



ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΠΜΣ «Λογιστική, Χρηματοοικονομική και Διοικητική των Επιχειρήσεων»

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Εταιρική διακυβέρνηση: Βιωσιμότητα και Ανταγωνιστικότητα

Ελληνικών Επιχειρήσεων

Μαλισιόβα Ειρήνη
Α.Μ.211



Επιβλέπων: Τάσιος Στέργιος

Πρέβεζα, Οκτώβριος 2020



ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΠΜΣ «Λογιστική, Χρηματοοικονομική και Διοικητική των Επιχειρήσεων»

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Εταιρική διακυβέρνηση: Βιωσιμότητα και Ανταγωνιστικότητα
Ελληνικών Επιχειρήσεων**

Μαλισιόβα Ειρήνη
Α.Μ.211

Επιβλέπων: Τάσιος Στέργιος

Πρέβεζα, Οκτώβριος 2020

**Corporate Governance:
Sustainability and Competitiveness of Greek Enterprises**

Εγκρίθηκε από τριμελή εξεταστική επιτροπή
Πρέβεζα, 16 Οκτωβρίου 2020

ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

1. Επιβλέπων καθηγητής

Στέργιος Τάσιος,

Επιστημονικός συνεργάτης

2. Μέλος επιτροπής

Χύτης Ευάγγελος,

Επίκουρος καθηγητής

3. Μέλος επιτροπής

Γκανάς Ιωάννης,

Καθηγητής

© Μαλισιόβα Ειρήνη

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.

Μαλισιόβα Ειρήνη

Υπογραφή

A handwritten signature in black ink, consisting of several overlapping loops and a long horizontal stroke extending to the right.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ευχαριστώ θερμά την οικογένεια μου για την ανοχή και την αμέριστη συμπαράστασή, που επέδειξαν έως την ολοκλήρωση του παρόντος μεταπτυχιακού προγράμματος .

Επίσης, οφείλω ένα μεγάλο ευχαριστώ στον κ. Τάσιο Στέργιο, επιβλέπων καθηγητή της παρούσας διπλωματικής εργασίας, για την άψογη συνεργασία, την ενθάρρυνσή και τις πολύτιμες συμβουλές του.

Η εργασία αυτή είναι αφιερωμένη στον πατέρα μου.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι ένα θέμα που τις τελευταίες δύο δεκαετίες βρίσκεται στην επικαιρότητα διεθνώς. Παρότι δεν υπάρχει ένας καθολικός αποδεκτός ορισμός για την Εταιρική Διακυβέρνηση, η έννοια καλύπτει ένα πλήθος θεμάτων που σχετίζεται τόσο με τη διοίκηση, όσο και με τον έλεγχο μιας επιχείρησης. Η Εταιρική Διακυβέρνηση, περισσότερο ως πρακτική, δεν παρουσιάζει κοινά γνωρίσματα στην ανά την υφήλιο εφαρμογή της. Κι αυτό διότι πέραν των διατάξεων, νόμων και κανονισμών που συνθέτουν τον όρο, η έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι θέμα κουλτούρας, νοοτροπίας, ηθικής και σεβασμού προς τους μετόχους που εμπιστεύονται τη διοίκηση. Σήμερα όλο και περισσότεροι φορείς αναδεικνύουν την σημασία της Εταιρικής Διακυβέρνησης, όχι μόνο σε εταιρικό επίπεδο αλλά και σε επίπεδο εθνικής οικονομίας διεθνώς. Σε αυτό συνέβαλλαν τα πρόσφατα εταιρικά σκάνδαλα και η κρίση στο χρηματοοικονομικό τομέα, που ανέδειξαν με το πιο εμφανή τρόπο τις αδυναμίες της Εταιρικής Διακυβέρνησης και έφεραν το θέμα στο επίκεντρο της ακαδημαϊκής και εποπτικής αρχής. Επιπλέον όλο και περισσότερες έρευνες αναδεικνύουν τη σημασία της Εταιρικής Διακυβέρνησης και την καθιστούν απαραίτητο «συστατικό» για τη μακροπρόθεσμη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης και της βιωσιμότητά της.

Στην παρούσα εργασία θα μελετήσουμε την επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης μέσα από διάφορα χαρακτηριστικά (μέγεθος ΔΣ, δυαδικότητα διευθύνοντος συμβούλου, ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου, φύλο κ.α.) στην επίδοση των εταιρειών, εκφρασμένη με το περιθώριο μικτού κέρδους (PM), την απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE), την απόδοση του ενεργητικού (ROA) και τον δείκτη Tobin's q. Το δείγμα αποτελείται από 125 εισηγμένες εταιρείες που συνθέτουν την κύρια αγορά Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Η έρευνα αφορά το έτος 2015 όπου το οικονομικό περιβάλλον επηρεάστηκε από αρνητικές εξελίξεις στην Ελλάδα.

Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι η ρευστότητα της επιχείρησης, η παρουσία γυναικών στο ΔΣ, η γυναικεία παρουσία στην θέση του διευθύνοντα συμβούλου, ο τύπος ελεγκτικής εταιρίας και το ύψος των συναλλαγών και αμοιβών των μελών του ΔΣ επέδρασαν θετικά στην κερδοφορία των εταιρειών κατά το 2015. Από την άλλη πλευρά το ποσοστό γυναικών στο ΔΣ, η παρουσία γυναίκας στην θέση του προέδρου της εταιρείας και το μέγεθος της εταιρείας είχαν αρνητική επίδραση.

Λέξεις – κλειδιά : Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (ROE), Αποδοτικότητα περιουσιακών Στοιχείων (ROA), Δείκτης Tobin's q , Περιθώριο μικτού κέρδους (ΜΚ), Εταιρική Διακυβέρνηση, Εταιρικά χαρακτηριστικά.

ABSTRACT

Corporate Governance is a subject that has found much press coverage in the news the last two decades, internationally. Although there isn't an acceptable definition used by everyone, the concept of Corporate Governance covers a wide range of subjects that is related with the administration, as well as the control of the enterprise. Applying Corporate Governance in practice does not demonstrate common traits worldwide. This is because apart from the provisions, laws and regulations that compose the term, the concept of Corporate Governance is also about culture, mentality, ethics and respect to the shareholders that trust the management. Today more institutions recognize the importance of Corporate Governance, not only in corporate level but also in the level of national economies worldwide. In this contributed the recent corporate and the crisis in the financial sector, that surfaced in the most obvious ways the weaknesses of Corporate Governance and they brought the subject in the epicenter of academic and supervisory authorities. Moreover, more researchers expose the importance of Corporate Governance and render it an essential ingredient for the long-term maximization of value and viability of enterprises.

In this paper we will study the impact of corporate governance through various characteristics (CEO size, CEO duality, independence of the board, gender, etc.) in company performance, expressed by gross profit margin (PM), return on equity (ROE), return on assets (ROA) and Tobin's q index. The sample consists of 125 listed companies that make up the main Athens Stock Exchange market. The survey concerns the year 2015 where the economic environment was affected by negative developments in Greece.

Our results showed that the liquidity of the company, the presence of women in the Board of Directors, the female presence in the position of managing director, the type of audit firm and the amount of transactions and remuneration of the members of the Board of Directors had a positive impact on the profitability of the companies in 2015. On the contrast, the percentage of women on the Board of Directors the presence of a woman in the position of president of the company and the size of the company had a negative impact.

Keywords : Return on Equity (ROE), Return on Assets (ROA), Tobin's q Index, Gross Profit Margin (PM), Corporate Governance, Corporate characteristics.

Περιεχόμενα

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	i
ΠΕΡΙΛΗΨΗ	ii
ABSTRACT	iv
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ	ix
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ/ΕΙΚΟΝΩΝ	ix
ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ	x
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	xi
Κεφάλαιο 1^ο	1
Διερεύνηση των πτυχών της Εταιρικής Διακυβέρνησης	1
1.1 Ιστορικά στοιχεία – Σκοπός.....	1
1.2 Ορισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης	2
1.3 Βασικές Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	3
1.4 Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	5
1.5 Βασικές Θεωρίες της Εταιρικής Διακυβέρνησης	8
1.6 Δομή εταιρικής διακυβέρνησης.....	12
1.7 Ελλάδα Νομοθετικό πλαίσιο και Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης	17
Κεφάλαιο 2^ο	21
Διεθνής Βιβλιογραφική ανασκόπηση ερευνών για την Εταιρική Διακυβέρνηση	21
2.1 Αυστραλία	21
2.2 Νιγηρία.....	22
2.3 Καναδάς	23
2.4 Κίνα.....	25
2.5 Καναδάς	26
2.6 Τουρκία	27
2.7 Βιετνάμ.....	28
2.8 Πορτογαλία.....	29

2.9	Ινδία και Νότια Κορέα	30
2.10	Χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης	32
2.11	Ηνωμένο Βασίλειο	32
2.12	Μπαχρέιν	34
2.13	Ιορδανία.....	35
2.14	Γκάνα	36
2.15	Σαουδική Αραβία	37
2.16	Σαουδική Αραβία	38
2.17	Ταϊλάνδη.....	39
2.18	Ηνωμένες Πολιτείες	41
2.19	Γαλλία	42
2.20	Ασία	44
2.21	Μέση Ανατολή και Βόρεια Αφρική	45
2.22	Ιράκ	46
	Κεφάλαιο 3^ο	55
	Βιβλιογραφική ανασκόπηση ερευνών για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα.....	55
1.	Μέγεθος διοικητικού συμβουλίου, δομή ηγεσίας, καθεστώς διευθύνοντος συμβούλου και απόδοση.	55
2.	Ιδιοκτησιακή δομή και διακυμάνσεις στην απόδοση.....	56
3.	Επιπτώσεις της διακυβέρνησης στην αγοραία αξία των εταιρειών και των μη φυσιολογικών αποδόσεων των ιδίων κεφαλαίων.....	58
4.	Διοικητικά συμβούλια, πρόεδρος Δ.Σ. και οργανωτική απόδοση.	59
5.	Η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου, η ηγετική δομή και το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, ως εξωγενείς καθοριστικοί παράγοντες για την απόδοση της εταιρείας.....	61
6.	Αποζημίωση στελεχών και πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης.....	62
7.	Εταιρική διακυβέρνηση και σταθερή απόδοση.	64
8.	Χαρακτηριστικά διοικητικών συμβουλίων και ελεγκτικών επιτροπών και συσχέτιση με την σταθερή απόδοση.	65
9.	Η επίδραση των μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης στον φορολογικό σχεδιασμό των εταιριών κατά τη διάρκεια της χρηματοοικονομικής κρίσης.....	66

Κεφάλαιο 4^ο	68
Μεθοδολογική Προσέγγιση	68
4.1 Υπό εξέταση δείγμα	68
4.2 Μεταβλητές	68
4.3 Εμπειρικό μοντέλο	77
Κεφάλαιο 5^ο	78
Εμπειρική Ανάλυση	78
5.1 Περιγραφικά στατιστικά	78
5.2 Εγκυρότητα του μοντέλου	81
5.3 Εμπειρικά Αποτελέσματα	85
Κεφάλαιο 6^ο	87
Συμπεράσματα	87
Παράρτημα	89
I. Ελληνικές Αναφορές	93
II. Ξενόγλωσσες Αναφορές	93
III. Διαδικτυακοί Τόποι	99

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 2.1	Συγκεντρωτικός Πίνακας Βιβλιογραφικών Αναφορών	48
Πίνακας 4.1	Υπολογισμός -Επεξήγηση μεταβλητών	76
Πίνακας 5.1	Στατιστικά στοιχεία δείγματος.....	78
Πίνακας 5.2	Συχνότητες ψευδομεταβλητών	80
Πίνακας 5.3	Αποτελέσματα αναλύσεων με εξαρτημένη μεταβλητή το Μικτό Κέρδος.....	83
Πίνακας 5.4	Αποτελέσματα παλινδρόμησης με το Μικτό Κέρδος ως εξαρτημένη μεταβλητή ..	86

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ/ΕΙΚΟΝΩΝ

Διάγραμμα 1.1	Δομή Εταιρικής Διακυβέρνησης	12
Διάγραμμα 5.1	Συχνότητες ψευδομεταβλητών.....	81

ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ

ASE	Amman Stock Exchange
CEO	Chief Executive Officer
CI	Comprehensive Income
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, and Amortization
ISE	Istanbul Stock Exchange
NPM	Net Profit Margin
NSE	Nigerian Stock Exchange
NZSX	New Zealand Exchange
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OER	Operating Expense Ratio
OSS	Operational Self-Sufficiency
PM	Profit Margin
PY	Portfolio Yield
RET	Return on Stock
ROA	Return on Assets
ROCE	Return On Capital Employed
ROE	Return on Equity
SH	Share Holders
SSE-(TADAUWL)	Saudi Stock Exchange (Tadawul)
ΑΕ	Ανώνυμη Εταιρία
ΓΣ	Γενική Συνέλευση
ΔΣ	Διοικητικό Συμβούλιο
ΕΣΕΔ	Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης
ΕΧΑΕ	Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.
Η.Π.Α	Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής
ΚΕΔ	Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης
ΜΜΕ	Μεσαίου Μεγέθους Εταιρείες
ΝΙ	Net Income
ΟΟΣΑ	Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης
ΣΕΒ	Σύνδεσμος Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών
ΧΑΑ	Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών
ΕΚΕΔ	Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το κίνητρο της Επιλογής του Θέματος της Εργασίας

Η Εταιρική Διακυβέρνηση τις τελευταίες δεκαετίες αποτέλεσε διεθνώς κεντρικό ζήτημα της ακαδημαϊκής και νομοθετικής ενασχόλησης. Στη σημερινή εποχή, ο ιδιαίτερα αυξημένος ανταγωνισμός που εντείνεται από την παγκοσμιοποίηση, η πολυπλοκότητα των προϊόντων και των χρηματοοικονομικών εργαλείων που χρησιμοποιούν οι εταιρείες για την προσέγγιση των καταναλωτών και τη βελτιστοποίηση της χρηματοοικονομικής απόδοσης τους, αντίστοιχα, και τέλος το μέγεθος των εταιρειών διαμορφώνουν ένα πλαίσιο ακόμη πιο σύνθετο απ' ό,τι στο παρελθόν. Στον πυρήνα της μελέτης της Εταιρικής Διακυβέρνησης, βρίσκονται θέματα όπως ο περιορισμός των συγκρούσεων μέσα στην εταιρεία, ο προσδιορισμός του ιδιοκτήτη της επιχείρησης, τα χαρακτηριστικά που θα πρέπει να έχει η επιχείρηση για να μεγιστοποιηθεί η αξία της, καθώς και τα δικαιώματα των άλλων ενδιαφερομένων μερών εκτός των μετόχων που ζητούν συμμετοχή στη διοίκηση ή απαιτούν τη δημιουργία στρατηγικής που να λαμβάνει υπόψη και τις δικές τους επιδιώξεις και συμφέροντα.

Στόχος Εργασίας

Στόχος της παρούσας εργασίας είναι η διερεύνηση της σχέσης της Εταιρικής Διακυβέρνησης με την κερδοφορία των επιχειρήσεων στην Ελλάδα ελλείψει μεγάλου αριθμού ερευνών στη χώρα μας. Από έρευνες που έχουν γίνει κατά καιρούς έχει σχηματιστεί η άποψη ότι υπάρχει συσχέτιση και μάλιστα θετική εξαιτίας του γεγονότος ότι δημιουργούνται αξιόπιστα συστήματα αξιολόγησης της αποτελεσματικότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Αυτό βοηθά στο να κατακτήσουν οι επιχειρήσεις μια καλή ανταγωνιστική θέση στην παγκόσμια οικονομία και στο να είναι εφικτή και μία σύγκριση μεταξύ τους. Εταιρείες οι οποίες εφαρμόζουν αρχές «καλής» Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτελούν πόλο έλξης μακροπρόθεσμων κεφαλαίων και κερδίζουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Η ανάλυση γίνεται για το έτος 2015 και περιλαμβάνει ένα δείγμα από 125 μη χρηματοοικονομικές εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Διάρθρωση Εργασίας

Η εργασία αυτή, αποτελείται από έξι κεφάλαια. Αναλυτικότερα:

Στο πρώτο κεφάλαιο διερευνάται η εταιρική διακυβέρνηση, παραθέτοντας ιστορικά

στοιχεία , τους ορισμούς, τις βασικές αρχές, τα συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης, τις βασικές θεωρίες και την δομή της εταιρικής διακυβέρνησης.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, παρατίθεται η βιβλιογραφική επισκόπηση ερευνών που αφορούν διάφορες χώρες του κόσμου και μελετούν τον αντίκτυπο των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης στην απόδοση των εταιριών μέσω των οικονομετρικών δεικτών. Οι έρευνες ταξινομούνται όσον αφορά την παρουσίαση τους τόσο ανά χώρα όσο και χρονολογικά.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζεται μια βιβλιογραφική επισκόπηση ερευνών που αφορούν την Ελλάδα και μελετούν τον αντίκτυπο των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης στην απόδοση των εταιριών μέσω των οικονομετρικών δεικτών. Οι έρευνες ταξινομούνται όσον αφορά την παρουσίαση τους τόσο ανά αντικείμενο έρευνας όσο και χρονολογικά.

Στο τέταρτο κεφάλαιο αναπτύσσεται η μεθοδολογική μας προσέγγιση. Στην ενότητα αυτή παρατίθενται πληροφορίες για το δείγμα, τις μεταβλητές της έρευνας και το οικονομετρικό μοντέλο.

Στο πέμπτο κεφάλαιο παρατίθενται τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης και ο σχολιασμός των αποτελεσμάτων της ανάλυσης παλινδρόμησης.

Στο έκτο και τελευταίο κεφάλαιο, συνοψίζονται τα σημαντικότερα συμπεράσματα ως προς την επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στην αποδοτικότητα των εταιριών και γίνονται προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.

Κεφάλαιο 1^ο

Διερεύνηση των πτυχών της Εταιρικής Διακυβέρνησης

1.1 Ιστορικά στοιχεία – Σκοπός

Η εταιρική διακυβέρνηση ως έννοια και πρακτική εμφανίστηκε στις αγγλοσαξονικές χώρες και πιο συγκεκριμένα στις Η.Π.Α. στις αρχές του 20 αιώνα. Ως όρος συνδέθηκε με την οργάνωση και τον έλεγχο διαδικασιών μέσα σε μια επιχείρηση με σκοπό την αποτελεσματικότερη λειτουργία της και την αύξηση του πλούτου της. Αργότερα με την ίδρυση ανωνύμων εταιρειών και εταιριών περιορισμένης ευθύνης η εφαρμογή της κρίθηκε απαραίτητη και της αποδόθηκε ενεργότερος ρόλος (Λαζαρίδης Θ.- Δρυμπέτας Ε., 2011).

Στην συνέχεια οι Berle and Means (1932) μελέτησαν σε βάθος το ζήτημα της διακυβέρνησης των εταιριών και ήταν οι πρώτοι που διαπίστωσαν και εισήγαγαν τον σαφή διαχωρισμό μεταξύ ελέγχου και ιδιοκτησίας σε μια επιχείρηση. Έτσι προσέδωσαν διαφορετικό ρόλο στους ιδιοκτήτες-μετόχους και διαφορετικά καθήκοντα στους ελεγκτικούς φορείς της επιχείρησης. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο διαχωρισμός αυτός αποτέλεσε την βάση για την ανάπτυξη της θεωρία της εταιρικής διακυβέρνησης (Λαζαρίδης Θ.- Δρυμπέτας Ε., 2011).

Με την παραπάνω διάκριση οι ιδιοκτήτες-μέτοχοι έχασαν σε μεγάλο βαθμό τα προνόμια της διαχείρισης και του ελέγχου που προηγουμένως κατείχαν, προνόμια που μεταβιβάστηκαν ως αρμοδιότητες στους ελεγκτικούς φορείς της επιχείρησης. Από την άλλη η συνεχής ανάπτυξη των επιχειρήσεων επέφερε περαιτέρω αποδυνάμωση των ιδιοκτητών καθώς το κεφάλαιο επιμερίστηκε σε περισσότερους μετόχους. Αυτή η μεταβίβαση εξουσίας σε στελέχη που δεν είναι ιδιοκτήτες και ο περιορισμός της δύναμης των ιδιοκτητών έφερε στην επιφάνεια προβλήματα που σχετίζονται με τον τρόπο διοίκησης της επιχείρησης και του αποτελεσματικού ελέγχου των διοικούντων. (Λαζαρίδης Θ.- Δρυμπέτας Ε., 2011).

Σκοπός της εταιρικής διακυβέρνησης μέσα στο επιχειρησιακό γίνεσθαι, είναι να επιλύσει το μακροχρόνιο πρόβλημα μεταξύ εντολέα – εντολοδόχου που προκύπτει από την σύγκρουση των συμφερόντων τους (Σπανός, 2005) καθώς επίσης να διανεμίει και να ελέγξει εάν η εξουσία ασκείται με τον ενδεδειγμένο τρόπο θέτοντας ταυτόχρονα τα απαιτούμενα

όρια στις σχέσεις αλλά και συμφέροντα των εμπλεκόμενων μερών ώστε να διασφαλίζεται η εύρυθμη λειτουργία της επιχείρησης για την πραγμάτωση των σκοπών της (Λαζαρίδης Θ.- Δρυμπέτας Ε. ,2011).

1.2 Ορισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης

Λόγω του ότι ο όρος της εταιρικής διακυβέρνησης είναι σε αρκετές περιπτώσεις πολυδιάστατος αλλά και του γεγονότος ότι το ζήτημα είναι ιδιαίτερα περίπλοκο καθώς επηρεάζεται από το νομικό, θεσμικό και ηθικό περιβάλλον της κάθε χώρας, προσαρμόζεται κάθε φορά στις εκάστοτε ιδιαιτερότητες. Ο παραπάνω ισχυρισμός αποδεικνύεται άλλωστε από την κατάρτιση πλειάδας ορισμών από θεωρητικούς αλλά και εμπειρικούς ερευνητές για το τι περιλαμβάνει ο όρος εν τέλει.

Ο πρώτος ορισμός λοιπόν την εταιρικής διακυβέρνηση δόθηκε από τον Friedman το 1970 και σύμφωνα με τον οποίο για να υφίσταται εταιρική διακυβέρνηση σε μια επιχείρηση θα πρέπει οι διοικούντες να δρουν σύμφωνα με τις επιθυμίες και τους στόχους των ιδιοκτητών και πάντοτε υπό νομική και ηθική κάλυψη.

Σύμφωνα με ακαδημαϊκούς ερευνητές οι οποίοι προσεγγίζουν τον όρο με μια χρηματοοικονομική οπτική και υπό ένα πιο στενό πλαίσιο, η εταιρική διακυβέρνηση ορίζεται ως οι μηχανισμοί εκείνοι , που διασφαλίζουν όλους όσους έχουν συνεισφέρει κεφάλαιο σε μια επιχείρηση και επιπροσθέτως βοηθούν στην πραγματοποίηση των προσδοκώμενων αποδόσεων (Shleifer and Vishny , 1997).

Άλλοι μελετητές αποδίδουν τον ορισμό της με μια πιο ευρεία περιγραφή ή προσεγγίζουν το ζήτημα από την σκοπιά των ενδιαφερόμενων μερών. Υπό αυτό το πρίσμα, η εταιρική διακυβέρνηση προσδιορίζεται ως ένα σύνολο επίσημων και ανεπίσημων δομών, διαδικασιών και ευθυνών που αφορούν όσους έχουν εποπτικό ρόλο στην επιχείρηση. Η εταιρική διακυβέρνηση λαμβάνει το ρόλο της διασφάλισης των δικαιωμάτων και των συμφερόντων των ενδιαφερόμενων μερών έναντι των στελεχών, ενώ επιπρόσθετα προασπίζει την υπεύθυνη δράση σε σχέση με την παραγωγή και διανομή του πλούτου που προέρχεται από το κεφάλαιο που έχει επενδυθεί στην επιχείρηση (Aguilera, Desender, Bednar & Lee, 2015). Κατά τους Gillian and Stark (1998) η εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα σύμπλεγμα νόμων, κανόνων και παραγόντων με απώτερο σκοπό τον έλεγχο των ενεργειών μιας εταιρίας.

Από κοινωνιολογικής απόψεως τονίζεται ο διανεμητικός ρόλος της εταιρικής διακυβέρνησης καθώς θεωρείται ως ο μηχανισμός που διανέμει την εξουσία και τον έλεγχο των πόρων μεταξύ των συμμετεχόντων στην εταιρία (Aguilera, Desender, Bednar & Lee, 2015).

Ενδεικτικό της βαρύτητας του ζητήματος της διακυβέρνησης των εταιριών είναι η ενασχόληση του Διεθνούς Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) με το εν λόγω ζήτημα, ο οποίος συνέταξε πλαίσιο με τις βασικές αρχές που θα πρέπει να τη διέπουν. Σύμφωνα με τον ορισμό που δόθηκε από τον ΟΟΣΑ εταιρική διακυβέρνηση θεωρείται το σύνολο σχέσεων της διοίκησης, του διοικητικού συμβουλίου, των μετόχων και των λοιπών ενδιαφερόμενων μερών. Επιπρόσθετα, πέραν του γενικού πλαισίου παρέχει τη δομή για τον προσδιορισμό των στόχων της εταιρείας, για τα μέσα επίτευξης αυτών αλλά και τις κατευθυντήριες γραμμές για τον έλεγχο της διοίκησης και για την εποπτεία υλοποίησης τους (ΟΟΣΑ, 2004).

Λαμβάνοντας υπόψη όλους τους παραπάνω ορισμούς γίνεται αντιληπτό ότι ο συνδυασμός τους θα μπορούσε να αρθρώσει έναν γενικότερο ορισμό που θα περιέχει όλα τα απαραίτητα δεδομένα. Έτσι εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα πλαίσιο διαδικασιών, κανόνων και τεχνικών με βάση τις οποίες διοικείται μια επιχείρηση, με στόχο τις υψηλές επιδόσεις της αλλά και την εναρμόνιση και διαφύλαξη των συμφερόντων όλων όσων συμμετέχουν σε αυτή υπό την κάλυψη νομικού πλαισίου. Συνεπώς πέρα από τον οργανωτικό της ρόλο, λαμβάνει και ρόλο ρυθμιστή των σχέσεων των εμπλεκόμενων μερών προσανατολισμένη στην ορθή διαχείριση των διαθέσιμων πόρων μιας επιχείρησης, υπό πρίσμα διαφάνειας και νομιμότητας (Παλαιολόγος, 2013). Επιπροσθέτως, περιλαμβάνει και ορισμένες άτυπες συμφωνίες που συνάπτονται μεταξύ της εταιρίας και των συμμετεχόντων μερών που έχουν ως στόχο να κατευνάσουν τις διαμάχες που προκύπτουν από τις συγκρούσεις συμφερόντων μέσα στην ίδια την επιχείρηση καθορίζοντας αυστηρά και με διαφανή τρόπο τους ρόλους όσων συμμετέχουν σε αυτή.

1.3 Βασικές Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης

Ο ΟΟΣΑ επιχειρεί να προσδώσει στην εταιρική διακυβέρνηση το ρόλο που της αρμόζει ως τη βάση για την προώθηση "καλών πρακτικών" που στοχεύουν στην ορθή λειτουργία των επιχειρήσεων με τελικό στόχο τη μεγέθυνση και την ανάπτυξή τους. Έτσι, το 1999 εξέδωσε

τον Κώδικα για την Εταιρική Διακυβέρνηση στον οποίο αναφέρονται ρητά οι γενικές αρχές της που θα πρέπει να γίνουν σεβαστές και να ακολουθηθούν από κάθε χώρα ώστε να καθίσταται πιο εύκολη η εφαρμογή της. Το 2004, ακολουθώντας τις διεθνείς εξελίξεις εξέδωσε καινούργιο κώδικα, αναθεωρημένο και προσαρμοσμένο στα νέα δεδομένα.

Έννοιες όπως πειθαρχία, διαφάνεια, η ανεξαρτησία, η λογοδοσία, η ευθύνη, η αμεροληψία και η κοινωνική συνειδητοποίηση (Klapper & Love, 2004) είναι συνυφασμένες με την εταιρική διακυβέρνηση και αποτελούν το υπόβαθρο για να υφίσταται.

Η επιλογή του ΟΟΣΑ να αναφέρει τις γενικές αρχές που θα πρέπει να ισχύουν και όχι συγκεκριμένους διοικητικούς και νομικούς κανόνες που αφορούν την οργάνωση και τη διοίκηση σε μια εταιρία καθιστά σαφές ότι αντιλαμβάνεται την εταιρία σαν μια οντότητα που επηρεάζεται αφενός μεν από τα οικονομικά στοιχεία, αφετέρου δε από τις πολιτικές και ηθικές ιδιαιτερότητες της κάθε χώρας (Λαζαρίδης Θ.- Δρυμπέτας Ε. ,2011).

Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τον OECD 2004 οι βασικές αρχές διακυβέρνησης είναι οι εξής (Παλαιολόγος, 2013):

- 1) Θα πρέπει να υφίσταται ίση μεταχείριση των μετόχων και ιδιαίτερος των μετόχων μειοψηφίας. Αμφότεροι θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να καταφύγουν στα αρμόδια όργανα σε περιπτώσεις καταπάτησης των συμφερόντων τους.
- 2) Το Διοικητικό συμβούλιο αναλαμβάνει σημαντικότερο ρόλο καθώς πέρα από την ευθύνη για την χάραξη στρατηγικής στην εταιρείας και τον έλεγχο της διοίκησης, πλέον αναλαμβάνει την υποχρέωση να λογοδοτεί στην επιχείρηση και τους μετόχους της.
- 3) Η προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων θεωρείται επιβεβλημένη και ο καθορισμός των λειτουργιών και των υποχρεώσεων την διοίκησης απαραίτητες για την ομαλή λειτουργία της επιχείρησης.
- 4) Θα πρέπει να αναγνωρίζονται τα δικαιώματα των λοιπών συμμετεχόντων και να καλλιεργείται το αίσθημα συνεργασίας μεταξύ τους . Επιπροσθέτως θα πρέπει να υπάρχει και σύστημα για την προστασία τους.
- 5) Θέματα ιδιαίτερης σημασίας για την εταιρία όπως, αλλαγές στη στρατηγική της, πληροφορίες που αφορούν στη διοίκησή της , θέματα σχετικά με οικονομικά δεδομένα και γενικότερα οποιαδήποτε πληροφορία επηρεάζει την οικονομική θέση της εταιρίας θα πρέπει να γνωστοποιείται άμεσα και με ακρίβεια προκειμένου να είναι προσβάσιμη στους

ενδιαφερόμενους.

Η υιοθέτηση λοιπόν αυτών των αρχών, αποτελεί την βάση για την οικοδόμηση εμπιστοσύνης στους επενδυτές και οδηγεί τις επιχειρήσεις στην επίτευξη ανάπτυξης, υψηλών αποδόσεων και μακροβιότητας. Οι αρχές αναγνωρίζουν τα συμφέροντα όλων των συμμετεχόντων καθώς επίσης και την βαρύτητα του ρόλου που διαδραματίζουν στη μακροπρόθεσμη επιτυχία και απόδοση της επιχείρησης.

1.4 Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης συνδέονται στενά και επηρεάζονται τόσο από το κοινωνικοπολιτικό επίπεδο της χώρας που εδρεύει μια εταιρία όσο και από το επίπεδο της ίδιας της εταιρίας. Έτσι, λόγω των πολλών ιδιαιτεροτήτων του φαινομένου της εταιρικής διακυβέρνησης η επιλογή του συστήματος που θα εφαρμοστεί πρέπει να είναι προσαρμοσμένη στα χαρακτηριστικά της κάθε χώρας και της κάθε εταιρίας (Λαζαρίδης Θ.-Δρυμπέτας Ε. ,2011).

Σύμφωνα με τους Weimer και Pape (1999) υφίσταται τέσσερα πρότυπα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης: το Αγγλοσαξονικό, το Γερμανικό, το Λατινικό και το Ιαπωνικό. Το Γερμανικό και το Λατινικό σύστημα χαρακτηρίζονται από πολλές ομοιότητες και για τον λόγο αυτό συγχωνεύονται σε ένα, το οποίο πλέον αναφέρεται ως Ευρωπαϊκό- Ηπειρωτικό σύστημα (Παλαιολόγος 2013).

Τα παραπάνω τρία μοντέλα χαρακτηρίζονται από πολυάριθμες διαφορές τόσο στο νομικό και οικονομικό τους επίπεδο όσο και στο οργανωσιακό τους πλαίσιο.

1.4.1 Αγγλοσαξονικό σύστημα

Σε αυτό το σύστημα οι επιχειρήσεις είναι προσανατολισμένες στην αγορά. Ο μέτοχοι κατέχουν μικρά πακέτα μετοχών των εταιριών και έτσι αποδυναμώνονται οι μεγαλομέτοχοι. Ο ρόλος και η επιρροή των μετόχων είναι ουσιαστικά καθώς συμμετέχουν στις εκλογές του Διοικητικού Συμβουλίου και έχουν την δυνατότητα να λαμβάνουν μέρος στην λήψη και ψήφιση εταιρικών αποφάσεων. Ο νόμος προστατεύει τους μετόχους , υπάρχουν ίσες ευκαιρίες πρόσβασης στην πληροφορία καθώς η προστασία των μικρομετόχων είναι υψίστης σημασίας. Εδώ ισχύει το μια μετοχή μια ψήφος (Weimer και Pape,1999). Οι

εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αποτελούν συχνό φαινόμενο σε αυτό το σύστημα καθώς οι αναπτυσσόμενες κεφαλαιαγορές συμβάλουν στη δημιουργία προϋποθέσεων για πραγματοποίηση εξαγοράς σημαντικών μετοχικών μεριδίων.

Το Δ.Σ. έχει ηγετικό ρόλο καθώς συντονίζει όλες τις εκτελεστικές και εποπτικές διαδικασίες ενώ ο ρόλος του, υποστηρίζεται από τον διορισμό εξωτερικών συμβούλων και ανεξάρτητων μελών. Γενικότερα στις αγγλοσαξονικές χώρες παρατηρείται χαμηλότερη συγκέντρωση ιδιοκτησίας σε σχέση με τα υπόλοιπα συστήματα (Λαζαρίδης Θ.- Δρυμπέτας Ε., 2011).

1.4.2 Ευρωπαϊκό - Ηπειρωτικό σύστημα

Στο ηπειρωτικό σύστημα υπάρχει σαφής διαχωρισμός μεταξύ διοίκησης και εποπτείας της διαχείρισης. Από νομικής απόψεως το καθήκον της εποπτικής αρχής είναι να εποπτεύει τις δραστηριότητες του διοικητικού συμβουλίου. Από πρακτικής απόψεως λειτουργεί συμβουλευτικά σχετικά με την λήψη σημαντικών εταιρικών αποφάσεων. Εδώ το Δ.Σ. διορίζεται και παύεται από το εποπτικό συμβούλιο (Moerland, 1995).

Σε αυτό το σύστημα μεγαλύτερο ρόλο έχουν οι μεγαλομέτοχοι οι οποίοι συνήθως είναι και οι ιδρυτές των εταιριών, οι οποίοι καταφέρνουν να διατηρήσουν τα δικαιώματα ψήφου μέσα από την δημιουργία θυγατρικών. Βασικός στόχος τους λοιπόν είναι η διατήρηση του ελέγχου και της εξουσίας. Λόγω της συγκεντρωμένης ιδιοκτησίας, ο κύριος μέτοχος ασκεί την μεγαλύτερη επιρροή στις διοικητικές αποφάσεις. Έχει την δυνατότητα να διορίζει στελέχη της αρεσκείας του στην εποπτική αρχή της εταιρίας ώστε να ασκεί πίεση στο Δ.Σ. και να εξυπηρετεί έτσι τα δικά του συμφέροντα (Λαζαρίδης Θ.- Δρυμπέτας Ε., 2011).

Σε πολλές περιπτώσεις, χρηματοδότες τράπεζες, κατέχουν μετοχές της εταιρείας αλλά και θέση στο εποπτικό συμβούλιο. Επιτρέπεται σε εκπρόσωπο τους να αναλάβει ακόμη και τη θέση του προέδρου. Εν ολίγοις εδώ οι τράπεζες δεν υπόκεινται σε περιορισμούς σε αντίθεση με την Αμερική και το αγγλοσαξονικό σύστημα στο οποίο δεν επιτρέπεται σε εμπορικές τράπεζες να λαμβάνουν μετοχές μη χρηματοπιστωτικών οργανισμών (Moerland, 1995).

1.4.3 Ιαπωνικό σύστημα

Στο ιαπωνικό σύστημα εντοπίζονται πολλές διαφορές σε σχέση με τα δυο προηγούμενα συστήματα. Το ιαπωνικό πρότυπο εταιρίας παρουσιάζεται ως συνασπισμός του σώματος των εργαζομένων και των μετόχων, όπου μεσολαβεί η διοίκηση για να υπάρχει ισορροπία συμφερόντων των δυο μερών. Η έννοια της απασχόλησης έχει μεγάλη σημασία στην

ιαπωνική οικονομία. Οι εργαζόμενοι έχουν λόγο σε ένα μεγάλο εύρος εταιρικών αποφάσεων όπως για παράδειγμα ο καθορισμός των μισθών. Τα ενδιαφερόμενα μέρη έχουν προτίμηση σε μακροχρόνιες και σταθερές σχέσεις με την εταιρεία που επενδύουν λόγω των Keiretsu. Επιπροσθέτως, ο μακροχρόνιος αυτός προσανατολισμός ενισχύεται και από το αίσθημα οικογενειοκρατίας που επικρατεί, σε σημαντικό ποσοστό, εντός του συγκεκριμένου συστήματος (Weimer & Pape, 1999).

Τα Keiretsu αποτελούν μορφή κοινοπραξίας εταιριών όπου το χαρακτηριστικό των ιδιοκτησιακών σχέσεων όλων των εταιριών που συμμετέχουν σε αυτό, είναι η διασύνδεσή τους μέσω της αμοιβαίας ανταλλαγής μετοχών. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα τη στενή επιχειρηματική τους σχέση, συχνά σαν προμηθευτές η μία της άλλης. Η τράπεζα του Keiretsu κατέχει ένα μικρό ποσοστό από καθεμιά εταιρεία-μέλος και όλες οι εταιρείες-μέλη κατέχουν ένα ποσοστό των μετοχών της τράπεζας (<https://www.kathimerini.gr>, Γάλλης 2016).

1.4.4 Insider και Outsider Συστήματα

Οι Franks & Mayer κατηγοριοποίησαν τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης με έναν διαφορετικό τρόπο. Τα διαχώρισαν σε εξωτερικά (outsider) και εσωτερικά (insider) ανάλογα με την επίδρασή τους. Στα outsider κατέταξαν τη Μεγάλη Βρετανία και την Αμερική δηλαδή το αγγλοσαξονικό σύστημα και στα insider την Γερμανία δηλαδή το Ηπειρωτικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης (Λαζαρίδης Θ.- Δρυμπέτας Ε., 2011).

Στα insider συστήματα η εταιρική ιδιοκτησία χαρακτηρίζεται με εντυπωσιακά υψηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας κατά κύριο λόγο στα χέρια των οικογενειών ή άλλων εταιριών. Το ποσοστό κατοχής των μετοχών συχνά εξασφαλίζεται μέσα από περίπλοκα δίκτυα μέσω τρίτων εταιριών και συχνά λαμβάνει πυραμιδοειδή μορφή. Αυτό το μοτίβο ιδιοκτησίας σύμφωνα με τους Shleifer and Vishny είναι ικανό να ξεπεράσει προβλήματα εσωτερικού ελέγχου λόγω της συγκεντρωμένης ιδιοκτησίας (Λαζαρίδης Θ.- Δρυμπέτας Ε., 2011).

Στον αντίποδα τα outsider συστήματα χαρακτηρίζονται από διασπαρμένη ιδιοκτησία. Σε αυτά τα συστήματα ο ρόλος των κεφαλαιαγορών είναι μεγάλος. Οι πράξεις εξαγοράς είναι πολύ αναπτυγμένες, γεγονός που αναγκάζει τα στελέχη που ακούν τη διοίκηση της εταιρίας να δρουν με γνώμονα το συμφέρον των μετόχων (Λαζαρίδης Θ.- Δρυμπέτας Ε., 2011).

1.5 Βασικές Θεωρίες της Εταιρικής Διακυβέρνησης

1.5.1 Θεωρία αντιπροσώπευσης

Η έννοια της θεωρίας αυτής πρωτοαναφέρθηκε από τον Adam Smith (1776). Στην συνέχεια νεότεροι ερευνητές όπως οι Berle and Means (1932) εισήγαγαν τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας από τον έλεγχο της εταιρίας.

Το πρόβλημα που καλείται να επιλύσει η θεωρία της αντιπροσώπευσης είναι δυσδιάστατο. Έτσι, κύριο ζητούμενο αυτής της θεωρίας είναι η ευθυγράμμιση των συμφερόντων πρώτον μεταξύ ιδιοκτητών και εκπροσώπων και δεύτερον μεταξύ μεγαλομετόχων και μετόχων μειοψηφίας (Λαζαρίδης Θ.- Δρυμπέτας Ε. ,2011).

Οι μέτοχοι λόγω της έλλειψης εξειδικευμένων γνώσεων ή της ανάγκης για διασπορά του κινδύνου, όταν συμμετέχουν σε πολλές εταιρίες, σε συνδυασμό με την έλλειψη χρόνου για τον έλεγχο της διοίκησης τους, αναγκάζονται να αναθέσουν την διοίκηση της εταιρίας σε επαγγελματικά στελέχη. Οι μέτοχοι ονομάζονται εντολείς και οι εκπρόσωποί τους εντολοδόχοι. Έτσι μεταξύ του μετόχου και της εταιρίας παρεμβάλλεται τρίτο πρόσωπο που στόχο έχει τη μεγιστοποίηση των κερδών για το μέτοχο. Το πρόβλημα όμως που ανακύπτει από αυτή την ανάθεση είναι ότι οι εντολοδόχοι σε πολλές περιπτώσεις καταχρώνται τη δεσπόζουσα θέση που κατέχουν προς ίδιον όφελος, προσπαθώντας να μεγιστοποιήσουν τα προσωπικά τους οφέλη αγνοώντας το λόγο για τον οποίο έχουν προσληφθεί. Τίθεται λοιπόν θέμα αξιολόγησης και εποπτείας σχετικά με την αποδοτικότητα, την συνέπεια και την αποτελεσματικότητα της διοίκησης τους (Λαζαρίδης - Δρυμπέτας ,2011).

Λόγω της βαρύτητας του ζητήματος και του βασικού ρόλου που διαδραματίζει στην εταιρική διακυβέρνηση έχουν πραγματοποιηθεί διαφορές νομοθετικές ρυθμίσεις όπως ο νόμος Sarbanes – Oxley (2002) με στόχο την επίλυση του. Αυτές οι νομοθετικές παρεμβάσεις θεωρήθηκαν σημαντικά βήματα προόδου σε σχέση με τον γενικότερο έλεγχο σε μια εταιρία καθώς οδήγησαν στην εφαρμογή μιας σειράς μηχανισμών και διαδικασιών με σκοπό την προστασία των μετόχων από την ασύμμετρη πληροφόρηση καθώς και την καλύτερη εποπτεία των αντιπροσώπων (Λαζαρίδης Θ.- Δρυμπέτας Ε. ,2011). Το δεύτερο πρόβλημα που καλείται να επιλύσει η θεωρία αντιπροσώπευσης αφορά περιπτώσεις όπου τα συμφέροντα των μεγαλομετόχων δεν συγκλίνουν με αυτά των μικρομετόχων. Οι μεγαλομέτοχοι λοιπόν που κατέχουν μεγάλο ποσοστό μετοχών έχουν και μεγαλύτερο κίνητρο να θέλουν να αναλάβουν οι ίδιοι την διοίκηση της εταιρίας που επενδύουν

παραγκωνίζοντας έτσι τους αντιπροσώπους και υποβαθμίζοντας το ρόλο τους. Τότε οι μέτοχοι μειοψηφίας υπεισέρχονται σε δυσμενή θέση καθώς δεν έχουν τα ίδια κίνητρα με τους μεγαλομετόχους αλλά κυρίως στερούνται ίσων ευκαιριών για την προάσπιση των συμφερόντων τους. Αυτό περιορίζει σε μεγάλο βαθμό την διαπραγματευτική τους δύναμη με επακόλουθη συνέπεια να μην μπορούν να ασκήσουν την απαιτούμενη πίεση στους αντιπροσώπους τους ώστε να ενεργήσουν προς το συμφέρον τους (Shleifer and Vishny , 1997).

Ο τακτικός έλεγχος σε μια εταιρία κρίνεται απαραίτητος. Η έλλειψη ελέγχου μπορεί να συνεπάγεται λανθασμένη χρήση των στοιχείων του ενεργητικού ή απάτη που οδηγεί σε μειωμένη αποδοτικότητα κεφαλαίων (Grant, 2003).

Το Δ.Σ. ως θεσμοθετημένο όργανο θα μπορούσε να αναλάβει σημαντικό ρόλο στη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης καθώς ασκώντας τον προβλεπόμενο έλεγχο στη λειτουργία μιας εταιρίας λαμβάνει κυρίαρχο ρόλο στη διαμόρφωση στρατηγικής αλλά και στη λήψη εταιρικών αποφάσεων. Ένας δεύτερος μηχανισμός που θα μπορούσε να είναι η παροχή κινήτρων. Συγκεκριμένα, σύνδεση της αμοιβής των στελεχών με την απόδοση της εταιρίας.

1.5.2 Θεωρία Ενδιαφερόμενων Μερών

Σύμφωνα με τη νέα αυτή θεωρία η αποδοτικότητα μιας εταιρίας και γενικότερα η επιτυχημένη πορεία μιας επιχείρησης δεν κρίνεται μόνο από τους μετόχους. Μεγάλο ρόλο σε αυτή την επιτυχή πορεία έχουν και οι λοιπές ομάδες ή αλλιώς τα ενδιαφερόμενα μέρη που συμμετέχουν σε μια εταιρεία. Αναδεικνύει λοιπόν το σημαντικό ρόλο που διαδραματίζουν τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εσωτερικό περιβάλλον μιας επιχείρησης και αναγνωρίζει ότι υπάρχει σημαντική αλληλεπίδραση μεταξύ αυτών. Η διαφορά της θεωρίας των ενδιαφερόμενων μερών από την θεωρία αντιπροσώπευσης εντοπίζεται στο γεγονός ότι η πρώτη εστιάζει στην αποτελεσματικότητα της διαχείρισης που προέρχεται από τις μακροχρόνιες σχέσεις που αναπτύσσουν τα ενδιαφερόμενα μέρη μεταξύ τους, ενώ η δεύτερη ενδιαφέρεται να αντιμετωπίσει το θέμα της αποτελεσματικότητας της διαχείρισης σε βραχυχρόνια βάση (Λαζαρίδης - Δρυμπέτας ,2011).

Στον αντίποδα ανάπτυξης της συγκεκριμένης θεωρίας τοποθετούνται πολλοί ακαδημαϊκοί (όπως ο Friedman) που εντοπίζουν πολλά μειονεκτήματα. Συγκεκριμένα ο μεγάλος αριθμός των ενδιαφερόμενων μερών θεωρείται ότι στέκεται εμπόδιο στην ανάπτυξη και εφαρμογή

των στρατηγικών της εταιρίας καθώς λόγω του ότι είναι πολυάριθμοι είναι σχεδόν ανέφικτος ο συγκερασμός των συμφερόντων τους . Έτσι θεωρείται βέβαιο ότι δεν μπορεί να υπάρξει συνεννόηση μεταξύ τους. Στο ίδιο μήκος κύματος και οι ερευνητές Donaldson & Preston (1995) που υποστηρίζουν πως «δεν υπάρχουν συγκλονιστικές αποδείξεις ότι η υιοθέτηση της θεωρίας των ενδιαφερόμενων μερών αριστοποιεί οικονομικές επιδόσεις της επιχείρησης».

Παρόλο που δεν έχει τύχει καθολικής εφαρμογής λόγω των μειονεκτημάτων που παρουσιάζει υπάρχουν Ευρωπαϊκές χώρες όπως η Γερμανία και οι Σκανδιναβικές χώρες που εφαρμόζουν ψήγματα της συγκεκριμένης θεωρίας με απόλυτα ικανοποιητικά αποτελέσματα. Συγκεκριμένα οι εργαζόμενοι ως ενδιαφερόμενα μέρη συμμετέχουν στο Δ.Σ. των εταιριών βοηθώντας ιδιαίτερα στη διαμόρφωση ενός υγιούς περιβάλλοντος μέσα στην ίδια την επιχείρηση μειώνοντας τις τυχόν συγκρούσεις και εδραιώνοντας την απαρχή για περαιτέρω προοπτική και απόδοση της εταιρείας (Λαζαρίδης Θ.- Δρυμπέτας Ε. ,2011).

Χαρακτηριστικό της αντίληψης ότι η θεωρία οδηγεί σε χαώδεις καταστάσεις είναι ότι και ο ΟΟΣΑ προσπάθησε να τα ομαδοποιήσει σε δυο κατηγορίες προκειμένου να τα μειώσει. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει αυτούς στους οποίους αναγνωρίζονται πλήρως τα δικαιώματα τους τα οποία προστατεύονται και από το νομικό πλαίσιο. Η ομάδα αυτή θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη στο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης. Στην δεύτερη ομάδα αναγνωρίζεται μόνο το δικαίωμα επικοινωνίας με την διοίκηση για θέματα νομικής και ηθικής φύσεως. Ο ρόλος δεν θεωρείται σημαντικός και για το λόγο αυτό δεν έχει κάποιο σημαντικό ρόλο στην εταιρική διακυβέρνηση (Λαζαρίδης Θ.- Δρυμπέτας Ε. ,2011).

1.5.3 Θεωρία της Επιτροπείας

Οι δυο θεωρίες που αναπτύχθηκαν παραπάνω έχουν ως βασικό τους μέλημα το προσωπικό συμφέρον κάποιου ή μιας ομάδας που σχετίζεται με την εταιρεία. Η θεωρία της επιτροπείας αντιτάσσεται στην θεωρία της αντιπροσώπευσης εφόσον αναγνωρίζει πως υπάρχουν ποίκιλα κίνητρα για τις ενέργειες των στελεχών αλλά όχι οικονομικά. Δηλαδή αναιρεί τον ισχυρισμό ότι υφίσταται σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ ιδιοκτητών και επαγγελματικών στελεχών και θεωρεί ότι μια επιχείρηση για να έχει επιτυχή πορεία θα πρέπει να δομήσει μια τέτοια οργάνωση που θα της επιτρέψει τον άριστο συντονισμό των επί μέρους μερών ώστε αυτός να καθίσταται αποτελεσματικότερος και αποδοτικότερος Dulewicz & Herbert

(2004).

Θεωρεί δηλαδή ότι τα στελέχη δεν λειτουργούν με γνώμονα τα οικονομικά τους οφέλη αλλά κυρίως νοιάζονται να διατηρήσουν την καλή φήμη ώστε να εδραιωθούν στο χώρο τους. Έχοντας λοιπόν ως κύριο στόχο την προσωπική τους επιτυχία καταφέρνουν να γίνουν περισσότερο αποδοτικοί και έτσι η επιχείρηση να αποκομίζει κέρδη. Αυτό πηγάζει από το γεγονός ότι νοιώθουν αναπόσπαστα μέρη της επιχείρησης και υποχρεωμένοι απέναντι της για την εργασία που τους ανατέθηκε. Για τον λόγο αυτό δεν δρουν με βάση τα ατομικά τους συμφέροντα αλλά προς όφελος της εταιρίας. (Λαζαρίδης Θ.- Δρυμπέτας Ε. ,2011).

Η παρούσα θεωρία στηρίζεται σε άτυπα – μη ρητά συμβόλαια και στην εμπιστοσύνη μεταξύ των μερών. Φέρει μειονεκτήματα και γι' αυτό δεν έχει τύχει ευρείας αποδοχής. Ένα από αυτά είναι ότι δεν έχει καταφέρει να ερμηνεύσει φαινόμενα καιροσκοπισμού που παρατηρήθηκαν τα τελευταία χρόνια σε περιπτώσεις κατάρρευσης κολοσσών όπως της Enron και της WorldCom που στο μεγαλύτερο μέρος του οφείλονται στην καιροσκοπική συμπεριφορά των στελεχών τους (Λαζαρίδης Θ.- Δρυμπέτας Ε. ,2011).

1.5.4 Θεωρίας της Ηγεμονίας

Η θεωρία αυτή αναπτύχθηκε αρχικά από τον Mace το 1971. Υποστηρίζει ότι υπάρχει πλήρης αποδυνάμωση των ελεγκτικών και εποπτικών εργαλείων μέσα σε έναν οργανισμό που οδηγεί τελικά τα στελέχη στην απόλυτη διοίκηση και σε ηγεμονικές συμπεριφορές. Ως τέτοια συμπεριφορά θα μπορούσε να χαρακτηριστεί η παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού, καθώς και η ρευστοποίηση μετοχών μεγάλης χρηματικής αξίας από τα στελέχη λίγο πριν αυτές χρεοκοπήσουν (Λαζαρίδης Θ.- Δρυμπέτας Ε. ,2011). Η ανωτέρω συμπεριφορά αποδίδεται τόσο στην εσωτερική και συνεπώς ασύμμετρη πληροφόρηση όσο στον ελλειμματικό εσωτερικό και εξωτερικό έλεγχο της επιχείρησης. Σύμφωνα με τους Λαζαρίδη και Δρυμπέτα (2011) η συγκεκριμένη θεωρία έρχεται σε σύγκρουση τόσο με τη θεωρία αντιπροσώπευσης καθώς θεωρεί το πρόβλημα ως μη επιλύσιμο όσο και με την θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών καθώς θεωρεί ότι μια από τις ομάδες αυτές θα είναι επικρατούσα και θα κατέχει την δεσπόζουσα θέση με όλα τα πλεονεκτήματα που αυτό συνεπάγεται.

1.6 Δομή εταιρικής διακυβέρνησης

Ο έλεγχος, η εποπτεία, η παρακολούθηση των ενεργειών μιας επιχείρησης αλλά και η λογοδοσία, όπως έχει αναφερθεί και προηγουμένως, είναι έννοιες άρρηκτα συνδεδεμένες με αυτή της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Η δομή λοιπόν της εταιρικής διακυβέρνησης σε έναν οργανισμό παρέχει το πλαίσιο για το σχεδιασμό, την εκτέλεση, τον έλεγχο και την εποπτεία των εταιρικών εργασιών. Η συμμετοχή πολλών ομάδων στην υλοποίηση του παραπάνω πλαισίου φέρνει επιφάνεια αντιπαραθέσεις τις οποίες η εταιρική διακυβέρνηση καλείται να επιλύσει. Αυτό επιτυγχάνεται με τον καθορισμό της ιεραρχίας μέσα σε έναν οργανισμό. Έτσι η βασική ιεραρχία στα πλαίσια μιας επιχείρησης οικοδομείται ως εξής: Διευθύνων Σύμβουλος, Γενική Συνέλευση Μετόχων, Διοικητικό Συμβούλιο και λοιπές επιτροπές, όπου συστήνονται σε διοικητικό επίπεδο και έχουν υποστηρικτικό ρόλο προς το Διοικητικό Συμβούλιο. Αναλυτικά η δομή απεικονίζεται στο παρακάτω διάγραμμα:



Διάγραμμα 1.1 : Δομή Εταιρικής Διακυβέρνησης

Πηγή: <https://taxcoach.gr/blog/κώδικας-εταιρικής-διακυβέρνησης>

1.6.1 Διευθύνων Σύμβουλος και Πρόεδρος της εταιρίας

Το Διοικητικό Συμβούλιο εκλέγει τον Πρόεδρό του, ο οποίος είναι υπεύθυνος για τον συντονισμό των εργασιών του, καθώς και τον "Διευθύνοντα Σύμβουλο", ο οποίος ασκεί την

διοίκηση και εκπροσώπηση της εταιρείας. Ο διαχωρισμός των αρμοδιοτήτων του Προέδρου από εκείνες του Διευθύνοντος Συμβούλου θα πρέπει να θεσπίζεται ρητά από το ΔΣ, να διατυπώνεται γραπτώς, και να γνωστοποιείται στους μετόχους. Το ίδιο θα πρέπει να ισχύει και για τις εταιρείες στις οποίες τα καθήκοντα του Προέδρου και του Διευθύνοντος Συμβούλου ασκούνται από το ίδιο πρόσωπο (Φωτεινός, Β. 2020).

Πρωταγωνιστικό λοιπόν ρόλο σε μια εταιρία λαμβάνει ο διευθύνων σύμβουλος καθώς είναι ο απόλυτος υπεύθυνος για το σχεδιασμό της στρατηγικής και της πολιτικής μιας επιχείρησης. Είναι το πιο ισχυρό πρόσωπο σε μια οντότητα, καθώς ελέγχει την κατανομή των πόρων για τη δημιουργία πλούτου στην εταιρία. Θεσπίζει τους επιχειρησιακούς σκοπούς και κατανέμει εξουσίες και αρμοδιότητες, ώστε οι πόροι να συντονίζονται και να υποκινούνται για την επίτευξη των επιχειρησιακών σκοπών. Επιλέγει τα στελέχη για καίριες θέσεις και ορίζει τις ανταμοιβές τους υπό την προϋπόθεση ότι εξυπηρετούν τα συμφέροντα των ενδιαφερόμενων μερών και ιδίως των ιδιοκτητών της επιχείρησης. Ο έλεγχος αυτός προσδίδει εξαιρετική δύναμη στο διευθύνοντα σύμβουλο να επηρεάσει την κατεύθυνση των μελλοντικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης (Φωτεινός, Β. 2020).

1.6.2 Γενική Συνέλευση Μετόχων

Το ανώτατο όργανο μιας εταιρίας είναι η Γενική Συνέλευση (Γ.Σ.) η οποία απαρτίζεται από τους μετόχους της εταιρίας. Κάθε μετοχή αποτελεί μία ψήφο και καθένας έχει δικαίωμα να ψηφίσει ή και να ψηφιστεί. Οι μέτοχοι μέσω της Γενικής Συνέλευσης εγκρίνουν την σύνθεση του Διοικητικού συμβουλίου και επιφορτίζονται με την έγκριση των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων. Στην Γ.Σ. λαμβάνονται όλες οι σημαντικές αποφάσεις καθώς επίσης καθορίζεται και η μακροχρόνια πολιτική της εταιρίας. Αποφάσεις όπως η τροποποίηση καταστατικού ή η συγχώνευση, απαιτούν αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία των μετόχων (ΕΚΕΔ,2013).

Σχετικά με την ενημέρωση των μετόχων, οι εισηγμένες εταιρείες υποχρεούνται να δημοσιεύουν στην ιστοσελίδα τους τουλάχιστον είκοσι μέρες πριν τη σύγκλιση της Γενικής Συνέλευσης πληροφορίες σχετικά με την ημερομηνία, την ώρα και τον τόπο σύγκλισης της καθώς οποιαδήποτε πληροφορία κρίνεται σημαντική για τους μετόχους έτσι ώστε να εξασφαλίζεται εύκολη και ισότιμη πρόσβαση για όλους. Θα πρέπει να είναι απόλυτα ενημερωμένοι για όλα τα θέματα που σχετίζονται με τη συμμετοχή τους στη συνέλευση και να είναι γνώστες των δικαιωμάτων τους προκειμένου να μπορούν να τα υποστηρίξουν. Στην ίδια ιστοσελίδα η εταιρεία οφείλει να αναρτά και περίληψη των πρακτικών των Γενικών

Συνελεύσεων των μετόχων καθώς και τα αποτελέσματα των ψηφοφοριών για κάθε είδους αποφάσεις που λαμβάνονται. Στην Γενική Συνέλευση των μετόχων οφείλουν να παρευρίσκονται όλα τα μέλη του ΔΣ, ο εταιρικός Γραμματέας καθώς και ο εσωτερικός ελεγκτής για την διευκόλυνση της συζήτησης και την επίλυση αποριών των μετόχων σε θέματα που άπτονται των αρμοδιοτήτων τους.

Αρωγός στην ορθή προετοιμασία και διεξαγωγή της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων ώστε να επιτυγχάνεται η αποτελεσματική άσκηση των δικαιωμάτων τους είναι το Διοικητικό Συμβούλιο (ΕΚΕΔ,2013).

1.6.3 Διοικητικό Συμβούλιο

Το αμέσως επόμενο όργανο μετά την Γενική Συνέλευση είναι το Διοικητικό Συμβούλιο. Έχει την ευθύνη για την διαμόρφωση της στρατηγικής και της ανάπτυξης της εταιρίας και επιπροσθέτως εποπτεύει και ελέγχει την διαχείριση της περιουσίας της. Λαμβάνει αποφάσεις, ασκεί έλεγχο στις δραστηριότητες της εταιρίας και εποπτεύει τα στελέχη που έχουν εκτελεστικό ρόλο. Επιπλέον, οφείλει να διασφαλίζει δίκαιη και ισότιμη μεταχείριση όλων των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων των μετόχων μειοψηφίας καθώς και των αλλοδαπών μετόχων (ΕΚΕΔ,2013).

Τα μέλη του ΔΣ θα πρέπει να χαρακτηρίζονται από πίστη στην εταιρεία που εκπροσωπούν. Οφείλουν να ενεργούν με επαγγελματισμό, ακεραιότητα ,εμπιστευτικότητα όσον αφορά απόρρητα εταιρικά δεδομένα που δεν πρέπει να δημοσιευτούν και πάντοτε με γνώμονα το συμφέρον της εταιρείας. Δεν θα πρέπει να αναπτύσσουν ανταγωνιστική σχέση με την εταιρεία ούτε να αφήνουν υπόνοιες για κάτι τέτοιο. Αντιθέτως, θα πρέπει να συνεισφέρουν τις γνώσεις και την εμπειρία τους καθώς επίσης, να αφιερώνουν στα ειλημμένα καθήκοντά τους τον απαιτούμενο χρόνο και τη δέουσα προσοχή (ΕΚΕΔ,2013).

Σύμφωνα με τις βέλτιστες πρακτικές, το Δ.Σ. θα πρέπει να διαθέτει ποικιλομορφία ως προς το φύλο αλλά και ως προς τις δεξιότητες, την εμπειρία , τις γνώσεις και τα προσόντα μεταξύ των μελών του στοχεύοντας έτσι στην καλύτερη υλοποίηση των στρατηγικών του στόχων. Το μέγεθος του ΔΣ σε συνδυασμό με την σύνθεση του θα πρέπει να στοχεύουν στην ισορροπία μεταξύ εκτελεστικών, μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών, ώστε οι αποφάσεις του να λαμβάνονται να είναι προς όφελος της εταιρείας και των μετόχων και να αποφεύγονται οι συγκρούσεις συμφερόντων. Επίσης θα πρέπει να εξασφαλίζουν την αποτελεσματική άσκηση των αρμοδιοτήτων του και να είναι ανάλογα του

μεγέθους, της δραστηριότητας και το ιδιοκτησιακού καθεστώτος της επιχείρησης (ΕΚΕΔ,2013).

Όσον αφορά το μέγεθος, το Δ.Σ. θα πρέπει να αποτελείται από 7 έως 15 μέλη που διακρίνονται σε εκτελεστικά (τουλάχιστον δυο) και μη εκτελεστικά. Η ιδιότητα του εκτελεστικού μέλους ή μη καθορίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο και επικυρώνεται από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων. Τα εκτελεστικά μέλη χαρακτηρίζονται από κάποιας μορφής εργασιακή σχέση με την εταιρία και έχουν αρμοδιότητα θέματα καθημερινής διοίκησης της εταιρίας. Τα μη εκτελεστικά ασχολούνται με θέματα που άπτονται στην προαγωγή εταιρικών ζητημάτων και δεν θα πρέπει να είναι λιγότερα του 1/3 του συνόλου των μελών. Μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών θα πρέπει να υπάρχουν τουλάχιστον δυο ανεξάρτητα τα οποία δεν θα πρέπει να συνδέονται με την εταιρεία ή τους μετόχους με οιοδήποτε τρόπο με σκοπό να αποφεύγονται οι συγκρούσεις συμφερόντων που απορρέουν από τυχόν δεσμούς που αναπτύσσονται με την Διοίκηση ή τα συνδεδεμένα μέρη της εταιρίας . Τα μέλη αυτά δεν επιτρέπεται να κατέχουν ποσοστό μεγαλύτερο του 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας (ΕΚΕΔ,2013).

Για την εύρυθμη λειτουργία του, το Δ.Σ. θα πρέπει να προχωρήσει στην σύσταση υποστηρικτικών επιτροπών ώστε να διασφαλίζεται αποτελεσματικότερη διαχείριση ενδεχόμενων συγκρούσεων συμφερόντων κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Οι τρεις βασικότερες επιτροπές ενός Δ.Σ. είναι η επιτροπή ελέγχου, η επιτροπή ανάδειξης υποψηφιοτήτων μελών Δ.Σ. και η επιτροπή αμοιβών στελεχών (ΕΚΕΔ,2013).

1.6.4 Επιτροπή Ελέγχου

Αποτελείται από τρία τουλάχιστον μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου. Τα μέλη αυτά ορίζονται από την Γενική Συνέλευση των μετόχων και θα πρέπει να έχουν γνώση του επιχειρηματικού αντικειμένου. Εξ αυτών ένας κρίνεται σκόπιμο να έχει γνώσεις λογιστικής και ελεγκτικής. Έχει ως αρμοδιότητες την εποπτεία των εσωτερικών ελέγχων της εταιρείας και τον έλεγχο και αξιολόγηση των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου καθώς επίσης ασχολείται και με την διαχείριση κινδύνων. Επίσης έχει τις αρμοδιότητες αξιολόγησης και συντονισμού της ελεγκτικής λειτουργίας και των διαδικασιών ελέγχου ώστε να είναι σύμφωνη με το νομικό πλαίσιο. Η σύσταση της Επιτροπής Ελέγχου ενισχύει το αίσθημα ασφαλείας των μετόχων μειοψηφίας, επιβάλλοντας ανεξάρτητη εποπτεία του συστήματος εσωτερικού ελέγχου συμπεριλαμβανόμενου και του ελέγχου χρησιμοποίησης της πληροφόρησης. Τα μέλη της επιτροπής θα πρέπει να έχει συχνή επαφή με τους

εσωτερικούς ελεγκτές ώστε να λαμβάνουν τακτική ενημέρωση για την ορθή λειτουργία του συστήματος εσωτερικού ελέγχου. Τέλος, ως επιτροπή έχει τη δυνατότητα χρησιμοποίησης υπηρεσιών εξωτερικών συμβούλων και προς τούτο θα πρέπει να της διατίθενται τα απαιτούμενα κονδύλια όταν αυτό κρίνεται αναγκαίο (ΕΚΕΔ,2013).

1.6.5 Επιτροπή Αμοιβών Στελεχών

Η σύσταση της εν λόγω επιτροπής αποσκοπεί στην η παροχή υποστήριξης στο Διοικητικό Συμβούλιο σχετικά με την κατάρτιση πολιτικής αποδοχών των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και του Γενικού Διευθυντή ή με την τροποποίηση αυτής. Αποτελείται από τρία τουλάχιστον μέλη. Πρόκειται κυρίως για ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη, τα οποία ορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας. Δικαίωμα συμμετοχής παρέχεται και στον πρόεδρο του διοικητικού συμβουλίου εφόσον δεν είναι εκτελεστικό μέλος ειδήλλως στον ανεξάρτητο Αντιπρόεδρο του Διοικητικού Συμβουλίου. Η συνεδρίαση της επιτροπής υλοποιείται σε ετήσια βάση αλλά και έκτακτα, όποτε τα μέλη της το θεωρούν σκόπιμο και αναγκαίο. Η απαρτία της επιτροπής συνίσταται με την παρουσία τουλάχιστον δύο μελών και δεν επιτρέπεται η εκπροσώπηση αυτών δια αντιπροσώπου. Σε περιπτώσεις ισοψηφίας κατά την λήψη αποφάσεων υπερισχύει η ψήφος του προέδρου της Επιτροπής (ΕΚΕΔ,2013).

Πέρα από την κατάρτιση ή τροποποίηση της πολιτικής αποδοχών των υψηλόβαθμων στελεχών της εταιρίας οφείλει να εποπτεύει την ορθή εφαρμογή της ανωτέρω πολιτικής καθώς και να ελέγχει και τους όρους συμβάσεων των μελών του Δ.Σ. που συνδέονται κυρίως είτε με αποζημιώσεις σε περίπτωση αποχώρησης είτε με τις συνταξιοδοτικές τους ρυθμίσεις. Επιπρόσθετα εισηγείται προτάσεις στο Δ.Σ. για οποιαδήποτε επιχειρησιακή πολιτική συνδεόμενη με τις αμοιβές και τέλος επιφορτίζεται με την σύνταξη ετήσιας έκθεσης αποδοχών την οποία εισηγείται στο Δ.Σ. Οι εισηγήσεις αυτές εγκρίνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο αλλά και από την Γενική Συνέλευση των μετόχων, όταν ο νόμος το απαιτεί. Πέρα από τις υπηρεσίες των στελεχών της εταιρίας η επιτροπή δύναται να λαμβάνει και την συνδρομή εξωτερικών συμβούλων για την υλοποίηση του σκοπού της. Το έργο της Επιτροπής Αμοιβών αλλά και ο αριθμός των συνεδριάσεών της κατά τη διάρκεια του έτους θα πρέπει να αναφέρονται στην ετήσια δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης (ΕΚΕΔ,2013).

1.6.6 Επιτροπή Ανάδειξης Υποψηφιοτήτων

Η ανάδειξη υποψηφίων για το ΔΣ θα πρέπει να γίνεται αξιοκρατικά και με αντικειμενικά κριτήρια. Η ομαλή διαδοχή των μελών του, καθώς και των ανώτατων διοικητικών στελεχών,

διασφαλίζεται από το Δ.Σ. με την σύσταση επιτροπής ανάδειξης υποψηφιοτήτων . Ο ρόλος της λοιπόν είναι συνδρομητικός και υποστηρικτικός προς το Διοικητικό Συμβούλιο και σκοπό έχει τον προγραμματισμό της διαδοχής των μελών του. Σε ότι αφορά τη σύνθεση και τις συνεδριάσεις της ισχύει ότι ισχύει ακριβώς και στην επιτροπή αμοιβών (ΕΚΕΔ,2013). Κύρια αρμοδιότητά της είναι η εισήγηση στο Δ.Σ. κατάστασης υποψηφίων μελών όπου στη συνέχεια το Διοικητικό Συμβούλιο, υποβάλει στη Γενική Συνέλευση των μετόχων της Εταιρείας την κατάσταση υποψηφίων μελών προς ψήφιση. Της εισήγησης προηγείται πλήρης ενημέρωση σχετικά με τα προσόντα των υποψηφίων , όπως οι γνώσεις και η εμπειρία που θα πρέπει να ανταποκρίνονται στις ανάγκες της εταιρείας. Πέρα από την κύρια δραστηριότητα που αφορά στην διασφάλιση διαφανούς και αξιοκρατικής διαδικασίας ανάδειξης υποψηφιοτήτων, σχεδιάζει και προγραμματίζει την ομαλή διαδοχή αυτών (ΕΚΕΔ,2013).

Επίσης εξετάζει υποψηφίους οι οποίοι προτείνονται από μετόχους, από άλλα μέλη του Δ.Σ., καθώς και από μέλη της Εκτελεστικής Διοίκησης. Διασφαλίζει διαφανή και αποτελεσματική διαδικασία ανάδειξης υποψηφίων και τέλος προτείνει και εισηγείται την εφαρμογή βασικών αρχών και πολιτικών εταιρικής διακυβέρνησης σύμφωνα με την νομοθεσία αλλά και τον κώδικα που έχει υιοθετήσει η εταιρεία ενώ, ταυτόχρονα επιβλέπει την ορθή εφαρμογή των αρχών αυτών. Όπως και στην περίπτωση την επιτροπής αμοιβών παρέχεται το δικαίωμα χρησιμοποίησης και εξωτερικών συμβούλων (ΕΚΕΔ,2013).

1.7 Ελλάδα Νομοθετικό πλαίσιο και Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η καλή εταιρική διακυβέρνηση είναι θεμελιώδης για την αποτελεσματική εποπτεία της επιχείρησης. Η Ελλάδα ακολουθώντας τις διεθνείς εξελίξεις, αντιλαμβανόμενη το σημαντικό ρόλο της εταιρικής διακυβέρνησης στην μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα και επιτυχία της επιχείρησης και λόγω της υποχρέωσής της για ενσωμάτωση πολλών ευρωπαϊκών οδηγιών προχώρησε στην θέσπιση των απαραίτητων νόμων.

Στην χώρα μας, προϋπήρχε ο νόμος 2190/1920 περί ανωνύμων εταιρειών ο οποίος περιλαμβάνει τους βασικούς κανόνες διακυβέρνησης των εταιριών. Οι παγκόσμιες εξελίξεις στην εταιρική διακυβέρνηση σε συνδυασμό με σημαντικές διοικητικές αδυναμίες σε ελληνικές εταιρείες ώθησαν τη χώρα μας στην νομοθέτηση αρχών εταιρικής

διακυβέρνησης μέσω της υιοθέτησης υποχρεωτικών κανόνων (ΚΕΔ) με τον Ν. 3016/2002. Ο νόμος 3016/2002, καθόρισε τις βασικές υποχρεώσεις εταιρικής διακυβέρνησης για τις εισηγμένες εταιρείες αποσκοπώντας στην ενίσχυση της διαφάνειας και της εμπιστοσύνης των επενδυτών . Με τον εν λόγω νόμο επιβλήθηκε η συμμετοχή μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στα Δ.Σ. των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών, θεσπίστηκε η λειτουργία μονάδας εσωτερικού ελέγχου και υιοθετήθηκε εσωτερικός κανονισμός λειτουργίας (Koutouris, A., & Tsarogas, D. 2014).

Στην συνέχεια ο Νόμος 3693/2008, καθιέρωσε τη σύσταση επιτροπών ελέγχου και επέβαλλε σημαντικές υποχρεώσεις γνωστοποίησης, όσον αφορά στο ιδιοκτησιακό καθεστώς και τη διακυβέρνηση μιας εταιρείας. Μετέπειτα, ο νόμος 3884/2010 με την θέσπιση του επέβαλλε πρόσθετες εταιρικές υποχρεώσεις γνωστοποιήσεων προς τους μετόχους στο πλαίσιο της προετοιμασίας της Γενικής τους Συνέλευσης ενισχύοντας ακόμη περισσότερο δικαιώματα των μετόχων . Οι εισηγμένες ελληνικές εταιρείες, καλούνται πλέον να δημοσιοποιούν σε ετήσια βάση πληροφορίες για την εταιρική τους διακυβέρνηση σύμφωνα με τον Ν.3873/2010. Η δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να περιέχει αναφορά στο συγκεκριμένο κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζει η εταιρεία και στο βαθμό που η εταιρεία αποφασίζει να αποκλίνει από ορισμένα μέρη του σχετικού Κώδικα ή να μην εφαρμόσει κάποιες από τις διατάξεις του, να αιτιολογεί τους λόγους της απόκλισης ή της μη εφαρμογής (Koutouris, A., & Tsarogas, D. 2014). Το 2018 , με τον νόμο 4548 (όπως τροποποιήθηκε με το νόμο 4587/2018), που αποτελεί εκσυγχρονισμό του ν. 2190/1920 αναμορφώθηκε το δίκαιο των εμπορικών εταιρειών και ιδίως το δίκαιο των Ανωνύμων Εταιριών.

Ο νέος νόμος 4548/2018 προωθεί σημαντικά συγκριτικά με τον προγενέστερο 2190/1920 την ελευθερία διαμόρφωσης των εταιρικών σχέσεων με απώτερο σκοπό την ευελιξία και την επιτάχυνση στη διαδικασία λήψης εταιρικών αποφάσεων. Επιπρόσθετα με τον νόμο αυτό σχετικά με τα δικαιώματα των μετόχων μειοψηφίας, μειώθηκαν τα απαιτούμενα ποσοστά για την άσκηση ορισμένων δικαιωμάτων τους σε μια προσπάθεια ενδυνάμωσης της ισχύος της συγκεκριμένης κατηγορίας μετόχων.

Τέλος ο πρόσφατος νόμος 4706/2020 για την εταιρική διακυβέρνηση έρχεται να αντικαταστήσει των προυπάρχοντα Ν.3016/2002. Ο νόμος αυτός εισάγει ένα αυστηρότερο πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης και αφορά εισηγμένες εταιρείες στην Ελλάδα. Συγκεκριμένα: α) Καθιερώνει ελάχιστη ποσόστωση ανά φύλο- 25% των μελών του πρέπει

να είναι γυναίκες β) απαραίτητη προϋπόθεση καταλληλότητας ενός μέλους ή υποψήφιο μέλος αποτελεί η μη έκδοση τελεσίδικης δικαστικής απόφασης που αναγνωρίζει την εμπλοκή του σε ζημιογόνες συναλλαγές εταιρείας με συνδεδεμένα μέρη για ένα έτος πριν και μετά από την ανάληψη των καθηκόντων του.

Με τον νέο νόμο συγκεκριμενοποιούνται ακόμη περισσότερο οι αρμοδιότητες των μελών του ΔΣ. Πιο συγκεκριμένα, επιφορτίζει το ΔΣ με αξιολόγηση ανά τριετία του θεσμού εταιρικής διακυβέρνησης και με την διασφάλιση της αποτελεσματικότητας του συστήματος εσωτερικού ελέγχου.

Όσον αφορά τις αρμοδιότητες ανά κατηγορία μελών: α) τα εκτελεστικά μέλη φέρουν την ευθύνη για την εφαρμογή της στρατηγικής του Διοικητικού Συμβουλίου β) Για τα μη εκτελεστικά και τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη τονίζεται ξεκάθαρα ο έντονα εποπτικός τους ρόλος επί των εκτελεστικών μελών. Ο νόμος προβλέπει διορισμό προέδρου από την συγκεκριμένη κατηγορία μελών ή σε περίπτωση παρέκκλισης διορισμό ως αντιπροέδρου ενός εκ των μη εκτελεστικών μελών. Ειδικότερα, για ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη θεσπίζει περισσότερα κριτήρια στην συγκεκριμένη κατηγορία.

Τέλος ο νέος νόμος υποχρεώνει τις εισηγμένες εταιρίες σε σύσταση επιτροπής αμοιβών και επιτροπής υποψηφιοτήτων (Koumentakis, 2020)

Θα πρέπει ωστόσο να αναφερθεί ότι πέρα από τις απαιτήσεις της νομοθεσίας στην χώρα μας, κατά το παρελθόν στην ελληνική αγορά έγιναν σημαντικές προσπάθειες για την ανάπτυξη βέλτιστων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης .Συγκεκριμένα, 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.

Επίσης, με πρωτοβουλία του Συνδέσμου Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών (ΣΕΒ) συντάχθηκε το 2001 ο Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης ο οποίος κατόπιν τροποποιήθηκε στο πλαίσιο της πρώτης αναθεώρησής του από το Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΣΕΔ) στις 28 Ιουνίου 2013.

Το ΕΣΕΔ ιδρύθηκε το 2012 και είναι αποτέλεσμα της σύμπραξης των Ελληνικών Χρηματιστηρίων (ΕΧΑΕ) και του ΣΕΒ, που αναγνώρισαν από κοινού τη συμβολή της Εταιρικής Διακυβέρνησης στη διαρκή βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων και την αδιάκοπη μεγέθυνση της αξιοπιστίας της ελληνικής αγοράς.

Ο Κώδικας απευθύνεται στις ελληνικές ανώνυμες εταιρείες με έδρα την Ελλάδα, ειδικά αυτές των οποίων οι μετοχές έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά (εισηγμένες), αλλά μπορεί να εφαρμοστεί και από τις μη εισηγμένες εταιρείες στα πλαίσια της σωστά οργανωμένης λειτουργίας τους.

Στόχοι του αναθεωρημένου Κώδικα είναι η εκπαίδευση και καθοδήγηση των Δ.Σ. των ελληνικών εταιρειών σε θέματα βέλτιστων πρακτικών διακυβέρνησης, η βελτίωση της πληροφόρησης των ιδιωτών ή θεσμικών μετόχων και η ενίσχυση της συμμετοχής τους στις εταιρικές υποθέσεις.

Αξίζει να σημειωθεί ότι οι διατάξεις του ΚΕΔ αποτελούν γενικές κατευθυντήριες γραμμές και όχι διατάξεις «συμμόρφωσης ή εξήγησης».

Κεφάλαιο 2^ο

Διεθνής Βιβλιογραφική ανασκόπηση ερευνών για την Εταιρική Διακυβέρνηση

Στο παρόν κεφάλαιο γίνεται μια βιβλιογραφική επισκόπηση ερευνών που αφορούν διάφορες χώρες του κόσμου και μελετούν τον αντίκτυπο των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης στην απόδοση των εταιριών μέσω των οικονομετρικών δεικτών. Οι έρευνες ταξινομούνται όσον αφορά την παρουσίαση τους τόσο ανά χώρα όσο και χρονολογικά. Το γεγονός αυτό μας επιτρέπει να αξιολογήσουμε τα ευρήματα τους αφενός σε συνδυασμό με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε χώρας και αφετέρου να εντοπίσουμε την τυχόν μεταβολή της επίδρασης των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης στην απόδοση των εταιρειών σε χρονολογική κλίμακα.

2.1 Αυστραλία

2.1.1 Στόχος

Οι Kiel & Nicholson (2003) στην ερευνά τους μελέτησαν τις 348 από τις μεγαλύτερες ανώνυμες εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Αυστραλίας σε ότι αφορά τη σχέση μεταξύ της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου τους και της εταιρικής απόδοσης τους.

2.1.2 Μεθοδολογία

Οι ανωτέρω μελέτησαν χαρακτηριστικά των εταιρειών αυτών και των συμβουλίων τους, τους συσχετισμούς μεταξύ των μελών του διοικητικού συμβουλίου, των διευθυντικών στελεχών με τους εξωτερικούς πόρους, την επίδραση του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου, του ποσοστού των ανεξάρτητων διοικητικών στελεχών και της διττότητας του Διευθύνοντος Σύμβουλου στην απόδοση της εταιρείας. Η μέτρηση της απόδοσης έγινε με τον δείκτη Tobin' Q και το δείκτη αποδοτικότητας περιουσιακών στοιχείων (ROA).

2.1.3 Αποτελέσματα

Ως αποτέλεσμα της έρευνας προέκυψε ισχυρή σχέση μεταξύ των δημογραφικών χαρακτηριστικών του ΔΣ και συγκεκριμένα μεταξύ του μεγέθους ΔΣ, της αναλογίας ανεξάρτητων διοικητικών στελεχών, της δυαδικότητας του Διευθύνοντα Συμβούλου και του αριθμού των αλληλοσυνδεόμενων μελών (διευθυντικά στελέχη που κατέχουν πάνω από μια θέση). Επίσης η έρευνα καταλήγει στο συμπέρασμα ότι υπάρχουν μερικές πολύ ξεχωριστές σχέσεις μεταξύ του μεγέθους της εταιρείας και της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου. Διαπίστωσαν ότι μεγαλύτερες εταιρείες έχουν μεγαλύτερα ΔΣ και μεγαλύτερο αριθμό αλληλοσυνδεόμενων μελών, περισσότερες ενδιάμεσες επιτροπές, μεγαλύτερο ποσοστό ανεξάρτητων μελών και μεγαλύτερη πιθανότητα διαχωρισμού του ρόλου προέδρου και διευθύνοντος συμβούλου.

Κατά τον συσχετισμό των μεταβλητών του ΔΣ που τέθηκαν σε σχέση με τις σταθερές αποδόσεις των εταιρειών διαφάνηκε να προκύπτουν διαφορετικά αποτελέσματα σε ότι αφορά το μέτρο με το οποίο υπολογίστηκε η απόδοση. Δηλαδή, αν η μέτρηση ήταν μέσω Tobin's Q ή με λογιστική προσέγγιση μέσω του ROA. Αν και στις δυο περιπτώσεις υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους της εταιρείας και της απόδοσης, υπάρχει αρνητική συσχέτιση όταν αυτά υπολογίζονται σε σχέση με το ενεργητικό (ROA) και θετική με την μέτρηση της απόδοσης μέσω Tobin's Q. Τα διαφορετικά αποτελέσματα αποδίδονται στο γεγονός ότι, οι εταιρίες με μεγάλο ποσοστό περιουσιακών στοιχείων είναι πιο δύσκολο να επιτύχουν υψηλές τιμές μετοχών σε σχέση με τις μικρότερες. Κατά συνέπεια σε αυτές τις εταιρίες είναι πιο δύσκολο να επιτευχθεί υψηλός ROA.

Ο αριθμός των αλληλοσυνδεόμενων μελών σχετίζεται με το μέγεθος της εταιρείας και, ως εκ τούτου, με το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου ενώ δεν υπάρχει η αντίστοιχη σχέση με το ποσοστό ανεξάρτητων διοικητικών στελεχών ή τη δυαδικότητα του Διευθύνοντα Συμβούλου. Ωστόσο σε ορισμένες εταιρείες που παρατηρήθηκε μεγαλύτερο ποσοστό ανεξάρτητων μελών τα αλληλοσυνδεόμενα μέλη ήταν λιγότερα. Επομένως η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου επηρεάζει σημαντικά την απόδοση της εταιρείας.

2.2 Νιγηρία

2.2.1 Στόχος

Η έρευνα του O Kajola (2008) αποσκοπεί στην εξέταση της σχέσης μεταξύ τεσσάρων μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης - μέγεθος διοικητικού συμβουλίου, σύνθεση διοικητικού συμβουλίου, καθεστώς διευθύνοντος συμβούλου και επιτροπή ελέγχου- και της απόδοσης.

2.2.2 Μεθοδολογία

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για αυτήν τη μελέτη προήλθαν από τις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις 20 εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο της Νιγηρίας (NSE) μεταξύ των ετών 2000 και 2006 και η απόδοση μετρήθηκε μέσω του δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ROE) και του δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους (PM). Τα δεδομένα αναλύθηκαν με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων.

2.2.3 Αποτελέσματα

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι υπάρχει θετική και σημαντική σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου, του καθεστώτος του διευθύνοντος συμβούλου CEO (όταν υπάρχει διαχωρισμός ρόλων), και της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων (ROE) ενώ δεν υπάρχει σημαντική σχέση αυτής με την σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου και την επιτροπή ελέγχου. Τέλος υπάρχει θετική και σημαντική σχέση μεταξύ του περιθωρίου κέρδους (PM) και του καθεστώτος του διευθύνοντα συμβούλου (CEO) όταν υπάρχει διαχωρισμός των ρόλων ενώ η σχέση μεταξύ του περιθωρίου κέρδους (PM) και του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου, της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου και της επιτροπής ελέγχου είναι ασήμαντη. Επίσης από την έρευνα συνάγεται ότι η θέση του προέδρου του ΔΣ και του διευθύνοντος συμβούλου θα πρέπει να κατέχονται από διαφορετικά πρόσωπα και το μέγεθος του ΔΣ να περιορίζεται σε ένα σημαντικό όριο που προσδιορίζεται από το μέγεθος της εταιρείας.

2.3 Καναδάς

2.3.1 Στόχος

Η εργασία των Berthelot, Morris, & Morrill (2010) έχει ως στόχο να εξετάσει εάν οι ταξινομήσεις εταιρικής διακυβέρνησης που δημοσιεύονται στην καναδική εφημερίδα «The Globe and Mail,» αντικατοπτρίζονται στις αξίες που αποδίδουν οι επενδυτές στις επιχειρήσεις, διερευνώντας τη σχέση μεταξύ της κατάταξης εταιρικής διακυβέρνησης στην

«The Globe and Mail» και της οικονομικής απόδοσης των εταιρειών.

2.3.2 Μεθοδολογία

Χρησιμοποιήθηκε δείγμα 796 παρατηρήσεων από 289 канаδικές εταιρείες κατά την περίοδο 2002-2005. Το μοντέλο ανάλυσης που χρησιμοποιήθηκε προσπάθησε να συνδέσει την τιμή της μετοχής κάθε εταιρείας για το χρονικό διάστημα, που μεσολαβεί μεταξύ της λήξης της τελευταίας λογιστικής χρήσης και της ημερομηνίας δημοσίευσης των οικονομικών αποτελεσμάτων, με τέσσερις ανεξάρτητους δείκτες που δημιούργησαν οι ερευνητές (ανεξάρτητες μεταβλητές). Οι δύο δείκτες προέκυψαν από το λόγο της λογιστικής αξίας ιδίων κεφαλαίων και του καθαρού εισοδήματος με τον αριθμό των μετοχών διαιρούμενο το καθένα με τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία τη στιγμή της λήξης της τελευταίας λογιστικής χρήσης. Ο τρίτος δείκτης ορίστηκε ως το σύνθετο σκορ του βαθμού κατάταξης εταιρικής διακυβέρνησης που λαμβάνει η εταιρεία σε ένα δεδομένο έτος εταιρικής διακυβέρνησης και υπο-βαθμολογίες που δημοσιεύθηκαν από την The Globe and Mail και ο τέταρτος δείκτης είναι μια εικονική μεταβλητή που αντιπροσωπεύει κάθε χρόνο που καλύπτεται από τις παρατηρήσεις και ισούται με 1 εάν το έτος που καλύπτεται από την παρατήρηση είναι το 2003 (2004, 2005) και 0 διαφορετικά.

2.3.3 Αποτελέσματα

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι επενδυτές λαμβάνουν υπόψη αυτές τις ταξινομήσεις εταιρικής διακυβέρνησης στις αξιολογήσεις τους για την επιλογή της εταιρίας που θα επενδύσουν τα κεφάλαιά τους. Επίσης ορισμένα στοιχεία της εταιρικής διακυβέρνησης των επιχειρήσεων φαίνεται να σχετίζονται με λογιστικά αποτελέσματα. Αυτό υποδηλώνει ότι οι βαθμολογίες εταιρικής διακυβέρνησης που δημοσιεύθηκαν από την εφημερίδα «The Globe and Mail» φαίνεται να καταγράφουν πρακτικές που θα μπορούσαν να επηρεάσουν τα λογιστικά αποτελέσματα των εταιρειών (καθαρά έσοδα και ίδια κεφάλαια). Επομένως η σχέση μεταξύ των αποτελεσμάτων εταιρικής διακυβέρνησης και της χρηματιστηριακής αξίας της εταιρείας μπορεί να λάβει δύο μορφές. Είτε άμεσης σχέσης, λόγω του ενδιαφέροντος των επενδυτών για πρακτικές καλής διακυβέρνησης, είτε έμμεσης σχέσης λόγω του αντίκτυπου των πρακτικών ορθής διακυβέρνησης στην απόδοση της εταιρείας όπως μετράται από τα λογιστικά αποτελέσματα. Επίσης διαπιστώθηκε ότι οι πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης σχετίζονται θετικά όχι μόνο με τη χρηματιστηριακή απόδοση, αλλά και με την λογιστική απόδοσή τους. Επιπροσθέτα, τα στοιχεία που επιδρούν περισσότερο στην απόδοση είναι η σύνθεση του ΔΣ, διάφορα θέματα που αφορούν τους

μετόχους και την αποζημίωση των μελών του ΔΣ καθώς και θέματα που σχετίζονται με τα δικαιώματα των μετόχων της εταιρείας.

2.4 Κίνα

2.4.1 Στόχος

Στο άρθρο των Sami, Wang, & Zhou (2011), διερευνάται ο αντίκτυπος της εταιρικής διακυβέρνησης στις εταιρικές επιδόσεις και στην αποτίμηση των εταιριών στην Κίνα. Η έρευνα εισάγει ένα σύνθετο μέτρο εταιρικής διακυβέρνησης και επιχειρεί την σύνδεσή της με την αποτίμηση των κινεζικών εταιριών αλλά και με τις επιδόσεις τους.

2.4.2 Μεθοδολογία

Για την εξαγωγή συμπερασμάτων όσον αφορά των παραπάνω συσχετισμό χρησιμοποιήθηκαν ως εξαρτημένες μεταβλητές η απόδοση ενεργητικού (ROA), η απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) και ο δείκτης Tobin's Q. Τα ROA και ROE σχετίζονται με την βραχυπρόθεσμη λειτουργική απόδοση των εταιριών και ο Tobin's Q με την μακροπρόθεσμη αποτίμηση των εταιριών. Ως ανεξάρτητες χρησιμοποιήθηκαν δέκα μεταβλητές όπως, ο διαχωρισμός των ρόλων προέδρου και διευθύνοντος συμβούλου, το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών του ΔΣ, το ποσοστό κρατικής και θεσμικής ιδιοκτησίας, το ποσοστό των μετοχών που ανήκουν στον μεγαλύτερο μέτοχο κ.α.

Το δείγμα της έρευνας συνίσταται από εταιρείες που είναι εισηγμένες είτε στο Χρηματιστήριο της Σαγκάης είτε στο Χρηματιστήριο Αξιών της Σενζέν κατά την περίοδο 2001–2003. Χρησιμοποιήθηκε το χρονικό διάστημα 2001–2003 επειδή κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, σημειώθηκαν σημαντικές αλλαγές στους κανονισμούς ιδιοκτησίας των δημόσιων εταιριών στην Κίνα. Πρώτον, από το 2001, επιτράπη στους εγχώριους μετόχους που διατηρούσαν λογαριασμούς σε ξένο νόμισμα να αγοράσουν μετοχές τύπου B, οι οποίες προηγουμένως πωλούνταν μόνο σε ξένους επενδυτές. Δεύτερον, στις 12 Ιουνίου 2001, το Κρατικό Συμβούλιο της Κίνας ανακοίνωσε την πώληση κρατικών μετοχών σε κινεζικές εταιρείες. Ως αποτέλεσμα, η κρατική ιδιοκτησία έχει μειωθεί σημαντικά και ο ρόλος των κρατικών μετόχων θα μπορούσε να αλλάξει σημαντικά. Τρίτον, περισσότερες ιδιωτικές επιχειρήσεις εξελίχθηκαν σε μεγαλύτερες εταιρείες και/ή εισηχθησαν σε οργανωμένες αγορές κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου. Ως εκ τούτου, οι επιχειρήσεις που ελέγχονται

αυξήθηκαν αλματωδώς, από 91 επιχειρήσεις (7,84% των εισηγμένων επιχειρήσεων) στις αρχές του 2001 σε 245 επιχειρήσεις (19,04% των εισηγμένων επιχειρήσεων) στο τέλος του 2003.

2.4.3 Αποτελέσματα

Τα αποτελέσματά δείχνουν ότι η συνολική ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης έχει σημαντικά θετική σύνδεση με τις σταθερές αποδόσεις και την αποτίμηση. Διαπιστώθηκε ότι τα επιμέρους στοιχεία που συνθέτουν την εταιρική διακυβέρνηση σχετίζονται θετικά και σημαντικά με τις επιδόσεις και την αποτίμηση των εταιριών. Οι εταιρείες που χαρακτηρίζονται από καλύτερη ποιοτικώς εταιρική διακυβέρνηση πετυχαίνουν το στόχο τους που είναι οι καλύτερες επιδόσεις και έτσι αυξάνουν τον πλούτο τους. Συγκεκριμένα διαπιστώθηκε θετική σχέση μεταξύ μεγέθους της εταιρίας και αποδοτικότητας, αλλά αρνητική σχέση με την εταιρική αξία. Επίσης, η ένταση κεφαλαίου στις επιχειρήσεις έχει αρνητική σχέση με την απόδοση των εταιριών αυτών σε αντίθεση με το περιθώριο μεικτού κέρδους που έχει θετική σχέση με την εταιρική απόδοση. Τέλος, η εταιρική μόχλευση έχει αρνητική σχέση τόσο με την εταιρική απόδοση όσο με την εταιρική αξία.

2.5 Καναδάς

2.5.1 Στόχος

Στην εργασία τους οι Berthelot, Francoeur, & Labelle (2012) διερεύνησαν τη σχέση μεταξύ πρακτικών ή μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης και της σταθερής αξίας, όπως μετράται από τα λογιστικά στοιχεία και τα δεδομένα της αγοράς.

2.5.2 Μεθοδολογία

Το δείγμα αποτελείται από 199 канаδικές εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον κατασκευαστικό τομέα και αναφέρεται στο χρονικό διάστημα 2004-2005. Για την ανάλυση των δεδομένων χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων. Ως εξαρτημένη μεταβλητή ορίστηκε η αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων και ως ανεξάρτητες η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων και το εισόδημα σε δεδομένο χρόνο καθώς και ένας δείκτης εταιρικής διακυβέρνησης. Ο δείκτης αυτός καταρτίστηκε με την χρήση ορισμένων

υπομεταβλητών όπως το ποσοστό ανεξάρτητων μελών του ΔΣ, τα ποσοστά ανεξαρτησίας της επιτροπής ελέγχου, αποζημιώσεων και διορισμών, της δυαδικότητα ή μη προέδρου και διευθύνοντος συμβούλου κ.α.

2.5.3 Αποτελέσματα

Στην έρευνα προέκυψε ισχυρή συσχέτιση των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης έδειξαν πως ελάχιστοι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης έχουν αντίκτυπο στην δημιουργία αξίας στην επιχείρηση. Ενώ, ορισμένοι μηχανισμοί όπως το ποσοστό ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου, η χρήση των δικαιωμάτων προαίρεσης και η συχνότητα συνεδριάσεων του ΔΣ φαίνεται να σχετίζονται με χαμηλότερη απόδοση. Επίσης εξετάζοντας την υποτιθέμενη σχέση μεταξύ των ατομικών πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης και σταθερής αξίας σε ένα πλαίσιο βασισμένων σε αρχές και πρότυπα διακυβέρνησης, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι, ακόμη και σε ένα τέτοιο περιβάλλον, ο μιμητισμός φαίνεται να οδηγεί στην υιοθέτηση παρόμοιων προτύπων διακυβέρνησης. Αυτό με τη σειρά του μπορεί μετριάσει την αναμενόμενη σχέση με τη σταθερή απόδοση.

2.6 Τουρκία

2.6.1 Στόχος

Σκοπός της μελέτης των Doğan, Elitaş, Ağca, & Ögel (2013) ήταν να εξετάσει αν και κατά πόσο επηρεάζεται η απόδοση των εταιριών από τον διττό ρόλο του διευθύνοντος συμβούλου όταν αυτός είναι ταυτόχρονα και μέλος του ΔΣ.

2.6.2 Μεθοδολογία

Το δείγμα της έρευνας από 204 εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης (ISE) μεταξύ των ετών 2009-2010. Η ανάλυση δεν περιλάμβανε τις εταιρείες που δραστηριοποιούνταν στον χρηματοπιστωτικό τομέα λόγω των διαφορετικών χρηματοοικονομικών τους δομών. Τα χρηματοοικονομικά μέτρα ανάλυσης που χρησιμοποιήθηκαν στην έρευνα είναι τα ROE, ROA και Tobin's Q και οι ανεξάρτητες μεταβλητές ήταν η δυαδικότητα του CEO που κατέχει και θέση μέλους στο ΔΣ, η ηλικία

της εταιρίας, ο αριθμός μελών του ΔΣ και ο δείκτης ελεύθερης διασποράς μετοχών δηλαδή το ποσοστό των μετοχών που δεν κατέχονται από μεγαλομετόχους. Ως εξαρτημένες μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν οι δείκτες χρηματοοικονομικής απόδοσης επενδυμένων και ίδιων κεφαλαίων.

2.6.3 Αποτελέσματα

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ του διπλού ρόλου CEO και μέλους ΔΣ καθώς ο διπλός αυτός ρόλος οδηγεί σε χαμηλότερη απόδοση γεγονός που έρχεται σε συμφωνία με την θεωρία της αντιπροσώπευσης. Επίσης διαπιστώθηκε αρνητική σχέση μεταξύ των ROE, ROA και ηλικίας της εταιρίας ενώ δεν βρέθηκε συσχέτιση της με τον χρηματοοικονομικό δείκτη Tobin's Q. Τέλος διαπιστώθηκε ότι όσο αυξάνεται ο αριθμός των μελών του ΔΣ τόσο μειώνεται η απόδοση.

2.7 Βιετνάμ

2.7.1 Στόχος

Οι Thuy & Duc (2013), στην εμπειρική τους μελέτη, επιδίωξαν να ποσοτικοποιήσουν τη σχέση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης και της απόδοσης των επιχειρήσεων στο Βιετνάμ.

2.7.2 Μεθοδολογία

Το δείγμα αποτελείται από αρχικά 122 (77 εν τέλει) εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο της Πόλης Χο Τσι Μινχ για την περίοδο 2006 έως 2011, οι οποίες ανήκουν σε 7 διαφορετικούς κλάδους: (i) Βιομηχανία. (ii) Μεταλλεία, Λατομεία και Πετρέλαιο και Φυσικό Αέριο· (iii) Κατασκευές· (iv) Χονδρικό και Λιανικό Εμπόριο· ν)Γεωργία, δασοκομία, αλιεία και θήρευση· (vi) Βοηθητικά προγράμματα και (vii) Μεταφορά και αποθήκευση.

Για την ανάλυση των δεδομένων χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων. Ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης χρηματοοικονομικής απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων (ROE), και ως ανεξάρτητες μεταβλητές το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, η παρουσία γυναικών ως μέλη του διοικητικού συμβουλίου, η δυαδικότητα του Διευθύνοντος Συμβούλου, το επίπεδο εκπαίδευσης των μελών του

διοικητικού συμβουλίου, η εργασιακή εμπειρία του διοικητικού συμβουλίου, η παρουσία ανεξάρτητων μελών στο ΔΣ, η αποζημίωση των μελών του διοικητικού συμβουλίου, το ποσοστό κυριότητας μετοχών των μελών του διοικητικού συμβουλίου και το ποσοστό των μεγαλομετόχων.

2.7.3 Αποτελέσματα

Τα ευρήματα της μελέτης δείχνουν ότι τα στοιχεία της εταιρικής διακυβέρνησης, όπως η παρουσία γυναικών στο ΔΣ, η διττότητα του Διευθύνοντος Συμβούλου, η εργασιακή εμπειρία των μελών του διοικητικού συμβουλίου και η αποζημίωση των μελών του διοικητικού συμβουλίου έχουν θετικές επιπτώσεις στην απόδοση των επιχειρήσεων. Τα παραπάνω στηρίζονται στο γεγονός ότι η παρουσία γυναικών στο ΔΣ συμβάλλει στην ποικιλομορφία του και τελικά οδηγεί σε καλύτερες αποδόσεις. Επίσης η εργασιακή εμπειρία των μελών του ΔΣ και το πόσο που λαμβάνουν ως αποζημίωση όταν αυτό συνδέεται με τα κέρδη των μετόχων οδηγεί σε καλύτερη απόδοση, η δυαδικότητα του CEO συμβάλλει θετικά στην απόδοση και ως πρακτική έρχεται σε συμφωνία με την διαχειριστική θεωρία. Ωστόσο, το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου επηρεάζει αρνητικά την απόδοση των εταιρειών και δεν υπάρχει σύνδεση μεταξύ του ποσοστού ανεξάρτητων μελών του ΔΣ και εταιρικής απόδοσης.

2.8 Πορτογαλία

2.8.1 Στόχος

Η μελέτη του Alves, (2014) εξετάζει εάν η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου βελτιώνει την ποιότητα των κερδών, μέσω του τροποποιημένου μοντέλου Jones, μειώνοντας τη χειραγώγηση των κερδών στην Πορτογαλία η οποία είναι μια χώρα με σημαντικά διαφορετικά θεσμικά και νομικά χαρακτηριστικά σε σχέση με αυτά των Αγγλοσαξονικών χωρών.

2.8.2 Μεθοδολογία

Η έρευνα επικεντρώθηκε στα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη και χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων. Το αρχικό δείγμα περιλάμβανε όλες τις εταιρείες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στην χρηματιστηριακή αγορά, Euronext Lisbon. Συνολικά συμμετείχαν 50, 48, 51, 51, 51, 50, 49 και 52 εταιρείες που εισήχθησαν στα τέλη

του 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009 και 2010 αντίστοιχα (402 επιχειρήσεις συνολικά), από τις οποίες όμως εξαιρέθηκαν: οι ξένες εταιρείες (30), λόγω των διαφορετικών θεσμικών περιβαλλόντων, οι εταιρείες που δεν είχαν εισηγμένες μετοχές κατά το προηγούμενο έτος και εταιρείες των οποίων οι μετοχές διαγράφηκαν το επόμενο έτος (66), οι εταιρείες με ελλιπή στοιχεία (5) και οι χρηματοπιστωτικές εταιρείες (37). Συνεπώς το μέγεθος του τελικού δείγματος είναι 33 μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ετησίως και, κατά συνέπεια, 264 στο σύνολο. Ως ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν η ανεξαρτησία του ΔΣ, η μόχλευση, οι ταμειακές ροές, η χρήση ή μη μιας ελεγκτικής εταιρείας από τις BIG4 ή κάποιας άλλης, το μέγεθος της επιχείρησης και οι επενδυτικές ευκαιρίες ως ο λόγος την αγοραίας αξίας των ιδίων κεφαλαίων προς τη λογιστική τους αξία.

2.8.3 Αποτελέσματα

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι οι εισηγμένες πορτογαλικές επιχειρήσεις επηρεάζονται από την ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου. Οι επιχειρήσεις με υψηλότερο ποσοστό ανεξάρτητων μελών αναφέρουν κέρδη υψηλότερης ποιότητας (μετρούμενα με βάση τα διακριτικά δεδομένα) σε σύγκριση με τις επιχειρήσεις με χαμηλό ποσοστό ανεξάρτητων μελών. Επιπλέον, τα αποτελέσματα αποκαλύπτουν ότι οι ταμειακές ροές επηρεάζουν θετικά τα κέρδη ενώ η μόχλευση, οι επενδυτικές ευκαιρίες και το μέγεθος της επιχείρησης φαίνεται να έχουν αρνητική επίδραση στην ποιότητα των κερδών. Τα αποτελέσματα συνάδουν με όσα υποστηρίζονται στην θεωρία αντιπροσώπευσης σχετικά με την ανεξαρτησία των μελών και την μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης. Σύμφωνα με αυτή μεγαλύτερος αριθμός ανεξάρτητων μελών στο ΔΣ συνεπάγεται καλύτερο έλεγχο της ανώτερης διοίκησης και μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης για τους μετόχους που το έχουν διορίσει να επιτελέσει αυτό το σκοπό.

2.9 Ινδία και Νότια Κορέα

2.9.1 Στόχος

Στην έρευνα των Gupta & Sharma (2014) εξετάζονται οι διάφορες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης που ακολουθούνται από εταιρείες στην Ινδία και τη Νότια Κορέα. Ο στόχος της έρευνας είναι να καθοριστεί εάν υπάρχει σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και χρηματοοικονομικής απόδοσης.

2.9.2 Μεθοδολογία

Λήφθηκε δείγμα πέντε εταιριών από κάθε χώρα με κριτήριο τη διεθνή τους παρουσία, την αναγνωσιμότητά του παγκοσμίως, το μέγεθος του τζίρου στη χώρα τους για το χρονικό διάστημα 2005 έως 2013. Οι εταιρείες ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο της χώρας τους ή και σε κάποιο χρηματιστήριο του εξωτερικού. Οι μεταβλητές που εξετάστηκαν ήταν: α) η δομή του ΔΣ όσον αφορά τον αριθμό, το ποσοστό εκτελεστικών ή μη και ανεξάρτητων μελών β) οι διάφορες επιτροπές που λειτουργούν στην επιχείρηση όσον αφορά τον αριθμό τους και το πλαίσιο λειτουργίας τους γ) η γνωστοποίηση πληροφοριών που σχετίζεται με το βαθμό που η εταιρεία γνωστοποιεί πληροφορίες σχετικά με τα ποσά των αποζημιώσεων των μελών του ΔΣ, τις συναλλαγές μεταξύ των συνδεδεμένων μερών, την σύνδεση των αμοιβών των διευθυντών με τα κέρδη των εταιριών και τέλος τη χρήση μιας εκ των διεθνώς αναγνωρισμένων ελεγκτικών εταιρειών. Τα οικονομικά μέτρα που χρησιμοποιήθηκαν ήταν η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) και η απόδοση των στοιχείων ενεργητικού (ROA). Θα πρέπει να αναφερθεί ότι οι ασιατικές χώρες παρόλο που μοιράζονται παρόμοια πολιτιστικά χαρακτηριστικά δεν μοιράζονται πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης.

2.9.3 Αποτελέσματα

Από την μελέτη, διαπιστώθηκε ότι η Ινδία ακολουθεί αυστηρότερες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης με βάση το αμερικανικό μοντέλο σε σύγκριση με την Νότια Κορέα και οι διαφορές στις υποχρεωτικές γνωστοποιήσεις και στις πρακτικές διακυβέρνησης μεταξύ των δύο χωρών είναι τεράστιες. Στην Ινδία οι εταιρείες εμφανίζουν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με την Νότια Κορέα όπου η οικογενειοκρατία σε συνδυασμό με την έλλειψη νομοθεσίας όσον αφορά την εταιρική διακυβέρνηση οδηγούν τις εταιρείες σε χαμηλότερες αποδόσεις. Επιπλέον η μελέτη καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης έχουν περιορισμένο αντίκτυπο τόσο στις τιμές των μετοχών των εταιριών όσο και στις αντίστοιχες οικονομικές αποδόσεις και επιπροσθέτως, εκτός από τις ορθές πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση.

2.10 Χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης

2.10.1 Στόχος

Οι Fidanoski, Simeonovski, & Mateska (2014) ερεύνησαν τη σχέση που υπάρχει μεταξύ της ποικιλομορφίας του διοικητικού συμβουλίου και οικονομικής απόδοσης της εταιρείας.

2.10.2 Μεθοδολογία

Το δείγμα αποτελείται 35 εταιρείες σε πέντε χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης (Β. Μακεδονία, Κροατία, Σερβία, Βοσνία-Ερζεγοβίνη, και Ελλάδα) για την περίοδο μεταξύ 2008 - 2012 και για σύνολο 175 παρατηρήσεων ετησίως. Η ποικιλομορφία του διοικητικού συμβουλίου εξετάζεται ως προς το φύλο, την εθνικότητα και την ακαδημαϊκή εκπαίδευση των μελών του τα οποία αποτελούν τις ανεξάρτητες μεταβλητές ενώ ως εξαρτημένες μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν ο δείκτης χρηματοοικονομικής απόδοσης στοιχείων του ενεργητικού (ROA) και ο δείκτης Tobin's Q. Χρησιμοποιήθηκαν επίσης ως μεταβλητές ελέγχου το ποσοστό των μετόχων που κατέχουν τη μεγαλύτερη αναλογία μετοχών, το μέγεθος της εταιρείας και το ποσοστό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου. Η ανάλυση των δεδομένων έγινε με τη μέθοδο ελέγχου υποθέσεων και γραμμικής παλινδρόμησης.

2.10.3 Αποτελέσματα

Η έρευνα καταλήγει στο γεγονός ότι, κατά μέσο όρο, οι εταιρείες των οποίων τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου κατέχουν υψηλό επίπεδο ακαδημαϊκής εκπαίδευσης και έχουν μεγάλο ποσοστό γυναικών είναι πιο κερδοφόρες και υπερτιμημένες στην αγορά ενώ ότι οι εταιρείες στον οποίων τα μέλη του διοικητικού συμβούλιο είναι σε μεγαλύτερο ποσοστό άλλης εθνικότητας υπόκεινται σε υποτίμηση.

2.11 Ηνωμένο Βασίλειο

2.11.1 Στόχος

Οι Afrifa & Tauringana, (2015) ερεύνησαν τις επιπτώσεις των παραγόντων της εταιρικής διακυβέρνησης στις επιδόσεις μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων (MME) και αν οι επιπτώσεις αυτές διαφέρουν μεταξύ των δύο κατηγοριών επιχειρήσεων.

2.11.2 Μεθοδολογία

Το δείγμα αποτελείται από 234 μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στην αγορά εναλλακτικών επενδύσεων του Ηνωμένου Βασιλείου, για περίοδο 10 ετών (2004-2013). Χρηματοπιστωτικές εταιρείες όπως οι τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρείες αποκλείστηκαν επειδή έχουν άλλου είδους λογιστικές απαιτήσεις. Τα δεδομένα αναλύθηκαν με τη μέθοδο γραμμικής παλινδρόμησης και τον έλεγχο υποθέσεων. Η εξαρτημένη μεταβλητή ήταν ο χρηματοοικονομικός δείκτης Tobin's Q και οι ανεξάρτητες το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου και το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών του, η ηλικία και τα έτη θητείας του διευθύνοντος συμβούλου και τέλος η αποζημίωση των μελών του διοικητικού συμβουλίου, τα ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού (η αναλογία τους σε σχέση με το σύνολο του ενεργητικού) και η δυνατότητα οικονομικής μόχλευσης.

2.11.3 Αποτελέσματα

Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι οι επιπτώσεις της εταιρικής διακυβέρνησης-το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, η ηλικία και η διάρκεια της θητείας του διευθύνοντος συμβούλου και οι αμοιβές των διευθυντών για όλες τις ΜΜΕ είναι σημαντικοί παράγοντες που σχετίζονται με τις χρηματοοικονομικές αποδόσεις των υπό εξέταση εταιριών. Εντούτοις διαφέρουν οι επιπτώσεις της εταιρικής διακυβέρνησης στις αποδόσεις των μικρών έναντι των μεσαίων επιχειρήσεων. Ενώ το μέγεθος του συμβουλίου σχετίζεται με την απόδοση τόσο των μικρών και των μεσαίων επιχειρήσεων, η ηλικία του διευθύνοντος συμβούλου είναι σημαντική μόνο για μεσαίες επιχειρήσεις και οι αμοιβές των μελών μόνο για τις μικρές, ενώ η θητεία του διευθύνοντος συμβούλου και το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών δεν έχουν αντίκτυπο σε καμία κατηγορία επιχειρήσεων από τις δυο. Επίσης από την έρευνα προέκυψε ότι όσο αυξάνεται ο αριθμός των μελών του ΔΣ τόσο μειώνεται η απόδοση και στις δυο κατηγορίες. Επιπροσθέτως, όσον αφορά την ηλικία και την θητεία του διευθύνοντος συμβούλου φαίνεται να σχετίζονται με καλύτερη απόδοση στις μικρότερες επιχειρήσεις. Ένα ακόμη εύρημα που αφορά στις μικρές επιχειρήσεις είναι ότι όσο αυξάνονται οι αποδοχές των μελών του ΔΣ τόσο μειώνεται η απόδοση των εταιριών αυτών.

2.12 Μπαχρέιν

2.12.1 Στόχος

Οι Khamis, Hamdan, & Elali (2015) εξέτασαν τη σχέση μεταξύ δομής ιδιοκτησίας και εταιρικής απόδοσης και την επίδραση της θεσμικής και διαχειριστικής ιδιοκτησίας στην απόδοση της επιχείρησης.

2.12.2 Μεθοδολογία

Το δείγμα αποτελείται από τις 42 έναντι των 48 εισηγμένων εταιρειών όλων των τομέων στο Bahrain Bourse για διάρκεια πέντε ετών, από το 2007 έως το 2011. Θα πρέπει να αναφερθεί ότι η θεσμική ιδιοκτησία είναι ο πιο συνηθισμένος τύπος ιδιοκτησίας που υπάρχει στην αγορά του Μπαχρέιν και ότι σε γενικές γραμμές, οι πέντε κορυφαίοι μέτοχοι των εταιρειών στο Bahrain Bourse κατέχουν πάνω από το 55% του συνόλου. Για την εξαγωγή συμπερασμάτων χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων και ο έλεγχος υποθέσεων. Ως εξαρτημένες μεταβλητές τέθηκαν ο δείκτης απόδοσης ενεργητικού (ROA) και ο δείκτης Tobin's Q. Τις εξαρτημένες μεταβλητές αποτέλεσαν τα ποσοστά ιδιοκτησίας μετοχών των πέντε μεγαλύτερων μετόχων ενώ ως επιπλέον μεταβλητές ελέγχου χρησιμοποιήθηκαν η ξένη ιδιοκτησία, η θεσμική ιδιοκτησία, το μέγεθος και η ηλικία της εταιρείας, το μέγεθος του ΔΣ, η χρηματοοικονομική μόχλευση, το ποσοστό αύξησης των πωλήσεων ετησίως και ο τομέας οικονομικής δραστηριότητας.

2.12.3 Αποτελέσματα

Τα αποτελέσματα της έρευνας κατέληξαν ότι το ποσοστό ιδιοκτησίας του κύριου μετόχου επιδρά αρνητικά στην απόδοση της εταιρείας, δεν συμβαίνει το ίδιο όμως με τα αντίστοιχα ποσοστά του δευτέρου, τρίτου, τέταρτου και πέμπτου μετόχου όπου δεν φαίνονται να επηρεάζουν την απόδοση με στατιστική σημαντικότητα. Συνολικά οι κορυφαίοι πέντε μέτοχοι φέρονται να έχουν αρνητική επίδραση στην απόδοση. Η σχέση μεταξύ διαχειριστικής ιδιοκτησίας και απόδοσης ήταν θετική αλλά όχι στατιστικά σημαντική. Έτσι φαίνεται να επιδρά στην απόδοση των εταιρειών που χαρακτηρίζονται από χαμηλότερο ποσοστό συγκεντρωμένης ιδιοκτησίας. Η μελέτη διαπίστωσε ότι η θεσμική ιδιοκτησία και το μέγεθος της εταιρείας επηρεάζουν θετικά την απόδοση ενώ αντιθέτως διαπιστώθηκε αρνητική σχέση μεταξύ της ξένης ιδιοκτησίας και του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου με την απόδοση. Τα αποτελέσματα όσον αφορά την επίδραση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης και επιδόσεων ήταν αντικρουόμενα ενώ η ηλικία και οι δείκτες ρευστότητας της

εταιρείας δεν έχουν καμία επίδραση.

2.13 Ιορδανία

2.13.1 Στόχος

Η έρευνα των Abbadi, Hijazi, & Al-Rahahleh (2016) που πραγματοποιήθηκε στην Ιορδανία, εξετάζει πώς επιδρά η ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης στην χειραγώγηση των κερδών.

2.13.2 Μεθοδολογία

Το δείγμα της έρευνας αποτελείται από 121 βιομηχανίες και εταιρείες παροχής υπηρεσιών που εισηγήθηκαν στο χρηματιστήριο του Αμάν (ASE) την περίοδο 2009-2013. Η αξιολόγηση και η ανάλυση των δεδομένων πραγματοποιήθηκε με την μέθοδο παλινδρόμησης. Ως ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν οι παράμετροι της εταιρικής διακυβέρνησης που ήταν το μέγεθος της επιχείρησης, η χρηματοοικονομική μόχλευση, η αύξηση των πωλήσεων και για την απόδοση ο δείκτης των περιουσιακών στοιχείων (ROA).

2.13.3 Αποτελέσματα

Τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής δείχνουν η εταιρική διακυβέρνηση επιδρά αρνητικά στο επίπεδο της χειραγώγησης των κερδών όπως αυτό προσδιορίζεται μέσω της χρήσης λογιστικών δεδουλευμένων. Όσον αφορά τις μεταβλητές ελέγχου, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι μεγάλες εταιρείες είναι λιγότερο πιθανό να υιοθετήσουν πρακτικές χειραγώγησης κέρδους οι οποίες ενδεχομένως να αναφέρονται στα οφέλη τους από τις οικονομίες κλίμακας, εταιρείες με μεγάλη απόδοση ενεργητικού (ROA) είναι λιγότερο πιθανό κάνουν χρήση των λογιστικών δεδουλευμένων για τον επαναπροσδιορισμό των κερδών, εταιρείες που έχουν υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιήσουν τεχνικές χειραγώγησης κερδών μέσω της χρήσης των δεδουλευμένων και να επαναδιατυπώσουν τις λογιστικές τους καταστάσεις, γεγονός που υποδηλώνει ότι αυτές οι εταιρείες προσπαθούν να δείξουν ένα περιθώριο ασφαλείας στους πιστωτές τους μέσω της εμφάνισης υψηλής κερδοφορίας.

Η αύξηση των πωλήσεων έδειξε αρνητικό σημαντικό συντελεστή συσχέτισης, ωστόσο τα

συνολικά αποτελέσματα της παλινδρόμησης έδειξαν ότι η αύξηση των πωλήσεων είναι ασήμαντη σε σχέση με τη χειραγώγηση των κερδών. Επιπλέον, τα αποτελέσματα έδειξαν επίσης ότι η χειραγώγηση των κερδών επηρεάζεται αρνητικά από τους δείκτες εταιρικής διακυβέρνησης που αναφέρονται στο διοικητικό συμβούλιο, στις συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου, στις επιτροπές ελέγχου, διορισμού και αποζημιώσεων.

Συνοψίζοντας οι Ιορδανικές εταιρείες διαφαίνεται να χειραγωγούν τα κέρδη τους, γεγονός που αποδίδεται στο ότι δεν έχουν ακόμη καταφέρει να φτάσουν σε ένα υψηλό επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης στηριζόμενοι στην αρχή " συμμόρφωση ή εξήγηση ". Δείχνουν λοιπόν αυξημένη κερδοφορία είτε με την χρήση διάφορων λογιστικών μεθόδων είτε με την υιοθέτηση δημοσιονομικών μέτρων για την καταβολή μειωμένων φόρων και εισφορών.

2.14 Γκάνα

2.14.1 Στόχος

Οι Darko, Aribi, & Uzonwanne (2016) μελέτησαν την τη σχέση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης και της εταιρικής απόδοσης των εισηγμένων εταιρειών στο χρηματιστήριο της Γκάνα.

2.14.2 Μεθοδολογία

Το δείγμα αποτελείται από 20 (από συνολικά 34) εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο της Γκάνα για περίοδο ετών από το 2008 έως το 2012. Η εταιρική διακυβέρνηση ορίζεται από τρεις δείκτες - δομή διοικητικού συμβουλίου, δομή ιδιοκτησίας και εταιρικός έλεγχος (ανεξάρτητες μεταβλητές), ενώ η εταιρική απόδοση μετράται με την απόδοση περιουσιακών στοιχείων (ROA), την απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE), το περιθώριο κέρδους (NPM) και τον δείκτη Tobin's Q (εξαρτημένες μεταβλητές).

Θα πρέπει να αναφερθεί ότι η Γκάνα είναι μια αναπτυσσόμενη χώρα που συχνά αντιμετωπίζει χαμηλές οικονομικές επιδόσεις, αδύναμη νομοθεσία και αδύναμα κανονιστικά πλαίσια, ρευστή χρηματιστηριακή αγορά και πολύ συχνή παρέμβαση στην αγορά από κυβερνητικές υπηρεσίες. Επίσης δε διαθέτει ειδικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης. Αυτό σημαίνει ότι οι εταιρείες τείνουν να λειτουργούν σε ένα διαφορετικό σύνολο κατευθυντήριων γραμμών εταιρικής διακυβέρνησης.

2.14.3 Αποτελέσματα

Η έρευνα κατέληξε σε ένα μικτό αποτέλεσμα όσον αφορά τον αντίκτυπο της εταιρικής διακυβέρνησης στην απόδοση των εταιρειών, γεγονός, που σύμφωνα με τους ερευνητές καταδεικνύει την ανάγκη όχι μόνο για την δημιουργία ενός ομοιόμορφου κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης για τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε αναδυόμενη αγορά αλλά και για την υιοθέτηση συγκεκριμένων εταιρικών προσεγγίσεων βασισμένων σε πρακτικές ορθής εταιρικής διακυβέρνησης. Πιο συγκεκριμένα με την ανάλυση δεδομένων με την μέθοδο γραμμικής παλινδρόμησης, την μέθοδο ANOVA και τον έλεγχο υποθέσεων προέκυψε ότι το η απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού (ROA) επηρεάζεται αρνητικά από το μέγεθος του ΔΣ και τον μεγάλο αριθμό ανεξάρτητων μελών. Για τον λόγο αυτό προτείνεται να υπάρχει ισορροπία ανάμεσα στα μέλη. Επίσης, επηρεάζεται αρνητικά από τον αριθμό συνεδριάσεων της επιτροπής ελέγχου ενώ ο αριθμός των μελών της δεν το επηρεάζει. Το ROE αν και έχει αρνητική σχέση με τον αριθμό των μελών του ΔΣ δεν είναι στατιστικά σημαντική και θεωρείτε ότι τελικώς δεν το επηρεάζει.

Επίσης διακρίνεται αρνητική επίδραση από την ανεξαρτησία των μελών του ΔΣ και τον αριθμό των συνεδριάσεων της επιτροπής ελέγχου. Επηρεάζεται θετικά από την ποικιλομορφία όσον αφορά το φύλο των μελών του ΔΣ και από την συγκεντρωμένη ιδιοκτησία χωρίς όμως να είναι στατιστικά σημαντική. Τέλος, δεν φαίνεται να υπάρχει επίδραση από τον αριθμό μελών της επιτροπής ελέγχου και την κρατική ιδιοκτησία. Το περιθώριο κέρδους (NPM) διαφαίνεται να επηρεάζεται από τις παραπάνω μεταβλητές στον ίδιο βαθμό και με τον ίδιο τρόπο με το ROE. Ομοίως και ο δείκτης Tobins Q με την διαφορά ότι η συγκεντρωμένη ιδιοκτησία επηρεάζει θετικά τον δείκτη και είναι στατιστικά σημαντική ενώ η κρατική ιδιοκτησία έχει αρνητική επίδραση.

2.15 Σαουδική Αραβία

2.15.1 Στόχος

Ο Alhumoudi (2016) στη μελέτη αυτή εξετάζει εάν η εφαρμογή εσωτερικών μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης επηρέασε την απόδοση των μη χρηματοοικονομικών εταιρειών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Σαουδικής Αραβίας «Tadawul», οκτώ χρόνια μετά την εφαρμογή του κώδικα Saudi CG.

2.15.2 Μεθοδολογία

Αναλύονται πληροφορίες που αφορούν ένα δείγμα 118 μη χρηματοοικονομικών Σαουδικών εταιρειών το 2014. Τα χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου που αξιολογούνται περιλαμβάνουν, το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου, τις συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου και τη δυαδικότητα του Διευθύνοντος Συμβούλου (ανεξάρτητες μεταβλητές), ενώ για την μέτρηση της απόδοσης χρησιμοποιούνται οι δείκτες απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ROE) και στοιχείων ενεργητικού (ROA) και ο Tobin's Q (εξαρτημένες μεταβλητές). Οι δομές ιδιοκτησίας περιλαμβάνουν την διαχειριστική (όταν η διαχείριση γίνεται από τους διαχειριστές-insiders) και την συγκεντρωτική ιδιοκτησία (ανεξάρτητες μεταβλητές). Τα δεδομένα αναλύθηκαν με την μέθοδο πολλαπλής παλινδρόμησης και τον έλεγχο υποθέσεων. Επιπλέον ως μεταβλητές ελέγχου οριστήκαν η μόχλευση και το μέγεθος της εταιρίας .

2.15.3 Αποτελέσματα

Τα εμπειρικά ευρήματα της μελέτης δείχνουν το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου και η δυαδικότητα του Διευθύνοντος Συμβούλου, είναι μεταξύ αυτών των χαρακτηριστικών του διοικητικού συμβουλίου με θετική επίδραση στην απόδοση της εταιρείας. Όσον αφορά την σχέση των δομών ιδιοκτησίας και της εταιρικής διακυβέρνησης, τα ευρήματα υποδηλώνουν ότι μόνο η διαχειριστική ιδιοκτησία επηρεάζει θετικά την απόδοση. Τα ευρήματα της μελέτης καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι δομές της εταιρικής διακυβέρνησης διαφέρουν σε κάθε χώρα, καθώς η καθεμία έχει τη δική της κοινωνική και κανονιστική κατάσταση.

2.16 Σαουδική Αραβία

2.16.1 Στόχος

Στην έρευνα που αφορά την Σαουδική Αραβία (Buallay, Hamdan, & Zureigat, 2017) εξετάζεται ο αντίκτυπος της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Εταιρική απόδοση των εισηγμένων εταιρειών στο χρηματιστήριο της Σαουδικής Αραβίας.

2.16.2 Μεθοδολογία

Τα δεδομένα της μελέτης συλλέχτηκαν από το χρηματιστήριο της Σαουδικής Αραβίας

(TADAUWL) για την περίοδο από το 2012 έως το 2014. Το δείγμα μελέτης συνίσταται από 171 εταιρείες. Τα μέτρα ROA για τον υπολογισμό της λογιστικής απόδοσης, ROE για της χρηματοοικονομικής και Tobin's Q της αγοραίας απόδοσης αποτέλεσαν τις εξαρτημένες μεταβλητές ενώ οι ανεξάρτητες ήταν το ποσοστό κυριότητας του μεγαλύτερου μετόχου, το συνολικό ποσοστό κατοχής των τριών μεγαλύτερων μετόχων, το μέγεθος και η ανεξαρτησία του ΔΣ και ο διαχωρισμός των θέσεων προέδρου και CEO. Επίσης χρησιμοποιήθηκαν πέντε μεταβλητές ελέγχου. Συγκεκριμένα αυτές ήταν το μέγεθος και η ηλικία της εταιρείας, αν ο εξωτερικός ελεγκτής είναι ένας από τους μεγαλύτερους 4 (KPMG, E&Y, PWC, Deloitte), το μέγεθος του ΔΣ και ο τομέας δραστηριότητας.

2.16.3 Αποτελέσματα

Συμπερασματικά, η μελέτη διαπίστωσε ότι το επίπεδο διακυβέρνησης ήταν 61,4% στο χρηματιστήριο της Σαουδικής Αραβίας, το οποίο θεωρείται υψηλό σε σύγκριση με τις προηγούμενες μελέτες. Τα αποτελέσματα της μελέτης δείχνουν ότι δεν υπάρχει σημαντική επίπτωση της υιοθέτησης της εταιρικής διακυβέρνησης σχετικά με τις λειτουργικές (ROA) και χρηματοοικονομικές (ROE) αποδόσεις της εταιρείας, ότι δεν επηρεάζει σημαντικά το ποσοστό κατοχής μετοχών του μεγαλύτερου μετόχου και η ανεξαρτησία του Διοικητικού Συμβουλίου στην απόδοση της επιχείρησης στην αγορά ενώ αντίθετα (σύμφωνα με το μέτρο Tobin's Q) διαπιστώθηκε σημαντική επίδραση της κυριότητας του μεγαλύτερου μετόχου και του μεγέθους του Διοικητικού Συμβουλίου.

Επιπρόσθετα διαπιστώθηκε ότι εταιρείες με χαμηλό δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης που αντικατοπτρίζει το γεγονός ότι δεν εφαρμόζουν επαρκώς πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης έχουν υψηλότερη απόδοση όταν αυτή μετράται μέσω ROE και ROA σε αντίθεση με το μέτρο Tobin's Q που έδειξε υψηλή απόδοση για εταιρείες που εφαρμόζουν πρακτικές και μηχανισμούς της εταιρικής διακυβέρνησης.

2.17 Ταϊλάνδη

2.17.1 Στόχος

Ο Buachoom (2018) σε αυτή τη μελέτη προσπαθεί να διευκρινίσει τους λόγους εμφάνισης μεικτών ευρημάτων στη σχέση μεταξύ των χαρακτηριστικών του διοικητικού συμβουλίου και της σταθερής απόδοσης στο χρηματιστήριο της Ταϊλάνδης στα οποία κατέληξαν

προηγούμενες μελέτες, καθορίζοντας τον αντίκτυπο των δομών του διοικητικού συμβουλίου σε διαφορετικά ποσοτικά επίπεδα σταθερής απόδοσης.

2.17.2 Μεθοδολογία

Το δείγμα αποτελείται από 446 εισηγμένες εταιρείες στην Ταϊλάνδη για περίοδο 15 ετών που κυμαίνεται από το 2000 έως το 2014. Στο δείγμα δεν περιλαμβάνονται οι εταιρείες υπό εξυγίανση, οι εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων και οι εταιρείες χρηματοπιστωτικού κλάδου. Στην παρούσα έρευνα τα οικονομικά μέτρα ROA, ROE, Tobin's Q και η απόδοση των μετοχών RET αποτελούν τις εξαρτημένες μεταβλητές ενώ οι ανεξάρτητες είναι το μέγεθος του ΔΣ, ο βαθμός ανεξαρτησίας του, η συχνότητα συνεδριάσεών του και η δυαδικότητα του ρόλου προέδρου και διευθύνοντος συμβούλου. Επίσης χρησιμοποιήθηκαν και μια σειρά από μεταβλητές ελέγχου όπως τα χαρακτηριστικά των μελών του ΔΣ και το ποσοστό των μετοχών που κατέχουν, η ύπαρξη συγκεντρωμένης ιδιοκτησίας (οι πέντε μεγαλύτεροι μέτοχοι) ή οικογενειοκρατία, η μόχλευση, ο δείκτης beta της εταιρίας, ο εξωτερικός ελεγκτής και ο δείκτης επενδύσεων. Στην έρευνα οι μεταβλητές ελέγχου φάνηκε να επηρεάζουν αρνητικά τον δείκτη RET και Tobin's Q εξαιρουμένων των μεταβλητών μόχλευσης και ελεγκτικής εταιρείας που επηρεάζουν το ROE και το ROA.

2.17.3 Αποτελέσματα

Τα ευρήματα δείχνουν ότι η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου, το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου και η συχνότητα συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου έχουν ως αποτέλεσμα τη βελτίωση της απόδοσης των εισηγμένων εταιρειών της Ταϊλάνδης. Επιπλέον, η διττότητα του Διευθύνοντος συμβούλου έχει σημαντική αρνητική επίδραση στην απόδοση της εταιρείας μετρούμενη με τα μέτρα ROA, ROE, Tobin's Q καθώς πιστεύεται ότι μειώνεται η αποδοτικότητα και ο έλεγχος του ΔΣ και προτείνει τον διαχωρισμό των ρόλων. Τέλος λαμβάνοντας υπόψη τα διαφορετικά ποσοτικά επίπεδα εταιρικής απόδοσης, τα αποτελέσματα αποκαλύπτουν ότι η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου και ο διπλός ρόλος της ηγεσίας έχουν σημαντική επίδραση στις εταιρείες με μέτρια απόδοση, ενώ το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου και η συχνότητα συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου έχει σημαντική επίδραση σε εταιρείες με υψηλή απόδοση. Ειδικότερα αναλύοντας τις εξαρτημένες μεταβλητές προέκυψε ότι η ανεξαρτησία του ΔΣ επηρεάζει θετικά και στατιστικώς σημαντικά τους δείκτες ROA, RET και Tobin's Q. Το μέγεθος του ΔΣ επιδρά στους ROA, ROE και RET. Οι συνεδριάσεις του ΔΣ φαίνεται να έχουν σημαντική επίδραση στους δείκτες ROE, RET και Tobin's Q.

2.18 Ηνωμένες Πολιτείες

2.18.1 Στόχος

Σκοπός της εργασίας των López-Quesada, Camacho-Miñano, & O. Idowu, (2018) ήταν να αναλύσει την επίδραση των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης στις οικονομικές επιδόσεις, όπως μετρώνται με τα συνολικά έσοδα (CI).

2.18.2 Μεθοδολογία

Στην έρευνα χρησιμοποιήθηκε ένα δείγμα 237 εισηγμένων εταιρειών από τον δείκτη S&P 500 για την περίοδο μεταξύ των ετών 2004-2009 η οποία θεωρείται περίοδος υψηλής μεταβλητότητας λόγω της οικονομικής κρίσης. Για την έρευνά τους εστίασαν στην συγκέντρωση μεταβλητών σε έναν δείκτη εσωτερικής εταιρικής διακυβέρνησης με βάση τα χαρακτηριστικά των μελών του ΔΣ, το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών του, την δυαδικότητα, την αποζημίωση του CEO και των αριθμό συνεδριάσεων του ΔΣ, ο οποίος αποτέλεσε μια εκ των ανεξάρτητων μεταβλητών. Ως μεταβλητές ελέγχου-ανεξάρτητες μεταβλητές όρισαν την αγοραία αξία, τις ετήσιες πωλήσεις και την μόχλευση. Ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποίησαν τα συνολικά έσοδα (CI) που αποτελούνται από άθροισμα καθαρών εσόδων και άλλων στοιχείων που δεν περιλαμβάνονται στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης. Τέτοια είναι τα μη ρευστοποιημένα έσοδα από τίτλους προς πώληση και κέρδη ή ζημιές ως αποτέλεσμα συναλλαγματικών ισοτιμιών. Ο λόγος επιλογής αυτού του μέτρου είναι γιατί σχετίζεται στενότερα με τη διακύμανση των τιμών των μετοχών και των συναλλαγματικών ισοτιμιών οπότε απεικονίζει καλύτερα την πραγματικότητα της αγοράς.

2.18.3 Αποτελέσματα

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η ύπαρξη υψηλών επιπέδων κουλτούρας εταιρικής διακυβέρνησης έχει θετικό αντίκτυπο στην οικονομική απόδοση των εταιρειών, δηλαδή, στο συνολικό εισόδημα (CI). Επιπλέον, δείχνουν ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ υψηλότερου ποσοστού των ανεξάρτητων μελών και των οικονομικών επιδόσεων της εταιρείας και αρνητική σχέση μεταξύ του αριθμού των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου και των οικονομικών επιδόσεων της εταιρείας καθώς αυτές συνδέονται με υψηλά κόστη. Τέλος οι μεταβλητές ελέγχου δεν φαίνεται να έχουν σημαντική επίδραση στο

συνολικό εισόδημα. Αξίζει να σημειωθεί ότι για την επικύρωση των διαπιστώσεων έγινε έλεγχος ευαισθησίας όπου ο δείκτης CI αντικαταστάθηκε από τους ROE,ROA και εισόδημα (NI) το οποίο κατέλεξε σε μεικτά αποτελέσματα.

2.19 Γαλλία

2.19.1 Στόχος

Η Triki Damak, (2018) στην εργασία της διερεύνησε την επιρροή της ποικιλομορφίας των φύλων του διοικητικού συμβουλίου στο επίπεδο και στη στρατηγική χειραγώγησης των κερδών. Πιο συγκεκριμένα ελέγχει αν η διαφορετικότητα των φύλων στα διοικητικά συμβούλια των εταιρειών μειώνει τη χειραγώγηση των κερδών και αν η παρουσία των γυναικών στα διοικητικά συμβούλια των εταιρειών ευνοεί μια πιο επιθετική ή μια πιο συντηρητική στρατηγική χειραγώγησης των κερδών. Η μελέτη αυτή διεξάγεται στο γαλλικό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης, όπου οι επιχειρήσεις από το 2010 διορίζουν περισσότερες γυναίκες στα διοικητικά συμβούλια (νόμος Coré-Zimmermann, 2011).

2.19.2 Μεθοδολογία

Πιο συγκεκριμένα, η έρευνα αυτή βασίζεται σε δείγμα 85 εισηγμένων εταιρειών του δείκτη SBF120 κατά την περίοδο 2010-2014. Η σχέση διαχείρισης κερδών και της παρουσίας γυναικών στα διοικητικά συμβούλια εξετάστηκε με ανάλυση χρονολογικών σειρών. Ακολουθήθηκε η μέθοδος των δεδουλευμένων καθώς η χειραγώγηση των κερδών γίνεται κατά κόρον μέσω αυτής της μεθόδου καθώς είναι δύσκολο να εντοπιστεί από τους τρίτους, εκτός της εταιρείας, η τεχνητή διόγκωση στα έσοδα η οποία πραγματοποιείται με την σύμφωνη γνώμη και καθοδήγηση της διοίκησης. Στην συνέχεια τα δεδομένα αναλύθηκαν με την μέθοδο γραμμικής παλινδρόμησης όπου η απόλυτη τιμή των δεδουλευμένων χρησιμοποιήθηκε ως εξαρτημένη μεταβλητή. Ως ανεξάρτητη μεταβλητή χρησιμοποιήθηκε το ποσοστό παρουσίας γυναικών στο ΔΣ σε συνδυασμό με μεταβλητές ελέγχου. Αυτές ήταν τα χαρακτηριστικά του ΔΣ (ανεξαρτησία, μέγεθος, δυαδικότητα CEO), το μέγεθος της εταιρίας, η θεσμική ιδιοκτησία, η απόδοση (ROA) και η μόχλευση.

2.19.3 Αποτελέσματα

Η μελέτη καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η προκαταρκτική εφαρμογή του νόμου Coré-Zimmermann του 2011 στη Γαλλία μείωσε το επίπεδο χειραγώγησης των κερδών. Επιπλέον, η εμπειρική πολυπαραγοντική ανάλυση δείχνει ότι οι γυναίκες στα διοικητικά συμβούλια

είναι αποτελεσματικές όσον αφορά τον ρόλο της εποπτείας και παρακολούθησης και καταδεικνύουν πιο ηθικές συμπεριφορές σε σχέση με τους άντρες ομολόγους τους και επομένως υπάρχει μια σημαντική μείωση της χειραγώγησης των κερδών. Ωστόσο η σχέση μεταξύ επιπέδου διαχείρισης κερδών και εκπροσώπησης γυναικών φαίνεται να είναι ισχυρότερη σε εταιρείες με χαμηλή θεσμική συμμετοχή.

Επιπρόσθετα, η έρευνα έδειξε ότι εκτός από την γυναικεία παρουσία σε διευθυντικές θέσεις ορισμένες μεταβλητές ελέγχου επιδρούν σημαντικά στην χειραγώγηση των κερδών. Συγκεκριμένα τα μεγάλα και με υψηλό ποσοστό ανεξαρτησίας ΔΣ καθώς και οι επιτροπές ελέγχου επιδρούν αρνητικά στην χειραγώγηση των κερδών καθώς ασκούν αποτελεσματικότερο έλεγχο. Επίσης όταν συνδυαστούν με τον δυαδικό ρόλο του διευθύνοντος σύμβουλου που είναι και πρόεδρος του ΔΣ τότε ακολουθούνται πιο επιθετικές πρακτικές χειραγώγησης. Στον αντίποδα εταιρίες με υψηλό ROA κινούνται σε πιο συντηρητικό πλαίσιο όσον αφορά την εν λόγω διαχείριση κερδών.

Σε παρόμοια έρευνα που πραγματοποίησαν οι Herrera-Cano & Gonzalez-Perez (2019) προσπάθησαν να αξιολογήσουν τη σχέση μεταξύ της παρουσίας γυναικών σε εταιρικά διοικητικά συμβούλια και τον αντίκτυπό αυτού στην εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση, πραγματοποιώντας μια συστηματική ανασκόπηση της υπάρχουσας βιβλιογραφίας. Χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 40 δημοσιευμένων μελετών από 28 χώρες, οι οποίες είχαν τα εξής χαρακτηριστικά: αξιολογούσαν τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου (όχι μόνο ανώτατες διευθυντικές θέσεις, διττότητα Διευθύνοντος συμβούλου κ.λπ.), η ποικιλομορφία της εταιρείας αφορούσε την εκπροσώπηση των γυναικών και η σταθερή απόδοση είχε υπολογιστεί με βάση τους δείκτες χρηματοοικονομικής απόδοσης της επένδυσης, της απόδοσης περιουσιακών στοιχείων (ROA), της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ROE) και του Tobin's Q.

Η ανασκόπηση αυτή καταλήγει στο συμπέρασμα πως αν και είναι θετική η συσχέτιση μεταξύ του αριθμού των γυναικών που υπηρετούν στα διοικητικά συμβούλια και των σταθερών οικονομικών επιδόσεων παρόλα αυτά, δεν θεωρείται σημαντική. Ωστόσο τονίζουν ότι, οι σημαντικές διαφορές μεταξύ των οικονομικών επιπτώσεων του διορισμού των γυναικών σε διοικητικά συμβούλια σε καθέναν από τους οικονομικούς δείκτες δεν ήταν πειστικές και επομένως τα στοιχεία σχετικά με τις εταιρικές ανεπάρκειες που προκαλούνται από τις υποχρεωτικές ποσοστώσεις ενισχύουν την ανάγκη σχεδιασμού και εφαρμογής πολιτικών και πρακτικών για την αύξηση του αριθμού των γυναικών στα διοικητικά

συμβούλια των επιχειρήσεων.

2.20 Ασία

2.20.1 Στόχος

Οι Iqbal, Nawaz, & Ehsan, (2019) στο άρθρο τους αναλύουν τη σχέση εταιρικής διακυβέρνησης και χρηματοοικονομικής απόδοσης σε μικροχρηματοπιστωτικά ιδρύματα στην Ασία.

2.20.2 Μεθοδολογία

Χρησιμοποίησαν ένα σύνολο δεδομένων από 173 ιδρύματα μικρών χρηματοδοτήσεων σε 18 ασιατικές χώρες για την περίοδο 2007-2011. Οι μελετητές σύστησαν έναν δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης με βάση επτά μεταβλητές: το μέγεθος και την ποικιλομορφία του ΔΣ ως προς το φύλο και την εθνικότητα, την δυαδικότητα του CEO, την γυναίκα CEO και το καθεστώς ιδιοκτησίας. Ο δείκτης αυτός αποτέλεσε μια από τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Επιπροσθέτως έθεσαν ως μεταβλητές ελέγχου την ηλικία και το μέγεθος των ιδρυμάτων, την φερεγγυότητα τους (όσον αφορά την αποπληρωμή των δανείων τους), το κανονιστικό τους πλαίσιο, το είδος των δανειοληπτών με τους οποίους συνάπτουν δάνεια (μεμονωμένα άτομα, ομάδες ατόμων) και το νομικό τους τύπο (τράπεζα, αγροτική τράπεζα, μη χρηματοπιστωτικός οργανισμός, μη κυβερνητικός οργανισμός ή πιστωτική οργάνωση). Οι εξαρτημένες μεταβλητές της εξίσωσης ήταν η αποδοτικότητα των περιουσιακών στοιχείων (ROA), των ιδίων κεφαλαίων (ROE) και του χαρτοφυλακίου (PY), ο δείκτης λειτουργικών δαπανών (OER) και ο δείκτης οικονομικής αυτάρκειας (OSS).

2.20.3 Αποτελέσματα

Τα αποτελέσματά της έρευνας δείχνουν ότι όλα τα χρηματοοικονομικά μοντέλα της έρευνας σχετίζονται στατιστικά σημαντικά και θετικά με τον δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης, επιβεβαιώνουν τον ενδογενή χαρακτήρα της εταιρικής διακυβέρνησης και της οικονομικής απόδοσης και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η κερδοφορία και η βιωσιμότητα των ιδρυμάτων μικρών χρηματοδοτήσεων βελτιώνονται με ορθές πρακτικές διακυβέρνησης και αντίστροφα τα πιο κερδοφόρα και βιώσιμα ιδρύματα μικρών χρηματοδοτήσεων έχουν καλύτερα συστήματα διακυβέρνησης. Επίσης ορισμένες μεταβλητές ελέγχου εμφανίζονται στατιστικά σημαντικές. Έτσι οργανισμοί μεγαλύτερου ρίσκου με βάση τα δάνεια τους

εμφανίζονται να έχουν χαμηλότερες αποδόσεις και να είναι λιγότερο αυτάρκεις.

Αξίζει να σημειωθεί ότι τα ιδρύματα αυτά στις εν λόγω χώρες χρησιμεύουν ως μέσο διάσωσης καθώς παρέχουν χρηματοοικονομικές και κοινωνικές υπηρεσίες σε αποκλεισμένα μέλη της κοινωνίας που δεν έχουν πρόσβαση στις παραδοσιακές χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες που προσφέρονται από τα συμβατικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

2.21 Μέση Ανατολή και Βόρεια Αφρική

2.21.1 Στόχος

Ο σκοπός της εργασίας των Mertzanis, Basuony, & Mohamed (2019) ήταν να διερευνήσει το ρόλο της εταιρικής διακυβέρνησης και των ιδιοκτησιακών χαρακτηριστικών των επιχειρήσεων στην απόδοσή τους υπό την επίδραση των διαφορετικών κοινωνικοοικονομικών παραγόντων στις χώρες της Μέσης Ανατολής και στην περιοχή της Βόρειας Αφρικής.

2.21.2 Μεθοδολογία

Το δείγμα αποτελείται από 225 εταιρείες εισηγμένες στα χρηματιστήρια έντεκα χωρών (Μπαχρέιν, Αίγυπτος, Ιορδανία, Κουβέιτ, Λίβανος, Μαρόκο, Σαουδική Αραβία, Τυνησία και Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα) και το χρονικό διάστημα της μελέτης ήταν από το 2007 έως το 2017. Χρησιμοποίησαν τρεις χρηματοοικονομικούς δείκτες εταιρικής απόδοσης: την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (ROA), την απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) και τον Tobin's Q και οι οποίοι αποτέλεσαν τις εξαρτημένες μεταβλητές της έρευνας. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές περιλαμβάνουν μια σειρά χαρακτηριστικών που αφορούν την εταιρική διακυβέρνηση όπως το είδος ιδιοκτησίας (συγκεντρωμένη, εταιρικών παραγόντων, θεσμικών και αλλοδαπών μετόχων), το μέγεθος και ανεξαρτησία του ΔΣ, το ποσοστό γυναικών στο ΔΣ, ο διαχωρισμός των ρόλων διευθύνοντος συμβούλου και προέδρου ΔΣ, η ρευστότητα και το ποσοστό ανάπτυξης.

Οι μεταβλητές αυτές συμπληρώνονται από ορισμένες ακόμη εξειδικευμένες μεταβλητές-δείκτες (οικονομικές και μη) που αφορούν σε κάθε χώρα χωριστά. Οι μεταβλητές αυτές περιλαμβάνουν δείκτες οικονομικής, χρηματοοικονομικής και ανθρώπινης ανάπτυξης, χρηματοοικονομικές προϋποθέσεις, ρυθμιστικά όργανα διακυβέρνησης, καθώς και ένα μεγάλο εύρος προϋποθέσεων, κοινωνικής δομής και συμπεριφοράς συμπεριλαμβανομένης και της θρησκείας.

2.21.3 Αποτελέσματα

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι, η εταιρική διακυβέρνηση μέσω των συνθέσεων του διοικητικού συμβουλίου και των δομών ιδιοκτησίας επιδρούν σημαντικά στην απόδοση της εταιρείας όπως υπολογίζεται και με τα τρία χρηματοοικονομικά μέτρα. Ωστόσο, ο αντίκτυπος στην απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (ROA) και στην απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) είναι διαφορετικός από τον αντίστοιχο του δείκτη Tobin's Q. Μεταξύ των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης, το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, η ιδιοκτησία εταιρικών παραγόντων και η θεσμική ιδιοκτησία είναι ισχυροί προγνωστικοί παράγοντες της εταιρικής απόδοσης σε όλες τις περιπτώσεις που εξετάζονται. Επίσης οι χρηματοοικονομικές μεταβλητές της μόχλευσης και της ρευστότητας φαίνεται επίσης να ασκούν ιδιαίτερη επίδραση στην σταθερή απόδοση.

Η επίδραση των πρακτικών της εταιρικής διακυβέρνησης και των δομών ιδιοκτησίας φαίνεται να μετριάζεται από τον έλεγχο των επιπτώσεων διαφόρων οικονομικών και μη παραγόντων σε επίπεδο χώρας, ο οποίος αντικατοπτρίζεται και στα τρία οικονομικά μέτρα. Ο αντίκτυπος αυτός θα πρέπει κάθε φορά να αξιολογείται κατάλληλα κατά περίπτωση. Όταν λαμβάνονται υπόψη τα λογιστικά μέτρα απόδοσης (ROA και ROE) αυτά επηρεάζονται από τα επίπεδα εισοδήματος, την ανισότητα, την οικονομική και χρηματοοικονομική ανάπτυξη και φαίνεται να βελτιώνονται σημαντικά με την επίδραση της εταιρικής ενώ όταν το μέτρο αξιολόγησης βασίζεται στην αγορά (Tobin's Q) φαίνεται να το επηρεάζουν σημαντικά, ο πληθωρισμός και η ανθρώπινη ανάπτυξη. Ο βελτιωτικός αντίκτυπος των ρυθμιστικών οργάνων διακυβέρνησης είναι διαφορετικός σε καθένα από αυτά σε σχέση με το υπό εξέταση μέτρο απόδοσης. Για παράδειγμα, ο έλεγχος της διαφθοράς είναι ένας σημαντικός παράγοντας-ρυθμιστής όταν ως μέτρο απόδοσης λαμβάνεται η απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE). Το ίδιο ισχύει και για τα μέτρα κοινωνικής διαστρωματοποίησης, τη θρησκευτικότητα και τη θρησκεία.

2.22 Ιράκ

Ο Talab et al., (2017) σε αυτή την εννοιολογική μελέτη προτείνουν ένα μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης για την ενίσχυση της απόδοσης των ιρακινών εισηγμένων εταιρειών με στόχο την επίλυση του παρατεταμένου προβλήματος της κακής απόδοσης των επιχειρήσεων μέσω των διαφόρων προσδιορισμένων εσωτερικών και εξωτερικών μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης που αντικατοπτρίζουν το οικονομικό κλίμα και το κλίμα αναφοράς του Ιράκ. Σε αυτό το πλαίσιο προτείνεται η δημιουργία επιτροπών εσωτερικών ελέγχων και η

εκπαίδευση των ατόμων που θα απαρτίζουν τις επιτροπές αυτές προκειμένου να διατηρήσει η επιχείρηση τα περιουσιακά της στοιχεία είναι και ταυτόχρονα να διασφαλίζεται ότι οι οικονομικές πληροφορίες απεικονίζουν την πραγματική απόδοση της εταιρείας.

Πίνακας 2.1 Συγκεντρωτικός Πίνακας Βιβλιογραφικών Αναφορών

Έτος	Χώρα	Ερευνητές	Χρ. Διάστημα	Δείγμα	Εξαρτημένες Μεταβλητές	Ανεξάρτητες Μεταβλητές	Μεταβλητές Ελέγχου	Μέθοδος	Συμπεράσματα
2003	Αυστραλία	Kiel & Nicholson	-	348	ROA, TOBINS Q	Μέγεθος ΔΣ, αναλογία ανεξάρτητων διοικητικών στελεχών, δυαδικότητα του CEO και τα αλληλοσυνδεόμενα μέλη.	-	Μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων & Έλεγχος υποθέσεων	Οι μεγαλύτερες εταιρείες έχουν μεγαλύτερο ποσοστό ανεξάρτητων μελών και μεγαλύτερη πιθανότητα διαχωρισμού του ρόλου προέδρου ΔΣ και CEO. Υπάρχει υψηλή συσχέτιση των μεταβλητών. Όμως, ο βαθμός επηρεασμού των ανεξάρτητων μεταβλητών εξαρτάται από το μέτρο με το οποίο μετράται η απόδοση.
2008	Νιγηρία	Kajola	2000-2006	20	ROE & περιθώριο κέρδους (PM)	Μέγεθος & σύνθεση ΔΣ, καθεστώς CEO, σύνθεση και ποσοστό ανεξαρτησίας επιτροπής ελέγχου.	-	Μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων	Το ROE επηρεάζεται θετικά από μέγεθος του ΔΣ. Ο διαχωρισμός των ρόλων προέδρου ΔΣ και CEO επηρεάζει θετικά και τα δυο μέτρα. Ενώ, το περιθώριο κέρδους (PM) δεν συσχετίζεται με την σύνθεση του ΔΣ όπως και με την ανεξαρτησία της επιτροπής ελέγχου.
2010	Καναδάς	Berthelot, Morris, & Morrill	2002-2005	289	Τιμή ανά μετοχή σε δεδομένο έτος	Η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή, το καθαρό εισόδημα ανά μετοχή και ο βαθμός κατάταξης εταιρικής διακυβέρνησης σε δεδομένο έτος.	-	Ανάλυση παλινδρόμησης	Διαπιστώθηκε ότι οι πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης σχετίζονται θετικά όχι μόνο με τη χρηματιστηριακή αλλά και με την λογιστική απόδοσή τους. Επίσης έδειξε ότι τα στοιχεία που επιδρούν περισσότερο στην απόδοση είναι η σύνθεση του ΔΣ, διάφορα θέματα που αφορούν τους μετόχους και την αποζημίωση των μελών του ΔΣ καθώς και θέματα που σχετίζονται με τα δικαιώματα των μετόχων της εταιρείας.

Έτος	Χώρα	Ερευνητές	Χρ. Διάστημα	Δείγμα	Εξαρτημένες Μεταβλητές	Ανεξάρτητες Μεταβλητές	Μεταβλητές Ελέγχου	Μέθοδος	Συμπεράσματα
2011	Κίνα	Sami, Wang, & Zhou	2001-2003	245	ROE,ROA TOBINS Q	Ο διαχωρισμός των ρόλων προέδρου και διευθύνοντος συμβούλου, το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών του ΔΣ, το ποσοστό κρατικής και θεσμικής ιδιοκτησίας, το ποσοστό των μετοχών που ανήκουν στον μεγαλύτερο μέτοχο	-	Μέθοδος γραμμικής παλινδρόμησης	Διαπιστώθηκε ότι η εταιρική διακυβέρνηση σχετίζεται θετικά και σημαντικά με τις επιδόσεις και την αποτίμηση των εταιριών. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της ανάλυσης παλινδρόμησης διαφάνηκε ότι εταιρείες που χαρακτηρίζονται από καλύτερη ποιοτικής εταιρική διακυβέρνηση πετυχαίνουν το στόχο τους που είναι οι καλύτερες επιδόσεις και έτσι αυξάνουν τον πλούτο τους.
2012	Καναδάς	Berthelot, Francoeur, & Labelle	2004-2005	199	Η αγοραία αξία ιδίων κεφαλαίων	Η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων, το καθαρό εισόδημα σε δεδομένο χρόνο καθώς και ο δείκτης εταιρικής διακυβέρνησης με βάση το ποσοστό ανεξάρτητων μελών του ΔΣ, το ποσοστό ανεξαρτησίας της επιτροπής ελέγχου, αποζημιώσεων και διορισμών, τη δυαδικότητα ή μη του CEO.	-	Μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων	Ελάχιστοι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης έχουν αντίκτυπο στην δημιουργία αξίας στην επιχείρηση. Ενώ, ορισμένοι όπως το ποσοστό ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου, η χρήση των δικαιωμάτων προαίρεσης και η συχνότητα συνεδριάσεων του ΔΣ φαίνεται να σχετίζονται με χαμηλότερη απόδοση.
2013	Τουρκία	Doğan, Elitaş, Ağca, & Ögel	2009-2010	204	ROE,ROA, TOBINS Q	Η δυαδικότητα του CEO που κατέχει και θέση μέλους στο ΔΣ, η ηλικία της εταιρίας, ο αριθμός μελών του ΔΣ και το ποσοστό των μετοχών που δεν κατέχονται από μεγαλομετόχους.	-	Πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση	Αρνητική σχέση μεταξύ του διπλού ρόλου CEO ο οποίος οδηγεί σε χαμηλότερη απόδοση. Επίσης διαπιστώθηκε αρνητική σχέση μεταξύ των ROE,ROA και ηλικίας της εταιρία ενώ δεν βρέθηκε συσχέτιση της με τον χρηματοοικονομικό δείκτη Tobin's Q. Τέλος διαπιστώθηκε ότι όσο αυξάνεται ο αριθμός των μελών του ΔΣ τόσο μειώνεται η απόδοση.

Έτος	Χώρα	Ερευνητές	Χρ. Διάστημα	Δείγμα	Εξαρτημένες Μεταβλητές	Ανεξάρτητες Μεταβλητές	Μεταβλητές Ελέγχου	Μέθοδος	Συμπεράσματα
2013	Βιετνάμ	Thuy & Duc	2006-2011	77	ROE	Μέγεθος ΔΣ, ποσοστό γυναικών στο ΔΣ, δυαδικότητα του CEO, επίπεδο εκπαίδευσης & εργασιακή εμπειρία των μελών του διοικητικού συμβουλίου, παρουσία ανεξάρτητων μελών, αποζημίωση & το ποσοστό κυριότητας μετοχών των μελών του ΔΣ, ποσοστό των μεγαλομετόχων	-	Μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων	Η παρουσία γυναικών στο ΔΣ, η εργασιακή εμπειρία των μελών του διοικητικού συμβουλίου και η αποζημίωση τους έχουν θετικές επιπτώσεις στην απόδοση των επιχειρήσεων. Επίσης η δυαδικότητα του CEO συμβάλλει θετικά στην απόδοση. Δεν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ του ποσοστού ανεξάρτητων μελών του ΔΣ και εταιρικής απόδοσης.
2014	Πορτογαλία	Alves	2003-2010	264	Η ποιότητα των κερδών	Ανεξαρτησία του ΔΣ, μόχλευση, ταμειακές ροές, χρήση ή μη μιας εκ των ελεγκτικών εταιρειών από τις BIG4 και οι επενδυτικές ευκαιρίες ως ο λόγος την αγοραίας αξίας των ιδίων κεφαλαίων προς τη λογιστική τους αξία	-	Μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων	Οι επιχειρήσεις με υψηλότερο ποσοστό ανεξάρτητων μελών αναφέρουν κέρδη υψηλότερης ποιότητας σε σύγκριση με τις επιχειρήσεις με χαμηλό ποσοστό ανεξάρτητων μελών. Επιπλέον, οι ταμειακές ροές επηρεάζουν θετικά τα κέρδη, ενώ η μόχλευση, οι επενδυτικές ευκαιρίες και το μέγεθος της επιχείρησης φαίνεται να έχουν αρνητική επιρροή στην ποιότητα των κερδών.
2014	Ινδία & Νότια Κορέα	Gupta & Sharma	2005-2013	10 διεθνείς εταιρείες	ROE,ROA	Δομή του ΔΣ, ο αριθμός επιτροπές που λειτουργούν στην επιχείρηση, η γνωστοποίηση πληροφοριών για τα ποσά των αποζημιώσεων των μελών του ΔΣ, οι συναλλαγές μεταξύ των συνδεδεμένων μερών, η σύνδεση αμοιβών των διευθυντών με τα κέρδη των εταιρειών και τέλος η χρήση ή μη μιας εκ των ελεγκτικών εταιρειών από τις BIG4	-	-	Στην Ινδία οι εταιρείες εμφανίζουν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με την Νότια Κορέα όπου η οικογενειοκρατία σε συνδυασμό με έλλειψη νομοθεσίας όσον αφορά την εταιρική διακυβέρνηση οδηγούν τις εταιρείες σε χαμηλότερες αποδόσεις. Εκτός από τις ορθές πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση.

Έτος	Χώρα	Ερευνητές	Χρ. Διάστημα	Δείγμα	Εξαρτημένες Μεταβλητές	Ανεξάρτητες Μεταβλητές	Μεταβλητές Ελέγχου	Μέθοδος	Συμπεράσματα
2014	Νοτιοανατολική Ευρώπη	Fidanoski, Simeonovski, & Mateska	2008-2012	35	ROA, TOBINS Q	Η ποικιλομορφία του ΔΣ ως προς το φύλο, την εθνικότητα και την ακαδημαϊκή εκπαίδευση των μελών του	Το ποσοστό των μετοχών που κατέχουν το μεγαλύτερο αναλογία μετοχών, το μέγεθος της εταιρείας και το ποσοστό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ.	Πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση & έλεγχος υποθέσεων	Οι εταιρείες των οποίων τα μέλη του ΔΣ κατέχουν υψηλή ακαδημαϊκή εκπαίδευση και έχουν μεγάλο ποσοστό γυναικών είναι πιο κερδοφόρες και υπερτιμημένες στην αγορά ενώ ότι οι εταιρείες με μεγαλύτερο ποσοστό μελών άλλης εθνικότητας υπόκεινται σε υποτίμηση.
2015	Ηνωμένο Βασίλειο	Afrifa & Tauringana	2004-2013	234	TOBINS Q	Το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών του, η ηλικία, τα έτη θητείας του CEO και τέλος η αποζημίωση των μελών του διοικητικού συμβουλίου	Η ετήσια αύξηση πωλήσεων, η ηλικία & το μέγεθος επιχείρησης, τα ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία και η μόχλευση.	Πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση & έλεγχος υποθέσεων	Ενώ το μέγεθος του συμβουλίου σχετίζεται με την απόδοση τόσο των μικρών και των μεσαίων επιχειρήσεων. Η ηλικία και η θητεία του διευθύνοντος συμβούλου φαίνεται να σχετίζονται με καλύτερη απόδοση στις μικρότερες επιχειρήσεις. Επίσης όσο αυξάνονται οι αποδοχές των μελών του ΔΣ τόσο μειώνεται η απόδοση των μικρών εταιριών.
2015	Μπαχρέιν	Khamis, Hamdan, & Elali	2007-2011	42	ROA, TOBINS Q	Τα ποσοστά ιδιοκτησίας μετοχών των πέντε μεγαλύτερων μετόχων	Η ξένη και η θεσμική ιδιοκτησία, το μέγεθος και η ηλικία της εταιρείας, το μέγεθος του ΔΣ, η χρηματοοικονομική μόχλευση, το ποσοστό αύξησης των πωλήσεων ετησίως και ο τομέας οικονομικής δραστηριότητας.	Μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων & έλεγχος υποθέσεων	Το ποσοστό ιδιοκτησίας του κύριου μετόχου επιδρά αρνητικά στην απόδοση της εταιρείας. Η θεσμική ιδιοκτησία και το μέγεθος της εταιρείας επηρεάζουν θετικά την απόδοση ενώ αντιθέτως διαπιστώθηκε αρνητική σχέση μεταξύ της ξένης ιδιοκτησίας και του μεγέθους του ΔΣ με την απόδοση.

Έτος	Χώρα	Ερευνητές	Χρ. Διάστημα	Δείγμα	Εξαρτημένες Μεταβλητές	Ανεξάρτητες Μεταβλητές	Μεταβλητές Ελέγχου	Μέθοδος	Συμπεράσματα
2016	Ιορδανία	Abbadi, Hijazi, & Al-Rahahleh	2009-2013	121	Ποσοστό χειραγώγησης κερδών με τη χρήση λογιστικών δεδολεωμένων	Το μέγεθος της επιχείρησης , η χρηματοοικονομική μόγλευση, η αύξηση των πωλήσεων και η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (ROA)		Πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση	Τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής δείχνουν η εταιρική διακυβέρνηση επιδρά αρνητικά στο επίπεδο της χειραγώγησης των κερδών μετρούμενο μέσω της χρήσης λογιστικών δεδολεωμένων. Επίσης ότι η χειραγώγηση των κερδών επηρεάζεται αρνητικά από τους δείκτες εταιρικής διακυβέρνησης που αναφέρονται στο διοικητικό συμβούλιο, στις συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου, στις επιτροπές ελέγχου, υποψηφιοτήτων και αποζημιώσεων.
2016	Γκάνα	Darko, Aribi, & Uzonwanne	2008-2012	20	ROE,ROA, TOBINS Q, NPV	Δομή διοικητικού συμβουλίου (μέγεθος, ανεξαρτησία, αναλογία φύλων, δομή ιδιοκτησίας (ιδιωτική και κρατική) και εταιρικός έλεγχος (σύσταση και αριθμός συνεδριάσεων επιτροπής ελέγχου)	-	Πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση , ANOVA, έλεγχος υποθέσεων	Μικτό αποτέλεσμα λόγω εφαρμογής ποικίλων και προσαρμοσμένων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης λόγω έλλειψης κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης.
2016	ιαουδική Αραβία	Alhumoudi	2014	118	ROE,ROA, TOBINS Q	Μέγεθος , αριθμός συνεδριάσεων και σύνθεση ΔΣ, δυαδικότητα CEO, διαχειριστική και συγκεντρωμένη εξουσία	Μόγλευση, μέγεθος εταιρίας	Πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση -έλεγχος υποθέσεων	Το μέγεθος, η δυαδικότητα του CEO και η διαχειριστική εξουσία επηρεάζουν θετικά την απόδοση.

Έτος	Χώρα	Ερευνητές	Χρ. Διάστημα	Δείγμα	Εξαρτημένες Μεταβλητές	Ανεξάρτητες Μεταβλητές	Μεταβλητές Ελέγχου	Μέθοδος	Συμπεράσματα
2017	Σαουδική Αραβία	Buallay, Hamdan, & Zureigat	2012-2014	171	ROE,ROA, TOBINS Q	Το ποσοστό ιδιοκτησίας κύριου μετόχου ,ποσοστό ιδιοκτησίας τριών μεγαλύτερων μετόχων, μέγεθος και ανεξαρτησία ΔΣ και διαχωρισμός θέσεων προέδρου και CEO	Μέγεθος & ηλικία εταιρίας, εξωτερικός ελεγκτής, μέγεθος ΔΣ και τομέας δραστηριοποίησης	Πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση	Δεν υπάρχει σημαντικός αντίκτυπος της εταιρικής διακυβέρνησης στην απόδοση των εταιριών όταν αυτή μετράται με ROA και ROE. Αντιθέτως ο δείκτης Tobin's Q επηρεάζεται από την εφαρμογή της όσον αφορά την κυριότητα του μεγαλύτερου μετόχου και του μεγέθους του ΔΣ.
2018	Ταϊλάνδη	Buachoom	2000-2014	446	ROE,ROA,RET TOBINS Q	Μέγεθος, βαθμός ανεξαρτησίας και συχνότητα συνεδριάσεων ΔΣ και η δυαδικότητα ρόλου προέδρου ΔΣ και CEO	Χαρακτηριστικά των μελών ΔΣ & ποσοστό των μετοχών ιδιοκτησίας τους, συγκεντρωμένη ή μη ιδιοκτησία ,μόγλευση, δείκτης beta, εξωτερικός ελεγκτής (BIG4) και δείκτης επενδύσεων	Πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση -έλεγχος υποθέσεων	Η ανεξαρτησία, το μέγεθος και ο αριθμός συνεδριάσεων του ΔΣ επηρεάζουν θετικά την εταιρική απόδοση σε αντίθεση με την δυαδικότητα που έχει στατιστικά σημαντικό αρνητικό αντίκτυπο.
2018	ΗΠΑ	López-Quesada, Camacho-Miñano, & O. Idowu,	2004-2009	237	CI-Σύνολο εσόδων	Ειδικός δείκτης εταιρικής διακυβέρνησης (δομημένος με βάση τα χαρακτηριστικά του ΔΣ και λοιπών στοιχείων)	Αγοραία αξία, πωλήσεις, μόγλευση	Πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση	Τα επίπεδο υιοθέτησης εταιρικής διακυβέρνησης έχει θετικό αντίκτυπο στην εταιρική απόδοση και την κερδοφορία όταν μετράται με το δείκτη CI.

Έτος	Χώρα	Ερευνητές	Χρ. Διάστημα	Δείγμα	Εξαρτημένες Μεταβλητές	Ανεξάρτητες Μεταβλητές	Μεταβλητές Ελέγχου	Μέθοδος	Συμπεράσματα
2018	Γαλλία	Triki Damak	2010-2014	85	Απόλυτη τιμή δεδουλευμένων (υπό την διακριτική ευχέρεια της διοίκησης)	Ποσοστό παρουσίας γυναικών στα διοικητικά συμβούλια των εταιρειών	Χαρακτηριστικά του ΔΣ (ανεξαρτησία, μέγεθος, δυαδικότητα CEO), το μέγεθος της εταιρίας, η θεσμική ιδιοκτησία, η απόδοση (ROA) και η μόχλευση	Μέθοδος των δεδουλευμένων ν-μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων- παραλλαγές οικονομικού μέτρου STATA	Οι γυναίκες- μέλη ΔΣ είναι πιο αποδοτικές σε ελεγκτικό επίπεδο και έχουν αρνητική επίδραση στην στρατηγική χειραγώγησης των κερδών. Τα μεγάλα, ανεξάρτητα ΔΣ καθώς και οι επιτροπές ελέγχου μειώνουν την χειραγώγηση κερδών.
2019	Ασία	Iqbal, Nawaz, & Ehsan	2007-2011	173	ROA,ROE,PY, OER, OSS	Ειδικός δείκτης εταιρικής διακυβέρνησης (δομημένος με βάση το μέγεθος, την ποικιλομορφία του ΔΣ, τη δυαδικότητα CEO, τη γυναίκα CEO και το καθεστώς ιδιοκτησίας)	Η ηλικία και το μέγεθος των οργανισμών, η φερεγγυότητα τους, το κανονιστικό τους πλαίσιο, το είδος των δανειοληπτών με τους οποίους συναλλάσσονται και ο νομικός τύπος τους	Πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση	Η κερδοφορία και η βιωσιμότητα των ιδρυμάτων μικρών χρηματοδοτήσεων βελτιώνονται με ορθές πρακτικές διακυβέρνησης και αντίστροφα τα πιο κερδοφόρα και βιώσιμα ιδρύματα μικρών χρηματοδοτήσεων έχουν καλύτερα συστήματα διακυβέρνησης.
2019	Μέση Ανατολή- Βόρεια Αφρική(Σύνολο 11 χωρών)	Mertzanis, Basuony,& Mohamed	2007-2017	225	ROE,ROA, TOBINS Q	Το είδος ιδιοκτησίας, το μέγεθος και ανεξαρτησία του ΔΣ, το ποσοστό γυναικών στο ΔΣ, ο διαχωρισμός των ρόλων διευθύνοντος συμβούλου και προέδρου ΔΣ, η ρευστότητα και το ποσοστό ανάπτυξης	-	Πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση - Μέθοδος STATA, Μέθοδος Hausman	Η απόδοση των εταιριών επηρεάζεται από την υιοθέτηση εταιρικής διακυβέρνησης. Ωστόσο, η σημασία και το μέγεθος επίδρασής της μετρίζονται από πολυδιάστατους οικονομικούς και μη παράγοντες σε επίπεδο χώρας, οι οποίοι δεν θα πρέπει να παραβλέπονται.

Κεφάλαιο 3^ο

Βιβλιογραφική ανασκόπηση ερευνών για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα.

Στο παρόν κεφάλαιο γίνεται μια βιβλιογραφική επισκόπηση ερευνών που αφορούν την Ελλάδα και μελετούν τον αντίκτυπο των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης στην απόδοση των εταιριών μέσω των οικονομετρικών δεικτών. Οι έρευνες ταξινομούνται όσον αφορά την παρουσίαση τους τόσο ανάαντικείμενο έρευνας όσο και χρονολογικά. Το γεγονός αυτό μας επιτρέπει να αξιολογήσουμε τα ευρήματα τους αφενός σε συνδυασμό μεταξύ τους εφόσον αναφέρονται στις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζονται στην Ελλάδα και αφετέρου να εντοπίσουμε την τυχόν μεταβολή της επίδρασης των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης στην απόδοση των εταιριών σε χρονολογική κλίμακα. Στο τέλος του κεφαλαίου γίνεται αναφορά μιας έρευνας στην οποία διερευνάται η σχέση εταιρικής διακυβέρνησης και φοροαποφυγής στην Ελλάδα. Η έρευνα αυτή παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον.

1. Μέγεθος διοικητικού συμβουλίου, δομή ηγεσίας, καθεστώς διευθύνοντος συμβούλου και απόδοση.

1.1 Σκοπός

Η έρευνα των Koufopoulos & Balta, (2006) αποσκοπεί στην εξέταση της σχέσης μεταξύ τριών μηχανισμών της Ελληνικής εταιρικής διακυβέρνησης - μέγεθος διοικητικού συμβουλίου, ηγετικής δομής και καθεστώς διευθύνοντος συμβούλου- και της εταιρικής απόδοσης.

1.2 Μεθοδολογία

Χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα που αντλήθηκαν από 316 εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) για τα έτη 2001-2002. Επιλέχθηκαν εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, επειδή είναι η μοναδική επίσημη αγορά μετοχών που διαπραγματεύεται στην ελληνική κεφαλαιαγορά.

Ως ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν: το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, η δομή της ηγεσίας και η εξάρτηση / ανεξαρτησία του Διευθύνοντος Συμβούλου. Επιπλέον, το μέγεθος των εταιρειών, η δομή ιδιοκτησίας, ο βιομηχανικός κλάδος, η ηλικία και ο αριθμός των ετών που οι εταιρείες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών χρησιμοποιήθηκαν ως μεταβλητές ελέγχου. Τα οικονομικά μέτρα που χρησιμοποιήθηκαν ήταν η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE), η απόδοση του απασχολούμενου κεφαλαίου (ROCE) και το περιθώριο κέρδους. Για την απεικόνιση αφενός των δεδομένων και αφετέρου για την διερεύνηση των υπαρχουσών σχέσεων μεταξύ των ανεξάρτητων και εξαρτημένων μεταβλητών χρησιμοποιήθηκαν περιγραφικές στατιστικές και ανάλυση συσχετίσεων .

1.3 Αποτελέσματα

Τα ευρήματα από την έρευνα δείχνουν ότι ούτε η δομή της ηγεσίας του διοικητικού συμβουλίου ούτε η εξάρτηση / ανεξαρτησία του Διευθύνοντος Συμβούλου έδειξαν έντονα σημαντικά αποτελέσματα στην απόδοση της εταιρείας και συμφωνούν με παρόμοιες μελέτες όπου διαπιστώθηκε ότι ο διαχωρισμός των ρόλων διευθύνοντος συμβούλου και προέδρου δεν οδηγεί σε βελτιωμένη απόδοση της εταιρείας. Ωστόσο, βρέθηκε μια θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων (ROE) χρησιμοποιώντας την ανάλυση συσχέτισης του Spearman. Αυτό δείχνει ότι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου σχετίζεται θετικά με την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας (ROE).

2. Ιδιοκτησιακή δομή και διακυμάνσεις στην απόδοση.

2.1 Σκοπός

Οι Karopoulos & Lazaretou, (2007), στην έρευνά τους προσπαθούν να διαπιστώσουν εάν υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις που να υποστηρίζουν την αντίληψη ότι οι διαφορές μεταξύ των επιχειρήσεων, στις παρατηρούμενες ιδιοκτησιακές δομές οδηγούν σε συστηματικές αποκλίσεις στην παρατηρούμενη απόδοση των εταιρειών αυτών έχοντας ως έναυσμα την διατριβή των Berle-Means (1932 *The Modern Corporation and Private Property* New York: Harcourt, Brace and World) η οποία υπονοεί ότι η διάχυτη ιδιοκτησία επηρεάζει αρνητικά την απόδοση της εταιρείας.

2.2 Μεθοδολογία

Τα ερευνητικά δεδομένα συλλέχθηκαν από ένα τυχαίο δείγμα 175 ελληνικών εταιρειών. Το συνολικό δείγμα καλύπτει όλους τους τομείς της ελληνικής οικονομίας και τα στοιχεία αναφέρονται στο έτος 2000. Στην μεθοδολογία τους χρησιμοποίησαν τη δομή ιδιοκτησίας, πρώτον, ως ενδογενή μεταβλητή και, δεύτερον, εξέτασαν δύο διαφορετικά μέτρα δομής ιδιοκτησίας που αντικατοπτρίζουν τις διαφορετικές ομάδες μετόχων με αντικρουόμενα συμφέροντα μέσα σε έναν οργανισμό. Τα μέτρα αυτά είναι: ο αριθμός των μετοχών (δικαιώματα ψήφου) που ανήκουν στους σημαντικούς μετόχους μιας εταιρείας, σε ποσοστό μεγαλύτερο του 5% των κυκλοφορουσών μετοχών (εξωτερικοί SH), και το μέρος των μετοχών που ανήκουν στη διοίκηση μιας εταιρείας (μέλη του διοικητικού συμβουλίου, διευθύνων σύμβουλος, ανώτατη διοίκηση), αντιστοίχως σε ποσοστό μεγαλύτερο του 5% των μετοχών που είναι σε κυκλοφορία (εσωτερικοί SH). Όσον αφορά την εταιρική απόδοση, για τον προσδιορισμό της χρησιμοποίησαν δύο μέτρα, το Tobin's Q και το ποσοστό λογιστικού κέρδους.

2.3 Αποτελέσματα

Τα ευρήματα δείχνουν ότι υπάρχει μια γραμμική θετική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και ιδιοκτησιακής δομής. Και τα δυο μέτρα ιδιοκτησίας: ποσοστό μετοχών που κατέχεται από τη διοίκηση όσο και το ποσοστό μετοχών που κατέχεται από σημαντικούς εξωτερικούς μετόχους, επηρεάζουν θετικά τον Tobin's Q. Τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός στον οποίο οι μετοχές συγκεντρώνονται στα χέρια εξωτερικών ή εσωτερικών μετόχων, τόσο αποτελεσματικότερη είναι η εποπτεία και η πειθαρχία της διαχειριστικής συμπεριφοράς και ως εκ τούτου οδηγεί τον οργανισμό σε καλύτερη απόδοση. Επίσης όσο πιο υψηλό είναι το ποσοστό των εξωτερικών μετοχών τόσο πιο πιθανό είναι να συμμετέχουν στην διαμόρφωση αποφάσεων του διοικητικού συμβουλίου.

Επιπλέον, υπάρχουν σαφείς ενδείξεις ότι η αυξανόμενη απόδοση της εταιρείας οδηγεί σε αύξηση της αξίας των δικαιωμάτων προαίρεσης που κατέχονται από τη διοίκηση ή τους σημαντικούς μετόχους, τα οποία, εάν ασκηθούν, θα αυξήσουν την κυριότητα των μετοχών που τα κατέχουν. Τέλος, διαπιστώθηκε ότι η κερδοφορία σχετίζεται αρνητικά με την μόχλευση δηλαδή με την αναλογία χρέους προς τα περιουσιακά στοιχεία, γεγονός που οφείλεται στην διακύμανση των επιτοκίων.

3. Επιπτώσεις της διακυβέρνησης στην αγοραία αξία των εταιρειών και των μη φυσιολογικών αποδόσεων των ιδίων κεφαλαίων.

3.1 Σκοπός

Οι Toudas & Karathanassis, (2007) στην έρευνα αυτή είχαν ως στόχους την κατασκευή ενός δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης με βάση τις απαντήσεις που δόθηκαν σε ένα ερωτηματολόγιο που αποστάλθηκε στα στελέχη ελληνικών εταιρειών, οι μετοχές των οποίων είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, την διερεύνηση του ζητήματος, - αν το σύνολο των πρακτικών και διατάξεων εταιρικής διακυβέρνησης που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις αποφέρει αξία στους μετόχους- και τρίτον την διερεύνηση του βαθμού στον οποίο οι μεταβολές στις εμπειρικές μη φυσιολογικές αποδόσεις μπορούν να εξηγηθούν από αλλαγές στους παράγοντες που περιλαμβάνονται στο μοντέλο τεσσάρων παραγόντων. Θα πρέπει να αναφερθεί ότι οι επιπτώσεις της διακυβέρνησης στην αγοραία αξία των εταιρειών και των μη φυσιολογικών αποδόσεων των ιδίων κεφαλαίων δεν είχαν διερευνηθεί πριν από την συγκεκριμένη έρευνα όσον αφορά την Ελληνική Κεφαλαιαγορά.

3.2 Μεθοδολογία

Το δείγμα της έρευνας αποτελείται από 314 εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Τα δεδομένα που συγκεντρώθηκαν αφορούν τα έτη 2004 και 2005. Για να προσδιοριστεί η ποιότητα των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης που ακολουθούνται από τις ελληνικές εταιρείες του ανωτέρω δείγματος διατυπώσανε έναν αριθμό ερωτήσεων βάσει ορισμένων διατάξεων που εκδόθηκαν από τις ευρωπαϊκές αρχές και τις αρχές των ΗΠΑ.

Από τα 314 ερωτηματολόγια που εστάλησαν, 262 (83,4%) συμπληρώθηκαν και επιστράφηκαν για ανάλυση, ποσοστό απαντήσεων που χαρακτηρίζεται υψηλό για αυτό το είδος έρευνας. Στη συνέχεια κωδικοποίησαν τις 55 δυαδικές ερωτήσεις, δίνοντας έναν βαθμό για κάθε πρακτική που περιορίζει τα δικαιώματα των μετόχων και κανέναν βαθμό (μηδέν) για κάθε διάταξη που αυξάνει την ισχύ των μετόχων και μόνο έξι ελήφθησαν υπόψη. Σε αυτό το πλαίσιο, καθορίσανε τη συνολική βαθμολογία των απαντήσεων στις έξι ερωτήσεις και οι βαθμολογίες κυμαίνονταν από 0 έως 6. Οι εταιρείες με συνολική βαθμολογία ίση ή / και μικρότερη από 1 ταξινομούνται ως δημοκρατικές, οι εταιρείες με βαθμολογία ίσο ή / και μεγαλύτερο από 4 ταξινομούνται ως δικτατορικές. Οι

επιχειρήσεις με βαθμολογία από 2 έως 3 ταξινομούνται ως ημι-δημοκρατικές. Με βάση τις παραπάνω ταξινομήσεις δημιουργήθηκαν τρεις τύποι χαρτοφυλακίων που περιλαμβάνουν φιλικές προς τους μετόχους (δημοκρατικές), φιλικές για διαχειριστές (δικτατορικές) και εταιρείες ημι-δημοκρατικές. Όσον αφορά τη σχέση μεταξύ διακυβέρνησης και εταιρικής απόδοσης, για τον προσδιορισμό της χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης Tobin's q, για τον υπολογισμό του οποίου χρησιμοποιήθηκαν οι δημοσιευμένες ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, καθώς και οι τιμές των μετοχών την τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσης για τα έτη 2004 και 2005.

3.3 Αποτελέσματα

Τα αποτελέσματά της έρευνας έδειξαν ότι οι ημι-δημοκρατικές κυριαρχούν στην ελληνική κεφαλαιαγορά, ακολουθούμενες από δημοκρατικές και δικτατορικές. Ένα ενδιαφέρον αποτέλεσμα είναι ότι σχεδόν το 60% των επιχειρήσεων είναι ημι-δημοκρατικές. Αυτό οφείλεται πιθανώς στο γεγονός ότι οι περισσότερες εταιρείες, στην Ελλάδα, είναι οικογενειακές επιχειρήσεις που με τοποθέτηση στην θέση του διευθύνοντος συμβούλου ατόμων που προσδίδουν κύρος, καταφέρνουν να παρέχουν στους εξωτερικούς μετόχους την αίσθηση της συμμετοχής στη διαμόρφωση των εταιρικών αποφάσεων. Παρατηρήθηκε στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ απόδοσης (μετρούμενη με το οικονομικό μέτρο Tobin's q) και βαθμού εφαρμογής των διατάξεων εταιρικής διακυβέρνησης. Μεγαλύτερη απόδοση εντοπίζεται στις δημοκρατικές εταιρίες που είναι φιλικές προς τους μετόχους. Ακολουθούν οι ημι-δημοκρατικές και τέλος οι δικτατορικές. Τέλος, τα αποτελέσματα έδειξαν δικτατορικές εταιρείες χαρακτηρίζονται από χαμηλές αποδόσεις. Διαφαίνεται λοιπόν ότι η αγορά λαμβάνει υπόψη την ορθή εφαρμογή αρχών εταιρικής διακυβέρνησης κάτι που αντικατοπτρίζεται στις τιμές των μετοχών των εταιριών που παρέχουν ισχυρά δικαιώματα στους μετόχους τους.

4. Διοικητικά συμβούλια, πρόεδρος Δ.Σ. και οργανωτική απόδοση.

4.1 Σκοπός

Στην έρευνα τους οι Koufopoulos, Zoumbos, Argyropoulou, & Motwani, (2008) επιδιώκουν να διερευνήσουν τον ρόλο που μπορούν να διαδραματίσουν τα διοικητικά συμβούλια στη διανομή οργανωτικών ρόλων μέσα σε μια επιχείρηση και να εξετάσουν εμπειρικά τη σχέση μεταξύ του προέδρου, των βασικών μεταβλητών σύνθεσης του

διοικητικού συμβουλίου και της οργανωτικής απόδοσης.

4.2 Μεθοδολογία

Αυτή η μελέτη βασίζεται σε ένα δείγμα 27 προέδρων που επιλέχθηκαν από μια λίστα 161 ελληνικών εταιρειών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ), το καλοκαίρι του 2003. Η επιλογή του δείγματος δεν ήταν τυχαία αλλά πληρούσε ένα συγκεκριμένο κριτήριο σχετικά με το θέμα διττότητας: ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου ήταν διαφορετική οντότητα από τον Διευθύνοντα Σύμβουλο.

Τα δεδομένα σχετικά με τις πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης, τα δημογραφικά χαρακτηριστικά των προέδρων, τη δομή του διοικητικού συμβουλίου και την οργανωτική απόδοση συλλέχθηκαν ως μέσο εκτεταμένου ερωτηματολογίου που στάλθηκε στους προέδρους των υπό εξέταση εταιρειών.

Τα δημογραφικά χαρακτηριστικά όπως ηλικία, φύλο, εκπαίδευση, εμπειρία (σταδιοδρομία, κλάδος βιομηχανίας / εταιρεία / θητεία θέσης), κοινωνικοοικονομικό υπόβαθρο και καθεστώς ιδιοκτησίας μετρήθηκαν με διχοτόμους, κατηγορικές και ονομαστικές κλίμακες, ενώ η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου (μέγεθος, διευθυντές με εσωτερική ή μη πληροφόρηση, εξαρτημένοι / ανεξάρτητοι διευθυντές, συχνότητα συνεδριάσεων) μετρήθηκε με ονομαστικές κλίμακες. Τέλος, η οργανωτική απόδοση περιγράφεται μέσω του ROA, των καθαρών πωλήσεων, του συνολικού ποσοστού αύξησης των πωλήσεων, της συνολικής απόδοσης και επίτευξης στόχων και της ανταγωνιστικής θέσης της εταιρείας και αποδίδεται για λόγους ευκολίας από μια νέα μεταβλητή που αντικατοπτρίζει τον μέσο όρο των πέντε μετρήσεων της οργανωτικής απόδοσης οποία ονομάζεται «συνολική απόδοση».

4.3 Αποτελέσματα

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι υπήρχε θετική σχέση μεταξύ της ηλικίας και της ανταγωνιστικής θέσης της εταιρείας που έδειξε ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο πρόεδρος τόσο καλύτερη είναι η ανταγωνιστική θέση της εταιρείας ενώ, η σχέση μεταξύ ηλικίας και συνολικής απόδοσης της εταιρείας βρέθηκε να είναι αρνητική, υποδηλώνοντας ότι ακόμη και αν ο πρόεδρος είναι μεγαλύτερος και πιο έμπειρος, η αποτελεσματική απόδοση της εταιρείας δεν εξαρτάται από αυτό.

Μέσω της συσχέτισης spearman τα αποτελέσματα δείχνουν ότι το είδος της εκπαίδευσης-πτυχίου του προέδρου δεν σχετίζεται σημαντικά με την οργανωτική απόδοση ενώ υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ ενός πτυχίου οικονομικών και της οργανωτικής απόδοσης και αρνητική σχέση μεταξύ της ακαδημαϊκής εξειδίκευσης στη διοίκηση επιχειρήσεων και της οργανωτικής απόδοσης.

Επίσης βρέθηκε αρνητική σημαντική συσχέτιση μεταξύ εμπειρίας στους τομείς οικονομικών, χρηματοοικονομικών και τη νομικής και ανταγωνιστικής θέσης της εταιρείας . Αυτό μπορεί να υποδηλώνει ότι οι πρόεδροι που έχουν εμπειρία στους παραπάνω τρεις τομείς στερούνται της απαιτούμενης αποτελεσματικότητας για να προωθήσουν την ανταγωνιστική θέση της εταιρείας τους.

Σύμφωνα με την έρευνα η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου, η ηγετική δομή και το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, είναι εξωγενείς καθοριστικοί παράγοντες για την απόδοση της εταιρείας.

5. Η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου, η ηγετική δομή και το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, ως εξωγενείς καθοριστικοί παράγοντες για την απόδοση της εταιρείας.

5.1 Σκοπός

Ο κύριος στόχος αυτής της έρευνας (Drakos & Bekiris, 2010,) είναι να εξετάσει τη σχέση μεταξύ των τριών πιο σημαντικών χαρακτηριστικών του διοικητικού συμβουλίου με την σταθερή απόδοση. Πιο συγκεκριμένα, διερεύνησαν εάν η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου, η ηγετική δομή και το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, είναι εξωγενείς καθοριστικοί παράγοντες για την απόδοση της εταιρείας.

5.2 Μεθοδολογία

Τα δεδομένα για αυτήν τη μελέτη ελήφθησαν για ένα δείγμα εταιρειών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για τα έτη 2000 έως 2006. Δεδομένα που σχετίζονται με τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου, το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, τη δομή της ηγεσίας και τη δομή ιδιοκτησίας συλλέχθηκαν χειροκίνητα από τις ετήσιες εκθέσεις των εταιρειών. Όσον αφορά τα δεδομένα απόδοσης

ανακτήθηκαν από τη βάση δεδομένων του Datastream. Μετά από περιορισμούς και εξαιρέσεις, ξεκινώντας από 160 εταιρείες το 2000, κατέληξε το 2006 σε 232 εταιρείες.

Από μεθοδολογική προοπτική, διαμόρφωσαν τη σύνθεση του συμβουλίου, τη δομή της ηγεσίας, το μέγεθος του συμβουλίου και την σταθερή απόδοση σε ένα ταυτόχρονο πλαίσιο παλινδρόμησης εξισώσεων και εφάρμοσαν μια μέθοδο τριών σταδίων ελάχιστων τετραγώνων (3SLS) σε ένα σύστημα τεσσάρων εξισώσεων. Κάθε μία από αυτές εξισώσεις ορίζει και μια μεταβλητή. Η σταθερή απόδοση εκφράζεται στις εξισώσεις αυτές μέσω των δεικτών ROA και Tobin's q.

5.3 Αποτελέσματα

Τα αποτελέσματα της έρευνας δεν απέδειξαν την ύπαρξη σχέσης μεταξύ της ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου και της απόδοσης. Η προσθήκη ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών δεν φαίνεται να οδηγεί σε αύξηση της απόδοσης της εταιρείας. Εξετάζοντας το δεύτερο χαρακτηριστικό του διοικητικού συμβουλίου, ανακάλυψαν ότι η ηγετική δομή δεν επηρεάζει την απόδοση της εταιρείας. Αντιθέτως, η σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής απόδοσης είναι σαφής.

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης απέδειξαν ότι υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών, επιβεβαιώνοντας και τα δύο αντίστοιχα συμπεράσματα στη διεθνή βιβλιογραφία και τη θεωρία. Ένα αυξημένο μέγεθος διοικητικού συμβουλίου οδηγεί σε μείωση της απόδοσης της εταιρείας. Αυτό πιθανότατα είναι αποτέλεσμα προβλημάτων επικοινωνίας μεταξύ των μελών και διαφορετικών στόχων.

6. Αποζημίωση στελεχών και πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης.

6.1 Σκοπός

Ο Chalevas, (2011) σε αυτή τη μελέτη διερεύνησε την επίδραση των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης στην αποζημίωση των στελεχών και την εταιρική απόδοση πριν και μετά την ψήφιση του πρώτου ελληνικού νόμου (Ν.3016/2002) για την εταιρική διακυβέρνηση. Πριν από την υιοθέτηση αρχών εταιρικής διακυβέρνησης, τα στελέχη δεν αποζημιωνόταν σύμφωνα με την απόδοσή τους ενώ με την εφαρμογή του νόμου έχει παρατηρηθεί ένας σημαντικός σύνδεσμος μεταξύ της αποζημίωσης των στελεχών και της χρηματοοικονομικής απόδοσης της εταιρείας, όπως μετράτε με λογιστικά μέτρα

απόδοσης.

6.2 Μεθοδολογία

Αυτή η μελέτη εξετάζει 176 εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑΑ) από 01/01/2002 έως 12/31/2003. Τα δεδομένα που σχετίζονται με την εταιρική διακυβέρνηση συλλέχθηκαν από τις ετήσιες εκθέσεις, όπου περιγράφονται λεπτομερώς οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζει κάθε εταιρεία.

Στην έρευνα χρησιμοποιήθηκαν παλινδρομήσεις ελαχίστων τετραγώνων (OLS) ορίζοντας την αποζημίωση των στελεχών ως εξαρτημένη μεταβλητή και με τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης και απόδοσης ενεργητικού (ROA) να αποτελούν τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Ως μεταβλητές ελέγχου που πιθανότητα επηρεάζουν το ύψος των αποζημιώσεων έθεσε το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, την ύπαρξη επιτροπής αμοιβών και αποζημιώσεων, την κατοχή ποσοστού μετοχών από τα στελέχη της εταιρίας, το ποσοστό κατοχής μετοχών από εξωτερικούς μετόχους θεσμικούς ή μη, τη δυαδικότητα του διευθύνοντος συμβούλου, το μέγεθος εταιρίας, την εταιρική ανάπτυξη και την χρηματοοικονομική μόχλευση.

6.3 Αποτελέσματα

Αυτή η μελέτη τεκμηριώνει μια σημαντική σύνδεση μεταξύ της αποζημίωσης των στελεχών και της απόδοσης περιουσιακών στοιχείων, μετά την υποχρεωτική από το νόμο εισαγωγή ορισμένων ελάχιστων μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης. Η έρευνα δείχνει ότι τόσο τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου όσο και οι εσωτερικοί ελεγκτικοί μηχανισμοί φαίνεται να μειώνουν το επίπεδο της αποζημίωσης των στελεχών και να δημιουργούν έναν σύνδεσμο μεταξύ της αποζημίωσης που λαμβάνουν και της εταιρικής απόδοσης κατά τη μεταβατική περίοδο (2002), σύνδεσμος που συνεχίζει να υφίσταται και πέραν της μεταβατικής περιόδου. Κατ' επέκταση η υποχρεωτική εισαγωγή πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης βάσει νόμου συνάγει το συμπέρασμα ότι ωθεί τα εταιρικά στελέχη στο να είναι πιο αποτελεσματικά ώστε να επιτυγχάνουν υψηλότερες αποδόσεις και κατ' επέκταση υψηλότερες αποζημιώσεις. Ωστόσο θα πρέπει να λαμβάνεται πάντοτε υπόψη ότι ορισμένα στελέχη στην προσπάθειά τους να επιτύχουν υψηλές αποδόσεις πιθανότατα να έχουν τη δυνατότητα να χειραγωγήσουν τα μέτρα απόδοσης, γεγονός που δεν μπορεί να γίνει αντιληπτό από τους επενδυτές. Για την αποφυγή τέτοιων αστοχιών πρωτεύοντα ρόλο

έχουν οι ελεγκτικοί μηχανισμοί των εταιρειών.

7. Εταιρική διακυβέρνηση και σταθερή απόδοση.

7.1 Σκοπός

Ο Kyriazopoulos, (2017) στη μελέτη του διερευνά τη σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και σταθερής απόδοσης των εταιριών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μεταξύ 2005 και 2014. Αυτή η περίοδος περιλαμβάνει την κρίση κρατικού χρέους που ξέσπασε στην Ελλάδα το 2010 και κατά την διάρκεια της οποίας, πολλές μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις έπαψαν να λειτουργούν συμβάλλοντας στην αύξηση του ποσοστού ανεργίας σε άνευ προηγουμένου επίπεδα.

7.2 Μεθοδολογία

Στην έρευνα αυτή χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα από 203 εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) για την περίοδο 2005-2014. Για να διερευνηθεί εάν η ελληνική κρίση έχει αλλάξει την επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στην απόδοση των εταιρειών, το δείγμα χωρίστηκε σε δύο υποδείγματα, όπου το πρώτο αναφέρεται στην περίοδο πριν από την κρίση (2005-2009) και το δεύτερο στη περίοδο κρίσης (2010-2014).

Όσον αφορά την επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στην εταιρική απόδοση, συλλέχθηκαν δεδομένα για τις παρακάτω ανεξάρτητες μεταβλητές: το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, τα ανεξάρτητα στελέχη, τη δυαδικότητα του Διευθύνοντος Συμβούλου, το είδος της ελεγκτικής εταιρείας και ιδιαίτερα αν είναι μια από τις διεθνείς ελεγκτικές εταιρείες Big 4 (δηλ. KPMG, Ernst & Young, Deloitte και PWC). Τέλος, ως μεταβλητές ελέγχου τέθηκαν ο αριθμός των ετών λειτουργίας της εταιρείας, η μόχλευση, η ρευστότητα και το μέγεθος της εταιρίας.

Όσον αφορά την απόδοση εφαρμόστηκαν τέσσερα μέτρα οικονομικής απόδοσης που είναι ο δείκτης Tobin's Q, ο δείκτης απόδοσης ενεργητικού (ROA), το περιθώριο κέρδους (NPM) και το EBITDA. Τα δεδομένα οικονομικής απόδοσης ανακτήθηκαν από το Bloomberg.

7.3 Αποτελέσματα

Τα αποτελέσματα από την ανάλυση παλινδρόμησης δείχνουν το ρόλο της εταιρικής διακυβέρνησης στον καθορισμό της σταθερής απόδοσης των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών. Συγκεκριμένα, τα εμπειρικά αποτελέσματα αποκαλύπτουν μια θετική επίδραση του μεγέθους και της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου στην εταιρική απόδοση. Αν και ο ρόλος του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου παραμένει αμετάβλητος κατά την περίοδο της κρίσης, το ποσοστό των ανεξάρτητων στελεχών μειώνεται καθώς η πιστοποίηση που παρέχεται από τις διεθνώς αναγνωρισμένες ελεγκτικές εταιρείες φαίνεται να αντικαθιστά μεγάλο μέρος του ρόλου τους. Τέλος, η μόχλευση και η ρευστότητα είναι οι δύο παράγοντες που επηρεάζουν συγκεκριμένες επιχειρήσεις και επίδρασή τους φαίνεται να ενισχύεται κατά την περίοδο οικονομικού περιορισμού.

8. Χαρακτηριστικά διοικητικών συμβουλίων και ελεγκτικών επιτροπών και συσχέτιση με την σταθερή απόδοση.

8.1 Σκοπός

Οι Zhou, Owusu-Ansah, & Maggina, (2018) στην εργασία τους ερεύνησαν εάν τα χαρακτηριστικά των διοικητικών συμβουλίων και των ελεγκτικών επιτροπών των εταιριών καθώς και η σύσταση και δομή των τελευταίων συνδέονται με τη σταθερή απόδοση. Η μελέτη αυτή είχε ως κίνητρο τα αντικρουόμενα αποτελέσματα στη βιβλιογραφία και την έλλειψη έρευνών σχετικά με τη συσχέτιση μεταξύ πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης και σταθερής απόδοσης στις αναδυόμενες αγορές.

8.2 Μεθοδολογία

Το δείγμα αποτελείται από 774 εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) κατά την περίοδο 2008-2012. Για την μέτρηση της απόδοσης χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης απόδοσης ενεργητικού (ROA) και ως μεταβλητές ελέγχου τέθηκαν ο αριθμός των ετών λειτουργίας της εταιρείας, η μόχλευση, η ρευστότητα και το μέγεθος της εταιρείας.

8.3 Αποτελέσματα

Από την έρευνα προκύπτει ότι οι εταιρείες που έχουν μεγάλο μέγεθος διοικητικού

συμβουλίου είχαν καλύτερη απόδοση, ενώ εκείνες που έχουν μεγαλύτερο ποσοστό ανεξάρτητων μελών στα διοικητικά τους συμβούλια σχετίζονται με χαμηλή απόδοση. Τα ευρήματα υποστηρίζουν ότι τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου είναι «εξωτερικά μέλη» που λόγω του γεγονότος ότι δεν έχουν εξαρτημένη σχέση με την εταιρία στερούνται των ιδιαζουσών γνώσεων σχετικά με τις επιχειρησιακές δραστηριότητες των εκάστοτε εταιριών, στα συμβούλια των οποίων συμμετέχουν.

Τα αποτελέσματα επίσης δείχνουν ότι στην Ελλάδα, οι εταιρείες που έχουν μικρότερα διοικητικά συμβούλια και εκείνες των οποίων τα διοικητικά συμβούλια είναι πιο ανεξάρτητα είναι πιο πιθανό να συστήσουν επιτροπές ελέγχου. Επιπλέον, οι εταιρείες με πολύπλοκες δραστηριότητες και εκείνες που έχουν μεγαλύτερη ιστορία τείνουν να έχουν μικρού μεγέθους και πιο ανεξάρτητες επιτροπές ελέγχου. Ωστόσο, βρέθηκε ελάχιστη ή καθόλου σχέση μεταξύ των ελεγκτικών επιτροπών και της σταθερής απόδοσης των εταιριών. Μια ερμηνεία για το αποτέλεσμα αυτό μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι επειδή η υποχρέωση των ελληνικών εταιριών να συγκροτήσουν επιτροπές ελέγχου είναι σχετικά πρόσφατη ή οι ελληνικές εταιρείες συγκροτούν επιτροπές ελέγχου μόνο για τυπικούς λόγους ώστε να συμμορφώνονται με τον νόμο και αγνοούν τον ουσιαστικό ελεγκτικό της ρόλο. Ωστόσο, διαπιστώθηκε ότι οι εταιρείες που διαθέτουν ελεγκτικές επιτροπές κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου έχουν καλύτερη σχετικά απόδοση.

9. Η επίδραση των μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης στον φορολογικό σχεδιασμό των εταιριών κατά τη διάρκεια της χρηματοοικονομικής κρίσης.

9.1 Σκοπός

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η έρευνα των Evangelos Chytis, Stergios Tasios & Ioanni Filos οι οποίοι στην έρευνά τους προσπάθησαν να διερευνήσουν την σχέση εταιρικής διακυβέρνησης και φορολογικού σχεδιασμού - φοροαποφυγής των εισηγμένων εταιριών στην Ελλάδα, υπό τις δύσκολες συνθήκες που διαμορφώθηκαν στη χώρα λόγω της οικονομικής κρίσης. Με τον όρο «φορολογικός σχεδιασμός» εννοούν όλες εκείνες τις στρατηγικές και πρακτικές που εφαρμόζουν οι επιχειρήσεις προκειμένου να μειώσουν τις φορολογικές τους υποχρεώσεις. Οι στρατηγικές αυτές σε κάποιες περιπτώσεις είναι

σύμφωνες με τη νομοθεσία ενώ σε άλλες χαρακτηρίζονται πιο επιθετικές και στηρίζονται σε διφορούμενες ερμηνείες και ασάφειες του νόμου.

9.2 Μεθοδολογία

Το δείγμα αποτέλεσαν 55 εταιρίες του ΧΑΑ και ως έτη αναφοράς, όρισαν το χρονικό διάστημα 2011-2015. Τα δεδομένα που συνέλεξαν οι ερευνητές αναλύθηκαν με την μέθοδο πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης και τον έλεγχο υποθέσεων . Ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποίησαν το συνολικό φόρο εισοδήματος των εταιριών διαιρούμενο με το λογιστικό αποτέλεσμα προ φόρων (ETR) δηλαδή την αναλογία του φόρου επί των μικτών κερδών. Ενώ, ως ανεξάρτητες όρισαν τέσσερις μεταβλητές που σχετίζονται με την εταιρική διακυβέρνηση: Μέγεθος και ανεξαρτησία διοικητικού συμβουλίου , Ιδιοκτησιακό καθεστώς , δυαδικότητα CEO, μέγεθος επιτροπής ελέγχου και τρεις μεταβλητές που αφορούν εταιρικά χαρακτηριστικά: μέγεθος εταιρίας, μόχλευση και ρευστότητα.

9.3 Αποτελέσματα

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι ορισμένοι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζουν τον φορολογικό σχεδιασμό των εταιριών και συνάδουν με τα αποτελέσματα αντίστοιχων ερευνών.

Συγκεκριμένα υπάρχει στατιστικά σημαντική αρνητική συσχέτιση μεταξύ ETR και ανεξαρτησίας του ΔΣ που υποδηλώνει ότι οι εταιρείες με μεγαλύτερο ποσοστό ανεξάρτητων μελών έχουν χαμηλότερο ETR και συνεπώς υψηλότερο επίπεδο φορολογικού σχεδιασμού - φοροαποφυγής. Προέκυψε επίσης, στατιστικά σημαντική θετική σχέση με την δυαδικότητα του CEO και το μέγεθος της εταιρίας, γεγονός που καταδεικνύει ότι οι εταιρείες που είναι μεγαλύτερες και υπάρχει ταύτιση των ρόλων προέδρου και διευθύνοντος συμβούλου, εμφανίζουν υψηλότερα ETR και συνεπώς τείνουν να έχουν χαμηλότερο επίπεδο φορολογικού σχεδιασμού - φοροαποφυγής. Οι υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές της έρευνας δεν φάνηκε να έχουν σημαντικό αντίκτυπο στον φορολογικό σχεδιασμό εισηγμένων εταιριών.

Κεφάλαιο 4^ο

Μεθοδολογική Προσέγγιση

4.1 Υπό εξέταση δείγμα

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν στην ερευνά μας αφορούν τις εισηγμένες εταιρείες που συνθέτουν την κύρια αγορά Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Τα δεδομένα συλλέχθηκαν από τις βάσεις δεδομένων του ΧΑΑ αλλά και από τις επίσημες ιστοσελίδες των εταιρειών. Το αρχικό δείγμα μας αποτελούνταν από 138 εταιρείες από τις οποίες εξαιρέθηκαν οι 13. Οι εξαιρούμενες εταιρείες ήταν οι τράπεζες, οι χρηματιστηριακές εταιρείες και οι εταιρείες ακίνητης περιουσίας. Ο λόγος που εξαιρέθηκαν από το δείγμα είναι το γεγονός ότι έχουν διαφορετική κεφαλαιακή διάρθρωση και διαφορές στον προσδιορισμό των αποτελεσμάτων τους.

Η έρευνα αφορά το έτος 2015 όπου το οικονομικό περιβάλλον επηρεάστηκε από αρνητικές εξελίξεις στην Ελλάδα. Πολλαπλές εκλογές, διαπραγματεύσεις για μεγάλο χρονικό διάστημα μεταξύ της Ελληνικής Κυβέρνησης και των Θεσμών οι οποίες είχαν ως απόρροια αφενός την εκροή κεφαλαίων από τις Ελληνικές Τράπεζες στο εξωτερικό, και αφετέρου την παύση περαιτέρω ρευστότητας προς το Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα μέσω του έκτακτου μηχανισμού ρευστότητας (ELA) της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και εν τέλει την επιβολή των Capital Controls. Στις 28.06.2015, με Πράξη Νομοθετικού Περιεχομένου, οι Ελληνικές Τράπεζες τέθηκαν σε αργία ενώ ταυτόχρονα, με απόφαση του Υπουργείου Οικονομικών, επιβλήθηκαν έλεγχοι στις μετακινήσεις κεφαλαίων. Η τραπεζική αργία έληξε στις 20.07.2015 ενώ οι έλεγχοι κεφαλαίων παρέμεναν σε ισχύ για μεγάλο χρονικό διάστημα (Σωληνουργία Κορίνθου Α.Ε, 2015).

Δεδομένης της εύθραυστης κατάστασης στην εγχώρια οικονομία το εν λόγω έτος αλλά και σε συνδυασμό με την έντονη αβεβαιότητα που βίωσαν οι ελληνικές επιχειρήσεις το διάστημα αυτό, στην ερευνά επιδιώκεται να διαπιστωθεί αν οι πρακτικές και οι αρχές που θέτει ο κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης καθώς και ο βαθμός που εφαρμόστηκαν από τις εισηγμένες εταιρείες επηρέασαν την αποδοτικότητα των υπό εξέταση εταιριών.

4.2 Μεταβλητές

4.2.1 Εξαρτημένες Μεταβλητές

Χρησιμοποιήσαμε ως εξαρτημένες μεταβλητές το Μικτό κέρδος για να υπολογίσουμε την αναλογία των μικτών κερδών επί του συνολικού τζίρου, το ROE για τον υπολογισμό της χρηματοοικονομικής απόδοσης, το ROA για την λειτουργική απόδοση των υπό έλεγχο εταιριών και τέλος τον δείκτη Tobin' s Q για τον υπολογισμό της αγοραίας-χρηματιστηριακής τους απόδοσης.

Μικτό κέρδος

Ο αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους ή μικτού κέρδους προκύπτει αν διαιρέσουμε τα μικτά κέρδη της χρήσεως με τις πωλήσεις αυτής και δείχνει το μικτό κέρδος που απολαμβάνει μία επιχείρηση από την πώληση προϊόντων αξίας 100 ευρώ (Αποστόλου, 2015). Δηλαδή:

$$\text{Μικτό Κέρδος} = \frac{\text{Μικτά κέρδη εκμετάλευσης}}{\text{πωλήσεις χρήσεις}} 100\%$$

Ο αριθμοδείκτης μικτού κέρδους δείχνει τη λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης, καθώς και την πολιτική τιμών αυτής. Μια επιχείρηση για να θεωρηθεί επιτυχημένη θα πρέπει να έχει ένα αρκετά υψηλό ποσοστό μικτού κέρδους, που να της επιτρέπει να καλύπτει τα λειτουργικά και άλλα έξοδά της και συγχρόνως να αφήνει ένα ικανοποιητικό κέρδος σε σχέση με τις πωλήσεις και τα ίδια κεφάλαια που απασχολεί. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης μικτού κέρδους τόσο καλύτερη από άποψη κερδών, είναι η θέση της επιχείρησης, και αυτό διότι μπορεί να αντιμετωπίσει χωρίς δυσκολία τυχόν αύξηση του κόστους των πωλούμενων προϊόντων της (Αποστόλου, 2015).

Ένας υψηλός αριθμοδείκτης μικτού κέρδους δείχνει την ικανότητα της διοίκησης μιας επιχείρησης να επιτυγχάνει φθηνές αγορές και να πουλάει σε υψηλές τιμές. Αντίθετα, ένας χαμηλός αριθμοδείκτης μικτού κέρδους δείχνει μία όχι καλή πολιτική της διοίκησης στον τομέα αγορών και πωλήσεων. Το γεγονός αυτό οδηγεί σε στασιμότητα πωλήσεων με αποτέλεσμα να μην πραγματοποιούνται αγορές σε μεγάλες ποσότητες, που θα μπορούσαν να επιτευχθούν με χαμηλές τιμές. Ακόμα μπορεί να μας πληροφορεί ότι η επιχείρηση έχει κάνει επενδύσεις που δεν δικαιολογούνται από τον όγκο των πωλήσεων της με αποτέλεσμα να έχει αυξημένο κόστος παραγωγής των προϊόντων της. Πρέπει όμως να αναφερθεί ότι μια επιχείρηση μπορεί να έχει θέσει σκόπιμα χαμηλό περιθώριο κέρδους προκειμένου να επιτύχει αύξηση του όγκου των πωλήσεων της (Αποστόλου,

2015).

Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (Return on equity (ROE))

Απόδοση ιδίων κεφαλαίων είναι ο χρηματοοικονομικός δείκτης που δείχνει πόσο αποδοτικά χρησιμοποιεί μια εταιρεία τα κεφάλαια της για να δημιουργήσει πρόσθετα έσοδα (κέρδη).

Χρησιμοποιείται δηλαδή ως ένδειξη αποτελεσματικότητας μιας εταιρείας, δηλαδή πόσο κέρδος μπορεί να παράγει χρησιμοποιώντας τους διαθέσιμους πόρους που επενδύθηκαν από τους μετόχους της (μετοχικό κεφάλαιο) και τα αποθεματικά της. Οι επενδυτές συνήθως αναζητούν εταιρίες με υψηλή και αυξανόμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE). Εκφράζεται σε ποσοστιαίες μονάδες και υπολογίζεται ως εξής (Αποστόλου, 2015).

$$\text{ROE} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη προ φόρων και τόκων}}{\text{Ιδία κεφάλαια}} 100\%$$

Μια εταιρεία μπορεί να δημιουργήσει αξία για τους μετόχους της, εάν η απόδοση ιδίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη από το κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων αυτών. Αν δηλαδή η αναμενόμενη απόδοση που απαιτούν οι μέτοχοι για να επενδύσουν στην εταιρία είναι υψηλότερη από την απόδοση εναλλακτικών μορφών επενδύσεων με παρόμοιο επίπεδο κεφαλαιακού κινδύνου. Τα καθαρά έσοδα αφορούν ένα πλήρες οικονομικό έτος παραγωγικής δραστηριότητας και υπολογίζονται πριν από την καταβολή μερισμάτων που καταβάλλονται σε κατόχους κοινών μετοχών, αλλά μετά την καταβολή μερισμάτων προνομιούχων μετοχών. (Νούλας, 2015)

Αποδοτικότητα Περιουσιακών Στοιχείων - ROA (Return on Assets)

Ο πρωταρχικός στόχος κάθε επιχείρησης είναι να γίνονται επενδύσεις και να είναι ικανοποιητική η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων. Η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων μετρά την κερδοφορία μιας εταιρείας σε σχέση με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων που χρησιμοποιήθηκαν για τη δημιουργία αυτών των κερδών και υπολογίζεται ως εξής (Αποστόλου, 2015):

$$\text{ROA} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη προ φόρων και τόκων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} 100\%$$

Η απόδοση επενδύσεων, η οποία συνδέει τα καθαρά έσοδα με το σύνολο των κεφαλαίων (σύνολο ενεργητικού), προσφέρει ένα πρότυπο για την αξιολόγηση της αποτελεσματικής χρήσης του μέσου όρου διαθέσιμων που επενδύονται στο ενεργητικό μιας επιχείρησης από τη διοίκηση. Ουσιαστικά δείχνει το πόσο αποδοτική είναι η διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων ως προς την τάση να δημιουργεί κέρδη (Νούλας, 2015).

Ο δείκτης Tobin's Q

Ο δείκτης Tobin's Q είναι ουσιαστικά η αναλογία της αγοραίας αξίας των στοιχείων ενεργητικού προς την αξία των στοιχείων αυτών και θεωρείται ένα ελκυστικό και όλο και περισσότερο χρησιμοποιούμενο μέτρο για τις εμπειρικές μελέτες αφού λαμβάνει υπόψη αγοραία και λογιστικά δεδομένα. Για τον υπολογισμό του δείκτη χρησιμοποιείται και η εξίσωση (Αποστόλου, 2015):

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Χρηματιστηριακή Αξία}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} 100$$

Γενικά, αν η αγοραία αξία είναι μεγαλύτερη από το κόστος αντικατάστασης, τότε η επιχείρηση πρέπει να αυξήσει τις επενδύσεις της. Αν ο δείκτης είναι μεγαλύτερος της μονάδας, τότε η αγοραία αξία είναι μεγαλύτερη από την αξία των καταγεγραμμένων στοιχείων ενεργητικού της εταιρείας. Αυτό ουσιαστικά αποτελεί ώθηση για τις εταιρείες ώστε να επενδύσουν μεγαλύτερο κεφάλαιο καθώς τα στοιχεία αυτά έχουν αξία μεγαλύτερη από την αξία κτήσης τους. Αν παρόλα αυτά ο δείκτης είναι μικρότερος από τη μονάδα, τότε υπάρχει ο κίνδυνος υποτίμησης καθώς η αξία της αγοράς είναι μικρότερη από την καταγεγραμμένη αξία των στοιχείων (Αποστόλου, 2015).

4.2.2 Ανεξάρτητες Μεταβλητές

Χρησιμοποιήθηκε ένας αρκετά μεγάλος αριθμός μεταβλητών (18 συνολικά) ώστε να εκτιμηθεί με μεγαλύτερη ακρίβεια ο βαθμός στον οποίο οι εισηγμένες εταιρείες εφαρμόζουν την εταιρική διακυβέρνηση και το πώς αυτό αντικατοπτρίζεται στην αποδοτικότητά τους.

Από το σύνολο των 18 μεταβλητών οι 15 αφορούν την εταιρική διακυβέρνηση και 3 εταιρικά χαρακτηριστικά. Συγκεκριμένα, η ρευστότητα, η κεφαλαιακή μόχλευση και το μέγεθος της εταιρίας αποτελούν εταιρικά χαρακτηριστικά ενώ οι υπόλοιπες 15, το μέγεθος και η ανεξαρτησία του ΔΣ, η παρουσία γυναικών στο ΔΣ και η ανάληψη θέσεων υψηλής ευθύνης από το γυναικείο φύλο όπως αυτής του προέδρου ή του διευθύνοντος συμβούλου καθώς επίσης και το ποσοστό από το οποίο αντιπροσωπεύονται στα διοικητικά συμβούλια αποτελούν πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης.

Ομοίως το μέγεθος της επιτροπής ελέγχου και το ποσοστό ανεξαρτησίας των μελών διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην διαφάνεια και την διαφύλαξη των συμφερόντων των μετόχων και των λοιπών ενδιαφερόμενων μερών. Ο διαχωρισμός των ρόλων των ρόλων προέδρου και CEO, ο διορισμός μη εκτελεστικού προέδρου καθώς και η σύνδεση των ποσών αποζημιώσεων των μελών του ΔΣ με την αποδοτικότητα των εταιριών σχετίζονται με την εταιρική διακυβέρνηση. Αν το ποσοστό συγκεντρωμένης ιδιοκτησίας είναι υψηλό, αυτό μπορεί να είναι τροχοπέδη στην εφαρμογή πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης. Η επιλογή μια αξιόπιστης ελεγκτικής εταιρίας με διεθνή αναγνωσιμότητα και δη μιας εκ των τεσσάρων μεγαλύτερων (PWC, Deloitte, E.Y., KPMG) καθιστά την ετήσια γνώμη της υψίστης σημασίας για τους επενδυτές. Τέλος η θητεία του ΔΣ θα πρέπει να έχει συγκεκριμένη διάρκεια σύμφωνα με τις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης και δεν θα πρέπει να ξεπερνά την τετραετία. Στη συνέχεια αναλύουμε ορισμένες από τις παραπάνω μεταβλητές.

Μέγεθος Διοικητικού Συμβουλίου

Η εταιρική απόδοση καθορίζεται σε σημαντικό βαθμό από το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου. Συγκεκριμένα, σε ένα συμβούλιο μεγάλου μεγέθους υφίστανται κόστη που ενδέχεται να δυσχεραίνουν την αποτελεσματική διαχείριση της επιχείρησης. Επομένως το διοικητικό συμβούλιο δεν θα πρέπει να είναι ούτε πολύ μεγάλου μεγέθους, αλλά ούτε πολύ μικρού. Επίσης, σε ένα συμβούλιο που αποτελείται από μεγάλο αριθμό μελών,

πιθανόν η μεταξύ τους επικοινωνία και ο συντονισμός να είναι προβληματικά. Εάν πάλι ένα συμβούλιο είναι μικρού μεγέθους ο αριθμός των προτάσεων και των ιδεών που θα ανταλλάσσουν τα μέλη μεταξύ τους δεν θα είναι ικανοποιητικός (Andres et al., 2005). Γενικά, σύμφωνα και με τους Κώδικες Εταιρικής Διακυβέρνησης, δεν μπορεί να υπάρξει σαφής αναφορά στο «άριστο» μέγεθος ενός διοικητικού συμβουλίου. Σύμφωνα με το Συμβούλιο Θεσμικών Επενδυτών των ΗΠΑ (Council of Institutional Investors, 2001), ένα συμβούλιο θα πρέπει ιδανικά να αποτελείται από πέντε έως δεκαπέντε μέλη.

Ποσοστό ανεξάρτητων μελών

Τα ανεξάρτητα μέλη είναι μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ που ικανοποιούν ορισμένα κριτήρια ανεξαρτησίας. Τα μη εκτελεστικά μέλη συνεισφέρουν με την αντικειμενικότητα και την εξειδίκευση τους στην αξιολόγηση και την εποπτεία των αποφάσεων της διοίκησης. Η αμοιβή και οι τυχόν λοιπές αποζημιώσεις των μη εκτελεστικών μελών είναι ανάλογες με το χρόνο που διαθέτουν για τις συνεδριάσεις του και την εκπλήρωση των καθηκόντων που τους ανατίθενται.

Για να θεωρηθεί ένα μέλος ανεξάρτητο θα πρέπει να μην έχει κάποια από τις παρακάτω ιδιότητες: (Αγοράκη, 2010)

- 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 μέλους, συμμετέχει σε επενδυτικά προγράμματα της επιχείρησης, η αμοιβή του σχετίζεται με την απόδοση της εταιρίας ή είναι μέλος του συνταξιοδοτικού προγράμματος της επιχείρησης,
- 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 άλλες επιχειρήσεις ή οργανισμούς,
- αντιπροσωπεύει έναν σημαντικό μέτοχο,
- έχει υπηρετήσει στο ΔΣ για περισσότερο από εννέα έτη από την ημερομηνία της πρώτης εκλογής τους.

Πολλές μελέτες εντοπίζουν θετική σχέση μεταξύ του ποσοστού των ανεξάρτητων μελών και της εταιρικής απόδοσης (μεταξύ άλλων Zahra και Pearce, 1989, Daily and Dalton, 1992). Η σχέση αυτή στηρίζεται στο γεγονός ότι τα ανεξάρτητα μέλη έχουν κίνητρο να ενεργήσουν ως όργανα ελέγχου της διοίκησης για να προστατεύσουν τη φήμη τους ως αποτελεσματικοί και ανεξάρτητοι, να προσθέτουν αξία στις εταιρίες με την παροχή εξειδικευμένων γνώσεων και τον έλεγχο των λειτουργιών, να συμβάλουν στην αξία των εταιριών μέσω της αξιολόγησης στρατηγικών αποφάσεων και μέσω του ρόλου τους στην απομάκρυνση ανεπαρκών στελεχών, να παρέχουν πρόσθετους πόρους στην εταιρία από την άποψη της πείρας ή τις εξωτερικές επαφές τους, να είναι σε θέση να παρέχουν υψηλότερο βαθμό αντικειμενικότητας στην αξιολόγησή τους για την κατάσταση της εταιρίας και ειδικότερα σε περιόδους κρίσης και σε σημαντικά αναδιαρθρωτικά γεγονότα όπως οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές.

Φύλο (Παρουσία Γυναικών στο ΔΣ, Ποσοστό γυναικών στο ΔΣ, Γυναίκα Πρόεδρος, Γυναίκα Δ/νων Σύμβουλος)

Με την εν λόγω μεταβλητή θέλουμε να αποτυπώσουμε την ποικιλομορφία σχετικά με το φύλο στο ΔΣ. Για την ακρίβεια, η μεταβλητή εκφράστηκε με τέσσερις επιμέρους μεταβλητές που εκφράζουν την παρουσία τους ή όχι και το ποσοστό των γυναικών στο ΔΣ. Επίσης, η ανάλυσή μας θα γίνει και γύρω από τη θέση της γυναίκας στο ΔΣ μιας εταιρείας.

Οι έρευνες έχουν δείξει ότι η πολυμορφία σε επίπεδο φύλου αυξάνει την αποδοτικότητα, την καινοτομία και τη συλλογική νοημοσύνη με αποτέλεσμα να λαμβάνονται εποικοδομητικές αποφάσεις σε κομβικά ζητήματα. Επιπλέον, όσο μεγαλύτερο είναι το

ποσοστό των γυναικών σε ένα Διοικητικό Συμβούλιο τόσο περισσότερο αυξάνεται και ο αριθμός των γυναικών-στελεχών σε ανώτερες διοικητικές θέσεις, ενισχύοντας την πρόοδο και την ισόρροπη συμμετοχή σε θέσεις ευθύνης. Τα Διοικητικά Συμβούλια που έχουν ποικιλομορφία φύλων ενισχύουν την εταιρική κοινωνική ευθύνη, καθώς επενδυτές, καταναλωτές και τοπικές κοινωνίες λαμβάνουν θετικά μηνύματα για τη πολιτική της εταιρίας στην υποστήριξη της ποικιλομορφίας και της κοινωνικής ένταξης (Κοντογιάννη, 2015)

Ταύτιση ρόλων Προέδρου & Δ/ντος Συμβούλου, Μη εκτελεστικός πρόεδρος

Οι εν λόγω μεταβλητές χαρακτηρίζονται ως ψευδομεταβλητές, καθώς μπορούν να λάβουν μόνο δύο τιμές (0,1). Στην περίπτωση που η μεταβλητή λαμβάνει την τιμή 1, τότε ο διευθύνων σύμβουλος (CEO) της εταιρείας εκτελεί ταυτόχρονα και τα καθήκοντα του προέδρου του ΔΣ, ενώ στην περίπτωση που λαμβάνει την τιμή 0 δεν ισχύει κάτι τέτοιο. Ομοίως ισχύει και στην περίπτωση του μη εκτελεστικού προέδρου.

Η δυαδικότητα του διευθύνοντος συμβούλου μπορεί να οδηγήσει στην ισχυρότερη δύναμη του στο ΔΣ. Ο διευθύνων σύμβουλος μπορεί να επηρεάσει πιο εύκολα τις αποφάσεις του ΔΣ, άρα να αποκτήσει και μεγαλύτερη εξουσία. Επίσης η δυαδικότητα αυτή μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την ανάληψη κινδύνου από την εταιρία (Pathan & Faff, 2013).

Σε αυτό το σημείο πριν ξεκινήσουμε την παρουσίαση και ανάλυση των αποτελεσμάτων, παραθέτουμε έναν πίνακα με στατιστικά στοιχεία του δείγματος των 125 εταιριών. Στον κάτωθι πίνακα παρουσιάζονται όλες οι μεταβλητές, εξαρτημένες και μη, που χρησιμοποιήσαμε στην ανάλυσή μας σε συνάρτηση των βασικών τους στατιστικών στοιχείων, όπως ο αριθμός των παρατηρήσεων, ο μέσος όρος, η τυπική απόκλιση, η μέγιστη και ελάχιστη τιμή.

Πινάκας 4.1 Υπολογισμός -Επεξήγηση μεταβλητών

Εξαρτημένες μεταβλητές

Μικτό κέρδος (ΜΚ)	Η αναλογία (Μικτό κέρδος / πωλήσεις) *100
Χρηματοοικονομική απόδοση (ROE)	Η αναλογία(Καθαρά Κέρδη προ φόρων και τόκων/Μ.Ο. ιδίων κεφαλαίων)*100
Λειτουργική απόδοση (ROA)	Η αναλογία (Καθαρά Κέρδη προ φόρων και τόκων/ Συνολικό ενεργητικό) *100
Αγοραία απόδοση (TOBIN'S Q)	Η αναλογία (χρηματιστηριακή αξία / μετοχικό κεφάλαιο) *100

Ανεξάρτητες μεταβλητές

Μέγεθος ΔΣ	Αριθμός μελών ΔΣ.
Ποσοστό ανεξάρτητων μελών	Αναλογία ανεξάρτητων μελών ΔΣ.
Παρουσία Γυναικών στο ΔΣ	Αν υπάρχει παρουσία γυναικών στο ΔΣ 1, 0 διαφορετικά.
Ποσοστό γυναικών στο ΔΣ	Αναλογία γυναικών στο ΔΣ.
Αριθμός μελών επιτροπής ελέγχου	Αριθμός μελών επιτροπής ελέγχου.
Ποσοστό Ανεξάρτητων μελών επιτροπής ελέγχου	Αναλογία ανεξάρτητων μελών επιτροπής ελέγχου.
Γυναίκα Πρόεδρος	Αν η πρόεδρος είναι γυναίκα 1, 0 διαφορετικά.
Γυναίκα Δ/νων Σύμβουλος	Αν η διευθύνουσα σύμβουλος είναι γυναίκα 1, 0 διαφορετικά.
Ταύτιση ρόλων Προέδρου & Δ/ντος Συμβούλου	Αν υπάρχει ταύτιση ρόλων 1, 0 διαφορετικά
Μη εκτελεστικός πρόεδρος	Αν ο πρόεδρος είναι μη εκτελεστικός 1, 0 διαφορετικά.
Γνώμη ελεγκτή	Αν στην γνώμη ελεγκτή υπάρχει έμφαση θέματος 1, 0 διαφορετικά.
Ποσοστό συγκεντρωμένης ιδιοκτησίας (≥5%)	Το συνολικό ποσοστό των μετόχων που έχουν δικαίωμα ψήφου άνω του 5%
Θητεία ΔΣ (εξάμηνα)	Η θητεία των μελών του ΔΣ εκφρασμένη σε εξάμηνα.
Ποσά συναλλαγών & αμοιβών Δ/κών στελεχών & μελών διοίκησης	Τα ποσά των συναλλαγών και αμοιβών των μελών της διοίκησης εκφρασμένα με φυσικό λογάριθμο.
Ρευστότητα	Κυκλοφορούν ενεργητικό/ Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.
Κεφαλαιακή Μόγλευση	Σύνολο υποχρεώσεων/ Ίδια κεφάλαια.
Τύπος ελεγκτικής εταιρίας (big_4)	Αν ελεγκτική εταιρία είναι μια εκ των BIG4 ((EY, KPMG ,PWC , Deloitte) 1, διαφορετικά 0.
Μέγεθος εταιρίας (πωλήσεις)	Μέγεθος της εταιρίας βάση του φυσικού λογαρίθμου των πωλήσεών της.

4.3 Εμπειρικό μοντέλο

Η εξίσωση που ακολουθεί απεικονίζει το υπόδειγμα της έρευνας:

$$\begin{aligned} \mathbf{MK} = & \beta_0 + \beta_1 * X_1 + \beta_2 * X_2 + \beta_3 * X_3 + \beta_4 * X_4 + \beta_5 * X_5 + \beta_6 * X_6 + \beta_7 * X_7 + \\ & \beta_8 * X_8 + \beta_9 * X_9 + \beta_{10} * X_{10} + \beta_{11} * X_{11} + \beta_{12} * X_{12} + \beta_{13} * X_{13} + \beta_{14} * X_{14} + \beta_{15} \\ & * X_{15} + \beta_{16} * X_{16} + \beta_{17} * X_{17} + \beta_{18} * \\ & X_{18} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Τα X_1 έως X_{18} είναι οι ανεξάρτητες μεταβλητές μας, όπου X_1 : η ρευστότητα, X_2 : Κεφαλαιακή Μόχλευση, X_3 : Μέγεθος ΔΣ, X_4 : Ποσοστό ανεξάρτητων μελών, X_5 : Παρουσία Γυναίκών στο ΔΣ, X_6 : Ποσοστό γυναικών στο ΔΣ, X_7 : Αριθμός μελών επιτροπής ελέγχου, X_8 : Ποσοστό Ανεξάρτητων μελών επιτροπής ελέγχου X_9 : Γυναίκα Πρόεδρος, X_{10} : Γυναίκα Δ/νων Σύμβουλος, X_{11} : Ταύτιση ρόλων Προέδρου & Δ/ντος Συμβούλου, X_{12} : Μη εκτελεστικός πρόεδρος, X_{13} : Τύπος ελεγκτικής εταιρίας (big_4), X_{14} : Γνώμη ελεγκτή, X_{15} : Ποσοστό συγκεντρωμένης ιδιοκτησίας ($\geq 5\%$), X_{16} : Μέγεθος εταιρίας (πωλήσεις), X_{17} : Θητεία ΔΣ (εξάμηνα), X_{18} : Ποσά συναλλαγών & αμοιβών Δ/κων στελεχών & μελών διοίκησης.

Τα σφάλματα απεικονίζονται στον Πίνακα 5.4 της παλινδρόμησης.

Κεφάλαιο 5^ο

Εμπειρική Ανάλυση

5.1 Περιγραφικά στατιστικά

Στον Πίνακα 5.1 που ακολουθεί, παρουσιάζονται τα περιγραφικά στατιστικά των συνεχών μεταβλητών του δείγματος ενώ στον Πίνακα 5.2 και στο Διάγραμμα 5.1 τα περιγραφικά στατιστικά των ψευδομεταβλητών .

Πίνακας 5.1 Στατιστικά στοιχεία δείγματος					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Μικτό Κέρδος	125	-19.444	100.000	25.96096	17.107431
ROA	125	-57.157	20.721	-0.30614	7.420456
ROE	125	-4.849	0.403	-0.09225	0.504053
Tobin's Q	125	0.011	2.715	0.31653	0.390966
Ρευστότητα	125	0.271	9.108	1.75421	1.388771
Κεφαλαιακή Μόχλευση	125	-1238.517	56.439	-6.98529	111.203725
Μέγεθος ΔΣ	125	5	15	8.13	2.331
Ποσοστό ανεξάρτητων μελών	125	0.083	0.667	0.21400	0.095447
Ποσοστό γυναικών στο ΔΣ	125	0.000	0.800	0.14405	0.157682
Αριθμός μελών επιτροπής ελέγχου	125	0	4	2.96	0.345
Ποσοστό Ανεξάρτητων μελών	125	0.000	1.000	0.66867	0.210197
Ποσοστό συγκεντρωμένης ιδιοκτησίας ($\geq 5\%$)	125	0.10000	0.98400	0.6567475	0.15623532
Θητεία ΔΣ (εξάμηνα)	125	2.00	20.00	8.3200	2.83299
Μέγεθος εταιρίας (πωλήσεις)	125	4.20	9.86	7.8404	0.88161
Ποσά συναλλαγών & αμοιβών Δ/κων στελεχών & μελών διοίκησης	125	0.00	7.27	5.8396	0.92199
Valid N (listwise)	125				

Όσον αφορά τις εξαρτημένες μας μεταβλητές παρατηρούμε αρνητικούς μέσους στην αποδοτικότητα των εταιριών το 2015 όταν αυτή μετράται με τους χρηματοοικονομικούς δείκτες ROA και ROE. Συνεπώς από τους μέσους των δυο μέτρων γίνεται σαφές ότι τα περιουσιακά στοιχεία και τα ίδια κεφάλαια των εταιριών δεν απέδωσαν τα αναμενόμενα για το συγκεκριμένο έτος που σε ένα μεγάλο ποσοστό πιθανώς να οφείλονται στην δυσχερή οικονομική κατάσταση στην οποία περιήλθε η χώρα.

Επίσης ο μέσος του δείκτη Tobins Q εμφανίζεται χαμηλότερος της μονάδας γεγονός που καταδεικνύει ότι η αγοραία αξία είναι μικρότερη από την καταγεγραμμένη λογιστική αξία των στοιχείων και έτσι είναι ορατό το ενδεχόμενο της υποτίμησης.

Τέλος το μικτό κέρδος εμφανίζει μέσο 26% με τυπική απόκλιση 17% που είναι ένα ικανοποιητικό ποσοστό καθώς η εταιρία φέρει μικτό κέρδος 26 για κάθε 100 μονάδες πωλήσεων. Στις ανεξάρτητες μεταβλητές ελέγχου παρατηρούμε ότι τα μέλη του Δ.Σ. είναι κατά μέσο όρο 8. Αναλογικά τα ανεξάρτητα μέλη αποτελούν το 21,4%, δηλαδή περίπου 2 είναι ανεξάρτητα.

Σε ποσοστό 56% υπάρχει δυαδικότητα ρόλων προέδρου και διευθύνοντος συμβούλου. Οι ρόλοι αυτοί κατέχονται από άνδρες σε ποσοστό 93,6% (πρόεδρος) και 95,20% (διευθύνων σύμβουλος) αντίστοιχα που δείχνει ότι οι εταιρίες εμπιστεύονται κυρίως το ανδρικό φύλλο για τις πιο νευραλγικές θέσεις ενώ, στις περισσότερες περιπτώσεις (ποσοστό 84,80%) ο πρόεδρος είναι εκτελεστικός. Από την άλλη είναι ενθαρρυντικό ότι η παρουσία γυναικών στο Δ.Σ. εμφανίζεται αυξημένη σε ποσοστό 62,4%. Ωστόσο ο αριθμός τους παραμένει χαμηλός σε μέσο ποσοστό μόλις 14,40% στο σύνολο μελών τους Δ.Σ.

Η επιτροπή ελέγχου αποτελείται από 0 έως 4 μέλη με μέσο όρο τα 3 μέλη και αρκετά υψηλό ποσοστό ανεξάρτητων μελών στο 66,86%. Το γεγονός αυτό είναι ενθαρρυντικό καθώς εξασφαλίζεται ο απαιτούμενος έλεγχος που επιδιώκουν τα ενδιαφερόμενα μέρη.

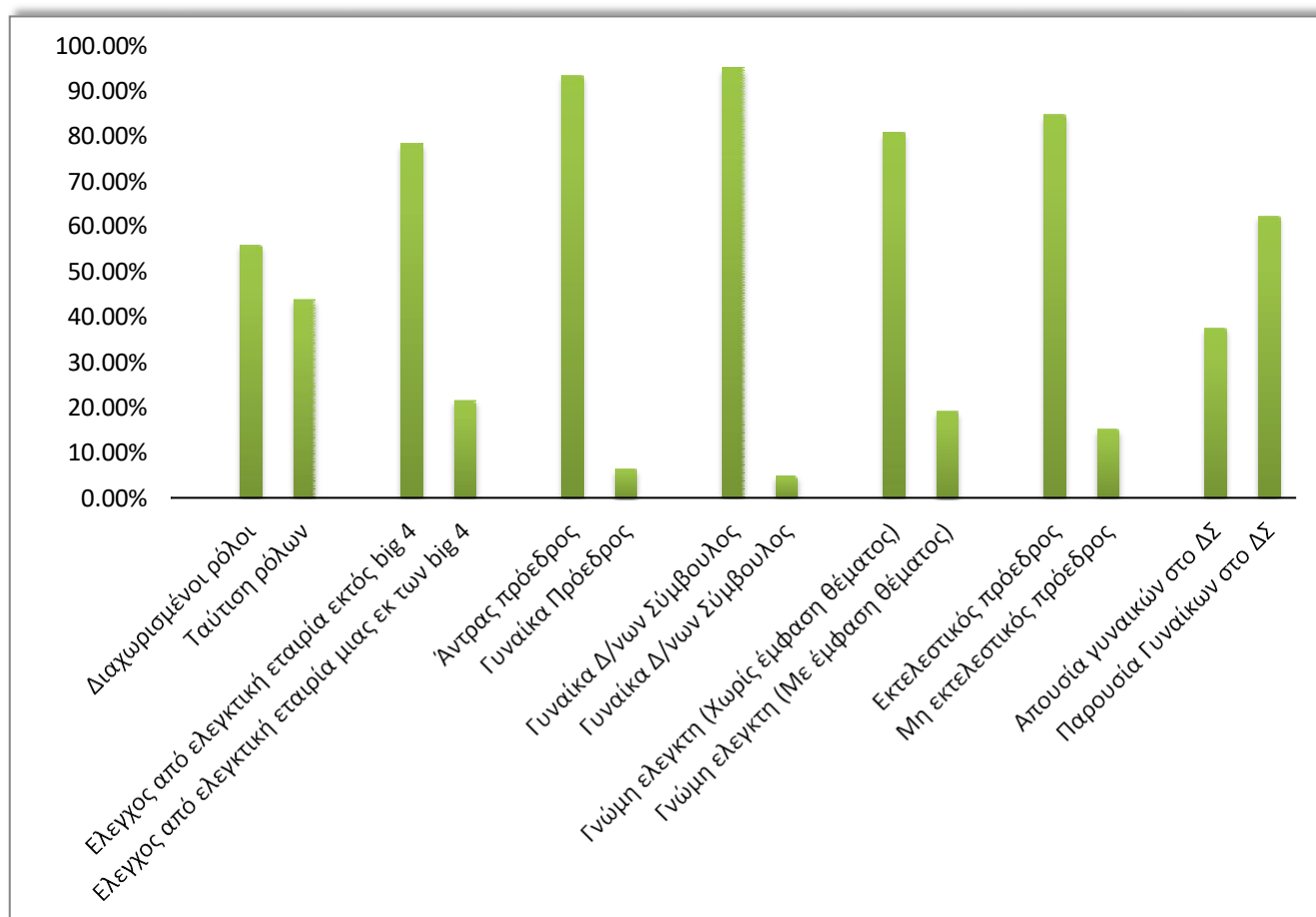
Από τον πίνακα επίσης πληροφορούμαστε ότι υπάρχει υψηλό ποσοστό συγκεντρωμένης ιδιοκτησίας στις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις με ελάχιστο ποσοστό το 10%, μέγιστο το 98,4% και μέσο 65,67%. Το αυξημένο αυτό ποσοστό οφείλεται στην οικογενειοκρατία που επικρατεί στη χώρα μας η οποία καταφέρνει να διατηρεί το μεγαλύτερο ποσοστό στις περισσότερες εταιρίες και να καθορίζει σε μεγαλύτερο βαθμό τις πολιτικές και στρατηγικές της εκάστοτε εταιρίας. Η θητεία του Δ.Σ. είναι 8.3 εξάμηνα

δηλαδή περίπου 5 έτη που έρχεται σε αντίθεση με την πρακτική Ε.Δ. που ορίζει ως μέγιστο τα 4. Το μέγεθος της εταιρίας (λογάριθμος πωλήσεων) με είναι μεταξύ 4.20 και 9.86 με μέσο το 7,84 ενώ τα ποσά συναλλαγών και αμοιβών των διοικητικών στελεχών εμφανίζουν υψηλό μέσο 5,83 με ελάχιστο 0 και μέγιστό τα 7,27 (λογάριθμος αμοιβών).

Πίνακας 5.2 Συχνότητες ψευδομεταβλητών		
Ανεξάρτητη μεταβλητή	Πιθανές τιμές	Ποσοστά
Ταύτιση ρόλων Προέδρου & Δ/ντος Συμβούλου	Διαχωρισμένοι ρόλοι	56.00%
	Ταύτιση ρόλων	44.00%
Τύπος ελεγκτικής εταιρίας (big_4)	Έλεγχος από ελεγκτική εταιρία εκτός big 4	78.40%
	Έλεγχος από ελεγκτική εταιρία μιας εκ των big 4	21.60%
Γυναίκα Πρόεδρος	Άντρας πρόεδρος	93.60%
	Γυναίκα Πρόεδρος	6.40%
Γυναίκα Δ/νων Σύμβουλος	Άντρας Δ/νων Σύμβουλος	95.20%
	Γυναίκα Δ/νων Σύμβουλος	4.80%
Γνώμη ελεγκτή	Γνώμη ελεγκτή (Χωρίς έμφαση θέματος)	80.80%
	Γνώμη ελεγκτή (Με έμφαση θέματος)	19.20%
Μη εκτελεστικός πρόεδρος	Εκτελεστικός πρόεδρος	84.80%
	Μη εκτελεστικός πρόεδρος	15.20%
Παρουσία Γυναικών στο ΔΣ	Απουσία γυναικών στο ΔΣ	37.60%
	Παρουσία Γυναικών στο ΔΣ	62.40%

Τέλος μόλις το 21,6% των επιχειρήσεων ανέθεσε σε μεγάλη ελεγκτική εταιρία (BIG4) τον έλεγχο των οικονομικών της καταστάσεων ενώ, γνώμη ελεγκτή με έμφαση θέματος, εμφανίζει μόλις το 19,20% με το υπόλοιπο ποσοστό (84,80%) να μην εμφανίζει καμία έμφαση θέματος στην ετήσια έκθεση των ανεξάρτητων ορκωτών ελεγκτών.

Διάγραμμα 5.1 Συχνότητες ψευδομεταβλητών



5.2 Εγκυρότητα του μοντέλου

Στην προηγούμενη ενότητα παρουσιάσαμε τις 18 μεταβλητές, 15 αφορούν στοιχεία εταιρικής διακυβέρνησης και 3 αφορούν χρηματοοικονομικά στοιχεία, με βάση τις οποίες θα κατασκευάσουμε το μοντέλο μας.

Οι εξαρτημένες μεταβλητές, όπως έχουμε προαναφέρει, είναι τέσσερις σε αριθμό, το Μικτό κέρδος για να υπολογίσουμε την αναλογία των μικτών κερδών επί του συνολικού τζίρου, το ROE για τον υπολογισμό της χρηματοοικονομικής απόδοσης, το ROA για την λειτουργική απόδοση των υπό έλεγχο εταιριών και τέλος τον δείκτη Tobin's Q για τον υπολογισμό της αγοραίας- χρηματιστηριακής απόδοσης.

Από τις παλινδρομήσεις που πραγματοποιήσαμε μόνο η εξαρτημένη μεταβλητή του Μικτού κέρδους πληροί τις προϋποθέσεις της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης. Στα τρία μοντέλα ROA, ROE και TOBINS Q από το διαγραμματικό έλεγχο / τεστ κανονικότητας kolmogorov-Smirnov και Shapiro-Wilk στα κατάλοιπα, δε μπορεί να γίνει δεκτή η υπόθεση ότι τα κατάλοιπα της παλινδρόμησης ακολουθούν την κανονική κατανομή ($\text{sig}.0.00 < 0.05$). Επίσης, από το διαγραμματικό έλεγχο των καταλοίπων δε μπορεί να γίνει δεκτή για τις ανωτέρω τρεις μεταβλητές η υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας.

Όσον αφορά το μικτό κέρδος, το μοντέλο μας προσαρμόζεται καλά στα δεδομένα:

R	R Square	Adjusted R Square	F Change	Sig. F Change	Durbin- Watson
0.617	0.380	0.273	3.543	0.000	2.016

- το R^2 είναι 38% που σημαίνει ότι από το μοντέλο μας εξηγείται το 38% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής.
- Από τον πίνακα ANOVA προέκυψε ότι η στατιστική F είναι στατιστικά σημαντική ($\text{sig}.0.00 < 0.05$) οπότε δεν παραβιάζεται υπόθεση της γραμμικότητας του υποδείγματος.
- Η τιμή VIF είναι σε όλες τις μεταβλητές κάτω από 10 συνεπώς δεν υπάρχει πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας.
- Από το ιστόγραμμα των καταλοίπων και το τεστ κανονικότητας Shapiro-Wilk η ($\text{sig}.0.77 > 0.05$) δεν απορρίπτεται η υπόθεση ότι τα κατάλοιπα ακολουθούν την κανονική κατανομή.
- Επίσης από το διάγραμμα διασποράς των καταλοίπων δεν απορρίπτεται η υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας.

Από Πίνακά 5.3 των συσχετίσεων διακρίνουμε ότι το μικτό κέρδος συσχετίζεται (χαμηλή συσχέτιση $r=0.322$) με την ρευστότητα σε επίπεδο 1 % και με το μέγεθος της εταιρίας όπως αυτό εκφράζεται από τις πωλήσεις (χαμηλή συσχέτιση $r=0.298$) στο ίδιο επίπεδο.

Πίνακας 5.3 Αποτελέσματα αναλύσεων με εξαρτημένη μεταβλητή το Μικτό Κέρδος

	Μικτό Κέρδος	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)
Μικτό Κέρδος	1																		
(1) Ρευστότητα	.322**	1																	
	0.000																		
(2) Κεφαλαιακή Μόγλευση	0.053	0.062	1																
	0.556	0.492																	
(3) Μέγεθος ΔΣ	-0.124	0.102	-0.042	1															
	0.168	0.256	0.645																
(4) Ποσοστό ανεξάρτητων μελών	0.015	-0.160	-.194*	.362**	1														
	0.868	0.075	0.030	0.000															
(5) Παρουσία Γυναίκων στο ΔΣ	0.067	-0.002	0.119	-0.156	-0.149	1													
	0.457	0.979	0.185	0.082	0.097														
(6) Ποσοστό γυναικών στο ΔΣ	-0.061	-0.051	0.082	-.293**	-.189*	.712**	1												
	0.502	0.574	0.364	0.001	0.035	0.000													
(7) Αριθμός μελών επιτροπής ελέγχου	-0.168	-0.037	-0.009	.207*	.180*	-0.042	-0.047	1											
	0.061	0.679	0.925	0.021	0.044	0.640	0.603												
(8) Ποσοστό Ανεξάρτητων μελών επιτροπής ελέγχου	0.112	-0.017	0.142	0.001	.394**	-0.137	-0.117	0.066	1										
	0.212	0.853	0.114	0.993	0.000	0.127	0.195	0.465											
(9) Γυναίκα Πρόεδρος	-0.120	-0.128	0.029	-0.071	-0.102	.203*	.352**	0.030	0.050	1									
	0.182	0.155	0.744	0.433	0.260	0.023	0.000	0.736	0.583										
(10) Γυναίκα Δ/νων Σύμβουλος	0.007	0.007	0.018	-0.157	-0.079	0.174	.376**	0.026	0.057	.706**	1								
	0.935	0.934	0.843	0.080	0.381	0.052	0.000	0.773	0.525	0.000									
Γαύτιση ρόλων Προέδρου & Δ/ντος Συμβούλου (11)	0.024	0.028	0.073	-.264**	-0.060	.189*	.350**	0.103	0.062	0.032	0.103	1							
	0.793	0.756	0.416	0.003	0.507	0.035	0.000	0.253	0.491	0.726	0.255								

Πίνακας 5.3 Αποτελέσματα αναλύσεων με εξαρτημένη μεταβλητή το Μικτό Κέρδος

	Μικτό Κέρδος	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)
Μη εκτελεστικός πρόεδρος (12)	0.108	-0.017	-.201*	0.101	0.043	-0.085	-0.167	-.210*	-.217*	-0.020	0.009	-.375**	1						
	0.229	0.850	0.025	0.260	0.633	0.344	0.063	0.019	0.015	0.828	0.919	0.000							
Τύπος ελεγκτικής εταιρίας (big_4) (13)	0.016	-0.030	-0.173	.381**	.369**	-.195*	-.219*	0.118	0.065	-0.058	-0.027	-0.074	0.049	1					
	0.859	0.739	0.054	0.000	0.000	0.030	0.014	0.192	0.474	0.522	0.766	0.414	0.591						
Γνώμη ελεγκτη (14)	0.055	-.219*	-0.174	-0.009	0.042	0.043	-0.027	-0.002	0.060	0.121	-0.014	0.018	.246**	-0.058	1				
	0.543	0.014	0.053	0.917	0.641	0.634	0.765	0.979	0.506	0.177	0.873	0.842	0.006	0.517					
(15) Ποσοστό συγκεντρωμένης ιδιοκτησίας (≥5%)	0.054	-0.013	0.099	-.300**	-.178*	0.022	0.137	-0.127	-0.140	0.144	0.060	.223*	0.034	0.018	0.072	1			
	0.552	0.888	0.273	0.001	0.048	0.805	0.128	0.157	0.120	0.109	0.507	0.012	0.704	0.841	0.425				
(16) Μέγεθος εταιρίας (πωλήσεις)	-.298**	-0.018	-0.082	.587**	.282**	-0.167	-.262**	0.148	-0.060	-.207*	-0.100	-0.152	0.113	.425**	-0.082	-.232**	1		
	0.001	0.841	0.364	0.000	0.001	0.062	0.003	0.099	0.510	0.021	0.265	0.091	0.209	0.000	0.365	0.009			
(17) Θητεία ΔΣ (εξάμηνα)	0.075	0.115	0.080	-.277**	-0.126	0.018	0.082	0.145	0.033	0.109	-0.052	.185*	-0.159	-.321**	-0.098	-0.031	-.312**	1	
	0.409	0.201	0.377	0.002	0.161	0.844	0.361	0.107	0.717	0.225	0.565	0.039	0.077	0.000	0.275	0.734	0.000		
(18) Ποσά συναλλαγών & αμοιβών Δ/κων στελεχών & μελών διοίκησης	-0.148	-0.041	-0.101	.579**	.310**	-0.080	-.254**	0.121	0.049	-.208*	-.188*	-0.158	0.044	.359**	-0.064	-.347**	.802**	-.192*	1
	0.102	0.651	0.267	0.000	0.000	0.377	0.005	0.181	0.592	0.021	0.037	0.081	0.625	0.000	0.483	0.000	0.000	0.033	

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

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

-1 έως -0.5: θεωρούμε ότι είναι υψηλός αρνητικός συντελεστής συσχέτισης
 -0,5 έως -0.2: θεωρούμε ότι είναι χαμηλός αρνητικός συντελεστής συσχέτισης
 -0,2 έως 0.2: θεωρούμε ότι ο συντελεστής συσχέτισης είναι μηδενικός
 0,2 έως 0.5: θεωρούμε ότι είναι χαμηλός θετικός συντελεστής συσχέτισης
 0,5 έως 1: θεωρούμε ότι είναι υψηλός θετικός συντελεστής συσχέτισης

5.3 Εμπειρικά Αποτελέσματα

Αρχικά από τον πίνακα 5.4 της παλινδρόμησης βλέπουμε ότι το μικτό κέρδος εμφανίζει θετική συσχέτιση ($\beta=3.586$, $\rho=0.001$) σε επίπεδο σημαντικότητας της τάξης των 5% με την ρευστότητα, γεγονός που υποδηλώνει πως οι εταιρείες που έχουν μεγαλύτερη ρευστότητα έχουν και μεγαλύτερη κερδοφορία. Επίσης υπάρχει αρνητική σχέση ($\beta=-12.339$, $\rho=0.000$) σε επίπεδο σημαντικότητας της τάξης των 1% του περιθωρίου μικτού κέρδους και μεγέθους εταιρείας όπως αυτό εκφράζεται από τις πωλήσεις, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι μεγαλύτερες εταιρείες με βάση τις πωλήσεις τους είχαν χαμηλότερη κερδοφορία το έτος των capitals controls 2015.

Επιπλέον βλέπουμε ότι το περιθώριο μικτού κέρδους σχετίζεται με την παρουσία και με το ποσοστό γυναικών στο ΔΣ, με το αν ο πρόεδρος ή διευθύνων σύμβουλος είναι γυναίκα, με τον τύπο της ελεγκτικής εταιρείας και τα ποσά συναλλαγών & αμοιβών Δ/κων στελεχών & μελών διοίκησης. Όσον αφορά παρουσία των γυναικών στο ΔΣ υπάρχει θετική συσχέτιση ($\beta=7.201$, $\rho=0.085$) σε επίπεδο σημαντικότητας της τάξης των 10%, που υποδηλώνει την αύξηση της κερδοφορίας με την αύξηση της παρουσίας των γυναικών στο ΔΣ. Αντιθέτως όσον αφορά το ποσοστό των γυναικών στο ΔΣ υπάρχει αρνητική συσχέτιση ($\beta=-27.204$, $\rho=0.057$) σε επίπεδο σημαντικότητας της τάξης των 10%, που υποδηλώνει την μείωση της κερδοφορίας με την αύξηση του ποσοστού των γυναικών στο ΔΣ. Η αρνητική αυτή συσχέτιση εμφανίζεται επίσης σε επίπεδο σημαντικότητας της τάξης των 5% αν η εταιρεία έχει γυναίκα πρόεδρο ($\beta=-21.075$, $\rho=0.020$) ενώ αν η εταιρεία έχει γυναίκα διευθύνουσα σύμβουλο ($\beta=21.099$, $\rho=0.020$) εμφανίζεται να είναι θετική σε ίδιο επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας.

Υπάρχει θετική συσχέτιση, σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%, όσον αφορά τον τύπο της ελεγκτικής εταιρείας ($\beta=7.665$, $\rho=0.055$) και τα ποσά συναλλαγών & αμοιβών Δ/κων στελεχών & μελών διοίκησης ($\beta=8.926$, $\rho=0.054$) γεγονός που υποδηλώνει ότι οι εταιρείες των οποίων οι οικονομικές καταστάσεις ελέγχονται από μεγάλη ελεγκτική εταιρεία και εμφανίζουν υψηλότερα επίπεδα συναλλαγών και αμοιβών των στελεχών τους, εμφάνισαν και μεγαλύτερη κερδοφορία το 2015. Τα αποτελέσματα αυτά συμφωνούν με την έρευνα των Thuy, P. B. G., & Duc, V. H., 2013.

Πίνακας 5.4 Αποτελέσματα αναλύσεων με εξαρτημένη μεταβλητή το Μικτό Κέρδος

Μεταβλητές	Unstandardized Coefficients		t	Sig.	95.0% Confidence Interval for B		Collinearity Statistics	
	B	Std. Error			Lower Bound	Upper Bound	Tolerance	VIF
(Constant)	68.731	24.878	2.763	0.007	19.397	118.065		
Ρευστότητα	3.586	1.068	3.359	0.001**	1.469	5.703	0.787	1.271
Κεφαλαιακή Μόγλευση	0.014	0.013	1.043	0.299	-0.012	0.040	0.794	1.259
Μέγεθος ΔΣ	-0.281	0.869	-0.324	0.747	-2.005	1.442	0.429	2.332
Ποσοστό ανεξάρτητων μελών	18.214	18.364	0.992	0.324	-18.204	54.631	0.562	1.778
Παρουσία Γυναικών στο ΔΣ	7.201	4.140	1.739	0.085*	-1.008	15.410	0.433	2.311
Ποσοστό γυναικών στο ΔΣ	-27.204	14.154	-1.922	0.057*	-55.272	0.864	0.348	2.872
Αριθμός μελών επιτροπής ελέγχου	-5.650	4.211	-1.342	0.183	-14.000	2.700	0.814	1.228
Ποσοστό ανεξάρτητων μελών επιτροπής ελέγχου	2.165	7.877	0.275	0.784	-13.456	17.785	0.628	1.592
Γυναίκα Πρόεδρος	-21.075	8.884	-2.372	0.020**	-38.692	-3.458	0.362	2.764
Γυναίκα Δ/νων Σύμβουλος	21.099	9.994	2.111	0.037**	1.280	40.918	0.375	2.670
Ταύτιση ρόλων Προέδρου & Δ/ντος Συμβούλου	2.158	3.296	0.655	0.514	-4.379	8.694	0.652	1.534
Μη εκτελεστικός πρόεδρος	6.281	4.450	1.411	0.161	-2.544	15.106	0.671	1.490
Τύπος ελεγκτικής εταιρίας (big 4)	7.665	3.942	1.944	0.055*	-0.152	15.483	0.652	1.533
Γνώμη ελεγκτή	3.935	3.808	1.033	0.304	-3.616	11.487	0.762	1.312
Ποσοστό συγκεντρωμένης ιδιοκτησίας (≥5%)	1.813	10.033	0.181	0.857	-18.083	21.709	0.704	1.421
Μέγεθος εταιρίας (πωλήσεις)	-12.339	2.897	-4.259	0.000***	-18.084	-6.594	0.270	3.699
Θητεία ΔΣ (εξάμηνα)	0.369	0.569	0.648	0.519	-0.760	1.498	0.666	1.502
Ποσά συναλλαγών & αμοιβών Δ/κων στελεχών & μελών διοίκησης	8.926	4.584	1.947	0.054*	-0.164	18.017	0.282	3.552
1. Επίπεδο σημαντικότητας 5%			R ²	0.380		F statistics	3.543	
2. Επίπεδο σημαντικότητας 10%			Προς/vo R ²	0.273		Sig. F	0.000	
Durbin-Watson	2.016							
*** p < 0.01; ** p < 0.05; * p < 0.10								

Κεφάλαιο 6^ο

Συμπεράσματα

Η Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί βασική προϋπόθεση για τη βελτίωση της επιχειρηματικής αποδοτικότητας και οικονομικής ανάπτυξης. Σκοπός της είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, γι' αυτό και μία επιχείρηση που επιδιώκει την παγκόσμια καταξίωση και ανταγωνιστικότητα θα πρέπει να υιοθετεί εσωτερικούς και εξωτερικούς κανόνες, οι οποίοι θα ενισχύουν την εικόνα της προς το επενδυτικό κοινό αλλά και την κοινωνία γενικότερα. Οι ελληνικές επιχειρήσεις για να μπορέσουν να διακριθούν στο διεθνές ανταγωνιστικό περιβάλλον οφείλουν να αναδιαρθρώσουν τις εσωτερικές δομές οργάνωσης και λειτουργίας τους, με βάση διεθνώς αποδεκτές πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης. Οι όποιες αλλαγές και προσαρμογές, πέρα από νομοθετικές ρυθμίσεις, οφείλουν να προωθηθούν από τις ίδιες τις επιχειρήσεις για το δικό τους το συμφέρον. Σε κάθε περίπτωση, από τη στιγμή που οι επιχειρήσεις αποφασίζουν να αντλήσουν κεφάλαια από το χρηματιστήριο και να αποκτήσουν μέτοχο μειοψηφίας, είναι υποχρεωμένες να προστατεύουν αποτελεσματικά τα δικαιώματα των μετόχων, δημιουργώντας τους κατάλληλους μηχανισμούς Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Στόχος της παρούσας εργασίας ήταν η μελέτη της επίδρασης των πρακτικών της εταιρικής διακυβέρνησης στην επίδοση των εταιρειών, εκφρασμένη με το περιθώριο μικτού κέρδους (MK), την απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE), την απόδοση του ενεργητικού (ROA) και τον δείκτη Tobin's q.

Η έρευνα αφορά το έτος 2015 όπου το οικονομικό περιβάλλον επηρεάστηκε από αρνητικές εξελίξεις στην Ελλάδα. Πολλαπλές εκλογές, συνεχείς διαπραγματεύσεις για μεγάλο χρονικό διάστημα μεταξύ της Ελληνικής Κυβέρνησης και των Θεσμών οι οποίες είχαν ως απόρροια αφενός την εκροή κεφαλαίων από τις Ελληνικές Τράπεζες στο εξωτερικό αφετέρου την παύση περαιτέρω ρευστότητας προς το Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα μέσω του έκτακτου μηχανισμού ρευστότητας (ELA) της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και εν τέλη την επιβολή των Capital Controls.

Λαμβάνοντας υπόψη την εύθραυστη κατάσταση στην Ελληνική οικονομία το εν λόγω έτος αλλά και σε συνδυασμό με την έντονη αβεβαιότητα που βιώσαν οι ελληνικές επιχειρήσεις το διάστημα αυτό, στην ερευνά μας προσπαθήσαμε να διαπιστώσουμε αν οι πρακτικές και οι αρχές που θέτει ο κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης καθώς και ο βαθμός που

εφαρμόστηκαν από εισηγμένες εταιρείες επηρέασαν την αποδοτικότητα των υπό εξέταση εταιριών.

Τα αποτελέσματα μας έδειξαν πως η ρευστότητα της επιχείρησης , η παρουσία γυναικών στο ΔΣ ,η γυναικεία παρουσία στην θέση του διευθύνοντα συμβούλου, ο τύπος ελεγκτικής εταιρίας και το ύψος των συναλλαγών και αμοιβών των μελών του ΔΣ επέδρασαν θετικά στην κερδοφορία των εταιριών κατά το έτος 2015 ενώ το ποσοστό γυναικών στο ΔΣ, η παρουσία γυναίκας στην θέση του προέδρου της εταιρείας και το μέγεθος της εταιρείας με βάση τις πωλήσεις της επέδρασαν αρνητικά.

Καταλήγοντας, σχετικά με μελλοντικές προεκτάσεις και περαιτέρω έρευνα, θα ήταν καλό να επεκταθεί η έρευνα στα έτη, μετά την άρση της επιβολής των Capital Controls, ώστε να μελετηθούν τόσο οι συνέπειες της κρίσης στην Ελλάδα όπως αυτές καταγράφονται από την κερδοφορία των εταιριών, όσο και να διαπιστωθεί αν οι πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης συντέλεσαν στην αντιμετώπιση της κρίσης από τις Ελληνικές εταιρείες .

Παράρτημα

Α/Α	ΕΤΑΙΡΕΙΑ
1	ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε.
2	ΑΛΟΥΜΥΛ Α.Ε.
3	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.
4	ΒΑΡΒΕΡΗΣ Ν. -MODA BAGNO
5	ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ ΑΕ
6	ΒΙΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΩΝ ΑΕ
7	ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS ΑΕ
8	ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ
9	ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ ΑΕ ΣΥΜΜ. ΑΚΙΝ. ΚΑΤΑΣΚ.
10	ΓΕΚΕ ΑΕ ΞΕΝΟΔ.&ΤΟΥΡΙΣΤ.ΕΠΙΧ/ΣΕΩΝ-ΑΚΙΝΗΤΑ
11	ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ
12	ΔΑΙΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΑΒΕΕ
13	ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΥ Α.Ε.
14	ΠΑΠΑΠΑΝΑΓΙΩΤΟΥ ΑΒΕΕΑ - ΔΡΟΜΕΑΣ
15	ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ ΑΒΕΕ - ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ
16	ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Ε.
17	ΕΚΤΕΡ Α.Ε.--ΤΕΧΝΙΚΑ ΕΡΓΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
18	ΕΛΑΣΤΡΟΝ Α.Ε.Β.Ε. – ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ
19	ΕΛΒΕ Α.Β.Ε.Ε.
20	ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε.
21	ΕΛΙΝΟΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΩΝ ΑΕ
22	ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.--ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΕΡΓΩΝ
23	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ Α.Ε.
24	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.
25	ΕΛ.ΤΕΧ. ΑΝΕΜΟΣ ΑΕ (θυγατρική)-ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.(μητρική)
26	ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ Α.Ε.Β.Ε.
27	ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.
28	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣΤΟΥΨΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε 1/7/15-30/6/16
29	Ε.Υ.Α.Θ. Α.Ε.
30	Ε.Υ.Δ.Α.Π. Α.Ε.
31	ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ Α.Ε.
32	ΙΑΣΩ Α.Ε.
33	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.
34	ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
35	ΙΛΥΔΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε.

A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ
36	ΟΜΙΛΟΣ ΙΝΤΕΑΛ Α.Β.Ε.Ε.ΔΕ.Σ.
37	ΙΝΤΕΡΤΕΚ Α.Ε. – ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΕΣ
38	ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.
39	FOLLIE-FOLLIE Α.Ε.Β.Τ.Ε.
40	ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
41	ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.
42	ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε. - ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΕΣ & ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ
43	ΚΕΚΡΟΥ Α.Ε---ΑΚΙΝΗΤΩΝ
44	ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.
45	Ι. ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ - Ι. ΛΑΠΠΑΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ Α.Ε.-ΑΚΙΝΗΤΑ
46	ΚΛΩΣΤΟΥΨΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ Α.Β.Ε.Ε.
47	ΑΦΟΙ ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ Α.Ε.Β.Ε.
48	ΚΟΡΡΕΣ Α.Ε. – ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ
49	ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε.
50	ΚΡΙ-ΚΡΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε.
51	ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.
52	ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ Η.-F.H.L.
53	ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ Μ.Κ.Ν. Α. Α.Ε
54	ΛΑΜΨΑ Α.Ε. ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ
55	ΛΑΝΑΚΑΜ Α.Ε.
56	Ν. ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ Α.Ε
57	ΕΚΔΟΤΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΒΑΝΗ Α.Β.Ε.
58	ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.
59	ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ Α.Ε.
60	ΜΕΤΑΛΛΙΚΑΙ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΙ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΟΜΙΛΟΣ ΜΕΤΚΑ Α.Ε.)
61	ΜΟΤΟΔΥΝΑΜΙΚΗ Α.Ε.Ε.
62	ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ
63	ΕΛ. Δ. ΜΟΥΖΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.Μ. & Ε.
64	ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.
65	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε.-ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
66	ΦΙΛΙΠΠΟΣ ΝΑΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.Τ.Ε. 1/7/15-30/6/16
67	Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ - Π. ΑΘΑΝΑΣΙΑΔΗΣ & ΣΙΑ Α.Ε.
68	ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε.
69	ΙΝΤΕΡΓΟΥΝΤ-ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ Α.Τ.Ε.Ν.Ε.
70	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε. (ΟΛΘ Α.Ε.)
71	«ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε. (ΟΛΠ Α.Ε.)
72	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΠΡΟΓΝΩΣΤΙΚΩΝ ΑΓΩΝΩΝ ΠΟΛΟΣΦΑΙΡΟΥ Α.Ε (ΟΠΑΠ Α.Ε.
73	ΟΤΕ Α.Ε.

A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ
74	Ε. ΠΑΪΡΗΣ ΑΒΕΕ ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ
75	ΠΑΠΟΥΤΣΑΝΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
76	Π. ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε
77	ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε.
78	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ ΑΒΕΕ
79	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
80	ΡΕΒΟΪΛ Α.Ε.Ε.Π
81	ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
82	ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.
83	ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ Α.Ε.Γ.Ε.
84	ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε.
85	ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.
86	ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Α.Β.Ε.Τ.Ε.
87	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε.--ΤΕΧΝΙΚΑ ΕΡΓΑ-ΑΚΙΝΗΤΑ
88	ΤΙΤΑΝ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ Α.Ε.
89	ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ ΚΑΙ ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ – “ΥΓΕΙΑ” Α.Ε.
90	ΦΙΕΡΑΤΕΞ ΑΦΟΙ ΑΝΕΖΟΥΛΑΚΗ Α.Ε.
91	ΧΑΙΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.
92	ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε.
93	ΥΙΟΙ Ε.ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ - ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜ. ΤΥΡΝΑΒΟΥ Α.Ε.
94	A.S. ΕΜΠΟΡΙΚΗ-ΒΙΟΜ. ΕΤΑΙΡΙΑ Η/Υ & ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ Α.Ε.
95	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΗΧΟΥ & ΕΙΚΟΝΟΣ ΑΕ (AUDIOVISUAL - AVE)
96	AUTOHELLAS Α.Τ.Ε.Ε.
97	ΒΥΤΕ COMPUTER Α.Β.Ε.Ε.
98	CENTRIC ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.
99	COCA-COLA HBC AG
100	CPI Α.Ε ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ 1/7/15-30/6/16
101	Α.Ε.Β.Ε. ΗΛΕΚ. & ΗΛΕΚ/ΝΙΚΩΝ ΣΥΣΚΕΥΩΝ (F.G. EUROPE Α.Ε.) (F.G.EUROPE)
102	FLEXOPACK Α.Ε.Β.Ε.Π.
103	FOURLIS Α.Ε ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
104	FRIGOGLASS Α.Β.Ε.Ε.
105	QUEST ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.
106	INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
107	INTRAKOM Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
108	INTRAKOM ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ Α.Ε.ΤΕΧΝ. ΕΡΓΩΝ & ΜΕΤΑΛ.ΚΑΤ.(INTRAKAT)
109	ΑΒΑΞ Α.Ε. (J. &P. ΑΒΑΞ)

110	JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ 1/7/15-30/6/16
111	ΚΛΕΜΑΝ ΕΛΛΑΣ – KLEEMANN HELLAS A.B.E.E.
A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ
112	LAMDA DEVELOPMENT A.E.-ΑΚΙΝΗΤΑ
113	LOGISMOS ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ Α.Ε.
114	MARFIN INVESTMENT GROUP A.E. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
115	MERMEREN KOMBINAT A.D. PRILEP
116	MEVACO ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.
117	ΑΦΟΙ Ι.& Β. ΛΑΔΕΝΗΣ Α.Ε."ΜΙΝΕΡΒΑ" Β. ΠΛΕΚΤΙΚΗΣ
118	M.L.S. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε.
119	NEXANS ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.
120	PAPERPACK Α.Β.Ε.Ε.
121	PROFILE Α.Ε.Β.Ε. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ
122	QUALITY AND RELIABILITY Α.Β.Ε.Ε.
123	SPACE HELLAS Α.Ε.
124	UNIBIOS Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
125	VIOHALCO SA/NV

Βιβλιογραφικές Αναφορές

I. Ελληνικές Αναφορές

Αγοράκη, Μ. Ε. (2010, December 11). *Συμμετοχή ανεξαρτήτων μελών στα διοικητικά συμβούλια των εισηγμένων στο Χ.Α. εταιρειών: Η πεμπτοσύια της Εταιρικής Διακυβέρνησης*. [Παρουσίαση]. 8ο Συνέδριο Συνδέσμου Επενδυτών & Διαδικτύου, Αθήνα, Ελλάδα. <https://www.sed.gr/library/agoraki.pdf>

Λαζαρίδης, Θ. Γ., & Δρυμπέτας, Ε. (2011). *Εταιρική διακυβέρνηση : Διεθνής πρακτική και ελληνική εμπειρία* (1η εκδ.). Θεσσαλονίκη: Σοφία Α.Ε.

Κοντογιάννη, Λ. (2015, April 24). *Θετικές Δράσεις για την Ενίσχυση της Παρουσίας των Γυναικών στα Ανώτατα Κλιμάκια των Επιχειρήσεων: Η Συμβολή της Εταιρικής Διακυβέρνησης* [Slides]. Athex Group.

https://www.athexgroup.gr/documents/10180/2436023/%CE%A0%CE%B1%CF%81%CE%BF%CF%85%CF%83%CE%AF%CE%B1%CF%83%CE%B7_%CE%95%CE%9B%CE%95%CE%93%CE%A5%CE%A0_%CE%9B%CE%9A_24_04_2015_Final.pdf/59ac1b4b-7160-485a-806c-195f6de487c7

Νούλας Α.,(2015). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Επενδυτικές και Χρηματοδοτικές Αποφάσεις* (Τόμ. 1). Θεσσαλονίκη: Ανικούλα.

Παλαιολόγος, Αν., (2013). *Η Εταιρική Διακυβέρνηση και Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη στις εισηγμένες εταιρείες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών*. Πρακτικά του ΕΣΔΟ, Λάρισα 2013 (118 – 133)

II. Ξενόγλωσσες Αναφορές

Abbadı, S., Hijazi, Q., & Al-Rahahleh, A. (2016). Corporate Governance Quality and Earnings Management: Evidence from Jordan. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 10(2), 54–75. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v10i2.4>

Afrifa, G. A., & Tauringana, V. (2015). Corporate governance and performance of UK listed small and medium enterprises. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 15(5), 719–733. <https://doi.org/10.1108/cg-03-2015-0029>

Aguilera, R. V., Desender, K., Bednar, M. K., & Lee, J. H. (2015). Connecting the Dots: Bringing External Corporate Governance into the Corporate Governance Puzzle. *The Academy of Management Annals*, 9(1), 483–573.

<https://doi.org/10.1080/19416520.2015.1024503>

Alhumoudi, H. Y. (2016). Corporate Governance Mechanisms and Firms' Performance: An Empirical Analysis of Firms Listed on the Saudi Stock Exchange. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 6(2), 101. <https://doi.org/10.5296/ijaf.v6i2.9192>

Alves, S. (2014). The Effect of Board Independence on the Earnings Quality: Evidence from Portuguese Listed Companies. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 8(3), 23–44. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v8i3.3>

Buachoom, W. (2018). How Do Board Structures of Thai Firms Influence on Different Quantile Levels of Firm Performance? *Advances in Pacific Basin Business, Economics and Finance*, 157–189. <https://doi.org/10.1108/s2514-465020180000006004>

Buallay, A., Hamdan, A., & Zureigat, Q. (2017). Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Saudi Arabia. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(1), 78–98. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v11i1.6>

Chalevas, C. G. (2011). The Effect of the Mandatory Adoption of Corporate Governance Mechanisms on Executive Compensation. *The International Journal of Accounting*, 46(2), 138–174. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2011.04.004>

Chytis, E., Tasios, S., & Filis, I. (2020). The effect of corporate governance mechanisms on tax planning during financial crisis: an empirical study of companies listed on the Athens stock exchange. *International Journal of Disclosure and Governance*. <https://doi:10.1057/s41310-020-00072-3>

Darko, J., Aribi, Z. A., & Uzonwanne, G. C. (2016). Corporate governance: the impact of director and board structure, ownership structure and corporate control on the

performance of listed companies on the Ghana stock exchange. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 16(2), 259–277. <https://doi.org/10.1108/cg-11-2014-0133>

De Andres, P., Azofra, V., & Lopez, F. (2005). Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance*, 13(2), 197–210. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00418.x>

Doğan, M., Elitaş, B. L., Ağca, V., & Ögel, S. (2013). The Impact of CEO Duality on Firm Performance : Evidence From Turkey. *International Journal of Business and Social Science*, 4(2), 149–155. <https://www.researchgate.net/publication/312447334>

Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65–91. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9503271992>

Drakos, A. A., & Bekiris, F. V. (2010). Endogeneity and the relationship between board structure and firm performance: a simultaneous equation analysis for the Athens Stock Exchange. *Managerial and Decision Economics*, 31(6), 387–401. <https://doi.org/10.1002/mde.1492>

Dulewicz, V., & Herbert, P. (2004). Does the Composition and Practice of Boards of Directors Bear Any Relationship to the Performance of their Companies? *Corporate Governance*, 12(3), 263–280. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2004.00368.x>

Fidanoski, F., Simeonovski, K., & Mateska, V. (2014). The Impact of Board Diversity on Corporate Performance: New Evidence from Southeast Europe. *Advances in Financial Economics*, 81–123. <https://doi.org/10.1108/s1569-373220140000017003>

Franks, J., & Mayer, C. (2001). Ownership and Control of German Corporations. *Review of Financial Studies*, 14(4), 943–977. <https://doi.org/10.1093/rfs/14.4.943>

Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*, 1–4.

<https://www.colorado.edu/studentgroups/libertarians/issues/friedman-soc-resp-business.html>

Gillan, S. L., & Starks, L. T. (1998). A Survey of Shareholder Activism: Motivation and

Empirical Evidence. *SSRN Electronic Journal*, 10–34.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.663523>

Council of Institutional Investors, (2001), “Core Policies, General Principles”, Positions and Explanatory Notes, USA.

Grant, G. H. (2003). The evolution of corporate governance and its impact on modern corporate America. *Management Decision*, 41(9),923–934.
<https://doi.org/10.1108/00251740310495045>

Gupta, P., & Sharma, A. M. (2014). A Study of the Impact of Corporate Governance Practices on Firm Performance in Indian and South Korean Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 133, 4–11. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.04.163>

Herrera-Cano, C., & Gonzalez-Perez, M. A. (2019). Representation of Women on Corporate Boards of Directors and Firm Financial Performance. *Advanced Series in Management*, 37– 60. <https://doi.org/10.1108/s1877-636120190000022003>

Jiang, H., & Habib, A. (2009). The impact of different types of ownership concentration on annual report voluntary disclosures in New Zealand. *Accounting Research Journal*, 22(3), 275–304. <https://doi.org/10.1108/10309610911005590>

Kajola , S. O. (2008). Corporate Governance and Firm Performance: The Case of Nigerian Listed Firms. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, (14). ISSN 1450-2275

Kapopoulos, P., & Lazaretou, S. (2007). Corporate Ownership Structure and Firm Performance: evidence from Greek firms. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 144–158. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00551.x>

Khamis, R., Hamdan, A. M., & Elali, W. (2015). The Relationship between Ownership Structure Dimensions and Corporate Performance: Evidence from Bahrain. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 9(4), 38–56.
<https://doi.org/10.14453/aabfj.v9i4.4>

Kiel, G. C., & Nicholson, G. J. (2003). Board Composition and Corporate Performance: how the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance*, 11(3), 189–205. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00318>

Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703–728. [https://doi.org/10.1016/s0929-1199\(03\)00046-4](https://doi.org/10.1016/s0929-1199(03)00046-4)

Koufopoulos, D. N. (2006). Board Configuration and Performance in Greece: An Empirical Investigation. *Corporate Ownership and Control*, 3(4), 9–23. <https://doi.org/10.22495/cocv3i4p1>

Koufopoulos, D., Zoumbos, V., Argyropoulou, M., & Motwani, J. (2008). Top management team and corporate performance: a study of Greek firms. *Team Performance Management: An International Journal*, 14(7/8), 340–363.

<https://doi.org/10.1108/13527590810912322>

Koutoupis, A., & Tsapogas, D. (2014). Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα - Νέες εξελίξεις και Βελτιώσεις στο υφιστάμενο Ρυθμιστικό Πλαίσιο. *Περιοδικό Μετοχικός Ακτιβισμός*, 5, 1–10.

https://www.researchgate.net/publication/335870796_Etairike_Diakubernese_sten_Ellada_-_Nees_exelixeis_kai_Beltioseis_sto_yphistameno_Rythmistiko_Plaisio_Periodiko_Metochikos_Aktibismos_Teuchos_5_Phebrouarios_2014

Kyriazopoulos, G. (2017). Corporate governance and firm performance in periods of financial distress. *Corporate Ownership and Control*, 14(3), 209–222.

<https://doi.org/10.22495/cocv14i3c1art7>

López-Quesada, E., Camacho-Miñano, M.-M., & O. Idowu, S. (2018). Corporate governance practices and comprehensive income. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(3), 462–477. <https://doi.org/10.1108/cg-01-2017-0011>

Moerland, P. W. (1995). Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 26(1), 17–34. [https://doi.org/10.1016/0167-2681\(94\)00018-a](https://doi.org/10.1016/0167-2681(94)00018-a)

OECD. (2015). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. OECD Publishing, Paris. <http://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>

Pathan, S., & Faff, R. (2013). Does board structure in banks really affect their performance? *Journal of Banking & Finance*, 37(5), 1573–1589.

<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.12.016>

Sami, H., Wang, J., & Zhou, H. (2011). Corporate governance and operating performance of Chinese listed firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 20(2), 106–114. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2011.06.005>

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>

Spanos, L. J. (2005). Corporate governance in Greece: developments and policy implications. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 5(1), 15–30. <https://doi.org/10.1108/14720700510583430>

Styhre, A., & Bergström, O. (2019). The benefit of market-based governance devices: Reflections on the issue of growing economic inequality as a corporate concern. *European Management Journal*, 37(4), 413–420. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2019.01.002>

Thuy, P. B. G., & Duc, V. H. (2013). Corporate Governance and Firm's Performance: Empirical Evidence from Vietnam. *Journal of Economics Development*, 218, 62–77. <https://doi.org/10.24311/jed/2013.218.08>

Talab, H., Kamarul, B., Bin, A., Manaf, Siti, S., Delimabinti, A., ... Talab, R. (2017). Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance in Iraq: A Conceptual Framework. *Account and Financial Management Journal*, 2(11), 1132–1146. <https://doi.org/10.18535/afmj/v2i11.15>

Toudas, K., & Karathanassis, G. (2007). Corporate Governance and Firm Performance: Results from Greek Firms. *SSRN Electronic Journal*, 144–158. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1067504>

Triki Damak, S. (2018). Gender diverse board and earnings management: evidence from French listed companies. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 9(3), 289–312. <https://doi.org/10.1108/sampj-08-2017-0088>

Weimer, J., & Pape, J. (1999). A Taxonomy of Systems of Corporate Governance.

Corporate Governance: An International Review, 7(2), 152–166.
<https://doi.org/10.1111/1467-8683.00143>

Zhou, H., Owusu-Ansah, S., & Maggina, A. (2018). Board of directors, audit committee, and firm performance: Evidence from Greece. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 31, 20–36. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2018.03.002>

III. Διαδικτυακοί Τόποι

Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΚΕΔ) για τις εισηγμένες εταιρείες
https://www.sev.org.gr/Uploads/pdf/kodikas_etairikis_diakivernisis_GR_OCT2013.pdf

Φωτεινός, Β. (2020). *Διευθύνων Σύμβουλος: Ο ρόλος και οι ευθύνες του σε κάθε επιχείρηση*. The Purpose. <https://purpose.gr/diefthynon-symvoulos-o-rolos-ke-efthynes-tou-se-kathe-epichirisi/>

Taxcoach www.taxcoach.gr

Γάλλης, Χ. Θ. (2016, April 2). Το παράδειγμα των ιαπωνικών Keiretsu. *ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Α.Ε. Εθν.Μακαρίου & Φαληρέως 2*.

<https://www.kathimerini.gr/economy/international/855338/to-paradeigma-ton-iaponikon-keiretsu/>

Σωληνουργία Κορίνθου Α.Ε. (2015). Ετήσια Οικονομική Έκθεση Χρήσης 2015 «ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.

http://www.cpw.gr/userfiles/oikonomika_apotelesmata/2015/

Koumentakis, S. (2020, August 16). *Σύγκριση νέου νόμου Εταιρικής Διακυβέρνησης - ΚΟΥΜΕΝΤΑΚΗΣ ΚΑΙ ΣΥΝ. ΚΟΥΜΕΝΤΑΚΗΣ & ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ Δικηγορική Εταιρεία*. <https://koumentakislaw.gr/arthra/syggkritikh-episkophsh-nomoy-etairikhsh-diakybernhshs/>

