



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΙΩΑΝΝΙΝΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

Εταιρική Διακυβέρνηση και Κερδοφορία των Επιχειρήσεων

Η Περίπτωση των Ελληνικών Επιχειρήσεων

Καραφλιά Αυρηλία

Επιβλέπων: Γκωλέτσος Γεώργιος

Ιωάννινα 2012



ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟΥ ΙΩΑΝΝΙΝΩΝ



826888345913





ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΙΩΑΝΝΙΝΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

Εταιρική Διακυβέρνηση και Κερδοφορία των Επιχειρήσεων

Η Περίπτωση των Ελληνικών Επιχειρήσεων

Καραφλιά Αυρηλία

Επιβλέπων: Γκωλέτσης Γεώργιος

Ιωάννινα 2012



Περίληψη

Από τα μέσα της δεκαετίας του '90 μέχρι και σήμερα η Εταιρική Διακυβέρνηση (Corporate Governance) αποτελεί ένα σημαντικό θέμα μελέτης και περαιτέρω διερεύνησης όσον αφορά τις επιχειρήσεις και τον ακαδημαϊκό χώρο. Οι επιπτώσεις της εντοπίζονται τόσο στην αναπτυξιακή προοπτική μιας οικονομίας όσο και στην εταιρική ανάπτυξη, σε μικρο-οικονομικό και σε μακρο-οικονομικό επίπεδο. Έχουν γίνει πολυάριθμες έρευνες και εργασίες για την διερεύνηση της σχέσης μεταξύ της Εταιρικής Διακυβέρνησης και της κερδοφορίας των επιχειρήσεων διεθνώς, και τα τελευταία χρόνια αναπτύχθηκε το θέμα αυτό και στην Ελλάδα. Η βιβλιογραφία, υποστηρίζει ότι, οι σωστές πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης μειώνουν σημαντικά τους κινδύνους για τους επενδυτές και βελτιώνουν τη χρηματοοικονομική εταιρική απόδοση.

Στόχος της παρούσας εργασίας είναι να δούμε κατά πόσο υπάρχει σχέση μεταξύ της Εταιρικής Διακυβέρνησης και της κερδοφορίας των επιχειρήσεων, σε ένα δείγμα 77 μη χρηματοοικονομικών ελληνικών επιχειρήσεων, εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών για τα έτη 2009-2010. Χρησιμοποιώντας δείκτες οι οποίοι εκφράζουν την σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου εξετάζουμε τη σχέση αυτή, και τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης δείχνουν ότι το μέγεθος του συμβουλίου επιδρά θετικά στην κερδοφορία των εταιρειών, καθώς, και η ύπαρξη ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών ενισχύουν την αξία της επιχείρησης. Από την άλλη, η παρουσία των γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο φαίνεται να επιδρά αρνητικά, ενώ η ταύτιση των ρόλων Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου – Διευθύνων Σύμβουλος δεν παρουσιάζει σημαντική συσχέτιση με την κερδοφορία των επιχειρήσεων.

Λέξεις κλειδιά: Εταιρική Διακυβέρνηση, σύνθεση Διοικητικού Συμβουλίου, κερδοφορία επιχειρήσεων.



Abstract

Since the mid-90s, Corporate Governance is a popular topic for further study and investigation for business and academia. The effects of Corporate Governance can be identified not only in the developing prospects of an economy but also in firm performance, both in micro-economic and macro-economic level. Number of projects and studies relating to corporate governance and their effects on financial performance of companies has been done worldwide, and in recent years this issue was developed in Greece too. The existing literature argues that good Corporate Governance practices reduce the risks for investors and improve firm performances.

The aim of this study is to find out if there is any relationship between Corporate Governance and firm value, in a sample of 77 Greek non-financial companies listed on the Athens Stock Exchange for the years 2009-2010. Using indicators reflecting the composition of the Board, our empirical study show that the size of the board has a positive effect on the profitability of companies, and the existence of independent non-executive members enhance firm performance. On the other hand, the presence of women on the Board seems to affect negatively, while the dual position of Chairman of the Board - Chief Executive Officer have not significant impact on firm value.

Keywords: Corporate Governance, Board Composition, Firm Performance



Προοίμιο- Ευχαριστίες

Ευχαριστώ,

τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Γκωλέτση Γεώργιο, Λέκτορα του Οικονομικού Τμήματος του Πανεπιστημίου Ιωαννίνων για την άψογη συνεργασία μας και την συνεχή καθοδήγησή του κατά την εκπόνηση της εργασίας καθώς και για την ευκαιρία που μου έδωσε να ασχοληθώ με το θέμα αυτό,

και την οικογένειά μου για την στήριξη τους σε όλη τη διάρκεια του μεταπτυχιακού προγράμματος.



Περιεχόμενα

Περίληψη.....	2
Προοίμιο- Ευχαριστίες	4
Α΄ μέρος: Θεωρητική Ανάλυση	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ.....	9
2.1 Ορισμός Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	9
2.2 Παράγοντες που επηρεάζουν τη διαμόρφωση των συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	11
2.3 Ιστορικό Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	12
2.4 Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency Theory)	14
2.5 Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης	16
2.6 Πλεονεκτήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης	16
2.7 Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	18
2.8 Γεωγραφική Κατανομή και Σύγκριση των Συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης	20
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ....	22
3.1 Το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου (board size).....	22
3.2 Αριθμός Ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών (number of independent directors) ...	24
3.3 Παρουσία Γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο	25
3.4 Ταύτιση ρόλων του Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου	25
3.5 Ιδιοκτησιακή Δομή (ownership concentration).....	26
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	31
4.1 Ιστορικό Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα	31
4.2 Νόμος 3016/2002	32
4.3 Συσχέτιση των χαρακτηριστικών Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα με τα Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης	33
4.4 Έρευνες της εφαρμογής των αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης στο ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον	34
Β΄ Μέρος: Εμπειρική Ανάλυση	36
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	36
5.1 Περιγραφή των Μεταβλητών.....	36
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΔΕΔΟΜΕΝΑ	39



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΑΝΑΛΥΣΗ	41
7.1 Συσχέτιση.....	41
7.2 Descriptive Statistics.....	41
7.3 Analysis of Variance (ANOVA).....	42
7.4 Multiple regression Analysis.....	47
7.5 Εμπειρικά Συμπεράσματα	49
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	51
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	52
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	56
ΑΡΧΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ	56



Α' μέρος: Θεωρητική Ανάλυση

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η Εταιρική Διακυβέρνηση τις τελευταίες δεκαετίες αποτέλεσε διεθνώς κεντρικό ζήτημα της ακαδημαϊκής και νομοθετικής ενασχόλησης. Παρατηρήσεις και σχόλια για το αντικείμενο της κάνει πρώτος, (χωρίς να αναφέρει τον όρο), ο Adam Smith στα τέλη του 18ου αιώνα, ενώ οι Berle και Means (1932) είναι οι πρώτοι που δημιούργησαν ένα πλαίσιο θεωρητικής και εμπειρικής έρευνας και συνεχίστηκε μετέπειτα στις αρχές της δεκαετίας του '70, '80 και του 2000. Κοινό χαρακτηριστικό όλων, ήταν ότι όλες οι προσπάθειες έλαβαν χώρα μετά από μία μεγάλη κρίση ή μεταβολή του τρόπου του επιχειρείν.

Στη σημερινή εποχή, ο ιδιαίτερα αυξημένος ανταγωνισμός που εντείνεται από την παγκοσμιοποίηση, η πολυπλοκότητα των προϊόντων και των χρηματοοικονομικών εργαλείων που χρησιμοποιούν οι εταιρείες για την προσέγγιση των καταναλωτών και τη βελτιστοποίηση της χρηματοοικονομικής απόδοσης τους, αντίστοιχα, και τέλος το μέγεθος των εταιρειών διαμορφώνουν ένα πλαίσιο ακόμη πιο σύνθετο απ' ότι στο παρελθόν.

Στον πυρήνα της μελέτης της Εταιρικής Διακυβέρνησης, βρίσκονται θέματα όπως ο περιορισμός των συγκρούσεων μέσα στην εταιρεία, ο προσδιορισμός του ιδιοκτήτη της επιχείρησης, τα χαρακτηριστικά που θα πρέπει να έχει η επιχείρηση για να μεγιστοποιηθεί η αξία της, καθώς και τα δικαιώματα των άλλων ενδιαφερόμενων μερών εκτός των μετόχων που ζητούν συμμετοχή στη διοίκηση ή απαιτούν τη δημιουργία στρατηγικής που να λαμβάνει υπόψη και τις δικές τους επιδιώξεις και συμφέροντα.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η διερεύνηση της σχέσης της Εταιρικής Διακυβέρνησης με την κερδοφορία των επιχειρήσεων στην Ελλάδα. Από έρευνες που έχουν γίνει κατά καιρούς έχει σχηματιστεί η άποψη ότι υπάρχει συσχέτιση και μάλιστα θετική εξαιτίας του γεγονότος ότι δημιουργούνται αξιόπιστα συστήματα



αξιολόγησης της αποτελεσματικότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Αυτό βοηθά στο να κατακτήσουν οι επιχειρήσεις μια καλή ανταγωνιστική θέση στην παγκόσμια οικονομία και στο να είναι εφικτή και μία σύγκριση μεταξύ τους. Εταιρείες οι οποίες εφαρμόζουν αρχές «καλής» Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτελούν πόλο έλξης μακροπρόθεσμων κεφαλαίων και κερδίζουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Η ανάλυση γίνεται για δύο διαδοχικά έτη 2009-2010 και περιλαμβάνει ένα δείγμα από 77 μη χρηματοοικονομικές εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Η παρούσα εργασία οργανώνεται ως ακολούθως. Στο Κεφάλαιο 2, παρουσιάζεται αναλυτικά η έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης και οι παράγοντες που επηρεάζουν τη διαμόρφωση των συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης. Επιπλέον, αναλύεται η θεωρία Αντιπροσώπευσης και τα Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης. Στο Κεφάλαιο 3 αναλύονται οι διάφοροι παράγοντες που επηρεάζουν την κερδοφορία. Στο Κεφάλαιο 4, παρουσιάζεται η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, η συσχέτιση των χαρακτηριστικών της με τα Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης και οι έρευνες της εφαρμογής των αρχών της στο ελληνικό επιχειρησιακό περιβάλλον. Στο δεύτερο μέρος της εργασίας παρουσιάζεται το εμπειρικό κομμάτι περιλαμβάνοντας στο Κεφάλαιο 5 τις τεχνικές για την διερεύνηση της σχέσης και την περιγραφή των μεταβλητών ενώ στο Κεφάλαιο 6 τα δεδομένα. Στο Κεφάλαιο 7 παρουσιάζουμε τις μεθόδους ανάλυσης της σχέσης που εξετάζουμε καθώς και τα συμπεράσματα αυτών. Τέλος, στο Κεφάλαιο 8 παραθέτουμε τα συμπεράσματα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

2.1 Ορισμός Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η Εταιρική Διακυβέρνηση (corporate governance) έχει γίνει αντικείμενο πολλών συζητήσεων μεταξύ ακαδημαϊκών και ανωτάτων στελεχών επιχειρήσεων, εξαιτίας της κρισιμότητας της στον καθορισμό της συγκριτικής θέσης των επιχειρηματικών μονάδων στην παγκόσμια οικονομική κυριαρχία, αλλά και της σπουδαιότητας της στη διαδικασία της οικονομικής ανάπτυξης.

Υπάρχουν πολλοί ορισμοί και απόψεις για το τι είναι Εταιρική Διακυβέρνηση (ΕΔ), μερικοί από αυτούς παρατίθενται παρακάτω. Η πληθώρα αυτών που είναι διαθέσιμοι, είναι ενδεικτικό στοιχείο της πολυπλοκότητας και της δυναμικής του ζητήματος. Οι Shleifer και Vishny (1997) διατυπώνουν την άποψη ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση ασχολείται με τον τρόπο που οι χρηματοδότες διαφόρων επιχειρήσεων θα εξασφαλίσουν για τον εαυτό τους απόδοση για την επένδυση τους. Σύμφωνα με την Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency Theory,) η Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί έναν τρόπο να προσεγγιστεί και να επιλυθεί το βασικό πρόβλημα του "εντολέα-εντολοδόχου", πώς δηλαδή θα επιλεγούν οι ικανότεροι διαχειριστές της εταιρείας (εντολοδόχοι), και κυρίως με ποιο τρόπο θα είναι αξιόπιστοι και θα λογοδοτούν στους μετόχους-επενδυτές αυτής (εντολείς). Καθώς οι ιδιοκτήτες (μέτοχοι) και οι διαχειριστές της εταιρείας μπορούν να έχουν διαφορετικά και αλληλοσυγκρουόμενα συμφέροντα, ο κλάδος της Εταιρικής Διακυβέρνησης οφείλει να διασφαλίζει ότι τα συμφέροντα αυτά ευθυγραμμίζονται, κατά το δυνατό, ώστε να επιτυγχάνεται το άριστο επίπεδο αποτελεσματικότητας και κερδοφορίας (Jensen and Meckling, 1976). Ο ΟΟΣΑ (2004) ορίζει ως Εταιρική Διακυβέρνηση το σύστημα με το οποίο οι εταιρείες παρακολουθούνται και ελέγχονται. Το σύστημα αυτό, εξειδικεύει τη διάρθρωση των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων μεταξύ των διαφορετικών συμμετεχόντων σε μία εταιρεία, όπως το Διοικητικό Συμβούλιο, τα ανώτατα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη, τους μετόχους (shareholders) και άλλους εταίρους (stakeholders), π.χ. εργαζόμενοι, προμηθευτές, μακροχρόνιοι πελάτες, τοπική κοινωνία και άλλοι. Σύμφωνα με την Πράσινη Βίβλο



«Το ενωσιακό πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης» που συστάθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το 2011 η Εταιρική Διακυβέρνηση ορίζεται παραδοσιακά ως το σύστημα με το οποίο διοικούνται και ελέγχονται οι εταιρείες και ως ένα σύνολο σχέσεων μεταξύ της διεύθυνσης μιας εταιρείας, του διοικητικού της συμβουλίου, των μετόχων της και των λοιπών ενδιαφερομένων μερών. Το πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης των εισηγμένων εταιρειών στην Ευρωπαϊκή Ένωση είναι ένας συνδυασμός νομοθεσίας και μη δεσμευτικών κανόνων («soft law»), που περιλαμβάνει συστάσεις και κώδικες Εταιρικής Διακυβέρνησης. Οι Gillan και Starks (1998) αναφέρουν ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί ένα σύστημα κανόνων, νόμων και άλλων παραγόντων με τους οποίους μπορούν να ελέγχουν την διαχείριση των εταιρειών. Στον πίνακα 1 αναφέρουμε συνοπτικά τους διάφορους ορισμούς:

Συγγραφέας	Χρονολογία	Ορισμός
Shleifer και Vishny	1997	Ο τρόπος με τον οποίο οι χρηματοδότες διαφόρων επιχειρήσεων θα εξασφαλίσουν για τον εαυτό τους απόδοση για την επένδυση τους
Jensen και Meckling	1976	Σύστημα κανόνων ώστε να επιλυθεί το βασικό πρόβλημα του "εντολέα-εντολοδόχου"
ΟΟΣΑ	2004	Σύστημα με το οποίο οι εταιρείες παρακολουθούνται και ελέγχονται
Πράσινη Βίβλος (Ευρωπαϊκή Επιτροπή)	2011	Σύστημα με το οποίο διοικούνται και ελέγχονται οι εταιρείες και ως ένα σύνολο σχέσεων μεταξύ της διεύθυνσης μιας εταιρείας, του διοικητικού της συμβουλίου, των μετόχων της και των λοιπών ενδιαφερομένων



		μερών
Gillan και Starks	1998	Σύστημα νόμων, κανόνων και διάφορων παραγόντων με σκοπό την σωστή διαχείριση των επιχειρήσεων

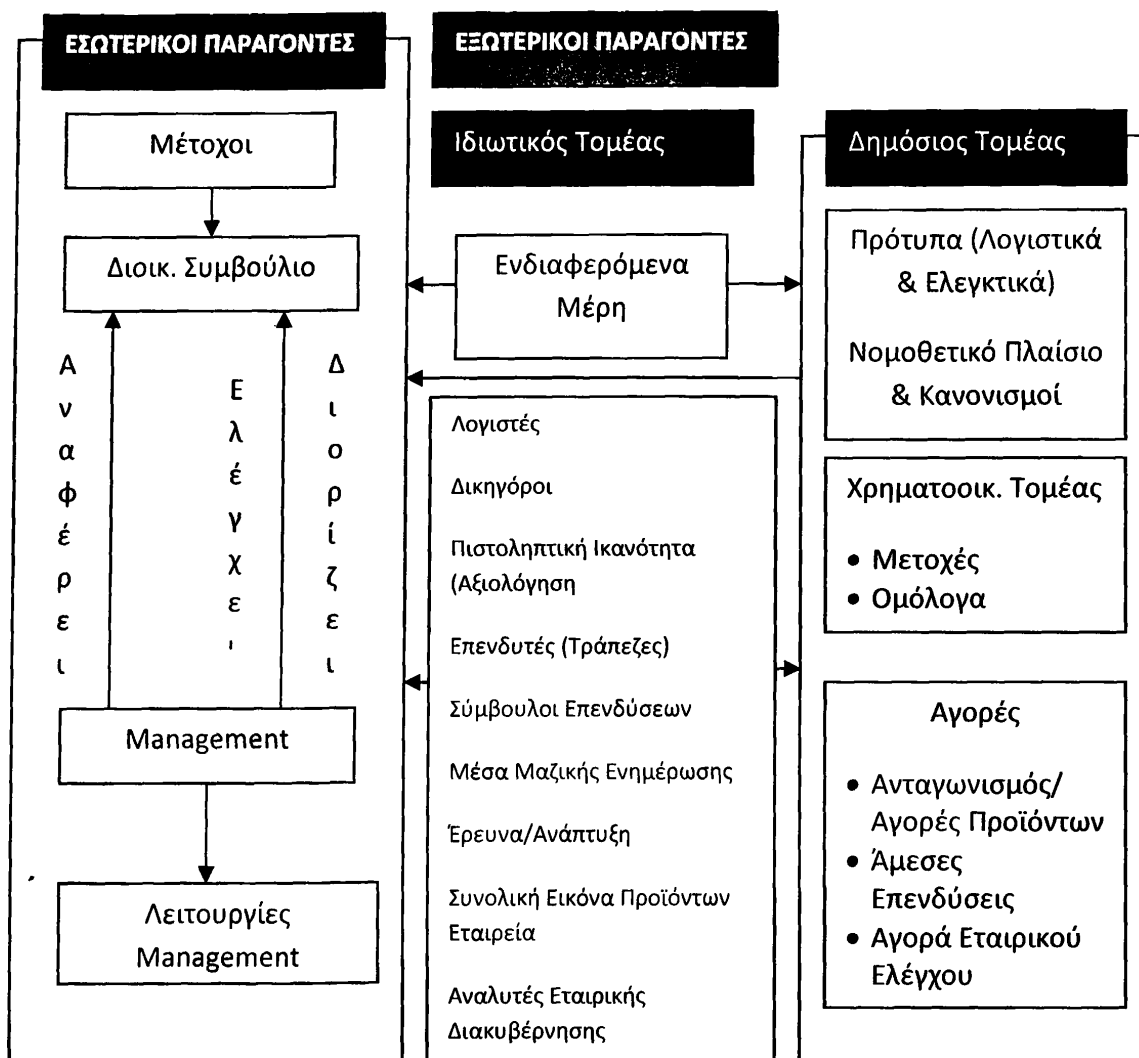
Πίνακας 1: Ορισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης

2.2 Παράγοντες που επηρεάζουν τη διαμόρφωση των συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η Εταιρική Διακυβέρνηση των επιχειρήσεων επηρεάζονται από ένα σύστημα παραγόντων, οι οποίοι χωρίζονται σε δύο κατηγορίες:

- Εσωτερικοί παράγοντες
- Εξωτερικοί παράγοντες

Οι εξωτερικοί διακρίνονται σε δύο υποκατηγορίες: Ιδιωτικός και Δημόσιος τομέας. Η διάκριση αυτή των παραγόντων δείχνει το μέγεθος των φορέων που συσχετίζονται στο εταιρικό σύστημα Διακυβέρνησης και αναδεικνύει τα διαφορετικά επίπεδα επηρεασμού. Μέσα από το παρακάτω γράφημα 1 καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί περισσότερο την κοινή συνισταμένη όλων των παραγόντων και δεν είναι αποτέλεσμα μόνο της εσωτερικής ισορροπίας δυνάμεων και συσχετισμών.



Γράφημα 1 : Παράγοντες της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Πηγή: Λαζαρίδης, Δρυμπέτας (2011).

2.3 Ιστορικό Εταιρικής Διακυβέρνησης

Το πρόβλημα ή ζήτημα της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι τόσο παλιό όσο η εταιρεία περιορισμένης ευθύνης και η ανώνυμη εταιρεία. Ο θεσμός του νομικού προσώπου ως φορέα ίδρυσης και λειτουργίας μιας επιχείρησης έφερε επανάσταση στον τρόπο του επιχειρείν και είναι ένας από τους παράγοντες που οδήγησαν στην ταχύτητα οικονομική ανάπτυξη από τον 18ο αιώνα και μετά. Η ανώνυμη εταιρεία προσέφερε δυο πλεονεκτήματα. Το πρώτο ήταν ότι ο μέτοχος δεν ταυτιζόταν με

την εταιρεία. Ο μέτοχος έγινε φορέας χρηματοδότησης. Με αυτόν τον τρόπο ο κάτοχος κεφαλαίου θα μπορούσε να επενδύσει σε περισσότερες από μία επιχειρήσεις και έτσι να μειώσει τον κίνδυνο (εάν μία επιχείρηση είναι ζημιογόνα, δεν κινδυνεύει το σύνολο των κεφαλαίων της, αλλά μόνο το τμήμα που έχει επενδυθεί σε αυτήν). Το δεύτερο πλεονέκτημα είναι ότι με αυτό τον τρόπο μπορεί να γίνει ευκολότερα συσσώρευση κεφαλαίου. Σήμερα υπάρχουν επιχειρήσεις με εκατομμύρια μετόχους. Αυτή η εξέλιξη οδήγησε στην αποδέσμευση του μετόχου από την υποχρέωση- δικαίωμα της διοίκησης ή της λήψης απόφασης και δημιούργησε το πρόβλημα του ελέγχου των προσώπων που πλέον λαμβάνουν τις αποφάσεις. Η οργανωτική δομή ως αποτέλεσμα άλλαξε. Θεσμοθετήθηκαν η Γενική Συνέλευση των Μετόχων και το Διοικητικό Συμβούλιο ως όργανα ελέγχου και σχεδιασμού στρατηγικής. Η μετοχή έγινε από μόνη της εμπορεύσιμο αγαθό και οι κεφαλαιαγορές αναπτύχθηκαν. Η ταχύτητα και ο όγκος μετακίνησης κεφαλαίων στην πορεία του χρόνου αυξήθηκε ταχύτατα. Αν και το θέμα τέθηκε στη σωστή του βάση από το 1932 δεν αποτέλεσε αντικείμενο εντατικής έρευνας μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1970. Στην προηγούμενη από αυτήν δεκαετία και κατά τη διάρκεια της η συσσώρευση κεφαλαίων και η διάχυση της ιδιοκτησίας ήταν μεγάλη. Ένας πρόσθετος λόγος ήταν τα έντονα προβλήματα στην Εταιρική σταθερότητα και η εμφάνιση σκανδάλων και προβλημάτων στη λειτουργία των εταιρειών όπως το μεγάλο κράχ του 1929, η κατάρρευση της Wall Street το 1987 και το πρόσφατο κύμα λογιστικών σκανδάλων και χρεοκοπιών μεγάλων εταιρειών όπως η Enron, HealthSouth κτλ. Οι μεγάλες κρίσεις δίδουν το έναυσμα για τη λήψη μιας σειράς μέτρων και την ανάληψη διαφόρων εθελοντικών πρωτοβουλιών. Ο ΟΟΣΑ (1999,2004) ασχολήθηκε με την έκδοση αρχών και οδηγιών για την Εταιρική Διακυβέρνηση, οι Ηνωμένες Πολιτείες που ήταν υπέρ της φιλελευθεροποίησης της αγοράς και της έλλειψης ρύθμισης ψήφισαν νόμους τον Ιούλιο του 2002 (Sarbanes-Oxley Act), το Ηνωμένο Βασίλειο οδήγησε στην σύσταση της επιτροπής Cadbury το 1992 διατυπώνοντας έναν εθελοντικό κώδικα για την Εταιρική Διακυβέρνηση. Πολλοί διεθνείς οργανισμοί και εγχώριοι φορείς, ανά τον κόσμο, διατυπώνουν μια σειρά από αρχές καλής Εταιρικής Διακυβέρνησης, που, σε εθελοντική βάση,



συστήνεται προς τις επιχειρήσεις να υιοθετήσουν. Η πλειοψηφία των κωδικών εφαρμόζει μια ενιαία αντιμετώπιση βασικών ζητημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης χωρίς όμως να λείπουν διαφορετικές συστάσεις σε επιμέρους ζητήματα. Η ποικιλία αυτών των συστάσεων προέρχεται από το διαφορετικό νομικό και θεσμικό πλαίσιο κάθε χώρας, την διαφορετική εταιρική κουλτούρα κ.α.

2.4 Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency Theory)

Η θεωρία εδραιώθηκε αρχικά από το έργο του Adam Smith (1776) και στους σύγχρονους καιρούς από αυτό των Berle και Means (1932). Οι Shleifer και Vishny (1997) αναλύουν το πρόβλημα «εντολοδόχου – εντολέα» (agency problem), το οποίο αποτελεί ένα βασικό κομμάτι της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Η ουσία του προβλήματος αφορά τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και του ελέγχου. Οι ιδιοκτήτες – μέτοχοι είναι δυνατόν, λόγω έλλειψης των απαραίτητων γνώσεων και δεξιοτήτων, έλλειψης χρόνου ή και του μεγάλου κόστους διοίκησης και έλεγχου της εταιρείας να αναθέτουν την πραγματοποίηση των οικονομικών δραστηριοτήτων σε κάποιον ειδικό, με τη μορφή συμβάσεων, μεταξύ του εντολέα (ιδιοκτήτη) και του εντολοδόχου (διαχειριστή). Με αυτό τον τρόπο μεταξύ του μετόχου και της εταιρείας του παρεμβάλλεται ένα παρένθετο πρόσωπο, το οποίο θα πρέπει να ελεγχθεί για την αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα της διοίκησης που ασκεί, για την αποφυγή συγκρούσεων των συμφερόντων μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών. Για παράδειγμα λόγω προσωπικών κινήτρων, προτιμήσεων και επιδιώξεων των εντολοδόχων, προβαίνουν σε ενέργειες ώστε να επιτύχουν αύξηση του μισθού τους ενώ οι εντολείς να επιθυμούν αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Επιπρόσθετα, είναι δύσκολο και δαπανηρό για τον εντολέα να επαληθεύσει πως πραγματικά ενεργεί ο εντολοδόχος. Ο τρόπος με τον οποίο μπορεί να ρυθμιστεί η σχέση μεταξύ εντολέα και εντολοδόχου είναι μέσω των αποτελεσματικών συμβάσεων. Θα μπορούσαν να υπογράψουν ένα συμβόλαιο ορίζοντας με σαφήνεια τις πράξεις του κάθε συμβαλλόμενου μέρους στις μελλοντικές ενδεχόμενες καταστάσεις. Σε περιπτώσεις όπου οι κεφαλαιαγορές λειτουργούν τέλεια, με πλήρη



και συμμετρική πληροφόρηση αυτό θα ήταν εφικτό. Στην πραγματικότητα όμως η τέλεια λειτουργία των αγορών δεν υφίσταται, δημιουργώντας μια σειρά μηχανισμών που στοχεύουν στην υπέρβαση των προβλημάτων που προκύπτουν από το διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου (Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2001):

Ο πρώτος μηχανισμός αφορά την εποπτεία και παρακολούθηση του έργου και της ποιότητας των αποφάσεων των διαχειριστών. Η διαδικασία αυτή απαιτεί την έγκυρη και ποιοτική πληροφόρηση των ιδιοκτητών. Ο δεύτερος μηχανισμός αφορά την παροχή κινήτρων για την ευθυγράμμιση των συμφερόντων των διαχειριστών των εταιρειών με αυτά των μετόχων, όπως σχήματα αμοιβών, δικαιώματα μετοχών. Οι Jensen και Meckling (1976) υποστηρίζουν ότι η συγκέντρωση μετοχών στα χέρια των διαχειριστών θα μπορούσε να προκαλέσει τη σύγκλιση στόχων και συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των στελεχών. Ο τρίτος μηχανισμός περιλαμβάνει τις πιέσεις που μπορούν να δεχθούν τα στελέχη από την αγορά, κεφαλαιαγορά και αγορά στελεχών. Η πρώτη αγορά αφορά τη διαμόρφωση της τιμής της μετοχής (σύνδεση της απόδοσης με την αμοιβή), η δεύτερη τη διαχρονική φήμη των στελεχών και η τρίτη τις εξαγορές και συγχωνεύσεις. Όσον αφορά τις εξαγορές και συγχωνεύσεις, οι εταιρείες που δεν έχουν εμφανίσει ικανοποιητικά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα παρουσιάζουν μικρή ελκυστικότητα στους επενδυτές και η τιμή της μετοχής πέφτει στην κεφαλαιαγορά. Όταν πέσει κάτω από ένα όριο γίνεται ελκυστική για εξαγορά γιατί η αξία των στοιχείων ενεργητικού είναι μεγαλύτερη από την χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση. Έτσι, τα στελέχη της εξαγοραζόμενης επιχείρησης απομακρύνονται από αυτή χαρακτηριζόμενα ως αναποτελεσματικά. Ο φόβος της απομάκρυνσης, αποτελεί και κίνητρο για την καλή τους απόδοση στη μεγέθυνση της εταιρείας.

2.5 Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης

Το 1999 ο Οργανισμός Οικονομικής Ανάπτυξης και Συνεργασίας (ΟΟΣΑ) και την αναθεώρηση του το 2004, συντάσοντας τον Κώδικα για την Εταιρική Διακυβέρνηση, δημοσίευσε τις βασικές αρχές, οι οποίες θα πρέπει να διέπουν τις ρυθμίσεις που αφορούν την Εταιρική Διακυβέρνηση. Στόχος τους ήταν να προσφέρουν βοήθεια στις κυβερνήσεις όλων των χωρών τόσο στην αξιολόγηση και βελτίωση του νομικού και θεσμικού πλαισίου όσο και στην παροχή οδηγιών στους επενδυτές, στα χρηματιστήρια και στις εταιρείες. Οι αρχές αυτές έχουν έναν ρόλο κυρίως εθελοντικό, ο οποίος στοχεύει στην ανάπτυξη της Εταιρικής Διακυβέρνησης ώστε να φτάσει σ' ένα αποτελεσματικό επίπεδο. Σ' ένα επίπεδο όπου θα πρέπει να παρέχει ένα αποτελεσματικό σύστημα παρακολούθησης καθώς και τα κατάλληλα κίνητρα στο Διοικητικό Συμβούλιο και στους διαχειριστές προκειμένου ν' επιτύχουν το μέγιστο δυνατό αποτέλεσμα για την εταιρεία. Οι αρχές αυτές καλύπτουν πέντε βασικές πλευρές της Εταιρικής Διακυβέρνησης:

1. Τα δικαιώματα των μετόχων
2. Η ισότιμη μεταχείριση των μετόχων
3. Ο ρόλος των ενδιαφερόμενων μερών στην Εταιρική Διακυβέρνηση
4. Γνωστοποίηση και διαφάνεια
5. Οι ευθύνες του Διοικητικού Συμβουλίου

2.6 Πλεονεκτήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η υιοθέτηση αρχών και δομών Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι μια μακροχρόνια επένδυση η οποία αναμφισβήτητα συμβάλλει στην αύξηση της αξίας κάθε επιχείρησης. Είναι αλήθεια ότι τα οφέλη δεν είναι άμεσα εμφανή, σε αντίθεση με το κόστος το οποίο θα νιώσουν άμεσα τα αποτελέσματα τους οι εταιρείες, αλλά η συμμόρφωση των εταιρειών στις αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης συνεπάγεται:



↳ Βελτίωση της φήμης της επιχείρησης

Η αύξηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών, των κρατικών μηχανισμών και του κοινού καθιστά τα προϊόντα και τις υπηρεσίες της πιο ελκυστικά, ισχυροποιείται η επιχειρηματική της θέση και αποτελεί πόλο έλξης εργασιακής απασχόλησης.

↳ Βελτίωση λειτουργικής αποδοτικότητας

Η σωστή εφαρμογή των κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο απάτης και βελτιώνει το σύστημα ιεραρχίας. Επιπρόσθετα, ένα ανεξάρτητο και ορθά συγκροτημένο Διοικητικό Συμβούλιο βελτιώνει τη διαδικασία και τη ροή λήψης αποφάσεων και δημιουργεί ένα επιχειρησιακό περιβάλλον όπου:

- βελτιώνεται η αποδοτικότητα του προσωπικού και των στελεχών της μέσω της μεγαλύτερης αντικειμενικότητας σε θέματα επιβράβευσης και αποζημίωσης.
- η λήψη αποφάσεων θα γίνεται με κριτήριο τους πραγματικούς εμπορικούς σκοπούς της επιχείρησης για τη μεγιστοποίηση του κέρδους.
- θα έχει την πλήρη ενημέρωση της λειτουργίας της ίδιας της εταιρείας.

↳ Ευκολότερη πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές

Μέσω της καλής Εταιρικής Διακυβέρνησης αυξάνεται ο βαθμός διαφάνειας της επιχείρησης δημιουργώντας ένα φιλικό περιβάλλον με τους επενδυτές, διασφαλίζοντας τη δημιουργία υγιούς μετοχικής βάσης και την προσέλκυση μακροχρόνιων επενδυτικών κεφαλαίων. Η προσέλκυση καλύτερης ποιότητας επενδυτών και υψηλή κεφαλαιακή συγκέντρωση επενδύσεων, καθιστά την εταιρεία πιο ισχυρή και ανταγωνιστική στις αγορές.

↳ Μείωση του κόστους κεφαλαίου

Η έγκαιρη και σωστή διευθέτηση των εκκρεμοτήτων της επιχείρησης έχει ως αποτέλεσμα να απολαμβάνει ορισμένα προνόμια όπως είναι τα χαμηλότερα

επιτόκια δανείων, μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα παροχής πιστώσεων από τους προμηθευτές κ.α. Αυτό συνεπάγεται την μείωση του κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης και αύξηση των περιουσιακών της στοιχείων.

2.7 Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Υπάρχει μια ενιαία αντιμετώπιση βασικών ζητημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης με ορισμένες όμως διαφορές οι οποίες οφείλονται τόσο στο διαφορετικό νομικό και θεσμικό πλαίσιο κάθε χώρας όσο και στην διαφορετική εταιρική κουλτούρα. Γι αυτό το λόγο έχουμε την δημιουργία τριών συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης τα οποία είναι:

Αγγλοσαξονικό Σύστημα

Ο αγοραίος έλεγχος ή το Αγγλοσαξονικό σύστημα έχει τα εξής χαρακτηριστικά:

- ↓ Μεγάλη διασπορά στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών και αυξημένη κινητικότητα των μετόχων.
- ↓ Απόκτηση σημαντικού ποσοστού του μετοχικού κεφαλαίου από τους θεσμικούς επενδυτές.
- ↓ Αύξηση του ρόλου του διοικητικού συμβουλίου εξαιτίας του προβλήματος Αντιπροσώπευσης.
- ↓ Ύπαρξη αναπτυγμένων κεφαλαιαγορών όπου εξασφαλίζουν τη δυνατότητα της αυξημένης μετοχικής κινητικότητας.
- ↓ Ασφαλής καταγραφή και μεταφορά της ιδιοκτησίας, απόκτηση πληροφοριών για την εταιρεία, συμμετοχή και ψήφος στις Γενικές Συνελεύσεις Μετόχων, εκλογή και παύση μελών των Δ.Σ., συμμετοχή στα κέρδη της εταιρείας (ΟΟΣΑ,2004).

Ευρωπαϊκό – Ηπειρωτικό Μοντέλο

Το σύστημα της ηπειρωτικής Ευρώπης χαρακτηρίζεται από τα ακόλουθα γνωρίσματα:

- ✚ Υπάρχουν κυρίαρχοι μέτοχοι που συχνά ανήκουν στις ιδρυτικές οικογένειες.
- ✚ Ο έλεγχος και συχνά η διοίκηση ασκείται από μεγάλους μετόχους.
- ✚ Το Διοικητικό Συμβούλιο ελέγχεται από εσωτερικά ή εξωτερικά μέλη που συνδέονται με τους μεγάλους μετόχους.
- ✚ Υπαρξη μικρών και χαμηλής ρευστότητας κεφαλαιαγορών
- ✚ Υπάρχουν άτυπα- μη ρητά (implicit) συμβόλαια και στενές προσωπικές σχέσεις εμπιστοσύνης μεταξύ των στελεχών και διοίκησης.
- ✚ Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διατηρούν μακροχρόνιες σχέσεις δανειστή-δανειζόμενου και κατοχής μετοχών με τις εταιρείες.
- ✚ Υπαρξη μικρού αριθμού μετόχων που συγκεντρώνουν τα μετοχικά μερίδια.
- ✚ Οι θεσμικοί επενδυτές παίζουν μικρότερο ρόλο σε σχέση με τις Αγγλοσαξονικές χώρες.

Ιαπωνικό Μοντέλο

Οι ιδιομορφίες του Ιαπωνικού μοντέλου είναι τέτοιες που το κάνουν να διαφέρει σημαντικά από τα άλλα πρότυπα συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης, παρουσιάζοντας τα εξής γνωρίσματα:

- ✚ Οι τράπεζες στην Ιαπωνία δεν είναι μόνο μέτοχοι αλλά και συνέταιροι. Δεν είναι μόνο χρηματοδότες αλλά και σύμβουλοι. Το γεγονός αυτό προκύπτει εξαιτίας της αντίληψης ότι βλέπουν τις παραγωγικές επιχειρήσεις ως το μοναδικό και αξιόπιστο τρόπο παραγωγής κερδών για αυτές, μακροχρόνια γι' αυτό και τις ενισχύουν.
- ✚ Ενεργός ο ρόλος της «οικογένειας» με την έννοια περισσότερο της φατρίας.
- ✚ Οι αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές δεν παίζουν τον ίδιο ρόλο και δεν ρυθμίζουν το εσωτερικό περιβάλλον των εταιρειών όπως στις

Αγγλοσαξονικές χώρες επειδή θέτουν ως στόχο τη δημιουργία κερδών όχι στο επίπεδο της μεμονωμένης εταιρείας αλλά του συνόλου- ομίλου.

2.8 Γεωγραφική Κατανομή και Σύγκριση των Συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης

Το Αγγλοσαξονικό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης εφαρμόζεται κυρίως σε χώρες με ανεπτυγμένη χρηματιστηριακή αγορά, βρίσκοντας πλήρη εφαρμογή στις ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο, Καναδά και Αυστραλία. Από την άλλη, το Ευρωπαϊκό-Ηπειρωτικό Μοντέλο εμφανίζεται σε χώρες όπως η Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία, Αυστρία, Βέλγιο κ. ενώ το Ιαπωνικό Σύστημα στην Ιαπωνία. Στο Αγγλοσαξονικό σύστημα σύμφωνα με τους Λαζαρίδη ,Δρυμπέτα (2011) το πρόβλημα Αντιπροσώπευσης είναι και το κυρίαρχο πρόβλημα εταιρικών σχέσεων, ενώ στο Ηπειρωτικό το κύριο πρόβλημα αποτελεί η προστασία των μικρομετόχων. Οι κύριοι μέτοχοι έχουν κίνητρα να δρουν για προσωπικό τους μόνον όφελος, μέσω της συμμετοχής τους στη διοίκηση, στον έλεγχο και την εποπτεία της επιχείρησης. Επιπρόσθετα, υπάρχει και η διαφοροποίηση σε ηθικά ζητήματα. Στο Αγγλοσαξονικό μοντέλο ο ηθικός κίνδυνος και η ασυμμετρία πληροφόρησης είναι τα κύρια ηθικά θέματα ενώ στο Ηπειρωτικό η κατάχρηση της εξουσίας και του ελέγχου από τους μεγαλομετόχους. Ακόμη, οι ενεργές αγορές εταιρικού ελέγχου (εξαγορές, διαμάχη για την απόκτηση δικαιωμάτων ψήφου κ.α.) αποτελούν σημαντικά ζητήματα στο Αγγλοσαξονικό μοντέλο, ενώ στο Ηπειρωτικό δεν έχουν την ίδια επίδραση στη διαμόρφωση του εταιρικού περιβάλλοντος. Στον πίνακα 2 γίνεται η ταξινόμηση συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης.

	Αγγλοσαξωνικό Σύστημα	Ηπειρωτικό-Ευρωπαϊκό Σύστημα	Ιαπωνικό Σύστημα
Χώρες	ΗΠΑ, ΗΒ, Καναδάς, Αυστραλία	Γερμανία, Ελβετία, Γαλλία, Βέλγιο, Ιταλία, Αυστρία	Ιαπωνία
Κεφαλαιαγορές	Υψηλή	Χαμηλή	Μέση
Σύστημα Δ.Σ	Ένα επίπεδο (εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη)	Δύο επίπεδα (εκτελεστικά μέλη και επιτροπή εποπτείας)	Δ.Σ., γραφεία αντιπροσωπευτικών μελών, ελεγκτών
Συγκέντρωση Ιδιοκτησίας	Χαμηλή	Μέση / Υψηλή	Μέση / Χαμηλή

Πίνακας 2: Ταξινόμηση Συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης

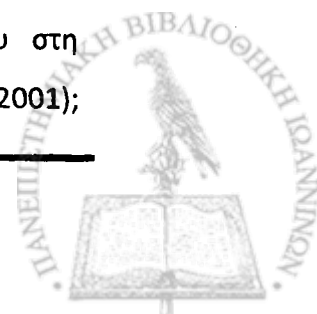
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ

Το ενδιαφέρον για την Εταιρική Διακυβέρνηση είναι καθολικό λόγω του γεγονότος ότι η αποτελεσματική προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων και η ενίσχυση της αποτελεσματικότητας των Διοικητικών Συμβουλίων στο ρόλο της παρακολούθησης των αποφάσεων των διαχειριστών αποτελούν σημαντικές διαδικασίες. Η Εταιρική Διακυβέρνηση συνδέεται άμεσα με την κερδοφορία της επιχείρησης. Οι καλύτερα διοικούμενες επιχειρήσεις θα μπορούσαν να είναι πιο κερδοφόρες σήμερα προκειμένου οι επενδυτές να αναμένουν υψηλότερα έσοδα στο μέλλον προβαίνοντας έτσι σε καλύτερες επενδύσεις. Είναι φανερό δηλαδή, ότι η καλή Εταιρική Διακυβέρνηση μπορεί να αποτελέσει ένα κρίσιμο συστατικό στην οικοδόμηση μιας υγιούς αγοράς και στην προσέλκυση μακροχρόνιων επενδυτικών κεφαλαίων.

Ένας βασικός παράγοντας που αναφέρεται στην βιβλιογραφία ότι μπορεί να επηρεάσει την κερδοφορία των επιχειρήσεων αποτελεί η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου (board composition) όπου 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 αποτελεί και τον Διευθύνων Σύμβουλο. 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 (managers) έτσι ώστε να εξασφαλίσουν ότι οι πράξεις τους ευθυγραμμίζονται με τα ενδιαφέροντα των μετόχων, επενδυτών και των λοιπών μερών που σχετίζονται με την επιχείρηση. Στη συνέχεια οι ως άνω παράγοντες αναλύονται λεπτομερώς.

3.1 Το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου (board size)

Οι απόψεις για την επίδραση του μεγέθους του Διοικητικού Συμβουλίου στη βιβλιογραφία ποικίλουν. Σύμφωνα με τους Yermack (1996); Hossain et al. (2001);



Conyon, Peck (1998); Shakir (2008); Andres et al. (2005); Frick, Bermig (2009); Mashayekhi, Bazaz (2008) το μέγεθος του συμβουλίου μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την κερδοφορία, και αυτό γιατί τα μεγάλα συμβούλια μπορεί να είναι λιγότερο αποτελεσματικά από τα μικρά. Η ιδέα είναι ότι όταν το μέγεθος του συμβουλίου είναι πολύ μεγάλο, αυξάνονται τα προβλήματα Αντιπροσώπευσης. Οι μέτοχοι λόγω έλλειψης γνώσεων και δεξιοτήτων, επενδύσεων σε πολλές εταιρείες παράλληλα, περιορισμένου χρόνου ή και του μεγάλου κόστους διοίκησης και ελέγχου της επιχείρησης αναθέτουν την διοίκηση της σε επαγγελματίες. Οι επαγγελματίες (αντιπρόσωποι) αναλαμβάνουν την εξουσία επί των στοιχείων του ενεργητικού και του ανθρώπινου δυναμικού της εταιρείας και την ευθύνη διοίκησής τους. Με αυτόν τον τρόπο μεταξύ του μετόχου και της εταιρείας του παρεμβάλλεται ένα παρένθετο πρόσωπο, το οποίο θα πρέπει να ελεγχθεί για την αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα της διοίκησης που ασκεί (Λαζαρίδης, Δρυμπέτας 2011). Τα μικρά συμβούλια δηλαδή, παρέχουν ένα υψηλότερο επίπεδο συντονισμού και επικοινωνίας και χαμηλότερη συχνότητα εμφάνισης των παραπάνω προβλημάτων. Από την άλλη πλευρά οι Jeffrey (2004); Linck et al. (2008); Tsifora, Eleftheriadou (2007) υποστηρίζουν ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της κερδοφορίας της επιχείρησης. Κατά την γνώμη τους στα μεγάλα συμβούλια υπάρχει το πλεονέκτημα να έχουν πολλές γνώμες και συμβουλές ειδικών και επιπλέον, να υπάρχει ποικιλία σε ότι αφορά την εμπειρία, τις ικανότητες, τα έθνη και τα φύλα. Ακόμη στα μικρά συμβούλια δεν υπάρχει η δυνατότητα να έχουν μεγάλο αριθμό ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών έτσι ώστε να μπορούν να ελέγχουν και να παρακολουθούν καλύτερα για τυχόν δολιοφθορές. Τέλος οι Dimitropoulos, Asteriou (2010); Dung To Thi (2011) και Rouf (2011) δεν κατόρθωσαν να βγάλουν σημαντική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της κερδοφορίας. Ο Dung To Thi (2011) υποστηρίζει ότι αυτό ίσως οφείλεται στο γεγονός ότι το δείγμα του περιλαμβάνει Βιετναμέζικές εταιρείες οι οποίες εισήλθαν πρόσφατα στον τομέα της αγοράς και οι αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης δεν έχουν ακόμη κατανοηθεί και αφομοιωθεί πλήρως, ενώ ο Rouf (2011) αναφέρει ότι χρησιμοποίησε μόνο μη χρηματοοικονομικές εταιρείες και για μία μόνο χρονιά και τα αποτελέσματα ίσως να ήταν διαφορετικά εάν είχε συμπεριλάβει όλες τις επιχειρήσεις για περισσότερα χρόνια.



3.2 Αριθμός Ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών (number of independent directors)

Το Διοικητικό Συμβούλιο αποτελεί το αρμόδιο εταιρικό όργανο για την υιοθέτηση, την εφαρμογή και τον έλεγχο των στρατηγικών στόχων και πολιτικών. Αποτελείται από εκτελεστικά και μη εκτελεστικά ανεξάρτητα μέλη. Όπως αναφέρουν οι Fama και Jensen (1983) ο ρόλος των ανεξάρτητων διευθυντών στο Διοικητικό Συμβούλιο είναι θεμελιώδης στην προώθηση της καλής Διακυβέρνησης επειδή οι εξωτερικοί διευθυντές έχουν την εκτίμηση και την αποδοχή της αγοράς. Υποστηρίζουν πως τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη θα είναι αποτελεσματικά στο ρόλο τους προκειμένου να μην βλάψουν τη φήμη τους. Τα διοικητικά συμβούλια θα πρέπει να απαρτίζονται από έναν επαρκή αριθμό ανεξάρτητων μελών ικανά να ασκούν ανεξάρτητη κρίση σε θέματα σύγκρουσης συμφερόντων (ΟΟΣΑ,2004). Σύμφωνα με τους Dimitropoulos, Asteriou (2010); Dung To Thi (2011); Ma, Tian (2009); Weisbach (1987); Rouf (2011); Mashayekhi, Bazaz (2008) η παρουσία ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο συμβούλιο επηρεάζει θετικά την κερδοφορία της επιχείρησης και αυτό γιατί μπορούν να παρέχουν εξειδικευμένες γνώσεις, να αξιολογούν στρατηγικές αποφάσεις, να έχουν τον έλεγχο των λειτουργιών και να απομακρύνουν ανεπαρκή στελέχη. Επιπρόσθετα, τα μέλη αυτά είναι σε θέση να παρέχουν υψηλότερο βαθμό αντικειμενικότητας στην αξιολόγησή τους για την κατάσταση της εταιρείας και ειδικότερα σε περιόδους σημαντικών αναδιαρθρωτικών γεγονότων όπως οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές. Ακόμη, έχουν κίνητρο να ενεργήσουν ως όργανα ελέγχου της διοίκησης προκειμένου να προστατεύσουν την φήμη τους ως αποτελεσματικοί και ανεξάρτητοι. Από την άλλη πλευρά υπάρχει ένα ρεύμα υποστηρικτών όπως οι Hossain et al. (2001), Yermack (1996) οι οποίοι λένε ότι οι ενέργειες τους περιορίζονται σημαντικά από την έλλειψη χρόνου και των απαραίτητων πληροφοριών. Επιπλέον, τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη μπορεί να διορίζονται για πολιτικούς λόγους, μειώνοντας έτσι την απόδοση της επιχείρησης είτε δεσμεύονται από πολιτικούς περιορισμούς (Agrawal, Knaeber, 1996).



3.3 Παρουσία Γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο

Ένα ακόμη συστατικό της σύνθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου αποτελεί και η παρουσία των γυναικών σ' αυτό. Οι Carter & al. (2003) αναφέρουν ότι η διαφοροποίηση στο Διοικητικό Συμβούλιο αυξάνει την εταιρική απόδοση καθώς άνθρωποι διαφορετικού φύλου, καταγωγής ή κουλτούρας τείνουν να κάνουν ερωτήσεις τις οποίες «παραδοσιακά» μέλη δεν θα έκαναν. Σ' ένα σύνθετο επαγγελματικό περιβάλλον, οι επιχειρήσεις θα πρέπει να χρησιμοποιούν όλες τις διαθέσιμες πηγές για έναν αποτελεσματικό ανταγωνισμό και οι γυναίκες ενισχύουν το σκοπό αυτό μέσω της δημιουργικότητας και της καινοτομίας. Οι Smith et al. (2006) τονίζουν ότι τα γυναικεία μέλη του συμβουλίου παρέχουν μοναδικές προοπτικές, εμπειρίες και ενισχύουν τις διαδικασίες λήψης αποφάσεων, ενθαρρύνοντας τα υπόλοιπα μέλη, να υιοθετήσουν περισσότερο αποτελεσματικές στρατηγικές. Επιπλέον ενισχύουν την εικόνα της επιχείρησης, έχοντας ένα θετικό αποτέλεσμα στην συμπεριφορά των πελατών. Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν και κάποιοι που υποστηρίζουν ότι η παρουσία των γυναικών επιδρά αρνητικά στην κερδοφορία και αυτό γιατί, οι γυναίκες αποστρέφονται περισσότερο τον κίνδυνο (Vera & Martin, 2011).

3.4 Ταύτιση ρόλων του Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου

Ο Πρόεδρος και ο Διευθύνων Σύμβουλος έχουν την περισσότερη εξουσία και δύναμη μέσα στην εταιρεία. Ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου διαδραματίζει καίριο ρόλο στην Εταιρική Διακυβέρνηση καθώς είναι αυτός ο οποίος εποπτεύει τη σωστή λειτουργία των συνεδριάσεων του συμβουλίου. Σύμφωνα με τους Jensen (1993) και Chen & al. (2008) η ταύτιση των ρόλων Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου και Διευθύνων Σύμβουλου έχει ως αποτέλεσμα τη σύγκρουση συμφερόντων, αφού αυτός που ελέγχει και ελέγχεται αποτελεί το ίδιο πρόσωπο και έτσι να δρα υπέρ του δικού του προσωπικού οφέλους. Ο Dung To Thi (2011) σε μια εμπειρική έρευνα βρίσκει ότι υπάρχει μια θετική συσχέτιση με την κερδοφορία της επιχείρησης καθώς η ανάθεση του ρόλου του Προέδρου και του Διευθύνοντος Σύμβουλου σε ένα άτομο το καθιστά πιο αποδοτικό και ενεργητικό στην λήψη των αποφάσεων και στη διαχείριση της



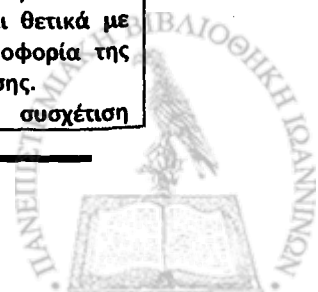
εταιρείας. Οι Hossain et al. (2001) όμως, δεν κατάφεραν να βρουν σημαντική συσχέτιση μεταξύ του διπλού ρόλου και της εταιρικής απόδοσης.

3.5 Ιδιοκτησιακή Δομή (ownership concentration)

Η καλή Εταιρική Διακυβέρνηση υπάρχει για να μειώνει το πρόβλημα της σύγκρουσης των συμφερόντων που δημιουργείται μεταξύ των ιδιοκτητών και των διαχειριστών της κάθε εταιρείας. Η ιδιοκτησιακή δομή δείχνει πόσο συγκεντρωμένος είναι ο αριθμός των μετοχών, δηλαδή πόσοι μέτοχοι κατέχουν το μεγαλύτερο μέρος των μετοχών σε μία επιχείρηση. Γι αυτό η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας σε μια μικρή μερίδα ατόμων από τη μία μπορεί να μειώσει τα προβλήματα Αντιπροσώπευσης αφού μπορούν να ελέγχουν την εταιρεία από κοντά και πιο αποτελεσματικά, από την άλλη όμως μπορούν να δρουν υπέρ των δικών τους συμφερόντων και όχι για το σύνολο των μικρότερων μετόχων. Οι Wook Joh (2002), Ehikioya (2009), Busta (2008) βρίσκει ότι υπάρχει μια θετική συσχέτιση μεταξύ της ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης και της κερδοφορίας ενώ ο Dung To Thi (2011) δεν κατάφερε να βρεί συσχέτιση πιθανόν λόγω ότι η επιλογή του δείγματος και της χρονικής περιόδου δεν αντανάκλα πλήρως τους αποτελεσματικούς κανόνες της ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης στην Βιετναμέζικη αγορά. Παρακάτω παρουσιάζεται συνοπτικός πίνακας των προηγούμενων ερευνών που έχουν γίνει για τη μελέτη της επίδρασης της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην κερδοφορία των επιχειρήσεων.



Συγγραφέας	Χώρες	Χρονιές	Μέγεθος Δείγματος	Τρόπος μέτρησης της κερδοφορίας	Αποτελέσματα
Shakir R.	Μαλαισία	1999-2005	81	Tobin's Q	Αρνητική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της κερδοφορίας της επιχείρησης. Θετική συσχέτιση των εκτελεστικών μελών και της κερδοφορίας.
Andres et al.	Δυτική Ευρώπη & Νότια Αμερική	1996	450	Version of Tobin's Q	Αρνητική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της κερδοφορίας της επιχείρησης.
Asteriou, Dimitropoulos	Ελλάδα	2000-2004	97	Tobin's Q	Καμία συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της κερδοφορίας της επιχείρησης. Θετική συσχέτιση των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών και της κερδοφορίας.
Hossain et al.	Νέα Ζηλανδία	1991-1997	663	Tobin's Q	Αρνητική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της κερδοφορίας της επιχείρησης.
Andres & al.	10 χώρες του OECD	1990-1996	450	ROA	Καμία συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της κερδοφορίας της επιχείρησης.
Chen & al.	Χονγκ Κονγκ	1995-1998	412	ROA, ROE, M/B	Αρνητική συσχέτιση μεταξύ της μεταβλητής εάν ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου είναι και Διευθύνων Σύμβουλος και της κερδοφορίας.
Ehikioya	Νιγηρία	1998-2002	107	ROA, ROE, PE, Tobin's Q	Η συγκέντρωση ιδιοκτησίας σχετίζεται θετικά με την κερδοφορία της επιχείρησης. Θετική συσχέτιση



					μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της κερδοφορίας της επιχείρησης. Αρνητική συσχέτιση μεταξύ της μεταβλητής εάν ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου είναι και Διευθύνων Σύμβουλος και της κερδοφορίας.
Busta	17 Δυτικές Ευρωπαϊκές χώρες	1993-2005	358	Tobin's Q, ROA	Η ανεξαρτησία του συμβουλίου επιδρά στην κερδοφορία της επιχείρησης. Η συγκέντρωση ιδιοκτησίας σχετίζεται θετικά με την κερδοφορία της επιχείρησης.
Tsifora & Eleftheriadou	Ελλάδα	2000-2004	22	Tobin's Q	Θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της κερδοφορίας της επιχείρησης. Θετική συσχέτιση μεταξύ της ιδιοκτησιακής δομής και της κερδοφορίας της επιχείρησης.
Frick & Bermig	Γερμανία	1998-2007	294	Tobin's Q	Αρνητική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της κερδοφορίας της επιχείρησης.
Yermack	Ηνωμένες Πολιτείες	1984-1991	452	Tobin's Q	Αρνητική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της κερδοφορίας της επιχείρησης.
Rouf	Μπαγκλαντές	2006	93	ROA, ROE	Καμία συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της κερδοφορίας της επιχείρησης. Θετική συσχέτιση των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών και της κερδοφορίας.
Jeffrey	Ηνωμένες Πολιτείες	1992-1998	2740 εγγραφές ¹	Tobin's Q	Θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και



					της κερδοφορίας της επιχείρησης.
Mashayekhi & Bazaz	Ιράν	2005-2006	240	EPS, ROA, ROE	Αρνητική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της κερδοφορίας της επιχείρησης. Θετική συσχέτιση των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών και της κερδοφορίας.
Wook Joh	Κορέα	1993-1997	5829	Net Income/ Assets	Θετική συσχέτιση μεταξύ της ιδιοκτησιακής δομής και της κερδοφορίας της επιχείρησης.
Vera & Martin	Ισπανία	1998-2003	900000	ROE	Αρνητική συσχέτιση μεταξύ της ύπαρξης γυναικών στο συμβούλιο και της κερδοφορίας της επιχείρησης.
Weisbach	Ηνωμένες Πολιτείες	1977-1980	495	Return on the company's stock – return on a value market portfolio	Θετική συσχέτιση των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών και της κερδοφορίας.
Linck et al.	Ηνωμένες Πολιτείες	1990-2004	7000	average annual industry-adjusted earnings before interest and taxes scaled by total assets	Θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της κερδοφορίας της επιχείρησης.
Ma & Tian	Κίνα	2003-2004	1975	Tobin's Q	Θετική συσχέτιση των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών και της κερδοφορίας. Θετική συσχέτιση της συχνότητας των συμβουλίων και της κερδοφορίας.
Smith et al.	Δανία	1993-2001	2500	Gross value added/net turnover. profit on ordinary operations/net turnover. ordinary result/net assets. net result after tax/net assets.	Θετική συσχέτιση μεταξύ της ύπαρξης γυναικών στο συμβούλιο και της κερδοφορίας της επιχείρησης.



Dung To Thi	Βιετνάμ	2009	100	Tobin's Q, ROA	Θετική συσχέτιση των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών και της κερδοφορίας. Καμία συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της κερδοφορίας της επιχείρησης. Θετική συσχέτιση μεταξύ της μεταβλητής εάν ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου είναι και Διευθύνων Σύμβουλος και της κερδοφορίας.
Canyon & Peck	Ευρωπαϊκές χώρες	1990-1995	Επιχειρήσεις από 5 Ευρωπαϊκές χώρες	Approximation of Tobin's Q	Αρνητική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της κερδοφορίας της επιχείρησης.
Agrawal & Knoeber	Ηνωμένες Πολιτείες	1988	264	Book value of total assets	Αρνητική συσχέτιση των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών και της κερδοφορίας.
Carter & al	Ηνωμένες Πολιτείες	1997	638	Approximation of Tobin's Q	Θετική συσχέτιση μεταξύ της ύπαρξης γυναικών στο συμβούλιο και της κερδοφορίας της επιχείρησης.

Πίνακας 2: Προηγούμενες έρευνες της σχέσης Εταιρικής Διακυβέρνησης και κερδοφορίας των επιχειρήσεων.

¹ κάθε εγγραφή αντιστοιχεί στα στοιχεία μιας επιχείρησης για ένα έτος

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

4.1 Ιστορικό Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα

Η εκβιομηχάνιση της Ελλάδας επήλθε τα πρώτα χρόνια μετά τον 2ο Παγκόσμιο Πόλεμο δημιουργώντας σοβαρές διαρθρωτικές δυσκολίες. Σύμφωνα με τον Spano (2005) αυτό που ώθησε την οικονομική δραστηριότητα στην Ελλάδα ήταν η ιδιωτική κατανάλωση, οι ιδιωτικές και δημόσιες επενδύσεις. Σε σχέση με την υπόλοιπη Ευρώπη το ποσοστό των άμεσων ξένων επενδύσεων ήταν χαμηλό και αυτός ήταν ο λόγος για τον οποίο έγιναν διάφορες μεταρρυθμίσεις σε κυβερνητικές πολιτικές, όπως η απλούστευση των φορολογικών συστημάτων. Επίσης υπογραμμίζει ότι η ραγδαία ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, η οποία εντάχθηκε, σε ένα οικονομικό περιβάλλον προηγμένων αγορών καθώς και ο παγκόσμιος ανταγωνισμός ενίσχυσε τη συζήτηση για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα. Ακόμη έναν λόγο αποτέλεσαν οι πρόσφατες πτωχεύσεις εταιρειών και τα διάφορα οικονομικά σκάνδαλα όπου έδειξαν ότι η σωστή Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί θεμελιώδη λίθο για την αποτελεσματική λειτουργία των κεφαλαιαγορών.

Οι αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα εμφανίστηκαν μετά το κράχ του Χρηματιστηρίου το 1999, όπου την ίδια χρονιά η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς υιοθέτησε τις «Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα – Οδηγίες για τον Ανταγωνιστικό Μετασχηματισμό της», γνωστή και ως «Γαλάζια Βίβλο», με πρότυπο τις αρχές του ΟΟΣΑ ενώ το 2001 συνέταξε κάποιες αρχές και ο Σύνδεσμος Επιχειρήσεων και Βιομηχάνων (ΣΕΒ). Η Ελληνική Κυβέρνηση πραγματοποίησε τη θέσπιση ενός συγκεκριμένου νομοθετικού πλαισίου προκειμένου να προστατεύσει τα δικαιώματα των μετόχων, των ενδιαφερόμενων μερών και την αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς το 2002 με τον Νόμο 3016/2002. Ο νόμος αυτός, περιέχει λεπτομερές πληροφορίες για την δομή της Εταιρικής Διακυβέρνησης και συγκεκριμένα για το πλήθος των ανεξάρτητων εκτελεστικών μελών, το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, την σύνθεση και λειτουργία του συμβουλίου, την εσωτερική οργάνωση της εταιρείας, τις ελεγκτικές επιτροπές και την συμμετοχή των μετόχων στις αποφάσεις. Επιπλέον, ένα πλήθος άλλων νομοθετικών πράξεων ενσωμάτωσαν στο ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο τις



ευρωπαϊκές οδηγίες εταιρικού δικαίου, δημιουργώντας νέους κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης, όπως ο Νόμος 3693/2008 που περιέχει σημαντικές υποχρεώσεις γνωστοποίησης προς τους μετόχους στο πλαίσιο της προετοιμασίας της Γενικής τους Συνέλευσης. Επιπρόσθετα, ο πρόσφατος Νόμος 3873/2010, ενσωματώνοντας την Οδηγία 2006/46/ΕΚ της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αποτέλεσε το «θεμέλιο λίθο» του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης που συνέταξε ο ΣΕΒ, ο οποίος εφαρμόζει την προσέγγιση «συμμόρφωση ή εξήγηση» και θεσπίζει πρότυπα βέλτιστων πρακτικών Διακυβέρνησης για τις ελληνικές εταιρείες. (Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης ΣΕΒ για τις εισηγμένες εταιρείες, 2011). Τέλος το 2011 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε την Πράσινη Βίβλο με τίτλο «Το ενωσιακό πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης» με σκοπό την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας του ισχύοντος πλαισίου Εταιρικής Διακυβέρνησης των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων.

4.2 Νόμος 3016/2002

Οι διατάξεις του νόμου Ν.3016/2002 εφαρμόζονται στις ανώνυμες εταιρείες που εισάγουν ή έχουν εισαγάγει μετοχές ή άλλες κινητές αξίες τους σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, ο οποίος συνοπτικά αναφέρει ότι:

Η Γενική Συνέλευση των μετόχων αποτελεί το κύριο όργανο λήψης αποφάσεων των εταιρειών και έχει την αποκλειστική αρμοδιότητα σε υποθέσεις όπως την εκλογή του Διοικητικού Συμβουλίου, την έγκριση των ετήσιων μερισμάτων κα.. Οι μέτοχοι ασκούν το εκλογικό τους δικαίωμα μέσω της συνέλευσης η οποία θα πρέπει να πραγματοποιείται τουλάχιστον μια φορά το χρόνο και η επιρροή της ψήφου εξαρτάται από το πλήθος των μετοχών που κατέχουν. Όσον αφορά το Διοικητικό Συμβούλιο ορίζει στις υποχρεώσεις και τα καθήκοντά του, την διαρκή επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρείας και την προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος. Το Διοικητικό Συμβούλιο αποτελείται από τα εκτελεστικά και τα μη εκτελεστικά μέλη. Εκτελεστικά μέλη θεωρούνται αυτά που απασχολούνται με τα καθημερινά θέματα διοίκησης της εταιρείας, ενώ μη εκτελεστικά μέλη θεωρούνται αυτά που είναι επιφορτισμένα με την προαγωγή όλων των εταιρικών ζητημάτων. Ο



αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου δεν πρέπει να είναι μικρότερος του 1/3 του συνολικού αριθμού μελών. Μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να υπάρχουν δύο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη. Επίσης είναι επιφορτισμένο με θέματα τα οποία αφορούν τη μισθοδοσία των διευθυντικών στελεχών της εταιρείας, των εσωτερικών ελεγκτών της και γενικότερα για το ποια θα είναι η πολιτική αμοιβών. Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου πρέπει κατά τη διάρκεια της θητείας του να μην κατέχουν μετοχές σε ποσοστό μεγαλύτερο του 0.05% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας και να μην έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή με συνδεδεμένα με αυτή πρόσωπα.

4.3 Συσχέτιση των χαρακτηριστικών Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα με τα Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα παρουσιάζει ορισμένα χαρακτηριστικά που είναι ταυτόσημα με τα αντίστοιχα άλλων χωρών και ορισμένα που μπορούν να χαρακτηρισθούν ως ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της χώρας. Σύμφωνα με τους Λαζαρίδης και Δρυμπέτας (2011) τα κοινά χαρακτηριστικά είναι τα εξής:

- Έμφαση στην κεφαλαιαγορά, αλλά με περιορισμένη μετοχική διασπορά.
- Οι κύριοι μέτοχοι είναι στην πλειοψηφία τους μέλη μίας οικογένειας ή μίας ομάδας μετόχων με κοινούς στόχους και μακροχρόνιες σχέσεις.
- Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι ενός επιπέδου. Στο μεγαλύτερο μέρος των εταιρειών δεν υπάρχουν επιτροπές εποπτείας και ελέγχου.
- Δεν υφίσταται ενεργός αγορά εταιρικού ελέγχου στην Ελλάδα.

Τα μη κοινά χαρακτηριστικά είναι:

- Το νομικό πλαίσιο δεν είναι επαρκές για τη δημιουργία θεσμών και μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης.
- Η εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση δεν επιδρά στη διαμόρφωση του οργανωτικού σχήματος και του επιπέδου των αμοιβών των εκτελεστικών μελών της επιχείρησης.



- Οι ελληνικές εταιρείες βασίζονται περισσότερο στα δανειακά κεφάλαια και όχι στα ίδια. Αυτό συμβαίνει γιατί η κυρίαρχη ομάδα δεν είναι διατεθειμένη να ανταλλάξει τα δικαιώματα ελέγχου που διαθέτει με τη ρευστότητα από τις αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου.
- Τα εκτελεστικά και μη στελέχη δεν παίζουν μεγάλο ρόλο στη λήψη αποφάσεων στην Ελλάδα. Η διαπραγματευτική τους δύναμη είναι μικρή λόγω ότι οι αμοιβές δεν είναι υψηλές και έχουν και μικρή μετοχική συμμετοχή.

4.4 Έρευνες της εφαρμογής των αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης στο ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον

Η εταιρεία Grant Thornton σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών το 2011 διεξήγε μια έρευνα για το κατά πόσο οι ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις συμμορφώνονται σύμφωνα με τους νόμους και τις αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Η έρευνα διεξήχθη με την χρήση ερωτηματολογίου αποστέλλοντας το στο σύνολο των εισηγμένων στο Χ.Α. εταιρειών προκειμένου να συμβάλλουν στην διαμόρφωση μίας αντικειμενικής και εμπειριστατωμένης αποτύπωσης της τρέχουσας κατάστασης με την συμμετοχή τους. Το περιεχόμενο των ερωτήσεων, βασιζόταν στο Θεσμικό Πλαίσιο περί Εταιρικής Διακυβέρνησης, δηλαδή στον Νόμο 3016/2002 και στις "Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα" 1999, από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς καθώς και σε διεθνώς ακολουθούμενες πρακτικές όπως OECD Principles of Corporate Governance 2004. Όπως προκύπτει:

- Το 64% των εισηγμένων εταιρειών στο Χ.Α. επέλεξε να υιοθετήσει τον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης, ενώ το 31% αποφάσισε να συμπεριλάβει τους ειδικότερους κανόνες και αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης που εφαρμόζουν, σε Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης που ανέπτυξαν οι ίδιες και απέστειλαν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προς έγκριση.
- Ο διαχωρισμός μεταξύ της ιδιοκτησίας και της διοίκησης της εταιρείας υφίσταται σε ελάχιστες εταιρείες, καθώς σε ποσοστό 38% των εταιρειών ο Πρόεδρος του ΔΣ ταυτίζεται με το Διευθύνων Σύμβουλο, ενώ στο 76% των εταιρειών ο Πρόεδρος έχει εκτελεστικές αρμοδιότητες.



- Μόνο το 18% των επιχειρήσεων περιλαμβάνει περισσότερα από 2 ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη στο ΔΣ.
- Όλες οι εισηγμένες εταιρείες, πλην ελαχίστων εξαιρέσεων, έχουν συστήσει Επιτροπή Ελέγχου και περιγράφοντας αναλυτικά στον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης τους τις κύριες αρμοδιότητες αυτής.
- Το 84% των εταιρειών υιοθετούν ότι η αμοιβή των μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ εγκρίνεται από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων.
- Το 89% των επιχειρήσεων διατηρεί ενεργό ιστότοπο, στον οποίο δημοσιεύονται, τόσο οι πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης της εταιρείας, όσο και η διοικητική διάρθρωση, το ιδιοκτησιακό καθεστώς και λοιπές χρήσιμες πληροφορίες για τους μετόχους - επενδυτές.

Η ανάλυση των δεδομένων της έρευνας και σε σύγκριση με τα αποτελέσματα προηγούμενων ερευνών της Grant Thornton, δείχνει ότι έχουν γίνει βελτιώσεις στην οργάνωση της Εταιρικής Διακυβέρνησης και στη διαφάνεια στην επιχειρηματική συμπεριφορά, κυρίως λόγω των πρόσφατων αλλαγών και των απαιτήσεων της νομοθεσίας. Χρειάζεται, όμως, να επιτευχθεί περαιτέρω πρόοδος σε πολλά θέματα.

Συμπεραίνοντας, μπορούμε να αναφέρουμε ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις έχουν υιοθετήσει το γενικό νομοθετικό πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης αλλά απέχει αρκετά από τη μοντέρνα φιλοσοφία της.

Β' Μέρος: Εμπειρική Ανάλυση

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Στόχος της παρούσας εργασίας είναι να εξεταστεί η σχέση της Εταιρικής Διακυβέρνησης με την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Η ανάλυση της σχέσης θα γίνει χρησιμοποιώντας αρχικά την Ανάλυση Διακύμανσης κατά ένα παράγοντα (ANOVA) για να εξετάσουμε πώς επηρεάζει η κάθε μια μεταβλητή τους δείκτες κερδοφορίας και έπειτα χρησιμοποιώντας την πιο απλή μέθοδο παλινδρόμησης, την μέθοδο Ελαχίστων Τετραγώνων.

5.1 Περιγραφή των Μεταβλητών

Ανεξάρτητες μεταβλητές

- **Μέγεθος του Συμβουλίου (Board size)**

Η μεταβλητή (boardsize) περιλαμβάνει το πλήθος των μελών που αποτελεί το Διοικητικό Συμβούλιο.

- **Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών Μελών (Number of Independent Director)**

Η μεταβλητή (outsiders) 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. (Νόμος 3016/2002) και την εκφράζουμε ως ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών προς το σύνολο του μεγέθους του συμβουλίου.



- **Ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου είναι και ο Διευθύνων Σύμβουλος (duality of CEO and Chairman)**

Η μεταβλητή αυτή αποτελεί μια ψευδομεταβλητή (ceo_chair), η οποία παίρνει την τιμή 1 εάν ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου αποτελεί και τον Διευθύνων Σύμβουλο, αλλιώς παίρνει την τιμή 0.

- **Παρουσία γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο**

Η μεταβλητή αυτή αποτελεί μια ψευδομεταβλητή (womenexistd), η οποία παίρνει την τιμή 1 εάν υπάρχει στο Συμβούλιο έστω και μία γυναίκα, αλλιώς παίρνει την τιμή 0.

- **Μέγεθος της κάθε επιχείρησης**

Η μεταβλητή αυτή (lsize) προέκυψε λογαριθμώντας το σύνολο του ενεργητικού της κάθε εταιρείας στο τέλος του οικονομικού έτους.

Εξαρτημένες Μεταβλητές

Υπάρχουν πολλοί τρόποι μέτρησης της κερδοφορίας της επιχείρησης αλλά οι πιο διαδεδομένοι στην χρηματοοικονομική βιβλιογραφία αποτελούν ο Tobin's Q, return on equity, return on asset κα. Στην έρευνα, επιλέξαμε να χρησιμοποιήσουμε τον δείκτη Tobin's Q και τον Return On Asset (roa). 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.

Τρόπος υπολογισμού Return on Assets (ROA)

Roa= κέρδη προ φόρων/ σύνολο του ενεργητικού

Τρόπος υπολογισμού Tobin's Q

Tobin's Q = (Market Value of Equity + Total Assets – Book Value of Equity) / 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.

Καταλήγουμε λοιπόν στις εξής συναρτησιακές μορφές:

$$\text{tobinsq} = a_0 + b_1 * \text{womenexistd} + b_2 * \text{ceo_chair} + b_3 * \text{boardsize} + b_4 * \text{outsiders} + b_5 * \text{lsize} + u$$

$$\text{roa} = a_0 + b_1 * \text{womenexistd} + b_2 * \text{ceo_chair} + b_3 * \text{boardsize} + b_4 * \text{outsiders} + b_5 * \text{lsize} + u$$

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Το δείγμα των επιχειρήσεων που χρησιμοποιούμε στη μελέτη μας αποτελείται από 77 μη χρηματοοικονομικές ελληνικές εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών για τα έτη 2009-2010 και είναι οι εξής:

-
1. Aegean Airlines
 2. ΔΕΗ
 3. Coca Cola 3E
 4. Ελληνική Βιομηχανία Αλουμινίου
 5. Ελληνικά Καλώδια ΑΕ
 6. ΕΛΛΑΚΤΩΡ
 7. Euroconsultans
 8. ΕΥΑΘ
 9. ΕΥΔΑΠ
 10. ΙΑΣΩ
 11. Quest Holdings
 12. ΜΕΤΚΑ
 13. ΜΛΣ
 14. Motor Oil
 15. Μυτιληναίος
 16. ΟΛΠ
 17. HERTZ
 18. Πλαστικά Κρήτης ΑΕ
 19. ΤΙΤΑΝ
 20. ΥΓΕΙΑ
 21. Flexopack
 22. Frigoglass
 23. Furlis
 24. Duty free shops
 25. ΧΑΛΚΟΡ
 26. Εριουργία Τρία Άλφα
 27. Audio Visual Enterprises ΑΕ
 28. Avenir
 29. Alpha Grissin
 30. ΑΕΓΕΚ
 31. ΑΘΗΝΑ ΑΤΕ
 32. ΑΚΡΙΤΑΣ
 33. Alumil
 34. AS Company
 35. Όμιλος Αττικών Εκδόσεων
 36. Varnaressos
 37. ΒΙΟΧΑΛΚΟ
 38. Βιομηχανία Συσκευασιών ΑΕ
 39. ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ



40. Γαλαξίδι Θαλάσσιες Καλλιέργειες ΑΕ
41. Daios Plastics
42. ΔΙΑΣ
43. Δημοσιογραφικός Οργανισμός Λαμπράκη
44. Δρομέας
45. Ελληνική Βιομηχανία Ζάχαρης ΑΕ
46. Ελίν
47. Ελληνικές Ιχθυοκαλλιέργειες ΑΕΒΕ
48. Elbisco
49. Etem
50. Euroholdings
51. Ιονική Ξενοδοχειακά Επιχειρήσεις
52. Intertech
53. Στέλιος Κανάκης
54. Cardico
55. Karatzis
56. Κέκροψ ΑΕ
57. Μύλοι Κεπενού ΑΕ
58. Κλουκίνας- Λάμπας ΑΕ
59. ΚΡΕΚΑ ΑΕ
60. ΛΑΜΨΑ ΑΕ
61. Marac Electronics
62. Yamaha
63. Μουζάκης
64. Μοχλός ΑΕ
65. Newsphone
66. Pasal
67. Πλαστικά Θράκης
68. Προοδευτική
69. Profile
70. Revoil
71. Cyclon
72. Sarantis
73. Sidenor
74. Σπύρου Αγροτικός Οίκος
75. Σφακιανάκης ΑΕΒΕ
76. Σωληνουργεία Κορίνθου ΑΕ
77. Μύλοι Χατζηκρανιώτη

Τα δεδομένα αντλήθηκαν από τα ετήσια δελτία και τους δημοσιευμένους ισολογισμούς των ιστοσελίδων της κάθε εταιρείας.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΑΝΑΛΥΣΗ

7.1 Συσχέτιση

Πίνακας : Συσχετίσεις μεταξύ των δεικτών

	womenexistd	ceo_chair	boardsize	Outsiders	Lsize
Womenexistd	1				
ceo_chair	-0.0142	1			
Boardsize	-0.0531	-0.2888	1		
Outsiders	0.0450	0.2191	-0.4410	1	
Lsize	-0.2590	-0.1810	0.5461	-0.1532	1

Ο έλεγχος γίνεται για να εξετάσουμε αν υπάρχει υψηλή συσχέτιση μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών. Παρατηρούμε ότι, καμία από τις συσχετίσεις δεν ξεπερνά το 0.60 υποδεικνύοντας ότι οι μεταβλητές δεν είναι παρόμοιες και δεν ερμηνεύουν το ίδιο αποτέλεσμα.

7.2 Descriptive Statistics

Πίνακας : Περιγραφικά Στατιστικά

Variable	Obs	Mean	Std. Dev	Min	Max
Board Composition					
Womenexistd	154	.5714286	.4964863	0	1
ceo_chair	154	.4415584	.498193	0	1
Boardsize	155	8.448052	2.505007	3	15
Outsiders	150	.298759	.1115956	0	0.6666667
Lsize	154	18.87407	1.691266	11.81323	23.5083
Firm Performance					
Tobinsq	154	2.257099	12.3165	.3640424	151.4802
Roa	154	-.1062671	1.487893	-18.39818	.8996319

Τα περιγραφικά στατιστικά όλων των ανεξάρτητων και εξαρτημένων μεταβλητών βρίσκονται στον παραπάνω πίνακα. Αρχικά, παρατηρούμε ότι ο μέσος όρος του tobinsq είναι 2.257099 ενώ το εύρος του κυμαίνεται από το ελάχιστο που είναι το 0.3640424 έως το μέγιστο 151.4802. Η μεταβλητή roa έχει ελάχιστο -18.39818, μέγιστο 0.8996319 και ο μέσος όρος είναι -0,1062671. Όσον αφορά η παρουσία των γυναικών στο

Διοικητικό Συμβούλιο υπάρχει μόνο στο 57% των επιχειρήσεων δείχνοντας έτσι ότι ο ρόλος της γυναίκας δεν είναι ενεργός αφού μόνο οι μισές επιχειρήσεις του δείγματος επιλέγουν την ύπαρξη των γυναικών μέσα στο συμβούλιο. Επιπρόσθετα, από τον παραπάνω πίνακα μπορούμε να δούμε ότι η μεταβλητή *ceo_chair*, δηλαδή, αν ο Πρόεδρος αποτελεί και τον Διευθύνοντα Σύμβουλο σε μία επιχείρηση είναι σχετικά ένα σύνηθες φαινόμενο στην Ελλάδα αφού το 44% των επιχειρήσεων επιλέγει αυτόν το διπλό ρόλο, αποδεικνύοντας ότι ο διαχωρισμός των ρόλων και των ευθυνών μεταξύ αυτών των δύο δεν έχει ληφθεί υπόψη σοβαρά ακόμη. Όσον αφορά το μέγεθος του συμβουλίου το μεγαλύτερο αποτελείται από 15 μέλη ενώ το μικρότερο από 3, ενώ η πλειοψηφία αυτών έχει 8 μέλη, 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 μελών έχει εύρος από 0 έως 0.66 και μέσο όρο 0.29. Αυτό μας δείχνει ότι υπάρχουν εταιρείες οι οποίες δεν έχουν καν ένα ανεξάρτητο μέλος στο Διοικητικό Συμβούλιο, δείχνοντας ότι δεν έχουν υιοθετήσει όλες οι επιχειρήσεις τις αρχές της καλής Εταιρικής Διακυβέρνησης. Τέλος υπάρχει και η μεταβλητή του μεγέθους της επιχείρησης με μέσο όρο 18.87, μέγιστο 23.5083 και ελάχιστο 11.81323.

7.3 Analysis of Variance (ANOVA)

Η ανάλυση της διακύμανσης (ANalysis Of VAriance – ANOVA) είναι μία στατιστική μέθοδος με την οποία η μεταβλητότητα που υπάρχει σ' ένα σύνολο δεδομένων διασπάται στις επιμέρους συνιστώσες της με στόχο την κατανόηση της σημαντικότητας των διαφορετικών πηγών προέλευσής της. Με την παραπάνω μέθοδο θα προσπαθήσουμε να αναλύσουμε πως επηρεάζει η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου την κερδοφορία της επιχείρησης.

Η επίδραση του μεγέθους του συμβουλίου στην κερδοφορία της επιχείρησης.

Αρχικά, χωρίζουμε την μεταβλητή *boardsize* σε τρεις κατηγορίες ανάλογα με τον αριθμό των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου: 1) επιχειρήσεις με αριθμό μελών μικρότερο



των 9, 2) επιχειρήσεις με αριθμό μελών μεταξύ 9 και 10, 3) επιχειρήσεις με αριθμό μελών μεγαλύτερο των 10. Στον πίνακα 1 παρατηρούμε τα αποτελέσματα μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της κερδοφορίας με εξαρτημένη την roa .

ANOVA
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Ομάδες	Πλήθος	Άθροισμα	Μέσος όρος	Διακύμανση
<=8	42	-18.42013845	-0.438574725	8.062376115
9-10	14	0.525472853	0.037533775	0.023980651
>=11	21	0.101658233	0.004840868	0.00500047

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

Προέλευση διακύμανσης	SS	βαθμοί ελευθερίας	MS	F	τιμή-P	κριτήριο F
Μεταξύ ομάδων	3.987249377	2	1.993624688	0.445746119	0.642054	3.120349
Μέσα στις ομάδες	330.9691786	74	4.472556467			
Σύνολο	334.956428	76				

Πίνακας 1 : Ανάλυση Διακύμανσης κατά ένα παράγοντα χρησιμοποιώντας ως εξαρτημένη μεταβλητή τη roa .

Η μεταβλητή roa αυξάνεται όταν πάμε από την κατηγορία <=8 στην 9-10 και έπειτα μειώνεται όταν ο αριθμός των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου ξεπερνά τους 10 αλλά στατιστικά ασήμαντα. Το αποτέλεσμα αυτό συνάδει με τα αποτελέσματα που βγάζουν οι Andres & al (2005) σε μια έρευνά τους σε 10 χώρες του OECD. Στον πίνακα 2 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα με εξαρτημένη την $tobinsq$.

ANOVA
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Ομάδες	Πλήθος	Άθροισμα	Μέσος όρος	Διακύμανση
<=8	42	207.5085253	4.940679174	545.0562718
9-10	14	14.82654585	1.059038989	0.475969999
>=11	21	19.69508873	0.937861368	0.108750456

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

Προέλευση διακύμανσης	SS	βαθμοί ελευθερίας	MS	F	τιμή-P	κριτήριο F
Μεταξύ ομάδων	298.6451856	2	149.3225928	0.494276038	0.612012	3.120349
Μέσα στις ομάδες	22355.66976	74	302.1036454			
Σύνολο	22654.31495	76				

Πίνακας 2 : Ανάλυση Διακύμανσης κατά ένα παράγοντα χρησιμοποιώντας ως εξαρτημένη μεταβλητή τη $tobinsq$

Όσο αυξάνεται ο αριθμός των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου τόσο μειώνεται η αξία της επιχείρησης χωρίς όμως να εμφανίζεται στατιστικά σημαντική η συσχέτιση μεταξύ τους. Ο Yermack (1996) βρίσκει και αυτός την ίδια αντίστροφη σχέση αλλά να είναι και στατιστικά σημαντική σε ένα δείγμα 452 μεγάλων βιομηχανικών επιχειρήσεων μεταξύ 1984- 1989.



Η επίδραση του διπλού ρόλου Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου- Διευθύνοντα Συμβούλου στην κερδοφορία της επιχείρησης.

Ο πίνακας 3 δείχνει ότι αν ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου αποτελεί και τον Διευθύνων Σύμβουλο συνδέεται θετικά με την κερδοφορία της επιχείρησης αλλά χωρίς να είναι στατιστικά σημαντική η σχέση. Το αποτέλεσμα αυτό συνάδει με μια έρευνα που έκανε ο Dung To Thi (2011) σε 100 Βιετναμέζικες εταιρείες.

ANOVA

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Ομάδες	Πλήθος	Άθροισμα	Μέσος όρος	Διακύμανση
ΝΑΙ	45	0.501541397	0.011145364	0.008669575
ΌΧΙ	32	-18.29454876	-0.571704649	10.58780229

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

Προέλευση διακύμανσης	SS	βαθμοί ελευθερίας	MS	F	τιμή-P	κριτήριο F
Μεταξύ ομάδων	6.353095562	1	6.353095562	1.450022322	0.232310931	3.968471
Μέσα στις ομάδες	328.6033324	75	4.381377765			
Σύνολο	334.956428	76				

Πίνακας 3 : Ανάλυση Διακύμανσης κατά ένα παράγοντα χρησιμοποιώντας ως εξαρτημένη μεταβλητή τη roa

Στον πίνακα 4 φαίνεται η σχέση της μεταβλητής ceo_chair με την αξία της επιχείρησης χρησιμοποιώντας τώρα την tobinsq. Παρατηρούμε ότι, τώρα η κερδοφορία επηρεάζεται αρνητικά συμπίπτοντας με τις απόψεις ότι η ταύτιση των ρόλων προκαλεί συγκρούσεις συμφερόντων αλλά και πάλι εμφανίζεται στατιστικά ασήμαντη.

ANOVA

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Ομάδες	Πλήθος	Άθροισμα	Μέσος όρος	Διακύμανση
ΝΑΙ	45	60.44828821	1.343295294	8.030326107
ΌΧΙ	32	181.5818717	5.67443349	708.0699181

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

Προέλευση διακύμανσης	SS	βαθμοί ελευθερίας	MS	F	τιμή-P	κριτήριο F
Μεταξύ ομάδων	350.8131	1	350.813138	1.179679567	0.280899853	3.968470872
Μέσα στις ομάδες	22303.5	75	297.3800241			
Σύνολο	22654.31	76				

Πίνακας 4 : Ανάλυση Διακύμανσης κατά ένα παράγοντα χρησιμοποιώντας ως εξαρτημένη μεταβλητή την tobinsq.



Η επίδραση της ύπαρξης γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο στην κερδοφορία της επιχείρησης.

Παρατηρούμε ότι στον πίνακα 5 η παρουσία γυναικών στο συμβούλιο μειώνει την μεταβλητή roa και είναι στατιστικά ασήμαντη .

ANOVA

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Ομάδες	Πλήθος	Άθροισμα	Μέσος όρος	Διακύμανση
ΝΑΙ	33	-18.16618714	-0.550490519	10.26884418
ΌΧΙ	44	0.373179783	0.008481359	0.010732746

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

Προέλευση διακύμανσης	SS	βαθμοί ελευθερίας	MS	F	τιμή-P	κριτήριο F
Μεταξύ ομάδων	5.891906	1	5.891906	1.342876307	0.250203801	3.968470872
Μέσα στις ομάδες	329.064522	75	4.387526959			
Σύνολο	334.956428	76				

Πίνακας 5 : Ανάλυση Διακύμανσης κατά ένα παράγοντα χρησιμοποιώντας ως εξαρτημένη μεταβλητή τη roa

Στον πίνακα 6 εξετάζεται η παραπάνω σχέση χρησιμοποιώντας τώρα ως εξαρτημένη μεταβλητή την $robinvq$. Η μεταβλητή $robinvq$ αυξάνεται όταν υπάρχουν γυναίκες στο Διοικητικό Συμβούλιο.

ANOVA

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Ομάδες	Πλήθος	Άθροισμα	Μέσος όρος	Διακύμανση
ΝΑΙ	33	180.8757231	5.481082519	687.045638
ΌΧΙ	44	191.0959292	4.3430893	515.3660164

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

Προέλευση διακύμανσης	SS	βαθμοί ελευθερίας	MS	F	τιμή-P	κριτήριο F
Μεταξύ ομάδων	24.42053867	1	24.42053867	0.041488065	0.839150387	3.968470872
Μέσα στις ομάδες	44146.19912	75	588.6159883			
Σύνολο	44170.61966	76				

Πίνακας 6 : Ανάλυση Διακύμανσης κατά ένα παράγοντα χρησιμοποιώντας ως εξαρτημένη μεταβλητή τη $robinvq$

Η σχέση όμως παραμένει στατιστικά ασήμαντη. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η παρουσία των γυναικών δεν επηρεάζει την κερδοφορία της επιχείρησης και δεν υποστηρίζουν την άποψη ότι η διαφοροποίηση του συμβουλίου αυξάνει την αξία της επιχείρησης. Πιθανόν, ο ρόλος της γυναίκας στο συμβούλιο δεν έχει ληφθεί υπόψη ακόμη σοβαρά.



Η επίδραση των ανεξάρτητων μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο στην κερδοφορία της επιχείρησης.

Αρχικά, χωρίζουμε την μεταβλητή outsiders σε τρεις κατηγορίες ανάλογα με το ποσοστό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου: 1) επιχειρήσεις με ποσοστό μελών μικρότερο του 0.20, 2) επιχειρήσεις με ποσοστό μελών μεταξύ 0.20 και 0.40, 3) επιχειρήσεις με ποσοστό μελών μεγαλύτερο του 0.41. Ο πίνακας 7 δείχνει ότι όσο αυξάνεται το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο τόσο μειώνεται η κερδοφορία της επιχείρησης. Ακόμη, τα αποτελέσματα εμφανίζονται στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 10%.

ANOVA ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Ομάδες	Πλήθος	Άθροισμα	Μέσος όρος	Διακύμανση
<=0.20	16	0.19357066	0.012098166	0.00469445
0.21-0.40	48	0.237908764	0.004956433	0.009869954
>=0.41	11	-18.3920262	-1.672002382	30.77644356

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

Προέλευση διακύμανσης	SS	βαθμοί ελευθερίας	MS	F	τιμή-P	κριτήριο F
Μεταξύ ομάδων	26.45394943	2	13.22697471	3.089023908	0.051631685	3.123907449
Μέσα στις ομάδες	308.2987402	72	4.281926947			
Σύνολο	334.7526896	74				

Πίνακας 7 : Ανάλυση Διακύμανσης κατά ένα παράγοντα χρησιμοποιώντας ως εξαρτημένη μεταβλητή τη roa

Στον πίνακα 8 παρατηρείται ότι όσο αυξάνεται ο αριθμός των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών τόσο αυξάνεται η κερδοφορία της επιχείρησης και να είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 10%, γεγονός που δεν συνάδει με τις έρευνες που έχουν κάνει ο Yermack (1996), οι Agrawal & Knoeber (1996) τονίζοντας ότι τα ανεξάρτητα μέλη διορίζονται για πολιτικούς λόγους ή δεσμεύονται από πολιτικούς περιορισμούς, μειώνοντας έτσι την απόδοση της επιχείρησης. Από την άλλη όμως, οι Ma & Tian (2009) και οι Dimitropoulos & Asteriou (2010) υποστηρίζουν ότι ο μεγάλος αριθμός ανεξάρτητων μελών συνεισφέρει στο να μπορούν να παρέχουν εξειδικευμένες γνώσεις, να αξιολογούν στρατηγικές αποφάσεις, να έχουν τον έλεγχο των λειτουργιών και να απομακρύνουν ανεπαρκή στελέχη οδηγώντας έτσι σε αύξηση της αξίας της εταιρείας.



ANOVA

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Ομάδες	Πλήθος	Άθροισμα	Μέσος όρος	Διακύμανση
<=0.20	16	14.33974407	0.896234004	0.067532287
0.21-0.40	48	65.26791555	1.359748241	7.550765693
>=0.41	11	159.6478293	14.51343903	2063.658063

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

Προέλευση διακύμανσης	SS	βαθμοί ελευθερίας	MS	F	τιμή-P	κριτήριο F
Μεταξύ ομάδων	1655.396217	2	827.6981083	2.838838714	0.065058723	3.123907449
Μέσα στις ομάδες	20992.4796	72	291.5622167			
Σύνολο	22647.87582	74				

Πίνακας 8 : Ανάλυση Διακύμανσης κατά ένα παράγοντα χρησιμοποιώντας ως εξαρτημένη μεταβλητή τη tobinsq

7.4 Multiple regression Analysis

Αποτελέσματα παλινδρόμησης χρησιμοποιώντας ως εξαρτημένη την μεταβλητή

Tobin's Q.

Αρχικά, θα χρησιμοποιήσουμε την πιο απλή μορφή παλινδρόμησης, την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS). Περιλαμβάνουμε όλες τις ανεξάρτητες μεταβλητές και ως εξαρτημένη την μεταβλητή tobinsq.

```

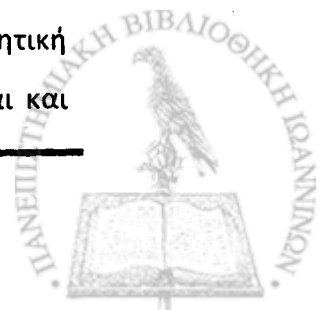
Random-effects GLS regression           Number of obs   =    149
Group variable: firm                   Number of groups =     75

R-sq:  within = 0.5281                  Obs per group:  min =     1
      between = 0.2221                          avg   =     2.0
      overall  = 0.2496                          max   =     2

Random effects u_i ~ Gaussian          Wald chi2(5)    =    60.38
corr(u_i, X) = 0 (assumed)            Prob > chi2     =    0.0000
    
```

tobinsq	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
womenexistd	-7.895566	2.244997	-3.52	0.000	-12.29568	-3.495453
ceo_chair	-.8630859	2.339387	-0.37	0.712	-5.4482	3.722028
boardsize	1.358198	.6122766	2.22	0.027	.1581576	2.558238
outsiders	41.49545	10.61737	3.91	0.000	20.68579	62.30511
lsize	-5.100814	.8341746	-6.11	0.000	-6.735766	-3.465862
_cons	79.51123	14.87143	5.35	0.000	50.36376	108.6587
sigma_u	6.5523329					
sigma_e	6.9797104					
rho	.46844884	(fraction of variance due to u_i)				

Παρατηρούμε ότι η ύπαρξη γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο έχει αρνητική επίδραση στην κερδοφορία της επιχείρησης και η μεταβλητή womenexistd είναι και



στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5%, συμπεραίνοντας ότι παρόλο που η συμμετοχή τους ενισχύει την καινοτομία και την δημιουργικότητα υπερσχύει η άποψη ότι αποστρέφονται τον κίνδυνο και δεν λαμβάνουν επαγγελματικές αποφάσεις – ρίσκα που μπορούν να οδηγήσουν σε αύξηση της αξίας της επιχείρησης (Vera & Martin, 2011). Η μεταβλητή *ceo_chair* είναι αρνητική αλλά δεν συσχετίζεται σημαντικά με την κερδοφορία της επιχείρησης. Ακόμη, τόσο το μέγεθος του συμβουλίου όσο και το πλήθος των ανεξάρτητων μελών επιδρούν θετικά στην εταιρική απόδοση και εμφανίζονται και στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 5%. Το αποτέλεσμα αυτό συνάδει με τους Jeffrey (2004); Linck et al. (2008) και Tsifora, Eleftheriadou (2007) που υποστηρίζουν ότι στα μεγάλα συμβούλια υπάρχει το πλεονέκτημα της ύπαρξης πολλών ατόμων με διαφορετικές ικανότητες και εμπειρίες ο καθένας, συνθέτοντας έτσι ένα αποτελεσματικό συμβούλιο ικανό να ανταπεξέλθει σε οποιαδήποτε συνθήκη. Επιπρόσθετα, η ύπαρξη μεγάλου αριθμού ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών ενισχύει την κερδοφορία αποτέλεσμα που συνάδει με τους Dimitropoulos, Asteriou (2010); Dung To Thi (2011); Ma, Tian (2009); Weisbach (1987); Rouf (2011); Mashayekhi, Bazaz (2008), δείχνοντας με αυτόν τον τρόπο ότι ο έλεγχος και η εποπτεία των εταίρειών επιτυγχάνεται καλύτερα, μικραίνοντας έτσι τα προβλήματα που δημιουργούνται από τη σύγκρουση συμφερόντων.



Αποτελέσματα παλινδρόμησης χρησιμοποιώντας ως εξαρτημένη την μεταβλητή ROA.

Χρησιμοποιώντας τώρα ως εξαρτημένη την μεταβλητή roa και ανεξάρτητες τις ίδιες με πριν τρέχουμε ξανά την παλινδρόμηση.

```

Random-effects GLS regression           Number of obs   =   149
Group variable: firm                   Number of groups =    75

R-sq:  within = 0.5325                  Obs per group:  min =    1
      between = 0.1929                  avg           =    2.0
      overall = 0.2308                  max           =    2

Random effects u_i ~ Gaussian          Wald chi2(5)    =   59.16
corr(u_i, X) = 0 (assumed)            Prob > chi2     =   0.0000
    
```

roa	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
womenexistd	1.037161	.276876	3.75	0.000	.4944937	1.579828
ceo_chair	.0198855	.2897487	0.07	0.945	-.5480114	.5877825
boardsize	-.1607088	.0760917	-2.11	0.035	-.3098459	-.0115718
outsiders	-5.174384	1.306502	-3.96	0.000	-7.735081	-2.613687
lsize	.6005603	.1035414	5.80	0.000	.3976229	.8034978
_cons	-9.137197	1.848787	-4.94	0.000	-12.76075	-5.51364
sigma_u	.83428783					
sigma_e	.82197487					
rho	.50743377	(fraction of variance due to u_i)				

Παρατηρούμε τώρα, ότι η μεταβλητή womenexistd είναι στατιστικά σημαντική αλλά και θετική. Ακόμη, η μεταβλητή ceo_chair επιδρά θετικά στην κερδοφορία της επιχείρησης αλλά δεν έχει καμία συσχέτιση με αυτή. Το μέγεθος του συμβούλιου είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 5% αλλά όσο αυξάνεται τόσο μειώνεται η κερδοφορία. Η αρνητική επίδραση της μεταβλητής outsiders δεν ταυτίζεται με την άποψη ότι όσο περισσότεροι βρίσκονται μέσα στο Διοικητικό Συμβούλιο τόσο μεγαλύτερη είναι και η αξία της επιχείρησης.

7.5 Εμπειρικά Συμπεράσματα

Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα που βγαίνουν κατά τη χρήση των δύο δεικτών (tobinsq, roa) και στην απλή παλινδρόμηση (OLS) και στην ανάλυση ANOVA, παρατηρούμε ότι μεταβάλλονται. Η διαφορά των δύο δεικτών μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι ο δείκτης roa αντανακλά την λογιστική αξία της επιχείρησης ενώ ο δείκτης tobinsq προσδιορίζει την αξία της επιχείρησης στην αγορά ως προς την τιμή της μετοχής. Ένας ακόμη λόγος που συμβάλλει είναι και η οικονομική κρίση που διανύει η Ελλάδα τα τελευταία χρόνια καθιστώντας τον δείκτη roa μη αρκετά επαρκή για την μέτρηση της



κερδοφορίας των επιχειρήσεων διότι η αξία του χάνεται αν η εταιρεία έχει αρνητική απόδοση. Τα εμπειρικά μας αποτελέσματα δείχνουν ότι χρησιμοποιώντας την Ανάλυση Διακύμανσης κατά ένα παράγοντα (ANOVA) παρατηρείται ότι ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών επηρεάζει θετικά την αξία της επιχείρησης και εμφανίζεται και στατιστικά σημαντική η σχέση, γεγονός που αποδεικνύει ότι προστατεύονται τα συμφέροντα των μετόχων πιο αποτελεσματικά και η λειτουργία της επιχείρησης χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη διαφάνεια όσο αυξάνεται το πλήθος των ανεξάρτητων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Όσον αφορά την απλή παλινδρόμηση με την μέθοδο των Ελαχίστων Τετραγώνων, αρχικά, χρησιμοποιώντας ως εξαρτημένη την μεταβλητή roa , παρατηρούμε μια θετική σχέση της παρουσίας των γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5%. Το μέγεθος του συμβουλίου να επηρεάζει αρνητικά την κερδοφορία της επιχείρησης και να είναι στατιστικά σημαντικό. Η ταύτιση του ρόλου του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου με τον Διευθύνοντα Σύμβουλο να παρουσιάζεται στατιστικά ασήμαντη, και τα ανεξάρτητα μέλη να επηρεάζουν αρνητικά και στατιστικά σημαντικά την εταιρική απόδοση. Χρησιμοποιώντας τώρα ως εξαρτημένη μεταβλητή τον δείκτη Tobin's Q τα αποτελέσματα τροποποιούνται. Το μέγεθος του συμβουλίου και τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη να επιδρούν θετικά στην κερδοφορία της επιχείρησης και είναι και στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 5%. Η μεταβλητή ceo_chair εμφανίζεται στατιστικά ασήμαντη ενώ, η ύπαρξη γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο επιδρά αρνητικά και στατιστικά σημαντικά στην αξία της επιχείρησης.

Μπορούμε λοιπόν να καταλήξουμε ότι ο δείκτης $tobinsq$ αντανakλά καλύτερα την αξία της επιχείρησης και τα αποτελέσματα του με την Μέθοδο των Ελαχίστων Τετραγώνων είναι σύμφωνα με την πλειοψηφία των θεωρητικών και εμπειρικών προσεγγίσεων.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί βασική προϋπόθεση για τη βελτίωση της επιχειρηματικής αποδοτικότητας και οικονομικής ανάπτυξης. Σκοπός της είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, γι' αυτό και μία επιχείρηση που επιδιώκει την παγκόσμια καταξίωση και ανταγωνιστικότητα θα πρέπει να υιοθετεί εσωτερικούς και εξωτερικούς κανόνες, οι οποίοι θα ενισχύουν την εικόνα της προς το επενδυτικό κοινό αλλά και την κοινωνία γενικότερα.

Οι ελληνικές επιχειρήσεις για να μπορέσουν να διακριθούν στο διεθνές ανταγωνιστικό περιβάλλον οφείλουν να αναδιαρθρώσουν τις εσωτερικές δομές οργάνωσης και λειτουργίας τους, με βάση διεθνώς αποδεκτές πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης. Οι όποιες αλλαγές και προσαρμογές, πέρα από νομοθετικές ρυθμίσεις, οφείλουν να προωθηθούν από τις ίδιες τις επιχειρήσεις για το δικό τους το συμφέρον. Σε κάθε περίπτωση, από τη στιγμή που οι επιχειρήσεις αποφασίζουν να αντλήσουν κεφάλαια από το χρηματιστήριο και να αποκτήσουν μέτοχο μειοψηφία, είναι υποχρεωμένες να προστατεύουν αποτελεσματικά τα δικαιώματα των μετόχων, δημιουργώντας τους κατάλληλους μηχανισμούς Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Με την διεξαγωγή της παραπάνω έρευνας, έγινε προσπάθεια να διαπιστωθεί κατά πόσο οι αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης επηρεάζουν την κερδοφορία των ελληνικών επιχειρήσεων. Επιλέγοντας μεταβλητές οι οποίες χαρακτηρίζουν την σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου προσπαθήσαμε να δούμε αν επιδρούν στην αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι φαίνεται να υπάρχει σχέση μεταξύ της Εταιρικής Διακυβέρνησης και της κερδοφορίας των ελληνικών επιχειρήσεων. Όμως, για ένα πιο ακριβές συμπέρασμα χρειάζονται περαιτέρω έρευνες.



ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική:

Δελτίον Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, (2001), Τριμηνιαία Έκδοση της Ε.Ε.Τ

Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης ΣΕΒ για τις Εισηγμένες Εταιρείες, (2011), ΣΕΒ

Λαζαρίδης, Θ., και Δρυμπέτας, Ε., (2011), Εταιρική Διακυβέρνηση: Διεθνής Πρακτική και Ελληνική Εμπειρία, Θεσσαλονίκη, Εκδόσεις Σοφία.

Πράσινη Βίβλος, Το Ενωσιακό πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης,(2011), Ευρωπαϊκή Επιτροπή

Grand Thornton και Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών (2007) Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης 2007 (www.grandthornton.gr)

Grand Thornton και Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών (2011) Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης 2011 (www.grandthornton.gr)

Ξένη:

Agrawal, A., and Knoeber, C.R., (1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31,pp. 377-397.

Andres, P., Azofra, V., and Lopez, F., (2005), "Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness", *Corporate Governance*, 13(2), pp. 197-210.

Berle, A.A., Jr and Means, G.C. (1932), "The Modern Corporation and Private Property", *Commerce Clearing House, Inc.*, New York, NY.

Busta, I., (2008), " Corporate Governance in Banking – A European Study", *Business*.

Carter, D.A., and Simkins, B.J., and Simpson, W.G., (2003), "Corporate Governance, Board Diversity and Firm Value", *Financial Review*, 38, pp. 33-53.



Chen, C., and Lin, J.B., and Yi, B., (2008), "CEO Duality and Firm Performance – An Endogenous Issue", *Corporate Ownership & Control*, 6(1).

Conyon, J.M., and Peck I.S. (2010), "Board size and corporate performance: evidence from European countries", *The European Journal of Finance*", pp.291-304.

Dimitropoulos, E.P., and Asteriou, D., (2010), "The effect of board composition on the informativeness and quality of annual earnings. Empirical evidence from Greece", *Research in International Business and Finance*24, pp. 190-205.

Dung To Thi, (2011), "Corporate Governance – Empirical Research on board size, board composition, board activity, ownership concentration and their effects on performance of Vietnamese listed companies".

Ehikioya, B.I., (2009), "Corporate governance structure and firm performance in developing economies: evidence from Nigeria", *Corporate Governance*, 9(3), pp. 231-243.

Fama, E.F., and Jensen, M.C., (1983), "Seperation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26(2), pp. 301-325.

Frick, B., and Bermig, A. (2009), "Board Size, Board Composition and Firm Performance: Empirical Evidence from Germany".

Gillan, S., and Starks, T.L., (2003), "Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective", *Journal of Applied Finance*, Vol 13, No2.

Jeffrey, L.C., (2004), "Does one size fit all?".

Jensen, M.C., (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, 48(3), pp. 831-880.

Jensen, M.C., and Meckling, H.W., (1976), "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol3,pp. 305-360



Hossain, M., Prevost, K., and Rao, P. (2001), "Corporate Governance in New Zealand: The effect of the 1993 Companies Act on the relation between board composition and firm performance, *Pacific- Basin Finance Journal*, 9(2), pp.119-145.

Linck, J. S., Netter J. M., and Yang, T., (2008), "The determinants of board structure", *Journal of Financial Economics*, 87, pp. 308-328.

Ma, S., and Tian, G. (2009), "Board Composition, Board Activity and Ownership Concentration, the Impact on Firm Performance", *Asian Finance*, pp. 1-51.

Mashayekhi, B., and Bazaz, S.M., (2008), "Corporate Governance and Firm Performance in Iran", *Journal of Contemporary Accountings and Economics*", Vol 4, No 2, pp. 156-172.

OECD (1999) OECD Principals of Corporate Governance (www.oecd.org)

OECD (2004) OECD Principals of Corporate Governance , OECD Publications

Rouf, A., (2011), "The relationship between Corporate Governance and Value of the Firm in Developing Countries: Evidence from Bangladesh", *The International Journal of Applied Economics and Finance*.

Shakir, R., (2008), "Board Size, Board Composition and Property Firm Performance",

Shleifer, A., and Vishny, R.W. (1997), "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, Vol 52, No. 2, pp.737-783.

Smith, N., Smith, V.R., and 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, 569–593.

Spanos, L., (2005), "Corporate Governance in Greece: Developments and Policy Implications", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol 5.

Tsifora, E., and Eleftheriadou, P., (2007), "Corporate Governance mechanisms and firm performance: Evidence from Greek manufacturing sector", *Management of International Business & Economic Systems*, Vol 1, pp. 181-211.



Vera, M.A., and Martin, A., (2011), "Gender and management on Spanish SMEs: an empirical analysis", *The International Journal of Human Resource Management*, Vol 22, No 14, pp. 2852-2873.

Weisbach, S.M., (1987), " Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics* 20, pp. 431-460.

Wook Joh, S., (2003), "Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before economic crisis", *Journal of Financial Economics*, 68, pp. 287-322.

Yermack, D. (1996), "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, 40(2), pp.185-211.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΑΡΧΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

I. Εξασφάλιση της βάσης για ένα αποτελεσματικό πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Το πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να προωθεί τις διαφανείς και αποτελεσματικές αγορές, να είναι συνεπής με τον νόμο και να διατυπώνει με σαφήνεια την κατανομή των αρμοδιοτήτων μεταξύ των διαφόρων εποπτικών, εκτελεστικών και ρυθμιστικών αρχών.

- A. Πρέπει να λαμβάνει υπόψη τις συνέπειες του στην απόδοση της οικονομίας, στην ακεραιότητα της αγοράς, στα κίνητρα που δημιουργεί για τους συμμετέχοντες στην αγορά και να στοχεύει στην προώθηση διαφανών και αποτελεσματικών αγορών.
- B. Οι νομικές και ρυθμιστικές απαιτήσεις, που διέπουν τις πρακτικές της Εταιρικής Διακυβέρνησης, θα πρέπει να έρχονται σε συμφωνία με το νόμο.
- C. Η διάκριση των ευθυνών μεταξύ των διαφόρων αρχών θα πρέπει να είναι σαφής και να διασφαλίζει την εξυπηρέτηση του δημοσίου συμφέροντος.
- D. Οι εποπτικές, εκτελεστικές και ρυθμιστικές αρχές θα πρέπει να έχουν την εξουσία, την ακεραιότητα και τους πόρους προκειμένου να εκπληρώσουν τα καθήκοντα τους με ακεραιότητα και αξιοπιστία.

II. Τα δικαιώματα των μετόχων

Το πλαίσιο αυτό αφορά την προστασία και διευκόλυνση της άσκησης των δικαιωμάτων των μετόχων. Τα βασικά δικαιώματα των μετόχων είναι:

1. Η διασφάλιση των μεθόδων καταγραφής της ιδιοκτησίας
2. Η μεταφορά ή μεταβίβαση των μετοχών
3. Η λήψη σχετικών πληροφοριών για την εταιρεία σε τακτική και έγκαιρη βάση



4. Η συμμετοχή και το δικαίωμα ψήφου στις γενικές συνελεύσεις
5. Η εκλογή και απομάκρυνση μελών του Διοικητικού Συμβουλίου
6. Η συμμετοχή στα κέρδη της επιχείρησης

Οι μέτοχοι έχουν το δικαίωμα να συμμετέχουν και να ενημερώνονται επαρκώς για σημαντικές αλλαγές οι οποίες αφορούν την εταιρεία, όπως:

1. Τροποποιήσεις του καταστατικού
2. Έκδοση νέων μετοχών
3. Έκτατες συναλλαγές, όπως η μεταβίβαση ενός μέρους ή και του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων συνεπάγοντας την πιθανή πώληση της εταιρείας

Οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν την ευκαιρία να συμμετέχουν και να ψηφίζουν στις γενικές συνελεύσεις, να ενημερώνονται για τους κανόνες και τις διαδικασίες ψηφοφορίας που διέπουν τις συνελεύσεις.

1. Οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν πλήρη και έγκαιρη πληροφόρηση για την ημερομηνία, την τοποθεσία, την ημερήσια διάταξη των γενικών συνελεύσεων και των θεμάτων που θα συζητηθούν στις συνελεύσεις
2. Οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν την ευκαιρία να υποβάλλουν ερωτήματα στο Διοικητικό Συμβούλιο, συμπεριλαμβανομένου εκείνων που αφορά τον ετήσιο εξωτερικό λογιστικό έλεγχο και να θέτουν θέματα στην ημερήσια διάταξη δίνοντας λύσεις εντός λογικών πλαισίων
3. Θα πρέπει να υπάρχει διευκόλυνση των μετόχων στη συζήτηση εταιρικών θεμάτων που αφορά την εκλογή νέων μελών καθώς και ο προσδιορισμός των αμοιβών των μελών του διοικητικού συμβουλίου
4. Οι μέτοχοι μπορούν να ψηφίζουν είτε βρίσκονται στην συνέλευση είτε όχι

Απαραίτητη θεωρείται η δημοσιοποίηση των μηχανισμών κεφαλαίου που επιτρέπουν σε ορισμένους μετόχους να ασκούν έλεγχο που δεν συνάδει με την κυριότητα των μετοχών τους.

Οι αγορές του εταιρικού ελέγχου θα πρέπει να λειτουργούν με αποτελεσματικό και διαφανή τρόπο.

1. Οι κανόνες και οι διαδικασίες του εταιρικού ελέγχου θα πρέπει να είναι σαφώς διατυπωμένες προκειμένου να γνωρίζουν οι μέτοχοι ποια είναι τα δικαιώματα τους σε περίπτωση συγχώνευσης, εξαγοράς, πώλησης σημαντικού μεριδίου της περιουσίας μιας επιχείρησης
2. Να μην υπάρχει μεροληψία του διοικητικού συμβουλίου έναντι της υποχρέωσης του για λογοδοσία σε περίπτωση εξαγοράς

Η άσκηση των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας όλων των μετόχων και των θεσμικών επενδυτών θα πρέπει να διευκολύνεται.

1. Οι θεσμικοί επενδυτές υποχρεούνται να δημοσιεύουν την στρατηγική που αφορά την αξιοποίηση του δικαιώματος ψήφου και τον τρόπο ενδεχόμενης σύγκρουσης συμφερόντων η οποία μπορεί να έχει αντίκτυπο στην αποδοτικότητα των επενδύσεων

Τέλος, οι μέτοχοι και οι θεσμικοί επενδυτές θα πρέπει να συμβουλευόμαστε ο ένας τον άλλον για θέματα σχετικά με τα βασικά δικαιώματα τους, όπως καθορίζονται από τις Αρχές προς αποφυγή των καταχρήσεων.

Η ισότιμη μεταχείριση των μετόχων

Το πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να διασφαλίζει την ισότιμη μεταχείριση των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων και των μετόχων μειοψηφίας και των αλλοδαπών. Όλοι οι μέτοχοι θα πρέπει να λαμβάνουν αποτελεσματική αποζημίωση σε περίπτωση παραβίασης των δικαιωμάτων τους.

1. Όλοι οι μέτοχοι της ίδιας κατηγορίας έχουν τα ίδια δικαιώματα. Οι επενδυτές θα πρέπει να έχουν την πλήρη πληροφόρηση για όλες τις κατηγορίες και τα δικαιώματα των μετοχών προτού προβούν σε αγορά αυτών. Σε οποιαδήποτε τροποποίηση των δικαιωμάτων ψηφοφορίας θα πρέπει να εγκριθεί από αυτούς που επηρεάζονται αρνητικά.
2. Οι μέτοχοι μειοψηφίας θα πρέπει να προστατεύονται από καταχρηστικές ενέργειες των μεγαλομετόχων και να υπάρχει η ανάλογη αποζημίωση σε περίπτωση που συμβεί κάτι τέτοιο.



3. Η εξουσιοδότηση αντιπροσώπων σε διαδικασία ψηφοφορίας θεωρείται έγκυρη.
4. Οι διαδικασίες της ψηφοφορίας θα πρέπει να διαδραματίζονται με τέτοιο τρόπο, ώστε να επιτρέπεται η άσκηση των δικαιωμάτων όλων των μετόχων.

Απαγορεύονται όλες οι προσωπικές ενέργειες και εσωτερικές αλλαγές που θεωρούνται καταχρηστικές.

Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και τα ανώτερα στελέχη θα πρέπει να ενημερώνουν το συμβούλιο για την ύπαρξη υλικού, που είναι συμφέρον σε οποιαδήποτε συναλλαγή και θα μπορούσε να έχει επίπτωση στην εταιρεία.

Ο ρόλος των ενδιαφερόμενων μερών στην Εταιρική Διακυβέρνηση

Το πλαίσιο αυτό της Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να αναγνωρίζει τα δικαιώματα των συμμετεχόντων, όπως αυτά κατοχυρώνονται από τον νόμο ή από αμοιβαίες συμφωνίες, προκειμένου να προάγουν τη συνεργασία μεταξύ επιχειρήσεων και ενδιαφερομένων με στόχο τη διατήρηση των οικονομικά ισχυρών επιχειρήσεων.

1. Θα πρέπει να υπάρχει σεβασμός στα δικαιώματα των ενδιαφερόμενων μερών.
2. Σε περίπτωση παραβίασης των δικαιωμάτων τους θα υπάρχει η ανάλογη αποζημίωση.
3. Μέσω της ανάπτυξης ειδικών μηχανισμών βελτίωσης της αποδοτικότητας να δοθούν κίνητρα στους εργαζομένους.
4. Τα ενδιαφερόμενα μέρη θα πρέπει να έχουν έγκυρη, έγκαιρη και τακτική πληροφόρηση όσον αφορά τις διαδικασίες της Εταιρικής Διακυβέρνησης που συμμετέχουν.
5. Οι συμμετέχοντες, συμπεριλαμβανομένων και των εργαζομένων και των φορέων εκπροσώπησης τους έχουν το δικαίωμα της ελεύθερης επικοινωνίας, προκειμένου να αναλύουν και να συζητούν τους προβληματισμούς τους.
6. Το πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να είναι πλήρως καταρτισμένο και αποτελεσματικό σε περιπτώσεις πτώχευσης της εταιρείας και με την σωστή επιβολή των δικαιωμάτων των πιστωτών.



Γνωστοποίηση και διαφάνεια

Σύμφωνα με αυτή την αρχή το πλαίσιο θα πρέπει να διασφαλίζει ότι υπάρχει η έγκαιρη και ακριβής πληροφόρηση για όλα τα σημαντικά θέματα που αφορούν την εταιρεία, συμπεριλαμβανομένων της οικονομικής της κατάστασης, της απόδοσης, της ιδιοκτησίας και της Διακυβέρνησης της. Η γνωστοποίηση περιλαμβάνει:

1. Τα οικονομικά και λειτουργικά αποτελέσματα της επιχείρησης.
2. Τους στόχους της εταιρείας.
3. Τα δικαιώματα ιδιοκτησίας και ψήφου.
4. Την πολιτική των αποδοχών για τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και τα ανώτερα στελέχη καθώς και πληροφορίες για τα προσόντα τους, τη διαδικασία επιλογής τους κ.α.
5. Τις συναλλαγές με τα συνδεδεμένα μέρη.
6. Τους προβλεπόμενους παράγοντες κινδύνου.
7. Τα θέματα που αφορούν τους εργαζομένους και τα ενδιαφερόμενα μέρη.
8. Τη Διακυβέρνηση που αφορά τις δομές, τις πολιτικές και κυρίως το περιεχόμενο του κάθε κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης.

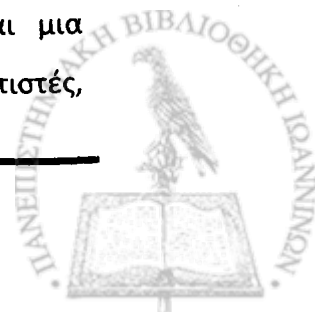
Στις πληροφορίες που γνωστοποιούνται θα πρέπει να εφαρμόζονται υψηλά πρότυπα λογιστικής καθώς και χρηματοοικονομικές και μη μεταβλητές.

Ο ετήσιος έλεγχος θα πρέπει να γίνεται από έναν ελεγκτή ο οποίος είναι εξωτερικός και ανεξάρτητος, προκειμένου να διαβεβαιώνει το Διοικητικό Συμβούλιο και τους μετόχους ότι οι οικονομικές καταστάσεις αντικατοπτρίζουν την πραγματική εικόνα της οικονομικής κατάστασης της εταιρείας.

Καθήκον των ελεγκτών είναι ο επαγγελματισμός τους κατά τη διεξαγωγή του ελέγχου και είναι υπόλογοι απέναντι στους μετόχους και μόνο.

Τα μέσα για την διάδοση των πληροφοριών θα πρέπει να μεριμνούν για την ισότιμη, έγκαιρη και οικονομικά αποδοτική πρόσβαση των χρηστών.

Το πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να συμπεριλάβει και μια αποτελεσματική προσέγγιση από αναλύσεις, συμβουλές από αναλυτές, χρηματιστές,



οργανισμούς αξιολόγησης, οι οποίες να είναι σχετικές με τις αποφάσεις των επενδυτών.

Οι ευθύνες του Διοικητικού Συμβουλίου

Η τελευταία αρχή ορίζει ότι το πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να διασφαλίζει τον στρατηγικό προσανατολισμό της επιχείρησης, την αποτελεσματική παρακολούθηση της διαχείρισης από το Διοικητικό Συμβούλιο και την λογοδοσία του στους μετόχους και την επιχείρηση.

Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να δρουν με τεκμηριωμένη βάση, καλή πίστη βάζοντας πάνω απ' όλα το συμφέρον της εταιρείας και των μετόχων. Ακόμη θα πρέπει να συμπεριφέρεται ισοτίμα σε όλους τους μετόχους και να λαμβάνει υπόψη και τα συμφέροντα των ενδιαφερόμενων μερών.

Το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να πλήρη ορισμένες προϋποθέσεις:

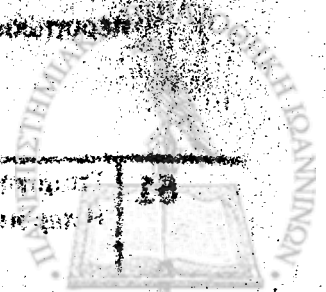
1. Να επανεξετάζει κάθε φορά την εταιρική στρατηγική, τα κύρια σχέδια δράσης, την πολιτική κινδύνου, τους ετήσιους προϋπολογισμούς και τα επιχειρηματικά σχέδια, να καθορίζει τους στόχους αποδοτικότητας, να ελέγχει την Εταιρική αποδοτικότητα και να εποπτεύει σημαντικές δαπάνες κεφαλαίου, εξαγορές, επενδύσεις και εκποιήσεις.
2. Να ελέγχει την αποδοτικότητα των πρακτικών Διακυβέρνησης και να προβαίνει σε αλλαγές εφόσον είναι αναγκαίο.
3. Να επιλέγει, να ανταμείβει, να ελέγχει και όταν χρειάζεται να αντικαθιστά βασικά στελέχη.
4. Να ευθυγραμμίζει τις αμοιβές των διοικητικών στελεχών με τα μακροχρόνια συμφέροντα της εταιρείας και των μετόχων.
5. Να διασφαλίζει την αντικειμενικότητα και διαφάνεια στην εκλογή των μελών του διοικητικού συμβουλίου.
6. Να ελέγχει και να διαχειρίζεται πιθανές συγκρούσεις μεταξύ των μελών του συμβουλίου, της Διοίκησης και των μετόχων συμπεριλαμβανομένων των περιπτώσεων κατάχρησης των εταιρικών περιουσιακών στοιχείων.



~~ΠΡΟΚΑΤΑΡΑΧΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΤΡΟΦΗ ΤΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΩΝ~~

Οι ενδιαφερόμενοι να υποβάλουν αίτηση για την επανένταξη στην εκπαίδευση, πρέπει να προσκομίσουν τα ακόλουθα στοιχεία:

1. Αίτηση επανένταξης, συμπληρωμένη σύμφωνα με το πρότυπο που βρίσκεται στο τέλος του παρόντος φυλλαδίου.
2. Φωτοαντίγραφο του βιβλίου του Πανεπιστημίου, που αφορά στην επανένταξη των επιστημόνων.
3. Φωτοαντίγραφο του βιβλίου του Πανεπιστημίου, που αφορά στην επανένταξη των επιστημόνων.
4. Φωτοαντίγραφο του βιβλίου του Πανεπιστημίου, που αφορά στην επανένταξη των επιστημόνων.
5. Φωτοαντίγραφο του βιβλίου του Πανεπιστημίου, που αφορά στην επανένταξη των επιστημόνων.
6. Φωτοαντίγραφο του βιβλίου του Πανεπιστημίου, που αφορά στην επανένταξη των επιστημόνων.
7. Φωτοαντίγραφο του βιβλίου του Πανεπιστημίου, που αφορά στην επανένταξη των επιστημόνων.



7. Να διασφαλίζει την ακεραιότητα των λογιστικών και οικονομικών εκθέσεων, να υπάρχει στη διάθεση του συστήματα διαχείρισης του κινδύνου, τον οικονομικό και λειτουργικό έλεγχο και να συμμορφώνεται με το νόμο και τις σχετικές διατάξεις.
8. Να επιβλέπει την διαδικασία δημοσιοποίησης και επικοινωνίας.

Το συμβούλιο θα πρέπει να είναι σε θέση να ασκεί αντικειμενική και ανεξάρτητη κρίση όσον αφορά τις εταιρικές υποθέσεις. Να υπάρχει ένας επαρκής αριθμός ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο συμβούλιο προκειμένου να ασκούν ανεξάρτητη κρίση σε θέματα σύγκρουσης συμφερόντων.

Τέλος, για την εκπλήρωση όλων των καθηκόντων τους θα πρέπει να έχουν πρόσβαση σε σχετική, έγκαιρη και ακριβής πληροφόρηση.

