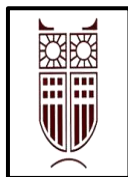


PANTEION UNIVERSITY OF SOCIAL AND POLITICAL SCIENCES



ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

ΤΜΗΜΑ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ “ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ ΚΑΙ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ”

Εταιρική Διακυβέρνηση και Εταιρική Αποδοτικότητα: Η Περίπτωση των
Ελληνικών Επιχειρήσεων (περίοδος 2013-2017)

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Τζουλάϊ Ανίσα

Αθήνα, 2019

Τριμελής Επιτροπή

Α. Τσάμης, Ομότιμος Καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου (Επιβλέπων)

Ι. Φίλος, Καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου

Α. Αποστόλου, Ομότιμος Καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου



Copyright © Ανίσα Τζουλάϊ, 2019

All rights reserved. Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος.

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

Η έγκριση της διπλωματικής εργασίας από το Πάντειον Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών δεν δηλώνει αποδοχή των γνώμων του συγγραφέα.

Αφιερώνεται στην αγαπημένη μου οικογένεια για την πολύτιμη υποστήριξη

καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών μου

Ευχαριστίες

Η παρούσα εργασία εκπονήθηκε στα πλαίσια του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών με τίτλο «Ελεγκτική και Φορολογία» του Παντείου Πανεπιστημίου. Με την ολοκλήρωση της αισθάνομαι την ανάγκη να ευχαριστήσω όλους όσους συνέβαλαν σε αυτή τη προσπάθεια και ιδιαίτερα τον επιβλέποντα κ. Αναστάσιο Τσάμη, του οποίου η βοήθεια ήταν καθοριστική για την ολοκλήρωση της εργασίας.

Τέλος, το πιο μεγάλο ευχαριστώ θα ήθελα να το απευθύνω στους γονείς μου και την αδερφή μου που με στηρίζουν όλα αυτά τα χρόνια και είναι πάντα δίπλα μου, με αγάπη και κατανόηση.

Πίνακας περιεχομένων

Ευχαριστίες	4
Πίνακες	7
Εικόνες	7
Περίληψη	8
Abstract	10
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή	12
1.1 Ορισμός της Εταιρικής Διακυβέρνησης	12
1.2. Η εταιρική διακυβέρνηση σε διεθνές επίπεδο.....	13
1.3. Το κανονιστικό πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα	15
1.4. Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης	18
1.4.1. Γενικά	18
1.4.2. Το Αγγλοσαξονικό Σύστημα	20
1.4.3. Το Γερμανικό Σύστημα	21
1.4.4. Το Λατινικό Σύστημα.....	23
1.4.5. Το Ιαπωνικό Σύστημα	24
1.5. Θεωρίες Εταιρικής Διακυβέρνησης	25
1.5.1. Θεωρία αντιπροσώπευσης - Agency theory	25
1.5.2. Stakeholder Theory.....	27
1.5.3. Managerial Hegemony Theory	28
1.5.4. Stewardship Theory	30
Κεφάλαιο 2: Βιβλιογραφική επισκόπηση	32
2.1. Εταιρική απόδοση και η εταιρική διακυβέρνηση	32
2.2. Το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου	33
2.3. Ανεξαρτησία του Διοικητικού Συμβουλίου	34
2.4. Διττός ρόλος του Προέδρου και του Διευθύνοντος Συμβούλου.....	35
2.5. Η Ύπαρξη Γυναικών σε Διοικητικά Συμβούλια	36

2.6. Αριθμός Συνεδριάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου.....	37
Κεφάλαιο 3: Σχεδιασμός ερευνάς.....	39
3.1. Επιλογή δείγματος.....	39
3.2. Μεταβλητές.....	39
3.2.1. Εξαρτημένες Μεταβλητές	39
3.2.2. Ανεξάρτητες μεταβλητές.....	40
3.2.3. Μεταβλητές ελέγχου	41
3.3. Μοντέλα παλινδρόμησης	44
Κεφάλαιο 4: Αποτελέσματα	45
4.1. Περιγραφική ανάλυση.....	45
4.2. Συσχέτιση.....	47
4.3. Αποτελέσματα παλινδρόμησης χρησιμοποιώντας ως εξαρτημένη μεταβλητή το TOBINQ, ROA και ROE.....	50
Συμπεράσματα και προτάσεις για μελλοντική έρευνα	55
Πηγές - Βιβλιογραφία.....	57
Νόμοι.....	57
Ελληνόγλωσση.....	58
Ξενόγλωσση	58
Παραρτήματα.....	68
Παράρτημα 1: Ετήσιες εκθέσεις για 106 ελληνικές επιχειρήσεις από το 2013 μέχρι το 2017	68
Παράρτημα 2: Προηγούμενες έρευνες της σχέσης Εταιρικής Διακυβέρνησης και αποδοτικότητας των επιχειρήσεων	71

Πίνακες

<i>Πίνακας 1: Επεξήγηση δεδομένων</i>	43
<i>Πίνακας 2: Περιγραφική Στατιστική</i>	45
<i>Πίνακας 3: Συσχέτιση κατά Pearson</i>	47
<i>Πίνακας 4: Έλεγχος πολυσυγγραμικότητας</i>	48
<i>Πίνακας 5: Αποτελέσματα παλινδρόμησης χρησιμοποιώντας ως εξαρτημένη μεταβλητή το TOBINQ, ROA και ROE</i>	50

Εικόνες

<i>Εικόνα 1: The Agency Theory</i>	27
<i>Εικόνα 2: The Stakeholder Theory</i>	28
<i>Εικόνα 3: The Stewardship Theory</i>	31

Περίληψη

Σκοπός: Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εξετάσει τι εννοούμε όταν αναφερόμαστε στην έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης και να εξετάσει την επίδραση της δομής του διοικητικού συμβουλίου, της εξουσίας και του ρόλου του CEO, τον έλεγχο από μια Big4 ελεγκτική εταιρία και τον αριθμό των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου στην απόδοση των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών στο Χ.Α..

Σχεδιασμός/Μεθοδολογία: Το δείγμα αποτελείται από 106 ελληνικές εταιρείες που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών (με 530 συνολικές παρατηρήσεις) και αφορά την περίοδο 2013-2017. Η μεθοδολογική προσέγγιση που ακολουθήσαμε για την εκτίμηση των δεδομένων είναι η πολλαπλή παλινδρόμηση με την βοήθεια του προγράμματος IBM SPSS Statistics 25. Για την ανάλυση των υποδειγμάτων χρησιμοποιήσαμε ως εξαρτημένες μεταβλητές το TOBINQ, ROA και ROE. Ενώ, ως ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιήσαμε το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου, τον αριθμό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών, CEO duality, την ποικιλομορφία των φύλων, BIG4 κ.λπ.

Ευρήματα: Η εργασία αυτή παρέχει κάποια υποστήριξη στην θεωρία αντιπροσώπευσης, καθώς ένα μεγαλύτερο αριθμό ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στα Διοικητικά Συμβούλια συσχετίζεται με βελτιωμένες επιδόσεις της επιχείρησης. Η αντίληψη ότι η ύπαρξη δυαδικότητας επιδρά αρνητικά στην εταιρική απόδοση δεν υποστηρίχθηκε στην έρευνα μας, διότι τα αποτελέσματα έδειξαν ότι υφίσταται θετική και στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ του CEO duality και των TOBINQ, ROA και ROE. Επίσης, ο έλεγχος από μια Big4 ελεγκτική εταιρεία είναι στατιστικά σημαντική και επιδρά θετικά στο TOBINQ και ROE. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η συχνότητα των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου έχει αρνητικό αντίκτυπο στην απόδοση αγοράς (TOBINQ). Ωστόσο, η μελέτη απέτυχε να υποστηρίξει μια στατιστική θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής αποδοτικότητας. Ομοίως, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η ποικιλομορφία των φύλων στα διοικητικά συμβούλια δεν έχει καμία επίδραση στην εταιρική απόδοση των ελληνικών επιχειρήσεων, που μετράται από τον TOBINQ, ROA και ROE.

Περιορισμοί: Η μεγαλύτερη δυσκολία που αντιμετωπίσαμε κατά την διάρκεια της εργασίας ήταν η έλλειψη προσβάσεις σε βάση δεδομένων. Για αυτό το λόγο τα

δεδομένα συγκεντρώθηκαν χειροκίνητα από τις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις της κάθε εταιρείας που ανακτήθηκαν από τις ιστοσελίδες τους.

Αξία: Το μέγεθος του δείγματος, σε συνδυασμό με τα πιο πρόσφατα χρονικά δεδομένα θα μπορούσαν να καθιστούν την παρούσα διπλωματική εργασία άκρως επίκαιρη και ως μια σημαντική προσπάθεια να εμπλουτίσει την υπάρχουσα βιβλιογραφία προσφέροντας νέα στοιχεία σχετικά με την επίδραση της εταιρική διακυβέρνηση στην εταιρική απόδοση των ελληνικών επιχειρήσεων.

Λέξεις - κλειδιά: εταιρική απόδοση, εταιρική διακυβέρνηση, διοικητικό συμβούλιο, χαρακτηριστικά του Δ.Σ., Ελλάδα

Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Greek Firms (period 2013-2017)

Anisa Tzoulai

Abstract

Purpose: The purpose of this paper is to look at what we mean when we refer to the concept of Corporate Governance and investigate the relationship between corporate governance mechanisms (e.g. the structure of the board of directors, the duality, a control of the Big4 auditing company and the number of board meetings) and corporate performance of the Greek listed firms in the ASE.

Design / Methodology: The sample includes a total of 106 Greek firms listed in Athens Stock Exchange (with a total of 530 observations) for the period 2013-2017. The methodological approach for the data estimation is multiple regression using the program SPSS 25. In order to analyze the models we used as a dependent variable TOBINQ, ROA and ROE. While, as an independent variable, we used the size of the Board of Directors, the number of independent non-executive members, CEO duality, gender diversity, BIG4, etc.

Findings: This work provides some support for the agency theory, as a larger number of independent non-executive members in the Boards is associated with improved business performance. The notion that duality has a negative impact on corporate performance was not supported because the results showed that there is a positive and statistically significant relationship between CEO duality and TOBINQ, ROA and ROE. Also, control by a Big4 auditing firm is statistically significant and has a positive effect on TOBINQ and ROE. The results showed that the frequency of board meetings has a negative impact on market performance (TOBINQ). However, the study failed to support a statistically positive relationship between the size of the board of directors and firm performance. Similarly, the results show that gender diversity in boards has no impact on corporate performance measured by TOBINQ, ROA and ROE.

Limitations: The biggest difficulty we faced during this work was the lack of access to a database. Because of this, the data are obtained manually from annual reports recovered from firms' websites.

Value: The sample size combined with the most recent time data could make this diploma thesis extremely timely and as a major effort to enrich the existing literature by providing new insights into the impact of corporate governance on firm performance.

Keywords: firm performance, corporate governance, board of directors, board characteristics, Greece

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή

1.1 Ορισμός της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η εταιρική διακυβέρνηση θεωρείται αναγκαία για την βιωσιμότητα των επιχειρήσεων, γι' αυτό αποτελεί αντικείμενο συζητήσεων τόσο ακαδημαϊκών όσο και ανώτατων στελεχών των επιχειρήσεων. Στη Βιβλιογραφία διεθνώς, γίνεται εκτενή αναφορά σχετικά με τον ορισμό της Εταιρικής Διακυβέρνησης (Ε.Δ.) δείχνοντας έτσι και την βαρύτητα της στον οικονομικό κόσμο. Με βάση τη βιβλιογραφική ανασκόπηση των διαφόρων ορισμών της Ε.Δ. που έχουν παραχθεί τα τελευταία χρόνια, θα μπορούσαμε να τα ταξινομήσουμε σε δύο κατηγορίες. Στην πρώτη κατηγορία περιλαμβάνετε το σύνολο των ορισμών που αφορούν τα πρότυπα συμπεριφοράς, δηλαδή την πραγματική συμπεριφορά των επιχειρήσεων, όσον αφορά την αποδοτικότητα, την ανάπτυξη, τη χρηματοοικονομική διάρθρωση και τη μεταχείριση των μετόχων και των άλλων ενδιαφερομένων. Ενώ, στην δεύτερη κατηγορία, το σύνολο που αφορά το κανονιστικό πλαίσιο, δηλαδή τους κανόνες υπό τους οποίους λειτουργούν οι επιχειρήσεις. Οι κανόνες μπορεί να προέρχονται από πηγές όπως το νομικό σύστημα, το δικαστικό σύστημα και από τις χρηματοπιστωτικές αγορές (Classens. S, 2003). Κατά συνέπεια, πιστεύουμε ότι είναι χρήσιμο να αναφερθούμε σε μια ποικιλία ορισμών της εταιρικής διακυβέρνησης που χρησιμοποιούνται συνήθως από συγγραφείς / ερευνητές και οργανισμούς παγκοσμίως.

Σύμφωνα με τον Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) και την Έκθεση Cadbury, η εταιρική διακυβέρνηση ορίζεται ως το σύνολο των μεθόδων και των διαδικασιών με τις οποίες διευθύνονται και ελέγχονται οι εταιρείες (Cadbury Report, 1992; OECD, 1999). Το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης αναφέρετε ως ένα σύστημα σχέσεων ανάμεσα στη Διοίκηση της εταιρείας, το Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ.), τους μετόχους της και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη. Επίσης, συνιστά τη δομή μέσω της οποίας προσεγγίζονται και τίθενται οι στόχοι της εταιρείας, εντοπίζονται οι βασικοί κίνδυνοι που αυτή αντιμετωπίζει κατά τη λειτουργία της, προσδιορίζονται τα μέσα επίτευξης των εταιρικών στόχων, οργανώνεται το σύστημα διαχείρισης κινδύνων και καθίσταται δυνατή η παρακολούθηση της απόδοσης της Διοίκησης κατά τη διαδικασία εφαρμογής των παραπάνω.

Ένας άλλος ορισμός της εταιρικής διακυβέρνησης είναι από τους Shleifer και Vishny (1997) που αναφέρουν ότι η Ε.Δ. αφορά τους τρόπους με τους οποίους οι χρηματοδότες των επιχειρήσεων διαβεβαιώνονται ότι θα αποκομίσουν κέρδη από την επένδυσή τους.

Στη οικονομική ορολογία αυτό σημαίνει ότι η εταιρική διακυβέρνηση έχει ως στόχο να αντιμετωπίσει το λεγόμενο "πρόβλημα αντιπροσώπευσης" (agency problems) μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών ή μεταξύ μετόχων πλειοψηφίας και μειοψηφίας. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρική διακυβέρνηση έχει σκοπό να διασφαλίσει ότι οι επενδυτές θα πάρουν τα χρήματά τους, δεδομένου ότι κάποιος άλλος (δηλαδή οι διαχειριστές ή οι "πράκτορες") θα πάρει όλες τις αποφάσεις για το πώς και που θα χρησιμοποιούνται οι επενδύσεις των μετόχων (Love, 2011).

Οι La Porta, Lopez-de -Silanes, Shleifer και Vishny (2000) αναφέρονται στη εταιρική διακυβέρνηση ως ένα σύνολο μηχανισμών μέσω των οποίων οι εξωτερικοί επενδυτές προστατεύονται από τις οικονομικές ατασθαλίες των εσωτερικών, δηλαδή διευθυντές και ελεγχόμενους μετόχους. Κατά τον Μουζάλα (2003), το συνολικό σύστημα δικαιωμάτων με σκοπό την προστασία των συμφερόντων όλων των παραγόντων συνθέτει την έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης.

Τέλος, οι Larcker, Richardson και Tuna (2007), υποδεικνύουν την εταιρική διακυβέρνηση ως το σύνολο των μηχανισμών που επηρεάζουν τις αποφάσεις των διαχειριστών, όταν υπάρχει διαχωρισμός ιδιοκτησίας και ελέγχου. Μερικοί από αυτούς τους μηχανισμούς παρακολούθησης είναι τα διοικητικά συμβούλια, θεσμικοί επενδυτές και οι λειτουργίες της αγοράς για τον εταιρικό έλεγχο.

Σύμφωνα λοιπόν με όλα τα παραπάνω θα μπορούσαμε συνοψίζοντας να πούμε ότι Εταιρική Διακυβέρνηση είναι το σύνολο των σχέσεων των μετόχων και των λοιπών επηρεαζόμενων από την λειτουργία της επιχείρησης αλλά και η κατανομή αρμοδιοτήτων καθώς και τα δικαιώματα και οι ευθύνες αυτών (Τραυλός, 2011).

1.2. Η εταιρική διακυβέρνηση σε διεθνές επίπεδο

Η κατάρρευση μεγάλων επιχειρήσεων, στις αναπτυγμένες οικονομίες, όπως το Ηνωμένο Βασίλειο και οι ΗΠΑ στη δεκαετία του 1990/2000, οι οποίες οφείλονταν κυρίως σε κακές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης (Ntim, Opong, Danbolt, & Thomas, 2012). Παρομοίως, το παγκόσμιο ενδιαφέρον για την Ε.Δ. ενισχύθηκε περαιτέρω από την ασιατική οικονομική κρίση του 1997/1998, που ακολούθησε η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2007/08, έχουν αυξήσει το παγκόσμιο ενδιαφέρον για την επιδίωξη καλών μεταρρυθμίσεων εταιρικής διακυβέρνησης.

Στις ΗΠΑ, η κατάρρευση της Wall Street και τα οικονομικά σκάνδαλα όπως Enron, Tyco International, Adelphia, WorldCom κ.λπ έδειξαν την ανάγκη επιβολής θεσμικού πλαισίου στον επιχειρηματικό κόσμο, ώστε να ανταποκρίνονται στις σύγχρονες ανάγκες και απαιτήσεις των επιχειρήσεων. Έτσι, στις 30 Ιουλίου του 2002 με το νόμο Sarbanes-Oxley που ψήφισε το Αμερικανικό Κογκρέσο εγκαθιδρύθηκε η Εταιρική Διακυβέρνηση. Ο συγκεκριμένος νόμος είχε ως στόχο την βελτίωση της ποιότητας και της αξιοπιστίας των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, την ενίσχυση της χρηματοοικονομικής διαφάνειας, της εταιρικής υπευθυνότητας και τέλος την ενίσχυση της ανεξαρτησίας των ελεγκτών.

Σύμφωνα με τους Albassam & Ntim (2017), από τα τέλη της δεκαετίας του 80', το Ηνωμένο Βασίλειο ήταν στην πρώτη γραμμή της επιδίωξης παγκόσμιων μεταρρυθμίσεων σχετικά με τον τρόπο διαχείρισης των εταιρειών. Αυτές οι μεταρρυθμίσεις ακολούθησαν τις αποτυχίες αρκετών μεγάλων εταιρειών, όπως η Maxwell, η Barings Bank και η Bank for Credit and Commerce International στα τέλη της δεκαετίας του 1980 και στις αρχές της δεκαετίας του 1990, στις οποίες οι κακές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης εμπλέκονταν σε μεγάλο βαθμό. Για να αποφευχθούν οι μελλοντικές εταιρικές αποτυχίες που οφείλονται σε κακές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης, συστάθηκε το 1991 η επιτροπή Cadbury και, κατά συνέπεια, η έκδοση της έκθεσης Cadbury το 1992. Η έκθεση Cadbury έκανε μια σειρά συστάσεων που αποσκοπούσαν στην βελτίωση των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης, ενθαρρύνοντας μεγαλύτερη υπευθυνότητα και διαφάνεια μεταξύ των εταιρικών διοικητικών συμβουλίων και στελεχών. Για παράδειγμα, η έκθεση Cadbury συνέστησε σε κάθε διοικητικό συμβούλιο: (i) να διαθέτει τουλάχιστον 3 ανεξάρτητα μέλη, (ii) να διαχωρίζει τους ρόλους του Διευθύνοντος Συμβούλου και του Προέδρου (iii) να συγκροτεί επιτροπή ελέγχου και (iv) θέσπιση συστήματος εσωτερικού ελέγχου (Ntim et al, 2012).

Από την άλλη, στην ηπειρωτική Ευρώπη, οι αρχές του ΟΟΣΑ που εκδόθηκαν το 1999 αντιδρούσαν στην ασιατική χρηματοπιστωτική κρίση το 1997 και το 1998. Οι ρυθμιστικές αρχές σε πολλές χώρες θεωρούν τις δομές εταιρικής διακυβέρνησης και την αποκάλυψη πληροφοριών ως σημαντικούς τρόπους προστασίας των θεσμικών επενδυτών και βελτίωσης της αποτελεσματικότητας των κεφαλαιαγορών. Δεδομένου ότι η αποκάλυψη πληροφοριών είναι επιλεκτική και δεν μπορούν να αποφευχθούν όλες οι μορφές χειραγώγησης της διαχείρισης, μια κατάλληλη δομή εταιρικής

διακυβέρνησης μπορεί να αναγκάσει τους διαχειριστές να αυξήσουν το επίπεδο αποκάλυψης.

Κατά συνέπεια, τα τελευταία χρόνια, πολλές χώρες θέσπισαν διάφορους κανονισμούς και άρχισαν να επανεξετάζουν το εταιρικό τους δίκαιο. Οι συζητήσεις επικεντρώνονται στον τρόπο προστασίας των μειοψηφούντων μετόχων, στην ενίσχυση της διαφάνειας και της αποκάλυψης πληροφοριών, στη βελτίωση των λειτουργιών και δομών του διοικητικού συμβουλίου και στη βελτίωση της διαδικασίας ελέγχου. Σε πολλές περιπτώσεις, οι νέοι κανονισμοί και οι νόμοι βασίζονται στους προηγούμενους αναπτυγμένους κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης που αναφέραμε παραπάνω. Για παράδειγμα, το μοντέλο “comply or explain” είναι το πιο συνηθισμένο μοντέλο που χρησιμοποιείται παγκοσμίως (Ευρώπη, Αυστραλία, Νέα Ζηλανδία, Σιγκαπούρη, Χονγκ Κονγκ και πολλές άλλες χώρες). Αυτό σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις δεν υποχρεούνται να συμμορφώνονται με κάθε κανόνα του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης, αλλά πρέπει να δικαιολογούν καταστάσεις μη συμμόρφωσης. Ωστόσο, οι πρακτικές διακυβέρνησης διαφέρουν σημαντικά μεταξύ των χωρών. Παρόλο που κάθε χώρα εκδίδει συστάσεις για εταιρική διακυβέρνηση που απευθύνονται σε όλες τις εισηγμένες εταιρείες, το επίπεδο συμμόρφωσης ποικίλλει σημαντικά μεταξύ των εταιρειών (Gompers, Ishii, & Metrick, 2003). Η διακύμανση αυτή υποδηλώνει ότι η συμμόρφωση με τους κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης είναι, εν μέρει, διακριτική επιλογή. Στην πραγματικότητα, οι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες, είναι εθελοντικές και μη δεσμευτικές.

1.3. Το κανονιστικό πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα

Το πρώτο νομοθετικό κείμενο του 1920 (Ν.2190/1920) «Περί Ανωνύμων Εταιρειών» αποτελεί το βασικό εταιρικό δίκαιο στην Ελλάδα, το οποίο εκ τότε έχει τροποποιηθεί αναρίθμητες φορές, όμως δεν κατάφερε να ενσωματώσει και να εγκαθιδρύσει Σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα υπήρξε άγνωστη σαν έννοια μέχρι και το 1999, όταν η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς υιοθέτησε τις «Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα – Οδηγίες για τον Ανταγωνιστικό Μετασχηματισμό της», γνωστή ως «Γαλάζια βίβλος», με πρότυπο τις Αρχές του ΟΟΣΑ. Ωστόσο, η πρώτη οργανωμένη προσπάθεια έγινε από την ίδια επιτροπή όταν εξέδωσε την

απόφαση του Δ.Σ. της 5/204/14-11-2000 οπού υποχρέωνε όλες τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεις σε συμμόρφωση με συγκεκριμένους κανόνες συμπεριφοράς των συνδεδεμένων εταιρειών και των συνδεδεμένων ατόμων, όπως τα μέλη του ΔΣ, τους διευθυντές και τους ελεγκτές, εσωτερικούς και εξωτερικούς. Το 2001 ο Σύνδεσμος Εμπορικών και Βιομηχανικών (ΣΕΒ) επιχειρήσεων δημοσίευσε τις γενικές αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Το 2002 ο κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης θεσμοθετείται με το ν. 3016/17-5-2002 (ΦΕΚ 110), που επέβαλε, κυρίως, στις εισηγμένες εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών : α) συγκεκριμένο ποσοστό συμμετοχής μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο των εισηγμένων εταιριών β) την οργάνωση, λειτουργία και τις αρμοδιότητες της μονάδας εσωτερικού ελέγχου και γ) την υιοθέτηση εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας του Διοικητικού Συμβουλίου, με συγκεκριμένα καθήκοντα και υποχρεώσεις. Ενώ με το ν. 3429/2005 - ΦΕΚ (314/Α/27.12.2005) ορίστηκαν οι διατάξεις σχετικά με την οργάνωση, λειτουργία, διοίκηση αλλά και την κρατική εποπτεία των δημοσίων επιχειρήσεων και οργανισμών καθώς και για τις ανώνυμες εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο.

Ο νόμος 3604/2007 άλλαξε το νομοθετικό πλαίσιο που αφορά τις ανώνυμες εταιρείες, επιλύοντας ζητήματα καθημερινά αλλά και σημαντικά συγχρόνως, όπως η διοικητική κηδεμονία και η εποπτεία των ΑΕ, την μειοψηφία των μετόχων και τις ευθύνες του ΔΣ. Με το νόμο αυτό γίνεται προσπάθεια οι εταιρείες να γνωρίσουν τον κόσμο της πληροφορίας, να εναρμονίσουν το θεσμικό τους πλαίσιο με το κοινοτικό δίκαιο και κυρίως με την οδηγία 2006/68/ΕΚ- σύσταση ΑΕ και διατήρηση και μεταβολές κεφαλαίου της- και την οδηγία 2003/58/ΕΚ-απαιτήσεις δημοσιότητας για ορισμένες μορφές εταιριών.

Στη συνέχεια, πλήθος νομοθετικών πράξεων ενσωμάτωσαν στο ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο τις ευρωπαϊκές οδηγίες εταιρικού δικαίου, δημιουργώντας νέους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, όπως ο ν. 3693/2008 - ΦΕΚ (174/Α/25-08-2008) για την εναρμόνιση της ελληνικής νομοθεσίας με την Οδηγία 2006/43/ΕΚ περί υποχρεωτικών ελέγχων των ετήσιων και των ενοποιημένων λογαριασμών, επιβάλλει τη σύσταση επιτροπών ελέγχου, καθώς και σημαντικές υποχρεώσεις γνωστοποίησης στο κοινό, όσον αφορά στο ιδιοκτησιακό καθεστώς και τη διακυβέρνηση μιας εταιρείας. Ο νόμος 3884/2010 – (ΦΕΚ 168/Α/24-9-2010) αναφέρετε στα δικαιώματα των μετόχων και σε

πρόσθετες εταιρικές υποχρεώσεις γνωστοποιήσεων προς τους μετόχους στο πλαίσιο της προετοιμασίας της Γενικής τους Συνέλευσης.

Με την ψήφιση του νόμου 3873/2010 - (ΦΕΚ 150/Α/6-9-2010), όπου ενσωματώθηκε, ουσιαστικά, η Οδηγία 2006/46/ EC της Ευρωπαϊκής Ένωσης, στην ελληνική νομοθεσία και στην έκδοση του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης, που διαμορφώθηκε από τον Σύνδεσμο Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών (Σ.Ε.Β.), όπου οι εταιρίες οφείλουν να συμμορφώνονται με τα οριζόμενα σε αυτόν. Σύμφωνα με τους Nerantzidis, Filos, Tsamis & Agoraki (2015) το περιεχόμενο του κώδικα του ΣΕΒ (2011) είχε επηρεαστεί σημαντικά από τον Αγγλικό, διότι από το σύνολο των 64 άρθρων του Κώδικα, οι 45 συσχετίζονται με τουλάχιστον ένα άρθρο του Αγγλικού Κώδικα «Combined Code (2010)» .

Το 2012 ιδρύεται το Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής διακυβέρνησης (ΕΣΕΔ) ως αποτέλεσμα της συνεργασίας του Ομίλου Ελληνικά Χρηματιστήρια (ΕΧΑΕ) και του (ΣΕΒ) Σύνδεσμος Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών. Η συμβολή του ΕΣΕΔ είναι πολύ μεγάλη καθώς δημιουργήθηκε για να παρακολουθεί την εφαρμογή του κώδικα από τις ελληνικές επιχειρήσεις. Επίσης να μελετά και να υλοποιεί δράσεις και ενέργειες, να συντάσσει προτάσεις και να διοργανώνει διαβουλεύσεις για την προώθηση των αρχών της Εταιρικής Διακυβέρνησης με κάθε πρόσφορο μέσο. Το ΕΣΕΔ προχώρησε στην πρώτη αναθεώρηση του Κώδικα στις 28 Ιουνίου 2013, λαμβάνοντας υπόψη τις βέλτιστες πρακτικές και εξελίξεις στο κανονιστικό πλαίσιο και τις ανάγκες του ελληνικού επιχειρηματικού κόσμου. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις φαίνεται να αντιπροσωπεύουν ένα υβριδικό μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης. Μοιάζει με το αγγλοσαξονικό μοντέλο (π.χ. ο διαχωρισμός του ρόλου του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου και του Διευθύνοντος Συμβούλου, των Επιτροπών Ελέγχου), αλλά έχει χαρακτηριστικά του παραδοσιακού ευρωπαϊκού-ηπειρωτικού μοντέλου (π.χ. μέλη της οικογένειας που διαχειρίζονται επιχειρήσεις και συμμετέχουν στα Διοικητικά Συμβούλια).

Για να συνοψίσουμε, όλα τα παραπάνω δείχνουν την προσπάθεια του Κράτους, αλλά και των επιχειρήσεων, για βελτίωση της λειτουργίας τους και της ανταγωνιστικότητας τους, προκειμένου, η ελληνική οικονομία να γίνει πιο ανταγωνιστική.

1.4. Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

1.4.1. Γενικά

Σε παγκόσμιο επίπεδο, η βιβλιογραφία αναγνωρίζει ότι υπάρχουν τέσσερα (4) συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης: Το αγγλοσαξονικό, το γερμανικό, το λατινικό και το ιαπωνικό. Σύμφωνα με τους Λαζαρίδη & Δρυμπέτα (2011) οι διαφορές μεταξύ του γερμανικού και του λατινικού μοντέλου είναι σχετικά μικρές και για αυτό και η ανάλυση που λαμβάνει χώρα στην διεθνή βιβλιογραφία τα καταγράφει ως ένα ενιαίο με τον τίτλο «Μοντέλο Ηπειρωτικής Ευρώπης». Ωστόσο, στην παρούσα εργασία θα ακολουθήσουμε τους Weimer και Pape (1999) και θα αναλύσουμε και τα τέσσερα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης. Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης σε κάθε χώρα εξελίχθηκαν με διαφορετικό τρόπο μέσα από το οικονομικό, κοινωνικό και πολιτικό περιβάλλον της κάθε χώρας, και σε ορισμένες περιπτώσεις ως απάντηση σε εταιρικά σκάνδαλα.

Ένα σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης ορίζεται ως το τοπικό πλαίσιο νομικών, θεσμικών και πολιτιστικών παραγόντων που διαμορφώνουν το πρότυπο των επιρροών που ασκούν οι ενδιαφερόμενοι στη λήψη αποφάσεων (Weimer & Pape, 1999).

Οι εθνικές οικονομίες ανέπτυξαν διαφορετικούς μηχανισμούς κεφαλαιαγοράς και ένα νομικό πλαίσιο, για ιδιώτες ή δημόσιους οργανισμούς για να ενεργούν ως ιδιοκτήτες ή ως εταιρείες. Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης διαφέρουν από χώρα σε χώρα. Πράγματι, τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης αποτελούνται από πολλά στοιχεία. Αυτά τα στοιχεία περιλαμβάνουν τη δομή ιδιοκτησίας, τη χρηματοοικονομική ρύθμιση, τις κεφαλαιαγορές, την εργασία και τη ρύθμισή της, τις δομές του χρέους, τους νόμους περί πτωχεύσεων και την τραπεζική εποπτεία.

Μια άλλη διάκριση μεταξύ των πλαισίων εταιρικής διακυβέρνησης είναι μεταξύ των συστημάτων "outsider" και "insider" (Maher & Andersson, 2000). Η διάκριση αυτή βασίζεται σε ζητήματα Ε.Δ. που εντοπίζονται άμεσα στη δομή ιδιοκτησίας των εταιρειών. Το καθεστώς "outsider" χαρακτηρίζεται από χαμηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας, σαφή διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου, χαμηλότερους δείκτες χρέους/ιδίων κεφαλαίων και «ώριμες» χρηματοπιστωτικές αγορές. Αντίθετα, το σύστημα "insider" χαρακτηρίζεται από υψηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας, υψηλό δείκτη χρέους/μετοχικού κεφαλαίου και υψηλότερο ποσοστό τραπεζικών πιστώσεων. Το τελευταίο οφείλεται στις στενότερες σχέσεις με τις τράπεζες που συχνά εκπροσωπούνται στο

διοικητικό συμβούλιο μεγάλων εταιρειών μαζί με άλλους ενδιαφερόμενους, συμπεριλαμβανομένων των συνδεδεμένων επιχειρήσεων και των εργαζομένων. Το σύστημα "outsider" αντικατοπτρίζει συνήθως το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης στις αγγλοαμερικανικές χώρες. Αντίθετα, το δεύτερο σύστημα κυριαρχεί στις ευρωπαϊκές και ασιατικές χώρες.

Οι Weimer και Pape το 1999 πρότειναν μια ταξινόμηση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης βάσει της διαίρεσης που προτάθηκε από το Moerland των τεσσάρων ομάδων βιομηχανικών χωρών: α) Οι αγγλοσαξονικές χώρες: οι Ηνωμένες Πολιτείες, το Ηνωμένο Βασίλειο, η Αυστραλία και ο Καναδάς b) Γερμανικές χώρες: Γερμανία, Κάτω Χώρες, Ελβετία, Σουηδία, Αυστρία, Δανία, Νορβηγία και Φινλανδία. c) Λατινικές χώρες: Γαλλία, Ιταλία, Ισπανία και Βέλγιο και d) Ιαπωνία (Aggestam, 2004).

Για να υποστηρίξουν αυτή την ταξινόμηση, οι Weimer και Pape (1999) παρουσίασαν μια ενδεικτική έρευνα που επικεντρώθηκε σε οκτώ χαρακτηριστικά χρήσιμα για τον προσδιορισμό συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης: 1. Η εθνική επικρατούσα αντίληψη της επιχείρησης όσον αφορά το ρόλο της "εταιρείας" 2. Το σύστημα διοικητικών συμβουλίων: μία δομή έναντι μιας δομής δύο βαθμίδων 3. Η σημασία των χρηματοπιστωτικών αγορών στην εθνική οικονομία, με βάση δύο δείκτες που χρησιμοποιεί η Παγκόσμια Ομοσπονδία Ανταλλαγών (WFE): η κεφαλαιοποίηση των εγχώριων επιχειρήσεων ως ποσοστό του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ) και των νέων μετοχών που αντλήθηκαν μέσω δημόσιων προσφορών ένα ποσοστό του σχηματισμού ακαθάριστου πάγιου κεφαλαίου (ΑΕΠΚ) 4. Οι κυριότεροι ενδιαφερόμενοι φορείς που μπορούν να ασκήσουν επιρροή στη λήψη αποφάσεων διαχείρισης 5. Η παρουσία ή απουσία μιας εξωτερικής αγοράς για εταιρικό έλεγχο, η οποία αναφέρεται στη διαδικασία με την οποία η κυριότητα και ο έλεγχος των εισηγμένων εταιρειών μεταφέρεται από μια ομάδα επενδυτών και διαχειριστών σε άλλη 6. Η δομή της ιδιοκτησίας όσον αφορά τη συγκέντρωση ιδιοκτησίας (παρουσία/ απουσία μεγάλων μετόχων) και την ταυτότητα των μετόχων (ιδιώτες, τράπεζες, μη χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, κυβέρνηση) 7. Ο βαθμός στον οποίο η εκτελεστική αποζημίωση εξαρτάται από την απόδοση των επιχειρήσεων 8. Ο χρονικός ορίζοντας των οικονομικών σχέσεων: μακροχρόνιες ή σύντομες σχέσεις.

Με αυτό το τρόπο οι δύο συγγραφείς προσπάθησαν να εντοπίσουν τέσσερις ομάδες ή στυλ συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης. Σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό, η

αναγνώριση όλων των χαρακτηριστικών υποστηρίζει τη διαίρεση μεταξύ αυτών των τεσσάρων κατηγοριών συστημάτων διακυβέρνησης. Ωστόσο, τα συστήματα εθνικής διακυβέρνησης εντός μιας ομάδας χωρών ενδέχεται να παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές και τα συστήματα σε χώρες που αποδίδονται σε διαφορετικές ομάδες ενδέχεται να παρουσιάζουν αξιοσημείωτες ομοιότητες (Weimer & Pape, 1999).

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι η Ελλάδα έχει κοινά χαρακτηριστικά με τις χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης (Λαζαρίδης & Δρυμπέτας, 2011):

1. η υψηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας (μεγάλοι μέτοχοι είναι οι τράπεζες, οι εταιρείες και οι οικογένειες)
2. η αδύναμη προστασία των μετόχων μειοψηφίας
3. υπάρχει εσωτερική διακυβέρνηση
4. περιορισμένη ικανότητα ελέγχου από τις κεφαλαιαγορές
5. δεν υπάρχουν ενεργούς εξωτερικούς μηχανισμούς (π.χ. αγορά για εταιρικό έλεγχο, αγορά εργασίας)
6. Δεν υπάρχει διάκριση μεταξύ διαχείρισης και ιδιοκτησίας
7. το διοικητικό συμβούλιο ενός επιπέδου είναι η κυρίαρχη μορφή
8. δεν υπάρχει ενεργή συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών στη διαχείριση ή τον έλεγχο.

1.4.2. Το Αγγλοσαξονικό Σύστημα

Στο αγγλοσαξονικό σύστημα, οι εταιρείες σχεδιάζονται ως συνδυασμός διευθυντικών στελεχών που λειτουργούν προς όφελος των μετόχων ή ως μέσο για τη δημιουργία αξίας για τους μετόχους (Weimer & Pape, 1999). Μια εταιρεία δημιουργεί αξία όταν η απόδοση των μετόχων υπερβαίνει την απαιτούμενη απόδοση στα ίδια κεφάλαια. Με άλλα λόγια, μια εταιρεία δημιουργεί αξία σε ένα χρόνο, όταν υπερβαίνει τις προσδοκίες. Αυτό θεωρείται θεμελιώδες για τον αγγλοσαξονικό πολιτισμό και είναι ο κύριος στόχος όλων των εταιρικών στρατηγικών. Μια μετοχή μία ψήφος είναι η θεμελιώδης δημοκρατική αρχή στις χώρες αυτές.

Το διοικητικό συμβούλιο είναι ένα επίπεδο, στο οποίο οι εκτελεστικές και εποπτικές αρμοδιότητες του συμβουλίου συνεργάζονται. Το διοικητικό συμβούλιο αποτελείται από εκτελεστικά ("εσωτερικά") και μη εκτελεστικά ("εξωτερικά") μέλη. Τα μέλη διορίζονται και απορρίπτονται από τη γενική συνέλευση των μετόχων. Το μικρό

μέγεθος Δ.Σ. και η υψηλή παρουσία των ξένων μελών στο διοικητικό συμβούλιο των μεγάλων εταιρειών συμβαδίζουν με την προτίμηση των θεσμικών επενδυτών που κατέχουν το μεγαλύτερο μέρος των ιδίων κεφαλαίων τους. Τα βρετανικά συμβούλια έχουν παρόμοια μέγεθος με τα εταιρικά συμβούλια των ΗΠΑ, αλλά διαφορετικές δομές, ενώ οι μισοί από τους διευθυντές είναι «εσωτερικοί» και ο Πρόεδρος διαφέρει συνήθως από τον Διευθύνοντα Σύμβουλο.

Αυτές οι χώρες εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τις χρηματιστηριακές αγορές για τη συγκέντρωση και την κατανομή κεφαλαίου. Το πιο σημαντικό χαρακτηριστικό είναι η εξωτερική αγορά εταιρικού ελέγχου, δηλαδή το Χρηματιστήριο που διαδραματίζει ενεργό ρόλο στην οικονομία. Η διαδικασία εξαγοράς φαίνεται να λειτουργεί ως πειθαρχικό μέτρο στις επιχειρήσεις, επιτρέποντας τη μεταφορά του ελέγχου από τις αναποτελεσματικές σε αποτελεσματικές ομάδες διαχείρισης και ενθαρρύνοντας τη σύγκλιση μεταξύ της εταιρικής διοίκησης και των μετόχων.

Η δομή ιδιοκτησίας χαρακτηρίζεται από χαμηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας και μεγάλη παρουσία ατόμων ως μέτοχοι, ιδιαίτερα στις Ηνωμένες Πολιτείες. Η δομή αυτή αποσαφηνίζει εν μέρει την παρουσία μιας ενεργού αγοράς για εταιρικό έλεγχο. Οι μεγαλύτερες εταιρίες κρατούνται, τόσο λιγότεροι μηχανισμοί μπορούν να χρησιμοποιήσουν αποτελεσματικά οι μέτοχοι για να επηρεάσουν άμεσα τη διαχειριστική διαδικασία λήψης αποφάσεων (π.χ. με την άσκηση των δικαιωμάτων ψήφου στη γενική συνέλευση, την αντιπαράθεση με τις διαχειριστικές προτάσεις και τον ανεπίσημο διάλογο) (Weimer & Pape, 1999· Maher & Andersson, 2000). Τα τυπικά εκτελεστικά αντισταθμιστικά μέσα είναι τα σχέδια δικαιωμάτων προαίρεσης μετοχών ή τα πολυετή επιδόματα, τα οποία συνδέονται στενά με την απόδοση της εταιρείας. Αυτά τα προγράμματα αποδοχών χρησιμεύουν για να ευθυγραμμίσουν τα συμφέροντα των διαχειριστών και των μετόχων.

1.4.3. Το Γερμανικό Σύστημα

Ένα άλλο σύστημα είναι το γερμανικό που θεωρεί την εταιρεία ως αυτόνομη οικονομική οντότητα που αποτελείται από διάφορους συμμετέχοντες, όπως οι μέτοχοι, η διοίκηση, οι εργαζόμενοι, οι προμηθευτές αγαθών και υπηρεσιών, οι πελάτες και τράπεζες, επιδιώκοντας τη συνέχεια της επιχείρησης. Σε σύγκριση με το αγγλοσαξονικό μοντέλο, η έννοια είναι πλήρως προσανατολισμένη προς τους

ενδιαφερόμενους, αντί του μεριδιούχου. Αυτό αντικατοπτρίζεται στο σύστημα διοικητικών συμβουλίων δύο επιπέδων που υπάρχει στη Γερμανία, τις Κάτω Χώρες, την Αυστρία και τη Δανία. Αποτελείται από ένα διοικητικό συμβούλιο (Vorstand) και ένα εποπτικό συμβούλιο (Aufsichtsrat), που είναι απολύτως αυτόνομα και ξεχωριστά. Πρώτων, τα μέλη τους δεν μπορούν να είναι ταυτόχρονα μέλη και στο διοικητικό και στο εποπτικό συμβούλιο. Δεύτερον, το μέγεθος του εποπτικού συμβουλίου ορίζεται από το νόμο και δεν μπορεί να αλλάξει από τους μετόχους. Από πρακτική άποψη, ο ρόλος της είναι να παρέχει συμβουλές για την λήψη των σημαντικών αποφάσεων. Το εποπτικό συμβούλιο αποτελείται από εκπροσώπους των εργαζομένων (συνδικάτα) και εκπροσώπους των μετόχων. Το δικαίωμα των εργαζομένων να συμμετέχουν στη διαδικασία λήψης αποφάσεων είναι ο λεγόμενος "προσδιορισμός της ταυτότητας". Το γερμανικό πλαίσιο δεν βασίζεται στην αρχή "μία μετοχή, μία ψήφος", επειδή υπάρχουν πολλά μέσα για τον περιορισμό της εξουσίας των μετόχων που αποδυναμώνουν την επιρροή των ανεξάρτητων μετόχων στη διαχειριστική λήψη αποφάσεων.

Τα κυριότερα ενδιαφερόμενα μέρη είναι οι εργαζόμενοι και οι βιομηχανικές τράπεζες. Οι τράπεζες μπορούν να έχουν διπλό ρόλο: μπορούν να ενεργούν τόσο ως μέτοχοι όσο και ως μέλη εποπτικού συμβουλίου. Ειδικά στη Γερμανία, οι τράπεζες μπορούν να επηρεάσουν τη διαδικασία λήψης αποφάσεων κρατώντας μεγάλο αριθμό μετοχών επειδή δεν υπάρχουν κανονιστικοί περιορισμοί, εκτός από ορισμένους κανόνες προληπτικής εποπτείας.

Οι χρηματιστηριακές αγορές διαδραματίζουν μέτριο ρόλο στην εθνική οικονομία. Οι γερμανικές εταιρείες συνήθως δεν επηρεάζονται από τη διαχειριστική απόφαση των χρηματιστηρίων, αλλά από τον πίνακα διαπραγματεύσεων μεταξύ του διοικητικού συμβουλίου και του εποπτικού συμβουλίου. Η δομή της κυριότητας χαρακτηρίζεται από ένα μεγάλο μέτοχο, το λεγόμενο blockholder, και την υψηλή παρουσία μη χρηματοπιστωτικών εταιρειών ως μετόχων. Οι δεσμεύσεις, οι πυραμίδες και η διασταυρούμενη συμμετοχή είναι κοινώς αποδεκτές μεταξύ των επιχειρήσεων. Η ιδιοκτησιακή διάρθρωση εξηγεί εν μέρει την απουσία της αγοράς για τον εταιρικό έλεγχο, επειδή υπάρχει σιωπηρή συμφωνία ότι τέτοιες συμμετοχές δεν χρησιμοποιούνται για την έναρξη ανεπιθύμητων εξαγορών (Franks & Mayer, 2001). Ο νόμος περί εξαγοράς υποχρεώνει τον μέτοχο να προβεί σε υποχρεωτική προσφορά εξαγοράς σε σχέση με όλες τις μετοχές της εταιρείας στην περίπτωση που κατέχει μετοχές. Η χρήση αποζημιώσεων για τα στελέχη που σχετίζονται με την απόδοση είναι

ασυνήθιστη. Αν και οι μεταβλητές αμοιβές έχουν γίνει όλο και πιο σημαντικές σε αυτές τις χώρες. Το θεσμικό περιβάλλον και τα χαρακτηριστικά της δομής ιδιοκτησίας έχουν επηρεάσει τις οικονομικές σχέσεις, που χαρακτηρίζονται από σταθερές και μακροχρόνιες σχέσεις.

1.4.4. Το Λατινικό Σύστημα

Στις λατινικές χώρες, η έννοια της εταιρείας είναι περισσότερο παρόμοια με τη γερμανική προοπτική, με προσανατολισμό στα ενδιαφερόμενα μέρη, από ότι η αγγλοσαξονική. Το πιο συνηθισμένο σύστημα διοικητικών συμβουλίων είναι «ενός επιπέδου» αλλά η γαλλικές και οι ιταλικές εταιρείες μπορούν να επιλέξουν ένα διοικητικό συμβούλιο ενός ή δύο επιπέδων, αλλά η πλειοψηφία των εταιρειών επιλέγει συνήθως το ενιαίο σύστημα. Περιορισμένο στο μονοεπίπεδο σύστημα, στη Γαλλία, οι εταιρικοί νόμοι δεν κάνουν σαφή διάκριση μεταξύ εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών, αλλά στην πραγματικότητα οι τελευταίοι είναι συνήθως εκπρόσωποι των μετόχων. Οι εργαζόμενοι δεν διαδραματίζουν βασικό ρόλο στη διαχείριση της εταιρείας στις χώρες της Λατινικής Αμερικής. Οι κυριότεροι ενδιαφερόμενοι φορείς που μπορούν να ασκήσουν επιρροή στη διαχειριστική λήψη αποφάσεων είναι οι μέτοχοι, οι οικογένειες και ο κυβερνητικός έλεγχος. Οι τράπεζες ως μέτοχοι είναι σημαντικές τόσο στη Γαλλία όσο και στην Ισπανία, αλλά όχι στην Ιταλία.

Η σημασία των χρηματιστηριακών αγορών ορίζεται ως "μέτρια". Η οργανωμένη αγορά σχεδόν απουσιάζει, αλλά ο αριθμός των εγχθικών εξαγορών είναι υψηλότερος από ότι στις γερμανικές χώρες. Οι χώρες της Λατινικής Αμερικής χαρακτηρίζονται από σχετικά υψηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας, ιδίως στην Ισπανία, την Ιταλία και τη Γαλλία. Η ιδιοκτησιακή δομή χαρακτηρίζεται από πυραμίδες και διασταυρούμενες συμμετοχές. Σε σύγκριση με το αγγλοσαξονικό σύστημα, οι αμοιβές των εκτελεστικών στελεχών που σχετίζονται με τις επιδόσεις δεν είναι τόσο συνηθισμένες, εκτός από τη Γαλλία, όπου το ποσοστό της αποζημίωσης στελεχών είναι παρόμοιο με αυτό του Ηνωμένου Βασιλείου και του Καναδά. Τέλος, οι οικονομικές σχέσεις που ορίζονται ως μακροπρόθεσμες διατηρούνται από την ύπαρξη διασυνοριακών συμμετοχών, οικογενειακής ιδιοκτησίας και κυβερνητικού ελέγχου.

1.4.5. Το Ιαπωνικό Σύστημα

Το σύστημα αυτό ορίζει την εταιρική διακυβέρνηση μόνο στην Ιαπωνία. Σε αυτό το σύστημα, τα πολιτιστικά χαρακτηριστικά επηρεάζουν βαθιά τη συζήτηση για την εταιρική διακυβέρνηση, όπως η έννοια της "οικογένειας", η σημασία της "επίτευξης συναίνεσης" και η έννοια της "απασχόλησης καθ' όλη τη διάρκεια της ζωής".

Η έννοια της εταιρείας είναι παρόμοια με τα γερμανικά και τα λατινικά συστήματα, προσανατολισμένα προς τα ενδιαφερόμενα μέρη. Το κρίσιμο στοιχείο του συστήματος της Ιαπωνίας είναι η παρουσία μεγάλων διακοινοτικών δικτύων, γνωστών ως keiretsu. Περιλαμβάνουν εταιρείες που μοιράζονται τα ίδια ονόματα και λογότυπα και οργανώνουν σχέσεις μεταξύ μεγάλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, εμπορικών εταιρειών και βιομηχανικών παραγωγών. Το ιαπωνικό διοικητικό συμβούλιο περιλαμβάνει ένα διοικητικό συμβούλιο, ένα γραφείο αντιπροσωπευτικών διευθυντών και μια επιτροπή ελεγκτών, όλα με διαφορετικά καθήκοντα.

Τα κυριότερα ενδιαφερόμενα μέρη είναι οι εργαζόμενοι, άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, μέτοχοι και τράπεζες (Ungureanu, 2012). Η πολιτιστική παράδοση της οικογένειας έχει καθορίσει την παρουσία των εργαζομένων ως ενδιαφερομένων. Οι εργαζόμενοι έχουν λόγο σε ένα σημαντικό εύρος εταιρικών υποθέσεων, όπως καθορισμός μισθών, ο τρόπος με τον οποίο οργανώνεται η εργασία και ο τρόπος με τον οποίο γίνονται οι διαχειριστικές επιλογές που θα επηρέαζαν τη ζωή των εργαζομένων. Οι χρηματιστηριακές αγορές διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην οικονομία της Ιαπωνίας. Στην Ιαπωνία, δεν υπάρχει ενεργή οργανωμένη αγορά για εταιρικό έλεγχο. Θα μπορούσε να φαίνεται μια αντίφαση επειδή οι περισσότερες από τις εταιρείες είναι εισηγμένες. Ωστόσο, αυτή η κατάσταση μπορεί να εξηγηθεί από έναν πολιτιστικό λόγο επειδή η επίτευξη συναίνεσης είναι μία από τις πολιτιστικές αρχές και από τη δομή ιδιοκτησίας της Ιαπωνίας. Η δομή ιδιοκτησίας χαρακτηρίζεται από σχετικά σταθερές διασταυρούμενες διακυμάνσεις μεταξύ χρηματοπιστωτικών και μη χρηματοπιστωτικών εταιρειών. Οι αμοιβές των διευθυντικών στελεχών που σχετίζονται με την απόδοση δεν χρησιμοποιούνται συνήθως επειδή, σύμφωνα με τον ιαπωνικό πολιτισμό, δεν είναι απαραίτητο να ευθυγραμμιστούν τα συμφέροντα των διευθυντικών στελεχών και των μετόχων μέσω των επιδόσεων που εξαρτώνται από την απόδοση. Τέλος, μακροπρόθεσμες και σταθερές οικονομικές σχέσεις χαρακτηρίζουν τα ιαπωνικά συστήματα λόγω των δομών keiretsu και την ιδέα της μακροχρόνιας απασχόλησης.

Συμπεραίνοντας λοιπόν καταλαβαίνουμε ότι δεν είναι δυνατόν να επιλέξουμε απλά ένα μοντέλο και να το εφαρμόσουμε σε μια συγκεκριμένη χώρα. Αντί για αυτό, η διαδικασία είναι δυναμική: η δομή της Εταιρικής Διακυβέρνησης σε κάθε χώρα αναπτύσσεται σε άμεση συσχέτιση με τους παράγοντες και τις συνθήκες της κάθε χώρας (Ewmi, 2005). Με την παγκοσμιοποίηση των αγορών κεφαλαίων, το καθένα από τα τέσσερα αυτά συστήματα μπορεί να βοηθήσει τις οικονομίες να αναπτυχθούν και να συμβάλει στον βασικό στόχο της Εταιρικής Διακυβέρνησης που είναι ο καλύτερος δυνατός έλεγχος και η αύξηση της αξίας των επιχειρήσεων.

1.5. Θεωρίες Εταιρικής Διακυβέρνησης

1.5.1. Θεωρία αντιπροσώπευσης - Agency theory

Μεγάλο μέρος της έρευνας για την εταιρική διακυβέρνηση σε παγκόσμιο επίπεδο προέρχεται από τη θεωρία αντιπροσώπευσης που είναι η πιο παλιά και παρουσιάστηκε αρχικά από τον Adam Smith το 1776. Εδραιώθηκε από τους Berle και Means το 1932 και αναπτύχθηκε κυρίως από τους Fama και Jensen το 1983 (Λαζαρίδης & Δρυμπέτας, 2011). Η θεωρία αυτή αναπτύχθηκε, διότι παλαιότερα ο ιδιοκτήτης της επιχείρησης και η οικογένεια του ασκούσαν και τον έλεγχο και την διοίκηση της εταιρίας, όμως με το πέρασμα των χρόνων δημιουργήθηκε η ανάγκη να διαχωριστεί η ιδιοκτησία από τη διοίκηση της εταιρίας οι μέτοχοι για διάφορους λόγους, όπως η έλλειψη γνώσεων επί του αντικειμένου της επιχείρησης, η έλλειψη χρόνου και η ταυτόχρονη επένδυση και σε άλλες εταιρίες, ανέθεταν και αναθέτουν ακόμη και σήμερα τη διοίκηση της εταιρίας σε αντιπροσώπους. Η agency theory (βλ. εικόνα 1), ασχολείται με τη σχέση που αναπτύσσεται μεταξύ δύο ενδιαφερόμενων μερών στα πλαίσια μίας επιχείρησης. Πρόκειται για τη σχέση μεταξύ ενός εντολέα (κυρίου – principal) και ενός εντολοδόχου (αντιπροσώπου – agent).

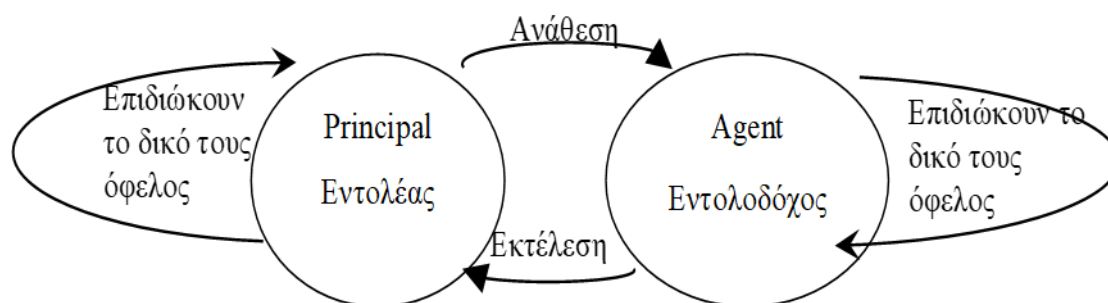
Το πρόβλημα εντολέα - εντολοδόχου (agency problem) δημιουργείται όταν ο εντολοδόχος (διοίκηση) ενεργεί για λογαριασμό του εντολέα (μέτοχοι) και πράττει με τρόπο που δεν εξυπηρετεί τα συμφέροντα του εντολέα του. Η ασυμμετρία πληροφόρησης είναι ένας βασικός λόγος ύπαρξης του προβλήματος. Υπάρχουν δύο κατηγορίες προβλημάτων λόγω ασυμμετρίας πληροφόρησης: α) Το πρόβλημα ηθικής ζημίας (moral hazard), δημιουργείται όταν ο εντολοδόχος έχει τη δυνατότητα να πράξει υπέρ των συμφερόντων του εντολέα αλλά δεν το κάνει είτε επειδή υπεκφεύγει είτε

επειδή πράττει υπέρ δικών του συμφερόντων. b) Το πρόβλημα δυσμενούς επιλογής (adverse selection), δημιουργείται όταν ο εντολοδόχος δεν έχει τις απαραίτητες χαρακτηριστικές ικανότητες ώστε να υπερασπιστεί τα συμφέροντα του εντολέα του. Με άλλα λόγια, χρησιμοποιώντας τη θεωρία αυτή, οι ιδιοκτήτες και οι διαχειριστές θεωρούνται ότι έχουν διαφορετικά συμφέροντα (Abdullah & Valentine, 2009).

Η σύγκρουση συμφερόντων γεννά επιπλέον κόστη για την παρακολούθηση της δράσης της διοίκησης (κόστος συλλογής πληροφοριών, κόστος παρακολούθησης και κόστος εφαρμογής ελεγκτικών διαδικασιών) από τους συμμετέχοντες (agency costs). Ο Jensen και ο Meckling (1976) ορίζουν το κόστος των υπηρεσιών ως το άθροισμα των δαπανών για τη διάρθρωση συμβάσεων (επίσημες και ανεπίσημες): παρακολούθηση των δαπανών από τον κύριο υπόχρεο, δέσμευση τις δαπάνες του πράκτορα και την υπολειμματική ζημία.

Το κόστος αντιπροσώπευσης έχει να κάνει με την προσπάθεια για διατήρηση της σχέσης αντιπροσώπευσης σε αποτελεσματικά επίπεδα. Σύμφωνα με τους Maher και Andersson (2000) υπάρχουν γενικά τρεις τύποι μηχανισμών που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να ξεπεραστούν τα προβλήματα που σχετίζονται με τον διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου: 1) άμεση ευθυγράμμιση των συμφερόντων των διαχειριστών με εκείνα των μετόχων, π.χ. εκτελεστικά σχέδια αντιστάθμισης, δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών και άμεση παρακολούθηση από τα διοικητικά συμβούλια 2) νομική προστασία από την απαλλοτρίωση από τους διαχειριστές π.χ. την προστασία και την επιβολή των δικαιωμάτων των μετόχων και τις απαγορεύσεις κατά των εμπιστευτικών συναλλαγών 3) και έμμεσα μέσα εταιρικού ελέγχου, όπως αυτά που παρέχονται από κεφαλαιαγορές.

Ωστόσο, στην Ελληνική πραγματικότητα τα επαγγελματικά στελέχη στην πλειονότητα των περιπτώσεων έχουν μικρή επίδραση στη διαμόρφωση της εταιρικής εσωτερικής κατάστασης και στη λήψη αποφάσεων. Το εσωτερικό περιβάλλον των ελληνικών εταιρειών κυριαρχείται από τα μέλη της οικογένειας ή ομάδα μετόχων, που είναι τόσο τα εκτελεστικά στελέχη όσο και μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου εκτελεστικά και μη. Η υπόθεση της θεωρίας της αντιπροσώπευσης ότι η σύγκρουση προέρχεται από την απώλεια ελέγχου από τους μετόχους δεν μπορεί να επιβεβαιωθεί στην Ελλάδα γιατί η ιδιοκτησιακή συγκέντρωση είναι τέτοια που η κυρίαρχη ομάδα μπορεί να υποτεθεί ότι ασκεί ενεργά την διοίκηση της εταιρείας.



Εικόνα 1: The Agency Theory

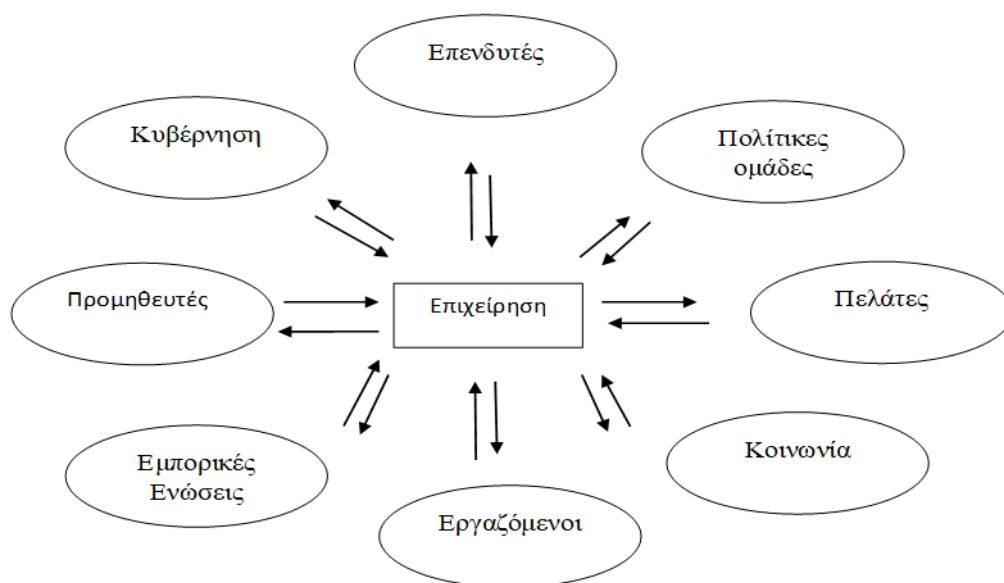
Πηγή: (Abdullah & Valentine, 2009)

1.5.2. Stakeholder Theory

Η θεωρία των ενδιαφερομένων μερών αναπτύχθηκε σταδιακά από τον Freeman, ο οποίος πρότεινε μια γενική θεωρία για την εταιρία, συμπεριλαμβάνοντας την υποχρέωση λογοδοσίας σε ένα ευρύ φάσμα ενδιαφερομένων. Η Stakeholder Theory υποστηρίζει ότι η εταιρεία θα πρέπει να λάβει υπόψη της όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη που επηρεάζονται και επηρεάζουν την εταιρεία. Βασικό στοιχείο της θεωρίας αυτής είναι η συμμετοχή στη λήψη των αποφάσεων όλων αυτών των μερών. Ως stakeholders μπορούν να θεωρηθούν οι μέτοχοι, οι εργαζόμενοι, οι πελάτες, οι προμηθευτές, η τοπική κοινότητα στη περιοχή που δραστηριοποιείται η εταιρία ακόμα και το ευρύτερο κοινωνικό σύνολο. Όλοι αυτοί έχουν μια σχέση αλληλεπίδρασης με την εταιρία, προσφέρουν κάτι και περιμένουν ως αντάλλαγμα την ικανοποίηση των αναγκών τους. Ένδειξη της αποδοχής αυτής της οπτικής είναι το επίπεδο της διαφάνειας και της διάχυσης πληροφοριών από την εταιρεία προς τα ενδιαφερόμενα μέρη.

Επίσης, ο Clarkson (1995) θεωρεί ότι η επιχείρηση είναι ένα σύστημα, όπου υπάρχουν ενδιαφερόμενοι και ο σκοπός της είναι να δημιουργήσει πλούτο για όλους τους ενδιαφερόμενους. Με την ενσωμάτωση διαφόρων ενδιαφερομένων (βλ. εικόνα 2) στα διοικητικά συμβούλια αναμένεται ότι οι επιχειρήσεις θα είναι πιο πιθανό να ανταποκριθούν σε ευρύτερα κοινωνικά συμφέροντα από ό,τι τα στενά συμφέροντα μιας ομάδας. Αυτό οδηγεί σε ένα πολιτικό ρόλο για τα συμβούλια που διαπραγματεύονται και επιλύουν τα ενδεχομένως αντικρουόμενα συμφέροντα των

διαφόρων ομάδων ενδιαφερομένων μερών, προκειμένου να καθορίσουν τους στόχους του οργανισμού και να ορίσουν την πολιτική που θα ακολουθήσουν (Cornforth, 2004).



Εικόνα 2: The Stakeholder Theory

Πηγή: (Abdullah & Valentine, 2009)

Ωστόσο, το βασικότερο πρόβλημα που εντοπίζεται στο υπόδειγμά αυτό έγκειται στη δυσκολία να οριστούν οι τρόποι με τους οποίους θα ικανοποιηθούν τα συμφέροντα όλων των ενδιαφερομένων ταυτόχρονα. Δεν υπάρχουν, δηλαδή, προκαθορισμένες διαδικασίες ή προκαθορισμένα “τέλεια συμβόλαια” που να ικανοποιούν ταυτόχρονα το πλήθος των ενδιαφερομένων μερών.

1.5.3. Managerial Hegemony Theory

Η θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης σχετίζεται με τη θεωρία του Berle and Means (1932) που υποστηρίζει ότι αν και οι μέτοχοι μπορούν νόμιμα να κατέχουν και να ελέγχουν μεγάλες εταιρείες, δεν τις ελέγχουν πλέον αποτελεσματικά. Ο έλεγχος μεταβιβάστηκε σε μια νέα επαγγελματική διευθυντική τάξη. Ο Macé (1971) στη μελέτη του για τους Αμερικανούς διευθυντές κατέληξε στο συμπέρασμα ότι τα συμβούλια δεν εμπλέκονται στη στρατηγική εκτός από τις κρίσεις και ότι ο έλεγχος βασίστηκε στον πρόεδρο (γενικό διευθυντή) και όχι στον διοικητικό συμβούλιο. Ο Herman (1981) κατέληξε σε παρόμοια συμπεράσματα, αλλά ισχυρίστηκε ότι η

διαχειριστική εξουσία ήταν πάντα στο πλαίσιο διαφόρων περιορισμών και της λανθάνουσας δύναμης των ενδιαφερομένων, όπως τα εξωτερικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Σε μια άλλη μελέτη, οι Lorsch και MacIver (1989) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι παρόλο που η λειτουργία των συμβουλίων έχει βελτιωθεί μετά τη μελέτη του Mace, οι επιδόσεις τους αφήνουν πολύ περιθώρια βελτίωσης. Όπως και ο Mace διακρίνονται μεταξύ των συμβουλίων σε κανονικές περιόδους και κατά τη διάρκεια κρίσεων, και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι κατά τη διάρκεια κανονικών συνθηκών η δύναμη παραμένει συνήθως στον γενικό διευθυντή. Η λειτουργία του είναι ουσιαστικά συμβολική για να δώσει νομιμότητα στις διαχειριστικές ενέργειες.

Με λίγα λόγια, η θεωρία αυτή έχει να κάνει με την απαλοιφή των μεθόδων, των δομών οργάνωσης, των δομών ελέγχου και εποπτείας των επιχειρήσεων. Σε αυτή την περίπτωση, απαλείφεται το πρόβλημα εντολέα-εντολοδόχου, αφού δεν είναι δυνατόν να υπάρξει ευθυγράμμιση των συμφερόντων των μετόχων και των στελεχών. Αντίθετα με το Stakeholder's model, η θεωρία της ηγεμονίας υποστηρίζει, ότι εντός των πλαισίων της επιχείρησης, υπερισχύουν τα συμφέροντα μόνο μίας ομάδας ενδιαφερομένων. Η ομάδα αυτή, έχει και τα περισσότερα πλεονεκτήματα σε σχέση με τους υπόλοιπους ενδιαφερόμενους. Έχει καλύτερη πληροφόρηση αναφορικά με τη δράση της επιχείρησης ή ακόμη συμμετέχει πιο ενεργά στη διοίκηση της επιχείρησης.

Η θεωρία της ηγεμονίας δεν είχε μεγάλη απήχηση, ούτε επηρέασε ιδιαίτερα την ανάπτυξη της εταιρικής διακυβέρνησης για πολλούς λόγους. Πρώτον, διατυπώνει μία πολύ ισχυρή σύγκρουση μεταξύ δύο βασικών θεωριών της εταιρικής διακυβέρνησης, πιο συγκεκριμένα της θεωρία της αντιπροσώπευσης και το Stakeholder theory. Δεύτερον, συγκρίθηκε εντονότατα, με την θεωρία της αντιπροσώπευσης, με την οποία είχε αρκετές ομοιότητες. Τέλος, διότι εστίασε περισσότερο στα αποτελέσματα των σχέσεων και όχι στις ίδιες τις σχέσεις (Λαζαρίδης & Δρυμπέτας, 2011).

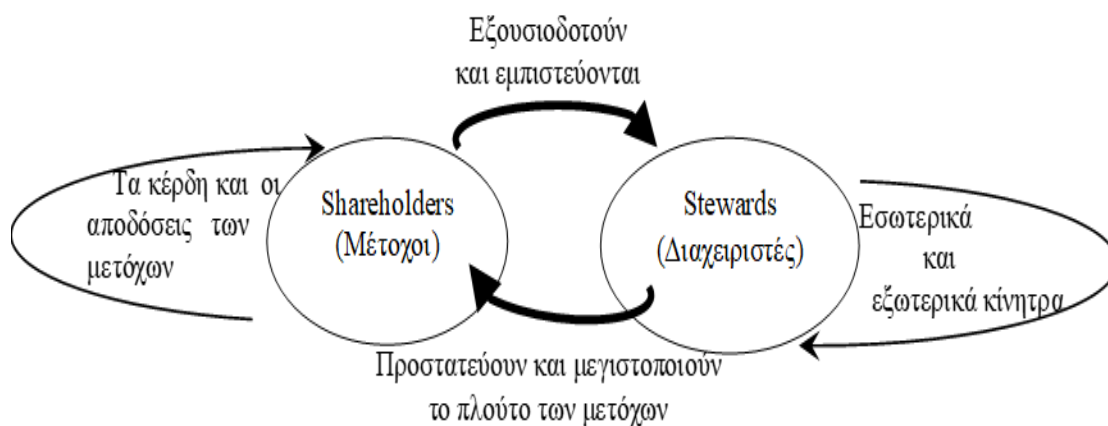
Λαμβάνοντας υπόψη το γεγονός της υψηλής ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης και της δομής των Διοικητικών Συμβουλίων, τα στελέχη έχουν πολύ μικρά περιθώρια ελέγχου και άσκησης πραγματικής εξουσίας (λήψης αποφάσεων) και συνεπώς ο ρόλος τους στη διαμόρφωση της στρατηγικής και του τρόπου διακυβέρνησης της εταιρείας είναι σχετικά μικρός. Για αυτούς τους λόγους μπορεί να υποθέσουμε ότι η θεωρία της ηγεμονίας των στελεχών στην Ελλάδα δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι επαληθεύεται.

1.5.4. Stewardship Theory

Η θεωρία της επιτροπείας - επιμελητείας έχει τις ρίζες της από την ψυχολογία και την κοινωνιολογία και ορίζεται από τους Davis, Schoorman & Donaldson (1997) ως εξής: ένας διαχειριστής προστατεύει και μεγιστοποιεί τον πλούτο των μετόχων μέσω σταθερών επιδόσεων, διότι με τον τρόπο αυτό μεγιστοποιούνται οι λειτουργίες χρησιμότητας του διαχειριστή. Σε αυτή την προοπτική, οι διευθυντές είναι στελέχη επιχειρήσεων και διευθυντικά στελέχη που εργάζονται για τους μετόχους, προστατεύουν και αποκομίζουν κέρδη για τους μετόχους (Βλ. εικόνα 3). Σε αντίθεση με τη θεωρία αντιπροσώπευσης δε λαμβάνει υπόψιν τυχόν ιδιοτελείς συμπεριφορές για την ικανοποίηση ατομικών συμφερόντων τόσο από τους ιδιοκτήτες όσο και από τους διαχειριστές μμιας επιχείρησης, αλλά οι διαχειριστές επιδιώκουν να ικανοποιήσουν και να επιτύχουν μη οικονομικούς σκοπούς όπως το να ικανοποιήσουν την αίσθηση του καθήκοντος, να έχουν μια καλή φήμη, ένα αίσθημα ικανοποίησης από το έργο και τη δουλειά που επιτελούν και υιοθετούν αλτρουιστικές συμπεριφορές. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι διευθυντές να κάνουν καλά τη δουλειά τους, να μεγιστοποιούν τα κέρδη των επιχειρήσεων και να επιτυγχάνουν μια ικανοποιητική απόδοση για τους μετόχους. Η θεωρία της επιτροπείας αναγνωρίζει τη σημασία των δομών που ενδυναμώνουν τον διαχειριστή και προσφέρουν μέγιστη αυτονομία βασισμένη στην εμπιστοσύνη (Donaldson & Davis, 1991). Υπογραμμίζει τη θέση των εργαζομένων ή των στελεχών να ενεργούν πιο αυτόνομα, ώστε να μεγιστοποιούνται οι αποδόσεις των μετόχων. Πράγματι, αυτό μπορεί να ελαχιστοποιήσει το κόστος για την παρακολούθηση και τον έλεγχο των συμπεριφορών (Davis et al, 1997).

Από την άλλη πλευρά, οι Daily, Dalton & Cannella (2003) ισχυρίστηκαν ότι για να προστατεύσουν τη φήμη τους ως διαχειριστές, τα στελέχη και οι διευθυντές τείνουν να εκμεταλλεύονται την επιχείρηση για να μεγιστοποιήσουν τις οικονομικές επιδόσεις καθώς και τα κέρδη των μετόχων. Με αυτή την έννοια, πιστεύεται ότι η απόδοση της επιχείρησης μπορεί να επηρεάσει άμεσα τις αντιλήψεις της ατομικής απόδοσής τους. Πράγματι, ο Fama (1980) υποστηρίζει ότι τα στελέχη και οι διευθυντές διαχειρίζονται επίσης τη σταδιοδρομία τους προκειμένου να θεωρηθούν αποτελεσματικοί διαχειριστές, ενώ οι Shleifer και Vishny (1997) επιμένουν ότι οι διαχειριστές επιστρέφουν τη απόδοση στους επενδυτές για να αποκτήσουν καλή φήμη που μπορούν να εισέλθουν ξανά στην αγορά για μελλοντική εργασία. Επιπλέον, η θεωρία της επιτροπείας- επιμελητείας προτείνει την ενοποίηση του ρόλου του Διευθύνοντος

Συμβούλου και του Προέδρου, ώστε να μειωθεί το κόστος της διοργάνωσης και να διαδραματίσει μεγαλύτερο ρόλο ως διαχειριστές του οργανισμού. Έχει βρεθεί εμπειρικά ότι οι αποδόσεις έχουν βελτιωθεί με το να συνδυάζονται αμφότερες αυτές οι θεωρίες παρά να διαχωρίζονται (Donaldson & Davis, 1991).



Εικόνα 3: The Stewardship Theory

Πηγή: (Abdullah & Valentine, 2009; Yusoff & Alhaji, 2012)

Μεταξύ των διάφορων θεωριών που συζητήθηκαν, η θεωρία της αντιπροσώπευσης ήταν η πιο δημοφιλής και έλαβε μεγάλη και πολυάριθμη προσοχή από τους ακαδημαϊκούς (Jensen & Meckling, 1976· Fama & Jensen, 1983). Επίσης, παρείχε τη βάση για τα πρότυπα διακυβέρνησης, τους κώδικες και τις αρχές που έχουν αναπτύξει πολλά ιδρύματα OECD, (1999, 2004, 2015) και ICGN, (1999). Ωστόσο, οι παρούσες θεωρίες εταιρικής διακυβέρνησης δεν μπορούν να εξηγήσουν πλήρως την πολυπλοκότητα και την ετερογένεια των επιχειρήσεων. Για αυτό το λόγο μια αποτελεσματική και καλή εταιρική διακυβέρνηση δεν μπορεί να εξηγηθεί από μια θεωρία, αλλά είναι καλύτερο να συνδυάσουμε μια ποικιλία θεωριών, αντιμετωπίζοντας όχι μόνο τις κοινωνικές σχέσεις, αλλά και τονίζοντας τους κανόνες και τη νομοθεσία και την αυστηρότερη εφαρμογή των βέλτιστων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης (Abdullah & Valentine, 2009).

Κεφάλαιο 2: Βιβλιογραφική επισκόπηση

2.1. Εταιρική απόδοση και η εταιρική διακυβέρνηση

Η πλειοψηφία της εμπειρικής έρευνας έχει επικεντρωθεί στην κατανόηση της σχέσης μεταξύ των συγκεκριμένων μεταβλητών εταιρικής διακυβέρνησης και της απόδοσης της επιχείρησης (Gupta, Kennedy, & Weaver, 2009). Σημαντικές, μεταξύ αυτών των μεταβλητών είναι οι εξής: η συγκέντρωση ιδιοκτησίας, η παρακολούθηση διαχειριστών/ στελεχών μέσω μισθολογικής αποζημίωσης, τα μπόνους, τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών. Επίσης, ένας άλλος βασικός παράγοντας που αναφέρεται στην βιβλιογραφία ότι μπορεί να επηρεάσει την κερδοφορία των επιχειρήσεων αποτελεί η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου (board composition), το οποίο περιλαμβάνει παράγοντες όπως είναι το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου (board size), ο αριθμός των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών (number of independent directors), η ύπαρξη γυναικών (women existence) και αν ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου διατηρεί και την θέση του Διευθύνοντος Συμβούλου κ.λπ.,. Το Διοικητικό Συμβούλιο παίζει σημαντικό ρόλο στην διακυβέρνηση των επιχειρήσεων, καθώς είναι υπεύθυνο για την παρακολούθηση της ποιότητας των πληροφοριών που περιέχονται στις λογιστικές καταστάσεις, ελέγχει την συμπεριφορά των αντιπροσώπων έτσι ώστε να εξασφαλίσουν ότι οι πράξεις τους ευθυγραμμίζονται με τα συμφέροντα των μετόχων, των επενδυτών και των λοιπών ενδιαφερόμενων μερών που σχετίζονται με την επιχείρηση. Σύμφωνα με τους Maher και Andersson (2000), τα αποτελέσματα αυτών των μελετών διαφέρουν από χώρα σε χώρα.

Επομένως, στην βιβλιογραφία οι απόψεις για την επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στην εταιρική απόδοση (firm performance) ποικίλουν. Ένα μέρος της σχετικής βιβλιογραφίας υποστηρίζει τη θετική επίδραση διαφόρων μέτρων εταιρικής διακυβέρνησης στην απόδοση των επιχειρήσεων όπως οι Gompers et al, (2003)· Larcker et al, (2007) κ.λπ.,. Αντίθετα, άλλες μελέτες όπως του Hutchinson (2002) και Ferreira & Laux (2007) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και της αξίας της επιχείρησης, ενώ άλλοι υποστηρίζουν την έλλειψη σημαντικών σχέσεων μεταξύ μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης και εταιρικής απόδοσης Gupta et al (2009). Στη συνέχεια της εργασίας οι παράγοντες αυτοί αναλύονται λεπτομερώς.

2.2. Το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου

Το διοικητικό συμβούλιο θεωρείται ότι αποτελεί τη ραχοκοκαλιά της εταιρικής διακυβέρνησης, δεδομένου ότι ένα αποτελεσματικό Δ.Σ. ενισχύει την υγιή εταιρική διακυβέρνηση. Σύμφωνα με τον Tricker (2012) οι περισσότερες από τις βασικές επιχειρηματικές αποτυχίες και οικονομικά σκάνδαλα οφείλονται στο πρόβλημα αντιπροσώπευσης λόγω των αναποτελεσματικών διοικητικών συμβουλίων. Το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου φαίνεται να διαφέρει από χώρα σε χώρα για αυτό το λόγο οι απόψεις για την επίδραση του μεγέθους του Διοικητικού Συμβουλίου στη βιβλιογραφία ποικίλουν. Τα αμφιλεγόμενα ευρήματα, δείχνουν ότι οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης παρουσιάζουν διαφορετικές μορφές επιρροής ανάλογα με τις χώρες και το κανονιστικό πλαίσιο. Μεγάλο μέρος των ερευνών υποστηρίζουν ότι τα μεγάλα συμβούλια τείνουν να είναι λιγότερο αποτελεσματικά, οπότε και η αποδοτικότητα της επιχείρησης είναι μειωμένη. Οι Lipton και Lorsch, (1992) και ο Jensen (1993) επικρίνουν τις επιδόσεις των μεγάλων διοικητικών συμβουλίων. Συγκεκριμένα, αναφέρουν τα εξής προβλήματα (1) το περιορισμό στην εκπλήρωση των κύριων λειτουργιών του διοικητικού συμβουλίου, (2) την έλλειψη συνοχής και (3) τις ιδιαίτερες δυσκολίες επικοινωνίας και συντονισμού μεταξύ των μελών του Δ.Σ.,. Άλλοι ερευνητές που διαπίστωσαν ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της απόδοσης της επιχείρησης είναι οι Yermack, 1996 · Eisenberg, Sundgren & Wells, 1998· Guest, 2009· Afrifa & Taurigana, 2015· Arora & Sharma, 2016.

Από την άλλη πλευρά, άλλες μελέτες υποστηρίζουν ότι τα μεγαλύτερα συμβούλια μπορούν να βελτιώσουν την απόδοση των επιχειρήσεων αυξάνοντας τον αριθμό των μελών που παρέχουν συμβουλές στους διαχειριστές και επιτρέποντας την αποτελεσματικότερη εποπτεία της διαχείρισης, την αύξηση της ποιότητας της πληροφόρησης και να αποφεύγουν την σπάταλη των πόρων της επιχείρησής (Dalton et al, 1998). Επίσης, μια άλλη ομάδα ερευνητών υποστηρίζουν με εμπειρικά στοιχεία ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής απόδοσης όπως οι Nicholson & Kiel , 2003· Najjarn, 2012.

Τέλος, ορισμένες μελέτες δεν βρήκαν στοιχεία που να υποστηρίζουν τη σημαντική επίδραση του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου στην απόδοση (Ferrer & Bandelipe 2012· Wintoki, Linck & Netter, 2012· Garba & Abubakar, 2014). Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, η πρώτη μας μηδενική υπόθεση είναι:

H1: Υπάρχει θετική σχέση μεταξύ μεγέθους διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής αποδοτικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων.

2.3. Ανεξαρτησία του Διοικητικού Συμβουλίου

Σύμφωνα με μελέτες το πιο συζητημένο ζήτημα σχετικά με τα διοικητικά συμβούλια είναι κατά πόσο η ύπαρξη ανεξάρτητων μελών στη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου έχει θετικό ή αρνητικό αντίκτυπο στην απόδοση της επιχείρησης. Σύμφωνα με την ελληνική νομοθεσία Ν.3016/2002 περί Εταιρικής Διακυβέρνησης εισηγμένων εταιριών, το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να αποτελείται τουλάχιστον κατά το ένα τρίτο από μη εκτελεστικά μέλη και να συμπεριλαμβάνει τουλάχιστον 2 ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη (ΕΣΕΒ, 2013). Οι John και Senbet (1998) υποστηρίζουν ότι τα διοικητικά συμβούλια είναι περισσότερο ανεξάρτητα όταν η αναλογία των εξωτερικών μελών τους αυξάνεται. Η βιβλιογραφία σχετικά με την ανεξαρτησία και την απόδοση της επιχείρησης έδειξε μικτά αποτελέσματα, είτε θετική / αρνητική είτε καμία σχέση με την απόδοση της επιχείρησης.

Πολλές μελέτες υποδεικνύουν ότι τα μη εκτελεστικά μέλη (ανεξάρτητοί) έχουν θετικό αντίκτυπο και διαπιστώνουν ότι τα συμβούλια που κυριαρχούνται από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη είναι πιο πιθανό να ενεργούν με γνώμονα τα συμφέροντα των μετόχων και ότι τα πιο ανεξάρτητα συμβούλια βελτιώνουν τις επιδόσεις τους μέσω καλύτερης παρακολούθησης της διοίκησης. Στα παραδείγματα περιλαμβάνονται οι Baysinger & Butler, 1985· Mashayekhi & Bazaz 2008· Jackling & Johl 2009· Bhagat & Bolton, 2013.

Αντιθέτως, μια άλλη πτυχή της βιβλιογραφίας υποστηρίζει ότι τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη επηρεάζουν αρνητικά την απόδοση της επιχείρησης, όπως οι Kumar & Singh (2012) και Arora & Sharma (2016).

Τέλος, ένα άλλο ρεύμα της βιβλιογραφίας δεν έχει βρει σύνδεση μεταξύ των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών και απόδοσης της επιχείρησης. Διάφοροι ερευνητές δεν έχουν καμία σχέση μεταξύ του ποσοστού των εξωτερικών διευθυντών και των διαφόρων μέτρων επιδόσεων. Άλλοι ερευνητές που υποστηρίζουν αυτή τη άποψη είναι οι Rodriguez-Fernandez, Fernandez-Alonso & Rodriguez-Rodriguez (2014), και ο Azeez (2015). Συνεπώς, παρουσιάζεται η ακόλουθη μηδενική υπόθεση:

H2: Η ύπαρξη των ανεξάρτητων μη-εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο συνδέεται θετικά με την εταιρική αποδοτικότητα.

2.4. Διττός ρόλος του Προέδρου και του Διευθύνοντος Συμβούλου

Η δυαδικότητα ή αλλιώς η ταύτιση των δύο ρόλων αφορά την περίπτωση όπου ο πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου (Chairman) της εταιρίας και ο Διευθύνων Σύμβουλος (CEO) είναι το ίδιο πρόσωπο. Ο Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης (Ε.Κ.Ε.Δ.) δεν προτείνει ρητά το διαχωρισμό του ρόλου του Διευθύνοντος Συμβούλου από αυτόν του Προέδρου, όπως συμβαίνει με πολλούς άλλους κώδικες (π.χ: Cadbury Report, 1992) και συστήματα διακυβέρνησης στην Ευρώπη (Ε.Σ.Ε.Δ., 2013). Ωστόσο, στην περίπτωση που ο Πρόεδρος είναι και Διευθύνων Σύμβουλος, ο κώδικας προτείνει το διορισμό ανεξάρτητου Αντιπροέδρου, προκειμένου να συμβάλει κι αυτός στην ανεξαρτησία της λειτουργίας του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας.

Η δυαδικότητα των CEOs έχει προξενήσει το ενδιαφέρον πολλών ερευνητών καθώς θεωρείται ότι έχει σημαντικές επιπτώσεις στην απόδοση. Διαφορετικά θεωρητικά επιχειρήματα έχουν χρησιμοποιηθεί είτε για την υποστήριξη είτε για την αμφισβήτηση της δυαδικότητας των CEOs. Με βάση τη θεωρία αντιπροσώπευσης (agency theory) ο Jensen, (1993) υποστηρίζει ότι η δυαδικότητα του Διευθύνοντος Συμβούλου μειώνει τον ρόλο εποπτείας του διοικητικού συμβουλίου στον εκτελεστικό διευθυντή και αυτό με τη σειρά του μπορεί να έχει αρνητικές επιπτώσεις στην εταιρική απόδοση. Επίσης, η έλλειψη διάκρισης αυτών των ρόλων έχει ως συνέπεια τη σύγκρουση συμφερόντων, καθώς ο ελεγχόμενος και ο ελεγκτής είναι το ίδιο πρόσωπο. Από την άλλη πλευρά, η stewardship theory υπογραμμίζει ότι η δυαδικότητα θα μπορούσε να βελτιώσει την εταιρική απόδοση, δεδομένου ότι παρέχει στην επιχείρηση έναν διευθύνοντα σύμβουλο και έναν πρόεδρο που έχει τη γνώση και την εμπειρία για να λαμβάνει εγκαίρως τις καλύτερες αποφάσεις (Donaldson & Davis, 1991). Άλλοι ερευνητές υποδεικνύουν ότι δεν υπάρχει μία βέλτιστη δομή ηγεσίας, καθώς τόσο η δυαδικότητα όσο και οι προοπτικές διαχωρισμού έχουν συναφές κόστος και οφέλη.

Μέχρι σήμερα, υπάρχουν αντικρουόμενα εμπειρικά στοιχεία σχετικά με την δυαδικότητα. Μια ομάδα ερευνητών βρήκαν θετική συσχέτιση μεταξύ της δυαδικότητας των CEOs και της εταιρικής αποδοτικότητας (Donaldson & Davis, 1991· Peng, Zhang & Li, 2007· Yu, 2008· Gill & Mathur, 2011· Yang & Zhao, 2014· Azeez, 2015).

Αντίθετα, οι Abdullah, 2004· Chen, Cherung, Stouraitis & Wong, 2005· Doğan, Elitaş, Ağca & Ögel, 2013, με τις μελέτες τους έδειξαν ότι η δυαδικότητα έχει αρνητικό αντίκτυπο στην εταιρική απόδοση και συμβάλλει στην μείωση της αποτελεσματικότητας του διοικητικού συμβουλίου, σύμφωνα με την agency theory.

Τέλος, δεν διαπιστώθηκε σημαντική σχέση μεταξύ της δυαδικότητας και της απόδοσης της εταιρείας από τους Yu, 2008· Jackling & Johl, 2009· Arora & Sharma, 2016. Επομένως, ακολουθώντας την παραπάνω ανάλυση, η επόμενη μηδενική μας υπόθεση είναι η εξής:

H3: Υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ της δυαδικότητας των CEOs και της εταιρικής αποδοτικότητας.

2.5. Η Ύπαρξη Γυναικών σε Διοικητικά Συμβούλια

Η ποικιλομορφία του διοικητικού συμβουλίου ή η συνύπαρξη ανδρών και γυναικών διαφορετικών εθνικοτήτων, φυλών, θρησκειών και ηλικιών στο διοικητικό συμβούλιο είναι ένα πολυσυζητημένο θέμα στον σημερινό εταιρικό κόσμο. Η ποικιλομορφία των φύλων στην αίθουσα συνεδριάσεων αναφέρεται στην παρουσία γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο και αποτελεί σημαντική πτυχή της ποικιλομορφίας των συμβουλίων.

Διάφοροι ερευνητές προσπάθησαν να μετρήσουν τα οφέλη από την ποικιλομορφία των φύλων και ειδικότερα τα οφέλη από ένα μεγαλύτερο αριθμό γυναικών στα διοικητικά συμβούλια. Σύμφωνα με τους (Kramaric, Aleksic, & Pejic-Bach, 2018) τα διάφορα επιχειρήματα σχετικά με την ποικιλομορφία των φύλων και την επακόλουθη επίδρασή τους στην εταιρική απόδοση μπορούν να συνοψιστούν στα εξής: 1) αυξημένη ποικιλία απόψεων στην αίθουσα συνεδριάσεων που τελικά οδηγεί σε ετερογένεια ιδεών, αυξημένη δημιουργικότητα και καινοτομία 2) Βελτίωση της ποιότητας της λήψης αποφάσεων καθώς η ποικιλομορφία επηρεάζει την επίλυση προβλημάτων και τη λήψη αποφάσεων, καθώς ποικίλλουν οι προοπτικές και οι εναλλακτικές λύσεις που παρέχονται 3) η ποικιλομορφία των φύλων θα μπορούσε να οδηγήσει σε καλύτερη κατανόηση των αγορών που είναι επίσης διαφορετικές όσον αφορά το φύλο, ιδίως καθώς οι γυναίκες είναι καλύτερα προσαρμοσμένες στις ανάγκες των πελατών 4) βοηθά στην βελτίωση της φήμης μιας επιχείρησης.

Υπάρχουν μικτά εμπειρικά στοιχεία σχετικά με τον αντίκτυπο των γυναικών στην εταιρική απόδοση. Για παράδειγμα, οι Carter, Simkins, & Simpson, 2003· Smith, Smith & Verner, 2006· Mínguez-Vera & López-Martínez, 2010· Terjesen, Barbosa- Couto & Morais – Francisco, 2015· Reguera-Alvarado, de Fuentes & Laffarga, 2015· Abdullah, Ismail & Nachum, 2016 και Assenga, Aly & Hussainey (2018) βρήκαν μια θετική σχέση μεταξύ της ύπαρξης των γυναικών στα διοικητικά συμβούλια και της απόδοσης της επιχείρησης.

Αντιθέτως, οι Adams & Ferreira (2009) και Ahern & Dittmar (2012) διαπίστωσαν αρνητική σχέση μεταξύ της ύπαρξης των γυναικών στα διοικητικά συμβούλια και της απόδοσης της επιχείρησης.

Ωστόσο, υπάρχουν και άλλες μελέτες που δεν βρίσκουν καμία σχέση, όπως οι Randøy, Thomsen & Oxelheim (2006) και Carter et al (2010). Αυτά τα ετερογενή αποτελέσματα μπορεί να εξαρτώνται από τις διαφορές μεταξύ των μελετών και στις δύο μεθοδολογίες και στους παραμέτρους που εμπλέκονται, όπως η χρονική περίοδος ή η χώρα που αναλύεται. Συνεπώς προτείνεται η ακόλουθη μηδενική υπόθεση που θα εξετάζουμε:

H4: Η ύπαρξη των γυναικών στα διοικητικά συμβούλια θα έχει θετική επίδραση στην απόδοση των ελληνικών επιχειρήσεων.

2.6. Αριθμός Συνεδριάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου

Σύμφωνα με τους Lipton & Lorsch (1992), και Jensen (1993) ένα άλλο σημαντικό μέτρο για την παρακολούθηση της αποτελεσματικότητας των εταιρικών διοικητικών συμβουλίων είναι η συχνότητα των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου.

Ωστόσο, υπάρχουν μικτές θεωρητικές απόψεις ως προς το αποτέλεσμα των συνεδριάσεων του Δ.Σ. σχετικά με τις εταιρικές επιδόσεις. Μια θεωρητική πρόταση είναι ότι η συχνότητα των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου μετράει την ποιότητα ή την αποτελεσματικότητα της παρακολούθησής της διοίκησης. Μια υψηλότερη συχνότητα συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου μπορεί να οδηγήσει σε υψηλότερη ποιότητα της εποπτείας των διευθυντικών στελεχών και συνεπώς να επηρεάσει θετικά την εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση (Ntim, 2009). Επίσης, έχει υποστηριχθεί ότι οι τακτικές συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου

επιτρέπουν στους διευθυντές περισσότερο χρόνο για να καθορίσουν την στρατηγική της εταιρείας και να εκτιμήσουν τις επιδόσεις των διευθυντών. Αυτό μπορεί να βοηθήσει τους διευθυντές να παραμείνουν ενημερωμένοι για τις σημαντικές εξελίξεις στο εσωτερικό της επιχείρησης και να τους τοποθετήσουν έτσι σε καλύτερη θέση για να αντιμετωπίσουν έγκαιρα τα διάφορα προβλήματα (Mangena, Tauringana, & Chamisa, 2012).

Μια αντίθετη θεωρητική άποψη είναι ότι οι συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου δεν είναι αναγκαστικά ωφέλιμες για τους μετόχους, διότι, ο περιορισμένος χρόνος που οι διευθυντές ξοδεύουν μαζί δεν χρησιμοποιείται για την ουσιαστική ανταλλαγή ιδεών μεταξύ τους. Αντ' αυτού, τα καθήκοντα ρουτίνας, όπως η παρουσίαση των εκθέσεων διαχείρισης, απορροφούν μεγάλο μέρος των συναντήσεων, γεγονός που μειώνει τον χρόνο που τα μέλη θα πρέπει να παρακολουθούν αποτελεσματικά τη διαχείριση (Lipton & Lorsch, 1992). Επιπλέον, οι συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου είναι δαπανηρές υπό τη μορφή χρόνου, ταξιδιωτικών εξόδων, και αμοιβών διευθυντών που μπορούν να επηρεάσουν αρνητικά την εταιρική απόδοση.

Τα επιστημονικά άρθρα των Ntim & Osei (2011) και Mangena et al (2012) αναφέρουν μια θετική σχέση μεταξύ της συχνότητας των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής αποδοτικότητας. Ενώ οι Rodriguez – Fernandez et al (2014) και Johl, Kaur & Cooperis (2015) διαπίστωσαν αρνητική σχέση μεταξύ της συχνότητας των συνεδριάσεων του Δ.Σ. και της εταιρικής αποδοτικότητας για τις εισηγμένες εταιρείες στην Ισπανία και στην Μαλαισία αντίστοιχα.

Ωστόσο, δεδομένων των συγκρουόμενων διεθνών εμπειρικών στοιχείων, προβλέπουμε μια στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής αποδοτικότητας, χωρίς να προσδιοριστεί η κατεύθυνση του συντελεστή ως εξής:

H5: Υπάρχει είτε στατιστικά σημαντική αρνητική ή είτε θετική σχέση μεταξύ της συχνότητας των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής αποδοτικότητας.

Κεφάλαιο 3: Σχεδιασμός έρευνας

3.1. Επιλογή δείγματος

Το δείγμα αποτελείται από 106 ελληνικές επιχειρήσεις (βλ. παράρτημα 1) που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Αθήνας, για τα οικονομικά έτη 2013-2017. Σύμφωνα με προηγούμενες μελέτες, οι τράπεζες και οι χρηματοοικονομικές εταιρείες αποκλείονται από το δείγμα λόγω του ότι η τήρηση των μηχανισμών διακυβέρνησης είναι υποχρεωτική για τις τράπεζες και τις εταιρείες χρηματοδότησης, ενώ για άλλες εταιρείες είναι εθελοντική με αρκετούς υποχρεωτικούς κανόνες. Επομένως, για να προστατευθεί η συνοχή των συνθηκών υπό τις οποίες διεξάγεται η έρευνα, οι εταιρείες από τον τραπεζικό και χρηματοπιστωτικό τομέα αγνοούνται από το δείγμα. Η συλλογή στοιχείων βασίστηκε στις ετήσιες εκθέσεις των εταιρειών του δείγματος. Οι πληροφορίες σχετικά με τις μεταβλητές διακυβέρνησης ελήφθησαν μέσω των πληροφοριών της Εταιρικής Διακυβέρνησης που παρέχονται σε κάθε ετήσια έκθεση. Τα δεδομένα για εξαρτημένες μεταβλητές όπως τα ROA και ROE συγκεντρώθηκαν μέσω των οικονομικών καταστάσεων κάθε ετήσιας έκθεσης.

3.2. Μεταβλητές

Αυτή η ενότητα παρουσιάζει τις εξαρτημένες, ανεξάρτητες και μεταβλητές ελέγχου που χρησιμοποιούνται στην οικονομετρική μας ανάλυση.

3.2.1. Εξαρτημένες Μεταβλητές

Δεν υπάρχει συναίνεση όσον αφορά την επιλογή ενός κατάλληλου συνόλου εξαρτημένων μεταβλητών που αντιπροσωπεύουν την εταιρική οικονομική απόδοση. Αλλά, οι πιο διαδεδομένοι στην χρηματοοικονομική βιβλιογραφία αποτελούν ο Tobin's Q, Return on Equity (ROE), Return on Asset (ROA). Στην εργασία, επιλέξαμε να χρησιμοποιήσουμε τον δείκτη Tobin's Q, τον ROA και ROE ακολουθώντας προηγούμενες μελέτες που πραγματοποιήθηκαν από τους Gupta et al, 2009· Hermes & Katsigianni, 2011· Heenetigala & Armstrong, 2011 και Doğan et al (2013). Σύμφωνα με τους Ma & Tian (2009) ο δείκτης Tobin's Q έχει το πλεονέκτημα να δείχνει την τρέχουσα αξία της επιχείρησης και δυνητικά την μελλοντική κερδοφορία. Δηλώνει ότι εάν το Tobin's Q (που αντιπροσωπεύει την ισορροπία) είναι μεγαλύτερο από ένα ($q > 1$), οι πρόσθετες επενδύσεις στην επιχείρηση θα είχαν νόημα, διότι τα κέρδη που δημιουργήθηκαν θα υπερέβαιναν το κόστος των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Αν το q είναι μικρότερο από ένα ($q < 1$), η επιχείρηση θα ήταν καλύτερα να πουλήσει τα περιουσιακά της στοιχεία αντί να προσπαθήσει να τα χρησιμοποιήσει.

Η ιδανική κατάσταση είναι όπου το q είναι περίπου ίσο με το ένα (q=1) που δηλώνει ότι η επιχείρηση βρίσκεται σε ισορροπία. Το Tobin's Q είναι ένα μέτρο απόδοσης που βασίζεται στην αγοραία αξία και υπολογίζεται με το παρακάτω τύπο:

Τρόπος υπολογισμού του Tobin's Q

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market Value of Equity} + \text{Total Assets} - \text{Book Value of Equity}}{\text{Total Assets}}$$

Όπου:

Total Assets= Σύνολο του Ενεργητικού

Book Value of Equity= Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων

Market Value of Equity = αριθμός του συνόλου των μετοχών * τιμή της μετοχής την τελευταία μέρα του έτους.

Τρόπος υπολογισμού του ROA και ROE

Επίσης, χρησιμοποιούμε για την μέτρηση της εταιρικής αποδοτικότητας τον αριθμοδείκτη Αποδοτικότητας Επενδύσεων (Συνολικών Κεφαλαίων) και τον αριθμοδείκτη Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (Mashayekhi & Bazaz, 2008). Ο αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Συνολικών Κεφαλαίων υπολογίζεται με το τύπο :

$$\text{ROA} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη μετα Φόρων}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια (\%)}}$$

Ενώ, η απόδοση ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται με το τύπο:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη μετα Φόρων}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (\%)}}$$

3.2.2. Ανεξάρτητες μεταβλητές

Αυτή η εργασία χρησιμοποιεί επτά (7) μεταβλητές εταιρικής διακυβέρνησης ως ανεξάρτητες. Αυτοί είναι οι:

1. **Μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου (BSIZE)**, που περιλαμβάνει το πλήθος των μελών που αποτελεί το Διοικητικό Συμβούλιο.
2. **Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών Μελών (BIND)**. Η μεταβλητή αυτή περιλαμβάνει τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου που πρέπει κατά τη διάρκεια της θητείας τους να μην κατέχουν μετοχές σε ποσοστό μεγαλύτερο του 0.5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας και να μην έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή με συνδεδεμένα με αυτή πρόσωπα (ν.3016/2002).
3. **Αριθμός μη εκτελεστικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο (NONEXEC)**, ορίζετε ως ο συνολικός αριθμός των μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο.
4. **Ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου είναι και ο Διευθύνων Σύμβουλος (CDUALITY)**, πρόκειται για μια ψευδομεταβλητή η οποία παίρνει την τιμή 1 εάν ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου αποτελεί και τον Διευθύνων Σύμβουλο, αλλιώς παίρνει την τιμή 0.
5. **Αριθμός γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο (BFEMAL)**, αντιπροσωπεύει τον αριθμό των γυναικών στα διοικητικά συμβούλια των ελληνικών εταιρειών.
6. **Αριθμός συνεδριάσεων του Διοικητικού συμβουλίου (BMEET)**, αντιπροσωπεύει τον αριθμό των συνεδριάσεων του Δ.Σ., που πραγματοποιήθηκαν κατά το έτος.
7. **BIG4**, πρόκειται για μια ψευδομεταβλητή που ισούται με 1 εάν η εταιρεία ελέγχεται από μια Big4 ελεγκτική εταιρία (DELLOTE, EY, KPMG και PWC), διαφορετικά 0.

3.2.3. Μεταβλητές ελέγχου

Οι τρεις μεταβλητές ελέγχου της εργασίας είναι το Firm size, Firm Age και Leverage.

1. **Μέγεθος της κάθε επιχείρησης (FSIZE)**, προέκυψε από τις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις και εκπροσωπεί το σύνολο του ενεργητικού της κάθε

εταιρείας στο τέλος του οικονομικού έτους. Όσον αφορά το μέγεθος της εταιρείας, οι μεγαλύτερες εταιρείες ενδέχεται να έχουν καλύτερες επιδόσεις επειδή χρησιμοποιούν οικονομίες κλίμακας. Από την άλλη πλευρά, μεγαλύτερες εταιρείες ενδέχεται να είναι αναποτελεσματικές που έχουν ως αποτέλεσμα κακές επιδόσεις.

2. **Ως την ηλικία επιχείρησης (FAGE)**, ορίζουμε την χρονική περίοδο κατά την οποία η εταιρεία αποφάσισε την διαπραγμάτευση των μέτοχων της στο Χρηματιστήριο Αθηνών, και υπολογίζετε ως φυσικός λογάριθμος του αριθμού των ετών που απαριθμούνται στο Χρηματιστήριο.
3. **Όσον αφορά τη μόχλευση (LEV)**, το χρέος μπορεί να επηρεάσει την απόδοση της εταιρείας καθώς μειώνει την ελεύθερη ροή μετρητών (Jensen, 1986). Επίσης, οι εταιρείες υψηλής μόχλευσης παρακολουθούνται στενότερα από τους δανειστές, οι οποίοι είναι πιθανόν να ασκήσουν πίεση στις εταιρείες για να υιοθετήσουν βέλτιστες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης. Η μόχλευση προέκυψε από το τύπο Καθαρός Δανεισμός / Συνολικά Απασχολούμενα Κεφάλαια. Ο καθαρός τραπεζικός δανεισμός υπολογίζεται ως το σύνολο των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων τοκοφόρων δανειακών υποχρεώσεων μείον το σύνολο των ταμειακών διαθεσίμων. Τα συνολικά απασχολούμενα κεφάλαια υπολογίζονται ως το σύνολο του καθαρού δανεισμού πλέον του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων. Στο πίνακα 1 περιγράφονται όλες οι μεταβλητές της εργασίας.

Μεταβλητές	Περιγραφή	Μέτρηση
Εξαρτημένες μεταβλητές		
TOBINQ	Tobin's Q	$\text{Tobin's Q} = (\text{Market Value of Equity} + \text{Total Assets} - \text{Book Value of Equity}) / \text{Total Assets}$
ROA	Απόδοση Συνολικών Κεφαλαίων	Καθαρά Κέρδη μετα Φόρων / Συνολικά Κεφάλαια (%)
ROE	Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων	Καθαρά Κέρδη μετα Φόρων / Ίδια Κεφάλαια (%)
Ανεξάρτητες μεταβλητές		
BSIZE	Μέγεθος Διοικητικού Συμβουλίου	Αριθμός των μελών στο διοικητικό συμβούλιο
BIND	Αριθμός ανεξάρτητων μελών	Αριθμός των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο
NONEXEC	Αριθμός των μη εκτελεστικών μελών	Αριθμός των μη εκτελεστικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο
BFEMAL	Αριθμός των γυναικών	Συνολικός αριθμός γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο
CDUALITY	Δυσαικότητα (CEO duality)	Ισούται με 1 εάν ο Πρόεδρος του ΔΣ είναι ταυτόχρονα και Διευθύνων Σύμβουλος, διαφορετικά 0
BMEET	Board Meeting	Αριθμός των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου
BIG4	Big4	Ψευδομεταβλητής, ισούται με 1 εάν η εταιρεία ελέγχεται από μια Big4 ελεγκτική εταιρία, αλλιώς 0
Μεταβλητές Ελέγχου		
FSIZE	Firm size	Το σύνολο ενεργητικού όπως αναφέρεται στην ετήσια έκθεση
FAGE	Firm age	Ηλικία της επιχείρησης από την ημερομηνία της πρώτης διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο
LEV	Leverage	Καθαρός Δανεισμός / Συνολικά Απασχολούμενα κεφάλαια

Πίνακας 1: Επεξήγηση δεδομένων

3.3. Μοντέλα παλινδρόμησης

Η έρευνα χρησιμοποιεί το μοντέλο πολλαπλής παλινδρόμησης για να εξετάσει τη σχέση μεταξύ των μεταβλητών εταιρικής διακυβέρνησης και της εταιρικής αποδοτικότητας. Αυτή η μέθοδος ανάλυσης υποστηρίζεται από προηγούμενες έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί από τους Mashayekhi & Bazaz, 2008· Johl et al, 2015. Παρακάτω παρουσιάζουμε τα 3 μοντέλα παλινδρόμησης που θα χρησιμοποιήσουμε για τον έλεγχο των μηδενικών μας υποθέσεων H1- H5:

$$\text{TOBINQ} = \beta_0 + \beta_1 * \text{BSIZE}_{i,t} + \beta_2 * \text{BIND}_{i,t} + \beta_3 * \text{NONEXEC}_{i,t} + \beta_4 * \text{BFEMAL} + \beta_5 * \text{CDUALITY}_{i,t} + \beta_6 * \text{BMEET}_{i,t} + \beta_7 * \text{BIG4}_{i,t} + \beta_8 * \text{FSIZE}_{i,t} + \beta_9 * \text{FAGE}_{i,t} + \beta_{10} * \text{LEV}_{i,t} + u_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\text{ROA} = \beta_0 + \beta_1 * \text{BSIZE}_{i,t} + \beta_2 * \text{BIND}_{i,t} + \beta_3 * \text{NONEXEC}_{i,t} + \beta_4 * \text{BFEMAL} + \beta_5 * \text{CDUALITY}_{i,t} + \beta_6 * \text{BMEET}_{i,t} + \beta_7 * \text{BIG4}_{i,t} + \beta_8 * \text{FSIZE}_{i,t} + \beta_9 * \text{FAGE}_{i,t} + \beta_{10} * \text{LEV}_{i,t} + u_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$\text{ROE} = \beta_0 + \beta_1 * \text{BSIZE}_{i,t} + \beta_2 * \text{BIND}_{i,t} + \beta_3 * \text{NONEXEC}_{i,t} + \beta_4 * \text{BFEMAL} + \beta_5 * \text{CDUALITY}_{i,t} + \beta_6 * \text{BMEET}_{i,t} + \beta_7 * \text{BIG4}_{i,t} + \beta_8 * \text{FSIZE}_{i,t} + \beta_9 * \text{FAGE}_{i,t} + \beta_{10} * \text{LEV}_{i,t} + u_i + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

όπου οι δείκτες i δηλώνουν μεμονωμένες εταιρείες και t είναι η χρονική περίοδος ($t = 2013, 2014, \dots, 2017$). Οι παράμετροι β είναι οι εκτιμώμενοι συντελεστές για τη σταθερά και για κάθε ερμηνευτική μεταβλητή που συμπεριλαμβάνεται στα μοντέλα μας. Τέλος, u είναι το "μη παρατηρούμενο σταθερό αποτέλεσμα" για την επιχείρηση i και το ε τα κατάλοιπα. Το συγκεκριμένο μοντέλο ελέγχει τη μη γραμμική σχέση των ανεξάρτητων μεταβλητών με τα επιλεγμένα κριτήρια αξιολόγησης της εταιρικής αποδοτικότητας (TOBINQ, ROA και ROE) και έχει εκτελεστεί με το στατιστικό λογισμικό IBM SPSS Statistics 25.

Κεφάλαιο 4: Αποτελέσματα

4.1. Περιγραφική ανάλυση

DESCRIPTIVE ANALYSIS								
	Number of firms	Number of Observations	Mean	Std. Deviation	Min	Max	Skewness	Kurtosis
TOBINQ	106	530	0,8930	0,37151	0,32	3,23	2,539	10,616
ROA	106	530	-0,0345	0,31530	-3,40	1,71	-5,463	51,326
ROE	106	530	0,0055	0,05961	-0,39	0,41	-0,111	9,808
BSIZE	106	530	8,0226	2,30547	5,00	15,00	0,877	0,120
BIND	106	530	2,4302	1,12197	0,00	8,00	2,327	7,974
NONEXEC	106	530	2,2849	1,95699	0,00	11,00	1,836	4,118
BFEMAL	106	530	1,0547	1,15149	0,00	7,00	1,429	2,863
CDUALITY	106	530	0,4434	0,49726	0,00	1,00	0,229	-1,955
BMEET	106	305	30,2393	27,25908	1,00	310,00	4,348	36,555
BIG4	106	530	0,1811	0,38549	0,00	1,00	1,661	0,760
FSIZE	106	530	6,38E+08	1,97E+09	8,27E+06	1,74E+10	6,008	42,092
FAGE	106	530	21,5849	15,57400	6,00	105,00	3,003	10,233
LEV	106	530	0,3299	0,27906	0,00	1,26	0,467	-0,829

Πίνακας 2: Περιγραφική Στατιστική

Ο Πίνακας 2 παρουσιάζει περιγραφικά τα στατιστικά στοιχεία για τα χαρακτηριστικά εταιρικής διακυβέρνησης και μέτρα σταθερής χρηματοοικονομικής επίδοσης. Αρχικά, παρατηρούμε ότι ο μέσος όρος του TOBINQ είναι 0,8930 ενώ το εύρος του κυμαίνεται από το ελάχιστο που είναι το 0.32 έως το μέγιστο 3.23. Ο μέσος όρος των ROA και ROE είναι -3.45% και 0.55% αντίστοιχα, γεγονός που δείχνει την πτώση που έπληξαν τις ελληνικές επιχειρήσεις λόγω της σοβαρής κρίσης που πλήττει την ελληνική οικονομία από το 2008. Το μέσο Διοικητικό Συμβούλιο αποτελείται από σχεδόν οκτώ (8) μέλη καθώς επίσης, ότι το μικρότερο Διοικητικό Συμβούλιο του δείγματος αποτελείται από πέντε (5) άτομα ενώ το μεγαλύτερο από δεκαπέντε (15), συνεπάγοντας ότι τα συμβούλια των ελληνικών επιχειρήσεων δεν είναι ούτε πολύ μεγάλα ούτε πολύ μικρά. Σύμφωνα με τον Νόμο 3016/2002, ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών θα πρέπει να είναι μεγαλύτερος του 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών. Στον παραπάνω πίνακα, η μεταβλητή του αριθμού των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών έχει εύρος από 0 έως 8 άτομα και μέσο όρο 2,43. Αυτό μας δείχνει ότι οι επιχειρήσεις έχουν

υιοθετήσει τις αρχές της καλής Εταιρικής Διακυβέρνησης με ποσοστό 67,50% των επιχειρήσεων να έχουν το ελάχιστο αριθμό ανεξάρτητων μελών που απαιτεί ο νόμος. Ομοίως, η μεταβλητή NONEXEC δηλαδή ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών έχει μέσο όρο 2,28 και εύρος από 0 έως 11 άτομα. Όσον αφορά την παρουσία των γυναικών στα Διοικητικά Συμβούλια, κατά μέσο όρο υπάρχει μόνο μια γυναίκα στα Δ.Σ. των επιχειρήσεων με μέγιστο αριθμό τις 7. Στα συνολικά δείγματα αυτής της μελέτης, το 55,70 % δεν έχει διττοτητα του CEO, πράγμα που σημαίνει ότι οι περισσότερες από τις εταιρείες έχουν διορίσει ιδιώτες να αναλάβουν ξεχωριστά τους ρόλους του Προέδρου και του Διευθύνοντος Συμβούλου, ενώ το 44,30% των επιχειρήσεων επιλέγουν τα καθήκοντα του Προέδρου του Δ.Σ. και του Διευθύνοντος Συμβούλου να εκτελούνται από το ίδιο πρόσωπο. Ο μέσος όρος των συνεδριάσεων που πραγματοποιεί μια Ελληνική εταιρεία ανά χρήση ανέρχεται σε 30,23 με μέγιστη τιμή το 310. Επιπλέον, παρατηρείται ότι η μειονότητα 18,10% των ελληνικών επιχειρήσεων ελέγχεται από μια Big4 ελεγκτική εταιρεία ενώ το 81,90% των επιχειρήσεων επιλέγει το αντίθετο.

Αναφορικά με τις μεταβλητές ελέγχου, παρατηρείται ότι ο μέσος όρος του FSIZE, δηλαδή του Συνόλου του Ενεργητικού ανέρχεται σε 638,20, παρουσιάζοντας ωστόσο απόκλιση της τάξεως του 1967,7 λόγω του γεγονότος ότι το δείγμα περιέχει παρά πολύ μεγάλες οντότητες καθώς και αρκετά μικρές. Επιπλέον, παρατηρείται ότι ο μέσος όρος ηλικίας των επιχειρήσεων (FAGE) που είναι εισηγμένα στο Χ.Α. ανέρχεται σε 21,58 χρόνια, με μέγιστη τιμή τα 105 χρόνια. Αξίζει να τονίσουμε ότι η μέση τιμή του δείκτη LEV είναι 0.329, που σημαίνει ότι οι εταιρίες δεν εξαρτώνται τόσο πολύ από το δανεισμό για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους.

Τέλος, μελετώντας το δείγμα μας ως προς την ασυμμετρία παρατηρείται ότι σε γενικές γραμμές ο συντελεστής παίρνει θετικές τιμές, λέμε ότι η κατανομή είναι ασύμμετρη δεξιά. Ο συντελεστής κύρτωσης (Kurtosis) παρατηρείται ότι σε γενικές γραμμές παίρνει τιμές μεγαλύτερες του 3, οπότε σε αυτή την περίπτωση λέμε ότι η κατανομή είναι λεπτόκυρτη.

4.2. Συσχέτιση

		Correlations													
		TOBINQ	ROA	ROE	BSIZE	BIND	NONEXEC	BFEMAL	CDUALITY	BMEET	BIG4	FSIZE	FAGE	LEV	
TOBINQ	Pearson Correlation	1													
	Sig. (2-tailed)														
	N	530													
ROA	Pearson Correlation	0,077	1												
	Sig. (2-tailed)	0,078													
	N	530	530												
ROE	Pearson Correlation	,344**	,521**	1											
	Sig. (2-tailed)	0,000	0,000												
	N	530	530	530											
BSIZE	Pearson Correlation	,166**	,119**	,093*	1										
	Sig. (2-tailed)	0,000	0,006	0,032											
	N	530	530	530	530										
BIND	Pearson Correlation	0,043	0,020	0,005	,283**	1									
	Sig. (2-tailed)	0,329	0,646	0,915	0,000										
	N	530	530	530	530	530									
NONEXEC	Pearson Correlation	,252**	0,049	,117**	,594**	-,220**	1								
	Sig. (2-tailed)	0,000	0,260	0,007	0,000	0,000									
	N	530	530	530	530	530	530								
BFEMAL	Pearson Correlation	-,163**	0,032	0,002	0,032	-0,050	-0,048	1							
	Sig. (2-tailed)	0,000	0,461	0,968	0,458	0,246	0,270								
	N	530	530	530	530	530	530	530							
CDUALITY	Pearson Correlation	-0,023	0,065	,088*	-,245**	-0,034	-,115**	,241**	1						
	Sig. (2-tailed)	0,592	0,133	0,043	0,000	0,432	0,008	0,000							
	N	530	530	530	530	530	530	530	530						
BMEET	Pearson Correlation	-,134*	-0,040	-0,058	-0,004	-0,102	0,036	-0,041	0,050	1					
	Sig. (2-tailed)	0,019	0,489	0,309	0,948	0,074	0,528	0,471	0,381						
	N	305	305	305	305	305	305	305	305	305					
BIG4	Pearson Correlation	,290**	0,084	,157**	,376**	,182**	,275**	-,103*	-0,015	-0,039	1				
	Sig. (2-tailed)	0,000	0,053	0,000	0,000	0,000	0,000	0,017	0,723	0,500					
	N	530	530	530	530	530	530	530	530	305	530				
FSIZE	Pearson Correlation	0,052	0,049	0,040	,374**	,205**	,255**	-,089*	0,050	0,002	,319**	1			
	Sig. (2-tailed)	0,234	0,262	0,357	0,000	0,000	0,000	0,040	0,248	0,972	0,000				
	N	530	530	530	530	530	530	530	530	305	530	530			
FAGE	Pearson Correlation	0,084	0,032	-0,047	0,078	,164**	-,128**	0,024	-,258**	-,159**	0,034	0,022	1		
	Sig. (2-tailed)	0,054	0,465	0,279	0,071	0,000	0,003	0,586	0,000	0,005	0,431	0,621			
	N	530	530	530	530	530	530	530	530	305	530	530	530		
LEV	Pearson Correlation	0,067	-,352**	-,391**	-0,025	0,017	-0,022	-,174**	-,115**	-0,073	0,000	0,047	0,037	1	
	Sig. (2-tailed)	0,121	0,000	0,000	0,567	0,689	0,613	0,000	0,008	0,202	1,000	0,281	0,391		
	N	530	530	530	530	530	530	530	530	305	530	530	530	530	

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Πίνακας 3: Συσχέτιση κατά Pearson

Στο Πίνακα 3 παρουσιάζεται η συσχέτιση των υπό εξέταση μεταβλητών, που δείχνει το βαθμό της γραμμικής εξάρτησης που υπάρχει μεταξύ δύο μεταβλητών. Ο έλεγχος γίνεται για να εξετάσουμε αν υπάρχει υψηλή συσχέτιση μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών. Τα αποτελέσματα των συντελεστών συσχέτισης Pearson υποδεικνύουν μια σημαντική και θετική συσχέτιση μεταξύ του TOBINQ (0,166) και του μεγέθους του Διοικητικού Συμβουλίου BSIZE, στο επίπεδο του 1 % (p-value < 0.0001). Παρομοίως οι μεταβλητές ROA (0,119) και ROE (0,093) παρουσιάζουν θετική συσχέτιση με την μεταβλητή BSIZE, στο επίπεδο του 1 % (p-value < 0.0001). Επίσης, θετική συσχέτιση υπάρχει μεταξύ του TOBINQ (0,252), ROE (0,117) και του NONEXEC, στο επίπεδο σημαντικότητας 1 % (p-value < 0.0001). Η συσχέτιση μεταξύ του TOBINQ και BFEMAL είναι αρνητική (-0,163), σημαντική στο επίπεδο του 1 % (p-value < 0.0001). Παρατηρείτε αρνητική συσχέτιση και μεταξύ του ζεύγος TOBINQ και BMEET (-0,134), σημαντική στο επίπεδο 5 % (p-value < 0.0005). Παρατηρούμε ότι, καμία από τις συσχετίσεις δεν ξεπερνά το 0.75 υποδεικνύοντας ότι οι μεταβλητές δεν είναι παρόμοιες και δεν ερμηνεύουν το ίδιο αποτέλεσμα. Οι συσχετισμοί μεταξύ των μεταβλητών ελέγχου υποδηλώνουν επίσης ότι η πολυσυγγραμικότητα δεν πρέπει να αποτελεί πρόβλημα στην ανάλυση πολλαπλής παλινδρόμησης δεδομένου ότι οι τιμές των συντελεστών είναι χαμηλές.

	VIF	1/VIF
BSIZE	3,014	0,332
BIND	1,948	0,513
NONEXEC	2,455	0,407
BFEMAL	1,236	0,809
CDUALITY	1,443	0,693
BMEET	1,047	0,955
BIG4	1,337	0,748
FSIZE	1,317	0,760
FAGE	1,271	0,787
LEV	1,052	0,951
Mean VIF	1,612	

Πίνακας 4: Έλεγχος πολυσυγγραμικότητας

Χρησιμοποιούμε το Συντελεστή Διογκώσεως της Διακυμάνσεως (VIF) για να ελέγξουμε αν το υπόδειγμα μας πάσχει από πολυσυγγραμικότητα. Ο συντελεστής VIF δείχνει την ταχύτητα με την οποία αυξάνεται η διακύμανση ενός εκτιμητή όταν υπάρχει

πολυσυγγραμικότητα. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του VIF και ιδιαίτερα αν $VIF > 10$, τόσο πιο σοβαρό πρόβλημα πολυσυγγραμικότητας υπάρχει, οπότε η αντίστοιχη εξαρτημένη μεταβλητή θα πρέπει να αφαιρεθεί και να γίνει ανάλυση παλινδρόμησης χωρίς αυτήν (Χάλκος, 2011; Δριτσάκη & Δριτσάκη, 2013). Όπως φαίνεται στο Πίνακα 4 μόνο ο συντελεστής VIF των BSIZE και NONEXEC είναι σχετικά υψηλός, η μέση τιμή όμως του VIF των υπόλοιπων ανεξάρτητων μεταβλητών είναι 1,612 και κρίνεται ικανοποιητική.

4.3. Αποτελέσματα παλινδρόμησης χρησιμοποιώντας ως εξαρτημένη μεταβλητή το TOBINQ, ROA και ROE

Regression Results															
Model 1 : TOBINQ						Model 2 : ROA					Model 3 : ROE				
	Unstandardiz ed Coefficients		Standardiz ed Coefficients	t	Sig.	Unstandardiz ed Coefficients		Standardiz ed Coefficients	t	Sig.	Unstandardiz ed Coefficients		Standardiz ed Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			B	Std. Error	Beta			B	Std. Error	Beta		
(Constant)	0,520	0,070		7,455	0,000	-0,066	0,096		-0,691	0,490	-0,010	0,013		-0,788	0,431
BSIZE	0,007	0,010	0,056	0,719	0,473	0,014	0,013	0,095	1,024	0,307	-0,001	0,002	-0,026	-0,312	0,755
BIND	0,025	0,014	0,110	1,751	0,081*	-0,004	0,020	-0,017	-0,229	0,819	0,006	0,003	0,159	2,342	0,020**
NONEXEC	0,047	0,010	0,327	4,635	0,000***	-0,005	0,014	-0,032	-0,383	0,702	0,004	0,002	0,174	2,275	0,024**
BFEMAL	-0,020	0,015	-0,069	-1,374	0,171	-0,005	0,020	-0,014	-0,236	0,814	0,000	0,003	-0,004	-0,081	0,935
CDUALITY	0,069	0,032	0,115	2,122	0,035**	0,074	0,045	0,107	1,660	0,098*	0,022	0,006	0,213	3,643	0,000***
BMEET	-0,001	0,001	-0,116	-2,510	0,013**	-0,001	0,001	-0,056	-1,015	0,311	0,000	0,000	-0,076	-1,523	0,129
BIG4	0,257	0,039	0,342	6,572	0,000***	0,040	0,054	0,046	0,748	0,455	0,018	0,007	0,135	2,389	0,018**
FSIZE	-1,482E-11	0,000	-0,116	-2,247	0,025**	2,478E-12	0,000	0,017	0,274	0,785	-1,282E-12	0,000	-0,057	-1,026	0,306
FAGE	-0,001	0,001	-0,034	-0,672	0,502	0,002	0,001	0,082	1,364	0,173	0,000	0,000	0,049	0,887	0,376
LEV	0,269	0,048	0,260	5,618	0,000***	-0,402	0,066	-0,336	-6,115	0,000***	-0,073	0,009	-0,403	-8,064	0,000***
Adjusted R ² : 0,383 η 38,3%						Adjusted R ² : 0,126 η 12,6%					Adjusted R ² : 0,279 η 27,9%				
F-statistic: 19,855						F-statistic: 5,385					F-statistic: 12,789				
Probability (F-statistic): 0.00						Probability (F-statistic): 0.00					Probability (F-statistic): 0.00				
Observations: 530						Observations: 530					Observations: 530				
Number of firms : 106						Number of firms : 106					Number of firms : 106				

Notes: * Statistically significant at less than the level 0.10; ** statistically significant at less than the level 0.05; *** statistically significant at less than the level 0.001

Πίνακας 5: Αποτελέσματα παλινδρόμησης χρησιμοποιώντας ως εξαρτημένη μεταβλητή το TOBINQ, ROA και ROE

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης περιλαμβάνουν σημαντικά στοιχεία για την εξέταση της αξιοπιστίας των αποτελεσμάτων μας. Στο Πίνακα 5 τα αποτελέσματα της πολλαπλής παλινδρόμησης για το Model 1, δείχνουν ότι υπάρχει σημαντική γραμμική σχέση μεταξύ των μεταβλητών ($F 19,855$ και $p < 0.05$) και Adjusted R^2 : 0,383, δηλαδή το 38,3% της συνολικής διακύμανσης του TOBINQ εξηγείται από τις μεταβλητές: BSIZE, BIND, NONEXEC, BFEMAL, CDUALITY, BMEET, BIG4, FSIZE, FAGE, LEV, με αποτέλεσμα η γραμμική σχέση εξάρτησης να μην είναι πολύ ισχυρή καθώς η τιμή αυτή δεν είναι αρκετά κοντά στην μονάδα. Επίσης, τα αποτελέσματα από τα μοντέλα 2 και 3, δείχνουν ότι υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ των μεταβλητών ($F 5,385$ και $p < 0.05$ και Adjusted R^2 : 0,126), δηλαδή το 12,6% της συνολικής διακύμανσης του ROA και ($F 12,789$ και $p < 0.05$ και Adjusted R^2 : 0,279), δηλαδή το 27,9% της συνολικής διακύμανσης του ROE εξηγείται από τις μεταβλητές που ορίζουμε στο κεφάλαιο 3. Από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης παρατηρούμε ότι κάποιες μεταβλητές έχουν αρνητικό πρόσημο ως προς τις εξαρτημένες μεταβλητές TOBINQ, ROA και ROE. Ενώ, κάποιες άλλες έχουν θετικό πρόσημο ως προς τις εξαρτημένες μεταβλητές. Αυτό σημαίνει ότι έχουν είτε αρνητική, είτε θετική επίδραση στα αποτελέσματα της εξαρτώμενης μεταβλητής, δηλαδή στην εταιρική απόδοση.

Η υπόθεση H1 προτείνει μια θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής απόδοσης μιας επιχείρησης. Από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης στο πίνακα 5 παρατηρούμε ότι το μέγεθος του Δ.Σ. (BSIZE) έχει θετικό πρόσημο ως προς την εξαρτημένη μεταβλητή TOBINQ (t statistic 0,719 και Sig. 0,47 > α) και ROA (t statistic 1,024 και Sig. 0,307 > α), ενώ, ως προς την εξαρτημένη μεταβλητή ROE (t statistic -0,312 και Sig. 0,755 > α) έχει αρνητικό πρόσημο. Ωστόσο, τα αποτελέσματα αυτά δεν είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, 5% και 10%. Συνεπώς, η υπόθεση H1 απορρίπτεται. Τα ευρήματα υποστηρίζουν οι προηγούμενες μελέτες των Ferrer & Banderlipe II, 2012· Wintoki et al, 2012· Garba & Abubakar, 2014. Ωστόσο, τα ευρήματα είναι ασυμβίβαστα με προηγούμενα έργα των Yermack, 1996· Eisenberg et al, 1998· Guest, 2009· Afrifa & Touringana, 2015· Arora & Sharma, 2016.

Από την άλλη πλευρά, ο αριθμός των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών (BIND) και ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών (NONEXEC) του Διοικητικού Συμβουλίου επιδρούν θετικά στο TOBINQ και ROE, αλλά έχουν μια αρνητική ασήμαντη επίδραση στο ROA. Η θετική επίδραση στις εξαρτώμενες μεταβλητές είναι στατιστικά

σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, 5% και 10%. Η υπόθεση H2 υποστηρίζεται. Η σημαντική και θετική σχέση μεταξύ των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών και του μεταβλητή TOBINQ, ROE, υποστηρίζεται και από τα ευρήματα που προέκυψαν από τις προηγούμενες έρευνες των παρακάτω ερευνητών Baysinger & Butler, 1985· Mashayekhi & Bazaz 2008· Jackling & Johl 2009· Bhagat & Bolton, 2013, αλλά είναι διαφορετικά από τα ευρήματα άλλων ερευνητών όπως για παράδειγμα οι Kumar & Singh (2012) και Arora & Sharma (2016) που διαπίστωσαν αρνητική σχέση.

Η υπόθεση H3 προτείνει μια αρνητική σχέση μεταξύ της δυαδικότητας των CEOs και της εταιρικής απόδοσης μιας επιχείρησης. Από τα ευρήματα του μοντέλου 1 διαπιστώνουμε μια θετική και στατιστικά σημαντική σχέση σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, μεταξύ της δυαδικότητας και του TOBINQ με t statistic 2,122 και Sig. 0,035. Από τα ευρήματα του μοντέλου 2, διαπιστώνουμε μια θετική και στατιστικά σημαντική σχέση σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, μεταξύ της δυαδικότητας (CDUALITY) και του ROA με t statistic 1.660 και Sig. 0,098. Επιπρόσθετα, από το μοντέλο 3 προκύπτει μια θετική και στατιστικά σημαντική σχέση σε επίπεδο σημαντικότητας 1% , μεταξύ της δυαδικότητας (CDUALITY) και του ROE με t statistic 3,643 και Sig. 0,000. Συνεπώς, η υπόθεση H3 απορρίπτεται. Το αποτέλεσμα αυτό συνάδει με προηγούμενες μελέτες, όπως για παράδειγμα με τους Yu, 2008· Gill & Mathur, 2011· Yang & Zhao, 2014· Azeez, 2015.

Επίσης, από τον παραπάνω πίνακα της παλινδρόμησης παρατηρούμε ότι η μεταβλητή BFEMAL, η οποία αντιπροσωπεύει την ύπαρξη γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο, έχει αρνητική επίδραση στην εταιρική αποδοτικότητα, που υπολογίζεται από το TOBINQ, ROA και ROE, αλλά δεν είναι στατιστικά σημαντική. Σύμφωνα με τους Minguez-Vera και Lopez-Martinez (2010), συμπεραίνουμε ότι παρόλο που η συμμετοχή τους ενισχύει την καινοτομία και την δημιουργικότητα υπερισχύει η άποψη ότι αποστρέφονται τον κίνδυνο και δεν λαμβάνουν επαγγελματικές αποφάσεις - ρίσκα που μπορούν να οδηγήσουν σε αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Επομένως, η υπόθεση H4 απορρίπτεται. Αυτό το αποτέλεσμα θα μπορούσε να επηρεαστεί από το γεγονός ότι τα περισσότερα συμβούλια με εκπροσώπους γυναίκες είναι εταιρείες με ισχυρούς οικογενειακούς δεσμούς. Τα ευρήματα υποστηρίζουν προηγούμενες μελέτες των Randøy et al (2006) και Carter, D'Souza, Simkins, & Simpson (2010). Παρ'όλα

αυτά, τα αποτελέσματα είναι ασυμβίβαστα με προηγούμενα έργα των Carter et al, 2003· Smith et al, 2006· Minguez-Vera & Lopez-Martinez, 2010· Assenga et al, 2018.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των τριών μοντέλων παλινδρόμησης η μεταβλητή BMEET που αντιπροσωπεύει τον αριθμό των συνεδριάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου είναι στατιστικά σημαντική με t statistic -2,510 και Sig.0,013 σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, όμως έχει αρνητικό πρόσημο. Αυτό σημαίνει ότι έχει αρνητική επίδραση στο TOBINQ, αλλά είναι στατιστικά ασήμαντη να επιδρά στην αποδοτικότητα των συνολικών (ROA) και ιδίων κεφαλαίων (ROE), γεγονός που δείχνει ότι οι συνηθέστερες συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου έχουν αντίστροφη επίπτωση στην απόδοση της επιχείρησης. Η υπόθεση H5 προτείνει είτε αρνητική είτε θετική σχέση μεταξύ της συχνότητας των συνεδριάσεων του Δ.Σ. και της εταιρικής απόδοσης μιας επιχείρησης. Κατ' ακόλουθος, η H5 υποστηρίζεται. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουν και οι Rodriguez - Fernandez et al (2014) και Johl et al (2015).

Επιπλέον, αναφορικά με την μεταβλητή BIG4 παρατηρούμαι ότι ο έλεγχος από μια Big4 ελεγκτική εταιρεία επηρεάζει θετικά και τις τρεις εξαρτημένες μεταβλητές (TOBINQ, ROA και ROE). Αυτό σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις που ελέγχονται από μια τέτοια ελεγκτική εταιρεία λαμβάνουν υψηλότερη αποτίμηση της αγοράς από εκείνες που ελέγχονται από μια άλλη εταιρεία. Η θετική επίδραση στο TOBINQ και ROE είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1% (t statistic 6,572 και Sig.0,000) και 5% (t statistic 2,389 και Sig.0,018) αντίστοιχα. Αυτό το αποτέλεσμα υποστηρίζονται και από τα ευρήματα των DeAngelo, 1981, και Ntim & Osei, 2011, οι οποίοι καθορίζουν ότι η ποιότητα του ελέγχου και η ανεξαρτησία των ελεγκτών συνδέονται θετικά με το μέγεθος της ελεγκτικής εταιρείας.

Αξίζει να αναφερθεί ότι το μέγεθος της επιχείρησης FSIZE έχει αρνητική και σημαντική επίδραση στο TOBINQ (t statistic -2,247 και Sig. 0,025) σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, ενώ έχει θετική και ασήμαντη επίδραση επί του ROA (αρνητική επί του ROE). Από την άλλη, τα ευρήματα δείχνουν ότι η ηλικία της επιχείρησης (FAGE) δεν έχει καμία σημαντική επίδραση επί του TOBINQ, ROA και ROE.

Τέλος, η μόχλευση LEV επιδρά θετικά στο TOBINQ (με t statistic 5,618 και Sig. 0,000) και είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Σύμφωνα με τον Jensen, 1986, αυτό σημαίνει ότι η χρήση του χρέους έχει το πλεονέκτημα να παρακινεί

τους διευθυντές και τις επιχειρήσεις να αυξήσουν την αποτελεσματικότητα και να ενισχύσουν την ικανότητά τους να επιβιώσουν. Ενώ, από τα αποτελέσματα των μοντέλων 2 και 3 προκύπτει ότι η μόχλευση έχει αρνητική επίδραση στο ROA (με t statistic -6,115 και Sig. 0,000) και ROE (με t statistic -8,064 και Sig. 0,000) και είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, υποδηλώνοντας ότι οι επιχειρήσεις με χαμηλή μόχλευση είναι πιθανό να έχουν καλύτερες επιδόσεις.

Συμπεράσματα και προτάσεις για μελλοντική έρευνα

Στόχος της παρούσας εργασίας ήταν να ερευνήσουμε κατά πόσο υπάρχει σχέση μεταξύ των μηχανισμών της Εταιρικής Διακυβέρνησης και της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων, σε ένα δείγμα 106 μη χρηματοοικονομικών ελληνικών επιχειρήσεων με 530 συνολικές παρατηρήσεις, εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών για τα έτη 2013-2017. Σύμφωνα με τις παλινδρομήσεις, μέσω του προγράμματος IBM SPSS Statistics 25 προέκυψαν στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα για τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης τα οποία συνάδουν με τα αποτελέσματα της υπάρχουσας βιβλιογραφίας. Χρησιμοποιώντας 3 δείκτες (TOBINQ, ROA και ROE) για την μέτρηση της αποδοτικότητας και με την βοήθεια των ανεξάρτητων μεταβλητών και μεταβλητών ελέγχου παρουσιάζουμε τα ακόλουθα συμπεράσματα : 1) Δεν υπάρχει σημαντική σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής αποδοτικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων. 2) Η ύπαρξη των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στα Δ.Σ. επιδρά θετικά στο TOBINQ και ROE. 3) Μια θετική σημαντική σχέση προσδιορίστηκε μεταξύ της δυαδικότητας και της απόδοσης της εταιρείας και στα τρία μοντέλα στο τέλος της ανάλυσης. 4) Δεν υπάρχει σημαντική επίδραση μεταξύ της ποικιλομορφίας των φύλων (αναφερόμαστε στις γυναίκες) και της εταιρικής αποδοτικότητας. 5) Επίσης, προσπαθήσαμε να μελετήσουμε κατά πόσο ο αριθμός των συνεδριάσεων που πραγματοποιεί ένα διοικητικό συμβούλιο μέσα σε μια εταιρική χρήση επηρεάζει την εταιρική αποδοτικότητα και καταλήξαμε ότι υπάρχει μια αρνητική σημαντική επίδραση επί του TOBINQ. 6) Επιπλέον, ο έλεγχος από μια Big4 ελεγκτική εταιρία επηρεάζει θετικά το TOBINQ και ROE.

Η εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα ταχέως αναπτυσσόμενο ακαδημαϊκό και ερευνητικό θέμα το οποίο έχει ερευνηθεί από διάφορους ερευνητές ανά το κόσμο. Ωστόσο, υπάρχουν και άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν την επίδοση μια εταιρείας, αλλά δεν χρησιμοποιούνται στη μελέτη αυτή για τον έλεγχο των μοντέλων. Για το λόγω αυτό προτείνουμε οι μελλοντικοί ερευνητές να χρησιμοποιούν ένα ευρύτερο φάσμα μεταβλητών όπως η ύπαρξη διάφορων επιτροπών (ελέγχου, αμοιβών) και διαφορετικά μέτρα απόδοσης. Μπορεί επίσης να ενισχυθεί με τη χρήση ποιοτικών μεταβλητών του διοικητικού συμβουλίου που επηρεάζουν την επίδοση της επιχείρησης, όπως η διαδικασία λήψης αποφάσεων του διοικητικού συμβουλίου ή η αντίληψη του διευθυντή σχετικά με το ρόλο του διοικητικού συμβουλίου και την ηλικία του διευθυντή κ.λπ. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον θα αποτελούσε και η μελέτη της επίδρασης

των αμοιβών και αποζημιώσεων των διευθυντικών στελεχών στην εταιρική αποδοτικότητα των ελληνικών επιχειρήσεων. Τέλος, σε μελλοντικές μελέτες, θα πρέπει να συμπεριληφθούν και οι μη εισηγμένες εταιρείες προκειμένου να αυξηθεί το μέγεθος του δείγματος και τα αποτελέσματα να είναι πιο αντιπροσωπευτικά για την ελληνική οικονομία.

Πηγές - Βιβλιογραφία

Πηγές

Νόμοι

Νόμος 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών» ΦΕΚ (144/Α/ 30-6-1920)

Νόμος 3016/2002 «Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις» ΦΕΚ (110/Α/17-05-2002)

Νόμος 3429/2005 «Δημόσιες Επιχειρήσεις και Οργανισμοί (Δ.Ε.Κ.Ο.)» ΦΕΚ (314/Α/ 27-12-2005)

Νόμος 3604/2007 «Αναμόρφωση και τροποποίηση του κωδικοποιημένου νόμου 2190/1920 «Περί ανωνύμων εταιρειών» και άλλες διατάξεις» ΦΕΚ (189/Α/ 08-08-2007)

Νόμος 3693/2008 «Εναρμόνιση της ελληνικής νομοθεσίας με την Οδηγία 2006/43/ΕΚ περί υποχρεωτικών ελέγχων των ετήσιων και των ενοποιημένων λογαριασμών, για την τροποποίηση των Οδηγιών 78/660/ΕΟΚ και 83/349/ΕΟΚ του Συμβουλίου και για την κατάργηση της Οδηγίας 84/253/ΕΟΚ του Συμβουλίου και άλλες διατάξεις» ΦΕΚ (174/Α/ 25-08-2008)

Νόμος 3873/2010 «Ενσωμάτωση στην ελληνική έννομη τάξη της Οδηγίας 2006/46/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τους ετήσιους και ενοποιημένους λογαριασμούς εταιρειών ορισμένων μορφών και της οδηγίας 2007/63/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για την απαίτηση για τη σύνταξη έκθεσης από ανεξάρτητο εμπειρογνώμονα σε περίπτωση συγχώνευσης ή διάσπασης ανωνύμων εταιρειών.» ΦΕΚ (150/Α/ 06-09-2010)

Νόμος 3884/2010 «Ενσωμάτωση στο ελληνικό δίκαιο της Οδηγίας 2007/36/ ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 11ης 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.» ΦΕΚ (168/Α/ 24-09-2010)

Ελληνόγλωσση

- Δριτσάκη, Μ., & Δριτσάκη, Χ. (2013). *Εισαγωγή στην Οικονομετρία με την χρήση του λογισμικού EViews*. Αθήνα: Κλειδάριθμος.
- Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης, 2013, «Ελληνικός κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης για τις εισηγμένες εταιρείες», http://www.helex.gr/documents/10180/906743/HCGC_GR_20131022.pdf/e8e7b6da-6dd0-4c30-90e9-79fe9ca8383d
- Λαζαρίδης, Θ., & Δρυμπέτας, Ε. (2011). *Εταιρική Διακυβέρνηση: Διεθνής Πρακτική και Ελληνική Εμπειρία*. Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Σοφία.
- Μουζούλας, Σ. (2003). *Εταιρική διακυβέρνηση (Corporate Governance): διεθνής εμπειρία, ελληνική πραγματικότητα*. Αθήνα: Σάκκουλα.
- Τραυλός, Ν. (2011). Εταιρική Διακυβέρνηση πριν και μετά την κρίση. Ανάκτηση από <http://www.hba.gr/5Ekdosis/UplPDFs/syllogikostomos/4-b%20TRAVLOS%2083100.pdf>
- Χάλκος, Γ. (2011). *Οικονομετρία : Θεωρία, εφαρμογές και χρήση προγραμμάτων σε H/Y*. Αθήνα, Εκδόσεις Gutenberg.

Ξενόγλωσση

- Abdullah, H., & Valentine, B. (2009). Fundamental and ethical theories of corporate governance. *Middle Eastern Finance and Economics*, pp. 88-96.
- Abdullah, S. (2004). Board composition, CEO duality and performance among Malaysian listed companies. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 4(4), pp. 47-61. doi:10.1108/14720700410558871
- Abdullah, S. N., Ismail, K. K., & Nachum, L. (2016). Does Having Women on Boards Create Value? The impact of Societal Perceptions and Corporate Governance in Emerging Markets. *Strategic Management Journal*, pp. 466-476.

- Adam, R., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal Of Financial Economics*, 94(2), pp. 291-309.
- Afrifa, G., & Touringana, V. (2015). Corporate governance and performance of UK listed small and medium enterprises. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 15(5), pp. 719-733.
- Aggestam, M. (2004). Corporate governance and capital groups in Poland. *Journal for East European Management Studies*, 9(4), pp. 367-390. Ανάκτηση από <http://hdl.handle.net/10419/90198>
- Ahern, K., & Dittmar, A. (2012). The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation. *Quarterly Journal of Economics*, 127(1), pp. 137-197.
- Albassam, W., & Ntim, C. (2017). The effect of Islamic values on voluntary corporate governance disclosure: The case of Saudi-listed firms. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 8(2), pp. 182-202. doi:10.1108/JIABR-09-2015-0046
- Arora, A., & Sharma, C. (2016). Corporate governance and firm performance in developing countries: Evidence from India. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 16(2), pp. 420-436.
- Assenga, M., Aly, D., & Hussainey, K. (2018). The impact of board characteristics on the financial performance of Tanzanian firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(6), pp. 1089-1106. doi:10.1108/CG-09-2016-0174
- Azeez, A. (2015, June). Corporate governance and firm performance: Evidence from Sri Lanka. *Journal of Finance and Bank Management*, 3(1), pp. 180-189. doi:10.15640/jfbm.v3n1a16
- Baysinger, B. D., & Butler, H. N. (1985). Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. *The Journal of Law*, 1(1), pp. 101-124.

- Bhagat, S., & Bolton, B. (2013). Director ownership, governance, and performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(1), pp. 105-135.
- Cadbury Report. (1992). The financial aspects of corporate governance. Retrieved August 20, 2018
- Carter, D., D'Souza, F., Simkins, B., & Simpson, W. (2010). The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 18(5), pp. 396–414. doi:10.1111/j.1467-8683.2010.00809.x
- Carter, D., Simkins, B., & Simpson, W. (2003). Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *The Financial Review*, 38, pp. 33-53.
- Chen, Z., Cheung, Y., Stouraitis, A., & Wong, A. (2005). Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4), pp. 431-449.
- Clarkson, M. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *The Academy of Management Review*, 20(1), pp. 92-117. Ανάκτηση από <http://www.jstor.org/stable/258888>
- Classens. S. (2003). Corporate Governance and Development. *Global Corporate Governance Forum Focus 1*, Washington: World Bank. .
- Cornforth, C. (2004). The Governance of Cooperatives And Mutual Associations: A Paradox Perspective. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 75(1), pp. 11-32.
- Daily, C., Dalton , D., & Cannella, A. (2003). Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data. *The Academy of Management Review*, 28(3), pp. 371-382.
- Dalton, D., Daily, C., Ellstrand, A., & Johnson, J. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19, pp. 269–290.
- Davis, J., Schoorman, F., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), pp. 20-47.

- DeAngelo, L. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3, pp. 183-199.
- Doğan, M., Elitaş, B., Agca, V., & Ögel, S. (2013). The impact of CEO duality on firm performance: Evidence from Turkey. *International Journal of Business and Social Science*, 4(2), pp. 149-155.
- Donaldson , L., & Davis, J. (1991). Stewardship theory or Agency theory: CEO governance and Shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), pp. 49-65.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48, pp. 35—54.
- Ewmi, P. (2005). Three models of Corporate Governance from developed capital markets, Lectures on Corporate Governance, 1-14. Retrieved from https://scholar.google.gr/scholar?cluster=5739729403949940455&hl=el&as_sdt=2005&scioldt=0,5
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *The Journal of Political Economy*, 88 (2), pp. 288-307. Ανάκτηση από <http://links.jstor.org/sici?sici=00223808%28198004%2988%3A2%3C288%3AAPATTO%3E2.0.CO%3B2-4>
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), pp. 301-325. Ανάκτηση από <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-2186%28198306%2926%3A2%3C301%3ASOOAC%3E2.0.CO%3B2-A>
- Ferreira, M., & Laux , P. (2007). Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow. *The Journal of Finance*, 62, pp. 951-989. doi:10.1111/j.1540-6261.2007.01228.x
- Ferrer , R., & Banderlipe II, M. (2012). The influence of corporate board characteristics on firm performance of publicly listed property companies in the Philippines. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 16(4), pp. 123-142.
- Franks, J., & Mayer, C. (2001). Ownership and control of German corporations. *The Review of Financial Studies*, 14(4), pp. 943–977. doi:10.1093/rfs/14.4.943

- Franks, J., & Mayer, C. (2001). Ownership and control of German corporations. *The Review of Financial Studies*, 14(4), pp. 943–977. doi:10.1093/rfs/14.4.943
- Freeman , E. (1994). The politics of Stakeholder theory: Some future directions. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), pp. 409-421. doi:10.2307/3857340
- Garba, T., & Abubakar, B. (2014). Corporate board diversity and financial performance of insurance companies in Nigeria: An application of panel data approach. *Asian Economic and Financial Review*, 4(2), pp. 257-277.
- Gill, A., & Mathur, N. (2011). The impact of board size, CEO duality, and corporate liquidity on the profitability of Canadian service firms. *Journal of Applied Finance & Banking*, 1(3), pp. 83-95.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), pp. 107–156. doi:10.1162/00335530360535162
- Guest , P. (2009). The impact of board size on firm performance: evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 15(4), pp. 385-404. doi:10.1080/13518470802466121
- Gupta, P., Kennedy, D., & Weaver, S. (2009). Corporate governance scores, Tobin's Q and equity prices: Evidence from Canadian capital markets. *Corporate Ownership and Control Journal*, 6(3), pp. 293-307. Ανάκτηση από <https://ssrn.com/abstract=1366045>
- Heenetigala, K., & Armstrong, A. (2011, Δεκέμβριος 13). The Impact of Corporate Governance on Firm Performance in an Unstable Economic and Political Environment: Evidence from Sri Lanka. *Financial Markets & Corporate Governance Conference*. doi:10.2139/ssrn.1971927
- Herman, E. (1981). *Corporate control, corporate power*. New York: Cambridge University Press.
- Hermes, N., & Katsigianni, V. (2011). Corporate governance and company performance: Evidence from Greece. *Electronic Journal SSRN*. doi:10.2139/ssrn.1980331

- Hutchinson, M. (2002). An analysis of the association between firms' investment opportunities, board composition and firm performance. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 9(1), pp. 17-38. doi:10.1080/16081625.2002.10510598
- International Corporate Governance Network. (1999). ICGN Statement on Global Corporate Governance Principles.
- Jackling, B., & Johl, S. (2009). Board structure and firm performance. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), pp. 492-509.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), pp. 323-329. Retrieved from <http://papers.ssrn.com/abstract=99580>
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*(48), pp. 831-880.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, Agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360. Retrieved August 26, 2018, from <http://ssrn.com/abstract=94043>
- Johl, S., Kaur, S., & Cooperis, B. (2015). Board characteristics and firm performance: Evidence from Malaysian public listed firms. *Journal of Economics, Business and Management*, 3(2), pp. 239-243. doi:10.7763/JOEBM.2015.V3.187
- John, K., & Senbet, L. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, 22, pp. 371- 403.
- Kiel, G., & Nicholson, G. (2003). Board composition and corporate performance: how the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3), pp. 189-205.
- Kramaric, T., Aleksic, A., & Pejic-Bach, M. (2018). Measuring the impact of board characteristics on the performance of Croatian insurance companies. *International Journal of Engineering Business Management*, 10, pp. 1-13. doi:10.1177/2F1847979018765864

- Kumar , N., & Singh, J. (2012). Outside directors, corporate governance and firm performance: Empirical evidence from India. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 4(2), pp. 39-55. doi:10.5296/ajfa.v4i2.1737
- La Porta, R., Lopez-de -Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), pp. 3-27.
- Larcker, D., Richardson, S., & Tuna, I. (2007). Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting Review*, 82(4), pp. 963-1008.
- Lipton, M., & Lorsch, J. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *Business Lawyer*(48), pp. 59-77.
- Love, I. (2011). Corporate Governance and Performace around the World: What We Know and What We Don't. *The World Bank Research Observer*, 26(1), pp. 42-70. Ανάκτηση από <http://www.jstor.org/stable/41261422>
- Ma, S., & Tian, G. (2009). Board composition, board activity and ownership concentration, the impact on firm performance. *Asian Finance Association (AsianFA) Conference, Brisbane: University of Queensland Business School (UQBS)*, pp. 1-51. Ανάκτηση από <http://ro.uow.edu.au/commpapers/626>
- Maher, M., & Andersson, T. (2000, February). Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth. *Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD) - Economics Department (ECO)*. doi:10.2139/ssrn.218490
- Mangena, M., Taurigana, V., & Chamisa, E. (2012). Corporate boards, ownership structure and firm performance in an environment of severe political and economic crisis. *British Journal of Management*, 23(1), pp. 1-29.
- Mashayekhi, B., & Bazaz, M. S. (2008). Corporate governance and firm performance in Iran. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 4(2), pp. 156-172.
- Minguez-Vera, A., & Lopez-Martinez, R. (2010). Female directors and SMES: An empirical analysis. *Journal of Global Strategic Management*, 4(2), pp. 34-46. doi:10.20460/JGSM.2010415823

- Najjar, N. (2012). The Impact of corporate governance on the insurance firm's performance in Bahrain. *International Journal of Learning & Development*, 2(2), pp. 1-17.
- Nerantzidis, M., Filos, J., Tsamis, A., & Agoraki, M. (2015). The impact of the Combined Code in Greek soft law: Evidence from 'comply or explain' disclosures. *International Journal of Law and Management*, 57(5), pp. 445-460. doi:10.1108/IJLMA-05-2014-0036
- Ntim, C. (2009). Internal corporate governance and firm financial performance: evidence from South African listed firms. *PhD thesis, University of Glasgow*.
- Ntim, C., & Osei, K. (2011). The impact of corporate board meetings on corporate performance in South Africa. *African Review of Economics and Finance*, 2(2), pp. 83-103.
- Ntim, C., Opong, K., Danbolt, J., & Thomas, D. (2012). Voluntary corporate governance disclosures by post-Apartheid South African corporations. *Journal of Applied Accounting Research*, 13(2), pp. 122-144. doi:10.1108/09675421211254830
- OECD. (1999). Principles of Corporate Governance. Paris. Retrieved August 20, 2018, from <https://www.oecd-ilibrary.org>
- OECD. (2004). Principles on Corporate Governance. Paris. Ανάκτηση August 20, 2018, από <https://www.oecd-ilibrary.org>
- OECD. (2015). G20/OECD Principles of Corporate Governance. *OECD Publishing, Paris*. Ανάκτηση από 10.1787/9789264236882-en
- Peng, M., Zhang, S., & Li, X. (2007). CEO duality and firm performance during China's institutional transitions. *Management and Organization Review*, 3(2), pp. 205-225. doi:10.1111/j.1740-8784.2007.00069.x
- Randøy, T., Thomsen, S., & Oxelheim, L. (2006). A Nordic perspective on corporate board diversity. *Nordic Innovation Centre*.
- Reguera-Alvarado, N., de Fuentes, P., & Laffarga, J. (2015). Does Board Gender Diversity Influence Financial Performance? Evidence from Spain. *Journal of Business Ethics*, 141(2), pp. 337–350. doi:10.1007/s10551-015-2735-9

- Rodriguez - Fernandez, M., Fernandez - Alonso, S., & Rodriguez - Rodriguez, J. (2014). Board characteristics and firm performance in Spain. *Corporate Governance*, 14(4), pp. 485-503. doi:10.1108/CG-01-2013-0013
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), pp. 737-783.
- Smith, N., Smith, V., & Verner, M. (2006). Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2,500 Danish firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55(7), pp. 569-593. doi:10.1108/17410400610702160
- Terjesen, S., Barbosa Couto, E., & Francisco, P. (2015). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. *Journal of Management and Governance*, 20(3), pp. 447-483. doi:10.1007/s10997-014-9307-8
- Ungureanu, M. (2012). Models And Practices of Corporate Governance Worldwide. *Alexandru Ioan Cuza University, CES Working Papers, Center for European Studies*, 4(3a), pp. 625-635.
- Weimer, J., & Pape, J. (1999). A taxonomy of systems of corporate governance. *Eindhoven: Technische Universiteit Eindhoven, BETA*.
- Wintoki, M., Linck, J., & Netter, J. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), pp. 581-606. doi:10.1016/j.jfineco.2012.03.005
- Yang, T., & Zhao, S. (2014). CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment. *Journal of Banking and Finance*, 49, pp. 534-552. doi:10.2139/ssrn.2177403
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), pp. 185-211
- Yu, M. (2008). CEO Duality and firm performance for Chinese shareholding companies. *19th Chinese Economic Association (UK) Annual Conference*. Retrieved 23-09-2018, from <http://www.ceauk.org.uk/2008-conference->

papers/YU-mei-CEO-duality-firmperformance-Chinese-shareholding-companies.pdf

Yusoff, W., & Alhaji, I. (2012). Insight of corporate governance theories. *Journal of Business & Management*, 1(1), pp. 52-63.

Παραρτήματα

Παράρτημα 1: Ετήσιες εκθέσεις για 106 ελληνικές επιχειρήσεις από το 2013 μέχρι το 2017

1. QUEST ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.	11. ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.Ε.	21. J. & P. - ΑΒΑΞ Α.Ε.	31. UNIBIOS Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
2. ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε.	12. TITAN ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ	22. Logismos ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ Α.Ε.	32. ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε.
3. ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ Α.Ε. ΑΚΙΝΗΤΩΝ, ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	13. Α.Σ. ΕΜΠΟΡΙΚΗ-ΒΙΟΜ. ΕΤΑΙΡΙΑ Η/Υ & ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ Α.Ε.	23. Μ.Λ.Σ. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε.	33. ΑΛΟΥΜΥΛ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε.
4. ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	14. ΑΤΤΙΚΑ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	24. MERMEREN KOMBINAT A.D. PRILEP	34. ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.
5. ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΥ ΑΕ	15. AUTOHELLAS ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ & ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	25. MEVACO ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.	35. ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.
6. Ε.ΥΔ.Α.Π. Α.Ε.	16. BYTE COMPUTER Α.Β.Ε.Ε.	26. NEXANS ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.	36. ΑΦΟΙ Ι.& Β. ΛΑΔΕΝΗΣ Α.Ε."ΜΙΝΕΡΒΑ" Β. ΠΛΕΚΤΙΚΗΣ
7. ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.	17. CENTRIC ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.	27. PAPERPACK Α.Β.Ε.Ε.	37. ΑΦΟΙ Χ. ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ Α.Ε.Β.Ε.
8. ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.	18. F.G. EUROPE Α.Ε.	28. PROFILE Α.Ε.Β.Ε. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	38. ΒΙΟΚΑΡΠΙΕΤ Α.Ε.
9. ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.	19. FLEXOPACK Α.Ε.Β.Ε.Π.	29. QUALITY AND RELIABILITY Α.Β.Ε.Ε.	39. ΒΙΣ Α.Ε.
10. ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε.	20. INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.	30. SPACE HELLAS Α.Ε.	40. ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS Α.Ε.

41. ΓΕΚΕ Α.Ε.	51. ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΧΑΛΚΟΥ ΚΑΙ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε.	61. ΙΑΣΩ Α.Ε.	71. ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.
42. ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ	52. ΕΛΒΕ ΑΝΩΝΥΜΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	62. ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	72. ΚΛΩΣΤΟΨΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ Α.Β.Ε.Ε.
43. ΔΑΙΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΑΒΕΕ	53. ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε.	63. ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. - ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΜΑΡΜΑΡΩΝ	73. ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ
44. ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ & ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	54. ΕΛΙΝΟΙΑ Α.Ε.	64. ΙΛΥΔΑ ΑΕ	74. ΚΡΙ-ΚΡΙ ΑΕ
45. Ε. ΠΑΙΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ	55. ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ	65. ΙΝΤΕΡΓΟΥΝΤ-ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ Α.Τ.Ε.Ν.Ε. Ανώνυμος Τεχνική Εμποροβιομηχανική Ναυτιλιακή Εταιρεία	75. ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.
46. ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ ΑΒΕΕ - ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ	56. ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.	66. ΙΝΤΕΡΤΕΚ Α.Ε. ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΤΕΧΝ/ΓΙΕΣ	76. ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.
47. ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Ε.	57. ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΗ ΑΥΤΟΚΙΝΗΤΩΝ ΔΙΤΡΟΧΩΝ ΚΑΙ ΜΗΧΑΝΩΝ ΘΑΛΑΣΣΗΣ	67. ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	77. ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ Μ.Κ.Ν. Α.Ε.
48. ΕΚΤΕΡ Α.Ε.	58. ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΗΧΟΥ ΚΑΙ ΕΙΚΟΝΟΣ Α.Ε.	68. ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ Α.Ε.ΤΕΧΝ. ΕΡΓΩΝ & ΜΕΤΑΛ.ΚΑΤ.	78. ΛΑΜΨΑ Α.Ε. ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ
49. ΕΛ. Δ. ΜΟΥΖΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.Μ. & Ε.	59. ΕΤ. ΥΔΡΕΥΣΗΣ & ΑΠΟΧΕΤΕΥΣΗΣ ΘΕΣ/ΚΗΣ Α.Ε.	69. ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ Α.Ε.Γ.Ε.	79. ΛΑΝΑΚΑΜ Α.Ε.
50. ΕΛΑΣΤΡΟΝ Α.Ε.Β.Ε. - ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	60. Ι. ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ - Ι. ΛΑΠΠΑΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ Α.Ε.	70. ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε.	80. ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ Α.Ε.

81. ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ ΑΝΕ	91. ΟΜΙΛΟΣ ΙΝΤΕΛ Α.Β.Ε.Ε.Δ.Ε.	101. ΡΕΒΟΪΛ Α.Ε.Ε.Π
82. ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΑΕ	92. ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε.	102. ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ ΑΒΕΕ
83. ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.	93. ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	103. ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Α.Β.Ε.Τ.Ε.
84. ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.	94. ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΠΡΟΓΝΩΣΤΙΚΩΝ ΑΓΩΝΩΝ ΠΟΔΟΣΦΑΙΡΟΥ Α.Ε.	104. ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε.
85. ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. - ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	95. ΟΤΕ Α.Ε.	105. ΦΙΕΡΑΤΕΞ ΑΦΟΙ ΑΝΕΖΟΥΛΑΚΗ Α.Ε.
86. Ν. ΒΑΡΒΕΡΗΣ-MODA BAGNO Α.Ε.	96. ΠΑΠΑΠΑΝΑΓΙΩΤΟΥ ΑΒΕΕΑ - ΔΡΟΜΕΑΣ	106. ΧΑΙΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.
87. Ν. ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ Α.Ε.	97. ΠΑΠΟΥΤΣΑΝΗΣ ΑΒΕΕ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΩΝ ΑΓΑΘΩΝ	
88. ΝΑΚΑΣ ΜΟΥΣΙΚΗ	98. ΠΕΡΣΕΥΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΙΔΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	
89. ΝΗΡΕΥΣ Α.Ε.	99. ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	
90. ΝΤΡΟΥΚ ΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ ΑΕΒΕ	100. ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	

Παράρτημα 2: Προηγούμενες έρευνες της σχέσης Εταιρικής Διακυβέρνησης και αποδοτικότητας των επιχειρήσεων

A/A	Συγγραφέας / Ερευνητές	Χώρες	Χρονιές	Μέγεθος Δείγματος	Τρόπος μέτρησης της αποδοτικότητας	Αποτελέσματα έρευνας
1	Abdullah, 2004	Μαλαισία	1994-1996	313 - 321 - 318/ firms ανά έτος	ROA και ROE	Αρνητική σχέση μεταξύ της δυαδικότητας του Διευθύνοντος Συμβούλου και της εταιρικής αποδοτικότητας.
2	Abdullah, Ismail & Nachum, 2016	Μαλαισία	2008	841 firms	ROA, Tobin's Q	Θετική σχέση μεταξύ της ύπαρξης γυναικών στο συμβούλιο και της αποδοτικότητας της επιχείρησης.
3	Adams & Ferreira, 2009,	Ηνωμένες Πολιτείες	1996-2003	1.939 firms	ROA, Tobin's Q	Αρνητική σχέση μεταξύ της ύπαρξης γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο και της απόδοσης της επιχείρησης.
4	Afrifa & Taurigana, 2015	Ηνωμένο Βασίλειο	2004-2013	234 firms / 2,340 observations	Tobin's Q	Αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της αποδοτικότητας της επιχείρησης.
5	Ahern & Dittmar, 2012	Νορβηγία	2001-2009	248 firms / 1.230 observations	Tobin's Q	Αρνητική σχέση μεταξύ της ύπαρξης γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο και της απόδοσης της επιχείρησης.
6	Arora & Sharma, 2016	Ινδία	2001-2010	1.922 firms	Tobin's q, ROA, ROE	1. Αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της αποδοτικότητας της επιχείρησης. 2. Αρνητική σχέση μεταξύ των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών και της εταιρικής απόδοσης. 3. Η δυαδικότητα του Διευθύνοντος Συμβούλου δεν σχετίζεται με την εταιρική απόδοση.
7	Assenga, Aly & Hussainey, 2018	Τανζανία	2006-2013	80 firm-years observations	ROA, ROE	Θετική σχέση μεταξύ της ύπαρξης γυναικών στο συμβούλιο και της αποδοτικότητας της επιχείρησης.

8	Azeez, 2015	Σρι Λάνκα	2010-2012	100 firms / 300 observations	ROA, ROE	1. Δεν υπάρχει σημαντική σχέση μεταξύ των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών και της εταιρικής απόδοσης. 2. Θετική σχέση μεταξύ της δυαδικότητας του Διευθύνοντος Συμβούλου και της εταιρικής αποδοτικότητας
9	Bhagat & Bolton, 2013	Ηνωμένες Πολιτείες	1998–2007	1.000– 1.400 firms / 13.000 observations	ROA, TOBIN's Q	Θετική συσχέτιση / σχέση μεταξύ των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών και της εταιρικής απόδοσης.
10	Carter et al, 2010	Ηνωμένες Πολιτείες	1998–2002	641 firms / 2563 observations	ROA, Tobin's Q	Δεν υπάρχει σημαντική σχέση μεταξύ της ύπαρξης γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο και της απόδοσης της επιχείρησης.
11	Carter, Simkins, & Simpson, 2003	Ηνωμένες Πολιτείες	1997	638 firms	Tobin's Q	Θετική σχέση μεταξύ της ύπαρξης γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο και της αποδοτικότητας της επιχείρησης.
12	Chen, Cherung, Stouraitis & Wong, 2005	Χονγκ Κονγκ	1995 - 1998	412 firms	ROA, ROE, Tobin's q	Αρνητική σχέση μεταξύ της δυαδικότητας του Διευθύνοντος Συμβούλου και της εταιρικής αποδοτικότητας.
13	Doğan, Elitaş, Ağca & Ögel, 2013	Τουρκία	2009-2010	204 firms	ROA, ROE, Tobin's q	Αρνητική σχέση μεταξύ της δυαδικότητας του Διευθύνοντος Συμβούλου και της εταιρικής αποδοτικότητας.
14	Eisenberg et al, 1998	Φινλανδία	1992—1994	879 firms	ROA	Αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της αποδοτικότητας της επιχείρησης.
15	Ferrer & Bandelipe 2012	Φιλιππίνες	2009	29 firms	ROE	Δεν υπάρχει σημαντική επίδραση του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου στην εταιρική απόδοση.

16	Garba & Abubakar, 2014	Νιγηρία	2004 - 2009	12 firms	ROA, ROE, TOBIN's Q	Δεν υπάρχει σημαντική επίδραση του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου στην εταιρική απόδοση.
17	Guest, 2009	Ηνωμένο Βασίλειο	1981-2002	2.746 firms	Tobin's Q, ROA	Αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της αποδοτικότητας της επιχείρησης.
18	Heenetigala & Armstrong, 2011	Σρι Λάνκα	2003 - 2007	37 firms	ROE, ROA, Tobin's Q	Αυτή η μελέτη επιβεβαίωσε μια θετική σχέση μεταξύ των πρακτικών διακυβέρνησης (ξεχωριστή ηγεσία, σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου, επιτροπές κ.λπ) και την εταιρική απόδοση.
19	Jackling and Johl 2009	Ινδία	2005-2006	180 firms	ROA, TOBIN's Q	1. Θετική συσχέτιση/ σχέση μεταξύ των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών και της εταιρικής απόδοσης. 2. Δεν υπάρχει σημαντική σχέση μεταξύ της δυαδικότητας του Διευθύνοντος Συμβούλου και της εταιρικής αποδοτικότητας.
20	Johl, Kaur & Cooperis, 2015	Μαλαισία	2009	731 observations	ROA	Αρνητική σχέση μεταξύ της συχνότητας των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής αποδοτικότητας.
21	Kumar & Singh, 2012	Ινδία	2008	157 firms	Tobin's Q	Αρνητική σχέση μεταξύ των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών και της εταιρικής απόδοσης.
22	Ma & Tian (2009)	Κίνα	2003-2004	1975 observations	Tobin's Q	1. Θετική συσχέτιση των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών και της εταιρικής απόδοσης. 2. Θετική συσχέτιση της συχνότητας συνεδριάσεων των συμβουλίων και της αποδοτικότητας.

23	Mangena et al, 2012	Ζιμπάμπουε	2000-2005	53 firms / 257 observations	ROA, Tobin's Q	Θετική σχέση μεταξύ της συχνότητας των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής αποδοτικότητας.
24	Mashayekhi and Bazaz, 2008	Ιράν	2005-2006	240 firms	ROA, ROE	1. Αρνητική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της αποδοτικότητας της επιχείρησης. 2. Θετική συσχέτιση μεταξύ των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών και της εταιρικής απόδοσης.
25	Mínguez-Vera & López-Martínez, 2010	Ισπανία	1998-2003	10.786 observations	ROE	Θετική συσχέτιση μεταξύ της ύπαρξης γυναικών στο συμβούλιο και της αποδοτικότητας της επιχείρησης.
26	Najjarn, 2012	Μπαχρέιν	2005-2010	5 firms / 30 obserbations	ROE	Θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της αποδοτικότητας της επιχείρησης.
27	Nicholson & Kiel , 2003	Αυστραλία	1996	348 firms	Tobin's Q, ROA	1. Θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της αποδοτικότητας της επιχείρησης. 2. Θετική σχέση των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών και της εταιρικής απόδοσης.
28	Ntim & Osei, 2011	Νότια Αφρική	2003-2007	169 firms	ROA, Tobin's Q	Θετική σχέση μεταξύ της συχνότητας των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής αποδοτικότητας.
29	Peng, Zhang & Li, 2007	Κίνα	1992–1996	403 firms / 1,202 observations	ROE	Θετική σχέση μεταξύ της δυαδικότητας του Διευθύνοντος Συμβούλου και της εταιρικής αποδοτικότητας.
30	Randøy, Thomsen & Oxelheim, 2006	Δανία, Νορβηγία και Σουηδία	2005	459 firms	ROA	Δεν υπάρχει σημαντική σχέση μεταξύ της ύπαρξης γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο και της απόδοσης της επιχείρησης.

31	Reguera-Alvarado, de Fuentes & Laffarga, 2015	Ισπανία	2005–2009	497 observations	Tobin's Q	Θετική συσχέτιση μεταξύ της ύπαρξης γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο και της αποδοτικότητας της επιχείρησης.
32	Rodriguez-Fernandez, Fernandez-Alonso & Rodriguez-Rodriguez, 2014	Ισπανία	2009	121 firms	ROA, ROE, Tobin's Q,	1. Δεν υπάρχει σημαντική σχέση μεταξύ των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών και της εταιρικής απόδοσης. 2. Αρνητική σχέση μεταξύ της συχνότητας των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής αποδοτικότητας.
33	Smith, Smith & Verner, 2006	Δανία	1993-2001	2.500 observations	ROE, ROA	Θετική σχέση μεταξύ της ύπαρξης γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο και της αποδοτικότητας της επιχείρησης.
34	Terjesen, Barbosa- Couto & Morais – Francisco, 2015	47 χώρες*	2010	3.876 firms	ROA, Tobin's Q	Θετική σχέση μεταξύ της ύπαρξης γυναικών στο συμβούλιο και της αποδοτικότητας της επιχείρησης.
35	Wintoki, Linck & Netter, 2012	Ηνωμένες Πολιτείες	1991–2003	6.000 firms	Tobin's Q, ROA	Δεν υπάρχει σημαντική επίδραση του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου στην εταιρική απόδοση.
36	Yang & Zhao, 2014	Καναδάς - Ηνωμένες Πολιτείες	1979-1998	1.926 firms / 25.246 observations	Tobin's Q	Θετική σχέση μεταξύ της δυαδικότητας του Διευθύνοντος Συμβούλου και της εταιρικής αποδοτικότητας.

37	Yermack, 1996	Ηνωμένες Πολιτείες	1984-1991	452 firms	Tobin's Q	Αρνητική συσχέτιση / σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της αποδοτικότητας της επιχείρησης.
38	Yu, 2008	Κίνα	2000 - 2004	1.965 firms	ROA, ROE	1. Θετική σχέση μεταξύ της δυναμικότητας του Διευθύνοντος Συμβούλου και της εταιρικής αποδοτικότητας (για τα έτη 2002 και 2003) 2. Δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της δυναμικότητας του Διευθύνοντος Συμβούλου και της εταιρικής αποδοτικότητας (για το έτη 2000 και 2001)
* Αυστραλία, Αυστρία, Βέλγιο, Βραζιλία, Καναδά, Κίνα, Κολομβία, Κύπρος, Δανία, Εσθονία, Φινλανδία, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Χονγκ Κονγκ, Ουγγαρία, Ινδία, Ινδονησία, Ιρλανδία, Ισραήλ, Ιταλία, Ιαπωνία, Λιθουανία, Λουξεμβούργο, Μαλαισία , Μεξικό, Ολλανδία, Νέα Ζηλανδία, Νορβηγία, Πακιστάν, Παπούα Νέα Γ., Φιλιππίνες, Πορτογαλία, Ρωσία, Σιγκαπούρη, Νότια Αφρική, Νότια Κορέα, Ισπανία, Σρι Λάνκα, Σουηδία, Ελβετία						