ΥΨΗΛΗ	www.titan-cement.com
4	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.	Πετρέλαιο & Αέριο - Καθετοποιημένες Εταιρ. Πετρελαίου & Φυσικού Αερίου	ΥΨΗΛΗ	www.hellenic-petroleum.gr
5	JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά - Παιχνίδια	ΥΨΗΛΗ	www.jumbo.gr
6	ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΫΛΗΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.	Πετρέλαιο & Αέριο - Διυλιστήρια	ΥΨΗΛΗ	www.moh.gr
7	ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών - Κατασκευές	ΥΨΗΛΗ	www.etae.com
8	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. - ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	Πρώτες Ύλες - Μη Σιδηρούχα Μέταλλα	ΥΨΗΛΗ	www.mytilineos.gr
9	ΜΕΤΚΑ Α.Ε.	Βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες - Μηχανήματα Βιομηχανικού Εξοπλισμού	ΥΨΗΛΗ	www.metka.gr
10	ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε.	Ταξίδια & Αναψυχή - Αεροπορικές Εταιρείες	ΥΨΗΛΗ	www.aegeanair.com
11	ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά - Είδη Προσωπικής Φροντίδας	ΥΨΗΛΗ	www.sarantis.gr
12	ΕΛΒΑΛ Α.Ε ΒΙΟΜ/ΝΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓ. ΑΛΟΥΜ.	Πρώτες Ύλες - Χάλυβας	ΥΨΗΛΗ	www.elval.gr
13	ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.	Πρώτες Ύλες - Χάλυβας	ΥΨΗΛΗ	www.cpw.gr
14	FRIGOFLOSS Α.Β.Ε.Ε.	Βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες - Μηχανήματα Βιομηχανικού Εξοπλισμού	ΥΨΗΛΗ	www.frigoglass.com
15	ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε.	Τεχνολογία - Υλικό Υπολογιστών	ΥΨΗΛΗ	www.plaisio.gr
16	ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε. (ΠΡΩΗΝ ΕΡΑΙΚΟΝ)	Πρώτες Ύλες - Χάλυβας	ΜΕΣΑΙΑ	www.sidenor.gr
17	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	Χημικά - Εξειδικευμένα Χημικά	ΜΕΣΑΙΑ	www.plastikakritis.com
18	ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ & ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	Υγεία - Ιατρικές Υπηρεσίες	ΜΕΣΑΙΑ	www.hygeia.gr
19	ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	Τεχνολογία - Εξοπλισμός Τηλεπικοινωνιών	ΜΕΣΑΙΑ	www.intracom.com
20	ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. (ΠΡΩΗΝ ΒΕΚΤΩΡ)	Πρώτες Ύλες - Μη Σιδηρούχα Μέταλλα	ΜΕΣΑΙΑ	www.halcor.gr
21	QUEST ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.	Τεχνολογία - Υπηρεσίες Ηλεκτρονικών Υπολογιστών	ΜΕΣΑΙΑ	www.quest.gr
22	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	Χημικά - Εξειδικευμένα Χημικά	ΜΕΣΑΙΑ	www.thraceplastics.gr
23	Ι. ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ - Ι. ΛΑΠΠΑΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ Α.Ε	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών - Κατασκευές	ΜΕΣΑΙΑ	www.klmate.gr

Η επίδραση της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Εταιρική Απόδοση και τη Φορολογική Συμμόρφωση: Εμπειρική Διερεύνηση Εισηγμένων στο Χ.Α.Α. Εταιρειών περιόδου 2009-2013

A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΚΛΑΔΟΣ	ΕΙΔΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟ-ΠΟΙΗΣΗΣ	Διαδικτυακός Τόπος
24	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	Μέσα Ενημέρωσης - Εκδόσεις	ΜΕΣΑΙΑ	www.atticamedia.gr
25	ΕΛΙΝΟΙΑ Α.Ε.	Πετρέλαιο & Αέριο - Καθετοποιημένες Εταιρ. Πετρελαίου & Φυσικού Αερίου	ΜΕΣΑΙΑ	www.elin.gr
26	CYCLON ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε. Επεξ/ίας & Εμπορίας Λιπαντικών & Πετρ/ών	Χημικά - Εξειδικευμένα Χημικά	ΜΕΣΑΙΑ	www.cyclon.gr
27	ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ ΑΒΕΕ ΠΡΩΤΩΝ ΥΛΩΝ ΖΑΧΑΡΟΠΛΑΣΤΙΚΗΣ, ΑΡΤΟΠΟΪΑΣ ΚΑΙ ΠΑΓΩΤΟΥ	Τρόφιμα & Ποτά - Τρόφιμα	ΜΕΣΑΙΑ	www.stelioskanakis.gr
28	ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.	Τρόφιμα & Ποτά - Γεωργία & Αλιεία	ΜΕΣΑΙΑ	www.nireus.gr
29	MEVACO ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.	Βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες - Μηχανήματα Βιομηχανικού Εξοπλισμού	ΜΕΣΑΙΑ	www.mevaco.gr
30	ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε.	Τρόφιμα & Ποτά - Τρόφιμα	ΜΕΣΑΙΑ	www.elgeka.gr
31	PROFILE Α.Ε.Β.Ε. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	Τεχνολογία - Υπηρεσίες Ηλεκτρονικών Υπολογιστών	ΧΑΜΗΛΗ	www.profile.gr
32	A.S. ΕΜΠΟΡΙΚΗ-ΒΙΟΜ. ΕΤΑΙΡΙΑ Η/Υ & ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ Α.Ε.	Εμπόριο - Εξειδικευμένο Λιανικό Εμπόριο	ΧΑΜΗΛΗ	www.ascompany.gr
33	ΠΑΠΑΠΑΝΑΓΙΩΤΟΥ ΑΒΕΕΑ - ΔΡΟΜΕΑΣ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά - Έπιπλα	ΧΑΜΗΛΗ	www.dromeas.gr
34	BYTE COMPUTER Α.Β.Ε.Ε.	Τεχνολογία - Υπηρεσίες Ηλεκτρονικών Υπολογιστών	ΧΑΜΗΛΗ	www.byte.gr
35	ΕΚΤΕΡ Α.Ε.	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών - Κατασκευές	ΧΑΜΗΛΗ	www.ekter.gr
36	ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών - Κατασκευές	ΧΑΜΗΛΗ	www.mochlos.com
37	ΑΛΟΥΜΥΛΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε.	Πρώτες Ύλες - Αλουμίνιο	ΧΑΜΗΛΗ	www.alumil.com
38	ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS Α.Ε.	Βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες - Προμηθευτές Βιομηχανίας	ΧΑΜΗΛΗ	www.voyatzoglou.gr
39	ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.	Πρώτες Ύλες - Χάλυβας	ΧΑΜΗΛΗ	www.bitros.gr
40	ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ Μ.Κ.Ν. Α.Ε.	Ταξίδια & Αναψυχή - Ταξίδια & Τουρισμός	ΧΑΜΗΛΗ	www.kuriacoulis.com
41	Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ - Π. ΑΘΑΝΑΣΙΑΔΗΣ & ΣΙΑ Α.Ε.	Μέσα Ενημέρωσης - Εκδόσεις	ΧΑΜΗΛΗ	www.naftemporiki.gr
42	ΙΝΤΕΡΤΕΚ Α.Ε. ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΤΕΧΝ/ΓΙΕΣ	Τεχνολογία - Υλικό Υπολογιστών	ΧΑΜΗΛΗ	www.intertech.gr
43	ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.	Τρόφιμα & Ποτά - Γεωργία & Αλιεία	ΧΑΜΗΛΗ	www.gmf-sa.gr
44	ΑΚΡΙΤΑΣ Α.Ε.	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών - Οικοδομικά Υλικά & Εξαρτήματα	ΧΑΜΗΛΗ	www.akritas.gr
45	ΥΙΟΙ Ε.ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ - ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜ. ΤΥΡΝΑΒΟΥ Α.Ε.	Τρόφιμα & Ποτά - Τρόφιμα	ΧΑΜΗΛΗ	www.xatzikranioti.gr

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean		Std. Deviation	Variance	Skewness	Kurtosis		
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	75	14	6	20	10,213333333	0,357313970	3,094429753	9,575	0,576	0,277	0,514	0,548
ΔΥΑΔΙΚΟΤΗΤΑ ΠΡΟΕΔΡΟΥ ΚΑΙ ΔΙΕΥΘΥΝΟΝΤΟΣ ΣΥΜΒΟΥΛΟΥ (0 όταν διαφορετικά, 1 όταν ίδια πρόσωπα)	75	1	0	1	0,346666667	0,055323238	0,479113295	0,23	0,658	0,277	-1,611	0,548
ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΩΝ ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	75	6	1	7	3,866666667	0,184374602	1,596730895	2,55	0,224	0,277	-0,553	0,548
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΩΝ ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	75	10	1	11	3,813333333	0,321983343	2,788457548	7,775	0,924	0,277	-0,133	0,548
ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΩΝ ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	75	8	0	8	2,533333333	0,203866529	1,765535929	3,117	1,2	0,277	1,565	0,548
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΛΩΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ	75	3	3	6	3,2	0,062960019	0,545249757	0,297	3,186	0,277	11,107	0,548
ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΩΝ ΜΕΛΩΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ	75	3	0	3	1,48	0,089764457	0,777382997	0,604	-0,02	0,277	-0,336	0,548
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΩΝ ΜΕΛΩΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ	75	3	0	3	1,56	0,093461945	0,809404185	0,655	0,036	0,277	-0,452	0,548
ΕΛΕΓΚΤΕΣ	75	1	0	1	0,013333333	0,013333333	0,115470054	0,013	8,66	0,277	75	0,548
ΑΝΑΠΛΗΡΩΜΑΤΙΚΑ ΜΕΛΗ	75	3	0	3	0,146666667	0,059102395	0,511841755	0,262	3,959	0,277	16,526	0,548
ROA	75	0,825132942	-0,071957740	0,753175202	0,088130711	0,016289748	0,141073356	0,02	3,157	0,277	11,432	0,548
ROE	75	1,628438316	-0,168273395	1,460164921	0,197865370	0,032975951	0,285580110	0,082	2,559	0,277	8,028	0,548
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	75	0,009679358	-0,003195472	0,006483886	0,000717622	0,000215125	0,001863040	0	0,34	0,277	0,117	0,548

Πίνακας περιγραφικών στατιστικών στοιχείων εταιρειών *Υψηλής Κεφαλαιοποίησης*

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance	Skewness	Kurtosis			
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	75	8	5	13	8,413333333	0,219001282	1,896606738	3,597	0,968	0,277	0,365	0,548
ΔΥΑΔΙΚΟΤΗΤΑ ΠΡΟΕΔΡΟΥ ΚΑΙ ΔΙΕΥΘΥΝΟΝΤΟΣ ΣΥΜΒΟΥΛΟΥ (0 όταν διαφορετικά, 1 όταν ίδια πρόσωπα)	75	1	0	1	0,453333333	0,057870104	0,501169803	0,251	0,191	0,277	-2,018	0,548
ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΩΝ ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	75	5	2	7	3,56	0,152149760	1,317655576	1,736	1,159	0,277	1,031	0,548
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΩΝ ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	75	8	0	8	2,546666667	0,201161791	1,742112211	3,035	1,093	0,277	2,079	0,548
ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΩΝ ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	75	4	1	5	2,306666667	0,073456081	0,636148320	0,405	1,903	0,277	4,405	0,548
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΛΩΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ	75	0	3	3	3	0	0	0	.	.	.	.
ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΩΝ ΜΕΛΩΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ	75	2	1	3	1,626666667	0,086521014	0,749293962	0,561	0,74	0,277	-0,833	0,548
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΩΝ ΜΕΛΩΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ	75	2	0	2	1,36	0,086242900	0,746885425	0,558	-0,703	0,277	-0,865	0,548
ΕΛΕΓΚΤΕΣ	75	0	0	0	0	0	0	0	.	.	.	.
ΑΝΑΠΛΗΡΩΜΑΤΙΚΑ ΜΕΛΗ	75	0	0	0	0	0	0	0	.	.	.	.
ROA	75	0,338114018	-0,212175855	0,125938163	-0,005321320	0,006789124	0,058795535	0,003	-0,719	0,277	2,694	0,548
ROE	75	1,173004549	-0,895125306	0,277879243	-0,044821229	0,020660782	0,178927618	0,032	-2,141	0,277	7,181	0,548
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	75	0,009741282	-0,003215342	0,006525941	0,000581565	0,000266854	0,002311020	0	0,335	0,277	-0,521	0,548

Πίνακας περιγραφικών στατιστικών στοιχείων εταιρειών *Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης*

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance	Skewness	Kurtosis			
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	75	5	5	10	6,773333333	0,113221991	0,980531204	0,961	0,917	0,277	2,603	0,548
ΔΥΑΔΙΚΟΤΗΤΑ ΠΡΟΕΔΡΟΥ ΚΑΙ ΔΙΕΥΘΥΝΟΝΤΟΣ ΣΥΜΒΟΥΛΟΥ (0 όταν διαφορετικά, 1 όταν ίδια πρόσωπα)	75	1	0	1	0,626666667	0,056227765	0,486946729	0,237	-0,535	0,277	-1,762	0,548
ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΩΝ ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	75	5	1	6	3,106666667	0,123861785	1,072674522	1,151	0,795	0,277	1,546	0,548
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΩΝ ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	75	4	0	4	1,493333333	0,114488023	0,991495367	0,983	0,831	0,277	0,472	0,548
ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΩΝ ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	75	3	1	4	2,173333333	0,066774687	0,578285755	0,334	1,704	0,277	3,952	0,548
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΛΩΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ	75	1	3	4	3,013333333	0,01333333	0,115470054	0,013	8,66	0,277	75	0,548
ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΩΝ ΜΕΛΩΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ	75	2	1	3	1,906666667	0,073945033	0,640382768	0,41	0,082	0,277	-0,512	0,548
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΩΝ ΜΕΛΩΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ	75	2	0	2	1,093333333	0,073945033	0,640382768	0,41	-0,082	0,277	-0,512	0,548
ΕΛΕΓΚΤΕΣ	75	0	0	0	0	0	0	0	.	.	.	.
ΑΝΑΠΛΗΡΩΜΑΤΙΚΑ ΜΕΛΗ	75	0	0	0	0	0	0	0	.	.	.	.
ROA	75	0,273790253	-0,170092590	0,103697663	-0,028264890	0,006226479	0,053922891	0,003	-0,722	0,277	0,533	0,548
ROE	75	0,575079708	-0,392214485	0,182865223	-0,071669527	0,014549546	0,126002768	0,016	-0,889	0,277	0,079	0,548
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	75	0,009467742	-0,003240268	0,006227475	0,000413320	0,000226083	0,001957933	0	0,593	0,277	0,421	0,548

Πίνακας περιγραφικών στατιστικών στοιχείων εταιρειών *Χαμηλής Κεφαλαιοποίησης*

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance	Skewness	Kurtosis			
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	225	15	5	20	8,466666667	0,171940374	2,579105604	6,652	1,342	0,162	2,12	0,323
ΔΥΑΔΙΚΟΤΗΤΑ ΠΡΟΕΔΡΟΥ ΚΑΙ ΔΙΕΥΘΥΝΟΝΤΟΣ ΣΥΜΒΟΥΛΟΥ (0 όταν διαφορετικά, 1 όταν ίδια πρόσωπα)	225	1	0	1	0,475555556	0,033367707	0,500515607	0,251	0,099	0,162	-2,008	0,323
ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΩΝ ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	225	6	1	7	3,511111111	0,091744796	1,376171939	1,894	0,765	0,162	0,368	0,323
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΩΝ ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	225	11	0	11	2,617777778	0,146054519	2,190817779	4,8	1,589	0,162	2,561	0,323
ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΩΝ ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	225	8	0	8	2,337777778	0,075897917	1,138468757	1,296	2	0,162	6,942	0,323
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΛΩΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ	225	3	3	6	3,071111111	0,02221031	0,333154714	0,111	5,678	0,162	37,152	0,323
ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΩΝ ΜΕΛΩΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ	225	3	0	3	1,671111111	0,049533983	0,743009752	0,552	0,154	0,162	-0,52	0,323
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΩΝ ΜΕΛΩΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ	225	3	0	3	1,337777778	0,050459965	0,756899482	0,573	-0,09	0,162	-0,484	0,323
ΕΛΕΓΚΤΕΣ	225	1	0	1	0,004444444	0,00444444	0,066666667	0,004	15	0,162	225	0,323
ΑΝΑΠΛΗΡΩΜΑΤΙΚΑ ΜΕΛΗ	225	3	0	3	0,048888889	0,02014935	0,302240312	0,091	7,174	0,162	56,365	0,323
ROA	225	0,965351057	-0,212175855	0,753175202	0,018181500	0,007062498	0,105937476	0,011	3,402	0,162	19,912	0,323
ROE	225	2,355290227	-0,895125306	1,460164921	0,027124871	0,015989706	0,239845592	0,058	1,889	0,162	11,295	0,323
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	225	0,009766208	-0,003240268	0,006525941	0,000570835	0,000136512	0,002047682	0	0,403	0,162	-0,101	0,323

Πίνακας περιγραφικών στατιστικών στοιχείων *συνόλου εταιρειών δείγματος*

	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	ΔΥΑΔΙ- ΚΟΤΗΤΑ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΚΤ. ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗ ΕΚΤ. ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΝΕΞΑΡ. ΜΗ ΕΚΤ. ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΛΩΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΝΕΞΑΡΤ. ΜΗ ΕΚΤ. ΜΕΛΩΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕ- ΣΤΙΚΩΝ ΜΕΛΩΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ	ΕΛΕΓΚΤΕΣ	ΑΝΑΠΛΗ- ΡΩΜΑΤΙ- ΚΑ ΜΕΛΗ	ROA	ROE	ΧΡΗΜΑ- ΤΙΣΤΗΡΙΑ- ΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	1												
ΔΥΑΔΙΚΟΤΗΤΑ	-,377**	1											
ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΚΤ. ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	,505**	-,238**	1										
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗ ΕΚΤ. ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	,724**	-,245**	-0,047	1									
ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΝΕΞΑΡ. ΜΗ ΕΚΤ. ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.	,262**	-0,095	0,026	-,227**	1								
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΛΩΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ	,273**	-0,097	,135*	0,007	,443**	1							
ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΝΕΞΑΡΤ. ΜΗ ΕΚΤ. ΜΕΛΩΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ	-,192**	0,05	,156*	-,579**	,491**	,149*	1						
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΩΝ ΜΕΛΩΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ	,189**	-0,061	-,192**	,576**	-,449**	-0,096	-,984**	1					
ΕΛΕΓΚΤΕΣ	0,118	-0,064	-0,025	,134*	0,039	,187**	-0,06	0,059	1				
ΑΝΑΠΛΗΡΩΜΑΤΙΚΑ ΜΕΛΗ	,274**	-0,036	,229**	-0,032	,406**	,896**	,191**	-,190**	-0,011	1			
ROA	,283**	0,017	,150*	,250**	-0,023	0,124	-,136*	,144*	,465**	0,029	1		
ROE	,243**	0,05	0,125	,222**	-0,028	,152*	-,148*	,162*	,370**	0,074	,936**	1	
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	0,003	-0,028	0,007	-0,02	0,036	-0,031	0,047	-0,034	-0,028	-0,022	-0,041	-0,03	1
** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).													
* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).													

Πίνακας συσχετίσεων Pearson