



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΙΩΑΝΝΙΝΩΝ

ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ – ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ ΕΠΙΣΤΗΜΗ

**Παράγοντες διαμόρφωσης των πραγματικών Εταιρικών
Φορολογικών Συντελεστών και ο Ρόλος της Εταιρικής
Διακυβέρνησης
στις Εισηγμένες στο Ελληνικό Χρηματιστήριο Εταιρείες.**

ΜΟΥΖΑΚΗΣ Γ. ΘΕΟΔΩΡΟΣ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ: ΧΥΤΗΣ ΕΥΑΓΓΕΛΟΣ

ΕΠΙΚΟΥΡΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

ΠΡΕΒΕΖΑ 2019

**Determinants of ETR and the Role of Corporate
Governance to Listed Companies on the Greek Stock
Exchange**

Εγκρίθηκε από τριμελή εξεταστική επιτροπή

Πρέβεζα, Νοέμβριος 2019

ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

1. Επιβλέπων καθηγητής

Ευάγγελος Χύτης,

Επίκουρος Καθηγητής

2. Μέλος επιτροπής

Κωνσταντίνος Καραμάνης,

Αναπληρωτής Καθηγητής

3. Μέλος επιτροπής

Στέργιος Τάσιος,

Ακαδημαϊκός Υπότροφος

© Μουζάκης Θεόδωρος, 2019.

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved

Δήλωση μη λογοκλοπής

Δηλώνω υπεύθυνα και γνωρίζοντας τις διατάξεις του Ν. 2121/1993 περί Πνευματικής Ιδιοκτησίας, ότι η παρούσα μεταπτυχιακή εργασία είναι εξ ολοκλήρου αποτέλεσμα δικής μου ερευνητικής εργασίας, δεν αποτελεί προϊόν αντιγραφής ούτε προέρχεται από ανάθεση σε τρίτους. Όλες οι πηγές που χρησιμοποιήθηκαν (κάθε είδους, μορφής και προέλευσης) για τη συγγραφή της περιλαμβάνονται στη βιβλιογραφία.

Μουζάκης, Θεόδωρος

Υπογραφή

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η παρούσα εργασία εκπονήθηκε στο πλαίσιο του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών «Λογιστική Χρηματοοικονομική και Διοικητική Επιστήμη» του Πανεπιστημίου Ιωαννίνων. Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή κ. Χύτη Ευάγγελο για την εμπιστοσύνη, τις συμβουλές του και την καθοδήγηση του κατά τη διάρκεια συγγραφής της παρούσας εργασίας. Επίσης, τον κ. Παππά Θεόδωρο για τη τεχνική του βοήθεια καθώς και τον κ. Τάσιο Στέργιο για τη βοήθεια και τις συμβουλές στην οικονομετρική ανάλυση.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στο σύγχρονο και άκρως διεθνοποιημένο επιχειρηματικό περιβάλλον η αποτελεσματικότητα των δομών της Εταιρικής Διακυβέρνησης φαίνεται να διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην ποιότητα των οικονομικών αναφορών στον βαθμό που πλήθος εταιρικών αποφάσεων διαμορφώνουν βασικά κονδύλια των οικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων μεταξύ των οποίων συμπεριλαμβάνονται και η συνολική δαπάνη για φόρους εισοδήματος (Income Tax burden), τα κέρδη μετά φόρων (Net Income) καθώς και το ύψος των φορολογικών βαρών που κατανέμονται και εκταμιεύονται σε επόμενες χρήσεις

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να διερευνήσει εάν και σε ποιο βαθμό βασικές δομές και μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζουν την πραγματική φορολογική επιβάρυνση των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιριών μετρούμενη με τον δείκτη ETR (Effective Tax Rate). Υψηλότερος ETR παραπέμπει σε μεγαλύτερη φορολογική επιβάρυνση ενώ χαμηλότερος σε μικρότερη.

Το δείγμα περιλαμβάνει τις εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών (FTSE/ATHEX Large Cap Index) και καλύπτει τις χρήσεις από το 2011 έως και το 2015. Τα δεδομένα (panel data) αντλήθηκαν πρωτογενώς στο μεγαλύτερο μέρος από τις ετήσιες ενοποιημένες οικονομικές εκθέσεις τους και περιλαμβάνουν τόσο ποιοτικά όσο και ποσοτικά μεγέθη.

Η ελεγχόμενη μεταβλητή (ETR) περιλαμβάνει τον λογιστικό φόρο που επιβαρύνει τα αποτελέσματα όπως ορίζεται από το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 12. Για την διερεύνηση της επίδρασης της εταιρικής διακυβέρνησης χρησιμοποιούνται ως ανεξάρτητες μεταβλητές, το μέγεθος και η ανεξαρτησία του Διοικητικού Συμβουλίου (ΔΣ) και ο τύπος της εταιρίας που πραγματοποιεί τον εξωτερικό έλεγχο. Για τη διερεύνηση της σχέσης του δείκτη ETR με τα λογιστικά εταιρικά χαρακτηριστικά και το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης χρησιμοποιήθηκε μια σειρά μεταβλητών ελέγχου όπως το μέγεθος της επιχείρησης, το επίπεδο μόχλευσης και ρευστότητας καθώς και η ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ.

Από τα ευρήματα της γραμμικής παλινδρόμησης προκύπτει ότι ο δείκτης ETR παρουσιάζει αρνητική συσχέτιση με το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου (ΔΣ) και τη χρηματοοικονομική μόχλευση, υποδηλώνοντας ότι μια αύξηση των μελών του ΔΣ και των δανειακών κεφαλαίων οδηγεί σε μικρότερη φορολογική επιβάρυνση. Οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις παρουσιάζουν υψηλότερο δείκτη ETR.

Τα αποτελέσματα της παρούσας έρευνας μπορούν να χρησιμοποιηθούν από χρήστες των χρηματοοικονομικών αναφορών (μέτοχοι, αναλυτές, επενδυτές δανειστές, ανταγωνιστές) των επιχειρήσεων, καθώς επίσης και από φορολογικές και εποπτικές αρχές.

Λέξεις κλειδιά: Αποτελεσματικός Φορολογικός Συντελεστής, Εταιρική διακυβέρνηση, Εισηγμένες Εταιρείες

ABSTRACT

In the modern and highly internationalized business environment, the effectiveness of corporate governance structures seems to play an important role in the quality of financial reporting insofar, as a number of corporate decisions form key accounting figures that include total income tax expense, net income and the tax burden allocated, as well as tax paid carry – forward.

The purpose of this paper is to investigate whether and to what extent key corporate governance structures and mechanisms influence the actual tax burden of listed on the Athens Stock Exchange (ASE) companies as measured by the ETR (Effective Tax Rate). Higher ETR refers to a higher tax burden and lower ETR to a lower tax burden.

The sample comprises the largest companies listed on the ASE and covers the period from 2011 to 2015. A unique hand collected panel data set was constructed from the consolidated annual financial reports. The controlled variable includes the tax expense (ETR), as it is defined by IAS 12. In order to investigate the impact of corporate governance, the size and the independence of the board of directors (BoD) and the engaged audit firm (auditor type), are used as independent variables. A number of control variables (company size, level of leverage and liquidity, as well as annual GDP) are used to explore the relationship of ETR with the firm specific characteristics and the influence of the external business environment.

Using linear regression, results indicate that the ETR has a negative correlation with the size of the BoD and financial leverage, suggesting that an increase in BoD members and loan funds leads to a lower tax burden. Larger companies appear to have a higher ETR. The results of the present study can be of interest to the users of the financial statements (shareholders, analysts, investor lenders, competitors), as well as to the tax and supervisory authorities and the capital market participants.

Keywords: Income Tax, ETR, Cash ETR, Corporate Governance, Listed Companies

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ.....	vi
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	vii
ABSTRACT.....	viii
ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ.....	ix
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ.....	x
ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ.....	vi
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1:ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
Εισαγωγή.....	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2:Εταιρική Διακυβέρνηση.....	3
2.1 Εισαγωγή στην έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	9
2.2 Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	9
2.2.1 Δικαιώματα των Μετόχων και Βασικές Λειτουργίες της Ιδιοκτησίας.....	9
2.2.2 Ισότιμη Μεταχείριση των Μετόχων.....	10
2.2.3 Ο Ρόλος των Συμμετεχόντων στην Εταιρική Διακυβέρνηση.....	10
2.2.4 Γνωστοποίηση και Διαφάνεια.....	11
2.2.5 Ευθύνες του Διοικητικού Συμβουλίου.....	12
2.2.6 Μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου.....	13
2.2.7 Εκτελεστικά και μη –Εκτελεστικά Μέλη.....	14
2.2.8 Εξωτερικά /Ανεξάρτητα Μέλη.....	15
2.2.9 Δυναμικότητα.....	17
2.2.10 Πως Λειτουργούν οι Εισηγμένες στην Ελλάδα.....	17
2.3 Πραγματική Φορολογική Επιβάρυνση.....	19
2.4 Πίνακας Παρουσίασης Ερευνών.....	28
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3:Μεθοδολογικό Πλαίσιο.....	34
3.1 Η ερευνητική διαδικασία.....	34

3.2 Περιγραφή του δείγματος.....	35
3.3 Ανάλυση δεδομένων και υποθέσεων.....	37
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Ανάλυση εμπειρικών αποτελεσμάτων.....	39
4.1 Περιγραφική Στατιστική.....	39
4.2 Ερευνητικό Μοντέλο.....	40
4.3 Ανάλυση των αποτελεσμάτων.....	42
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.....	45
Συμπεράσματα.....	45
Παραρτήματα.....	49
Παράρτημα Α.....	49
Παράρτημα Β.....	50
Παράρτημα Γ.....	52
Παράρτημα Δ.....	54
Παράρτημα Ε.....	55
Βιβλιογραφία.....	57

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 2.1: Πίνακας Ερευνών.....	28
Πίνακας 2.2: Πίνακας Ερευνών από τη διεθνή βιβλιογραφία.....	32
Πίνακας 2.3: Πίνακας Ερευνών από την εγχώρια βιβλιογραφία.....	33
Πίνακας 3.1: Εισηγμένες ανά κλάδο.....	34
Πίνακας 4.1: Μέτρα Περιγραφικής Στατιστικής για την περίοδο 2011 -2015.....	39
Πίνακας 4.2: Μέση τιμή του δείκτη ETR ανά έτος.....	40
Πίνακας 4.3 Αποτελέσματα Παλινδρόμησης.....	42

ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ

ETR	Effective Tax Rate (Αποτελεσματικός Φορολογικός Συντελεστής)
Cash ETR	Ταμειακός Φορολογικός Συντελεστής
GLS	Generalized Least Squares (Γενικευμένη Μέθοδος Ελαχίστων Τετραγώνων)
GDP	Gross Domestic Product
IAS	International Accounting Standards
PSI	Private Sector Involvement
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development
ΑΕΠ	Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν
ΕΔ	Εταιρική Διακυβέρνηση
ΔΣ	Διοικητικό Συμβούλιο
ΟΟΣΑ	Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης
ΣΕΒ	Σύλλογος Ελλήνων Βιομηχάνων
ΧΑΑ	Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών
ΔΛΠ	Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα
ΔΠΧΠ	Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Εισαγωγή

Ο όρος «εταιρική διακυβέρνηση» περιγράφει τον τρόπο με τον οποίο οι εταιρείες διοικούνται και ελέγχονται. Σύμφωνα με τις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ), η εταιρική διακυβέρνηση αρθρώνεται ως ένα σύστημα σχέσεων ανάμεσα στη Διοίκηση της εταιρείας, το Διοικητικό Συμβούλιο (ΔΣ), τους μετόχους της και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη· (Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΣΕΒ). Συνιστά δηλαδή, τη δομή μέσω της οποίας προσεγγίζονται και τίθενται οι στόχοι της εταιρείας, εντοπίζονται οι βασικοί κίνδυνοι που αυτή αντιμετωπίζει κατά τη λειτουργία της, προσδιορίζονται τα μέσα επίτευξης των εταιρικών στόχων, οργανώνεται το σύστημα διαχείρισης κινδύνων και καθίσταται δυνατή η παρακολούθηση της απόδοσης της Διοίκησης κατά τη διαδικασία εφαρμογής των παραπάνω.

Επομένως, οι κανόνες της Εταιρικής Διακυβέρνησης καθορίζουν τον τρόπο με τον οποίο επιτυγχάνονται οι εταιρικοί στόχοι, καθιερώνουν συστήματα παρακολούθησης και αποτίμησης των εταιρικών κινδύνων, καθώς και τον τρόπο με τον οποίο εξασφαλίζεται η διαφάνεια των πεπραγμένων της διοίκησης έναντι των μετόχων. (ΣΕΒ).

Στην Ελλάδα η Εταιρική Διακυβέρνηση αφορά κυρίως τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών και καθιερώθηκε το 2002 βάσει των νόμων 3016 και 3091/2002. Τον έλεγχο της Εταιρικής Διακυβέρνησης στις εισηγμένες εταιρείες ασκεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Η γενική φιλοσοφία της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η λήψη των αποφάσεων από όσο το δυνατόν περισσότερα πρόσωπα και η όσο το δυνατόν δημοκρατική λειτουργία του ΔΣ μιας επιχείρησης.

Για το σκοπό αυτό η ΕΔ καθιερώνει μεταξύ άλλων κανόνες όπως τους παρακάτω (ΟΟΣΑ 1999) :

1. Ορισμένος αριθμός των μελών του ΔΣ πρέπει να είναι "ανεξάρτητα", που σημαίνει ότι δεν πρέπει να έχουν επαγγελματική σχέση με την εταιρεία, ή συγγενική σχέση με κάποιον από τους μεγαλομετόχους.
2. Στην εταιρεία λειτουργεί τμήμα "Εσωτερικού Ελέγχου" το οποίο πρέπει να αποτελείται από όσο το δυνατόν περισσότερα ανεξάρτητα μέλη και έχει σαν σκοπό του τον έλεγχο των πεπραγμένων του ΔΣ και των μεγαλομετόχων, που πρέπει να γίνονται με γνώμονα το συμφέρον της εταιρείας και όχι το προσωπικό τους συμφέρον.
3. Διαφορετικά πρόσωπα για τις θέσεις του Προέδρου και του διευθύνοντος Συμβούλου της εταιρείας
4. Λειτουργία εταιρικής ιστοσελίδας, η οποία έχει κύριο σκοπό να ενημερώνει τους μετόχους για τα δρώμενα της επιχείρησης.

5. Λειτουργία "επιτροπής ελέγχου" στην εταιρεία, η οποία "ελέγχει τους ελεγκτές"
6. Λειτουργία επιτροπής αξιολόγησης και αμοιβών διευθυντικών στελεχών

Συμπερασματικά, η Εταιρική Διακυβέρνηση δείχνει τον βαθμό σοβαρότητας της κάθε εταιρείας και το κατά πόσον αυτή σέβεται τους μετόχους της, μέσω των αποφάσεων τις οποίες αυτή λαμβάνει.

Ζωτικής σημασίας ρόλο στις αποφάσεις των επιχειρήσεων διαδραματίζει σήμερα και ο φορολογικός τους σχεδιασμός λόγω των φορολογικών υποχρεώσεων που αυτές επωμίζονται. Κατά το διάστημα της ελληνικής χρηματοπιστωτικής κρίσης η φορολογική επιβάρυνση τόσο των επιχειρήσεων όσο και των πολιτών της χώρας αυξήθηκε κατακόρυφα εξαιτίας του χρέους και των υποχρεώσεων τις οποίες επέβαλλαν τα προγράμματα δημοσιονομικής προσαρμογής.

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να εξετάσει τη σχέση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης και της φορολογικής επιβάρυνσης των εισηγμένων επιχειρήσεων στην Ελλάδα. Για αυτό το λόγο διερευνήθηκε αν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης και του πραγματικού φορολογικού συντελεστή, όπως αυτός υπολογίζεται με τον δείκτη ETR. Η συγκεκριμένη μεθοδολογία έχει χρησιμοποιηθεί από αρκετούς ερευνητές κατά το παρελθόν όπως από τους Gupta και Newberry (1997), Kraft (2014) και άλλους.

Τα ευρήματα των προηγούμενων ερευνών δείχνουν ότι πράγματι υπάρχει σχέση μεταξύ μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης (όπως για παράδειγμα το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου, του μεγέθους της εταιρίας και άλλα) και της πραγματικής φορολογικής επιβάρυνσης των επιχειρήσεων, με διαφορετικά εντούτοις αποτελέσματα. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι η πραγματική φορολογική επιβάρυνση των ελληνικών εισηγμένων (FTSE/ATHEX Large Cap Index) συσχετίζεται θετικά με το μέγεθος της επιχείρησης και αρνητικά με τη χρηματοοικονομική μόχλευση και το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου.

Η παρούσα εργασία διαρθρώνεται ως εξής:

Στο Κεφάλαιο 2 παρουσιάζονται η έννοια και οι αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης όπως ορίστηκαν από τον ΟΟΣΑ (1999). Στη συνέχεια δίνεται ο ορισμός του δείκτη ETR και ο τρόπος υπολογισμού του σύμφωνα με το IAS 12. Τέλος, γίνεται αναφορά σε παρόμοιες μελέτες από τη διεθνή βιβλιογραφία. Στο κεφάλαιο 3 αναλύεται η διαδικασία που ακολουθήθηκε στην εμπειρική ανάλυση της παρούσας εργασίας. Γίνεται αναφορά δηλαδή, στα μεθοδολογικά εργαλεία που χρησιμοποιήθηκαν, στον έλεγχο υποθέσεων και στη στατιστική ανάλυση των μεταβλητών του υποδείγματος (μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης) σε σχέση με την φορολογική επιβάρυνση (δείκτη ETR). Στο κεφάλαιο 4 παρουσιάζονται τα μέτρα περιγραφικής στατιστικής και αναλύονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης. Στο κεφάλαιο 5 παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της παρούσας εργασίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

2.1 Εισαγωγή στην Έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι το σύστημα κανόνων, διοίκησης, ελέγχου και αξιολόγησης των εισηγμένων εταιρειών στη χρηματιστηριακή αγορά. Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ (1999) ως εταιρική διακυβέρνηση ορίζεται το σύστημα με το οποίο οι εταιρίες παρακολουθούνται και ελέγχονται. Η ύπαρξη της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι εξαιρετικά σημαντική καθώς οι συγκρούσεις συμφερόντων στις πολυμετοχικές εταιρείες επιδεινωθήκαν και δημιουργήθηκαν νέα πεδία τριβής μεταξύ των ενδιαφερόμενων ομάδων τα τελευταία χρόνια και ειδικά κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Ως αποτέλεσμα αναζητήθηκαν νέοι τρόποι επίτευξης των διοικήσεων και ρύθμισης των σχέσεων μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών που έχουν συμφέρον σε μια εισηγμένη. Οι μέτοχοι συμμετέχουν στα κέρδη της επιχείρησης αλλά πολλές φορές δεν να αναλαμβάνουν την ευθύνη για τη λειτουργία και τη διοίκηση της. Εξάλλου μέτοχος μπορεί να είναι ένα πρόσωπο, εταιρεία ή κάποιο ίδρυμα που έχει στην κατοχή του έστω και μία μετοχή εκ συνόλου των μετοχών της εταιρείας. Επειδή, οι μέτοχοι είναι οι "ιδιοκτήτες" της εταιρείας, θα είναι και εκείνοι οι οποίοι θα εισπράξουν τα οφέλη από μια καλή πορεία της εταιρείας μέσω της αύξησης της αξίας των μετοχών.

Αν η όμως η πορεία της εταιρείας δεν είναι καλή τότε οι μέτοχοι μπορούν να χάσουν τα χρήματα τους καθώς η τιμή της μετοχής θα μειώνεται. Σε αντίθεση, με τους ιδιοκτήτες των ατομικών επιχειρήσεων (ελεύθερους επαγγελματίες), οι μέτοχοι δεν ευθύνονται προσωπικά για τα χρέη της εταιρείας και για τις άλλες οικονομικές της υποχρεώσεις. Αυτό σημαίνει ότι αν η εταιρεία για παράδειγμα χρεοκοπήσει, οι πιστωτές της δεν μπορούν να απαιτήσουν την πληρωμή από τους μετόχους τμήμα των απαιτήσεων τους όπως θα μπορούσαν από τους ιδιοκτήτες των ατομικών εταιρειών.

Η Διοίκηση έχει τη δυνατότητα να λειτουργεί την επιχείρηση χωρίς να είναι υπεύθυνη προσωπικά για την παροχή τα κεφαλαίων. Ένα Διοικητικό Συμβούλιο αποτελείται από μια ομάδα ατόμων που έχουν εκλεγεί ή που εκλέγονται για να ενεργούν ως εκπρόσωποι των μετόχων και για να εφαρμόσουν την Εταιρική Διακυβέρνηση και τη λήψη αποφάσεων για σημαντικά θέματα της εταιρείας. Σε γενικές γραμμές, το Διοικητικό Συμβούλιο λαμβάνει αποφάσεις για λογαριασμό των μετόχων ως θεματοφύλακας και προφυλάσσει την οικονομική ευημερία της εταιρείας και επιδιώκει την μεγιστοποίηση της αξία των μετοχών της.

Αυτό είναι εφικτό μέσω των νόμων που προσφέρουν στους μετόχους περιορισμένη ευθύνη και ανάμειξη στις δραστηριότητες μιας εταιρείας.

Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου έχουν τη νομική ευθύνη να αντιπροσωπεύουν τους μετόχους και να προστατεύουν τα συμφέροντά τους. Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο έχει ευθύνη να εγκρίνει όλες τις αποφάσεις οι οποίες μπορεί να

επηρεάσουν μακροπρόθεσμα την απόδοση της επιχείρησης. Αυτό σημαίνει ότι η επιχείρηση διοικείται από το Διοικητικό Συμβούλιο το οποίο επιβλέπει το μάνατζμεντ, με βάση τα συμφέροντα των μετόχων. Επομένως, η Εταιρική Διακυβέρνηση αναφέρεται στη σχέση ανάμεσα σε αυτές τις τρεις ομάδες και στο πώς καθορίζουν την απόδοση και την πορεία της επιχείρησης.

Κατά τη διάρκεια της προηγούμενης δεκαετίας, ασκήθηκε έντονη κριτική στο ρόλο του Διοικητικού Συμβουλίου στις επιχειρήσεις. Μεγάλο μέρος της κριτικής που ασκήθηκε εστιάστηκε στην περίπτωση που τα εσωτερικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου μπορεί να χρησιμοποιήσουν τη θέση τους προς προσωπικό τους ενώ τα εξωτερικά/ανεξάρτητα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, συνήθως, δεν έχουν την αναγκαία γνώση και ανάμειξη, ώστε να διενεργήσουν επαρκή έλεγχο και να παρέχουν καθοδήγηση στο μάνατζμεντ. Περιπτώσεις διαφθοράς και αμφισβητούμενων λογιστικών πρακτικών σε επιχειρήσεις, οδήγησαν σε αυξημένο ενδιαφέρον γύρω από την Εταιρική Διακυβέρνηση.

Νέοι κανονισμοί οδήγησαν τα Διοικητικά Συμβούλια, να δίνουν μεγαλύτερη σημασία στις ευθύνες τους και ως αποτέλεσμα περισσότερα εξωτερικά (ανεξάρτητα) μέλη συμπεριλαμβάνονται πλέον στις εποπτικές επιτροπές

Η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι επομένως σημαντικό κομμάτι για την οργάνωση αποτελεσματικών συστημάτων εσωτερικού ελέγχου στις σύγχρονες επιχειρήσεις. Τα τελευταία είκοσι χρόνια αρκετοί επιχειρηματικοί κολοσσοί όπως για παράδειγμα η Enron, η WorldCom, η Parmalat, η Guinness, η Blue Arrow, η Polly Peck, η BCCI, το Maxwell Group, Tyco International, Adelphia, Peregrine Systems και η τράπεζα Barings χρεοκόπησαν υπό το βάρος αμαρτιών. Κάποιες από αυτές τις εταιρείες μάλιστα κατείχαν και δεσπόζουσα θέση στους τομείς που δραστηριοποιούνταν επιχειρηματικά διατηρώντας μεγάλα μερίδια και δύναμη αγοράς (market power) όπως για παράδειγμα η Parmalat και η Enron.

Παραδείγματα από την ελληνική πραγματικότητα αποτελούν οι περιπτώσεις των Follie Follie (2018) και Creta Farms (2019).

Συνέπειες από την κατάρρευση και τη χρεοκοπία των συγκεκριμένων εταιριών είχαν αρκετές επιχειρήσεις και φορείς, οι οποίοι σχετίζονταν άμεσα ή έμμεσα με αυτές τις εταιρίες. Πιο συγκεκριμένα, αρνητικά επηρεάστηκαν οι μέτοχοι (shareholders), αλλά και άλλοι που έχουν συμφέροντα στις εταιρείες αυτές όπως είναι οι προμηθευτές, οι πελάτες, οι πιστωτές, οι εργαζόμενοι και οι κυβερνήσεις των χωρών που δραστηριοποιούνταν επιχειρηματικά οι πιο πάνω επιχειρήσεις .

Σταδιακά έγινε αντιληπτό ότι θα πρέπει να θεσπιστούν ρυθμίσεις και διατάξεις που θα προστάτευαν τις ομάδες ενδιαφερόμενων από πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης που θα μπορούσαν να ζημιώσουν το σύνολο της οικονομίας.

Ως αντίδραση σε αυτή τη σειρά σημαντικών εταιρικών και λογιστικών σκανδάλων υιοθετήθηκε στις ΗΠΑ, στις 30 Ιουλίου 2002 ο νόμος Sarbanes-Oxley. (The Sarbanes–Oxley Act of 2002 also known as the "Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act" and "Corporate and Auditing Accountability, Responsibility, and Transparency Act").

Ο νόμος αυτός εισήγαγε σημαντικές μεταρρυθμίσεις στην εταιρική διακυβέρνηση. Μεταξύ των έντεκα ενοτήτων του νόμου περιλαμβάνονται ρυθμίσεις όπως για παράδειγμα η δημιουργία επιτροπής έλεγχου, αμοιβών και εκθέσεων, απαγόρευση προσωπικής χορήγησης δανείου μεταξύ εταιρίας και μέλους της, υποχρέωση γνωστοποίησης συναλλαγών εκτός ισολογισμού ανεξαρτησία ελεγκτών κώδικα ηθικής και άλλα.

Τα τμήματα του νομοσχεδίου καλύπτουν τις ευθύνες του διοικητικού συμβουλίου μιας εισηγμένης εταιρείας, προσθέτουν ποινικές κυρώσεις για ορισμένα παραπτώματα και απαιτούν από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να δημιουργήσει κανονισμούς για να καθορίσει τον τρόπο με τον οποίο οι εισηγμένες επιχειρήσεις πρέπει να συμμορφώνονται με το νόμο.

Μετά την εφαρμογή του νόμου Sarbanes-Oxley στις ΗΠΑ και άλλες χώρες ακολούθησαν παρόμοια τακτική και προέβησαν στη θέσπιση νόμων ανάλογου περιεχομένου όπως η Γερμανία (German Corporate Governance Code) – η Ιταλία (Italian Law 262/2005), Ολλανδία (Code Tabaksblat) Αυστραλία (Corporate Law Economic Reform Program Act 2004) και άλλες.

Η εταιρική διακυβέρνηση όμως δεν είναι ένα θέμα το οποίο απασχόλησε νομοθέτες και ακαδημαϊκούς τον 21^ο αιώνα.

Ο Adam Smith, ήδη από το δέκατο όγδοο αιώνα, ήταν ένας από τους πρώτους οικονομολόγους που εξέφρασε την ανησυχία του για τη διακυβέρνηση των ανωνύμων εταιρειών αναφέροντας χαρακτηριστικά:

"Οι διευθυντές των εν λόγω εταιρειών είναι και οι διαχειριστές των χρημάτων άλλων ανθρώπων εκτός των δικών τους, όμως δεν μπορεί να αναμένεται, ότι θα πρέπει να παρακολουθήσουν με την ίδια αγωνιώδη επαγρύπνηση με την οποία οι εταίροι σε μια ιδιωτική συμμετοχική συχνά παρακολουθήσουν τα δικά τους.

Όπως και οι διαχειριστές των πλούσιων ανδρών, είναι ικανοί να εξετάσουν με προσοχή τις μικρές υποθέσεις, όχι όμως για την τιμή του κυρίου τους, και πολύ εύκολα μπορούν να απαλλάξουν στον εαυτό τους από το να έχουν αυτό. Η αμέλεια και η αφθονία, ως εκ τούτου, πρέπει να υπερισχύει πάντα, περισσότερο ή λιγότερο, στη διαχείριση των υποθέσεων της εν λόγω εταιρείας. (Adam Smith, Ο Πλούτος των Εθνών, 1776)

Οι πρώτοι που μελέτησαν το αντικείμενο της Εταιρικής Διακυβέρνησης ήταν οι Berle και Means στο έργο τους «The modern corporation and private property» (1932) όπου διατύπωσαν το κλασικό πλέον πρόβλημα της αντιπροσώπευσης (agency problem) εξαιτίας του διαχωρισμού της ιδιοκτησίας και του ελέγχου. Η εξέλιξη της

σύγχρονης εταιρείας δημιούργησε μια κατάσταση στην οποία τα συμφέροντα των ιδιοκτητών και διαχειριστών διέφεραν/συγκρούονταν.

Οι Berle και Means θεώρησαν ότι αυτή η εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας υποστηρίζονταν από τις εξής δύο εξελίξεις:

- Το εργοστασιακό σύστημα καθώς αυτό αποτέλεσε τη βάση της βιομηχανικής επανάστασης και ήταν υπεύθυνο που έφερε μεγάλο αριθμό εργαζομένων κάτω από το πλαίσιο μιας ενιαίας διοίκησης.
- Η σύγχρονη εταιρεία διότι τοποθέτησε τον πλούτο πολλών ατόμων κάτω από τον ίδιο κεντρικό έλεγχο.

Το βασικό θέμα της Θεωρίας Αντιπροσώπευσης εστιάζει στο εσωτερικό της επιχείρησης και είναι η λήψη αποφάσεων και του ελέγχου σε επιχειρήσεις, όπου είναι δυνατό να δημιουργηθεί σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα στον εντολέα (principal) δηλαδή αυτόν που δίνει τις εντολές και τον αντιπρόσωπο (agent) που τις δέχεται.

Η βασική σχέση αντιπροσώπευσης δημιουργείται μεταξύ της Διοίκησης και των μετόχων/ιδιοκτητών μιας επιχείρησης αλλά επεκτείνεται και στις σχέσεις ανάμεσα σε Διοίκηση, μετόχους, πιστωτές και συμμετέχοντες μιας επιχείρησης (Berle, A. A., & Means, G. C. (1932)).

Σύμφωνα με τον Eisenhardt (1989) δύο είναι τα βασικά προβλήματα που μπορεί προκύψουν στη σχέση μεταξύ εντολέα και αντιπρόσωπου:

α) δημιουργείται σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ εντολέα και αντιπρόσωπου

β) είναι δύσκολος ο έλεγχος της Διοίκησης (αντιπρόσωπος) από την πλευρά των μετόχων/ιδιοκτητών (εντολέας). Δηλαδή, σε ποιο βαθμό η Διοίκηση επιδιώκει το συμφέρον των μετόχων και δεν εμφανίζονται φαινόμενα καιροσκοπισμού και προσωπικού οφέλους εις βάρος των μετόχων της επιχείρησης.

Οι δυνάμεις της αγοράς θα είχαν τη δυνατότητα να υποχρεώσουν τις επιχειρήσεις να ελαχιστοποιήσουν το κόστος τους και να υιοθετήσουν μηχανισμούς Εταιρικής Διακυβέρνησης σε μία ιδεατή κατάσταση, οι οποίοι θα τις διευκόλυναν στη συγκέντρωση εξωτερικών κεφαλαίων με το ελάχιστο δυνατό κόστος. Σε γενικές γραμμές, ο ανταγωνισμός θα οδηγούσε στην επίλυση του προβλήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Ωστόσο, δύσκολα ο ανταγωνισμός από μόνος του μπορεί να επιλύσει το πρόβλημα της εταιρικής διακυβέρνησης. Το συγκεκριμένο σενάριο θα συνέβαινε μόνο εάν οι επιχειρηματίες είχαν τη δυνατότητα για μίσθωση κεφαλαίου και εργασίας την κάθε στιγμή σε ανταγωνιστικές τιμές, με αποτέλεσμα να μην τους απομένουν πόροι για διαχείριση.

Στην πραγματικότητα το παραγωγικό κεφάλαιο είναι εξειδικευμένο και μακροχρόνια δεσμευμένο και ως αποτέλεσμα οι επιχειρηματίες δεν μπορούν να το μισθώσουν ανά πάσα στιγμή. Άρα, οι χρηματοδότες χρειάζονται επιβεβαίωση ότι όντως θα πάρουν τα χρήματά τους πίσω με κάποια απόδοση. (Eisenhardt (1989)).

Σύμφωνα με τους Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997) αυτή τη διασφάλιση προσφέρουν οι μηχανισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης. Συγκεκριμένα, η σύναψη συμβολαίων ανάμεσα στις πλευρές που μπορεί να εμφανίσουν πρόβλημα σύγκρουσης συμφερόντων είναι ο τρόπος αντιμετώπισης αυτού του προβλήματος. Στην ιδανική περίπτωση, οι επιχειρηματίες και οι χρηματοδότες θα υπέγραφαν ένα «ολοκληρωμένο» συμβόλαιο, το οποίο θα καθόριζε με ακρίβεια τις ενέργειες της Διοίκησης καθώς και τον τρόπο διανομής των κερδών. Ωστόσο, στην πράξη τέτοια ολοκληρωμένα συμβόλαια δεν είναι εφικτά. Δεν είναι δυνατόν να προβλεφθούν όλα τα γεγονότα που μπορεί να συμβούν στο μέλλον. Πάντως, κρίνεται αναγκαίο να οριστεί ποιος θα είναι υπεύθυνος για τη λήψη αποφάσεων (residual control rights) σε μία τέτοια περίπτωση.

Ας υποθέσουμε ότι από τη στιγμή που οι χρηματοδότες διαθέσουν τα κεφάλαιά τους μπορούν να αποφασίζουν κάθε φορά που κάτι απρόοπτο θα συνέβαινε. Όμως, οι μέτοχοι δε διαθέτουν την πληροφόρηση, ούτε τις απαραίτητες γνώσεις και το χρόνο για τη λήψη τέτοιων αποφάσεων. Αυτός είναι άλλωστε και ο βασικός λόγος για τον οποίο αναθέτουν την εξουσία στη Διοικητικό Συμβούλιο. Ως συνέπεια, οι μάνατζερ συγκεντρώνουν περισσότερα δικαιώματα λήψης αποφάσεων (residual control rights) σε σύγκριση με τους μετόχους καθώς και τη διακριτική ευχέρεια διανομής κεφαλαίων. (Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997)).

Επιπροσθέτως, το γνωστό ζήτημα στη διεθνή βιβλιογραφία, δηλαδή το «πρόβλημα του ελεύθερου καβαλάρη» (free rider problem) προσφέρει ακόμα περισσότερο έλεγχο και δύναμη στους μάνατζερ. Το πρόβλημα του ελεύθερου αναβάτη στις οικονομικές επιστήμες είναι η επιβάρυνση σε έναν κοινό πόρο που προκαλείται από τη χρήση του ή από υπερβολική χρήση από άτομα που δεν πληρώνουν το δίκαιο μερίδιο γι' αυτό ή δεν πληρώνουν τίποτα καθόλου. (investopedia.com).

Στην περίπτωση της εταιρικής διακυβέρνησης παρατηρείται όταν υπάρχουν εταιρείες με τεράστιο αριθμό μετόχων και οι μέτοχοι αυτοί συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών με μικρά ποσοστά. Παράλληλα δεν διαθέτουν την πληροφόρηση που είναι αναγκαία για τη διοίκηση της εταιρείας και επομένως δεν ασκούν τα δικαιώματα ελέγχου που ενδεχομένως τους αναλογούν.

Οι μάνατζερ καθώς διαχειρίζονται τα κεφάλαια των επενδυτών είναι δυνατόν να τους ζημιώσουν ακόμη και εσκεμμένα. Για παράδειγμα οι ασκούντες τη Διοίκηση μπορεί να προβούν σε κατάχρηση κεφαλαίων των επενδυτών. Μια περίπτωση, θα μπορούσε να είναι οι μάνατζερ να ιδρύσουν ανεξάρτητες εταιρίες δικής τους ιδιοκτησίας. Στη συνέχεια πουλούν τα προϊόντα και περιουσιακά στοιχεία της κύριας επιχείρησης, την οποία και διοικούν (αλλά δεν αποτελούν μέτοχοι) στις δικές τους ανεξάρτητες

εταιρίες σε τιμές χαμηλότερες σε σύγκριση πάντα με τις αντίστοιχες που επικρατούν στην αγορά. (Shleifer και Vishny, 1997).

Μια ακόμη περίπτωση είναι όταν οι μάνατζερ προσπαθούν να παρατείνουν τη διάρκεια της θητείας τους συνεχίζοντας τη ακόμα και όταν δε διαθέτουν πλέον τα κατάλληλα εφόδια που απαιτούν οι συνθήκες ανταγωνισμού (Shleifer, Vishny, 1989). Αυτή η συμπεριφορά είναι γνωστή ως «οχύρωση της Διοίκησης» (management entrenchment). Η ίδια συμπεριφορά παρατηρείται επίσης από τη Διοίκηση και σε περιπτώσεις πιθανής εξαγοράς της επιχείρησης. Ο λόγος για τον οποίο η Διοίκηση εναντιώνεται σε μία προσπάθεια πιθανής εξαγοράς της είναι επειδή υπάρχει η απειλή της «αντικατάστασης» από τη νέα ιδιοκτησία και όχι επειδή δεν είναι συμφέρουσα η πρόταση για τους μετόχους. Αν όμως η Διοίκηση έχει πιθανά οφέλη όπως για παράδειγμα ένα αρκετά μεγάλο ποσό αποζημίωσης θα επιλέξει να μην αντισταθεί.

Πολλές φορές παρατηρείται το φαινόμενο να υπάρχουν συγκρούσεις μεταξύ των διαχειριστών των εταιριών (ΔΣ) με τους ιδιοκτήτες-μέτοχους τους. Κυριότερος λόγος των συγκρούσεων αυτών η αποφυγή του κινδύνου (risk aversion), η οποία έγκειται στις διαφορετικές αντιλήψεις των δύο πλευρών αναφορικά με την ανάληψη κινδύνου. (Chen, Lu, Sougiannis (2012).

Δηλαδή, οι δύο πλευρές επιθυμούν διαφορετικό τρόπο δράσης εξαιτίας της διαφορετικής τοποθέτησής τους απέναντι στον κίνδυνο. Η διαφορετική συμπεριφορά των μάνατζερ έναντι του κινδύνου εξηγείται από το γεγονός ότι ο προσωπικός πλούτος του /μισθός εξαρτάται κυρίως από την πορεία της μετοχής της επιχείρησης. Αυτό το γεγονός δεν επιτρέπει στους μάνατζερ τη διαφοροποίηση του κινδύνου, με αποτέλεσμα να τείνουν πολλές φορές να αποφεύγουν τον κίνδυνο περισσότερο από τους μετόχους και να αποδέχονται επενδύσεις, οι οποίες είναι ζημιογόνες ή λιγότερο κερδοφόρες και οδηγούν σε μείωση της συνολικής απόδοσης. Αντίθετα, οι μέτοχοι προτιμούν επενδύσεις με υψηλότερο βαθμό κινδύνου, διότι θεωρούν ότι τέτοιες επενδύσεις εξασφαλίζουν και μεγαλύτερη απόδοση. Με λίγα λόγια, οι διαχειριστές έχουν μεγαλύτερη αποστροφή προς τον κίνδυνο σε σχέση με τους μετόχους/ιδιοκτήτες, καθώς ενδεχομένως θεωρούν την επαγγελματική τους θέση λιγότερο ασφαλή.

Η Διοίκηση λαμβάνει υπόψη της το συνολικό κίνδυνο, συστημικό (μη διαφοροποιήσιμο) και μη συστημικό (διαφοροποιήσιμο) ενώ οι μέτοχοι το τμήμα του συνολικού κινδύνου της μετοχής που δεν εξαλείφεται (συστημικό ή διαφορετικά μη διαφοροποιήσιμο κίνδυνο). Μια ακόμη αιτία σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ διοίκησης και μετόχων μπορεί να προέλθει και από την επιθυμία των διαχειριστών να παράταση της θητείας τους. Ως γνωστόν, τα στελέχη των ΔΣ έχουν πενταετή θητεία δηλ πολλές φορές πιο σύντομη από τις επενδύσεις των μετόχων καθώς αυτές έχουν συνήθως μακροπρόθεσμο χαρακτήρα.

2.2 Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης

Το 1999 ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) όρισε και δημοσίευσε τις βασικές αρχές που θα πρέπει να διέπουν κάθε μορφή Εταιρικής Διακυβέρνησης, ύστερα από συζητήσεις με διεθνείς οργανισμούς, κυβερνήσεις και τον ιδιωτικό τομέα. Σκοπός τους είναι να συμβάλλουν στη βελτίωση του νομοθετικού και ρυθμιστικού πλαισίου αναφορικά με την εφαρμογή της Εταιρικής Διακυβέρνησης και η παροχή συμβουλών/κατευθύνσεων προς όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη (νομοθέτες, επενδυτές, φορείς της αγοράς κτλ). Απευθύνονται σε όλες τις χώρες του κόσμου και όχι μόνο στις χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ έχοντας ωστόσο μη δεσμευτικό χαρακτήρα.

Ωστόσο, το 2004 ο ΟΟΣΑ (The OECD principles of corporate governance. Contaduría y Administración, (216) αναθεώρησε τις βασικές αρχές εταιρικής διακυβέρνησης με στόχο να ανταποκρίνονται καλύτερα στις σύγχρονες απαιτήσεις του οικονομικού περιβάλλοντος και ανάγκες των επιχειρήσεων.

Οι αρχές αυτές αναφέρονται περιληπτικά παρακάτω.

2.2.1 Δικαιώματα Των Μετόχων Και Βασικές Λειτουργίες Της Ιδιοκτησίας

Η Εταιρική Διακυβέρνηση πρέπει να προστατεύει και να διευκολύνει την άσκηση των δικαιωμάτων των μετόχων. Όλοι οι μέτοχοι πρέπει να έχουν την ευκαιρία να αποκτήσουν αποτελεσματική έννομη προστασία για παραβίαση των δικαιωμάτων τους. Ειδικότερα, τα βασικά δικαιώματα των μετόχων θα πρέπει να περιλαμβάνουν το δικαίωμα:

1. της διασφάλισης των μεθόδων καταγραφής της ιδιοκτησίας,
2. της μεταβίβασης των μετοχών
3. της πρόσβασης σε σχετική και ουσιαστική πληροφόρηση για την επιχείρηση σε έγκαιρη και τακτική βάση
4. της συμμετοχής και ψηφοφορίας στις γενικές συνελεύσεις των μετόχων,
5. της εκλογής και απομάκρυνσης των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και
6. της συμμετοχής στα κέρδη της επιχείρησης

Επιπλέον, οι μέτοχοι να είναι επαρκώς ενημερωμένοι και να έχουν το δικαίωμα να εγκρίνουν και να συμμετέχουν σε αποφάσεις όσον αφορά σημαντικές εταιρικές αλλαγές, όπως: i) τροποποιήσεις σε κανόνες ή άρθρα σύστασης ή παρόμοια έγγραφα διακυβέρνησης της επιχείρησης, ii) έκδοση πρόσθετων μετοχών, iii) ασυνήθιστες συναλλαγές, όπως μεταβίβαση του συνόλου ή μέρους των περιουσιακών στοιχείων, που συνεπάγεται πώληση της επιχείρησης.

Η ψήφος των μετόχων πρέπει να έχει την ίδια βαρύτητα είτε παρευρίσκονται είτε απουσιάζουν από τη γενική συνέλευση.

2.2.2 Ισότιμη Μεταχείριση Των Μετόχων

Η Εταιρική Διακυβέρνηση πρέπει να διασφαλίζει την ισότιμη μεταχείριση των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων των μετόχων μειοψηφίας και των αλλοδαπών μετόχων.

Όλοι οι μέτοχοι πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να εισπράξουν αποτελεσματική αποζημίωση για την παραβίαση των δικαιωμάτων τους. Όλοι οι μέτοχοι της ίδιας κατηγορίας θα πρέπει να αντιμετωπίζονται ως ίσοι, δηλαδή αναγνωρίζονται τα ίδια δικαιώματα σ' αυτούς που ανήκουν στην ίδια κατηγορία.

Όλοι οι επενδυτές θα πρέπει να έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες όσον αφορά τα δικαιώματα που συνδέονται με όλες τις σειρές/τάξεις προτού προβούν στην αγορά. Οποιαδήποτε τροποποίηση στα δικαιώματα ψηφοφορίας θα πρέπει να πάρει την έγκριση από τις τάξεις που επηρεάζονται αρνητικά από αυτήν. Ειδικότερα, οι μέτοχοι μειοψηφίας θα πρέπει να προστατεύονται από καταχρήσεις εις βάρος τους από την πλευρά των μεγαλομετόχων και να αποζημιώνονται επαρκώς σε τέτοιες περιπτώσεις.

Επίσης, προβλέπεται η ψηφοφορία μέσω αντιπροσώπων με εξουσιοδότηση όπως και η ψηφοφορία εκτός συνόρων. Ταυτόχρονα, οι διαδικασίες για τις γενικές συνελεύσεις θα πρέπει να διαμορφώνονται με τέτοιο τρόπο, ώστε να επιτρέπουν την άσκηση των δικαιωμάτων όλων των μετόχων. Επιπροσθέτως, θα πρέπει να απαγορεύονται τόσο οι εσωτερικές συναλλαγές (insider trading) όσο και οι προσωπικές ενέργειες που οδηγούν σε κατάχρηση (self-dealing).

2.2.3 Ο Ρόλος Των Συμμετεχόντων Στην Εταιρική Διακυβέρνηση

Η Εταιρική Διακυβέρνηση πρέπει να αναγνωρίζει τα δικαιώματα των συμμετεχόντων που κατοχυρώνονται από το νόμο ή μέσω αμοιβαίων συμφωνιών και να ενθαρρύνει την ενεργή συνεργασία ανάμεσα στις επιχειρήσεις και στους συμμετέχοντες, με σκοπό τη δημιουργία αξίας και εργασιακών θέσεων καθώς και τη διατήρηση οικονομικά ισχυρών επιχειρήσεων.

Πιο συγκεκριμένα, να υπάρχει σεβασμός για τα δικαιώματα των συμμετεχόντων είτε βάσει του νόμου είτε βάσει αμοιβαίων συμφωνιών. Στην περίπτωση παραβίασης των δικαιωμάτων των συμμετεχόντων που προστατεύονται από το νόμο θα πρέπει να προβλέπεται η δυνατότητα αποζημίωσής τους.

Όσον αφορά τους εργαζόμενους, προτείνεται η συμμετοχή τους στην Εταιρική Διακυβέρνηση μέσω ανάπτυξης ειδικών μηχανισμών βελτίωσης της αποδοτικότητας.

Επίσης, όσον αφορά τη συμμετοχή των συμμετεχόντων στην Εταιρική Διακυβέρνηση θα πρέπει να έχουν έγκαιρη και τακτική πρόσβαση σε αξιόπιστη πληροφόρηση αναφορικά με τις διαδικασίες στις οποίες συμμετέχουν.

Ακόμα, κρίνεται απαραίτητη η δυνατότητα για ελεύθερη επικοινωνία μεταξύ των συμμετεχόντων και του Συμβουλίου, ώστε να είναι σε θέση να συζητούν τους προβληματισμούς τους αναφορικά με παράνομες ή ανήθικες πρακτικές δίχως να ανησυχούν για περιορισμό των δικαιωμάτων τους.

Τέλος, το πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να συμπληρώνεται με ένα αποτελεσματικό και αποδοτικό πλαίσιο για περιπτώσεις πτώχευσης της επιχείρησης καθώς και με την αποτελεσματική επιβολή των δικαιωμάτων των πιστωτών.

2.2.4 Γνωστοποίηση Και Διαφάνεια

Η Εταιρική Διακυβέρνηση θα πρέπει να διασφαλίζει ότι έγκαιρη και ακριβής γνωστοποίηση πραγματοποιείται για όλα τα ουσιαστικά θέματα που αφορούν την επιχείρηση, συμπεριλαμβανομένων της οικονομικής της κατάστασης, της απόδοσης της, της ιδιοκτησίας της και της διακυβέρνησής της. Ειδικότερα, η γνωστοποίηση θα πρέπει να περιλαμβάνει ουσιαστική πληροφόρηση σχετικά με:

1. τα οικονομικά και λειτουργικά αποτελέσματα της επιχείρησης,
2. τους εταιρικούς στόχους,
3. τα κυριότερα δικαιώματα ιδιοκτησίας και ψήφου,
4. την πολιτική αποδοχών των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και των ανώτερων στελεχών της Διοίκησης,
5. τις συναλλαγές των συνδεδεμένων επιχειρήσεων,
6. τους προβλεπόμενους παράγοντες κινδύνου,
7. διάφορα θέματα που αφορούν τους εργαζόμενους και λοιπούς συμμετέχοντες,
8. τις δομές και τις πολιτικές διακυβέρνησης.

Όσον αφορά τη διαδικασία της γνωστοποίησης προτείνεται η εφαρμογή υψηλής ποιότητας προτύπων λογιστικής, καθώς και η χρήση χρηματοοικονομικών και μη χρηματοοικονομικών μεταβλητών. Επίσης, προτείνεται η διεξαγωγή του ετήσιου ελέγχου να ανατίθεται σε έναν ανεξάρτητο, εξωτερικό και ικανό ελεγκτή, ο οποίος θα διαβεβαιώνει το Συμβούλιο και τους μετόχους για την εγκυρότητα των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης, ενισχύοντας με αυτόν τον τρόπο την αξιοπιστία τους. Τέλος, οι εξωτερικοί ελεγκτές θα πρέπει να είναι υπόλογοι μόνον απέναντι στους μετόχους, αναλαμβάνοντας την υποχρέωση απέναντι στην επιχείρηση να είναι επαγγελματίες κατά τη διεξαγωγή του ελέγχου.

2.2.5 Ευθύνες Του Διοικητικού Συμβουλίου

Σύμφωνα με την τελευταία αρχή το πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να διασφαλίζει την στρατηγική καθοδήγηση της επιχείρησης, τον αποτελεσματικό έλεγχο της Διοίκησης από το Διοικητικό Συμβούλιο και την υποχρέωση λογοδοσίας του Συμβουλίου απέναντι στην επιχείρηση και στους μετόχους.

Τα μέλη του Συμβουλίου θα πρέπει να ενεργούν με καλή πίστη, με την απαιτούμενη επιμέλεια και σύμφωνα με το συμφέρον της επιχείρησης και των μετόχων καθώς και να είναι πλήρως ενημερωμένα πριν προβούν σε οποιαδήποτε ενέργεια. Σε περιπτώσεις όπου πιθανώς να επηρεάζονται διάφορες ομάδες των μετόχων από τις αποφάσεις του Συμβουλίου θα πρέπει το Συμβούλιο να μεταχειρίζεται όλους τους μετόχους με τον ίδιο τρόπο. Ακόμη, το Συμβούλιο θα πρέπει να εφαρμόζει υψηλής ηθικής πρότυπα και να λαμβάνει υπόψη του τα συμφέροντα των συμμετεχόντων. Ειδικότερα, το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να επιτελεί τις ακόλουθες βασικές λειτουργίες:

1. να αναθεωρεί και να καθοδηγεί την εταιρική στρατηγική, τα κύρια σχέδια δράσης, την πολιτική κινδύνου, τους ετήσιους προϋπολογισμούς και τα επιχειρηματικά σχέδια, να καθορίζει τους στόχους αποδοτικότητας, να ελέγχει το στάδιο της υλοποίησης και την εταιρική αποδοτικότητα και να επιβλέπει τις βασικές κεφαλαιακές δαπάνες, τις επενδύσεις και τις αποεπενδύσεις,
2. να ελέγχει την αποτελεσματικότητα των πρακτικών διακυβέρνησης της επιχείρησης και να προβαίνει στις απαιτούμενες αλλαγές,
3. να επιλέγει, να ανταμείβει, να ελέγχει και να αντικαθιστά, όταν είναι αναγκαίο, βασικά στελέχη, καθώς και να επιβλέπει το σχεδιασμό διαδοχής τους,
4. να ευθυγραμμίζει τις αποδοχές των διευθυντικών και διοικητικών στελεχών με τα μακροχρόνια συμφέροντα της επιχείρησης και των μετόχων,
5. να διασφαλίζει ότι οι διαδικασίες για την ανάδειξη των υποψηφίων και την τελική εκλογή των μελών του Συμβουλίου διακρίνονται από διαφάνεια,
6. να ελέγχει και να διαχειρίζεται πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ της Διοίκησης, των μελών του Συμβουλίου και των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων των περιπτώσεων κακής χρήσης των εταιρικών περιουσιακών στοιχείων και εκμετάλλευσης των συνδεδεμένων επιχειρήσεων,
7. να διασφαλίζει την ακεραιότητα των λογιστικών και χρηματοοικονομικών συστημάτων της επιχείρησης, συμπεριλαμβανομένου του ανεξάρτητου ελέγχου, και τη σωστή λειτουργία των διαφόρων συστημάτων ελέγχου, ιδιαίτερα των συστημάτων όσον αφορά τη διαχείριση κινδύνου, τον οικονομικό και λειτουργικό έλεγχο και της συμμόρφωσης με το νόμο και τις σχετικές διατάξεις.

Επίσης, το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να έχει τη δυνατότητα να ασκεί αντικειμενική κρίση επί των εταιρικών θεμάτων. Στην επίτευξη αυτού του στόχου συμβάλλουν η ύπαρξη ικανών ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών (Non Executive Directors - NED) που είναι σε θέση να ασκήσουν ανεξάρτητη κρίση, ιδίως σε θέματα σύγκρουσης συμφερόντων, η ακριβής περιγραφή και γνωστοποίηση του σκοπού, της σύνθεσης και των διαδικασιών των διαφόρων επιτροπών που υπάρχουν στο Διοικητικό Συμβούλιο καθώς και η προσωπική δέσμευση των μελών του Συμβουλίου στο ρόλο τους.

Τέλος, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να έχουν πρόσβαση σε σχετική, έγκαιρη και ακριβή πληροφόρηση, ώστε να μπορέσουν να ανταπεξέλθουν στις ευθύνες και στα καθήκοντά τους. (OECD 2015).

2.2.6 Μέγεθος Του Διοικητικού Συμβουλίου

Το Διοικητικό Συμβούλιο εκτελεί ίσως το σημαντικότερο ρόλο στη λειτουργία των σημερινών επιχειρήσεων. Όσο μεγαλύτερη είναι μια επιχείρηση τόσο εντονότερες είναι οι πιέσεις να περιοριστεί το μέγεθος του ΔΣ της. Είναι γενικά αποδεκτό ότι τα μεγαλύτερου μεγέθους Διοικητικά Συμβούλια διευκολύνουν σε πρώτη φάση την εκτέλεση των βασικών λειτουργιών της επιχείρησης. Όμως, από ένα σημείο και μετά τα μεγαλύτερα Διοικητικά Συμβούλια παρουσιάζουν προβλήματα συντονισμού και επικοινωνίας και άρα η αποτελεσματικότητα του Διοικητικού Συμβουλίου τείνει να μειώνεται (Lipton & Lorsch 1992, Jensen, 1993).

Σύμφωνα με τους Pfeffer και Salancik (1978) μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια θα πρέπει να συνδέονται με υψηλότερα επίπεδα εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης. Δηλαδή, το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου μπορεί να είναι ένα μέτρο της ικανότητας για την εξασφάλιση κρίσιμων πόρων. Όσο μεγαλύτερη δηλαδή, είναι η ανάγκη για εξωτερικές διασυνδέσεις τόσο μεγαλύτερο πρέπει να είναι το διοικητικό συμβούλιο .

Σύμφωνα με τους Bazerman & Schoorman (1983), Burt (1980) μεγαλύτερα Διοικητικά Συμβούλια συνδέονται με θετικά εταιρικά αποτελέσματα

Δεν συμφωνούν ωστόσο όλοι οι ερευνητές στην άποψη ότι τα μεγάλα Διοικητικά Συμβούλια συνεπάγονται και θετικά αποτελέσματα.

Ο Jensen (1993) υποστήριξε ότι Διοικητικά Συμβούλια που είναι μεγαλύτερα των 7 ή των 8 ατόμων τότε είναι λιγότερο πιθανό να λειτουργήσουν αποτελεσματικά και είναι πιο για τον Διευθύνων σύμβουλο (CEO) να τα ελέγξει.

Οι Firstenberg και Malkiel (1994) διατύπωσαν ότι ένα διοικητικό συμβούλιο με 8 ή λιγότερα μέλη “επιφέρει μεγαλύτερη εστίαση, συμμετοχή, πραγματική αλληλεπίδραση και συζήτηση”.

Αντίθετα, ένα μικρό Διοικητικό Συμβούλιο σχετίζεται με υψηλότερη απόδοση κεφαλαίων και υψηλότερη απόδοση πωλήσεων. Επομένως, όποια πλεονεκτήματα

σχετίζονται με ένα μεγάλο Διοικητικό Συμβούλιο μπορεί να αντισταθμιστούν πλήρως από τη κακή επικοινωνία, συνεργασία και την μη αποτελεσματική διαδικασία λήψης αποφάσεων (Yermack 1996).

Ωστόσο, σύμφωνα με τον Mintzberg (1983) όταν το μέγεθος του ΔΣ είναι μεγάλο τότε τα ανώτερα διοικητικά στελέχη χειραγωγούνται ευκολότερα. Σε τέτοιες περιπτώσεις, οι διευθύνοντες σύμβουλοι μπορεί να αποκτήσουν πλεονέκτημα στις σχέσεις εξουσίας με το Διοικητικό Συμβούλιο εφαρμόζοντας διάφορες τακτικές. Ωστόσο, άλλοι ερευνητές έχουν εκφράσει την ακριβώς αντίθετη άποψη για την σχέση μεταξύ των μεγάλων Δ.Σ και των διοικητικών στελεχών.

Σύμφωνα με τον Goodstein (1994) συχνά παρουσιάζεται το φαινόμενο σε μεγαλύτερου μεγέθους ΔΣ να δημιουργούνται παρατάξεις, συμμαχίες και συμπαιγνίες που εν τέλει οδηγούν σε συγκρούσεις μεταξύ των μελών του ΔΣ και σε προβλήματα στη λειτουργία της εταιρίας.

2.2.7 Εκτελεστικά Και Μη Εκτελεστικά Μέλη

Το Διοικητικό Συμβούλιο πρέπει να περιλαμβάνει ένα συνδυασμό Εκτελεστικών (Executives) και μη Εκτελεστικών (Non-Executives) μελών με σκοπό να λειτουργεί προς το συμφέρον των μετόχων. Οι μη εκτελεστικοί διευθυντές στο διοικητικό συμβούλιο δεν θα να είναι σε θέση να ασκήσουν τα καθήκοντά τους αποτελεσματικά αν δεν μπορούν να δρουν ανεξάρτητα και χωρίς περιορισμούς από τη διοίκηση. (ΣΕΒ 2013).

Τα εκτελεστικά μέλη του ΔΣ είναι επιφορτισμένα με την παροχή πληροφοριών για τις λειτουργίες της επιχείρησης, ασχολούνται με την καθημερινή διοίκηση της εταιρίας και διατηρούν κάποιας μορφής εργασιακή σχέση με αυτήν. Κάθε άλλο μέλος θεωρείται μη εκτελεστικό. Τα μη εκτελεστικά μέλη συνεισφέρουν με την αντικειμενικότητα και την εξειδίκευση τους στην αξιολόγηση και την εποπτεία των αποφάσεων της διοίκησης. Ωστόσο, η καριέρα των εκτελεστικών στελεχών είναι στενά συνδεδεμένη με τον διευθύνων σύμβουλο και έτσι μπορεί να μην έχουν επαρκή κίνητρα για να επικρίνουν, να καταργήσουν ή να περιορίσουν την αμοιβή που καταβάλλεται στον διευθύνων σύμβουλο (Crystal 1992, Jensen 1993, Hart 1995).

Αυτή η δυσκολία μπορεί να είναι ιδιαίτερα έντονη στις μικρές επιχειρήσεις όπου ο διευθύνων σύμβουλος (CEO) μπορεί να ιδρύσει την επιχείρηση, να ανήκει στην ιδρυτική οικογένεια, ή κατέχει ένα μεγάλο μερίδιο μετοχών (μεγαλομέτοχος). Τα μικρότερα διοικητικά συμβούλια ενδεχομένως να έχουν ένα μεγαλύτερο κίνητρο να παρακολουθούν την ανώτατη διοίκηση. Σύμφωνα με τον Morck (1988) όμως, δεν παρατηρείται ισχυρή σχέση μεταξύ του ποσού των ιδίων κεφαλαίων που ανήκουν σε μέλη του διοικητικού συμβουλίου και την αξία της επιχείρησης.

Σύμφωνα με τους Fama and Jensen (1983), Weisbach (1988) υπάρχουν δύο σημαντικοί λόγοι για τους οποίους τα μη-εκτελεστικά μέλη (non executive directors) μπορεί να έχουν αρκετά κίνητρα να παρακολουθούν την ανώτατη διοίκηση.

Πρώτον, διότι θέλουν να σηματοδοτηθεί η διοικητική τους ικανότητα στην εξωτερική αγορά εργασίας για στελέχη. Η φήμη των μη-εκτελεστικών στελεχών (non executive directors) που δεν παρακολουθούν την διοικητική ομάδα αποτελεσματικά θα πληγεί και η πιθανότητα τους για περεταίρω πρόσληψη ως μη-εκτελεστικά στελέχη μειώνεται στην αγορά εργασίας.

Δεύτερον, τα μη-εκτελεστικά μέλη συχνά έχουν μεγάλη εμπειρία στη λήψη αποφάσεων έτσι ώστε να μπορούν να ελέγχουν τις δράσεις της ανώτατης διοίκησης.

Ωστόσο, υπάρχουν και λόγοι για τους οποίους τα μη-εκτελεστικά μέλη (non executive directors) μπορεί να μην έχουν επαρκή κίνητρα για να παρακολουθούν την ανώτατη διοίκηση. Για παράδειγμα σε κάποιες χώρες η νομική δομή είναι τέτοια που ο διαχωρισμός του ρόλου εκτελεστικός - μη εκτελεστικός διαχωρισμός δεν είναι ευδιάκριτος.

Τα εκτελεστικά μέλη είναι εργαζόμενοι πλήρους απασχόλησης στην επιχείρηση, σε αντίθεση με τα μη-εκτελεστικά που είναι μερικής απασχόλησης και ίσως εργάζονται και σε άλλες επιχειρήσεις

Οι Demsetz (1983) και Hart (1983) δείχνουν ότι τα συμβούλια είναι περιττά επειδή οι αγορές παρέχουν ισχυρά κίνητρα για την ευθυγράμμιση των συμφερόντων των στελεχών και των μετόχων. Θεωρούν ωστόσο, τα συμβούλια ως ένα σημαντικό μηχανισμό εταιρικής διακυβέρνησης, αναγνωρίζουν τον ρόλο των μη εκτελεστικών μελών στο να παρακολουθούν την διοίκηση και να παρέχουν σχετικές συμπληρωματικές γνώσεις.

2.2.8 Εξωτερικά/Ανεξάρτητα Μέλη

Ανεξάρτητα είναι τα μέλη στα οποία έχει ανατεθεί η εκπροσώπηση των μετόχων. Σύμφωνα με τον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης για να είναι ισορροπημένη η σύνθεση των μελών ενός Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει και να υπάρχουν ανεξάρτητοι διευθυντές – Outside (Independent) Directors (Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΣΕΒ).

Ωστόσο, η απλή συμμόρφωση με τις συστάσεις του Κώδικα της Εταιρικής Διακυβέρνησης και τις ρυθμιστικές αρχές δεν είναι αρκετή εάν οι ανεξάρτητοι διευθυντές αδυνατούν να ασκήσουν αποτελεσματικά τα καθήκοντά τους.

Τα ανεξάρτητα μέλη είναι μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ που ικανοποιούν ορισμένα κριτήρια ανεξαρτησίας. Σύμφωνα με τον νόμο 3016/2002 περί εταιρικής διακυβέρνησης εισηγμένων εταιριών, το ΔΣ θα πρέπει να αποτελείται τουλάχιστον κατά το ένα τρίτο από μη εκτελεστικά μέλη και να συμπεριλαμβάνει τουλάχιστον 2 ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη.

Για να θεωρηθεί ένα μέλος ανεξάρτητο θα πρέπει να μην έχει κάποια από τις παρακάτω ιδιότητες:

- ήταν υπάλληλος της επιχείρησης ή του ομίλου μέσα στα τελευταία πέντε έτη,
- έχει, ή είχε μέσα στα τελευταία τρία έτη, επιχειρησιακή σχέση είτε άμεσα, είτε ως συνεργάτης, μέτοχος, διευθυντής, πελάτης, προμηθευτής είτε ανώτερο στέλεχος ενός φορέα που έχει μια τέτοια σχέση με την επιχείρηση,
- είναι πρόεδρος του ΔΣ ή διευθυντικό στέλεχος της εταιρίας, καθώς και εάν έχει τις ως άνω ιδιότητες ή είναι εκτελεστικό μέλος του ΔΣ σε συνδεδεμένη με την εταιρία επιχείρηση ή διατηρεί σχέση εξαρτημένης εργασίας ή έμμισθης εντολής με την εταιρία ή τις συνδεδεμένες με αυτήν επιχειρήσεις.
- έχει λάβει ή λαμβάνει την πρόσθετη ανταμοιβή από την επιχείρηση εκτός από την αμοιβή του διευθυντή, συμμετέχει σε επενδυτικά προγράμματα της επιχείρησης, η αμοιβή του σχετίζεται με την απόδοση της εταιρίας ή είναι μέλος του συνταξιοδοτικού προγράμματος της επιχείρησης, 7 Ανεξαρτησία των μη εκτελεστικών μελών
- Για να θεωρηθεί ένα μέλος ανεξάρτητο θα πρέπει να μην έχει κάποια από τις παρακάτω ιδιότητες:
 - έχει δεσμούς στενής συγγένειας με οποιουσδήποτε από τους συμβούλους της επιχείρησης, διευθυντές ή ανώτερους υπάλληλους, ή μετόχους που συγκεντρώνουν την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας ή συνδεδεμένης με αυτήν επιχείρησης.
 - έχει σημαντικές διασυνδέσεις με άλλους διευθυντές μέσω της συμμετοχής σε άλλους επιχειρήσεις ή οργανισμούς,
 - αντιπροσωπεύει έναν σημαντικό μέτοχο
 - έχει υπηρετήσει στο ΔΣ για περισσότερο από εννέα έτη από την ημερομηνία της πρώτης εκλογής τους

Οι Fama και Jensen (1983) σημειώνουν ότι ο ρόλος των ανεξάρτητων διευθυντών στο ΔΣ είναι θεμελιώδης στην προώθηση της καλής διακυβέρνησης επειδή οι εξωτερικοί διευθυντές έχουν την εκτίμηση και την αποδοχή της αγοράς. Υποστηρίζουν πως οι εξωτερικοί διευθυντές θα είναι αποτελεσματικοί στο ρόλο τους για να μη βλάψουν τη φήμη τους

Σύμφωνα με τον Dalton (1998), τα εξωτερικά μέλη διαδραματίζουν θεμελιώδη ρόλο στον αποτελεσματικό έλεγχο που ασκείται στα Διοικητικά Συμβούλια. Βασικό καθήκον τους είναι να παρακολουθούν τι είδους αποφάσεις λαμβάνει οι διοίκηση πράγμα το οποίο συμβάλει στην καλύτερη απόδοση της εταιρείας.

Γενικότερα, στη σημερινή βιβλιογραφία κυριαρχεί η άποψη ότι ΔΣ που αποτελούνται εξωτερικά/ανεξάρτητα μέλη έχουν θετική επίδραση στη λειτουργία της εταιρείας. Ο λόγος είναι ότι έχουν κίνητρο να παρακολουθούν και να αξιολογούν την απόδοση των εκτελεστικών μελών της επιχείρησης.

2.2.9 Δυαδικότητα (CEO Duality)

Δυαδικότητα (CEO duality) παρατηρείται στην περίπτωση που ο Διευθύνων Σύμβουλος (CEO) της εταιρίας και ο πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου (Chairman) είναι το ίδιο πρόσωπο.

Είναι γενικά αποδεκτό ότι η ταύτιση των 2 ρόλων επιδρά σημαντικά στην εταιρική διακυβέρνηση. Πολλοί υποστηρίζουν τη δυαδικότητα και τα οφέλη της αλλά υπάρχουν και αντίθετες απόψεις.

Για παράδειγμα οι Dogan, Elitas, Agca & Ögel (2013) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η δυαδικότητα έχει αρνητική επίδραση στην απόδοση των επιχειρήσεων και στην κερδοφορία τους

Ωστόσο, υποστηρικτές της δυαδικότητας ισχυρίζονται ότι μπορεί να λειτουργήσει ευεργετικά για την εταιρία διότι επιτρέπει σαφή ηγεσία και ολοκληρωμένη διαμόρφωση και υλοποίηση της στρατηγικής της. Ωστόσο, η δυαδικότητα προκαλεί και προβλήματα. Μπορεί για παράδειγμα να περιορίζεται η ανεξαρτησία του ΔΣ και να μην εκτελείται σωστά ο ρόλος του.

Οι Finkelstein και D'Aveni (1994) πρότειναν ένα μοντέλο της δυαδικότητας (duality) του Διευθύνοντος Συμβούλου. Υποστηρίζουν ότι η σχέση μεταξύ της δυαδικότητας του Διευθύνοντος Συμβούλου και της εγρήγορσης του συμβουλίου μεταβάλλεται ανάλογα με τις περιστάσεις. Το συμβούλιο που είναι σε εγρήγορση πιστεύει ότι η δυαδικότητα (duality) είναι λιγότερο επιθυμητή όταν η απόδοση της επιχείρησης είναι καλή και ο Διευθύνων Σύμβουλος κατέχει σημαντική άτυπη εξουσία.

2.10 Πως Λειτουργούν οι Εισηγμένες Εταιρείες στην Ελλάδα

Ο ΣΕΒ συνέταξε τις γενικές αρχές εταιρικής διακυβέρνησης και δημοσιεύθηκαν το 2001. Οι εταιρίες στην Ελλάδα ακολουθούν τον συγκεκριμένο κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης.

Στην Ελλάδα το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης έχει αναπτυχθεί κυρίως μέσω της υιοθέτησης υποχρεωτικών κανόνων, όπως ο Νόμος 3016/2002, που επιβάλλει τη συμμετοχή μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στα ΔΣ των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών, τη θέσπιση και τη λειτουργία μονάδας εσωτερικού ελέγχου και την υιοθέτηση εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας.

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.

Ο νόμος 3693/2008 επιβάλλει τη σύσταση επιτροπών ελέγχου, καθώς και σημαντικές υποχρεώσεις γνωστοποίησης, όσον αφορά στο ιδιοκτησιακό καθεστώς και τη διακυβέρνηση μιας εταιρείας, και ο Νόμος 3884/2010, που αφορά σε δικαιώματα των μετόχων και πρόσθετες εταιρικές υποχρεώσεις γνωστοποιήσεων προς τους μετόχους στο πλαίσιο της προετοιμασίας της Γενικής τους Συνέλευσης.

Ο πρόσφατος Νόμος 3873/2010, που ενσωμάτωσε στην ελληνική έννομη τάξη την Οδηγία 2006/46/ΕC5 της Ευρωπαϊκής Ένωσης, λειτουργεί ως υπενθύμιση της ανάγκης θέσπισης του Κώδικα και αποτελεί «θεμέλιο λίθο» του. Τέλος, στην Ελλάδα, όπως εξάλλου και στις περισσότερες άλλες χώρες, ο Νόμος περί ανωνύμων εταιρειών (Νόμος 2190/19206, τον οποίον τροποποιούν πολλές από τις παραπάνω διατάξεις νόμων κοινοτικής έμπνευσης) περιλαμβάνει τους βασικούς κανόνες διακυβέρνησής τους.

Στο παρελθόν έγιναν σημαντικές προσπάθειες για την ανάπτυξη βέλτιστων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης στην ελληνική αγορά, πέραν από τις απαιτήσεις της νομοθεσίας. Το 1999, 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.

Βασικός στόχος του Κώδικα είναι η εκπαίδευση και καθοδήγηση των ΔΣ των ελληνικών εταιρειών σε θέματα βέλτιστων πρακτικών διακυβέρνησης. Ένας άλλος στόχος του Κώδικα είναι η βελτίωση της πληροφόρησης των ιδιωτών ή θεσμικών μετόχων, Ελλήνων και αλλοδαπών, και η ενίσχυση της συμμετοχής τους στις εταιρικές υποθέσεις.

Ο Κώδικας απευθύνεται στις ελληνικές ανώνυμες εταιρείες (όπως ορίζονται από τον Νόμο 2190/1920) με έδρα την Ελλάδα, ειδικά αυτές των οποίων οι μετοχές έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά (εισηγμένες), αλλά μπορεί να φανεί χρήσιμο εργαλείο και στις μη εισηγμένες εταιρείες.

Στόχος είναι να προωθηθούν βέλτιστες πρακτικές διακυβέρνησης στο σύνολο του ελληνικού εταιρικού τομέα, με σκοπό την ενίσχυση γενικά της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας.

Η τήρηση του Κώδικα αποτελεί οικειοθελή επιλογή κάθε εταιρείας. Δηλαδή, δεν έχει δεσμευτικό χαρακτήρα. Οι διατάξεις του Κώδικα στοχεύουν στη βαθμιαία υιοθέτηση τους από ελληνικές εταιρείες βέλτιστων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης, όπως αυτές αποτυπώθηκαν στις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ (και τη «Γαλάζια Βίβλο» της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς), καθώς και στις σχετικές ευρωπαϊκές οδηγίες και συστάσεις και άλλες διεθνείς βέλτιστες πρακτικές. Προτείνει πολιτικές και διαδικασίες που μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τις ελληνικές ανώνυμες εταιρείες ως εργαλείο επίτευξης καλών πρακτικών διακυβέρνησης.

2.3 ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ

Σημαντικό ρόλο στις αποφάσεις των Διοικήσεων των επιχειρήσεων διαδραματίζει ο τρόπος με το οποίο οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν τις φορολογικές τους υποχρεώσεις (φορολογικός σχεδιασμός). Ο φορολογικός σχεδιασμός περιλαμβάνει όλες εκείνες τις ενέργειες των επιχειρήσεων που αποσκοπούν στην μείωση της φορολογικής τους υποχρέωσης. Αυτό μπορεί να γίνει μέσω της φορολογικής τους συμμόρφωσης με το ισχύον νομικό και θεσμικό πλαίσιο. Ενδεχομένως όμως, στο φορολογικό σχεδιασμό των επιχειρήσεων μπορεί να περιλαμβάνονται και επιθετικές στρατηγικές δηλ στρατηγικές φοροαποφυγής. (Edwards et al., 2016).

Ο δείκτης ETR έχει χρησιμοποιηθεί σε πολλές μελέτες που διερευνούν τη σχέση μεταξύ φοροαποφυγής, φορολογικής επιβάρυνσης και εταιρικής διακυβέρνησης όπως από τους Gupta και Newberry (1997), Kraft (2014) Gebhart. (2017) και άλλους. Η χρήση του ETR προσφέρει μια σειρά από πλεονεκτήματα. Ο δείκτης ETR αντανακλά μόνιμες λογιστικές διαφορές (BTD), αποκλείει την επίδραση των προσωρινών λογιστικών διαφορών και καταγράφει την επίδραση των ξένων επιχειρήσεων για σκοπούς φορολογικού σχεδιασμού. Ένα υψηλότερο επίπεδο δείκτη ETR αντανακλά μικρότερη φοροαποφυγή αλλά και μεγαλύτερη πραγματική φορολογική επιβάρυνση για την επιχείρηση. (Halioui 2016).

Στην παρούσα εργασία χρησιμοποιείται δείκτης ETR για να μετρηθεί η πραγματική φορολογική επιβάρυνση των επιχειρήσεων και να διερευνηθεί αν μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζουν την πραγματική φορολογική επιβάρυνση των εισηγμένων, αντλώντας δεδομένα από την ελληνική πραγματικότητα κατά την περίοδο 2011 -2015.

Ο πραγματικός φορολογικός συντελεστής είναι ο μέσος φορολογικός συντελεστής που καταβάλλεται από μια εταιρεία ή ένα άτομο. Ο πραγματικός φορολογικός συντελεστής για τα άτομα είναι ο μέσος όρος με τον οποίο φορολογείται το εισόδημα τους όπως οι μισθοί, και τα μη δεδουλευμένα έσοδα όπως είναι τα μερίσματα των μετοχών. Ο πραγματικός φορολογικός συντελεστής για μια εταιρεία είναι ο μέσος όρος με τον οποίο φορολογούνται τα κέρδη προ φόρων. (investopedia.com)

Έτσι, εκφράζονται ως τύποι, οι πραγματικοί φορολογικοί συντελεστές (ETR) για τα άτομα και τις επιχειρήσεις ως εξής:

$$\text{Για ένα άτομο: ETR} = \text{Συνολικό Φόρος} \div \text{Φορολογητέο εισόδημα}$$

$$\text{Για μια εταιρεία: ETR} = \text{Συνολική Φορολογία} \div \text{Κέρδη προ Φόρων}$$

Ο πραγματικός φορολογικός συντελεστής είναι μια πιο ακριβής αναπαράσταση της συνολικής φορολογικής υποχρέωσης ενός ατόμου ή εταιρείας από τον οριακό

φορολογικό συντελεστή και έχει συνήθως χαμηλότερη τιμή. Οι μέσοι πραγματικοί φορολογικοί συντελεστές (Average effective tax rates, ETRs) έχουν χρησιμοποιηθεί κατά καιρούς από τους φορείς χάραξης πολιτικής και ομάδες ενδιαφερομένων στις συζητήσεις φορολογικών μεταρρυθμίσεων. (Gupta & Newberry 1997).

Συχνά παρατηρείται το φαινόμενο να ασκούνται πιέσεις από τους μετόχους-ιδιοκτήτες στη Διοίκηση των επιχειρήσεων να διατηρηθεί ο δείκτης ETR σε όσο τα δυνατόν χαμηλότερα επίπεδα, καθώς έτσι αυξάνεται η περιουσία των μετόχων της επιχείρησης. (μέσω της χαμηλότερης φορολογικής επιβάρυνσης) (Armstrong κ.α. 2015).

Στη σημερινή εποχή ο υπολογισμός του δείκτη ETR απόκτα όλο και μεγαλύτερη αξία στην ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και στη λήψη αποφάσεων σχετικά με ζητήματα φορολογικού σχεδιασμού. Αυτό συμβαίνει διότι ο ETR περιλαμβάνει πολλές πληροφορίες που είναι χρήσιμες όχι μόνο για τη Διοίκηση αλλά μέσω της κατάλληλης επεξεργασίας και για ομάδες ενδιαφερόμενων εκτός της επιχείρησης. Για παράδειγμα, τράπεζες προμηθευτές της επιχείρησης ακόμη και για τις φορολογικές αρχές.

Είναι εφικτό μέσω της σύγκρισης του ETR μεταξύ εταιρειών που έχουν κοινά χαρακτηριστικά όπως για παράδειγμα να ανήκουν στον ίδιο κλάδο ή να ανήκουν στην ίδια κατηγορία κεφαλαιοποίησης να εξαχθούν συμπεράσματα σχετικά με την φορολογική επιβάρυνση ή ακόμη και με τη φορολογική στρατηγική μιας επιχείρησης.

Σύμφωνα με την ισχύουσα έως την 31.12.2014, Ελληνική Λογιστική Τυποποίηση, η επιβάρυνση μιας επιχείρησης για φόρο εισοδήματος υπολογίζεται μόνο στα φορολογητέα κέρδη και δεν επιβαρύνει τα Αποτελέσματα Χρήσεως και απεικονίζεται συνοπτικά στον Πίνακα Διανομής Κερδών. Καθώς όμως, στις Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις δεν προβλέπεται Πίνακας Διανομής Κερδών ο υπολογισμός του ETR καθίσταται ανέφικτος.

Σύμφωνα με τις διατάξεις του πρόσφατου ψηφισθέντος νόμου (Ν.4308/2014) υιοθετούνται τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα (Ε.Λ.Π). Το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 12 (IAS 12 Income Taxes), στο οποίο βασίζεται και η σχετική διάταξη των Ε.Λ.Π και πιο συγκεκριμένα το IAS-12.86 προβλέπει ότι ο Πραγματικός Φορολογικός Συντελεστής (ETR) υπολογίζεται ως το πηλίκο της συνολικής δαπάνης μιας επιχείρησης για φόρους εισοδήματος προς το λογιστικό αποτέλεσμα προ φόρων σε επίπεδο ομίλου.

Κατά τον υπολογισμό του ETR λαμβάνονται υπόψη τόσο ο τρέχων όσο και ο αναβαλλόμενος φόρος (έσοδο/ έξοδο) καθώς έτσι μόνο υπάρχει μια λογική συσχέτιση συνολικής Επιβάρυνσης Φόρου και Λογιστικού Αποτελέσματος.

Επομένως, ο αποτελεσματικός πραγματικός φορολογικός συντελεστής υπολογίζεται ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{ETR} &= \text{TOTAL TAX EXPENSE} / \text{EBIT} \\ &= (\text{Current Tax} + \text{Deferred Tax}) / \text{EBIT} \end{aligned}$$

Όπου:

ETR: Πραγματικός Φορολογικός Συντελεστής

Total Tax Expense: Συνολική φορολογική επιβάρυνση

Current Tax: Τρέχων Φόρος

Deferred Tax: Αναβαλλόμενος Φόρος

EBIT: Κέρδη προ Φόρων

Τα προηγούμενα χρόνια διατυπώθηκαν πολλές απόψεις για τη συσχέτιση των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης και της φορολογικής επιβάρυνσης των επιχειρήσεων. Σταδιακά κίνησε το ενδιαφέρον των ερευνητών και πλέον υπάρχουν περισσότερες μελέτες που ασχολούνται με το συγκεκριμένο πεδίο. Αν και τα εμπειρικά ευρήματα ποικίλουν ως προς τα αποτελέσματα τους ωστόσο, πράγματι παρατηρείται συσχέτιση μεταξύ διαφόρων μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης και πραγματικού φορολογικού συντελεστή (ETR).

Μια από τις πρώτες μελέτες που ερευνά αν υπάρχει σχέση μεταξύ μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης και πραγματικής φορολογικής επιβάρυνσης προέρχεται από τους Gupta, S., και Newberry (1997) και αποτελεί σημείο αναφοράς για πολλούς συγγραφείς που ασχολήθηκαν εμπειρικά με το εν λόγω πεδίο. Σύμφωνα με τους Gupta, και Newberry (1997) υπάρχει συσχέτιση μεταξύ του ETR και διαφόρων μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης όπως για παράδειγμα το μέγεθος της επιχείρησης, η κεφαλαιακή της δομή, το μείγμα του ενεργητικού και η κερδοφορία.

Στην ανάλυση τους χρησιμοποιούν διαχρονικά δεδομένα μικρό-επιπέδων που καλύπτουν το νόμο περί φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986 (TRA86). Το δείγμα αποτελείται από επιχειρήσεις από το Ετήσιο Βιομηχανικό Αρχείο του Compustat του 1991 για τις περιόδους 1982-1985 και 1987-1990. (1991 Annual Compustat Industrial File for the periods 1982-1985 and 1987-1990). Δηλαδή, εξεταστήκαν δύο διαφορετικές χρονικές περίοδοι για να μελετηθούν οι καθοριστικοί παράγοντες μεταβλητότητας του δείκτη ETR.

Η μεθοδολογική διαδικασία των Gupta, S., και Newberry, K ακολουθείται από πολλούς συγγραφείς καθώς δίνει μια στρατηγική αντιμετώπισης ζητημάτων που εγείρονται με τον υπολογισμό του δείκτη ETR.

Αν και οι δείκτες ETR συνήθως υπολογίζονται ως φορολογική υποχρέωση διαιρούμενη με το εισόδημα, υπάρχει σημαντική διαμάχη όσον αφορά τον κατάλληλο ορισμό τόσο του αριθμητή όσο και του παρονομαστή.

Όσον αφορά τον αριθμητή του ETR, το ερώτημα είναι ποιοι φόροι θα πρέπει να ληφθούν υπόψη. Χρησιμοποιήθηκε μόνο το τρέχον τμήμα του εταιρικού φόρου που η επιχείρηση κατέβαλλε ως έξοδο και το αναβαλλόμενο μέρος της φορολογικής δαπάνης αποκλείστηκε.

Ωστόσο, εξαιρετικό ενδιαφέρον παρουσιάζει, στην μελέτη των Gupta, S., & Newberry K., ο τρόπος που αντιμετωπίστηκαν τα διάφορα προβλήματα που εγείρονται με τον σωστό υπολογισμό του ETR. Για παράδειγμα, εγείρεται ζήτημα υπολογισμού του ETR όταν επιχειρήσεις παρουσιάζουν αρνητικά εισοδήματα ή επιστροφές φόρων. Τότε οι δείκτες ETR διαστρεβλώνονται σε ορισμένες περιπτώσεις.

Υπάρχει περίπτωση το ETR, μιας επιχείρησης με ζημία (αρνητικός παρονομαστής) και με ταυτόχρονη επιστροφή φόρου (αρνητικός αριθμητής) να εμφανίζεται θετικό παρόλο που μια τέτοια εταιρεία δεν πλήρωσε φόρους.

Ομοίως, το ETR, μιας επιχείρησης που ενώ κατέβαλε φόρους (θετικός αριθμητής) να έχει ζημία το ίδιο διάστημα ή είχε αρνητική ταμειακή ροή (αρνητική παρονομαστής) να είναι αρνητικό, παρόλο που η επιχείρηση πλήρωσε φόρους.

Αυτό το πρόβλημα αντιμετωπίζεται με τον καθορισμό του ETR ως εξής:

- 1) στο μηδέν για επιχειρήσεις με επιστροφή φόρων και
- 2) έως 100% για επιχειρήσεις με θετικούς φόρους και αρνητικά (ή μηδενικά) έσοδα ή ταμειακές ροές.

Ένα τελικό ζήτημα μέτρησης το οποίο επηρεάζει χρονικά την αναλογία μεταβλητών, όπως ο ETR, είναι η επίδραση των παρονομαστών με σχετικά μικρές αξίες.

Επειδή αυτές οι μικρές τιμές μπορούν να οδηγήσουν σε ETRs παράλογων μεγεθών και προκαλούν προβλήματα εκτίμησης, περιόρισαν τις τιμές του δείκτη ETR του μεταξύ 0% και 100%.

Στην παρούσα εργασία ακολουθείται η συγκεκριμένη αντιμετώπιση παρόμοιων ζητημάτων που εγείρονται με το σωστό υπολογισμό του δείκτη ETR.

Τα αποτελέσματα της μελέτης των Gupta και Newberry (1997) έδειξαν ότι οι δείκτες ETR συνδέονται με εταιρικά χαρακτηριστικά όπως το μέγεθος, το κεφάλαιο, τη δομή, το μείγμα ενεργητικού και την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Η σχέση μεταξύ ETR και μεγέθους της επιχείρησης ωστόσο, μπορεί να είναι παραπλανητική. (Σε γενικές γραμμές οι δείκτες ETR και άρα η πραγματική φορολογική επιβάρυνση δεν σχετίζονται θετικά με το μέγεθος της επιχείρησης είτε πριν είτε μετά από την φορολογική μεταρρύθμιση του 1986 ή TRA86).

Μια ακόμη μελέτη προέρχεται από την A. Kraft (2014) η οποία ερευνά τους προσδιοριστικούς παράγοντες του πραγματικού ή αποτελεσματικού φορολογικού συντελεστή (ETR) των γερμανικών επιχειρήσεων μετά την εταιρική φορολογική μεταρρύθμιση των επιχειρήσεων που πραγματοποιήθηκε στη χώρα το 2008 - Germany's Corporate Tax Reform 2008 (GTR08) Μελετά τους προσδιοριστικούς παράγοντες του πραγματικού φορολογικού συντελεστή χρησιμοποιώντας διαχρονικά δεδομένα (longitudinal data) στην Γερμανία.

Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι το μέγεθος της επιχείρησης, κερδοφόρες και αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις καθώς και επιχειρήσεις με υψηλότερες ελεύθερες ταμειακές ροές (free cash flows, FCF) παρουσιάζουν μεγαλύτερο δείκτη ETR. Δηλαδή, συσχετίζονται θετικά με την πραγματική φορολογική επιβάρυνση της επιχείρησης. Ωστόσο, τα έξοδα μόχλευσης και λειτουργικής μίσθωσης τείνουν να συνδέονται αρνητικά με το ύψος του δείκτη ETR και συνεπώς με την πραγματική φορολογική επιβάρυνση των γερμανικών επιχειρήσεων.

Οι περισσότεροι κερδοφόροι επιχειρήσεις φαίνεται να ακολουθούν φορολογικές στρατηγικές που οδηγούν σε χαμηλότερες τιμές του δείκτη ETR. Καθώς οι πολυεθνικές επιχειρήσεις έχουν περισσότερες δυνατότητες να μειώσουν τη φορολογική τους επιβάρυνση παρατηρείται αρνητική σύνδεση με το δείκτη ETR.

Επίσης, η φορολογική μεταρρύθμιση της Γερμανίας του 2008 έχει αρνητικές επιπτώσεις στο ETR και περισσότερο σε συγκεκριμένες επιχειρήσεις. Όσο μεγαλύτερη είναι η μόχλευση (financial leverage) μιας επιχείρησης τόσο υψηλότερη φαίνεται να είναι η τιμή του δείκτη ETR.

Σε πολλές έρευνες όπου γίνεται προσπάθεια να εντοπιστεί εταιρική φοροαποφυγή και παράγοντες που την προκαλούν έχει χρησιμοποιηθεί εκτεταμένα ο ETR, κυρίως όμως σε συνδυασμό και με άλλους δείκτες όπως για παράδειγμα ο BTD. (Book Tax Differences- Διαφορές Λογιστικών Φόρων).

Για παράδειγμα σε άρθρο του ο Gebhart (2017) χρησιμοποιεί τον δείκτη ETR στην προσπάθεια του για διεύρυνση των μέτρων εντοπισμού της εταιρικής φοροαποφυγής. Συνδυάζει επίσης, δείκτες όπως τον Cash ETR, Gaap ETR, Current ETR και BTD χρησιμοποιώντας δεδομένα για εισηγμένες εταιρείες για μια περίοδο από το 1996 έως και το 2015. Εντοπίζει πράγματι συσχέτιση μεταξύ του δείκτη ETR και της προσπάθειας των εταιρειών για φοροαποφυγή.

Σε παρόμοια ευρήματα φαίνεται να καταλήγουν και οι Henry, E Sansing, R.(2014). Επίσης, ο Guenther, D. A. (2014) στο άρθρο του συσχετίζει το δείκτη ETR με την προσπάθεια εταιρειών για φοροαποφυγή.

Μια ακόμη ενδιαφέρουσα έρευνα προέρχεται από τους Huang , Chen και Gao (2013). Η συγκεκριμένη έρευνα εξετάζει τους παράγοντες που επηρεάζουν τους πραγματικούς φορολογικούς συντελεστές (ETR) στην Κίνα, χρησιμοποιώντας δεδομένα από δείγμα επιχειρήσεων που διαπραγματεύονται στις χρηματιστηριακές αγορές της Σαγκάης και του Shenzhen από το 1999 έως το 2008. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι υπάρχουν τέσσερις καθοριστικής σημασίας παράγοντες που επηρεάζουν τους δείκτες ETR.

Αυτοί είναι οι εξής:

- (i) χαρακτηριστικά της συγκεκριμένης επιχείρησης,
- (ii) ιδιοκτησιακή δομή
- (iii) αναβάθμιση της βιομηχανίας και
- (iv) φορολογικές μεταρρυθμίσεις υπό μορφή μείωσης των φορολογικών κινήτρων.

Πιο συγκεκριμένα, οι δείκτες ETR θετικά σχετίζονται με το μέγεθος της επιχείρησης όπως προτείνεται από τη θεωρία του πολιτικού κόστους. Επιπλέον, η σχέση μεταξύ των ETR και της χρηματοοικονομικής μόχλευσης είναι μη γραμμική. Οι δείκτες ETR συνδέονται αρνητικά με την χρηματοοικονομική μόχλευση, αλλά η σχέση αυτή γίνεται λιγότερο αρνητική όσο η χρηματοοικονομική μόχλευση αυξάνεται. Τα ETR σχετίζονται επίσης θετικά με την ένταση του αποθέματος.

Από την άλλη πλευρά, οι δείκτες ETR σχετίζονται αρνητικά με το ποσοστό των μετοχών που κατέχουν αλλοδαποί μέτοχοι. Επιπλέον, οι χαμηλότερες τιμές ETR εντοπίζονται σε βιομηχανίες υψηλής τεχνολογίας, οι οποίες θεωρήθηκαν πιο πολύτιμες από την κυβέρνηση και συνεπώς λαμβάνουν περισσότερα φορολογικά κίνητρα. Τέλος, οι ETR αυξήθηκαν μετά τη φορολογική μεταρρύθμιση του 2002, η οποία απέκλειε την επιστροφή των προπληρωμών φόρων επιχειρήσεων.

Στο σημείο αυτό αξίζει ενδεχομένως να αναφέρουμε την θεωρία της πολιτικής εξουσίας αλλά και την θεωρία του πολιτικού κόστους (the political power theory and political cost theory) καθώς είναι οι δύο επικρατέστερες απόψεις που βοηθούν στην εξήγηση της συσχέτισης μεταξύ των δεικτών ETR και του μεγέθους της επιχείρησης.

Η θεωρία της πολιτικής εξουσίας political power theory υποστηρίζει ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν χαμηλότερους δείκτες ETR επειδή μπορούν να διαθέσουν περισσότερους πόρους για να ασκήσουν πιέσεις στα φορολογικά θέματα. (Siegfried, 1974, Porcano 1986 Liu κ.ά., 2001).

Αντιθέτως, η θεωρία πολιτικού κόστους (political cost theory) υποστηρίζει ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν και υψηλότερους δείκτες ETR διότι παρακολουθούνται στενά από την κυβέρνηση και το κοινό (επενδυτές ,μέτοχοι, προμηθευτές, πιστωτές κα) και αυτό οδηγεί σε μεγάλο πολιτικό κόστος συμπεριλαμβανομένων των φόρων.

Η Frey (2018) σε έρευνα της στην Γερμανία καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η επιλογή της ελεγκτικής εταιρείας ή μεμονωμένου ελεγκτή σχετίζεται με το ύψος του διαφόρων τύπων του δείκτη ETR. Χρησιμοποιώντας δείγμα μεμονωμένων ελεγκτών και ελεγκτικών εταιρειών που διενεργούν έλεγχο σε γερμανικές εισηγμένες μη χρηματοοικονομικού χαρακτήρα παρατηρεί ότι υπάρχει σύνδεση μεταξύ ελεγκτή και φοροαποφυγής (tax avoidance). Πιο συγκεκριμένα, η επιλογή μεμονωμένου ελεγκτή (individual auditor) οδηγεί σε υψηλότερους τρέχοντες φορολογικούς συντελεστές (Current ETRs) και πραγματικούς φορολογικούς συντελεστές (Cash ETRs) αλλά δεν παρατηρείται σχέση με τον αποτελεσματικό φορολογικό συντελεστή (ETR).

Οι Desai και Dharmapala (2006) διερεύνησαν τη σχέση μεταξύ της φοροδιαφυγής των επιχειρήσεων και των ισχυρών κινήτρων των διευθυντικών στελεχών να υιοθετήσουν τέτοιου είδους πρακτικές (φοροαποφυγής). Σύμφωνα με τους συγγραφείς, ενώ μπορεί να έχουν πραγματοποιηθεί έρευνες και αναλύσεις για τα διάφορα φορολογικά καταφύγια (tax shelters) ωστόσο, δεν έχουν διερευνηθεί επαρκώς οι παράγοντες που οδηγούν σε αυτές τις πρακτικές. Για αυτό το λόγο στην έρευνα τους δίνουν ιδιαίτερη σημασία στο ρόλο της εταιρικής διακυβέρνησης και στη σύνδεση της με πρακτικές που οδηγούν σε εταιρική φοροαποφυγή.

Για την εμπειρική ανάλυση της έρευνας τους χρησιμοποίησαν ένα συνδυασμό από διαφορετικές πηγές δεδομένων. Προσομοίασαν το λογιστικό φόρο για ένα μεγάλο δείγμα επιχειρήσεων κατά την περίοδο 1993 έως και 2001 από την βάση δεδομένων Compustat της Standard and Poor's (η διαδικασία αναπτύχθηκε από τους Manzon και Plesko (2002)). Στη συνέχεια, κατάρτισαν ένα εμπειρικό μέτρο της φοροδιαφυγής, προσαρμόζοντας το λογιστικό φόρο για τα μέτρα διαχείρισης των κερδών που προκύπτουν σε δεδουλευμένη βάση.

Η έρευνα τους συνδέει ξεκάθαρα τη φοροαποφυγή των επιχειρήσεων με τα κίνητρα που έχουν τα διευθυντικά στελέχη. Πιο συγκεκριμένα, η αποζημίωση παροχής κινήτρων/αντιστάθμιση κινήτρων φαίνεται να είναι καθοριστικός παράγοντας για να υιοθετηθούν τακτικές φοροαποφυγής από τις επιχειρήσεις.

Ειδικότερα, ισχυρότερα κίνητρα συνδέονται με χαμηλότερα επίπεδα φοροαποφυγής για την τυπική επιχείρηση. Δηλαδή, αύξηση της αντιστάθμισης κινήτρων των μάνατζερ τείνουν να μειώνουν το επίπεδο φοροαποφυγής των επιχειρήσεων. Επίσης, όσο πιο αδύναμο είναι το επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης τόσο αυξάνεται το κίνητρο των επιχειρήσεων να υιοθετήσουν πρακτικές φοροαποφυγής.

Ο Nomura (2017) εξετάζει αν υφίσταται συσχέτιση μεταξύ του προσδιορισμού του δείκτη ETR και χαρακτηριστικών της εταιρικής διακυβέρνησης όπως το μέγεθος της επιχείρησης, η κεφαλαιακή της δομή, τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης, η ετήσια κερδοφορία των επιχειρήσεων, οι ζημίες και οι δραστηριότητες των επιχειρήσεων στο εξωτερικό.

Για τις ανάγκες της εμπειρικής ανάλυσης χρησιμοποιεί δείγμα από 525 ιαπωνικές εισηγμένες επιχειρήσεις του Χρηματιστηρίου Αξιών του Τόκιο για την περίοδο 2012 έως 2015. Ο υπολογισμός του δείκτη ETR στην έρευνα τους βασίζεται στην μεθοδολογία των Janssen & Buijink (2000) and Richardson & Lanis (2007). Η εμπειρική ανάλυση καταλήγει στο ότι υφίσταται θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους της επιχείρησης και του δείκτη ETR όπως υποστηρίζει η θεωρία πολιτικού κόστους (δηλαδή, ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις παρουσιάζουν υψηλότερους δείκτες ETR καθώς βρίσκονται υπό διαρκή παρακολούθηση από την κυβέρνηση και τις διαφορές ομάδες ενδιαφερόμενων όπως οι τράπεζες, προμηθευτές και άλλοι).

Επίσης, θετική συσχέτιση παρουσιάζει ο δείκτης ETR με το ύψος της κερδοφορίας και αρνητική με το ύψος των ζημιών καθώς μεγαλύτερα κέρδη οδηγούν σε μεγαλύτερη φορολογική επιβάρυνση ενώ με ζημίες η φορολογική επιβάρυνση των επιχειρήσεων ελαττώνεται. Το επίπεδο μόχλευσης των εισηγμένων επιδρά αρνητικά στο ύψος του δείκτη ETR καθώς οι τόκοι θεωρούνται έξοδα και επομένως εκπλήττουν φορολογικά.. Τα έξοδα των επιχειρήσεων για έρευνα και ανάπτυξη καθώς επίσης και οι επιχειρηματικές δραστηριότητες των επιχειρήσεων στο εξωτερικό έχουν ουδέτερη επίδραση στο ύψος του δείκτη ETR.

Μια ακόμη μελέτη που ερευνά τη σχέση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης και του ύψους του δείκτη ETR προέρχεται από τους Ribeiro, Cerqueira και Brandao (2015). Διεξάγουν την εμπειρική τους έρευνα χρησιμοποιώντας δείγμα από 704 εισηγμένες επιχειρήσεις του Χρηματιστηρίου Αξιών του Λονδίνου (London Stock Exchange) , αποκλείοντας ωστόσο από την ανάλυση τους επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα, για την περίοδο από το 2010 έως το 2013. Για το σωστό υπολογισμό του δείκτη ETR χρησιμοποιούν την μεθοδολογία των Gupta και Newberry (μεθοδολογία η οποία υιοθετείται και στην παρούσα εμπειρική ανάλυση) και υπολογίζουν τον δείκτη ETR ως το λόγο του συνολικού φόρου προς τα κέρδη προ φόρων αλλά και ως το λόγο του συνολικού φόρου προς τις λειτουργικές ταμειακές ροές των επιχειρήσεων. Δηλαδή, υπολογίζουν δυο δείκτες ETR και εξετάζουν την επίδραση των μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης διενεργώντας παλινδρόμηση με τη μέθοδο των γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων (GLS regression).

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης αποδεικνύουν τη συσχέτιση μεταξύ συγκεκριμένων χαρακτηριστικών της εταιρικής διακυβέρνησης και του δείκτη ETR των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου επιχειρήσεων. Ειδικότερα, όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος της επιχείρησης και όσο μεγαλύτερο είναι το ύψος των κερδών της τόσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης ETR. Επίσης, όσο μεγαλύτερο είναι το ΔΣ της εισηγμένης και όσο μεγαλύτερος ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών που συνθέτουν το ΔΣ τόσο μεγαλύτερο είναι το ύψος του δείκτη ETR.

Από την άλλη πλευρά, αρνητική συσχέτιση μεταξύ του ύψους του δείκτη ETR και μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης φαίνεται να εμφανίζουν η ένταση κεφαλαίου κάθε εισηγμένης, το επίπεδο μόχλευσης της καθώς και τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης. Επιπρόσθετα, ανάλογα με τη δομή ιδιοκτησίας και σύνθεση του ΔΣ η συγκέντρωση ιδιοκτησίας φέρεται να επιδρά αρνητικά στο ύψος του δείκτη ETR.

Μια ακόμη μελέτη που ερευνά τη συσχέτιση μεταξύ μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης και του δείκτη ETR προέρχεται από τους Salaudeen και Eze (2018). Το δείγμα της έρευνας περιλαμβάνει 123 εισηγμένες επιχειρήσεις του Χρηματιστηρίου Αξιών της Νιγηρίας από 10 διαφορετικούς τομείς (όπως βιομηχανία, κατασκευές αγροτικός τομέας, τομέας υγείας, πετρελαίου τηλεπικοινωνιών και άλλοι) της οικονομίας εκτός του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η περίοδος της έρευνας αφορά τα έτη από το 2010 έως και το 2014. Ο λόγος που οι επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα αποκλείονται από την εμπειρική ανάλυση είναι ότι συχνά υποβάλλονται σε κυβερνητικές ρυθμίσεις και περιορισμούς και κατά αυτό τον τρόπο πολύ πιθανόν να αλλοιώσουν τα αποτελέσματα της έρευνας (Gupta and Newberry, 1997).

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης δείχνουν ότι κατά την εξεταζόμενη περίοδο ο πραγματικός φορολογικός συντελεστής (δείκτης ETR) ήταν μικρότερος του ονομαστικού φορολογικού συντελεστή που ορίζεται από την κυβέρνηση καθώς και ότι υπάρχουν διαφορές στο μέγεθος του ETR μεταξύ των διάφορων τομέων της οικονομίας. Επιπλέον, υπάρχει ξεκάθαρα θετική συσχέτιση του δείκτη ETR με το μέγεθος της επιχείρησης και του επιπέδου της κερδοφορίας της. Δηλαδή, όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος της επιχείρησης και όσο μεγαλύτερα είναι τα κέρδη της τόσο μεγαλύτερο είναι το φορολογικό βάρος που αυτή επωμίζεται. Αντίθετα, αρνητική συσχέτιση παρατηρείται μεταξύ του δείκτη ETR με το ύψος της μόχλευσης της έντασης κεφαλαίου και την επιλογή ελεγκτικής εταιρείας. Δηλαδή, επιχειρήσεις με υψηλό επίπεδο μόχλευσης, επιχειρήσεις έντασης κεφαλαίου και επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν συγκεκριμένες ελεγκτικές εταιρείες παρουσιάζουν μικρότερο δείκτη ETR και επομένως μικρότερη φορολογική επιβάρυνση. Δεν παρατηρείται ωστόσο συσχέτιση μεταξύ του δείκτη ETR και της έντασης εργασίας.

2.4 Παρουσίαση Ερευνών

2.1 Γενικός Πίνακας Ερευνών

<u>Άρθρο</u>	<u>Παράγοντες</u>	<u>Επίδραση</u>
Gupta, S., & Newberry, K. (1997). Determinants of the variability in corporate effective tax rates: Evidence from longitudinal data	Παράγοντες της εταιρικής διακυβέρνησης που επηρεάζουν τον ETR.	Θετική συσχέτιση μεταξύ του ETR και του μεγέθους της επιχείρησης, της κεφαλαιακή της δομή, το μείγμα του ενεργητικού και την κερδοφορία.
Anastasia Kraft (2014). What really affects German firms' effective tax rate	Ερευνά τους προσδιοριστικούς παράγοντες των δεικτών ETR των γερμανικών επιχειρήσεων μετά την εταιρική φορολογική μεταρρύθμιση του 2008.	Θετική συσχέτιση του ETR με το μέγεθος της επιχείρησης. Κερδοφόρες και αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, επιχειρήσεις με υψηλότερες ελεύθερες ταμειακές ροές παρουσιάζουν μεγαλύτερο ETR. Τα έξοδα μόχλευσης και λειτουργικής μίσθωσης συνδέονται αρνητικά με τον ETR.

<p>Gebhart, M. S. (2017). Measuring Corporate Tax Avoidance—An Analysis of Different Measures.</p>	<p>Χρήση του δείκτη ETR σε συνδυασμό με δείκτες όπως cash ETR Gaap ETR Current ETR και BTD για διεύρυνση των μέτρων εντοπισμού εταιρικής φοροαποφυγής.</p>	<p>Θετική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη ETR και της προσπάθειας επιχειρήσεων για φοροδιαφυγή.</p>
<p>Huang, D. F., Chen, N. Y., & Gao, K. W. (2013). The tax burden of listed companies in China.</p>	<p>Ερευνά την φορολογική επιβάρυνση των κινεζικών εισηγμένων παίρνοντας δεδομένα από δείγμα επιχειρήσεων που διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια Σαγκάης και Shenzhen.</p>	<p>Ο ETR συσχετίζεται θετικά με:</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) χαρακτηριστικά της συγκεκριμένης επιχείρησης (ii) ιδιοκτησιακή δομή (iii) αναβάθμιση της βιομηχανίας (iv) φορολογικές μεταρρυθμίσεις υπό μορφή μείωσης των φορολογικών κινήτρων (v) μέγεθος της επιχείρησης και αποθέματα. Αρνητικά με την μόχλευση.
<p>Frey, L. (2018). Tax certified individual auditors and effective tax rates</p>	<p>Ερευνά τη σύνδεση μεταξύ ελεγκτικής εταιρείας φοροαποφυγής και διαφόρων τύπων του δείκτη ETR.</p>	<p>Η επιλογή ελεγκτή σχετίζεται θετικά με τους current και cash ETRs αλλά όχι με τον ETR.</p>

<p>Hiroyasu Nomura: What determines Japanese ETRs Evidence from firms listed on the Tokyo Stock Exchange.(2017)</p>	<p>Ερευνά τη σχέση μεταξύ χαρακτηριστικών της εταιρικής διακυβέρνησης και του δείκτη ETR εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Τόκιο επιχειρήσεων.</p>	<p>Θετική συσχέτιση του δείκτη ETR με το μέγεθος της επιχείρησης και την κερδοφορία της. Αρνητική σχέση μεταξύ ETR και επιπέδου μόχλευσης και ουδέτερη μεταξύ ETR και εξόδων για έρευνα και ανάπτυξη και δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων στο εξωτερικό.</p>
<p>Ana Ribeiro, Antonio Cerqueira, and Elisio Brandao: The Determinants of Effective Tax Rate: Firms' Characteristics and Corporate Governance. (2015)</p>	<p>Ερευνά τη σχέση μεταξύ χαρακτηριστικών της εταιρικής διακυβέρνησης και του δείκτη ETR εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου επιχειρήσεων.</p>	<p>Θετική συσχέτιση του δείκτη ETR με το μέγεθος της επιχείρησης, την κερδοφορία, το μέγεθος του ΔΣ και του αριθμού των μη εκτελεστικών μελών. Αρνητική συσχέτιση του ETR με την ένταση κεφαλαίου, το επίπεδο μόχλευσης, τα έξοδα E&A., τη δομή ιδιοκτησίας, τη σύνθεση του ΔΣ και τη συγκέντρωση ιδιοκτησίας</p>
<p>Salaudeen, Y. M., & Eze, U. C : Firm specific determinants of corporate effective tax rate of listed firms in Nigeria.(2018).</p>	<p>Ερευνά τη σχέση μεταξύ μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης και του δείκτη ETR, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο της Νιγηρίας επιχειρήσεων</p>	<p>Θετική συσχέτιση του δείκτη ETR με το μέγεθος της επιχείρησης και του επιπέδου της κερδοφορίας της. Αρνητική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη ETR με το ύψος της μόχλευσης της έντασης κεφαλαίου και την επιλογή ελεγκτικής εταιρείας</p>

--	--	--

<p>Stamatopoulos, I., Hadjidema, S., & Eleftheriou, K. (2019). Explaining corporate effective tax rates: Evidence from Greece. <i>Economic Analysis and Policy</i>, 62, 236-254.</p>	<p>Ερευνά τους προσδιοριστικούς παράγοντες του δείκτη ETR στην Ελλάδα.</p>	<p>Θετική συσχέτιση ETR με: μέγεθος επιχείρησης και αρνητική συσχέτιση με: χρηματοοικονομική μόχλευση, ένταση κεφαλαίου και ένταση αποθεμάτων</p>
--	--	---

Πίνακας 2.2 Έρευνες από τη διεθνή βιβλιογραφία

Ερευνητές	Χώρα	Αποτελέσματα	
		(+)	(-)
Gupta-Newberry (1997)	ΗΠΑ	Μέγεθος Κεφαλαιακή δομή	Σύνθεση του Ενεργητικού Κερδοφορία
Huang Chen Gao (2013)	ΚΙΝΑ		
Kraft (2014)	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	Μέγεθος, Ελεύθερες Ταμ. Ροές	Έξοδα μόχλευσης, λειτουργικής μίσθωσης
Ribeiro (2015)	ΑΓΓΛΙΑ	Μέγεθος κερδοφορία μέγεθος ΔΣ, αριθμός μη εκτελεστικών μελών.	Ένταση κεφαλαίου, επίπεδο μόχλευσης, έξοδα E&A., δομή ιδιοκτησίας, σύνθεση ΔΣ συγκέντρωση ιδιοκτησίας
Nomura (2017)	ΙΑΠΩΝΙΑ	Μέγεθος, Κερδοφορία	Μόχλευση
Salaudeen Eze (2018)	ΝΙΓΗΡΙΑ	Μέγεθος, Κερδοφορία	Μόχλευση, Ένταση Κεφαλαίου Επιλογή Ελεγκτή

Πίνακας 2.3 Έρευνες από την εγχώρια βιβλιογραφία

Ερευνητές	Χώρα	Συσχέτιση	
		ETR	
		(+)	(-)
Kourdoumpalou (2018)	ΕΛΛΑΔΑ		Δυαδικότητα, Μέγεθος ΔΣ, Συγκέντρωση Ιδιοκτησίας Ανεξαρτησία ΔΣ
Stamatopoulos (2019)	ΕΛΛΑΔΑ	Μέγεθος	Μόγλευση, Ένταση Κεφαλαίου, Ένταση Αποθεμάτων
Chytis et al (2019)	ΕΛΛΑΔΑ	Μέγεθος,	Ανεξαρτησία ΔΣ, Δυαδικότητα

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Μεθοδολογικό πλαίσιο

Εισαγωγή

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο αναλύεται η διαδικασία που ακολουθήθηκε στην εμπειρική ανάλυση της παρούσας εργασίας. Γίνεται αναφορά δηλαδή, στα μεθοδολογικά εργαλεία που χρησιμοποιήθηκαν, στον έλεγχο υποθέσεων και στη στατιστική ανάλυση των μεταβλητών του υποδείγματος (μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης) σε σχέση με την φορολογική επιβάρυνση (δείκτη ETR).

3.1 Η ερευνητική διαδικασία

Σαν πρότυπο της παρούσας διπλωματικής εργασίας χρησιμοποιείται η εργασία των Chytis, Tasios και Filos (2019). Οι συγγραφείς πραγματοποίησαν την έρευνα τους αντλώντας δεδομένα από ένα δείγμα 55 ελληνικών εισηγμένων, μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων κατά τη χρονική περίοδο από το 2011 έως και το 2015. Επιπρόσθετα ένα τμήμα της έχει βασιστεί επίσης σε μεθόδους, παραδοχές και τεχνικές που χρησιμοποιούν οι Gupta και Newberry (1997) στη δική τους εμπειρική ανάλυση.

Αυτή η χρονική περίοδος που μελετάται, παρουσιάζει κάποια εξαιρετικά ενδιαφέροντα χαρακτηριστικά. Εκτός του ότι η ελληνική οικονομία την περίοδο αυτή παρουσιάζει έντονα αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης και η κρίση χρέους βαθαίνει, παρατηρούνται δυο γεγονότα μοναδικά για μια ευρωπαϊκή οικονομία και μάλιστα χώρας μέλους της ζώνης του ευρώ. Πρώτον, το 2011 και συγκριμένα τον Ιούλιο λαμβάνει χώρα η αναδιάρθρωση του ελληνικού Δημόσιου Χρέους με συμμετοχή και του ιδιωτικού τομέα, PSI (Private Sector Involvement) με στόχο να βελτιωθεί ο λόγος ΑΕΠ/ΧΡΕΟΣ έτσι ώστε το δημόσιο χρέος να καταστεί βιώσιμο. Δεύτερον, το 2015 και πάλι Ιούλιο επιβάλλονται στην Ελλάδα οι περιορισμοί κεφαλαίων, τα γνωστά πλέον σε όλους capital controls επιδεινώνοντας ακόμη περισσότερο την έλλειψη ρευστότητας στην αγορά και έχοντας ως αποτέλεσμα την μερική αναστολή της λειτουργίας των τραπεζών επιφέροντας έτσι δυσμενείς συνέπειες στο σύνολο της ελληνικής οικονομίας.

Την περίοδο αυτή (2014) πραγματοποιείται επίσης, το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης (QE: Quantitative Easing) της ευρωπαϊκής κεντρικής τράπεζας (ΕΚΤ) και η ελληνική οικονομία είναι η μοναδική της ευρωζώνης που δεν συμμετέχει στο πρόγραμμα λόγω της έλλειψης επενδυτικής βαθμίδας (Investment Grade) από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης. (Fitch, Standard and Poor's, Moody's)

Σκοπός των συγγραφέων είναι να ερευνήσουν την επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στο φορολογικό σχεδιασμό (tax planning) των επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια των δυσμενών συνθηκών που έχει δημιουργήσει η ελληνική κρίση χρέους στις εισηγμένες επιχειρήσεις.

3.2 Περιγραφή του δείγματος

Η μελέτη διενεργήθηκε για την περίπτωση της Ελλάδας κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης και της κρίσης χρέους που την έχει πλήξει, ως αποτέλεσμα των διαχρονικών δημοσιονομικών ελλειμμάτων που την οδήγησαν σε αποκλεισμό από τις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Πιο συγκεκριμένα η εργασία εκπονήθηκε για τα έτη από το 2011 έως και το 2015.

Οι εταιρείες που αποτελούν το δείγμα είναι οι υψηλότερες σε κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, όπως αυτές συνθέτουν τον δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης κατά τα αντίστοιχα έτη (FTSE 25). Τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται στην παρούσα εργασία συλλέχτηκαν από τις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις (annual reports) των εισηγμένων. Σύμφωνα με την ελληνική νομοθεσία οι εισηγμένες εταιρίες υποχρεούνται να εκδώσουν την ετήσια οικονομική τους έκθεση (annual report) εντός τριών (3) μηνών από τη λήξη κάθε οικονομικής χρήσης για να πληροφορείται το επενδυτικό κοινό (Ν. 3556/2007, άρ.4).

Οι εταιρείες διακρίνονται στους εξής κλάδους:

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1:Εισηγμένες ανά κλάδο

ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ	ΣΥΝΟΛΟ
ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ ΚΑΙ ΦΥΣΙΚΟ ΑΕΡΙΟ	2
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ	1
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ	3
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	1
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ ΚΑΙ ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	3
ΤΡΟΦΙΜΑ ΚΑΙ ΠΟΤΑ	1
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	3
ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	1
ΤΡΑΠΕΖΕΣ	4
ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	2
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	1
ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΨΥΧΗ	2
ΣΥΝΟΛΟ	24

Πιο συγκριμένα από τα δεδομένα που συλλέχτηκαν από το σύνολο των 100 ετήσιων οικονομικών καταστάσεων χρησιμοποιήθηκαν τα εξής στοιχεία :

1. Αριθμός εργαζομένων ομίλου
2. Τύπος Ελεγκτικής Εταιρίας (Τιμή 1 Big 4, 0 Λοιπές)
3. Μεγεθος διοικητικού συμβουλίου (αριθμός μελών)
4. Αριθμός ανεξάρτητων μελών
5. Ποσοστό ανεξάρτητων μελών στο ΔΣ
6. Ταυτιση ρόλων πρόεδρου – διευθύνοντος συμβούλου (Τιμή 1 αν οι θέσεις κατέχονται από το ίδιο πρόσωπο, 0 αλλιώς)
7. Κέρδη/Ζημιές προ φόρων (IFRS)
8. Κέρδη/Ζημιές μετά φόρων
9. Φόρος (IFRS) (+): = ΕΞΟΔΟ (-) = ΕΣΟΔΟ
10. Καταβληθέντες φόροι (CASH FLOW)

Επιπλέον, υπολογίστηκαν για κάθε έτος για κάθε εισηγμένη και οι εξής δείκτες:

Liq: το επίπεδο ρευστότητας κάθε εταιρίας και μετριέται από το λόγο του κυκλοφορούντος Ενεργητικού προς το σύνολο των Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων.

Lever: το επίπεδο μόχλευσης κάθε εταιρίας και μετριέται βάσει του λόγου χρέους / ιδίων κεφαλαίων

ETR= Συνολική Φορολογική Επιβάρυνση/ Κέρδη/Ζημιές προ φόρων (IFRS)

Cash ETR= Καταβληθέντες φόροι (CASH FLOW)/ Κέρδη/Ζημιές προ φόρων (IFRS).

Από τα στοιχεία που συλλέχτηκαν από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις (annual reports) των ελληνικών εισηγμένων του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών διαφαίνονται κάποια εξαιρετικά ενδιαφέροντα στοιχεία καθώς και αν έχουν επηρεαστεί από την εγχώρια χρηματοπιστωτική κρίση και πόσο οι υπό εξέταση επιχειρήσεις.

Πιο συγκεκριμένα, παρατηρείται μια τάση μείωσης του προσωπικού των υπαλλήλων και επομένως του μεγέθους των επιχειρήσεων, έντονες πιέσεις στην κερδοφορία των εισηγμένων και μάλιστα κάποιες εισηγμένες παρουσίασαν και ζημιές προ φόρων αλλά και μετά φόρων κατά το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα. Καθώς οι ελληνικές τράπεζες διακρατούσαν μεγάλο τμήμα του ελληνικού χρέους και αυτό αναδιαρθρώθηκε με τη διαδικασία του PSI (Ιούλιος 2011), παρουσιάζουν αναβαλλόμενο φόρο/απαίτηση. Όλες οι εισηγμένες εφαρμόζουν τον Κώδικα

εταιρικής διακυβέρνησης του ΣΕΒ. Μόνο τέσσερις επιχειρήσεις παρουσιάζουν την αμοιβή της ελεγκτικής εταιρίας και πέντε χρησιμοποιούν ως ελεγκτή κάποια εταιρεία εκτός των λεγόμενων Big 4. (Deloitte, Ernst and Young, PriceWhiteHouseCoopers, KPMG). Καμία εισηγμένη δεν φέρει παρατήρηση για φορολογικά θέματα στο πιστοποιητικό του ελεγκτή. Δυαδικότητα, δηλ ταύτιση του ρόλου πρόεδρου – διευθύνοντος συμβούλου παρουσιάζουν μόνο επτά εισηγμένες. Αμοιβές μελών ΔΣ και διευθυντικών στελεχών δημοσιεύουν μόνο οι επτά εισηγμένες από το σύνολο των εικοσιτεσσέρων που συνθέτουν τον δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Για πέντε συνεχόμενα έτη Κέρδη προ φόρων εμφανίζουν μόνο δεκαπέντε εισηγμένες ενώ για πέντε συνεχόμενα έτη Κέρδη μετά φόρων παρουσιάζουν μόνο οι δεκατέσσερις από τις εισηγμένες.

Για την αντιμετώπιση των προβλημάτων που εγείρονται με το σωστό υπολογισμό του δείκτη ETR ακολουθείται η μέθοδος των Gupta, S., & Newberry K.,(1997). Δηλαδή,

- 1) στο μηδέν για επιχειρήσεις με επιστροφή φόρων και
- 2) έως 100% για επιχειρήσεις με θετικούς φόρους και αρνητικά (ή μηδενικά) έσοδα ή ταμειακές ροές.

Ακολουθώντας τη διαδικασία υπολογισμού του δείκτη ETR των Gupta, S., & Newberry K αντιμετωπίζονται αποτελεσματικά οι περιπτώσεις όπου μια επιχείρηση που ενώ δεν πλήρωσε φόρους να εμφανίζει θετικό ETR (ζημία με ταυτόχρονη επιστροφή φόρου) και επιχείρησης με αρνητικό ETR (κατέβαλε φόρους και έχει ζημία το ίδιο διάστημα ή είχε αρνητική ταμειακή ροή) ενώ έχει καταβάλλει φόρους

3.3 Ανάλυση δεδομένων και υποθέσεων

Καθώς όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, στόχος της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι να διερευνηθεί η σχέση μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης με την πραγματική φορολογική επιβάρυνση των ελληνικών εισηγμένων κατά την περίοδο 2011 έως 2015. Για το λόγο αυτό έχει υπολογιστεί ο δείκτης ETR από τα δεδομένα που συλλέχθηκαν από τις ενοποιημένες ετήσιες οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο και διενεργούνται αντίστοιχα οι εκτιμήσεις του υποδείγματος παλινδρόμησης. Τα οικονομετρικό μοντέλο παλινδρόμησης που εκτιμάται στην παρούσα διπλωματική εργασία είναι το εξής:

$$ETR_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fsize_{it} + \beta_2 Lever_{it} + \beta_3 Liq_{it} + \beta_4 Afsize_{it} + \beta_5 Bsize_{it} + \beta_6 Bindep_{it} + \beta_7 GDP_{it} + u_{it}$$

Όπου:

ETR_{it} : ο πραγματικός φορολογικός συντελεστής κάθε εταιρείας και υπολογίζεται ως εξής: Συνολικό Κόστος Φόρου Χρήσεως /Κέρδη προ Φόρων.

Οι ανεξάρτητες μεταβλητές του υποδείγματος παλινδρόμησης είναι οι εξής:

Fsize: ο αριθμός των υπάλληλων της κάθε επιχείρησης κάθε έτος. Προτιμήθηκε η χρήση του αριθμού των υπάλληλων για το μέγεθος κάθε επιχείρησης από το λογάριθμο του συνόλου του Ενεργητικού της κάθε εταιρίας (Σημειώνεται ότι από την οικονομετρική ανάλυση διαπιστώθηκε ότι επιλογή ωστόσο μεταξύ των δυο είναι ουδέτερη όσον αφορά τη στατιστική σημαντικότητα των ανεξαρτήτων μεταβλητών τελικά). (Gupta-Newberry 1997 κ.α)

Lever: το επίπεδο μόχλευσης κάθε εταιρίας το οποίο υπολογίστηκε βάσει του λόγου χρέους / ιδίων κεφαλαίων. (Nomura 2017)

Liq: το επίπεδο ρευστότητας κάθε εταιρίας το οποίο υπολογίστηκε από το λόγο του κυκλοφορούντος Ενεργητικού προς το σύνολο των Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων (Salaudeen 2018)

Afsize: το μέγεθος της ελεγκτικής εταιρίας. Ψευδομεταβλητή η οποία λαμβάνει την τιμή 1 αν έχει χρησιμοποιηθεί κάποια εκ των big 4, αλλιώς λαμβάνει την τιμή μηδέν. (Kraft 2014)

Bsize: το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, μετρούμενο από τον αριθμό των διευθυντών κάθε συμβουλίου κάθε εταιρίας . (Nomura 2017)

Bindep: η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου, μετρούμενη από το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών του κάθε εταιρίας (Ribeiro 2015)

GDPit: η ετήσια μεταβολή του Ελληνικού Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος

u: διαταρακτικός όρος της συνάρτησης παλινδρόμησης.

Στο οικονομετρικό μοντέλο παλινδρόμησης διενεργήθηκαν μεταξύ άλλων έλεγχοι ετεροσκεδαστικότητας, αυτοσυσχέτισης και διατομειακής εξάρτησης. Στο επόμενο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα αποτελέσματα κάθε ελέγχου όπως και τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης (όπου απαιτείτε διενεργούνται και οι απαραίτητες διορθώσεις όπως για παράδειγμα η διόρθωση των διαταρακτικών όρων αν εμφανίζεται ετεροσκεδαστικότητα στις παρατηρήσεις του δείγματος).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Ανάλυση Εμπειρικών Αποτελεσμάτων

Εισαγωγή

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται και αναλύονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης. Αρχικά, παρατίθενται τα αποτελέσματα της περιγραφικής στατιστικής που προέκυψαν από τη συλλογή και την επεξεργασία των δεδομένων των εταιριών του δείγματος. Δηλαδή, μέτρα θέσης όπως ο αριθμητικός μέσος και μέτρα διασποράς όπως η τυπική απόκλιση παρουσιάζονται για τις μεταβλητές και των δυο υποδειγμάτων παλινδρόμησης. Στη συνέχεια, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης, η οποία διενεργήθηκε με το οικονομετρικό πρόγραμμα STATA.

4.1 Περιγραφική Στατιστική

Σε αυτή την ενότητα παρατίθενται οι πίνακες όπου παρουσιάζονται ο μέσος όρος η τυπική απόκλιση, η μέγιστη και η ελάχιστη τιμή κάθε μεταβλητής που χρησιμοποιείται στο υπόδειγμα για την περίοδο 2011 έως 2015 άλλα και σε ετήσια βάση.

Πίνακας 4.1: Μέτρα Περιγραφικής Στατιστικής για την περίοδο 2011 - 2015

	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ	ΜΕΓΙΣΤΟ	ΕΛΑΧΙΣΤΟ	ΠΑΡΑΤ
ETR	0,3242817	0,2754069	1	0	120
Bsize	11,28333	3,068362	19	4	120
Lever	1,447	7,047842	78	0,61	120
Bindep	0,3154583	0,1777897	0,81	0	120
Fsize	9022,84	10961,52	37092	22	120
Afsize	0,7666667	0,424726	1	0	120
Liq	1,642167	1,69941	12,03	0,7	120

Πίνακας 4.2: Μέση τιμή του δείκτη ETR ανά έτος

ΕΤΟΣ	ETR	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
2011	41,05%	-
2012	28,88%	-12,17%
2013	24,85%	-4,03%
2014	30,07%	5,22%
2015	34,33%	4,26%

Παρατηρούμε ότι κατά την εξεταζόμενη περίοδο η μέση τιμή του δείκτη ETR των εισηγμένων που συνθέτουν το δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης είναι 32,42% με την μεγαλύτερη τιμή να εμφανίζεται το 2011 και την μικρότερη το 2013. Καθώς η ελληνική κρίση χρέους εμφανίζεται ήδη από το 2009 και κατά τα επόμενα έτη η οξύνεται ως αποτέλεσμα η μέση τιμή του δείκτη ETR μειώνεται. Από το 2011 έως το 2013 παρατηρείται δηλαδή φθίνουσα πορεία ενώ από το 2014 και μετά αυξάνει. Κατά την ίδια χρονική περίοδο ο δείκτης ETR του συνόλου των ελληνικών εισηγμένων είναι στο 28% ενώ ο ονομαστικός φορολογικός συντελεστής στο 24% (taxheaven.gr). Αυτό δείχνει την μεγαλύτερη φορολογική επιβάρυνση που επωμίζονται οι εταιρείες του δείγματος σε σχέση με τις υπόλοιπες εισηγμένες. Καθώς οι εταιρείες του δείγματος είναι οι μεγαλύτερες στη χώρα η παρατήρηση αυτή συμφωνεί με τη θεωρία πολιτικού κόστους ότι δηλαδή μεγαλύτερου μεγέθους επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν και μεγαλύτερη φορολογική επιβάρυνση. Ενδεχομένως οι μεγαλύτερες τιμές του δείκτη ETR να δείχνουν μια τάση υψηλότερης φορολογικής συμμόρφωσης των εταιρειών του δείγματος και ίσως μια τάση αποστροφής στρατηγικών φοροαποφυγής. Επιπλέον, η μέση τιμή του δείκτη ETR των εταιρειών του δείγματος (32,24%) είναι μεγαλύτερη του επίσημου φορολογικού συντελεστή (24%) κατά το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα γεγονός που αποδεικνύει ότι πράγματι αντιμετωπίζουν υψηλότερες φορολογικές υποχρεώσεις.

4.2 Ερευνητικό Μοντέλο

Στην παρούσα μελέτη η εμπειρική ανάλυση διενεργήθηκε χρησιμοποιώντας το μοντέλο παλινδρόμησης σταθερών επιδράσεων (fixed time effects model) με δεδομένα πάνελ (panel data) στο οικονομετρικό μοντέλο παλινδρόμησης. Προτιμηθήκαν τα δεδομένα panel έναντι διαστρωματικών στοιχείων και χρονολογικών σειρών, καθώς η χρήση τους προσφέρει μια σειρά από πλεονεκτήματα. Τα δεδομένα πάνελ δίνουν τη δυνατότητα να ληφθεί υπόψη η ετερογένεια μεταξύ οικονομικών μονάδων και να εξετασθούν τόσο οι στατικές όσο και οι δυναμικές αλληλεξαρτήσεις. Αυτό έχει ιδιαίτερη σημασία στη σύγχρονη εποχή διότι η παγκοσμιοποίηση σημαίνει ότι τα shocks/κρίσεις διαχέονται ταχύτατα και οι εθνικές οικονομίες, γεωγραφικές περιοχές και τομείς παραγωγής δεν μπορούν πλέον να εξετάζονται ξεχωριστά. Επίσης, σε διεθνή κλίμακα εξακολουθεί να υπάρχει μεγάλη ετερογένεια μεταξύ των οικονομικών μονάδων.

Ωστόσο, μεταξύ των περιορισμών των δεδομένων panel συμπεριλαμβάνονται τα προβλήματα σχεδιασμού και συλλογής δεδομένων, τα σφάλματα μέτρησης των μεταβλητών και τα σφάλματα επιλεκτικότητας. (Hsiao 2007, Baltagi 2008). Επιπλέον, σε παρόμοιες έρευνες στην εμπειρική ανάλυση η χρήση δεδομένων panel είναι η πλέον διαδεδομένη.

Το Μοντέλο Σταθερών Επιδράσεων (Fixed Effects Model) και το Μοντέλο Τυχαίων Επιδράσεων (Random Effects Model) αποτελούν τις δυο συνηθέστερες μεθόδους ανάλυσης των δεδομένων panel. Στην εμπειρική ανάλυση έχουν διενεργηθεί και οι δυο μέθοδοι ανάλυσης δεδομένων panel, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του κάθε μοντέλου ξεχωριστά και διενεργείται ο έλεγχος Hausmann (1978) για την επιλογή του καταλληλότερου για την παλινδρόμηση μοντέλου. Στη συνέχεια διενεργείται έλεγχος για το αν υπάρχουν χρονικά καθορισμένα αποτελέσματα (test for time-fixed effects), έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης και στη συνέχεια εκτελείται η παλινδρόμηση με τους διορθωμένους διαταρακτικούς όρους.

Αρχικά εκτελείται η παλινδρόμηση με το Μοντέλο Σταθερών Επιδράσεων (Fixed Effect Model) και στη συνέχεια με το Μοντέλο Τυχαίων Επιδράσεων (Random Effect Model).

Διενεργείται ο έλεγχος Hausmann για να γίνει η επιλογή της καταλληλότερης μεθόδου ανάλυσης δεδομένων πάνελ μεταξύ του Μοντέλου Σταθερών Επιδράσεων (Fixed Effect Model) και του Μοντέλου Τυχαίων Επιδράσεων (Random Effect Model), που αποτελούν και τις δυο συνηθέστερες μεθόδους ανάλυσης των δεδομένων panel. Η συνθήκη επιλογής μεταξύ των δυο μοντέλων σύμφωνα με τον έλεγχο Hausmann ορίζει ότι εάν η τιμή p-value είναι μικρότερη του 0,05 ($p < 0.05$) τότε καταλληλότερο για την εκτίμηση της παλινδρόμησης μοντέλο είναι το Μοντέλο των Σταθερών Επιδράσεων (Fixed Effect Model). Εφόσον, $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000 < 0.05$ σε επίπεδο σημαντικότητας 95%, η επιλογή του Μοντέλου Σταθερών Επιδράσεων είναι περισσότερο κατάλληλη για την τρέχουσα παλινδρόμηση.

Για να διαπιστωθεί αν στα δεδομένα του δείγματος υπάρχει πρόβλημα ετεροσκεδαστικότητας διενεργείται έλεγχος με το Modified Wald Test. Στην ετεροσκεδαστικότητα η διακύμανση των διαταρακτικών όρων δεν παραμένει σταθερή αλλά μεταβάλλεται με την μεταβολή των ανεξάρτητων μεταβλητών. Αποτέλεσμα της ετεροσκεδαστικότητας είναι να υποεκτιμηθούν οι διακυμάνσεις των εκτιμητών, οδηγώντας σε υψηλότερες τιμές των στατιστικών t και F και σε αλλοιωμένα αποτελέσματα για τη στατιστική σημαντικότητα των ανεξάρτητων μεταβλητών της παλινδρόμησης. Εφόσον, $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$ πράγματι τα υποδείγματα χαρακτηρίζονται από ετεροσκεδαστικότητα και επομένως υπολογίζονται οι διορθωμένοι διαταρακτικοί όροι (robust standard errors).

Διενεργείται έλεγχος για την ύπαρξη αυτοσυσχέτισης με τον αντίστοιχο έλεγχο του οικονομετρικού προγράμματος Stata. Βασική υπόθεση του Υποδείγματος Πολλαπλής Παλινδρόμησης είναι οι συνδιακυμάνσεις των διαταρακτικών όρων να είναι ίσες με το μηδέν .

Δηλαδή, $E(u_t, u_s) = 0$ για t διαφορετικό του s . Αυτό σημαίνει ότι ο διαταρακτικός όρος της περιόδου t δε συσχετίζεται με το διαταρακτικό όρο οποιασδήποτε άλλης περιόδου s . Αν αυτή η υπόθεση παραβιάζεται τότε έχουμε το φαινόμενο της αυτοσυσχέτισης (autocorrelation). Το αποτέλεσμα του ελέγχου έδειξε ότι δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση μεταξύ των διαταρακτικών όρων σε κανένα από τα δυο υποδείγματα.

Επιπλέον, διενεργείται και το Pesaran Test για να διαπιστωθεί αν υπάρχει το φαινόμενο της διατομειακής εξάρτησης στο υπόδειγμα. Σύμφωνα με το Baltagi (2005) η διατομειακή εξάρτηση (cross sectional dependence) είναι πρόβλημα που κυρίως εμφανίζεται σε δεδομένα πάνελ μεγάλης διάρκειας (δηλ 20 με 30) έτη και όχι σε δεδομένα πάνελ με λίγα έτη και μεγάλο αριθμό περιπτώσεων (Oscar Torres – Reyna 2007).

Ωστόσο, τα αποτελέσματα του ελέγχου Pesaran δείχνουν ότι δεν υπάρχει διατομειακή εξάρτηση ($Pt=0.431 > 0.05$) για το δείκτη ETR στα δεδομένα πάνελ του υποδείγματος.

Τέλος, διενεργείται έλεγχος για το αν απαιτούνται χρονικά καθορισμένα αποτελέσματα στο μοντέλο (test for time-fixed effects), δηλαδή διενεργείται έλεγχος για το αν οι ψευδομεταβλητές για κάθε έτος είναι ίσες με το μηδέν. Καθώς όμως $Prob > F = 0.4410 > 0.05$, δεν απαιτείται επομένως η προσθήκη χρονικά καθορισμένων αποτελεσμάτων στα μοντέλα. (δηλαδή, οι ψευδομεταβλητές για κάθε έτος είναι διαφορετικές από το μηδέν).

4.3 Ανάλυση των αποτελεσμάτων

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω το εκτιμώμενο μοντέλο παλινδρόμησης που ακολουθήθηκε στην παρούσα μελέτη είναι το εξής:

$$ETR = \beta_0 + \beta_1 Fsizeit + \beta_2 Leverit + \beta_3 Liqit + \beta_4 Afsizeit + \beta_5 Bsizeit + \beta_6 Bindepit + \beta_7 GDP + u_{it}$$

Ο δείκτης ETR υπολογίζεται με την εξής εξίσωση: $ETR = \text{Total Tax Expense} / \text{EBT} = (\text{Current Tax} + \text{Deferred Tax}) / \text{EBT}$

Εκτελώντας την παλινδρόμηση με το μοντέλο σταθερών επιδράσεων και με τους διορθωμένους διαταρακτικούς όρους τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 4.3 Αποτελέσματα Παλινδρόμησης

Variable	Coef.	RobustStd. Err.	t	P> t
<i>Fsize</i>	.0000273	.0000105	2.59	0.016*
<i>Lever</i>	-.0063778	.0008659	-7.37	0.000*
<i>Liq</i>	-.02286671	.0179	-1.28	0.214
<i>Afsize</i>	.2356119	.1612557	1.46	0.158
<i>Bsize</i>	-.0519971	.0257579	-2.02	0.055**
<i>Bindep</i>	.3913104	.9264286	-0.42	0.677
<i>GDP</i>	.004365	.00264	1.65	0.112

Fixed-effects (within) regression	F(7,23) = 14253.63 Prob> F = 0.0000 R-sq: within = 0.1292, between = 0.0010 Overall: 0.0075 corr(u_i, Xb) = -0.9025
Number of obs = 120	sigma_u = .38725498
Number of groups = 24	sigma_e = .25441132
Group variable: Firm1	rho = .6985204 (fraction of variance due to u_i)

**= significant at 0.05 level of significance, * = significant at 0.10 level of significance

Αρχικά εφόσον, $Prob>F = 0.0000 < 0.05$ σε επίπεδο σημαντικότητας 95% το οικονομετρικό μοντέλο είναι στατιστικά σημαντικό. Αυτό σημαίνει ότι τουλάχιστον ένας από τους συντελεστές συσχέτισης της συνάρτησης παλινδρόμησης είναι διαφορετικός του μηδενός και επομένως απορρίπτεται η αρχική υπόθεση ότι όλοι οι συντελεστές συσχέτισης της συνάρτησης παλινδρόμησης είναι ίσοι με το μηδέν. Επομένως, το οικονομετρικό μοντέλο έχει επαρκή ερμηνευτική ικανότητα για να εξηγήσει τη σχέση μεταξύ των μεταβλητών που διερευνά.

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης του δείκτη ETR δείχνουν ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση του δείκτη ETR και του μεγέθους του Διοικητικού Συμβουλίου κάθε επιχείρησης. Η μεταβλητή *Bsize* αναπαριστά το μέγεθος του ΔΣ και παρουσιάζει $p\text{-value} = 0.055$ αποδεκτό σε επίπεδο σημαντικότητας 10%. Αυτό σημαίνει ότι όσο μεγαλύτερο είναι το ΔΣ κάθε εισηγμένης τόσο μικρότερο δείκτη ETR αυτή εμφανίζει και τόσο μικρότερη φορολογική επιβάρυνση αντιμετωπίζει.

Στη συνέχεια παρατηρούμε θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους των επιχειρήσεων με το δείκτη ETR. Η μεταβλητή *Fsize* αναπαριστά το μέγεθος κάθε επιχείρησης και παρουσιάζει $p\text{-value} = 0.016 < 0.05$ σε επίπεδο σημαντικότητας 95% γεγονός που αποδεικνύει τη συσχέτιση του μεγέθους της επιχείρησης με την φορολογική της επιβάρυνση. Η συσχέτιση είναι θετική. Επομένως, όσο μεγαλύτερη είναι η επιχείρηση τόσο μεγαλύτερο δείκτη ETR παρουσιάζει και τόσο μεγαλύτερη φορολογική επιβάρυνση υφίσταται.

Τέλος, παρατηρούμε αρνητική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη ETR με τη χρηματοοικονομική μόχλευση. Η μεταβλητή *Lever* που αναπαριστά τη χρηματοοικονομική μόχλευση κάθε επιχείρησης του δείγματος εμφανίζει p

value=0.000<0.05 σε επίπεδο σημαντικότητας 95%, γεγονός που πιστοποιεί τη συσχέτιση μεταξύ του δείκτη ETR και της μόχλευσης.

Η συσχέτιση είναι αρνητική καθώς το πρόσημο του συντελεστή συσχέτισης είναι αρνητικό (-0.0063778). Αυτό σημαίνει ότι η αύξηση της μόχλευσης των επιχειρήσεων οδηγεί σε μικρότερο δείκτη ETR και επομένως σε μικρότερη φορολογική τους επιβάρυνση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Συμπεράσματα

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εξετάσει τη σχέση μεταξύ μηχανισμών και δομών εταιρικής διακυβέρνησης και της φορολογικής επιβάρυνσης των εισηγμένων επιχειρήσεων στην Ελλάδα. Για αυτό το λόγο διερευνάται αν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης και του πραγματικού φορολογικού συντελεστή όπως αυτός υπολογίζεται με τον δείκτη ETR. (Effective Tax Rate). Η προσέγγιση αυτή έχει χρησιμοποιηθεί από αρκετούς ερευνητές κατά το παρελθόν όπως για παράδειγμα από τους Gupta ,και Newberry (1997), Kraft (2014), Ribeiro κ.α.. (2015) .

Το δείγμα περιλαμβάνει τις εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών (FTSE/ATHEX Large Cap Index) και καλύπτει τις χρήσεις 2011 έως και 2015. Τα δεδομένα (panel data) αντλήθηκαν πρωτογενώς στο μεγαλύτερο μέρος από τις ετήσιες ενοποιημένες οικονομικές εκθέσεις τους και περιλαμβάνουν τόσο ποιοτικά όσο και ποσοτικά μεγέθη

Η ελεγχόμενη μεταβλητή (ETR) περιλαμβάνει τον λογιστικό φόρο που επιβαρύνει τα αποτελέσματα όπως ορίζεται από το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 12. Για την διερεύνηση της επίδρασης της εταιρικής διακυβέρνησης χρησιμοποιούνται ως ανεξάρτητες μεταβλητές, το μέγεθος και η ανεξαρτησία του Διοικητικού Συμβουλίου, ο τύπος της εταιρίας που πραγματοποιεί τον εξωτερικό έλεγχο. Για τον έλεγχο της συσχέτισης με τον ETR λογιστικών εταιρικών χαρακτηριστικών και του εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης χρησιμοποιείται μια σειρά μεταβλητών ελέγχου όπως το μέγεθος της επιχείρησης, το επίπεδο μόχλευσης και ρευστότητας καθώς και η μεταβολή του ΑΕΠ.

Από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης που διενεργήθηκε με το μοντέλο Σταθερών Επιδράσεων και διορθωμένους διαταρακτικούς όρους, εντοπίζεται στατιστικά σημαντική σχέση του δείκτη ETR με το μέγεθος του ΔΣ , με το μέγεθος της εταιρείας και τη χρηματοοικονομική μόχλευση των εισηγμένων επιχειρήσεων το δείγματος. Αναλυτικότερα, παρατηρείται θετική συσχέτιση του δείκτη ETR με το μέγεθος της επιχείρησης και αρνητική με το μέγεθος του ΔΣ και τη χρηματοοικονομική μόχλευση.

Εξαιρετικό ενδιαφέρον παρουσιάζει ωστόσο η σύγκριση των αποτελεσμάτων της παρούσας εμπειρικής έρευνας με τα ευρήματα που προέρχονται τόσο από την εγχώρια όσο κυρίως από τη διεθνή βιβλιογραφία.

Ξεκινώντας από το μέγεθος της επιχείρησης το οποίο σύμφωνα με τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης σχετίζεται θετικά με το ύψος του δείκτη ETR. Σύμφωνα με τους Gupta και Newberry η σχέση μεταξύ του δείκτη ETR και του μεγέθους της επιχείρησης είναι παραπλανητική και άλλες φορές εμφανίζεται θετική και άλλες ως αρνητική.

Σύμφωνα με την Kraft (2014) το μέγεθος της επιχείρησης και ο δείκτης ETR σχετίζονται θετικά. Θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους της επιχείρησης και του δείκτη ETR εμφανίζεται επίσης στις έρευνες των Nomura (2017), Ribeiro et al (2015), καθώς επίσης και στην έρευνα των Huang et al(2013).

Η σχέση μεταξύ του μεγέθους της επιχείρησης με το δείκτη ETR εξηγείται από την θεωρία της πολιτικής εξουσίας αλλά και την θεωρία του πολιτικού κόστους (the political power theory and political cost theory) καθώς είναι οι δύο επικρατέστερες απόψεις που βοηθούν στην εξήγηση της συσχέτισης μεταξύ των δεικτών ETR και του μεγέθους της επιχείρησης.

Η παρατηρούμενη θετική συσχέτιση του δείκτη ETR με το μέγεθος της επιχείρησης συμφωνεί με την θεωρία του πολιτικού κόστους καθώς οι επιχειρήσεις που αποτελούν το δείγμα είναι οι μεγαλύτερες σε κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Ως αποτέλεσμα λόγω του μεγέθους τους και του επιπέδου συμμετοχής τους στην εγχώρια οικονομία τόσο το επενδυτικό κοινό στην Ελλάδα αλλά και στο εξωτερικό και άλλες ομάδες ενδιαφερομένων όπως μέτοχοι, φορολογικές αρχές και άλλοι παρακολουθούν στενά τις εξελίξεις που τις αφορούν και δίνουν μεγάλη σημασία στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις που αυτές βάσει νόμου υποχρεούνται να δημοσιεύουν.

Ως εκ τούτου αυτό μειώνει και το κίνητρο που θα μπορούσαν ενδεχομένως να έχουν όσον αφορά την υιοθέτηση επιθετικών φορολογικών πρακτικών και που θα οδηγούσε σε μικρότερη φορολογική τους επιβάρυνση.

Η δεύτερη μεταβλητή που μας παρουσιάζει η συνάρτηση παλινδρόμησης ως στατιστικά σημαντική είναι το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου των επιχειρήσεων του δείγματος. Μάλιστα παρατηρείται αρνητική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη ETR και του μεγέθους του ΔΣ. Αυτό σημαίνει ότι όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος του ΔΣ τόσο μικρότερο δείκτη ETR εμφανίζει και άρα έχει μικρότερες φορολογικές υποχρεώσεις.

Σύμφωνα με τους Ribeiro et al (2015) ο δείκτης ETR παρουσιάζει θετική συσχέτιση με το μέγεθος του ΔΣ των επιχειρήσεων. Μια ενδεχόμενη εξήγηση για τη διαφορά του προσήμου είναι ότι η ύφεση που διέρχεται η ελληνική οικονομία για όλα τα εξεταζόμενα έτη της έρευνας επηρεάζει την ποιότητα των χαρακτηριστικών της εταιρικής διακυβέρνησης.

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης υποδεικνύουν την ύπαρξη σημαντικής στατιστικής συσχέτισης μεταξύ του επιπέδου της χρηματοοικονομικής μόχλευσης των επιχειρήσεων και της φορολογικής τους επιβάρυνσης. Μάλιστα η συσχέτιση αυτή φαίνεται να είναι αρνητική και επομένως όσο μεγαλύτερη είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση κάθε επιχείρησης τόσο μικρότερο δείκτη ETR εμφανίζει και μικρότερη φορολογική επιβάρυνση.

Αρνητική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη ETR και της χρηματοοικονομικής μόχλευσης παρουσιάζουν στις αντίστοιχες εμπειρικές μελέτες και ο Nomura (2017), οι ερευνητές Ribeiro, Cerqueira και Brandao (2015), η Anastasia Kraft (2014) και οι Huang, Chen και Gao (2013). Η εξήγηση για την αρνητική συσχέτιση μεταξύ του επιπέδου της χρηματοοικονομικής μόχλευσης των επιχειρήσεων και της φορολογικής τους επιβάρυνσης (δείκτη ETR) έχει να κάνει με το εξής: καθώς οι τόκοι και τα τοκοχρεολύσια που καταβάλλουν οι επιχειρήσεις για την εξυπηρέτηση των δανειακών τους υποχρεώσεων σε ετήσια βάση θεωρείται έξοδο που φορολογικά εκπίπτει, η αυξημένη μόχλευση επομένως οδηγεί σε μικρότερα κέρδη (λόγω μεγαλύτερων εξόδων) και άρα σε μικρότερους φόρους για τις επιχειρήσεις.

Σχετικά με τους περιορισμούς που καλείται να αντιμετωπίσει η παρούσα εμπειρική ανάλυση, πρέπει να αναφερθεί το γεγονός ότι η έρευνα περιορίζεται μόνο στο δείγμα των εικοσιτεσσέρων εταιρειών από τις οποίες συλλέχθηκαν στοιχεία και δεδομένα. Οι εταιρείες αυτές συνθέτουν το δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών κατά την εξεταζόμενη περίοδο 2011 με 2015. Η συλλογή δεδομένων έγινε δια χειρός (manually collected data) και διενεργήθηκε στατιστική ανάλυση του προκύπτοντος μοντέλου.

Επομένως, τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την έρευνα αφορούν μόνο στο δείγμα των εταιρειών που συμπεριλήφθησαν και ως εκ τούτου δεν μπορεί να γενικευθούν για το σύνολο της ελληνικής οικονομίας κατά την αντίστοιχη χρονική περίοδο. Ωστόσο, η παρούσα μελέτη και εμπειρική ανάλυση που τη συνοδεύει μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εισαγωγή για την κατανόηση της σχέσης της εταιρικής διακυβέρνησης και του φορολογικού βάρους των ελληνικών επιχειρήσεων κατά την περίοδο 2011 με 2015.

Μελλοντικά η παρούσα εμπειρική ανάλυση θα μπορούσε να αξιοποιηθεί για την βαθύτερη κατανόηση της σχέσης της Εταιρικής Διακυβέρνησης με την φορολογική επιβάρυνση που επωμίζονται οι επιχειρήσεις. Αυτό θα μπορούσε να γίνει με επέκταση όμως του υπό χρήση μοντέλου παλινδρόμησης, δηλαδή, εισαγωγή περισσότερων μεταβλητών, μεγαλύτερο μέγεθος δείγματος ή και διαφορετικό, με παρόμοια όμως χαρακτηριστικά (δηλαδή, εισηγμένες).

Επίσης, θα μπορούσε να γίνει σύγκριση των αποτελεσμάτων με αποτελέσματα έρευνας για χρονική περίοδο πριν την ελληνική κρίση χρέους για να διαπιστωθεί αν η κρίση χρέους επηρεάζει πράγματι τη σχέση Εταιρικής Διακυβέρνησης και φορολογικής επιβάρυνσης όπως υποστηρίζουν τα ευρήματα της εν λόγω έρευνας.

Επιπλέον, ενδιαφέρουσα θα ήταν η σύγκριση των εμπειρικών ευρημάτων με αντίστοιχες έρευνες από κάποια ευρωπαϊκή οικονομία με παρόμοια όμως με τα ελληνικά χαρακτηριστικά για την ίδια χρονική περίοδο. Μια τέτοια περίπτωση θα μπορούσε να ήταν για παράδειγμα η πορτογαλική οικονομία, που το εν λόγω χρονικό διάστημα ήταν και αυτή σε δημοσιονομικό πρόγραμμα προσαρμογής και με

παρόμοια περίπου σχέση δημόσιου χρέους και ΑΕΠ με τα αντίστοιχα ελληνικά μεγέθη.

Τέλος, τα αποτελέσματα της παρούσας έρευνας πιστεύουμε ότι θα τύχουν του ενδιαφέροντος των χρηστών των χρηματοοικονομικών αναφορών της επιχείρησης, καθώς και των φορολογικών και εποπτικών αρχών και της κεφαλαιαγοράς.

Παράλληλα διενεργήθηκε επιπλέον παλινδρόμηση στην οποία ως εξαρτημένη μεταβλητή τοποθετείται ο ταμειακός φορολογικός συντελεστής (Cash ETR) και παραμένουν οι ίδιες ανεξάρτητες μεταβλητές. Ο ταμειακός φορολογικός συντελεστής υπολογίζεται ως το πηλίκο της Συνολικής Εκταμίευσης μιας επιχείρησης για Φόρους Εισοδήματος της Κατάστασης Ταμειακών Ροών προς το Λογιστικό Αποτέλεσμα Προ Φόρων σε επίπεδο Ομίλου. Το δείγμα και σε αυτή την παλινδρόμηση αποτελείται από τις εταιρίες που συνθέτουν το δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών από το 2011 έως και το 2015. Δηλαδή, το δείγμα που χρησιμοποιείται είναι το ίδιο και σε αυτή την παλινδρόμηση. Από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης με το μοντέλο Σταθερών Επιδράσεων παρατηρείται στατιστικά σημαντική αρνητική συσχέτιση μόνο με τη χρηματοοικονομική μόχλευση και με καμία από τις υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές του υποδείγματος.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α

ETR και εταιρικός φορολογικός σχεδιασμός

Ο Effective Tax Rate (ETR) υπολογίζεται ως το πηλίκο της Συνολικής Δαπάνης μιας επιχείρησης για Φόρους Εισοδήματος της Κατάστασης Αποτελεσμάτων προς το Λογιστικό Αποτέλεσμα Προ Φόρων (σε επίπεδο Ομίλου (IAS -12.86). Η Συνολική Δαπάνη για Φόρους περιλαμβάνει τον Τρέχοντα Φόρο (Current Tax) και τον Αναβαλλόμενο Φόρο (Deferred Tax).

Ο Υπολογισμός του δείκτη Effective Tax Rate (ETR) γίνεται ως εξής:

$$\text{ETR} = \text{Total Tax Expense} / \text{EBT} = (\text{Current Tax} + \text{Deferred Tax}) / \text{EBT}$$

Όπου:

EBT= Earnings before Tax

Ο Ταμειακός Φορολογικός Συντελεστής Cash ETR υπολογίζεται ως το πηλίκο της Συνολικής Εκταμίευσης μιας επιχείρησης για Φόρους Εισοδήματος της Κατάστασης Ταμειακών Ροών προς το Λογιστικό Αποτέλεσμα Προ Φόρων σε επίπεδο Ομίλου.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β

Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε στην διεξαγωγή της παρούσας μελέτης αποτελείται από τις εξής επιχειρήσεις (εισηγμένες) του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών:

A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΚΛΑΔΟΣ
1	ΕΛΠΕ	ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ-ΦΥΣΙΚΟ ΑΕΡΙΟ
2	ΙΝΤΡΑΛΟΤ ΑΕ	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ
3	ΜΠΕΛΛΑ	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ-ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
4	ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ ΑΕ	ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ –ΦΥΣΙΚΟ ΑΕΡΙΟ
5	ΟΤΕ ΑΕ	ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ
6	ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΒΕΕ	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ-ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
7	ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ ΑΕ	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ-ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ
8	ΤΙΤΑΝ ΑΕ	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ-ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ
9	ΦΟΥΡΛΗΣ ΑΕ	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ-ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
10	COCA COLA 3Ε	ΤΡΟΦΙΜΑ ΚΑΙ ΠΟΤΑ
11	ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ ΑΕ	ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΨΥΧΗ
12	ΒΙΟΧΑΛΚΟ ΑΕ	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ-ΥΠΗΡΕΣΙΕ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ
13	ΑΔΜΗΕ	
14	ΕΧΑΕ	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚ. ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
15	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ-ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
16	ΟΠΑΠ ΑΕ	ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΨΥΧΗ
17	ΟΛΠ ΑΕ	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ-ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
18	ΔΕΗ ΑΕ	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ
19	ΕΛΛΑΚΤΩΡ	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ-ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ
20	GRIVALIAPROPERTIES ΑΕ	ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ
21	ALPHA BANK	ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ

22	EUROBANK	ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ
23	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ	ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ
24	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ

Επομένως, οι εισηγμένες εταιρείες ανά κλάδο διακρίνονται ως εξής:

ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ	ΣΥΝΟΛΟ
ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ ΚΑΙ ΦΥΣΙΚΟ ΑΕΡΙΟ	2
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ	1
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ	3
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	1
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ ΚΑΙ ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	3
ΤΡΟΦΙΜΑ ΚΑΙ ΠΟΤΑ	1
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	3
ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	1
ΤΡΑΠΕΖΕΣ	4
ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	2
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	1
ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΨΥΧΗ	2

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ

Παρατίθενται στοιχεία για μακροοικονομικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας κατά την περίοδο 2011 – 2015.

ΑΕΠ (σε αγοραίες τιμές)

ΕΤΟΣ	ΠΟΣΟ
2011	205,389
2012	191,915
2013	185,006
2014	181,991
2015	177,874

Τα ποσά αναφέρονται σε δις ευρώ.

Μεταβολή ΑΕΠ

ΕΤΟΣ	ΠΟΣΟΣΤΟ
2011	-8
2012	-6
2013	-3
2014	-1
2015	-2

Χρέος Κεντρικής Κυβέρνησης

ΕΤΟΣ	ΠΟΣΟ
2011	353,18
2012	305,90
2013	327,45
2014	319,629
2015	311,725

Τα ποσά αναφέρονται σε δις ευρώ.

Σχέση Χρέους /ΑΕΠ

ΕΤΟΣ	ΠΟΣΟΣΤΟ
2011	172
2012	159,4
2013	177
2014	178,6
2015	175,9

Το χρέος αναφέρεται ως ποσοστό του ΑΕΠ

Πηγή: Ελληνική Στατιστική Αρχή

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Δ

ΕΝΝΟΙΕΣ ΚΑΙ ΟΡΙΣΜΟΙ

ΑΕΠ: Το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (*Gross Domestic Product - GDP*) είναι το σύνολο όλων των προϊόντων και αγαθών που παράγει μια οικονομία σε διάστημα ενός έτους, εκφρασμένο σε χρηματικές μονάδες. Δηλαδή, η συνολική αξία όλων των τελικών αγαθών (υλικών και άυλων) που παρήχθησαν εντός μιας χώρας σε διάστημα ενός έτους, ακόμα και αν μέρος αυτού παρήχθη από παραγωγικές μονάδες που ανήκουν σε κατοίκους του εξωτερικού.

Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν - Α.Ε.Π. (*Gross National Product - GNP*) είναι το Προϊόν ή Εισόδημα που αποκτούν οι πολίτες μιας χώρας σε διάστημα ενός έτους. Δηλαδή, είναι η συνολική αξία όλων των τελικών αγαθών (υλικών και άυλων) που αποκτούν οι πολίτες μιας χώρας σε διάστημα ενός έτους. Διαφέρει από το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν κατά το ότι συμπεριλαμβάνει και το Εισόδημα που απέκτησαν οι πολίτες μιας χώρας οι οποίοι κατοικούν στο εξωτερικό.

Ποσοτική χαλάρωση (QE): είναι μια νομισματική πολιτική στην οποία η κεντρική τράπεζα αγοράζει κρατικά χρεόγραφα ή περιουσιακά στοιχεία από τη δευτερογενή αγορά και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προκειμένου τονωθεί η οικονομία σε περιόδους όπου η παραδοσιακή νομισματική πολιτική δεν φέρει τα προσδοκώμενα αποτελέσματα.

Κεφαλαιακοί έλεγχοι (capital controls): καθιερώθηκαν στην Ελλάδα τον Ιούλιο του 2015, όταν η ελληνική κυβέρνηση δεν κατέληξε σε συμφωνία με τους δανειστές της σε ορούς για την υπογραφή της νέας δανειακής σύμβασης. Τότε η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) αποφάσισε να μην αυξήσει επιπλέον το όριο του μηχανισμού έκτακτης ρευστότητας (ELA) για τις ελληνικές τράπεζες. Η σταδιακή τους κατάργηση ξεκίνησε το 2018 και ολοκληρώθηκε πλήρως τον Σεπτέμβριο του 2019.

PSI : Στην περίπτωση της Ελλάδας, η διαδικασία PSI αποφασίστηκε επίσημα στη σύνοδο των χωρών της Ευρωζώνης στις 21 Ιουλίου 2011, όπου αποφασίστηκε να προταθεί στους ιδιώτες κατόχους ελληνικών ομολόγων ένα πρόγραμμα ανταλλαγής του χρέους τους με νέα ομόλογα μεγαλύτερης χρονικής διάρκειας και με την προαιρετική αποδοχή απομείωσης - “κουρέματος” σε ποσοστό 21% της ονομαστικής αξίας των ομολόγων. Το αρχικό πρόγραμμα απέτυχε και τον Οκτώβριο του 2011 αποφασίστηκε να προταθεί νέο πρόγραμμα που θα προέβλεπε απομείωση άνω του 50%. Οι σχετικές διαδικασίες ολοκληρώθηκαν τον Μάρτιο του 2012. Ο όρος υιοθετήθηκε τη δεκαετία του 1990 κατά την περίοδο αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους των [Ρωσίας](#), [Τουρκίας](#), [Βραζιλίας](#), [Ισημερινού](#) και [Αργεντινής](#), και έγινε ευρύτερα γνωστός στην Ελλάδα κατά την περίοδο της [ελληνικής κρίσης χρέους \(2010-2012\)](#).

Big 4: είναι τα τέσσερα μεγαλύτερα δίκτυα επαγγελματικών υπηρεσιών στον κόσμο. Προσφέρουν υπηρεσίες ελέγχου, εξασφάλισης, φορολογίας, συμβουλευτικής διαχείρισης, συμβουλευτικής, αναλογιστικής, εταιρικής χρηματοδότησης και νομικών υπηρεσιών. Διαχειρίζονται τη συντριπτική πλειοψηφία των ελέγχων για τις δημόσιες επιχειρήσεις καθώς και για πολλές ιδιωτικές εταιρείες.

Agency theory problem: το πρόβλημα εντολέα - εντολοδόχου δημιουργείται όταν ο εντολοδόχος (διοίκηση) ενεργεί για λογαριασμό του εντολέα (μέτοχοι) και πράττει με τρόπο που δεν εξυπηρετεί τα συμφέροντα του εντολέα του. (J. Tirole: The theory of Corporate Finance, Princeton University Press, 2006) Σκοπός της διοίκησης είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της και, συνεπώς, της παρουσίας των μετόχων. Στην επιχείρηση υπάρχουν αρκετοί συμμετέχοντες (μέτοχοι, διοίκηση, κράτος, προμηθευτές, καταναλωτές κ.ά) τα συμφέροντα των οποίων είναι συχνά συγκρουόμενα λόγω μη-πλήρους πληροφόρησης. Η σύγκρουση συμφερόντων γεννά επιπλέον κόστη για την παρακολούθηση της δράσης της διοίκησης (κόστος συλλογής πληροφοριών, κόστος παρακολούθησης και, κόστος εφαρμογής ελεγκτικών διαδικασιών) από τους συμμετέχοντες (agency costs). Η ασυμμετρία της πληροφορίας είναι ένας βασικός λόγος ύπαρξης του προβλήματος. Υπάρχουν δύο κατηγορίες προβλημάτων λόγω ασυμμετρίας πληροφορίας: το πρόβλημα ηθικής ζημίας (moral hazard) και το πρόβλημα δυσμενούς επιλογής (adverse selection).

Ο νόμος Sarbanes-Oxley του 2002: Δημοσιεύτηκε στις 30 Ιουλίου 2002, γνωστός και ως "νόμος για τη δημόσια λογιστική μεταρρύθμιση και προστασία των επενδυτών" ("Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act"). Αποτελεί ομοσπονδιακό νόμο των Ηνωμένων Πολιτειών και θέτει νέες ή επεκταθείσες απαιτήσεις για όλα τα διοικητικά συμβούλια των εισηγμένων εταιριών των ΗΠΑ, τη διαχείριση και τις εισηγμένες επιχειρήσεις λογιστικής.

Ετεροσκεδαστικότητα: παρουσιάζεται στην περίπτωση κατά την οποία σε διαφορετικές παρατηρήσεις της ανεξάρτητης μεταβλητής η διακύμανση του διαταρακτικού όρου δεν παραμένει σταθερή αλλά μεταβάλλεται. Αυτό έχει ως συνέπεια τα αποτελέσματα της έρευνας για τις παραμέτρους του πληθυσμού να μην είναι αξιόπιστα.

Μοντέλα σταθερών και τυχαίων επιδράσεων: το μοντέλο σταθερών επιδράσεων είναι ένα στατιστικό μοντέλο στο οποίο οι παράμετροι του μοντέλου είναι σταθερές ή μη τυχαίες. Αντίθετα στο μοντέλο τυχαίων επιδράσεων όλες ή ορισμένες παράμετροι του μοντέλου θεωρούνται τυχαίες μεταβλητές. Στην οικονομετρία το μοντέλο σταθερών επιδράσεων είναι ένα μοντέλο παλινδρόμησης στο οποίο οι μέσοι του δείγματος είναι σταθεροί σε αντίθεση με το τυχαίων επιδράσεων στο οποίο οι μέσοι του δείγματος είναι μια τυχαία παρατήρηση του δείγματος. Η επιλογή μεταξύ των δυο μοντέλων γίνεται με το Hausmann test.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ε

Παρατίθενται οι ετήσιοι δείκτες ETR και οι ονομαστικοί φορολογικοί συντελεστές (nominal rate taxes) των χωρών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης κατά το διάστημα 2011 έως και 2015, χρονικό διάστημα που και η παρούσα έρευνα χρησιμοποιεί στην ανάλυση της.

ΧΩΡΑ	ETR	Nominal Rate
ΙΤΑΛΙΑ	30%	31%
ΕΛΛΑΔΑ	28%	24%
ΙΣΠΑΝΙΑ	22%	30%
ΣΛΟΒΑΚΙΑ	20%	21%
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	20%	30%
ΔΑΝΙΑ	19%	24%
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	18%	24%
ΡΟΥΜΑΝΙΑ	17%	16%
ΠΟΛΩΝΙΑ	17%	19%
ΓΑΛΛΙΑ	17%	33%
ΜΑΛΤΑ	16%	35%
ΙΡΛΑΝΔΙΑ	16%	13%
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	15%	23%
ΤΣΕΧΙΑ	15%	19%
ΚΡΟΑΤΙΑ	15%	20%
ΒΕΛΓΙΟ	14%	34%
ΣΛΟΒΕΝΙΑ	14%	18%
ΕΣΘΟΝΙΑ	14%	21%
ΣΟΥΗΔΙΑ	13%	24%
ΑΥΣΤΡΙΑ	13%	25%
ΛΙΘΟΥΑΝΙΑ	12%	15%
ΦΙΝΛΑΝΔΙΑ	12%	23%
ΛΕΤΟΝΙΑ	11%	15%
ΟΛΛΑΝΔΙΑ	10%	25%
ΚΥΠΡΟΣ	10%	12%
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	10%	10%
ΟΥΓΓΑΡΙΑ	8%	19%
ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ	2%	29%

Πηγή: Taxheaven.gr

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξενογλώσση

Armstrong, C. S., Blouin, J. L., Jagolinzer, A. D., & Larcker, D. F. (2015). Corporate governance, incentives, and tax avoidance. *Journal of Accounting and Economics*, 60(1), 1-17.

Baltagi, B. H., Bratberg, E., & Holmås, T. H. (2005). A panel data study of physicians' labor supply: the case of Norway. *Health Economics*, 14(10), 1035-1045.

Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. New Brunswick, NJ: Transaction.

Chen, C. X., Lu, H., & Sougiannis, T. (2012). The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs. *Contemporary Accounting Research*, 29(1), 252-282

Chytis E. (2019). "The informative value of Taxes: The Case of Temporal Differences in Tax Accounting: A literature Review", *Journal of Accounting and Taxation (JAT)*, Vol.11(8), pp.130-138

Chytis, E., Tasios, S., Georgopoulos, I., & Hortis, Z. (2019). The relationship between tax avoidance, company characteristics and corporate governance: Evidence from Greece. *Corporate Ownership & Control*, 16(4), pp. 77-86.
<http://doi.org/10.22495/cocv16i4art7>

Crabbé, K. (2010). The impact of the auditor and tax advice on the effective tax rate. Available at SSRN 1740408.

Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic management journal*, 19(3), 269-290.

Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2006). Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of Financial Economics*, 79(1), 145-179.

Dogan, M., Elitas, B. L., Agca, V., & Ögel, S. (2013). The impact of CEO duality on firm performance: evidence from turkey. *International Journal of Business and Social Science*, 4(2).

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.

- Erle, B. (2008). Tax risk management and board responsibility. In *Tax and corporate governance* (pp. 205-220). Springer, Berlin, Heidelberg.
- Finkelstein, S., & D'aveni, R. A. (1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management journal*, 37(5), 1079-1108.
- Firstenberg, P. B., & Malkiel, B. G. (1994). The twenty-first century boardroom: who will be in charge?. *MIT Sloan Management Review*, 36(1), 27.
- Frey, L. (2018). Tax certified individual auditors and effective tax rates. *Business Research*, 11(1), 77-114.
- Gebhart, M. S. (2017). Measuring Corporate Tax Avoidance—An Analysis of Different Measures. *Junior Management Science*, 2(2), 43-60.
- Guenther, D. A. (2014). Measuring corporate tax avoidance: Effective tax rates and book-tax differences. Available at SSRN 2478952.
- Goodstein, J., Gautam, K., & Boeker, W. (1994). The effects of board size and divers
Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The business lawyer*, 59-77. on strategic change. *Strategic management journal*, 15(3), 241-250.
- Hart, O. (1995). Corporate governance: some theory and implications. *The economic journal*, 105(430), 678-689.
- Halioui, K., Neifar, S., & Ben Abdelaziz, F. (2016). Corporate governance, CEO compensation and tax aggressiveness: evidence from American firms listed on the NASDAQ 100. *Review of Accounting and Finance*, 15(4), 445-462.
- Henry, E., & Sansing, R. (2014). Data truncation bias and the mismeasurement of corporate tax avoidance. In 2014 American Taxation Association Midyear Meeting.
- Huang, D. F., Chen, N. Y., & Gao, K. W. (2013). The tax burden of listed companies in China. *Applied Financial Economics*, 23(14), 1169-1183.
- Janssen, J. B. P. E. C., & Buijink, W. F. J. (2000). Determinants of the variability of corporate effective tax rates (ETRs): Evidence for the Netherlands.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Kraft, A. (2014). What really affects German firms' effective tax rate? *International Journal of Financial Research*, 5(3), 1-19.
- Kourdoumpalou, S. (2016). Do corporate governance best practices restrain tax evasion? Evidence from Greece. *Journal of Accounting and Taxation*, 8(1), 1-10.

- Minnick, K., & Noga, T. (2010). Do corporate governance characteristics influence tax management? *Journal of corporate finance*, 16(5), 703-718.
- Mintzberg, H. (1983). The case for corporate social responsibility. *Journal of Business Strategy*, 4(2), 3-15.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Alternative mechanisms for corporate control.
- Newberry, K. (1997). Determinants of the variability in corporate effective tax rates: Evidence from longitudinal data. *Journal of accounting and public policy*, 16(1), 1-34.
- Nomura, H. (2017). What Determines Japanese Corporate Effective Tax Rates? Available at http://apeaweb.org/confer/seoul17/papers/Nomura_Hiroyasu.pdf
- La Porta, R., Lopez- de- Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The journal of finance*, 52(3), 1131-1150.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The business lawyer*, 59-77.
- Pratama, A. (2017). Company Characteristics, Corporate Governance and Aggressive Tax Avoidance Practice: A Study of Indonesian Companies. *Review of Integrative Business and Economics Research*, 6(4), 70.
- OECD, O. (2004). The OECD principles of corporate governance. *Contaduría y Administración*, (216).
- Ribeiro, A. I. M. (2015). The determinants of effective tax rates: firms characteristics and corporate governance. Available at <https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/81394/2/37153.pdf>
- Richardson, G., & Lanis, R. (2007). Determinants of the variability in corporate effective tax rates and tax reform: Evidence from Australia. *Journal of accounting and public policy*, 26(6), 689-704.
- Salaudeen, Y. M., & Eze, U. C. (2018). Firm specific determinants of corporate effective tax rate of listed firms in Nigeria. *Journal of Accounting and Taxation*, 10(2), 19-28.
- Stamatopoulos, I., Hadjidema, S., & Eleftheriou, K. (2019). Explaining corporate effective tax rates: Evidence from Greece. *Economic Analysis and Policy*, 62, 236-254.
- Stanfield, J. W. (2011). Cash liquidity, holdings, and performance as determinants of corporate tax avoidance. Available at <https://docs.lib.purdue.edu/dissertations/AAI3481156/>
- Smith, A. (1937). *The wealth of nations* [1776].

Tirole, J. (2006). The Theory of Corporate Finance, Princeton. NJ: Princeton University Press.

Torres-Reyna, O. (2007). Panel data analysis fixed and random effects using Stata (v. 4.2). Data & Statistical Services, Princeton University. Available at <https://www.princeton.edu/~otorres/Panel101.pdf>

Vafeas, N. (2000). Board structure and the informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Public policy*, 19(2), 139-160.

Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). Positive accounting theory. Available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=928677

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.

Ελληνόγλωσση

Ελληνική Στατιστική Αρχή, statistics.gr

Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης ΣΕΒ για τις Εισηγμένες Εταιρείες
<https://www.sev.org.gr/grafeio-typou/deltia-typou/ellinikos-kodikas-etairikis-diakyvernisis-eked-gia-tis-eisigmenes-etairies-oktovrios-2013/>

Νόμος 3693/2008: Εναρμόνιση της ελληνικής νομοθεσίας με την Οδηγία 2006/43/EK περί υποχρεωτικών ελέγχων των ετήσιων και των ενοποιημένων λογαριασμών, για την τροποποίηση των Οδηγιών 78/660/EOK και 83/349/EOK του Συμβουλίου και για την κατάργηση της Οδηγίας 84/253/EOK του Συμβουλίου και άλλες διατάξεις. [Ορισμός του νόμιμου ελεγκτή ή του ελεγκτικού γραφείου]. Διαθέσιμο στο: <https://www.taxheaven.gr/laws/law/index/law/162>

Νόμος 3884/2010: ΝΟΜΟΣ ΥΠ' ΑΡΙΘ. 3884 Ενσωμάτωση στο ελληνικό δίκαιο της Οδηγίας 2007/36/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 11ης Ιουλίου 2007, σχετικά με την άσκηση ορισμένων δικαιωμάτων από μετόχους εισηγμένων εταιρειών - Τροποποίηση και προσαρμογή του κωδικοποιημένου νόμου 2190/1920 Περί ανωνύμων εταιρειών και του ν. 2396/1996.

Νόμος 3873/2010 : Ενσωμάτωση στην ελληνική έννομη τάξη της Οδηγίας 2006/46/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τους ετήσιους και ενοποιημένους λογαριασμούς εταιρειών ορισμένων μορφών και της οδηγίας 2007/63/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για την απαίτηση για τη σύνταξη έκθεσης από ανεξάρτητο εμπειρογνώμονα σε περίπτωση συγχώνευσης ή διάσπασης ανωνύμων εταιρειών. Διαθέσιμο στο: <https://www.taxheaven.gr/laws/law/index/law/238>

ΝΟΜΟΣ ΥΠ' ΑΡΙΘ. 4308 : Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, συναφείς ρυθμίσεις και άλλες διατάξεις (ΦΕΚ Α' 251/24-11-2014). Διαθέσιμο στο: <https://www.taxheaven.gr/laws/law/index/law/660>

Ιστοσελίδες

Analyst.gr

Bankingnews.gr

Capital.gr

https://en.wikipedia.org/wiki/Corporate_Law_Economic_Reform_Program_Act_2004

Euro2day.gr