

**Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ**



**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

**Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

**«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»**

**Η Επίδραση του Φύλου του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου  
στην Εταιρική Αξία**

Διπλωματική Εργασία

που υποβλήθηκε στο Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Ελεγκτική

από την

**Φερετζάκη Ειρήνη**

Ηράκλειο

Ιανουάριος, 2015

## **Δήλωσης Αυθεντικότητας, ζητήματα Copyright**

*Ο μεταπτυχιακός φοιτητής που εκπόνησε την παρούσα διπλωματική εργασία φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στη βάση των εξής παραγόντων: του σκοπού και χαρακτήρα της χρήσης (μη-εμπορικός, μη-κερδοσκοπικός, αλλά εκπαιδευτικός-ερευνητικός), της φύσης του υλικού που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες κ.λπ.), του ποσοστού και της σημαντικότητας του τμήματος που χρησιμοποιεί σε σχέση με το όλο κείμενο υπό copyright, και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή τη γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου.*

Φερετζάκη Ειρήνη

## **Τριμελής Εξεταστική Επιτροπή**

*Η παρούσα διπλωματική εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την τριμελή εξεταστική επιτροπή η οποία ορίστηκε από τη ΓΣΕΣ του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης, σύμφωνα με το νόμο και τον εγκεκριμένο Οδηγό Σπουδών του ΠΜΣ «Λογιστική και Ελεγκτική». Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:*

Συριόπουλος Κωνσταντίνος ( *Επιβλέπων* )

Επικ. Καθηγητής Σ. Αρβανίτης ( *Μέλος* )

Καθηγητής Δ. Τερζάκης ( *Μέλος* )

*Η έγκριση της διπλωματικής εργασίας από το Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης δεν υποδηλώνει αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα.*

## Πρόλογος / Ευχαριστίες

Η παρούσα διπλωματική εργασία με τίτλο «Η Επίδραση του Φύλου του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου στην Εταιρική Αξία» εκπονήθηκε στο ΤΕΙ Κρήτης και συγκεκριμένα στο Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής, καθώς αποτελεί προαπαιτούμενο για τη λήψη του μεταπτυχιακού διπλώματος ειδίκευσης στη Λογιστική και την Ελεγκτική.

Για τον ανωτέρω λόγο, θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα της διπλωματικής εργασίας μου, κ. Συριόπουλο Κωνσταντίνο για την πολύτιμη βοήθεια και καθοδήγηση που μου προσέφερε κατά τη διάρκεια της εκπόνησης της παρούσας εργασίας μου.

Ο κ. Συριόπουλος ήταν πάντα διαθέσιμος να μου προσφέρει την εμπειρία του, τις γνώσεις του, τις ιδέες του σε όλες τις ερευνητικές συζητήσεις που πραγματοποιήθηκαν στα πλαίσια της ομάδας μελέτης που ο ίδιος επέβλεπε.

Στη συνέχεια θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους τους καθηγητές της σχολής ΠΜΣ στη Λογιστική και Ελεγκτική του Τ.Ε.Ι Ηρακλείου Κρήτης οι οποίοι με τη βοήθεια τους με καθοδήγησαν σωστά τα τελευταία χρόνια. Ιδιαίτερη μνεία πρέπει να γίνει στον καθηγητή μου κ. Σταματόπουλο Θεόδωρο ο οποίος μας δίδαξε βασικότατα κεφάλαια της οικονομετρίας έτσι ώστε να κατανοήσουμε σε βάθος το έργο μας. Σε αυτό το σημείο θέλω να αναφέρω ανθρώπους, εκτός του στενού ακαδημαϊκού περιβάλλοντος, οι οποίοι υπήρξαν σημαντικοί πόλοι στη ζωή μου, τους φίλους και συμφοιτητές μου. Βέβαια, το μεγαλύτερο ευχαριστώ το οφείλω στους γονείς μου και στον αδερφό μου που όλα αυτά τα χρόνια με την πίστη τους που έχουν στις δυνατότητές μου, αποτελούν αρωγό στα όνειρα και τους στόχους μου.

## **Αφιέρωση**

Την παρούσα εργασία την αφιερώνω στον πατέρα μου Στέφανο.

## Περιεχόμενα

|  |      |
|--|------|
| Δήλωσης Αυθεντικότητας, ζητήματα Copyright.....  | i    |
| Πρόλογος / Ευχαριστίες .....   | iii  |
| Αφιέρωση .....   | iv   |
| Ευρετήριο διαγραμμάτων .....   | viii |
| Περίληψη.....  | ix   |
| Abstract.....  | x    |
| ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....  | 1    |
| Κεφάλαιο 1 :Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ.....   | 2    |
| 1.1 ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ .....  | 2    |
| 1.2 ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ .....                                     | 2    |
| 1.3 ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ.....   | 3    |
| 1.4 ΑΙΤΙΕΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΤΟΥ ΤΟΜΕΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ. 4                                |      |
| 1.5 ΤΑ ΘΕΣΜΙΚΑ ΠΛΑΙΣΙΑ ΚΑΙ ΟΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΚΑΝΟΝΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ<br>ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ.....                | 9    |
| 1.5.1 ΝΟΜΟΣ 3016/2002 ΚΑΙ 3091/2002 .....  | 9    |
| 1.5.2 ΝΟΜΟΣ 3604/2007.....   | 12   |
| 1.5.3 ΝΟΜΟΣ 3783/2010.....   | 15   |
| 1.5.4. ΑΡΧΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ ΚΑΙ ΚΩΔΙΚΑΣ<br>ΣΕΒ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ..... | 16   |
| 1.5.5 ΠΑΓΚΟΣΜΙΕΣ ΒΕΛΤΙΣΤΕΣ ΠΡΑΚΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ<br>.....                        | 21   |
| 1.6 ΘΕΩΡΙΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ.....   | 23   |
| 1.6.1 ΘΕΩΡΙΑ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ (AGENCYTHEORY) .....  | 23   |
| 1.6.2 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ .....  | 26   |
| 1.6.3 ΤΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΤΟΥ ΕΛΕΥΘΕΡΟΥ ΚΑΒΑΛΑΡΗ<br>(FREERIDERPROBLEM).....                          | 27   |
| Κεφάλαιο 2 : ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟΥ ΜΕΛΕΤΗΣ.....                              | 28   |
| 2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....  | 28   |

|  |    |
|--|----|
| 2.2 ΜΕΛΕΤΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ ..... | 28 |
| 2.3 ΜΕΛΕΤΗ ΞΕΝΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ.....      | 37 |
| Κεφάλαιο 3 : ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ .....      | 53 |
| 3.1 ΔΕΙΓΜΑ .....                         | 53 |
| 3.2 ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ – ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ .....     | 54 |
| 3.3 ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....  | 57 |
| 3.4 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ – ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ.....         | 59 |
| 3.5 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ..... | 64 |
| 3.6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ..... | 69 |
| 3.7 ΣΥΖΗΤΗΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ.....      | 69 |
| Κεφάλαιο 4 : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....           | 71 |
| ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....                        | 73 |
| ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ .....                          | 79 |

## Ευρετήριο πινάκων

|  |    |
|--|----|
| Πίνακας 1: Σύγκριση βασικών δεικτών μεταξύ των εταιριών .....                              | 8  |
| Πίνακας 2: Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης της Ελλάδας .....                                 | 16 |
| Πίνακας 3: Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης ΣΕΒ για εισηγμένες εταιρείες.....               | 17 |
| Πίνακας 4: Η θεωρία της αντιπροσώπευσης επιγραμματικά .....                                | 24 |
| Πίνακας 5: Αποτελέσματα έρευνας εταιρικής διακυβέρνησης ανά κατηγορία και<br>συνολικά..... | 30 |
| Πίνακας 6: Σκορ συμμόρφωσης βάσει κεφαλαιοποίησης.....                                     | 33 |
| Πίνακας 7: Αρθρογραφική Ανασκόπηση .....   | 47 |
| Πίνακας 8: Περιγραφικά μέτρα μεταβλητών .....  | 57 |
| Πίνακας 9: Συντελεστές συσχέτισης μεταβλητών κατά Pearson .....                            | 59 |
| Πίνακας 10 Έλεγχος Στατιστικής Σημαντικότητας Εκτιμητών .....                              | 65 |
| Πίνακας 11 Έλεγχος καλής προσαρμογής.....  | 66 |
| Πίνακας 12 Εκτίμηση Λογιστικής Παλινδρόμησης.....  | 67 |



## Ευρετήριο διαγραμμάτων

|  |    |
|--|----|
| Διάγραμμα 1: Τεστ Κανονικότητας των Καταλοίπων ..... | 64 |
|--|----|

## Περίληψη

Η γυναικεία επιχειρηματικότητα αποτελεί ευαίσθητη πτυχή της ελληνικής οικονομίας καθώς ο ρόλος της στην κοινωνία αναγνωρίστηκε και αναβαθμίστηκε μόλις τις τελευταίες δεκαετίες. Έτος σταθμός αποτελεί το 1975, όταν και προωθήθηκε η συνταγματική ρύθμιση για την ισότητα μεταξύ ανδρών και γυναικών. Από τότε και μετά υπάρχει μια σταδιακή ενίσχυση της γυναικείας παρουσίας στον οικονομικό χώρο. Είναι γεγονός ότι οι σύγχρονες ελληνικές επιχειρήσεις αντιμετωπίζονται ως κύριος άξονας της οικονομίας, παρόλα αυτά όμως, μέχρι πρόσφατα η επιχειρηματικότητα δεν είχε διερευνηθεί λαμβάνοντας υπόψη τη διάσταση του φύλου.

Τα τελευταία χρόνια, από το 2008 και έπειτα, σχετικές έρευνες σε παγκόσμιο επίπεδο, καταδεικνύουν το στατιστικά αυξανόμενο ρόλο της γυναίκας σε ανώτερες διοικητικές θέσεις στο Διοικητικό Συμβούλιο των εταιρειών. Πολλές μάλιστα από αυτές, αποδεικνύουν ότι οι γυναίκες στη θέση του Διευθύνοντα Συμβούλου επιφέρουν μεγαλύτερη ποιότητα στη σύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των εταιρειών, και όσο πιο νέα είναι η γυναίκα τόσο μειώνεται η πιθανότητα να απορριφθούν από τους ορκωτούς ελεγκτές οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις λόγω ανακρίβειας στοιχείων, και να ανασυνταχθεί η εν λόγω κατάσταση. Αποτέλεσμα αυτού είναι ότι τα ποιοτικά κέρδη μιας εταιρείας δηλαδή η εταιρική κοινωνική ευθύνη καθώς και η εμπορική εξωστρέφεια μιας εταιρείας, αυξάνονται στατιστικά σημαντικά όταν αυξάνεται η συμμετοχή των γυναικών στη σύνθεση του Δ.Σ. ακόμη και όταν αφορά τη θέση του Διευθύνοντος Συμβούλου ή Προέδρου του Δ.Σ.

Στην παρούσα εργασία θα μελετηθεί, σε θεωρητική και εμπειρική βάση, ο ρόλος του γυναικείου φύλου στο Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας ως προς την κοινωνική και οικονομική ευθύνη της, τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό περιβάλλον της εν λόγω εταιρείας.

**Λέξεις κλειδιά:** σύνθεση Διοικητικού Συμβουλίου, γυναικείο φύλο, εταιρική διακυβέρνηση, ποιοτικά κέρδη, εταιρική κοινωνική ευθύνη.

## **Abstract**

Female entrepreneurship is a sensitive aspect of the Greek economy as well as its role in society recognized and upgraded only in recent decades. The turning point is in 1975, when the constitutional arrangement was launched for equality between men and women. Since then, there was a gradual strengthening of women's presence in the economic area. The fact is that modern Greek enterprises are treated as the backbone of the economy, but nevertheless, until recently, entrepreneurship has not been investigated, taking into account the gender dimension.

In recent years, from 2008 onwards, relevant research worldwide, demonstrates the statistically growing role of women in senior management positions in the Board of Directors of the companies. Many of them shows even that women in the position of CEO, bring greater quality in the preparation of financial statements of companies, and the more young the woman is, the smaller probability occurs in order the financial statements to be rejected by auditors due to inaccuracy of data, and to be recompiled and certified again. The result is that the quality of a company's profit, namely company's social responsibility and trade openness, are statistically - significantly increased with increasing participation of women within Board composition, and much more even when women hold the position of CEO or the Chairman of the Board.

This paper will study, on theoretical and empirical basis, the role of female sex on the Composition of the Board of Directors, in terms of corporate social and economic responsibility to both internal and external company's environment.

**Keywords:** composition of Board of Directors, female sex, corporate governance, quality profits, corporate social responsibility.

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η απασχόληση των γυναικών είναι ένα φαινόμενο με μεγάλο κοινωνικό ενδιαφέρον. Σύμφωνα με τη Μουσούρου (1993) υπάρχει μία μυθολογία σχετικά με τον ρόλο της γυναίκας εντός και εκτός του οικογενειακού περιβάλλοντος, η οποία αποτελεί τροχοπέδη στη γυναικεία απασχόληση. Ωστόσο, όλη αυτή η παραφιλολογία έρχεται σε σύγκρουση με ότι συμβαίνει στην πραγματικότητα, καθώς τα ποσοστά δείχνουν αύξηση της γυναικείας απασχόλησης η οποία οφείλεται πρωτίστως στις περισσότερες ευκαιρίες και στα κίνητρα για απασχόληση.

Με το πέρασμα των χρόνων παρατηρείται άρση των εργασιακών διακρίσεων κατά των γυναικών. Πλέον δίνεται στις γυναίκες η ευκαιρία να εργαστούν σε ενδιαφέρουσες δουλειές, με υψηλούς μισθούς και με δυνατότητα αναρρίχησης στα υψηλότερα εργασιακά κλιμάκια.

Η αύξηση του εκπαιδευτικού επιπέδου των γυναικών και η άνοδος του βιοτικού επιπέδου είναι δύο από τους παράγοντες που έδωσαν ώθηση στην απασχόληση αυτών. Άλλα κίνητρα που συνέβαλλαν προς αυτή την κατεύθυνση είναι η ανάγκη των γυναικών να βελτιώσουν την κοινωνική τους θέση, τόσο τη δική τους όσο και αυτή της οικογένειάς τους, καθώς η ανάγκη τους να αποδεσμευτούν από την απομόνωση του νοικοκυριού τους, να λάβουν ενεργό δράση στην κοινωνία και να αποκτήσουν οικονομική ανεξαρτησία. Επίσης, οι δύσκολες οικονομικές συγκυρίες και οι αυξημένες ανάγκες του νοικοκυριού οδηγούν στην ανάγκη απασχόλησης περισσότερων μελών.

Ένα μεγάλο μέρος των γυναικών που αποφασίζουν να εισέλθουν στην εργασιακή αγορά αναπτύσσουν επιχειρηματική δράση. Ο στόχος που επιτυγχάνεται έτσι είναι διττός: από τη μία αύξηση της απασχόλησης με ταυτόχρονη μείωση του επιπέδου της ανεργίας και από την άλλη προώθηση της ισότητας των δύο φύλων.

Η παρούσα εργασία θα μελετήσει το εργασιακό πλαίσιο μέσα στον οποίο καλείται να δράσει η σύγχρονη γυναίκα καταλήγοντας στη συμβολή της ως πρόεδρος διοικητικού συμβουλίου στην αύξηση της εταιρικής αξίας.

## **Κεφάλαιο 1 : Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ**

### 1.1 ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Τα τελευταία 10-15 χρόνια έχει αναπτυχθεί ένας νέος κλάδος της οικονομικής επιστήμης, αυτός της εταιρικής διακυβέρνησης. Παρά το γεγονός ότι ως έννοια υφίσταται από τη στιγμή που δημιουργήθηκε ουσιαστικά η πρώτη επιχείρηση, μετά τα μέσα της δεκαετίας του 1990, κάποια συγκεκριμένα γεγονότα οδήγησαν στη θέσπιση αυτού του επιστημονικού πεδίου. Σύμφωνα με τον Stijn Claessens (2006)<sup>1</sup> τα βασικά γεγονότα ήταν η οικονομική κρίση του 1998 που έπληξε αρκετές περιοχές της γης (Ρωσία, Ασία, Βραζιλία) αλλά και τα διάφορα οικονομικά σκάνδαλα στις αρχές της νέας χιλιετίας σε πολλές ανεπτυγμένες χώρες (πιο χαρακτηριστικά αυτά της ENRON, WorldCom κτλ). Στη συγκεκριμένη εργασία, με απώτερο στόχο την εξέταση του ρόλου του φύλου του προέδρου μιας επιχείρησης στην κερδοφορία και εξέλιξή της, θεωρείται αναγκαίο να προηγηθεί μια θεωρητική επισκόπηση της επιστήμης της εταιρικής διακυβέρνησης ώστε να γίνουν κατανοητές οι βασικές αρχές στις οποίες κινείται, τι επιτάσσει για τη διοίκηση της επιχείρησης και τι συμβαίνει τόσο στην ελληνική αγορά όσο και παγκοσμίως σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση.

### 1.2 ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Σύμφωνα με τον Μπουντουράκη (2003<sup>2</sup>) η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί ένα σύνολο νομικών θεσμικών και εθμικών ρυθμίσεων οι οποίες πρέπει να χαρακτηρίζουν τη δραστηριότητα κυρίως των εισηγμένων στα χρηματιστήρια εταιριών, αλλά όχι μόνον αυτών. Απαντά δε και στα ερωτήματα ποιος και πώς ελέγχει τις δραστηριότητες των

---

<sup>1</sup>Claessens S. (2006) *Corporate governance and development*, Oxford University, Vol. 21, Ppp. 91-122

<sup>2</sup>Boudourakis Th., (2003), «Εταιρική Διακυβέρνηση», Εφημερίδα «Το Βήμα», Ανάπτυξη, 9/11/2003

επιχειρήσεων και πώς και σε ποιους κατανέμονται τα οφέλη αλλά και οι κίνδυνοι της εταιρικής δραστηριότητας.

### 1.3 ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Παρά το γεγονός ότι όλοι αναγνωρίζουν τη σημασία της εταιρικής διακυβέρνησης, αλλά και την ανάγκη για ένα κοινό πλαίσιο στον μεγαλύτερο δυνατό βαθμό, δεν έχει γίνει απολύτως εφικτό ακόμα να επιτευχθεί ένας πλήρης εναρμονισμός. Πάντως, οι διαφοροποιήσεις είναι μεν σημαντικές αλλά συγκεντρώνονται σε δύο βασικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης.

Το πρώτο είναι αυτό που συναντάται στις αγγλοσαξονικές χώρες (εξ ου και η ονομασία του, μεταξύ άλλων, ως αγγλοσαξονικό) έχει τη βάση του στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής και στη Μεγάλη Βρετανία. Ονομάζεται *outsider model*, σύστημα μετόχων (*shareholder system*), *market – outsider system* ή απλά *καπιταλισμός της χρηματιστηριακής αγοράς* και χαρακτηρίζεται από πολυπληθείς επενδυτές – ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων (μέσω κατοχής μικρών ποσοστών ιδίων κεφαλαίων). Κεντρικός είναι και ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών που επιθυμούν να επιτύχουν υψηλές αποδόσεις, χωρίς όμως να έχουν την ευθύνη της καθημερινής διαχείρισης της επιχείρησης. Το συγκεκριμένο σύστημα έχει στο επίκεντρο τους επενδυτές, όπως είναι αναμενόμενο και επιτάσσει υψηλά επίπεδα διαφάνειας και γνωστοποιήσεων από πλευράς της επιχείρησης, ώστε ανά πάσα στιγμή να μπορεί ο όποιος ενδιαφερόμενος να γνωρίζει τα πεπραγμένα της επιχείρησης. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα πρακτικής σε αυτές τις χώρες είναι το γεγονός ότι στις Η.Π.Α. οι επιχειρήσεις προτιμούν να προβαίνουν σε μαζικές απολύσεις προς όφελος των μετόχων και της κερδοφορίας της επιχείρησης<sup>3</sup>. Σύμφωνα με τον καθηγητή Sanford M. Jacoby (2001)<sup>4</sup>, του Anderson School UCLA, σε αυτό το σύστημα παρατηρούνται αρκετά συχνές αγοραπωλησίες μετοχών με αποτέλεσμα να αλλάζει η ιδιοκτησία συχνά. Μάλιστα, η πώληση μετοχών θεωρείται ένας τρόπος με τον οποίο οι επενδυτές τιμωρούν ή κρούουν τον κώδωνα του κινδύνου

---

<sup>3</sup><http://www.ieseinsight.com/doc.aspx?id=866&ar=3>

<sup>4</sup>Jacoby M. Sanford (2001), *Corporate governance in comparative perspective: prospects for convergence*, contribution to the “Symposium on employees and corporate governance

στις διοικήσεις. Αποτέλεσμα όλων των παραπάνω είναι ότι η αγορά κεφαλαίου αποτελεί τον πυρήνα γύρω από τον οποίο κινούνται οι επιχειρήσεις και η προστασία των επενδυτών είναι προτεραιότητα. Τέλος, παραδοσιακά στο αγγλοσαξονικό σύστημα υπάρχουν δύο πηγές χρηματοδότησης. Ο τραπεζικός δανεισμός που συνήθως είναι βραχυπρόθεσμος και η χρηματοδότηση μέσω ιδίων κεφαλαίων.

Στον αντίποδα υπάρχει το σύστημα σχέσεων (relational or stakeholder system), το οποίο εφαρμόζεται στις μικρότερες χώρες. Σε αυτές τις περιπτώσεις η ιδιοκτησία είναι συγκεντρωμένη σε μικρές ομάδες ανθρώπων (συχνά οικογένειες, τράπεζες κτλ) και ο έλεγχος ασκείται από αυτές. Η επικοινωνία μεταξύ των μελών των ομάδων είναι στενή και συχνή με αποτέλεσμα να μη χάνουν εύκολα τον έλεγχο.

Βέβαια η οικονομική κρίση φαίνεται ότι αποτελεί τροχοπέδη σε αυτές τις προσπάθειες αφού εξανάγκασε πολλές χώρες σε ριζικές αλλαγές στον επιχειρηματικό κόσμο επιβραδύνοντας τη διαδικασία εναρμόνισης.

#### 1.4 ΑΙΤΙΕΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΤΟΥ ΤΟΜΕΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Ήδη έχει καταστεί σαφές ότι η εταιρική διακυβέρνηση αναπτύχθηκε για κάποιους συγκεκριμένους λόγους και λόγω συγκεκριμένων γεγονότων που συνέβησαν σε μια περίοδο λίγων ετών. Αρκετοί ερευνητές έχουν αναφερθεί στις αιτίες που οδήγησαν σε αυτή την ανάπτυξη.

Μια μελέτη της βιβλιογραφίας φέρνει στην επιφάνεια διάφορα αίτια τα οποία οδήγησαν στην ανάγκη ανάπτυξης του κλάδου της εταιρικής διακυβέρνησης και ειδικότερα της κανονιστικής ρύθμισης των βασικών της αρχών. Σύμφωνα με το Ευρωπαϊκό Ινστιτούτο Εταιρικής Διακυβέρνησης<sup>5</sup>, τα βασικά αίτια ήταν τα εξής:

- Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές: από τη δεκαετία του 1980 και έπειτα σε αρκετούς κλάδους της οικονομίας παρατηρήθηκαν πολλές επιθετικές εξαγορές και συγχωνεύσεις μεγάλων επιχειρήσεων με αποτέλεσμα να προκληθούν

---

<sup>5</sup> <http://www.ecgi.org/wp/wp.php?series=Finance>

αντιδράσεις στον επιχειρηματικό κόσμο. Αυτές οι εξαγορές συχνά αντίκεινται στους κανόνες του υγιούς ανταγωνισμού αφού δημιουργούνταν γίγαντες που μονοπωλούσαν τις αγορές. Έτσι, θεωρήθηκε αναγκαίο να θεσπιστούν κανόνες και να διαφοροποιηθούν οι διοικήσεις των εταιριών.

- Άρση των ελέγχων και ολοκλήρωση μιας κύριας αγοράς: από τα μέσα της δεκαετίας του '90 και έπειτα και ειδικότερα με τη δημιουργία της ζώνης του ευρώ, αλλά και την ανάπτυξη αρκετών μέχρι τώρα υποανάπτυκτων χωρών (Κίνα, Ινδία κτλ) έχει προωθηθεί μια τάση ενοποίησης των εμπορικών αγορών του κόσμου. Η παγκοσμιοποίηση μεταξύ των πολλών πτυχών της (κοινωνικών, πολιτισμικών κτλ) είναι και οικονομική. Αυτή η τάση δεν θα μπορούσε να αφήσει ανεπηρέαστη τη διοίκηση των επιχειρήσεων ως επιστήμη η οποία ως απάντηση προώθησε την εταιρική διακυβέρνηση και τις προσπάθειες για εναρμόνιση, στο μέτρο του δυνατού, των κανόνων της ανά τον κόσμο.
- Οι ιδιωτικοποιήσεις σε παγκόσμιο επίπεδο: η τάση για ιδιωτικοποιήσεις σε χώρες με καπιταλιστικά κυρίως συστήματα δημιούργησε ερωτηματικά για τα οφέλη που θα προκύψουν για τους καταναλωτές. Πολλές από τις ιδιωτικοποιήσεις αφορούσαν επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνταν σε κρίσιμους τομείς της οικονομίας στους οποίους το κράτος είχε τον απόλυτο έλεγχο και προσέφερε δημόσια αγαθά με περισσότερο κοινωνικό παρά κερδοσκοπικό χαρακτήρα. Κάτι τέτοιο κρίνεται ανέφικτο μετά τις ιδιωτικοποιήσεις. Αυτό οδήγησε στην ανάγκη για μια καλύτερη διακυβέρνηση αυτών των επιχειρήσεων, ώστε τουλάχιστον να είναι κερδοφόρες και να προσφέρουν ποιοτικές υπηρεσίες.
- Η οικονομική κρίση σε πολλές χώρες μετά τα μέσα της δεκαετίας του '90: η ανατολική Ασία, η Βραζιλία και γενικότερα η Λατινική Αμερική, αλλά και η Ρωσία αντιμετώπισαν ποικίλα προβλήματα στα τέλη του προηγούμενου αιώνα κυρίως λόγω των ιδιαίτερα συγκεντρωμένων και ιεραρχικών βιομηχανικών επιχειρήσεων με ισχυρή παρουσία μεγαλοεπενδυτών.
- Σκάνδαλα και αποτυχίες παγκοσμίους φήμης εταιριών: την ίδια περίοδο με την οικονομική κρίση που αναφέρθηκε παραπάνω, ήρθαν στο φως μεγάλα σκάνδαλα επιχειρήσεων – κολοσσών που στηρίζονταν όπως αποδείχτηκε σε σαθρές βάσεις και κατέρρευσαν εν μία νυκτί. Τρανταχτά παραδείγματα



αποτελούν η ENRON, η TYCO, η DYNERGY ακόμα και το συνταξιοδοτικό ταμείο της Καλιφόρνια (CALPERS). Τα απανωτά σοκ που προκλήθηκαν στον επιχειρηματικό κόσμο οδήγησαν στην απόφαση για αυστηρότερη ρύθμιση των επιχειρήσεων και ορθότερη διακυβέρνηση.

Τα παραπάνω αποτελούν σημαντικές αιτίες που οδήγησαν στην ανάπτυξη της εταιρικής διακυβέρνησης, αλλά δεν είναι οι μοναδικές. Ένας ακόμα βασικός λόγος για τον οποίο οι επιχειρήσεις θεωρούν πλέον ότι η σωστή εταιρική διακυβέρνηση είναι σημαντική είναι η κερδοφορία, η οποία θεωρείται συνδεδεμένη με τη διαχείριση των θεμάτων μιας επιχείρησης. Ο μοναδικός ίσως τρόπος για να διαπιστωθεί μια θετική συσχέτιση μεταξύ καλής εταιρικής διακυβέρνησης και κερδοφορίας είναι μέσα από ερευνητικές διαδικασίες που μελετούν συγκεκριμένες εταιρικές πρακτικές και δείκτες κερδοφορίας. Τέτοιες έρευνες έχουν πραγματοποιηθεί πολλές τα τελευταία χρόνια. Στη συνέχεια παρατίθενται μερικές από αυτές.

Μία πολύ δημοφιλής έρευνα είναι αυτή των Paul Gompers, Joy Ishii και Andrew Metrick<sup>6</sup> που δημοσιεύθηκε το 2003. Η μεθοδολογία που ακολούθησαν αφορούσε τη σύγκριση δύο χαρτοφυλακίων με μετοχές από εταιρίες που είχαν αφενός καλή ή ανεπαρκή εταιρική διακυβέρνηση με βάση έναν δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης που συνέθεσαν. Η μελετώμενη περίοδος ήταν από το 1990 μέχρι το 1999 και το βασικό συμπέρασμα στο οποίο κατέληξαν ήταν ότι η επένδυση στο καλό χαρτοφυλάκιο (βάσει εταιρικής διακυβέρνησης) μπορούσε να επταπλασιάσει το χαρτοφυλάκιο για τη συγκεκριμένη δεκαετία (το 1 δολάριο γινόταν 7,07 δολάρια). Αντίθετα, το κακό χαρτοφυλάκιο αύξανε την αξία της επένδυσης μόλις κατά 3 φορές. Ένα ακόμα σημαντικό συμπέρασμα ήταν ότι όσο υψηλότερη η τιμή του δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης που χρησιμοποίησαν (υψηλή τιμή σήμαινε κακή εταιρική διακυβέρνηση) τόσο μικρότερη ήταν η αξία της επιχείρησης βάση του δείκτη Tobin Q. Έτσι συνέδεσαν την καλή εταιρική διακυβέρνηση με υψηλή κερδοφορία, αποδοτικότητα και αξία.

Μία από τις πιο πρόσφατες έρευνες αφορά την αγορά της Ινδίας, που είναι μία από τις πιο γρήγορα αναπτυσσόμενες χώρες αυτή τη στιγμή στον κόσμο. Η σχετική έρευνα

---

<sup>6</sup>Gompers P., Ishii J., Metrick A. (2003), *Corporate governance and equity prices*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 118, No. 1, pp. 107-155

πραγματοποιήθηκε από τον Chakraborty Kaushik (2011)<sup>7</sup> και άντλησε δεδομένα για τις 25 μεγαλύτερες ινδικές εταιρίες για την περίοδο Φεβρουάριος – Αύγουστος 2010. Για την αξιολόγηση της εταιρικής διακυβέρνησης έλαβε υπόψη τρεις σημαντικούς δείκτες:

- Ethics and transparency (ET – Ηθική και Διαφάνεια)
- Depth and Quality of Top Management (DQM – Ποιότητα υψηλών κλιμακίων της διοίκησης)
- Quality of products and services (QPS – Ποιότητα παρεχόμενων υπηρεσιών και προϊόντων)

Για τη μέτρηση της κερδοφορίας χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης Financial Performance and Returns (FPR – Οικονομική απόδοση και κερδοφορία). Η στατιστική ανάλυση έδειξε ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ της οικονομικής απόδοσης μιας επιχείρησης και των τριών δεικτών εταιρικής διακυβέρνησης. Σημαντικότερη επίδραση πάντως είχε ο δείκτης QPS σε σχέση με τους άλλους δύο δείκτες.

Ακόμα μία έρευνα προέρχεται από την Ασία είναι αυτή των Black, Kim, Jang και Park (2008)<sup>8</sup> και περιλαμβάνει δεδομένα για μια περίοδο 7 ετών (1998-2004) για εισηγμένες κορεατικές επιχειρήσεις. Τα ευρήματα επιβεβαίωσαν ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης και της αξίας των επιχειρήσεων (μέσω ενός δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης και του δείκτη Tobin's Q). Τα αποτελέσματα αυτά οφείλονταν στη δομή των διοικητικών συμβουλίων και σε μικρότερο βαθμό στο καθεστώς ιδιοκτησίας και στους παράγοντες που αφορούσαν τη διαφάνεια και την πληροφόρηση του κοινού. Τα δικαιώματα των επενδυτών και οι διοικητικές διαδικασίες δεν είχαν στατιστικά σημαντική σχέση.

Οι παραπάνω έρευνες αποδεικνύουν ότι μια καλή εταιρική διακυβέρνηση όπως αυτή ορίζεται από τις βασικές αρχές της επιστήμης, αλλά και τα επιμέρους νομοθετικά ή κανονιστικά διατάγματα, μπορεί να αποτελέσει όπλο για κερδοφορία και ανάπτυξη. Υπάρχουν όμως και αναφορές που απαρνούνται αυτή τη θετική συσχέτιση και είτε υποστηρίζουν ότι δεν υπάρχει άμεση σχέση μεταξύ των δύο παραγόντων είτε αυτή είναι

---

<sup>7</sup>Chakraborty, K. (2011) "Linkage between corporate governance and profitability: an empirical assessment of the Indian corporate sector", International Journal of Multidisciplinary Research, Vol. 1, Issue 4, August 2011, ISSN 22315780

<sup>8</sup>Black, B., Kim, W., Jang, H., Park, K. (2008) "How corporate governance affects firm value: evidence on channels from Korea", <http://www.isb.edu/EMFConference>

αρνητική. Μια πολύ χαρακτηριστική έρευνα που εμπίπτει σε αυτή την κατηγορία πραγματοποίησε ο Masaru Yoshimori (2005), ο οποίος επικέντρωσε το ενδιαφέρον του σε τέσσερις συγκεκριμένες μεγάλες, πολυεθνικές εταιρίες. Οι εταιρίες αυτές ήταν η Toyota, η Canon, η General Motors και η Xerox, δύο ιαπωνικές και δύο αμερικάνικες που δραστηριοποιούνται στον κλάδο των οχημάτων και στις φωτογραφικές μηχανές. Οι δύο αμερικάνικες εταιρίες χαρακτηρίζονταν από άριστη εταιρική διακυβέρνηση αφού ακολουθούσαν όλες τις βασικές αρχές του αγγλοσαξονικού συστήματος διακυβέρνησης. Αντίθετα, οι ιαπωνικές εταιρίες περιστρέφονται γύρω από τους εργαζομένους τους. Για να συγκρίνει αποδόσεις και κερδοφορία χρησιμοποίησε δεδομένα μιας δεκαετούς περιόδου ώστε να μπορεί να θεωρηθεί αρκετά αξιόπιστη η έρευνα. Τα αποτελέσματα αποτελούν μια μικρή έκπληξη αφού οι δύο αμερικάνικες χαρακτηρίζονταν από χαμηλές αποδόσεις και γενικότερα οικονομικά προβλήματα. Αντίθετα, οι ιαπωνικές απολάμβαναν υψηλή κερδοφορία. Μερικοί δείκτες που αποδεικνύουν του λόγου το αληθές παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα.

**Πίνακας 1: Σύγκριση βασικών δεικτών μεταξύ των εταιριών**

|     | Toyota | GM   | Canon | Xerox |
|-----|--------|------|-------|-------|
| P/E | 32,7   | 12,8 | 30    | 21,9  |
| ROE | 6,8    | 2,7  | 9,1   | 1,2   |
| ROA | 3,2    | 1,8  | 4,6   | 1,6   |

*Πηγή: Masaru Yoshimori, 2005*

Οι συγκρίσεις είναι συντριπτικά υπέρ των ιαπωνικών εταιριών σε όλους τους δείκτες. Αυτό που δίνεται ως εξήγηση από τον ερευνητή είναι ότι οι εταιρίες που δίνουν μεγάλη βάση στην επίτευξη στόχων εταιρικής διακυβέρνησης καταναλώνουν πόρους και ενέργεια σε αυτή την κατεύθυνση που δεν μπορεί να αποδώσει κέρδη αμέσως. Επιπλέον, αγνοούν άλλους σημαντικούς στόχους που αφορούν την οικονομική ανάπτυξη της εταιρίας. Φυσικά, ο Yoshimori δεν θεωρεί ότι η εταιρική διακυβέρνηση ευθύνεται για την άσχημη πορεία των αμερικάνικων εταιριών απλά υποστηρίζει ότι η

εταιρική διακυβέρνηση δεν αποτελεί πανάκεια για όλα τα προβλήματα και ότι μακροπρόθεσμα δεν έχει τόσο σημασία αφού μετρούν περισσότερο τελικά η εταιρική ηθική, η κουλτούρα και οι αξίες.

Οι περισσότεροι όμως συμφωνούν ότι μια ικανοποιητική τήρηση των βασικών αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να ωφελήσει μια επιχείρηση και να συμβάλλει στην ελαχιστοποίηση των κινδύνων τόσο για τους επενδυτές και μετόχους όσο και για τα υπόλοιπα συμβαλλόμενα μέρη.

## 1.5 ΤΑ ΘΕΣΜΙΚΑ ΠΛΑΙΣΙΑ ΚΑΙ ΟΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΚΑΝΟΝΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Παρότι αρχικά οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης ήταν άγραφοι κανόνες που θεωρούνταν καλές εταιρικές πρακτικές, στη συνέχεια και υπό την πίεση των διάφορων σκανδάλων που αναφέρθηκαν παραπάνω σε πολλές περιπτώσεις νομοθετήθηκαν από τις κυβερνήσεις ή έγιναν εγχειρίδια με κανονιστική μορφή ως άτυποι νόμοι. Στη συνέχεια παρουσιάζεται η κατάσταση στην Ελλάδα όσον αφορά το νομικό πλαίσιο αλλά και μερικοί γενικά αποδεκτοί κώδικες παγκοσμίως.

### *1.5.1 ΝΟΜΟΣ 3016/2002 ΚΑΙ 3091/2002*

Στην Ελλάδα παρατηρήθηκε μια σχετικά καθυστερημένη ρύθμιση των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης υπό το βάρος του διεθνούς ανταγωνισμού, αλλά και εξαιτίας του γεγονότος ότι πολλές ελληνικές επιχειρήσεις αναπτύσσονταν στη διεθνή αγορά ενώ ταυτόχρονα η εξωστρέφεια της ελληνικής οικονομίας άρχιζε να αυξάνεται.

Ως ένα πρώτο βήμα βέβαια μπορεί να θεωρηθεί ο νόμος 2190/20 περί ανωνύμων εταιριών που γίνονται κάποιες αναφορές σε θέματα που άπτονται της εταιρικής διακυβέρνησης όπως η προστασία της μειοψηφίας των μετόχων μιας επιχείρησης. Ο νόμος που αφορούσε αποκλειστικά θέματα εταιρικής διακυβέρνησης ήταν ο Νόμος 3016/2002<sup>9</sup> όπως τροποποιήθηκε από τον 3091/2002 με ΦΕΚ, 330/24.12.2002. Ο συγκεκριμένος νόμος περιελάμβανε τις παρακάτω ρυθμίσεις με βασικά σημεία τα εξής:

---

<sup>9</sup> [http://www.moh.gr/media/PDF\\_inside\\_texts/Etairiky\\_diakivernisy/N.3016%20%28Gr%29.pdf](http://www.moh.gr/media/PDF_inside_texts/Etairiky_diakivernisy/N.3016%20%28Gr%29.pdf)

Διοικητικό Συμβούλιο: υποχρέωση και καθήκον των μελών του διοικητικού συμβουλίου (Δ.Σ.) κάθε εισηγμένης σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά εταιρίας είναι η διαρκής επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρίας και η προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος. Τα συμφέροντα του ΔΣ δεν θα πρέπει να αντίκεινται σε αυτά της επιχείρησης και σε μια τέτοια περίπτωση θα πρέπει να ενημερώνονται τα υπόλοιπα μέλη. Συντάσσεται ετήσια έκθεση με όλες τις συναλλαγές με τα συνδεδεμένα με αυτήν επιχειρήσεις. Το ΔΣ θα πρέπει να αποτελείται από εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη. Εκτελεστικά μέλη θεωρούνται αυτά που ασχολούνται με τα καθημερινά θέματα διοίκησης της εταιρίας, ενώ μη εκτελεστικά τα επιφορτισμένα με την προαγωγή όλων των εταιρικών ζητημάτων. Ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου δεν πρέπει να είναι μικρότερος του 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών. Επίσης, μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών θα πρέπει να υπάρχουν τουλάχιστον δύο ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη ή να συμμετέχουν μέλη που θα εκπροσωπούν τη μειοψηφία των μετόχων. Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου οφείλουν για όσο διαρκεί η θητεία τους να μην κατέχουν μερίδιο μετοχών μεγαλύτερο του 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας και να μην υφίσταται σχέση εξάρτησης οποιασδήποτε μορφής με την εταιρία ή με συνδεδεμένα με αυτή πρόσωπα. Επιπλέον, στα ανεξάρτητα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου δίνεται η δυνατότητα υποβολής, αναφορών και ξεχωριστών εκθέσεων από αυτές του Διοικητικού Συμβουλίου προς την τακτική ή έκτακτη γενική συνέλευση της εταιρίας, αν και εφόσον κριθεί αναγκαίο. Τέλος, το σύνολο των όποιων αμοιβών των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών θα πρέπει να αναφέρεται ρητά σε ξεχωριστή κατηγορία στις σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων.

Το πλέγμα του εσωτερικού ελέγχου είναι ένα πολύ σημαντικό κομμάτι της εταιρικής διακυβέρνησης. Είναι απαραίτητο να υπάρχει ειδικό τμήμα σε κάθε επιχείρηση που θα διενεργεί τον εσωτερικό έλεγχο σε αυτή. Οι εσωτερικοί ελεγκτές είναι ανεξάρτητοι και εποπτεύονται από κάποια εκ των μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ. Ορίζονται από το ΔΣ και είναι εργαζόμενοι πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης. Επίσης, θα πρέπει να ενημερώνεται η επιτροπή κεφαλαιαγοράς για τα πρόσωπα που απαρτίζουν το τμήμα εσωτερικού ελέγχου και για όποιες αλλαγές επέρχονται σε αυτά. Για την άσκηση του ελέγχου, οι εσωτερικοί ελεγκτές πρέπει να έχουν την αμέριστη συνεργασία όλων των υπαλλήλων της επιχείρησης και να τίθενται στη διάθεσή τους

όλα τα απαιτούμενα έγγραφα. Το τμήμα εσωτερικού ελέγχου έχει τις παρακάτω αρμοδιότητες με βάση τον νόμο.

- ✓ Επιτηρεί την εφαρμογή και τη συνεχή τήρηση του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας και του καταστατικού της εταιρίας, καθώς και γενικότερα της έννομης τάξης που σχετίζεται με την εταιρία.
- ✓ Δίνει αναφορές στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας σε περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών της εταιρίας με τα συμφέροντα της εταιρίας, τις οποίες διαπιστώνει κατά την άσκηση των καθηκόντων του.
- ✓ Ενημερώνει εγγράφως το διοικητικό συμβούλιο για το διενεργούμενο από αυτούς έλεγχο.
- ✓ Παρέχει οποιαδήποτε πληροφορία ζητηθεί εγγράφως από Εποπτικές Αρχές, και σε συνεργασία με αυτές και διευκολύνει με κάθε δυνατό τρόπο το ασκούμενο έργο παρακολούθησης, ελέγχου και εποπτείας.

Γίνεται λοιπόν, εμφανής η μεγάλη έμφαση που δίνεται σε αυτό το κομμάτι της εταιρικής διακυβέρνησης που δυστυχώς πολλές επιχειρήσεις το εφαρμόζουν με το γράμμα και όχι με το πνεύμα του νόμου που είναι η πρόληψη δυσάρεστων καταστάσεων εντός της επιχείρησης.

Διάφορες άλλες ρυθμίσεις: πέραν του ΔΣ και του εσωτερικού ελέγχου μιας επιχείρησης, ο νόμος περιέχει μερικές ακόμα διατάξεις που αφορούν αφενός τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών (απαιτείται έκθεση προς τη γενική συνέλευση που να περιλαμβάνει γενικές κατευθύνσεις επενδυτικών σχεδίων, χρονοδιάγραμμα υλοποίησης και απολογισμός χρήσης κεφαλαίων της τελευταίας αύξησης μετοχικού κεφαλαίου) αφετέρου τις αποκλίσεις στη χρήση αντληθέντων κεφαλαίων σε σχέση με όσα προβλέπει το ενημερωτικό δελτίο της επιχείρησης. Τέλος, αναφέρεται ότι οι ποινές σε περίπτωση μη τήρησης των κανονισμών επιβάλλονται με βάση το άρθρο 1 του Ν.2836/2000, αλλά οι αποφάσεις των ΔΣ δεν θίγονται αν η σύνθεσή τους δεν είναι σύμφωνη με τις διατάξεις του νόμου.

Ο ελληνικός νόμος ουσιαστικά περιλαμβάνει διατάξεις που αφορούν τέσσερις κατηγορίες εταιρικής διακυβέρνησης, το ΔΣ, τις εταιρικές υπηρεσίες, τον εσωτερικό

έλεγχου και τις γνωστοποιήσεις προς τρίτους. Είναι σαφές ότι δεν είναι ολοκληρωμένος, αλλά θέτει τις βάσεις για προσέγγιση στα ευρωπαϊκά και παγκόσμια πρότυπα.

### 1.5.2 ΝΟΜΟΣ 3604/2007

Ο Νόμος 3604/2007 (ΦΕΚ 189/Α'/8.8.2007) αναμόρφωσε ριζικά το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας των ΑΕ και συνέβαλε στην αντιμετώπιση μιας σειράς από διαρθρωτικά προβλήματα που υπάρχουν και αφορούν στην "εταιρική καθημερινότητα", όπως είναι η διοικητική κηδεμονία και εποπτεία της ανώνυμης εταιρείας, ο απόμακρος χαρακτήρας του Κ.Ν. 2190/1920 προς τους μετόχους και τη μειοψηφία και το ξεπερασμένο πλέον καθεστώς ευθύνης του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας. Με το Ν. 3604/2007 ο νόμος 2190/1920 περί Ανωνύμων Εταιρειών εκσυγχρονίζεται και αλλάζει κυριολεκτικά μορφή επιδιώκοντας, α) να εισάγει τις επιχειρήσεις στην εποχή της πληροφορίας και των νέων δεδομένων που επιβάλλει ο διεθνής ανταγωνισμός, και β) να εναρμονίσει το θεσμικό πλαίσιο i) με το κοινοτικό δίκαιο γενικότερα και ειδικότερα με την Οδηγία 2006/68/ΕΚ σχετικά με τη σύσταση της ανωνύμου εταιρείας και τη διατήρηση και τις μεταβολές του κεφαλαίου της και ολοκληρώνεται η εναρμόνιση με την Οδηγία 2003/58/ΕΚ σχετικά με τις απαιτήσεις δημοσιότητας για ορισμένες μορφές εταιρειών και ii) με την πρόσφατη νομολογία του Συμβουλίου της Επικρατείας και των λοιπών διοικητικών δικαστηρίων. Πέρα από τη διαμόρφωση του Νόμου, εισήχθη νέος θεσμοί, όπως για παράδειγμα η δυνατότητα τηλεδιάσκεψης στις συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου και της γενικής συνέλευσης που διευρύνουν τις εταιρικές δυνατότητες, εκσυγχρονίζουν και διευκολύνουν τη λειτουργία ανωνύμων εταιρειών (Εφημερίδα «Ναυτεμπορική», 2007). Σε γενικές γραμμές, με το νέο νόμο, απλουστεύονται οι διαδικασίες που απαιτούνται για την ίδρυση των Ανωνύμων Εταιρειών, ενώ επέρχονται και ουσιαστικές μεταβολές για την οργάνωση, τη λειτουργία και τις υποχρεώσεις τους. Οι πιο σημαντικές αλλαγές στη λειτουργία των ΑΕ είναι (Εμπορικός Σύλλογος, 2007):

1. Μειώνεται δραστικά η διοικητική παρέμβαση στη σύσταση και στη λειτουργία της Α.Ε. κι έτσι μειώνονται δραστικά τα γραφειοκρατικά εμπόδια και οι καθυστερήσεις.
2. Καταβάλλεται μέριμνα για την ενίσχυση της θέσης των μετόχων.
3. Διευρύνονται τα περιθώρια καταστατικών διαμορφώσεων.
4. Εισάγονται ρυθμίσεις που διευκολύνουν τις επιχειρηματικές επιλογές των

- ενδιαφερομένων ή απλοποιούν τη σύσταση και τη λειτουργία της εταιρίας.
5. Αναθεωρούνται ορισμένα μείζονα ζητήματα του «Δικαίου των Α.Ε.» και ρυθμίζονται επιμέρους ζητήματα εξαιρέσεων, τροποποιήσεων, ανακλήσεων, ποσοστών, δικαιωμάτων μετόχων, εταιρικών σχέσεων, απλούστευσης καταστατικών, ευελιξίας και ορίου απόκτησης μετοχών καθώς και το καθεστώς ευθύνης του ΔΣ και το καθεστώς ακυρότητας των αποφάσεων της ΓΣ, τα οποία αναθεωρούνται, διευκρινίζονται και εκσυγχρονίζονται, ενώ καταργείται η απόκτηση μετοχών με σκοπό τη στήριξή τους στο Χρηματιστήριο.
  6. Επιτρέπεται πλέον η ίδρυση μονοπρόσωπης Α.Ε, δυνατότητα που υπήρχε ήδη σε δίκαια άλλων κρατών μελών.
  7. Προβλέπονται μεταβατικές διατάξεις για την ομαλή μετάβαση στις νέες ρυθμίσεις, που αφορούν στη σημαντικότερη μορφή του συνεταιρίζεσθαι και άρα θα αποτελέσουν έναν βασικό πυλώνα ανάπτυξης της αγοράς και μάλιστα βραχυπρόθεσμα (Εμπορικός Σύλλογος, 2006).
  8. *Ίδιες μετοχές:* Αναμορφώνεται σε σημαντικό βαθμό το άρθρο 16 Ν 2190/1920, καταργώντας, μεταξύ άλλων, τη δυνατότητα απόκτησης μετοχών για στήριξη της χρηματιστηριακής αξίας, που μπορεί να συνιστά χειραγώγηση της αγοράς.
  9. *Δικαιώματα μειοψηφίας:* Ενισχύονται τα δικαιώματα μειοψηφίας, μειώνοντας, μεταξύ άλλων, τα ποσοστά για την άσκηση των δικαιωμάτων μειοψηφίας από 1/3 σε 1/5, ενώ το δικαίωμα πληροφοριών σε σχέση με την εκτίμηση των θεμάτων της ημερήσιας διάταξης που ανήκε στο 1/20 του κεφαλαίου έγινε ατομικό και ανήκει σε κάθε μέτοχο.
  10. *Εξαγορά μετοχών μειοψηφίας:* Με την επιφύλαξη των διατάξεων περί δημόσιας πρότασης, θεσπίζεται αφ' ενός το δικαίωμα της μειοψηφίας να ζητήσει με δικαστική παρέμβαση την εξαγορά των μετοχών της από τον κατά 95% πλειοψηφούντα μέτοχο (sell-out), αφ' ετέρου το (αντίστροφο) δικαίωμα του πλειοψηφούντος μετόχου να ζητήσει την εξαγορά της μειοψηφίας (squeeze-out), υπό τους όρους των νέων άρθρων 49β και 49γ αντιστοίχως.
  11. *Μετασχηματισμοί:* Με τη νέα διάταξη του άρθρου 63 παρ. 3 Ν 2190/20, δεν απαιτείται πλέον η πάροδος διμήνου από τη δημοσίευση του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης μέχρι την ημερομηνία της γενικής συνέλευσης. Επίσης, σημαντική είναι η διάταξη του νέου άρθρου 77α Ν 2190/1920, κατά την οποία το τυχόν μη δίκαιο της σχέσης ανταλλαγής δεν αποτελεί πλέον λόγο ακύρωσης της



συγχώνευσης και αποτελεί μόνον λόγο αξίωσης αποζημίωσης του θιγόμενου μετόχου.

12. Η Εισηγητική Έκθεση αναφέρει ότι, σε σχέση με τη μεταβίβαση των μετοχών, θα πρέπει να σημειωθεί η διάταξη του άρθρου 78 §11, που επιφυλάσσει την εφαρμογή των σχετικών φορολογικών διατάξεων. Κατά κυριολεξία δεν θα πρόκειται περί πρακτικού συνεδριάσεως αλλά αποφάσεως (Δρυλλεράκης Ι.).

Οι αρμοδιότητες που παρέχονται στο Δ.Σ. με το νέο κωδικοποιημένο νόμο 2190/1920 περί ανωνύμων εταιρειών είναι (Εφημερίδα Ναυτεμπορική, 2007):

1. Η ΓΣ όταν αποφασίζει αύξηση κεφαλαίου, επιτρέπεται να εξουσιοδοτεί το ΔΣ να προσδιορίσει αυτό την τιμή έκδοσης των νέων μετοχών, πράγμα που διευκολύνει τη διαδικασία του βιβλίου προσφορών (book building).
2. Προβλέπεται, για πρώτη φορά, ότι το Καταστατικό μπορεί να παρεκκλίνει από τις διατάξεις για τη σύγκληση του ΔΣ. Συγκεκριμένα, καταργείται πλέον η υποχρέωση τυπικών συνεδριάσεων του ΔΣ κάθε μήνα, εισάγεται η δυνατότητα τηλεδιάσκεψης (άρθρο 28), ενώ καθιερώνεται και η δυνατότητα «πρακτικών δια περιφοράς», αφού, κατά το νέο άρθρο 21 §5 Ν 2190/1920, η κατάρτιση και υπογραφή πρακτικού από όλα τα μέλη του ΔΣ ή τους αντιπροσώπους τους ισοδυναμεί με απόφαση του ΔΣ, ακόμη και αν δεν έχει προηγηθεί συνεδρίαση (Δρυλλεράκης Ι.). Επίσης δίνεται η δυνατότητα άσκησης του δικαιώματος ψήφου των μετόχων εξ αποστάσεως, εφ' όσον υπάρχει σχετική καταστατική πρόβλεψη. Παράλληλα, όπως και στις αποφάσεις του ΔΣ, οι εταιρείες που δεν έχουν μετοχές εισηγμένες σε χρηματιστήριο, όταν καταρτίζουν και υπογράφουν πρακτικά από όλους τους μετόχους ή τους αντιπροσώπους, αυτά ισοδυναμούν με απόφαση της ΓΣ, ακόμη και αν δεν έχει προηγηθεί συνεδρίαση (άρθρο 32 §3 Ν 2190/1920). Τέλος, αναμορφώνεται το σύστημα ελαττωματικών αποφάσεων ΓΣ (ζητήματα ανυπόστατου, ακυρωσίας, ακυρότητας). Ιδιαίτερα σημαντική είναι η νέα διάταξη του άρθρου 18 §9 Ν 2190/1920), κατά την οποία, σε κάθε περίπτωση, τα εναπομένοντα μέλη του ΔΣ, ανεξάρτητα από τον αριθμό τους (άρα, κατά την αιτιολογική έκθεση, ενδεχομένως ακόμη και ένα μέλος) μπορούν να προβούν σε σύγκληση ΓΣ με αποκλειστικό σκοπό την εκλογή νέου ΔΣ.
3. Επιτρέπεται η εκλογή του ΔΣ μέσω διαδικασίας ψηφοδελτίου, ώστε να μπορεί να εκπροσωπηθεί και η μειοψηφία.

4. Επιτρέπεται να εκλέγονται αναπληρωματικά μέλη του ΔΣ, αν το προβλέπει το Καταστατικό, και διευκολύνεται η σύνθεση του ΔΣ με αλλοδαπούς συμβούλους.

### 1.5.3 ΝΟΜΟΣ 3783/2010

Μία πιο πρόσφατη νομοθετική ρύθμιση αποτελεί ο νόμος 3783/2010<sup>10</sup> που συμπληρώνει τον αρχικό που περιγράφηκε παραπάνω και ενσωματώνει διατάξεις που ισχύουν στο ευρωπαϊκό δίκαιο.

Μία από τις βασικές διατάξεις αυτού του νόμου είναι η υποχρέωση στις εισηγμένες να δημοσιεύουν μια έκθεση εταιρικής διακυβέρνησης μαζί με τις υπόλοιπες χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Η έκθεση αυτή θα πρέπει να περιλαμβάνει τα εξής:

- τον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης στον οποίο υπάγεται η εταιρεία ή τον οποίο έχει αποφασίσει αυτοβούλως να τηρεί, καθώς επίσης και τις σχετικές πρακτικές που εφαρμόζει επιπλέον των προβλέψεων (δηλαδή του 3016/2002 κτλ.)
- τα Συστήματα Εσωτερικού Ελέγχου και Διαχείρισης Κινδύνων που χρησιμοποιούνται από την οικονομική μονάδα για τη σύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων,
- τις πληροφορίες που αφορούν τη σύνθεση και τον τρόπο λειτουργίας του Διοικητικού Συμβουλίου και των επιτροπών του, αλλά επίσης και τα δικαιώματα των μετόχων και τη Γενική Συνέλευση.

Είναι σίγουρο ότι γίνονται βήματα προόδου από τις ελληνικές κυβερνήσεις σε μια προσπάθεια να γίνουν οι ελληνικές επιχειρήσεις πιο ανταγωνιστικές στο εξωτερικό. Ένα από τα απαραίτητα βήματα είναι να λειτουργούν με βάση κάποιους γενικά αποδεκτούς κανόνες που τίθενται από την επιστήμη της εταιρικής διακυβέρνησης.

---

<sup>10</sup> [http://www.smlf.gr/index.php?option=com\\_content&task=view&id=334&Itemid=93&lang=el](http://www.smlf.gr/index.php?option=com_content&task=view&id=334&Itemid=93&lang=el)

#### 1.5.4. ΑΡΧΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ ΚΑΙ ΚΩΔΙΚΑΣ ΣΕΒ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ

Πέρα από τα δύο νομοθετικά διατάγματα που αναφέρθηκαν παραπάνω αξίζει να γίνει αναφορά και στην πρώτη γραπτή προσπάθεια για ορισμό κάποιων βασικών κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης για τις ελληνικές επιχειρήσεις αλλά και σε μια από τις πρόσφατες προσπάθειες που έγινε από τον Σύνδεσμο Ελλήνων Βιομηχάνων.

Ο κώδικας με την ονομασία «Αρχές εταιρικής διακυβέρνησης της Ελλάδας»<sup>11</sup> δημοσιεύτηκε τον Οκτώβριο του 1999 από μια ειδική επιτροπή Εταιρικής Διακυβέρνησης της επιτροπής κεφαλαιαγοράς. Περιελάμβανε τις διατάξεις που αργότερα θεσμοθετήθηκαν με τον 3016/2002 αλλά και κάποιες επιπλέον επιταγές. Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει ενδεικτικά κάποιους από τους όρους του κώδικα ανά κατηγορία.

**Πίνακας 2: Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης της Ελλάδας**

| Τομέας αναφοράς                | Επιταγές του κώδικα  |
|--------------------------------|--|
| Διοικητικό Συμβούλιο           | Διαχωρίζονται οι ρόλοι του Προέδρου και του CEO.                             |
|                                | Η πλειοψηφία των Συμβουλίου είναι μη εκτελεστικά όργανα.                     |
|                                | Μέγεθος Συμβουλίου $\leq 13$   |
|                                | Συνολικός αριθμός των μελών του Συμβουλίου.                                  |
|                                | Ο Οικονομικός CEO διορίζεται στη διοικητική ομάδα.                           |
| Επιτροπή αποζημιώσεων στελεχών | Η εταιρία έχει επιτροπή που είναι υπεύθυνη για τις αποζημιώσεις.             |
|                                | Η πλειοψηφία της επιτροπής για τις αποζημιώσεις είναι μη εκτελεστικά όργανα. |
| Εσωτερικός Έλεγχος             | Η εταιρία έχει ελεγκτική επιτροπή.   |

<sup>11</sup>Florou A., Galarniotis A. (2006), *Benchmarking greek corporate governance against different standards*, Corporate Governance and International Review, Vol. 15, Iss. 5, pp. 979-998

|  |   |
|--|---|
| &<br>Χρηματοοικονομικές<br>Καταστάσεις | Η ελεγκτική επιτροπή είναι υποεπιτροπή του Συμβουλίου.  |
|  | Η ελεγκτική επιτροπή συνεδριάζει 2-3 φορές το χρόνο.  |
|  | Υπάρχουν 3 μη εκτελεστικά μέλη στην ελεγκτική επιτροπή.   |
| Τα δικαιώματα των<br>επενδυτών         | Οι μέτοχοι μπορούν να ψηφίσουν είτε αυτοπροσώπως είτε μέσω εκπροσώπου.                              |
|  | Όλοι οι μέτοχοι έχουν τα ίδια δικαιώματα ψήφου.   |
| Γνωστοποιήσεις &<br>Διαφάνεια          | Γνωστοποίηση της σύνθεσης της ελεγκτικής επιτροπής.   |
|  | Λεπτομερής γνωστοποίηση των χρηματοοικονομικών και των λειτουργικών αποτελεσμάτων.                  |
|  | Γνωστοποίηση της στρατηγικής και δομής της ιδιοκτησίας.   |
|  | Γνωστοποίηση του Διοικητικού Συμβουλίου.  |
|  | Γνωστοποίηση της ποσότητας και της ποιότητας των υπαλλήλων.   |
|  | Γνωστοποίηση θεμάτων στρατηγικής.   |
|  | Γνωστοποίηση των στόχων και των προοπτικών της εταιρίας.  |
|  | Γνωστοποίηση των σύνθετων συναλλαγών, τις συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα και τους κινδύνους αυτών. |
|  | Γνωστοποίηση της δομής και στρατηγικής της εταιρικής διακυβέρνησης.                                 |

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Ένας πιο σύγχρονος άτυπος κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης δημοσιεύτηκε από τον Σύνδεσμο Ελλήνων Βιομηχάνων και έχει ως πρότυπο αντίστοιχους κώδικες του εξωτερικού. Η ονομασία του είναι «ΚΩΔΙΚΑΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΣΕΒ για τις Εισηγμένες Εταιρείες»<sup>12</sup> και αναφέρεται στις εξής κατηγορίες εταιρικής διακυβέρνησης: ΔΣ, εσωτερικός έλεγχος, αμοιβές και σχέσεις με τους μετόχους. Ο παρακάτω πίνακας κατ' αντιστοιχία του αντίστοιχου για τον προηγούμενο πίνακα, δίνει μια περιεκτική εικόνα για τις επιταγές του συγκεκριμένου κώδικα.

### Πίνακας 3: Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης ΣΕΒ για εισηγμένες εταιρείες

<sup>12</sup>Σύνδεσμος Ελλήνων Βιομηχάνων (2011), «ΚΩΔΙΚΑΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΣΕΒ για τις Εισηγμένες Εταιρείες»

| Τομέας αναφοράς                   | Επιταγές του κώδικα  |
|-----------------------------------|--|
| Διοικητικό Συμβούλιο και Πρόεδρος | Έγκριση της μακροπρόθεσμης στρατηγικής και των λειτουργικών στόχων της εταιρείας, του ετήσιου προϋπολογισμού και του επιχειρησιακού σχεδίου, καθώς λήψη αποφάσεων για τις μείζονες κεφαλαιουχικές δαπάνες, εξαγορές και εκποιήσεις.  |
|                                   | Επιλογή και αντικατάσταση της εκτελεστικής ηγεσίας της εταιρείας, όπως και εποπτεία του σχεδιασμού της διαδοχής.   |
|                                   | Έλεγχος απόδοσης της ανώτατης Διοίκησης και εναρμόνιση των αμοιβών των ανώτατων στελεχών με τα μακροπρόθεσμα συμφέροντα της εταιρείας και των μετόχων της.   |
|                                   | Διασφάλιση της αξιοπιστίας των οικονομικών καταστάσεων και στοιχείων της εταιρείας, των συστημάτων χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και των στοιχείων και πληροφοριών που λαμβάνουν δημοσιότητα, καθώς και διασφάλιση της αποτελεσματικότητας των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων. |
|                                   | Επαγρύπνηση, όσον αφορά υπάρχουσες και ενδεχόμενες συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ αφενός της εταιρείας και αφετέρου της Διοίκησης της, των μελών του ΔΣ ή των κύριων μετόχων.  |
|                                   | Διασφάλιση ύπαρξης αποτελεσματικής διαδικασίας συμμόρφωσης της εταιρείας με τους σχετικούς νόμους και Κανονισμούς.   |
|                                   | Λήψης σχετικών αποφάσεων και παρακολούθηση της αποτελεσματικότητας του συστήματος διοίκησης της εταιρείας, συμπεριλαμβανομένων των διαδικασιών λήψης αποφάσεων και ανάθεσης εξουσιών και καθηκόντων σε άλλα στελέχη.   |
|                                   | Διατύπωση, διάδοση και εφαρμογή των βασικών αξιών και αρχών της εταιρείας, που διέπουν τις σχέσεις της με όλα τα μέρη, των οποίων τα συμφέροντα συνδέονται με αυτά της εταιρείας.  |
|                                   | Το ΔΣ θα πρέπει να χαρακτηρίζεται από υψηλό επίπεδο ακεραιότητας και να διαθέτει ποικιλομορφία γνώσεων, προσόντων και εμπειρίας.   |
|                                   | Το ΔΣ θα πρέπει να αξιολογεί τακτικά την αποτελεσματικότητά του στην εκπλήρωση των καθηκόντων του, καθώς και εκείνη των επιτροπών του.   |

|   |   |
|---|---|
|   | <p>Ο Πρόεδρος προΐσταται του ΔΣ. Θα πρέπει να έχει τις αρμοδιότητες του καθορισμού της ημερήσιας διάταξης, της διασφάλισης της καλής οργάνωσης των εργασιών του ΔΣ, αλλά και της αποτελεσματικής διεξαγωγής των συνεδριάσεών του. Θα πρέπει διασφαλίζει τη έγκαιρη και ορθή πληροφόρηση των μελών του ΔΣ, καθώς και την αποτελεσματική επικοινωνία του με όλους τους μετόχους.</p>  |
| <p>Σύστημα<br/>Εσωτερικού<br/>Ελέγχου</p>   | <p>Σύσταση επιτροπής ελέγχου, η οποία αποτελείται στην πλειοψηφία της από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ.</p>  |
|   | <p>Το ΔΣ μέσω της επιτροπής ελέγχου (εφόσον υπάρχει) θα πρέπει επίσης να αναπτύσσει άμεση και τακτική επαφή με τους τακτικούς ελεγκτές, προκειμένου να λαμβάνει τακτική ενημέρωση από τους τελευταίους σε σχέση με την ορθή λειτουργία του συστήματος εσωτερικού ελέγχου.</p>   |
|   | <p>Το ΔΣ θα πρέπει να προβαίνει σε ετήσια αξιολόγηση του συστήματος εσωτερικού ελέγχου.</p>   |
|   | <p>Η επιτροπή ελέγχου συγκροτείται με στόχο την υποστήριξη του ΔΣ στα καθήκοντά του σχετικά με τη χρηματοοικονομική πληροφόρηση, τον εσωτερικό έλεγχο και την εποπτεία του τακτικού ελέγχου. Η επιτροπή ελέγχου θα πρέπει να αποτελείται αποκλειστικά από μη εκτελεστικά μέλη, στην πλειονότητα τους ανεξάρτητα.</p>  |
|   | <p>Η επιτροπή θα πρέπει να συνέρχεται τουλάχιστον τέσσερις φορές το χρόνο, ώστε να εκτελεί αποτελεσματικά τα καθήκοντά της. Τουλάχιστον δύο φορές το χρόνο θα πρέπει να συναντά τον τακτικό ελεγκτή της εταιρείας, χωρίς την παρουσία των μελών της Διοίκησης.</p>  |
|   | <p>Στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να περιγράφεται το έργο της επιτροπής κατά την εκτέλεση των καθηκόντων της, καθώς και ο αριθμός των συνεδριάσεών της κατά τη διάρκεια του έτους. Στην περίπτωση που ο τακτικός ελεγκτής παρέχει και μη ελεγκτικές υπηρεσίες στην επιχείρηση, θα πρέπει να εξηγείται στους μετόχους στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης με ποιον τρόπο διασφαλίζεται η αντικειμενικότητα και η ανεξαρτησία του ελεγκτή.</p> |
| <p>Η επιτροπή ελέγχου μπορεί να χρησιμοποιεί τις υπηρεσίες εξωτερικών συμβούλων, και ως εκ τούτου θα πρέπει να της διατίθενται επαρκή κονδύλια για το σκοπό αυτό.</p> |   |

|                     |  |
|---------------------|--|
| Αμοιβές             | <p>Η αμοιβή των εκτελεστικών μελών του ΔΣ θα πρέπει να συνδέεται με την εταιρική στρατηγική, τους σκοπούς της εταιρείας και την πραγμάτωση αυτών, με τελικό στόχο τη δημιουργία μακροπρόθεσμης αξίας στην εταιρεία και να περιλαμβάνει σταθερά στοιχεία (βασικός μισθός, μεταβλητά (ετήσια μπόνους) και άλλες συμβατικές ρυθμίσεις (αποζημίωση, παροχές σε είδος κτλ).</p>   |
|                     | <p>Εάν χορηγούνται δικαιώματα προαίρεσης, δεν θα πρέπει να ωριμάζουν σε διάστημα μικρότερο από τρία (3) χρόνια από την ημερομηνία χορήγησης.</p>   |
|                     | <p>Οι συμβάσεις των εκτελεστικών μελών του ΔΣ θα πρέπει να προβλέπουν ότι το ΔΣ μπορεί να απαιτήσει την επιστροφή όλου ή μέρους του bonus που έχει απονεμηθεί, λόγω αναθεωρημένων οικονομικών καταστάσεων προηγούμενων χρήσεων ή γενικώς βάσει εσφαλμένων χρηματοοικονομικών στοιχείων, που χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό του bonus αυτού.</p>   |
|                     | <p>Κατά τον καθορισμό των αμοιβών των εκτελεστικών του μελών, το ΔΣ θα πρέπει να λαμβάνει μεταξύ άλλων υπόψη του το ύψος των αμοιβών των εργαζομένων στην εταιρεία και σε ολόκληρο τον όμιλο.</p>  |
| Σχέσεις με μετόχους | <p>Το ΔΣ θα πρέπει να μεριμνά για την ύπαρξη συνεχούς και εποικοδομητικού διαλόγου με τους μετόχους της εταιρείας, ιδιαίτερα δε με εκείνους που έχουν σημαντικές συμμετοχές και μακροπρόθεσμη προοπτική</p>  |
|                     | <p>Το ΔΣ θα πρέπει να διασφαλίζει ότι η προετοιμασία και η διεξαγωγή της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων διευκολύνουν την αποτελεσματική άσκηση των δικαιωμάτων των μετόχων, οι οποίοι θα πρέπει να είναι πλήρως ενημερωμένοι για όλα τα θέματα που σχετίζονται με τη συμμετοχή τους στη Γενική Συνέλευση, συμπεριλαμβανομένων των θεμάτων ημερήσιας διάταξης, και των δικαιωμάτων τους κατά τη Γενική Συνέλευση.</p> |

*Πηγή: Σύνδεσμος Ελλήνων Βιομηχάνων*

Από τα παραπάνω φαίνεται ότι ο κώδικας του ΣΕΒ ορίζει κάποιες γενικές αρχές που θα πρέπει να τηρούνται από τις επιχειρήσεις και αποτελεί συμπλήρωμα των νομικών διαταγμάτων που αναφέρθηκαν παραπάνω.

Είναι δεδομένο ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες και δει αυτές που έχουν διεθνή παρουσία θα πρέπει να τηρούν τις παραπάνω αρχές ώστε να παρουσιάζουν ένα καλό πρόσωπο στους υποψήφιους επενδυτές και να μπορούν να καταστούν ανταγωνιστικές στο εξωτερικό.

#### *1.5.5 ΠΑΓΚΟΣΜΙΕΣ ΒΕΛΤΙΣΤΕΣ ΠΡΑΚΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ*

Με δεδομένο ότι στην Ελλάδα ο επιχειρηματικός κόσμος βρίσκεται μερικά βήματα πίσω σε πολλά θέματα σε σχέση με άλλες ανεπτυγμένες δυτικές χώρες, αξίζει να εξεταστεί ως ένα βαθμό τι ισχύει στο εξωτερικό και ποιοι κώδικες επικρατούν.

Ένα πολύ καλό παράδειγμα του τι ισχύει στο εξωτερικό όσον αφορά την εταιρική διακυβέρνηση δίνει ο κώδικας που ισχύει για το χρηματιστήριο του Λονδίνου. Αρχικά, ο κώδικας αποτελούσε μια σύνοψη διαφόρων άλλων αναφορών σχετικών με το αντικείμενο τις οποίες συγκέντρωσε μια ειδική επιτροπή το 1992 με προεδρεύοντα τον Sir Adrian Cadbury<sup>13</sup> σε μια προσπάθεια να αντιμετωπιστούν κάποια μεγάλα σκάνδαλα της εποχής στην Αγγλία. Οι πρώτες βασικές προτάσεις της επιτροπής ήταν:

- ✓ ο διαχωρισμός των θέσεων του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου της εταιρίας
- ✓ τα ΔΣ έπρεπε να έχουν τουλάχιστον 3 μη εκτελεστικά μέλη που να μην έχουν οικονομικούς ή προσωπικούς δεσμούς με τα εκτελεστικά μέλη και
- ✓ κάθε ΔΣ έπρεπε να συγκροτεί μια ελεγκτική επιτροπή που να αποτελείται από μη εκτελεστικά μέλη.

Από το 1992 και έπειτα ο συγκεκριμένος κώδικας αποτέλεσε τη βάση για μια σειρά αλλαγών και αναθεωρήσεων με τελευταία αυτή που δημοσιοποιήθηκε τον Σεπτέμβριο του 2012 με την ονομασία «The UK Corporate Governance Code»<sup>14</sup> ο οποίος αποτυπώνει σε γενικές γραμμές το αγγλοσαξονικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης. Οι βασικές αρχές του κώδικα συνοψίζονται στα παρακάτω:

1. **Ηγεσία:** κάθε εταιρία πρέπει να διοικείται με σύνεση και συλλογικά με στόχο τη μακροπρόθεσμη επιτυχία. Θα πρέπει να υπάρχουν συγκεκριμένες αρμοδιότητες σε όλα τα μέλη του συμβουλίου ανάλογα με τις εκάστοτε γνώσεις

---

<sup>13</sup>[http://en.wikipedia.org/wiki/UK\\_Corporate\\_Governance\\_Code](http://en.wikipedia.org/wiki/UK_Corporate_Governance_Code)

<sup>14</sup>Financial Reporting Council (2012) “The UK Corporate Governance Code”, September, 2012



και ικανότητες. Τα μη εκτελεστικά μέλη θα πρέπει να προτείνουν στα πλαίσια ανάπτυξης μιας σωστής στρατηγικής πορείας.

2. **Αποτελεσματικότητα:** θα πρέπει να υπάρχει ισορροπία γνώσεων και δεξιοτήτων. Επίσης, οι διαδικασίες θα πρέπει να είναι διαφανείς και να γνωστοποιούνται στα ενδιαφερόμενα μέρη. Θα πρέπει να γίνεται συνεχής εκπαίδευση των μελών των ΔΣ, τα οποία θα πρέπει να μπορούν να αφιερώνουν τον κατάλληλο χρόνο στην εταιρία ενώ θα πρέπει να τίθενται υπό κρίση και εκλογή ανά τακτά χρονικά διαστήματα.
3. **Λογοδοσία:** το ΔΣ θα πρέπει να παρουσιάζει μια ακριβή και ειλικρινής εικόνα των πεπραγμένων και της κατάστασης της εταιρίας. Είναι υπεύθυνο για τα ρίσκα που θα παίρνονται αλλά και για την επίτευξη των στρατηγικών στόχων. Τέλος, θα πρέπει να ορίζονται διαδικασίες για τις εταιρικές αναφορές, τη διαχείριση κινδύνων και τους εσωτερικούς κανονισμούς ελέγχου.
4. **Αποζημίωση:** τα επίπεδα αποζημίωσης θα πρέπει να είναι ικανοποιητικά ώστε να προσελκύουν στελέχη με τα απαραίτητα προσόντα αλλά όχι υπερβολικά υψηλά. Ένα σημαντικό μέρος της αποζημίωσης θα πρέπει να είναι συνυφασμένο με την εταιρική και προσωπική απόδοση. Θα πρέπει να υπάρχει μια διαφανή διαδικασία καθορισμού των αποζημιώσεων και δεν θα πρέπει τα ίδια τα μέλη του ΔΣ να αποφασίζουν για το ύψος της αποζημίωσής τους.
5. **Σχέσεις με μετόχους:** πρέπει να υπάρχει ένας εποικοδομητικός διάλογος με τους μετόχους που να βασίζεται στην αμοιβαία εμπιστοσύνη και κατανόηση.

Ο κώδικας στηρίζεται στις προαναφερθείσες βασικές αρχές που αναπτύσσονται περαιτέρω αλλά ξεφεύγουν από τα όρια του συγκεκριμένου συγγράμματος. Γίνεται φανερό πάντως ότι το αγγλοσαξονικό σύστημα δίνει ιδιαίτερη σημασία στις σχέσεις με τους μετόχους και στη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα μιας επιχείρησης που επιτυγχάνεται μέσα από σωστή διαχείριση και συνεχή κρίση των διοικητικών συμβουλίων.

Παρόμοιοι κώδικες έχουν δημοσιευτεί και σε άλλες χώρες με τις βασικές δομές να μην διαφέρουν και να στηρίζονται στα ίδια θεμέλια. Πολλές ομοιότητες παρατηρούνται με τις ελληνικές νομοθετικές προσπάθειες των τελευταίων χρόνων αποδεικνύοντας ότι ακολουθείται το μοντέλο των μετόχων στη χώρα μας.

## 1.6 ΘΕΩΡΙΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Κλείνοντας το πρώτο μέρος της εργασίας που αφορά την εταιρική διακυβέρνηση ως επιστήμη αξίζει να αναφερθούν οι βασικές θεωρίες εταιρικής διακυβέρνησης που αναφέρονται συχνά στη διεθνή και ελληνική βιβλιογραφία.

### *1.6.1 ΘΕΩΡΙΑ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ (AGENCY THEORY)*

Το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης ερευνήθηκε για πρώτη φορά από τον Ross (1973)<sup>15</sup>, ενώ η πρώτη λεπτομερειακή παρουσίαση της θεωρίας της αντιπροσώπευσης παρουσιάστηκε από τους Jensen & Meckling (1976)<sup>16</sup>. Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη θεωρητική προσέγγιση οι μέτοχοι (ιδιοκτήτες της επιχείρησης) αποτελούν τους εντολείς (principals), οι οποίοι, αναθέτουν την καθημερινή λειτουργία της εταιρίας και τη λήψη των αποφάσεων στους διευθυντές (managers).

Η ανάθεση εργασίας σε τρίτο πρόσωπο από τον εντολέα, στον εντολοδόχο, ενέχει ορισμένα πιθανά μειονεκτήματα-προβλήματα (principal - agent problem) τα οποία δε μπορούν να παραβλεφθούν. Αναλυτικότερα, ο αντιπρόσωπος μπορεί να μη δρα προς την επιδίωξη των βέλτιστων συμφερόντων του κυρίου ή να δρα μερικώς προς αυτά. Αυτό μπορεί να εκφραστεί μέσα στη σχέση αντιπροσώπευσης είτε με την κατάχρηση της εξουσίας από τον αντιπρόσωπο για τον προσπορισμό χρηματικών ή άλλων ατομικών επιδιώξεων είτε με την απόκλιση των απόψεων που μπορεί να υφίσταται, μεταξύ εντολέα και εντολοδόχου όσον αφορά την εκτίμηση του ρίσκου. Υπάρχει περίπτωση ο αντιπρόσωπος να θεωρεί ότι δεν πρέπει ή ότι πρέπει να εκτεθεί σε ορισμένα ρίσκα επειδή τα θεωρεί ακατάλληλα ή κατάλληλα αντίστοιχα (moral hazard), σε αντίθεση με την άποψη του κυρίου όπου θα τα έπαιρνε ή όχι για την επιδίωξη των καλύτερων συμφερόντων του και για την επίτευξη των αντικειμενικών σκοπών της επιχείρησης.

---

<sup>15</sup>Ross, S. (1973) "The economic theory of agency: The principal's problem", Decision making under uncertainty, Vol. 63, No.2

<sup>16</sup>Jensen, M., & Meckling, W. (1976). "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure". Journal of Financial Economics

Σύμφωνα με την Eisenhardt (1989)<sup>17</sup>, η θεωρία της αντιπροσώπευσης απασχολείται με την επίλυση δύο βασικών προβλημάτων που εμφανίζονται στις παραπάνω σχέσεις. Το πρώτο πρόβλημα εμφανίζεται όταν οι επιθυμίες ή οι στόχοι των δύο μερών αντικρούονται και είναι δύσκολο ή ακριβό ο εντολέας να ελέγξει αν ο Manager κάνει σωστά τη δουλειά του. Το δεύτερο πρόβλημα είναι το πρόβλημα του επιμερισμού του κινδύνου και εμφανίζεται όταν οι δύο πλευρές έχουν διαφορετική αντίδραση απέναντι στον επιχειρηματικό κίνδυνο γεγονός που οδηγεί σε διαφορετικούς τρόπους δράσης εκ διαμέτρου αντίθετους. Η θεωρία εστιάζει στο να βρεθεί το βέλτιστο συμβόλαιο μεταξύ των δύο πλευρών που να αφορά τα ίδια τα άτομα (προσωπικά συμφέροντα, αποτροπή κινδύνου), τους οργανισμούς (αντικρουόμενοι στόχοι) και τις πληροφορίες που αποτελούν αγαθά που μπορούν να εξαγοραστούν. Ο παρακάτω πίνακας συγκεντρώνει τα βασικά στοιχεία της θεωρίας της αντιπροσώπευσης.

**Πίνακας 4: Η θεωρία της αντιπροσώπευσης επιγραμματικά**

|                                  |   |
|----------------------------------|---|
| <b>Βασική ιδέα</b>               | Η σχέση των δύο πλευρών πρέπει να αντανακλά ικανοποιητικό διαμοιρασμό πληροφοριών και κόστους   |
| <b>Μονάδα ανάλυσης</b>           | Το συμβόλαιο μεταξύ των δύο πλευρών   |
| <b>Ανθρώπινος παράγοντας</b>     | Προσωπικά συμφέροντα, κοινή λογική, αποτροπή κινδύνου   |
| <b>Επιχειρησιακός παράγοντας</b> | Μερική σύγκρουση στόχων, πληροφοριακή ασυμμετρία μεταξύ των πλευρών   |
| <b>Πληροφοριακός παράγοντας</b>  | Η πληροφορία ως αγαθό προς αγορά  |
| <b>Προβλήματα συμβολαίων</b>     | Επιμερισμός κινδύνου, ηθικός κίνδυνος, αντίθετη επιλογή   |
| <b>Περιβάλλον προβλήματος</b>    | Οι σχέσεις μέσα στις οποίες ο εντολέας και ο manager έχουν μερικώς διαφορετικούς στόχους και προτιμήσεις στο επίπεδο κινδύνου (πχ αποζημίωση, νομοθεσία, ηγεσία, διοίκηση, κάθετη ολοκλήρωση κτλ) |

Πηγή: Eisenhardt (1989)

<sup>17</sup>Eisenhardt, K. (1989) "Agency Theory: An assessment and review", Academy of Management Review, Vol. 14, No. 1, pp 57-74

Αναφέρεται συχνά στη βιβλιογραφία για τη θεωρία αντιπροσώπευσης η έννοια του συμβολαίου ή της σύμβασης που θα πρέπει να κάνουν οι δύο αντιμαχόμενες πλευρές ώστε να ικανοποιούνται όσον το δυνατόν περισσότερο τα συμφέροντα και των δύο. Η σύμβαση αυτή αποτελεί το κυρίαρχο στοιχείο που ρυθμίζει τη σχέση μεταξύ εντολέα και εντολοδόχου. Ουσιαστικά η θεωρία επικεντρώνεται στην ανάλυση αυτής της σύμβασης και στον προσδιορισμό της πιο αποτελεσματικής σύστασής της ώστε να ρυθμιστεί με τον καλύτερο τρόπο η σχέση εντολέα-εντολοδόχου στα πλαίσια ενός αριθμού υποθέσεων που έχουν σχέση με τα άτομα, όπως αναφέρθηκε στον παραπάνω πίνακα. Η ερώτηση που πρέπει να τίθεται είναι η εξής. Αν μια σύμβαση προσανατολισμένη στη συμπεριφορά του εντολοδόχου είναι πιο αποτελεσματική από μια σύμβαση προσανατολισμένη στα αποτελέσματα που προκύπτουν από τις αποφάσεις που αυτός λαμβάνει.

Σύμφωνα με την Eisenhardt (1989), υπάρχουν δύο κατευθύνσεις προς τις οποίες προσανατολίζεται η θεωρία αντιπροσώπευσης. Η θετική θεωρία αντιπροσώπευσης που επικεντρώνεται στις περιπτώσεις που οι δύο πλευρές είναι πολύ πιθανό να έχουν αντικρουόμενους στόχους και που περιγράφει τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης που περιορίζουν την οικειοποίηση από την πλευρά του εντολοδόχου, αυτών των στόχων. Οι προτάσεις που διατυπώνουν οι υποστηρικτές της θετικής κατεύθυνσης είναι οι παρακάτω. Η πρώτη λέει ότι οι συμβάσεις που βασίζονται στην έκβαση των αποφάσεων του εντολοδόχου είναι αποτελεσματικές αφού ευθυγραμμίζουν τα συμφέροντα των δύο πλευρών και τα κέρδη και των δύο εξαρτώνται από το αποτέλεσμα των πράξεων του εντολοδόχου. Η δεύτερη αφορά στην αποτελεσματικότητα των πληροφοριακών συστημάτων που συγκρατούν σε ικανοποιητικό βαθμό τον καιροσκοπισμό του εντολοδόχου αφού είναι ευκολότερο να ενημερωθεί ο εντολέας και να ελέγξει τις κινήσεις του εντολοδόχου. Η δεύτερη κατεύθυνση ονομάζεται «θεωρία εντολέα-εντολοδόχου» που επικεντρώνεται στη δημιουργία μιας γενικότερης θεωρητικής προσέγγισης της σχέσης των δύο μερών και θα μπορεί να εφαρμοστεί σε όλων των ειδών τις σχέσεις αντιπροσώπευσης.

Πάντως, σε κάθε περίπτωση, κρίνεται αναγκαίο να οριστεί ποιος θα είναι υπεύθυνος για τη λήψη αποφάσεων (residual control rights) σε μία τέτοια περίπτωση. Υποθετικά, από τη στιγμή που οι χρηματοδότες διαθέτουν τα κεφάλαιά τους θα μπορούσαν να αποφασίζουν οι ίδιοι κάθε φορά που κάτι απρόσμενο συνέβαινε. Όμως

κάτι τέτοιο δεν μπορεί να καταστεί δυνατό αφού οι μέτοχοι δεν έχουν ούτε τις απαιτούμενες γνώσεις ούτε την πληροφόρηση για να προβούν σε αποφάσεις. Αυτός είναι άλλωστε και ο βασικός λόγος για τον οποίο αναθέτουν την εξουσία στη Διοίκηση. Κατά συνέπεια, οι μάνατζερ συγκεντρώνουν τα πλείστα δικαιώματα λήψης αποφάσεων σε σύγκριση με τους μετόχους καθώς και τη διακριτική ευχέρεια διανομής κεφαλαίων.

### *1.6.2 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ*

Ένα ακόμα θεωρητικό υπόβαθρο που προτείνεται στη βιβλιογραφία και πιο συγκεκριμένα από τον Solomon (2005)<sup>18</sup> είναι η θεωρία του κόστους των συναλλαγών.

Ο συγγραφέας σημειώνει ότι η προσπάθεια που έγινε από υποστηρικτές της θεωρίας επικεντρώνεται στη θεώρηση της επιχείρησης όχι ως μια απρόσωπη οικονομική μονάδα σε έναν κόσμο που λειτουργεί υπό τους όρους του τέλειου ανταγωνισμού αλλά ως ενός οργανισμού που αποτελείται από ανθρώπους με διαφορετικές απόψεις και στόχους. Η θεωρία βασίζεται στο ότι οι επιχειρήσεις έχουν μεγεθυνθεί τόσο που υποκαθιστούν την αγορά σε θέματα αναφορικά με τη διανομή των πόρων. Οι κινήσεις των τιμών εκτός της επιχείρησης κατευθύνουν την παραγωγή και οι αγορές συντονίζουν τις συναλλαγές. Μέσα στις επιχειρήσεις οι συναλλαγές με την αγορά απομακρύνονται και η διοίκηση συντονίζει και ελέγχει την παραγωγή. Η οργάνωση μιας επιχείρησης (π.χ. η έκταση της κάθετης ολοκλήρωσης) φαίνεται να ορίζει τα όρια πέρα από τα οποία η επιχείρηση μπορεί να ρυθμίσει τιμή και παραγωγή.

Η επιχείρηση έχει συμφέρον να εσωτερικεύσει όσο περισσότερο γίνεται αυτές τις συναλλαγές ώστε να ελαχιστοποιήσει τους κινδύνους που προκύπτουν από αυτές σε θέματα τιμής, παραγωγής και ποιότητας. Απαγκιστρώνεται από τις πολλές επαφές και αλληλεπιδράσεις με προμηθευτές και μειώνει την ασυμμετρία στην πληροφόρηση. Οι κλασικοί οικονομολόγοι θεωρούν ότι οι οικονομικοί φορείς (agents) δρουν με βάση τη λογική και ότι η μεγιστοποίηση του κέρδους αποτελεί τον πρωταρχικό στόχο της επιχείρησης. Η οικονομική του κόστους των συναλλαγών από την άλλη πλευρά επιχειρεί να προσεγγίσει τη συμπεριφορά των διευθυντικών στελεχών σε μια πιο ρεαλιστική βάση εισάγοντας την υπόθεση του καιροσκοπισμού. Αυτό

---

<sup>18</sup> Solomon J. (2005). «Corporate governance & accountability», J. Willey & Sons.

σημαίνει ότι στις επιχειρήσεις υπάρχουν διευθυντικά στελέχη τα οποία δεν κινούνται προς την επίτευξη των στόχων της επιχειρήσεις αλλά δρουν με τρόπο επιζήμιο προς το γενικότερο συμφέρον της επιχείρησης, οργανώνοντας τις συναλλαγές με τρόπο που να εξυπηρετεί τα προσωπικά τους συμφέροντα. Η καιροσκοπική αυτή συμπεριφορά των στελεχών ζημιώνει τα συμφέροντα της εταιρίας και των λοιπών ενδιαφερόμενων μερών και κατά συνέπεια θα πρέπει να μπορεί να ελέγχεται.

Για μία ακόμα φορά, όπως και στην περίπτωση της θεωρίας αντιπροσώπευσης διαπιστώνεται ότι είναι απαραίτητος ο έλεγχος των εντολοδόχων ή αλλιώς των managers που διοικούν μια επιχείρηση με στόχο την αποφυγή καιροσκοπικών

### *1.6.3 ΤΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΤΟΥ ΕΛΕΥΘΕΡΟΥ ΚΑΒΑΛΑΡΗ (FREERIDERPROBLEM)*

Μία τελευταία θεωρία που αφορά την επιστήμη της εταιρικής διακυβέρνησης είναι γνωστή ως το πρόβλημα του ελεύθερου καβαλάρη.

Σε γενικές γραμμές το πρόβλημα του ελεύθερου καβαλάρη<sup>19</sup> αναφέρεται στο γεγονός ότι κάποιοι που συμμετέχουν σε ένα εγχείρημα, επιχειρηματικό ή μη, επωφελούνται από τις ενέργειες των άλλων συνοδοιπόρων συμμετέχοντας στα οφέλη αλλά όχι στα κόστη με δίκαιο τρόπο. Σε πιο εξειδικευμένη μορφή, όσον αφορά την εταιρική διακυβέρνηση, αναφέρεται στην αυξημένη ισχύ που αποκτούν οι managers. Σε περιπτώσεις όπου υπάρχει πληθώρα επενδυτών, αυτοί συνεισφέρουν σε πολύ μικρό ποσοστό με τα κεφάλαιά τους, ενώ παράλληλα δεν κατέχουν την αναγκαία πληροφόρηση με αποτέλεσμα να μην ασκούν ούτε τα δικαιώματα ελέγχου που τους αναλογούν. Επίσης, ο κάθε μικροεπενδυτής θεωρεί ότι οι υπόλοιποι μικροεπενδυτές δεν ενδιαφέρονται, με αποτέλεσμα να μη συμμετέχουν στις συνελεύσεις (συμπεριφέρεται δηλαδή ως «ελεύθερος καβαλάρης»). Θεωρούν ότι δεν υπάρχει περίπτωση να επηρεάσουν τις ληφθείσες αποφάσεις, γεγονός που τους οδηγεί στην αδιαφορία.

Το πρόβλημα και σε αυτή την περίπτωση εντοπίζεται στην ασυδοσία και στην υπερβολική δύναμη που ενδέχεται να αποκτήσουν οι managers αλλά και στο γεγονός ότι οι μικροεπενδυτές αφήνουν τις αποφάσεις σε άλλους αφού θεωρούν ότι δεν μπορούν να επηρεάσουν τις αποφάσεις.

---

<sup>19</sup>Χατζής, Α. (2006) «Ορολογία οικονομικής ανάλυση του δικαίου», σημειώσεις του μαθήματος Δίκαιο και Οικονομία, Εθνικό και Καποδιστριακό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Τμήμα Νομικής

## **Κεφάλαιο 2 : ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟΥ ΜΕΛΕΤΗΣ**

### 2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Απαραίτητο συμπλήρωμα στη θεωρητική εξέταση του αντικειμένου που έγινε στο πρώτο κεφάλαιο της εργασίας είναι η μελέτη της ελληνικής και διεθνούς βιβλιογραφίας που περιλαμβάνει θεωρητικές αλλά και εμπειρικές έρευνες για την εφαρμογή των αρχών και κανόνων της εταιρικής διακυβέρνησης από τις επιχειρήσεις. Διεθνώς παρατηρείται αυξημένο ενδιαφέρον την τελευταία 20ετία και ιδιαίτερα μετά το 2000. Στην Ελλάδα καθυστέρησε κάπως η ακαδημαϊκή και επιχειρηματική κοινότητα να ασχοληθεί με το αντικείμενο αλλά πλέον κανείς συναντά αρκετές ενδιαφέρουσες έρευνες που αφορούν την ελληνική αγορά. Το διοικητικό συμβούλιο αποτελεί τον πυρήνα των περισσότερων μελετών αφού αποτελεί και ένα από τα σημαντικότερα μέρη των νομοθετημάτων που αφορούν την εταιρική διακυβέρνηση. Παρόλα αυτά, ο ρόλος των γυναικών τόσο ως μέλη διοικητικών συμβουλίων όσο ακόμα περισσότερο ως προέδρου σε αυτά δεν έχει μελετηθεί επαρκώς. Ιδιαίτερα στην ελληνική βιβλιογραφία οι αναφορές είναι ελάχιστες στον διαχωρισμό των φύλων και δεν παρουσιάζονται σοβαρά ευρήματα πάνω σε αυτό το κομμάτι. Στο κεφάλαιο που ακολουθεί θα επιχειρηθεί μια συνοπτική αναφορά σε έρευνες και μελέτες που αφορούν γενικά την εταιρική διακυβέρνηση και την εφαρμογή της στις επιχειρήσεις τόσο μέσα από την ελληνική όσο και από τη διεθνή βιβλιογραφία.

### 2.2 ΜΕΛΕΤΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, τα τελευταία χρόνια παρατηρείται ένα αυξημένο ενδιαφέρον στην ελληνική αγορά για την εταιρική διακυβέρνηση. Ενδεικτικό είναι το γεγονός ότι δημοσιεύονται όλο και περισσότερες σχετικές μελέτες ενώ παράλληλα

εκσυγχρονίζονται και τα σχετικά νομοθετήματα. Τέλος, από ακαδημαϊκής άποψης αρκετοί είναι οι μεταπτυχιακοί και διδακτορικοί φοιτητές που το επιλέγουν ως αντικείμενο της διατριβής τους.

Μία αρκετά γνωστή ελληνική ερευνητική προσπάθεια έγινε από τους Τσιπούρη, Ξανθάκη και Σπανού(2005)<sup>20</sup>, οι οποίοι με τη βοήθεια των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων προσπάθησαν να εξετάσουν για την περίοδο 2001-2003 την εφαρμογή των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης από τις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις. Όπως γίνεται αντιληπτό η συγκεκριμένη περίοδος αποτελεί τα πρώτα χρόνια κατά τα οποία ίσχυσε ο σχετικός νόμος για την εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα οπότε θα ήταν αναμενόμενο να μην υπάρχει ικανοποιητική εφαρμογή του ακόμα. Μάλιστα, για τον λόγο αυτό, οι ερευνητές βάσισαν τη δομή της έρευνάς τους όχι στον νόμο αλλά στο ελληνικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης του 1999, ο οποίος ήταν γνωστός στις επιχειρήσεις για κάποια χρόνια. Ο συνολικός αριθμός των ερωτήσεων ήταν 54 και οδήγησαν στην εξαγωγή 37 μεταβλητών που κατηγοριοποιήθηκαν σε 5 ομάδες:

1. δικαιώματα και υποχρεώσεις επενδυτών (το κριτήριο περιλαμβάνει όλα τα σχετικά θέματα που αφορούν την ίση μεταχείριση των μετόχων όπως η αρχή για μία ψήφο ανά μία μετοχή, εμπιστευτική ψηφοφορία και απουσία άμυνας απέναντι σε εξαγορές),
2. διαφάνεια, γνωστοποίηση πληροφοριών και έλεγχος (ελέγχεται η έκταση στην οποία όλοι οι μέτοχοι είναι πλήρως ενημερωμένοι, κατά πόσο τα διεθνή λογιστικά πρότυπα εφαρμόζονται και κατά πόσο υπάρχει επαρκής έλεγχος κινδύνου. Επίσης, αναφέρεται στην επαρκή ενημέρωση για τις αποζημιώσεις των μελών της διοίκησης και για συμφωνίες που αφορούν τη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ εξωτερικών και εσωτερικών ελεγκτών).
3. διοικητικό συμβούλιο,
4. εκτελεστική διοίκηση και

---

<sup>20</sup>Xanthakis M., Tsipouri L., Spanos L. (2005), *The construction of a corporate governance rating system for a small capital market: Methodology and applications in the greek market*, working paper, University of Athens



5. αφοσίωση στους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, ο ρόλος των εμπλεκόμενων μερών και εταιρική κοινωνική ευθύνη.

Το δείγμα περιελάμβανε τις 20 μεγαλύτερες εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (FTSE/ASE 20) που αντιπροσώπευαν πάνω από το 70% της κεφαλαιοποίησης της αγοράς. Τα δεδομένα συλλέχθηκαν από τα ετήσια δελτία των ετών 2001 και 2003. Μέσα από τα δεδομένα εξήχθησαν κάποιες βαθμολογίες – ποσοστά συμμόρφωσης για κάθε μία από τις μεταβλητές για τις πέντε κατηγορίες αλλά και για την κάθε κατηγορία συνολικά. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα ποσοστά για την κάθε κατηγορία για τα έτη 2001 και 2003 ώστε να διαπιστωθεί αν υπήρξε βελτίωση στις συνθήκες εταιρικής διακυβέρνησης.

**Πίνακας 5: Αποτελέσματα έρευνας εταιρικής διακυβέρνησης ανά κατηγορία και συνολικά**

| <b>Κατηγορία εταιρικής διακυβέρνησης</b>                 | <b>2001</b> | <b>2003</b> |
|--|-------------|-------------|
| <b>1. δικαιώματα και υποχρεώσεις επενδυτών</b>           | 94,30%      | 100,00%     |
| <b>2. διαφάνεια, γνωστοποίηση πληροφοριών, έλεγχος</b>   | 80,10%      | 81,40%      |
| <b>3. διοικητικό συμβούλιο</b>                           | 67,90%      | 70,50%      |
| <b>4. εκτελεστική διοίκηση</b>                           | 81,10%      | 84,70%      |
| <b>5. αφοσίωση στους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης</b> | 56,30%      | 63,10%      |
| <b>Συνολική βαθμολογία</b>                               | 77,80%      | 81,10%      |

Πηγή: Xanthakis M., Tsipouri L., Spanos L. (2005)

Με βάση τα παραπάνω αποτελέσματα παρατηρείται μια αρκετά σημαντική βελτίωση περίπου 3,5 ποσοστιαίων μονάδων μέσα σε δύο χρόνια προτού μάλιστα τεθεί σε πλήρη εφαρμογή ο σχετικός νόμος. Σημαντικότερη είναι η βελτίωση στις σχέσεις με τους επενδυτές και μετόχους αλλά και στην αφοσίωση στους κανόνες της εταιρικής διακυβέρνησης όπου πάντως παρατηρούνται τα χαμηλότερα ποσοστά συμμόρφωσης. Οι παραπάνω ερευνητές ήταν από τους πρώτους που ασχολήθηκαν οργανωμένα με το συγκεκριμένο θέμα. Στη συνέχεια ακολούθησαν αρκετές ακόμα σχετικές έρευνες με παρόμοιες ή και διαφορετικές μεθοδολογίες, πάντα στα πρότυπα ξένων ερευνών.

Μεταγενέστερες έρευνες βάζουν στην εξίσωση και τον νόμο 3019/2002 ο οποίος μετρούσε πλέον κάποια χρόνια εφαρμογής και μπορούσαν να εξαχθούν συμπεράσματα. Μία τέτοια έρευνα έγινε από τους Φλώρου και Γαλαρνιώτη (2006)<sup>21</sup>. Εκτός από τον ελληνικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης του 1999, χρησιμοποιήθηκαν μεταβλητές τόσο από τον νόμο όσο και από βέλτιστες διεθνείς πρακτικές, όπως αποτυπώνονται στον αγγλικό κώδικα του 2000. Ο συνολικός αριθμός των μεταβλητών ήταν 50 (εκ των οποίων οι τρεις ήταν ποσοτικές) και αφορούσαν τις εξής κατηγορίες:

- ✓ διοικητικό συμβούλιο,
- ✓ εσωτερικός έλεγχος,
- ✓ εταιρικές υπηρεσίες,
- ✓ διαφάνεια και γνωστοποιήσεις,
- ✓ αποζημίωση στελεχών,
- ✓ δικαιώματα επενδυτών και
- ✓ εξωτερικός έλεγχος.

Για την εξαγωγή των συμπερασμάτων χρησιμοποιήθηκαν τα δημοσιευμένα στοιχεία των χρηματοοικονομικών καταστάσεων 274 εισηγμένων επιχειρήσεων από τις συνολικά 340 του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για το έτος 2003. Οι εταιρίες

---

<sup>21</sup>Florou A., Galarniotis A. (2006), *Benchmarking Greek corporate governance against different standards*, Corporate Governance and International Review, Vol. 15, Iss. 5, pp. 979-998

χωρίστηκαν σε τέσσερις κατηγορίες ανάλογα με το μέγεθος της κεφαλαιοποίησης, σε αυτές του FTSE-20, μεσαίας κεφαλαιοποίησης FTSE-40, μικρής κεφαλαιοποίησης FTSE -80 και οι λοιπές εταιρίες. Μερικά από τα σκορ που παρουσιάζουν ενδιαφέρον είναι τα παρακάτω και αφορούν τη συμμόρφωση με τον ελληνικό νόμο 3016/2002.

- ✓ Ο μέσος αριθμός μελών των ΔΣ ήταν 8.
- ✓ Το 53% των μελών ενέπιπταν στην κατηγορία των μη εκτελεστικών.
- ✓ Το 63% των μη εκτελεστικών ήταν ανεξάρτητα μέλη.
- ✓ Το συνολικό σκορ εταιρικής διακυβέρνησης μειώνεται όσο μειώνεται η κεφαλαιοποίηση των εταιριών.
- ✓ Η συμμόρφωση σχετικά με τον νόμο ήταν 90,1%, 43,2% συμμόρφωση με τον ελληνικό κώδικα και μόλις 24,3% με τις βέλτιστες διεθνείς πρακτικές ενώ συνολικά το σκορ συμμόρφωσης ανέρχεται στο 44,3%.
- ✓ Όσον αφορά το ΔΣ, το 77,2% των εταιριών συμμορφώνεται με τους σχετικούς κανόνες. Μάλιστα το 86,9% είχε τουλάχιστον 2 ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη.
- ✓ Το μέσο σκορ για τις εταιρικές υπηρεσίες ήταν 89,9% με όλες τις επιχειρήσεις να διαθέτουν υπηρεσία ανακοινώσεων και σχεδόν όλες τμήμα εξυπηρέτησης μετόχων.
- ✓ Το μέσο σκορ για τον εσωτερικό έλεγχο ήταν 42,9% ενώ ως γενικό σχόλιο μπορεί να ειπωθεί ότι οι περισσότερες εταιρίες δεν αναφέρουν λεπτομέρειες για το τμήμα εσωτερικού ελέγχου τους που εξηγεί το χαμηλό ποσοστό συμμόρφωσης.
- ✓ Περίπου οι μισές εταιρίες γνωστοποιούσαν τον μισθό των μη εκτελεστικών μελών τους.

Όσον αφορά τον ελληνικό κώδικα αξίζει να αναφερθούν τα παρακάτω.

- ✓ Το σκορ για το ΔΣ ήταν 68,2% με περίπου το 66% των επιχειρήσεων να διαχωρίζουν τη θέση του CEO από τον πρόεδρο και 6 στις 10 να έχουν πλειοψηφία μη εκτελεστικών μελών στα συμβούλιά τους.
- ✓ Μόλις το 2,1% των επιχειρήσεων είχε επιτροπή αποζημιώσεων.
- ✓ Το 29,3% είχε επιτροπή ελέγχου ως υποεπιτροπή του ΔΣ.
- ✓ Το μέσο σκορ για την ενότητα των δικαιωμάτων των μετόχων ήταν 57,5%.

- ✓ Μόλις το 27,7% των εταιριών γνωστοποιούσαν τις δομές της εταιρικής διακυβέρνησης κάτι που έχει εξαλειφθεί πλέον με την υποχρεωτική έκδοση της αναφοράς εταιρικής διακυβέρνησης.

Τελευταίο επίπεδο αποτελεί αυτό των βέλτιστων διεθνών πρακτικών που όπως είναι αναμενόμενο παρουσιάζει τα μικρότερα σκορ.

- ✓ Το μέσο σκορ για το ΔΣ ήταν μόλις 26,3% με το 14% των εταιριών να έχουν επιτροπή διορισμού μελών ΔΣ.
- ✓ Το 3,2% των εταιριών παρέχουν μακροπρόθεσμα σχέδια για παροχή κινήτρων στα μέλη του ΔΣ κάτι που επίσης έχει αλλάξει άρδην έκτοτε.
- ✓ Καμία επιχείρηση δεν γνωστοποίησε τις αμοιβές των εξωτερικών ελεγκτών για παροχή μη ελεγκτικών υπηρεσιών αλλά 8 στις 10 επιχειρήσεις προχωρούν σε συχνή εναλλαγή των ελεγκτών (ανά πενταετία που θεωρείται ένα ικανοποιητικό χρονικό διάστημα).

Τελευταίο στοιχείο που αξίζει να αναφερθεί είναι το σκορ συμμόρφωσης ανάλογα με την κεφαλαιοποίηση. Τα σχετικά σκορ παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα.

**Πίνακας 6: Σκορ συμμόρφωσης βάσει κεφαλαιοποίησης**

| <b>Κεφαλαιοποίηση</b> | <b>Σκορ</b> |
|-----------------------|-------------|
| <b>FTSE 20</b>        | 55,8%       |
| <b>FTSE 40</b>        | 45,1%       |
| <b>FTSE 80</b>        | 42,8%       |
| <b>Λοιπές</b>         | 41,5%       |
| <b>Σύνολο</b>         | 44,3%       |

Παρατηρείται μια σαφέστερα μεγαλύτερης συμμόρφωσης των μεγάλων επιχειρήσεων σε σχέση με τις υπόλοιπες αφού στον δείκτη FTSE 20 περιλαμβάνονταν πολυεθνικές επιχειρήσεις με έντονες εξαγωγικές τάσεις που ήταν υποχρεωμένες να ακολουθούν αυστηρότερα τους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης. Επίσης, τα ποσοστά

συμμόρφωσης είναι μεγαλύτερα για τις διατάξεις που προέρχονται από τον νόμο 3016/2002 και έπονται αυτές του ελληνικού κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης και των βέλτιστων διεθνών πρακτικών.

Μία ακόμα ενδιαφέρουσα έρευνα που έχει πραγματοποιηθεί για αρκετές χρονιές από το 2005 και έπειτα είναι αυτή του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών και της ελεγκτικής εταιρίας Grant Thornton, η οποία αποτελεί ένα πολύ καλό παράδειγμα συνεργασίας ακαδημαϊκού ιδρύματος και ιδιωτικής εταιρίας. Μέσα από την ηλεκτρονική ιστοσελίδα της εταιρίας ([www.grant-thornton.gr](http://www.grant-thornton.gr)) μπορεί κανείς να κατεβάσει έρευνες εταιρικής διακυβέρνησης για τα έτη 2005, 2006, 2007 και 2011 και να προχωρήσει σε ενδιαφέρουσες συγκρίσεις μιας και η μεθοδολογία αυτών των ερευνών δεν μεταβάλλεται σημαντικά από έτος σε έτος. Στη συνέχεια παρουσιάζονται τα βασικά συμπεράσματα των παραπάνω ερευνών.

- ✓ **Έτος 2005:** στα ερωτηματολόγια και στις συνεντεύξεις ανταποκρίθηκαν 110 επιχειρήσεις ( 53% της συνολικής κεφαλαιοποίησης). Το 96,1% των επιχειρήσεων είχαν ΔΣ με αριθμό μελών μικρότερο των 13. Το 38,5% διαχώριζαν τη θέση του Προέδρου και του CEO, ενώ μόλις το 7% είχε επιτροπή ορισμού μελών ΔΣ και το 15,5% είχε επιτροπή αμοιβών. Σχεδόν όλες οι επιχειρήσεις είχαν τουλάχιστον 2 ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη (97%). Σχεδόν οι μισές γνωστοποιούσαν τις αμοιβές των μη εκτελεστικών μελών (49,5%) και 7 στις 10 ανέφεραν τους εταιρικούς κινδύνους ξεκάθαρα στα ετήσια δελτία τους.
- ✓ **Έτος 2006:** απάντησαν 80 επιχειρήσεις που αντιπροσώπευαν το 43,4% της συνολικής κεφαλαιοποίησης. Το 97% είχαν λιγότερα από 13 μέλη στα ΔΣ τους ενώ το 42,4% διαχώριζε τις θέσεις προέδρου και CEO. Σημαντική αύξηση παρατηρείται στην ύπαρξη των δύο επιτροπών ορισμού μελών και αμοιβών αυξάνοντας τα ποσοστά συμμόρφωση στο 15,6% και 29,2% αντίστοιχα. Το 95,5% των εταιριών είχαν τουλάχιστον δύο ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη. Το 58,1% γνωστοποιούσε τις αμοιβές των μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ και το 81,3% τους εταιρικούς κινδύνους. Είναι εμφανής η αύξηση στις περισσότερες μεταβλητές μεταξύ των δύο ετών αλλά θα πρέπει να ληφθεί υπόψη το γεγονός ότι το δείγμα για το δεύτερο έτος ήταν σχετικά μικρότερο και είναι πιθανό οι επιχειρήσεις που απάντησαν να ήταν αυτές με την καλύτερη

εταιρική διακυβέρνηση, οπότε δεν μπορεί να εξαχθεί σαφές και οριστικό συμπέρασμα.

- ✓ **Έτος 2007:** σύμφωνα με τους συντάκτες της έκθεσης τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις δεν έχουν αφομοιώσει πλήρως τους κανόνες της εταιρικής διακυβέρνησης. Μόλις 2 στις 10 δηλώνουν ότι υιοθετούν πλήρως τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης και 7 στις 10 ότι τις εφαρμόζουν επαρκώς. Όμως 8 στις 10 δεν δημοσιοποιούν έκθεση συμμόρφωσης με το θεσμικό πλαίσιο όπως οριζόταν εκείνη της περιόδου. Όσον αφορά το ΔΣ, το 40% δεν διαχωρίζει τις θέσεις του Προέδρου και του Διευθύνοντος Συμβούλου ενώ στο 30% όπου δεν ταυτίζονται τα πρόσωπα προκύπτει ότι έχουν συγγενική σχέση. Σε 7 στις 10 επιχειρήσεις, τα ανεξάρτητα μέλη ικανοποιούν πλήρως τα κριτήρια ανεξαρτησίας όπως αυτά ορίζονται από τον νόμο 3016/2002. ενώ μόλις σε 4 στις 10 επιχειρήσεις τα δικαιώματα μειοψηφίας προστατεύονται ικανοποιητικά (παρατηρείται αύξηση σε σχέση με το 2005 και 2006 όπου τα ποσοστά ήταν 20% και 30% αντίστοιχα). Όσον αφορά τις αμοιβές των μελών των ΔΣ, στις περισσότερες των περιπτώσεων αυτές ορίζονται μέσω γενικής συνέλευσης, ενώ στο 70% των περιπτώσεων η αμοιβή συνδέεται άμεσα με την επίτευξη στόχων. Ένα ιδιαίτερο στοιχείο είναι ότι μόλις στις μισές εταιρίες δημοσιεύονται οι αμοιβές ξεχωριστά στο προσάρτημα παρότι προβλέπεται ρητά από το νόμο. Ο εσωτερικός έλεγχος είναι ένα ακόμα κομμάτι που εξετάζεται και προκύπτει ότι σχεδόν όλες διατηρούν ξεχωριστό τμήμα και στο 63,2% των επιχειρήσεων υπάρχει επιτροπή εσωτερικού ελέγχου.
- ✓ **Έτος 2011:** η έρευνα περιελάμβανε 45 εταιρίες μεγάλης κεφαλαιοποίησης και 192 μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης. Αποτελεί την πρώτη έρευνα που περιλαμβάνει τον νέο νόμο 3873/2010 όπου προβλέπεται η ύπαρξη κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης. Το 64% των εταιριών υιοθετούν αυτόν τον κώδικα και 31% των εταιριών εφαρμόζουν κώδικα που ανέπτυξαν οι ίδιες και ενέκρινε η επιτροπή κεφαλαιαγοράς. Στα επιμέρους, το ΔΣ των εταιριών αποτελεί κατά μέσο όρο από 11 μέλη για τις εταιρίες υψηλής κεφαλαιοποίησης και από 7 μέλη για τις μικρές και μεσαίες. Κοινό στοιχείο η περιορισμένη συμμετοχή των γυναικών σε αυτά. Τα ΔΣ περιλαμβάνουν κατά μέσο όρο 3 εκτελεστικά μέλη και 5 μη εκτελεστικά μέλη. Μόλις στο 38% των περιπτώσεων ταυτίζεται ο

ρόλος του Προέδρου και του CEO ενώ στο 76% των εταιριών ο Πρόεδρος έχει εκτελεστικές αρμοδιότητες. Ελάχιστες επιχειρήσεις έχουν συστήσεις επιτροπή ορισμού μελών ΔΣ (και οι περισσότερες από όσες το έχουν κάνει ανήκουν στις μεγάλες) ενώ παράλληλα ελάχιστες είναι οι εταιρίες που δηλώνουν ότι αξιολογούν το έργο και την αποτελεσματικότητα των μελών του ΔΣ. Όσον αφορά τον εσωτερικό έλεγχο, στη θεωρία σχεδόν όλες πληρούν τους όρους που θέτει ο νόμος αλλά με μια προσεχτική ματιά στα άτομα που τον απαρτίζουν διαπιστώνεται ότι σε πολλές περιπτώσεις δεν κατέχουν τα απαραίτητα εφόδια. Υπάρχει καθολική συμμόρφωση στα απαιτούμενα του νόμου όσον αφορά τη σύνθεση της επιτροπής ελέγχου αλλά ελάχιστες επιχειρήσεις γνωστοποιούν στο τέλος της χρήσης ποιο ήταν το έργο της μέσω της έκθεσης εταιρικής διακυβέρνησης. Οι αμοιβές των μελών παρουσιάζονται ισορροπημένες όσον αφορά τα σταθερά και μεταβλητά στοιχεία σε ποσοστό 90% αλλά μόνο στο 22% των επιχειρήσεων υπάρχει επιτροπή αμοιβών και μόλις στο 8% δημοσιεύονται οι αμοιβές των μελών του ΔΣ και μάλιστα για κάθε μέλος ξεχωριστά. Το κομμάτι που αφορά τις σχέσεις με τους μετόχους παρουσιάζει ένα ικανοποιητικό επίπεδο αφού το 89% των εταιριών διατηρούν ενεργό ιστότοπο όπου δημοσιεύουν τις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης και τις σχετικές εκθέσεις αλλά και άλλες πληροφορίες σχετικές με τη διοίκηση, το ιδιοκτησιακό καθεστώς και άλλες χρήσιμες πληροφορίες. Τέλος, σχεδόν το σύνολο των επιχειρήσεων τηρεί τα προβλεπόμενα σε σχέση με τις ανακοινώσεις, τα πρακτικά των γενικών συνελεύσεων, τις εκλογές κτλ.

Το γενικό συμπέρασμα που βγαίνει από τις 4 έρευνες της Grant Thornton είναι ότι παρότι στους περισσότερους τομείς παρουσιάζεται μια σχετική βελτίωση με την πάροδο του χρόνου, οι ελληνικές επιχειρήσεις δεν έχουν αφομοιώσει πλήρως τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης και το κυριότερο φαίνεται να το κάνουν μηχανικά και εξ ανάγκης χωρίς να αντιλαμβάνονται τη σημασία που έχουν στην καθημερινότητα της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Το βλέπουν περισσότερο ως υποχρεωτική ανάγκη παρά ως ένα βήμα προς καλύτερη διαχείριση των εταιρικών ζητημάτων. Επιπλέον, εντύπωση προκαλεί το γεγονός ότι κάποια ζητήματα, ακόμα και αν προβλέπονται από το νόμο, δεν αγγίζονται από τις επιχειρήσεις. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η

ακριβής γνωστοποίηση των αμοιβών των μελών του ΔΣ στα ετήσια δελτία γεγονός που προκαλεί ερωτηματικά σχετικά με το ύψος των αμοιβών.

Γενικά παρατηρείται τα τελευταία χρόνια μια αύξηση του ενδιαφέροντος από έλληνες ερευνητές, οι οποίοι στα χνάρια των ξένων συναδέλφων τους αποφάσισαν να εξετάσουν την εφαρμογή των κανόνων και αρχών εταιρικής διακυβέρνησης από τις ελληνικές επιχειρήσεις. Αυτό που διαπιστώνεται είναι ότι η συμμετοχή των γυναικών είναι μικρή και στις περισσότερες περιπτώσεις δεν εξετάζεται καν σε ξεχωριστό κομμάτι. Στη συνέχεια θα παρουσιαστούν ενδεικτικά κάποιες αντίστοιχες ξένες έρευνες ώστε να γίνει η σχετική σύγκριση.

### 2.3 ΜΕΛΕΤΗ ΞΕΝΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Στην ξένη βιβλιογραφία υπάρχει πληθώρα ερευνών που σχετίζονται με την έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης και εξετάζουν την εφαρμογή των αρχών της σε διάφορες χώρες, κλάδους ή και μεμονωμένες περιπτώσεις επιχειρήσεων.

Μία από τις σημαντικότερες κατά τα φαινόμενα έρευνες είναι αυτή των Paul Gompers, Joy Ishii και Andrew Metrick (2003)<sup>22</sup> οι οποίοι δημιούργησαν έναν δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης που χρησιμοποιήθηκε από αρκετούς μεταγενέστερους ερευνητές. Ο δείκτης τους περιελάμβανε δεδομένα από περίπου 1500 εταιρίες μέσα στη δεκαετία του 1990 και ονομάστηκε Governance Index. Αφορούσε τη σχέση μεταξύ μετόχων και διοικητικών στελεχών και τη σύγκρουση των συμφερόντων των δύο κατηγοριών αυτών. Οι κατηγορίες που περιελάμβανε ήταν 5 και αφορούσαν τα εξής ζητήματα:

- Προστασία διευθυντικών στελεχών (θέματα που σχετίζονταν με την αποζημίωσή τους, τον προστατευτισμό που τους χάριζαν τα συμβόλαια κτλ)
- Δικαιώματα ψήφου (αν διασφαλιζόταν η μυστική ψηφοφορία)
- Τακτικές εναντίον εχθρικών εξαγορών (αν προβλέπονταν ειδικές συνεδριάσεις και τακτικές)

---

<sup>22</sup>Gompers P., Ishii J., Metrick A. (2003), *Corporate governance and equity prices*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 118, No. 1, pp. 107-155



- Αμυντικές τακτικές κατά εξαγορών (όπως τα λεγόμενα Poisonpills<sup>23</sup> που αποτελούν σχέδια που δίνουν τη δυνατότητα στους μετόχους να αγοράσουν ή να πουλήσουν μετοχές σε έναν πιθανό αγοραστή με ιδιαίτερα ευνοϊκούς όρους για αυτούς)
- Νομοθεσία του εκάστοτε κράτους που σαφέστατα επηρεάζει σε υψηλό βαθμό τη λειτουργία μιας επιχείρησης.

Οι υψηλές τιμές του παραπάνω δείκτη αποτελούν απόδειξη ότι η θέση των μετόχων είναι δυσχερέστερη σε σχέση με αυτή των διοικούντων άρα υπάρχει πρόβλημα στη διακυβέρνηση της επιχείρησης αφού προστατεύονται τα δικαιώματα των λίγων έναντι των πολλών και πραγματικών ιδιοκτητών της επιχείρησης.

Μία ακόμα ενδιαφέρουσα έρευνα πραγματοποιήθηκε από τους Werder, Talaulicar και Kolat (2005)<sup>24</sup> και αφορούσε την εφαρμογή του αντίστοιχου γερμανικού κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης που τέθηκε σε ισχύ το 2002. Τα στοιχεία συλλέχθηκαν από τις σχετικές αναφορές που δημοσίευαν οι εισηγμένες εταιρίες του χρηματιστηρίου της Φρανκφούρτης (συγκεκριμένα 864 εξ αυτών). Στο τελικό δείγμα χρησιμοποιήθηκαν 408 αναφορές στις οποίες οι εταιρίες δήλωναν αν ακολουθούν ή όχι τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης. Κάποιες επιχειρήσεις βρίσκονταν σε μια ενδιάμεση κατάσταση αφού δήλωσαν ότι εφαρμόζαν κάποιες από τις διατάξεις του κώδικα. Όπως έδειξαν τα αποτελέσματα οι περισσότερες επιχειρήσεις βρίσκονταν σε αυτή την κατάσταση. Μόλις 20 υιοθετούσαν πλήρως τον κώδικα και 13 τον αγνοούσαν παντελώς. Ένα ακόμα συμπέρασμα, κοινό με τις αντίστοιχες ελληνικές έρευνες, είναι ότι όσο μεγαλύτερη η επιχείρηση τόσο μεγαλύτερη συμμόρφωση επιτυγχάνει με το μικρότερο κόστος συμμόρφωσης να είναι ο βασικός λόγος. Γενικά, οι γερμανικές επιχειρήσεις προσαρμόστηκαν γρήγορα στη νέα κατάσταση και, σύμφωνα με δηλώσεις των υπευθύνων, τα επόμενα χρόνια αναμενόταν ακόμα καλύτερη προσαρμογή.

Μία ευρύτερη έρευνα με πολύ μεγαλύτερο δείγμα εταιριών πραγματοποιήθηκε από τους καθηγητές Brown Lawrence και Markus Caylor του Georgia State University

---

<sup>23</sup> [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)

<sup>24</sup> Werder A., Talaulicar T., Kolat G. (2005) *Compliance with the german corporate governance code: an empirical analysis of the compliance statements by german listed companies*, Blackwell Publishing Ltd, Vol 13, No. 2

(2004)<sup>25</sup>, οι οποίοι με τη βοήθεια ενός μέτρου εταιρικής διακυβέρνησης που ονόμασαν Gov-Score, επιχείρησαν να αξιολογήσουν 2327 εταιρίες για το οικονομικό έτος 2002 με βάση πάνω από 50 μεταβλητές. Οι τιμές που έπαιρνε η κάθε μεταβλητή ήταν 0 και 1 ανάλογα αν η εκάστοτε εταιρία εφάρμοζε τον συγκεκριμένο κανόνα. Το άθροισμα των σκορ έδινε το τελικό σκορ για κάθε επιχείρηση (μέγιστο το 51, όσες και οι μεταβλητές). Το εύρος των σκορ ήταν 13-38 με μέση τιμή το 22,50. Μεγάλα σκορ συγκέντρωσαν μεταβλητές που αφορούσαν τη μη ύπαρξη σχέσεων μεταξύ των μελών της επιτροπής αποζημίωσης (98,41%), η μη ανατιμολόγηση των δικαιωμάτων αγοράς μετοχών τα τελευταία τρία έτη (95,19%) και η κατοχή μετοχών από στελέχη με θητεία που υπερβαίνει το ένα έτος (93,94%). Αντίθετα οι τρεις μεταβλητές με τα χαμηλότερα ποσοστά ήταν η ύπαρξη επίσημης πολιτικής για αλλαγή εξωτερικών ελεγκτών (0,90%), η θεώρηση των δικαιωμάτων αγοράς μετοχών ως έξοδο (7,56%) και η ύπαρξη σχεδίου υποχρεωτικής συνταξιοδότησης διευθυντικών στελεχών με το πέρας συγκεκριμένης ηλικίας.

Μία τελευταία και πιο πρόσφατη έρευνα που αξίζει να αναφερθεί μιας και επικεντρώνεται στο ΔΣ είναι η έρευνα των Adams, Hermalin και Weisbach (2010)<sup>26</sup> που αφορά το ρόλο των Διοικητικών Συμβουλίων στην εταιρική διακυβέρνηση. Ουσιαστικά αποτελεί θεωρητική έρευνα αφού δεν περιλαμβάνει εμπειρικά δεδομένα και στηρίζεται σε μια εκτεταμένη βιβλιογραφική ανασκόπηση του αντικειμένου από την πλευρά των ερευνητών. Τα δύο βασικά ερωτήματα που τους απασχόλησαν είναι τι είναι αυτό που καθορίζει τη δομή τους και τι είναι αυτό που υπαγορεύει τις δράσεις που αναλαμβάνουν. Φυσικά, τα δύο αυτά ζητήματα αλληλεπιδρούν αφού το ένα επηρεάζει το άλλο.

Το 2008 οι Wan Zanani, Shahnaz και Nurasyikin, διεξήγαγαν μελέτη, την οποία δημοσίευσαν στο επιστημονικό περιοδικό "Malaysian Accounting Review", σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση στη Μαλαισία, σε σχέση με την ποιότητα του ελέγχου των χρηματοοικονομικών καταστάσεων από τις Big 4, υιοθετώντας το οικονομετρικό μοντέλο της λογιστικής παλινδρόμησης. Έτσι λοιπόν, επέλεξαν δείγμα 655 εισηγμένων

---

<sup>25</sup>Brown L., Caylor M. (2004) *Corporate governance and firm performance*, working paper series

<sup>26</sup>Adams, R., Hermalin, B., Weisbach, M. (2010) "The role of boards of directors in corporate governance: a conceptual framework and survey", *Journal Of Economic Literature* 2010, 18:1, pp 58-107

Μαλαισιανών εταιρειών με έτος αναφοράς το 2003. Τα αποτελέσματα της μελέτης τους κατέδειξαν ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. και της επιλογής μίας από τις Big 4 μεγαλύτερες ορκωτικές εταιρείες στον κόσμο.

Επίσης το 2008, σε άρθρο του ο Hsin-Hung Chen στο περιοδικό "Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies", ανέλυσε τη σχέση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης με τη χρηματοοικονομική κρίση των εισηγμένων εταιρειών, στην Ταϊβάν. Ο Chen επέλεξε τυχαία δείγμα 23 εισηγμένων Ταϊβανέζικων εταιρειών με βάση το έτος 2006, και μέσω του μοντέλου λογιστικής παλινδρόμησης απέδειξε ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ της σύνθεσης του Δ.Σ. και της χρηματοοικονομικής κρίσης των Ταϊβανέζικων εισηγμένων εταιρειών.

Το 2009, οι J. Cai, J.L. Garner and R.A. Walking, σύμφωνα με το δημοσιευμένο άρθρο τους στο επιστημονικό περιοδικό "The Journal of Finance", μελέτησαν το κατά πόσο η εταιρική διακυβέρνηση στην Αμερική έχει σχέση με το φύλο των μελών και προέδρου του Δ.Σ. Για το λόγο αυτό επέλεξαν τυχαία δείγμα 917 εκλογών Δ.Σ. με περίοδο αναφοράς από το 2003 έως το 2005. Η εν λόγω έρευνα τους απέδειξε, μέσω της εφαρμογής λογιστικής παλινδρόμησης, ότι οι γυναίκες προτιμούνται περισσότερο από τους άνδρες για την εκλογή τους στο Δ.Σ. Επίσης αποδείχθηκε ότι αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι γυναίκες παρευρίσκονται τουλάχιστον περισσότερο κατά 75% στις συνεδριάσεις του Δ.Σ. σε σχέση με τους άνδρες, οι οποίοι αποδεικνύονται ότι είναι λιγότερο αποτελεσματικοί στο έργο τους.

Το ίδιο έτος, σε ηλεκτρονικό άρθρο του στο επιστημονικό περιοδικό "Management Online Review", ο Δρ. Mijntje Rovers, πραγματεύεται τη σχέση της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ολλανδία, με την παρουσία του γυναικείου φύλου στη σύνθεση του Δ.Σ., εφαρμόζοντας το οικονομετρικό μοντέλο της λογιστικής παλινδρόμησης. Ο Δρ. Rovers επέλεξε τυχαία δείγμα 122 εισηγμένων Ολλανδικών εταιρειών με έτος αναφοράς το 2008. Δια της εν προκειμένω μελέτης του, αποδείχθηκε ότι το μέγεθος της εταιρείας, το μέγεθος του Δ.Σ., ο βιομηχανικός κλάδος, και η εμπορική εξωστρέφεια της εταιρείας αποτελούν στατιστικά σημαντικούς παράγοντες στην επιλογή του γυναικείου φύλου έναντι του ανδρικού στο Δ.Σ. .

Οι Hoje J. και M. A. Harjoto, το 2011, σε δημοσιευμένο άρθρο τους στο "Journal of Business Ethics", διεξήγαγαν έρευνα για τη συσχέτιση της εταιρικής

διακυβέρνηση με την εταιρική κοινωνική ευθύνη στην Αμερική . Η ποσοτική ανάλυση τους στηρίχθηκε στο οικονομετρικό μοντέλο της λογιστικής παλινδρόμησης, και επέλεξαν τυχαία 12.527 αμερικάνικων εταιρειών με περίοδο βάσης 1993-2004. Μέσω της έρευνάς τους, κατέδειξαν ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης και δη της γυναικειάς, στην εταιρική κοινωνική ευθύνη και στην αύξηση της εταιρικής αξίας προς το εξωτερικό της περιβάλλον.

Επίσης το 2011, οι B. Srinidhi, F. A. Gul και J. Tsui, θέλοντας να διερευνήσουν τη σχέση μεταξύ της γυναικειάς εταιρικής διακυβέρνησης και των ποιοτικών εταιρικών κερδών, υποστήριξαν ότι τα ποιοτικά κέρδη μιας εταιρείας αυξάνονται στατιστικά σημαντικά όταν αυξάνεται η συμμετοχή των γυναικών στη σύνθεση του Δ.Σ. ακόμη και όταν αφορά τη θέση του Διευθύνοντος Συμβούλου ή Προέδρου του Δ.Σ.. Το συμπέρασμα τους αυτό, το οποίο αναφέρεται στη δημοσιευμένη έρευνα τους στο επιστημονικό περιοδικό "Contemporary Accounting Research", βασίστηκε στο οικονομετρικό υπόδειγμα της λογιστικής παλινδρόμησης, και αφορούσε τυχαίο δείγμα 13.848 αμερικανικών εταιρειών με περίοδο βάσης 2001-2007.

O P. Dunn το 2012, σε άρθρο του στο "Journal of Management & Governance", υποστήριξε ότι η επιλογή του γυναικείου φύλου έναντι του ανδρικού στο Δ.Σ. , επιφέρει στατιστικά σημαντική πρόσοδο στην εταιρεία, γιατί οι γυναίκες έναντι των ανδρών επιδεικνύουν ιδιαίτερες γνώσεις και δεξιότητες καθώς και χρήσιμες εξειδικευμένες γνώσεις σε χρηματοοικονομικά και νομικά θέματα. Για την εν λόγω μελέτη του, έλαβε τυχαία δείγμα 193 Καναδικών εταιρειών με περίοδο αναφοράς το 1994-2004, και εφάρμοσε λογιστική παλινδρόμηση, ώστε να ελέγξει και να μετρήσει, εάν και κατά πόσο, υπάρχει γυναικεία εταιρική διακυβέρνηση στον Καναδά.

Επίσης, το 2012, οι L. J. Abbott, S. Parker και T. J. Presley, μελέτησαν κατά πόσο συσχετίζονται η γυναικεία εταιρική διακυβέρνηση και η ορθότητα - ακρίβεια πληροφοριών που αντλούνται από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Κατά συνέπεια, επέλεξαν τυχαία δείγμα 278 αναδημοσιευμένων (λόγω ανακρίβειας) τριμηνιαίων χρηματοοικονομικών καταστάσεων, από αμερικάνικες εταιρείες με περίοδο αναφοράς 1997-2002. Έτσι λοιπόν, μέσω λογιστικής παλινδρόμησης, απέδειξαν ότι όσο αυξάνεται η γυναικεία παρουσία στη σύνθεση του Δ.Σ. και μάλιστα όσον αφορά τις θέσεις Διευθύνοντα Συμβούλου και Προέδρου του Δ.Σ. , τόσο μειώνεται η πιθανότητα οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις της εταιρείας να

απορριφθούν κατά τον έλεγχο και να κριθούν για αναδημοσίευση λόγω ανακρίβειας στοιχείων. Η εν λόγω μελέτη τους δημοσιεύτηκε στο επιστημονικό περιοδικό "Accounting Horizons - A Quarterly Journal of the American Accounting Association", το ίδιο έτος.

Επιπλέον, οι B. Francis, I. Hasan και L. Song, το 2012 δημοσίευσαν στο περιοδικό "The Journal of Financial Research" την έρευνα τους σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση σε αναδυόμενες αγορές εξωτερικού. Για το σκοπό αυτό εφάρμοσαν λογιστική παλινδρόμηση σε τυχαίο δείγμα 495 εταιρείες από 25 χώρες με έτος αναφοράς το 2000. Από την ανάλυσή τους προέκυψε ότι το επίπεδο της εταιρικής διακυβέρνησης - σύνθεση του Δ.Σ., σχετίζεται στατιστικά σημαντικά με την επιχειρηματική εξωστρέφεια προς τις αναδυόμενες αγορές. Πιο συγκεκριμένα, αποδείχθηκε ότι όσο μεγαλύτερο είναι το επίπεδο αυτό τόσο αυξάνονται οι δανειακές συμβάσεις της εταιρείας με την τράπεζα ώστε να χρηματοδοτηθεί η νέα της προσπάθεια για να διεισδύσει στις αναδυόμενες αγορές.

Ακόμη την ίδια χρονιά, οι Huang, Green, και Lee μελέτησαν τη σχέση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης και της ποιότητας των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Η εν λόγω μελέτη τους, δημοσιεύτηκε στο περιοδικό "Accounting Horizons - A Quarterly Journal of the American Accounting Association". Οι προαναφερθέντες ερευνητές χρησιμοποίησαν λογιστική παλινδρόμηση σε τυχαίο δείγμα 3.413 εταιρειών με περίοδο αναφοράς 2005-2008. Η ανάλυση τους απέδειξε ότι οι γυναίκες στη θέση του Διευθύνοντα Συμβούλου επιφέρουν μεγαλύτερη ποιότητα στη σύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των εταιρειών, και όσο πιο νέα είναι η γυναίκα τόσο μειώνεται η πιθανότητα να απορριφθούν από τους ορκωτούς ελεγκτές οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις λόγω ανακρίβειας στοιχείων, και να ανασυνταχθεί η εν λόγω κατάσταση.

Στο επιστημονικό περιοδικό "BEH - Business and Economic Horizons" επίσης την ίδια χρονιά, δημοσιεύτηκε το άρθρο των S. Önder και H. Ergin σχετικά με τη σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και επιχειρηματικού κινδύνου στην Τουρκία. Οι εν προκειμένω εκπονητές εφάρμοσαν λογιστική παλινδρόμηση σε τυχαίο δείγμα 50 εισηγμένων Τουρκικών εταιρειών, του χρηματοοικονομικού κλάδου, με έτος αναφοράς το 2007. Από τη μελέτη τους αποδείχτηκε ότι η απασχόληση του διευθυντικού

στελέχους στη διαχείριση επιχειρηματικού κινδύνου της εταιρείας, διαδραματίζει στατιστικά σημαντικό ρόλο στην αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση.

Ακόμη, το 2012, στο επιστημονικό περιοδικό "International Journal of Business, Marketing, and Decision Sciences", οι B. Naik και S. Ragothaman δημοσίευσαν το άρθρο τους, το οποίο πραγματεύονταν τη σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και χρηματοοικονομικής απόδοσης της εταιρείας. Οι B. Naik και S. Ragothaman εφάρμοσαν δύο διαφορετικά μοντέλα οικονομετρικής ανάλυσης, δηλ. της λογιστικής παλινδρόμηση και της πολλαπλής διακριτής ανάλυσης, και τέλος ένα μοντέλο της εφαρμοσμένης πληροφορικής, και πιο συγκεκριμένα το μοντέλο των νευρωνικών δικτύων. Σε τυχαίο δείγμα 81 εταιρειών που επέλεξαν από τον χρηματοοικονομικό κλάδο, με έτος αναφοράς το 2009, απέδειξαν ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική σχέση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης και της χρηματοοικονομικής απόδοσης της εταιρείας.

Οι Cheng και Leung, επίσης το 2012, δημοσίευσαν τη μελέτη που εκπόνησαν σχετικά με τη συσχέτιση του Προέδρου του Δ.Σ., βάση δημογραφικών κριτηρίων, με :

- α) την επιλογή του κατάλληλου ορκωτού ελεγκτή, και
- β) τα ποιοτικά κέρδη της εταιρείας, στην Κίνα, στο περιοδικό "Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies".

Επέλεξαν τυχαία δείγμα από 3.881 εισηγμένες εταιρείες στο χρηματιστήριο της Σαγκάης, με περίοδο αναφοράς το 2001-2005, εφαρμόζοντας λογιστική παλινδρόμηση. Από το δείγμα αυτό, οι πρόεδροι των 3.112 εταιρειών ήταν κάτοχοι επαγγελματικών και ακαδημαϊκών τίτλων, από αυτές τις 3.112, μόνο οι 164 ήταν γυναίκες Πρόεδροι του Δ.Σ. και κάτοχοι τίτλου τριτοβάθμιας εκπαίδευσης. Τελικά από την έρευνά τους, αποδείχτηκε ότι είναι στατιστικά σημαντικό, ότι η γυναίκα Πρόεδρος του Δ.Σ., μεγαλύτερης ηλικίας, με ακαδημαϊκά προσόντα, με εμπειρία, εργάζεται περισσότερες ώρες από τον άνδρα Πρόεδρο, επιλέγει ορκωτούς ελεγκτές με απαιτητικά-ποιοτικά κριτήρια, και επιφέρει θετικές προβλεπόμενες χρηματοροές στην εταιρεία και μεγαλύτερα μελλοντικά ποιοτικά κέρδη.

Επιπροσθέτως, το 2012, οι Boivie, Graffin και Pollock, στο δημοσιευμένο άρθρο τους στο περιοδικό "Academy of Management Journal", αναλύουν τους παράγοντες που επηρεάζουν την απομάκρυνση μέλους ή Προέδρου ή Διευθύνοντα Συμβούλου του Δ.Σ. από την αντίστοιχη θέση του, όταν αμαυρώνεται το κύρος

μεγάλης εταιρείας, στην Αμερική, βάσει της υιοθέτησης του οικονομετρικού μοντέλου της λογιστικής παλινδρόμησης. Επιλέγουν τυχαία δείγμα 2.226 διευθυντών από αμερικάνικες Α.Ε. , με περίοδο αναφοράς το 1996-2003. Οι Boivie, Graffin και Pollock , καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η απομάκρυνση διευθυντή από τη θέση του είναι στατιστικά ασήμαντη για το εάν είναι άνδρας ή γυναίκα όταν μειώνεται το κύρος της ανώνυμης εταιρείας, λόγω του ότι μειώνονται τα κίνητρα που δίνει η εταιρεία σ' αυτόν/ην τον/τη διευθυντή/ρια.

Στο επιστημονικό περιοδικό "Canadian Journal of Administrative Sciences" δημοσίευσαν την ίδια χρονιά, οι Hussainey και Al-Najjar, τη μελέτη τους σχετικά με τη λειτουργία - μηχανισμό των προσδιοριστικών παραγόντων της διαχείρισης κινδύνου και μετοχών στην εταιρική διακυβέρνηση. Επιλέγουν τυχαία δείγμα 250 βρετανικών εισηγμένων εταιρειών , με περίοδο αναφοράς το 2003-2009, και εφαρμόζουν λογιστική παλινδρόμηση. Οι Hussainey και Al-Najjar αποδεικνύουν ότι η ανεξαρτησία του Δ.Σ., και όχι το μέγεθος του Δ.Σ., καθώς και η διαχείριση της ιδιοκτησίας και το θεσμικό πλαίσιο της ιδιοκτησίας, αποτελούν στατιστικά σημαντικούς παράγοντες άσκησης ποιοτικότερης εταιρικής διακυβέρνησης.

Το 2013 οι Zhang, Zhu και Ding, εκπονούν και δημοσιεύουν μελέτη όσον αφορά τη σχέση της σύνθεσης Δ.Σ. και εταιρικής κοινωνικής ευθύνης, από το 2002 και έπειτα , δηλ. μετά τη θεσμοθέτηση της Sarbanes-Oxley Πράξης. Η εν λόγω μελέτη τους δημοσιεύτηκε στο επιστημονικό περιοδικό "Journal of Business Ethics". Επέλεξαν λοιπόν, τυχαία δείγμα 516 αμερικάνικων εισηγμένων εταιρειών από 64 διαφορετικούς βιομηχανικούς κλάδους βάσει της κατάταξης των μεγαλύτερων αμερικάνικων εταιρειών του περιοδικού "FORTUNE", με περίοδο αναφοράς το 2007-2008, χρησιμοποιώντας λογιστική παλινδρόμηση. Οι Zhang, Zhu και Ding αποδεικνύουν και συμπεραίνουν ότι η συμμετοχή των γυναικών σε διευθυντικές θέσεις εντός του Δ.Σ. , αυξάνουν σημαντικά από απόψεως στατιστικής ανάλυσης και εκτίμησης, την εταιρική κοινωνική ευθύνη.

Επιπλέον, η σχέση της εταιρικής διακυβέρνησης με την ιδιοκτησία και την απόδοση της εταιρείας πριν και μετά, από το 2002, δηλ. πριν και μετά τη θεσμοθέτηση της Sarbanes-Oxley Πράξης, μελετήθηκε επίσης το 2013, από τους S. Bhagat και B. Bolton, των οποίων η αντίστοιχη μελέτη τους δημοσιεύτηκε στο περιοδικό "Journal of

Financial and Quantitative Analysis". Επιλέγοντας τυχαία δείγμα πάνω από 13.000 μεγάλες αμερικάνικες εταιρείες, με περίοδο αναφοράς το 1998-2007, εφάρμοσαν λογιστική παλινδρόμηση. Βάσει του άρθρου τους , αποδείχτηκε ότι η ιδιοκτησιακή ανεξαρτησία του Δ.Σ. και η διαχειριστική απόδοση επηρεάζουν στατιστικά σημαντικά την εταιρική διακυβέρνηση, και μάλιστα την επηρεάζουν θετικά από το 2003 και έπειτα.

Το ίδιο έτος επιπλέον, οι Gul, Hutchinson και Lai, βάσει δημοσιευμένου άρθρου τους στο περιοδικό "Accounting Horizons - A Quarterly Journal of the American Accounting Association" αναλύουν τη σχέση του παράγοντα "φύλου" στο Δ.Σ. με τις προβλέψεις κερδών της εταιρείας, εφαρμόζοντας λογιστική παλινδρόμηση. Για το σκοπό της έρευνας τους, επιλέγουν τυχαία δείγμα από 2.200 εισηγμένες αμερικάνικες εταιρείες, με περίοδο αναφοράς το 2001-2007. Οι προαναφερόμενοι επιστήμονες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική επίδραση-σχέση μεταξύ του φύλου των μελών του Δ.Σ. και της διαφάνειας και ακρίβειας της σύνταξης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων καθώς και των ποιοτικών και προβλεπομένων κερδών της εταιρείας. Πιο συγκεκριμένα αποδεικνύουν ότι όταν στο Δ.Σ. συμμετέχουν τουλάχιστον δύο γυναίκες , τότε αυξάνονται τα ποιοτικά κέρδη της εταιρείας και κατά συνέπεια και τα ποσοτικά κέρδη της.

Επίσης το 2013, οι διαπροσωπικές σχέσεις των Διευθυνόντων Συμβούλων με τα ανώτερα διοικητικά στελέχη, αναλύθηκαν από τους Hilger, Richter και Schäffer. Σύμφωνα με το δημοσιευμένο άρθρο τους στο επιστημονικό περιοδικό "BuR - Business Research", επέλεξαν τυχαία δείγμα από 916 εισηγμένες γερμανικές εταιρείες , με περίοδο αναφοράς το 1998-2006, χρησιμοποιώντας λογιστική παλινδρόμηση. Οι εν λόγω ερευνητές καταδεικνύουν ότι, οι διαπροσωπικές σχέσεις του Διευθύνοντος Συμβούλου με τα ανώτερα διοικητικά στελέχη της εταιρείας, δεν επηρεάζονται από το φύλο του, και δεν επηρεάζουν την άσκηση εταιρικής διακυβέρνησης.

Τέλος, το ίδιο έτος, οι Dam και Scholtens, σύμφωνα με το άρθρο τους στο περιοδικό "Journal of Business Ethics", αναφέρονται στη σχέση μεταξύ συγκέντρωσης μετοχικών τίτλων ιδιοκτησίας και εταιρικής κοινωνικής ευθύνης στις ευρωπαϊκές πολυεθνικές εταιρείες. Οι εν προκειμένω μελετητές, εφαρμόζουν παλινδρόμηση στην ποσοτική ανάλυσή τους. Γι' αυτό επιλέγουν δείγμα από 691 εταιρείες από 35 διαφορετικούς βιομηχανικούς κλάδους , με έτος αναφοράς το 2005. Η έρευνα τους



έδειξε ότι τελικά υπάρχει στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ του παράγοντα του μεγέθους των μετόχων που συμμετέχουν στο Δ.Σ. της εταιρείας , ανεξαρτήτως φύλου , και της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης.

Παρακάτω παρατίθεται σχετικός πίνακας με ένα μέρος της εμπειρικής βιβλιογραφίας σχετικά με την επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στην εταιρική αξία.

### Πίνακας 7: Αρθρογραφική Ανασκόπηση

| A/A | Authors and country   | Title   | Research Subject   | Method analysis        | Main results  |
|-----|---|---|--|------------------------|---|
| 1   | 1)Wan Zanani Wan Abdullah,<br>2)Shahnaz Ismail,<br>3)Nurasyikin Jamaluddin,<br>Faculty of Management and<br>Economics<br>Universiti Malaysia Terengganu,<br>Malaysia (2008) | THE IMPACT OF BOARD<br>COMPOSITION,<br>OWNERSHIP AND<br>CEO DUALITY ON<br>AUDIT QUALITY:<br>THE MALAYSIAN<br>EVIDENCE | Η Εταιρική Διακυβέρνηση<br>στη Μαλαισία σε σχέση με<br>την ποιότητα του ελέγχου των<br>χρηματοοικονομικών<br>καταστάσεων από τις Big 4 | Λογιστική Παλινδρόμηση | Επιλέχθηκε δείγμα 655 εισηγμένων Μαλαισιανών<br>εταιρειών με έτος αναφοράς το 2003. Υπάρχει στατιστικά<br>σημαντική σχέση μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών του<br>Δ.Σ. και της επιλογής μίας από τις Big 4 μεγαλύτερες<br>ορκωτικές εταιρείες στον κόσμο.   |
| 2   | Hsin-Hung Chen<br>Department of Business<br>Administration<br>Cheng Shiu University, Taiwan<br>(2008)   | The Timescale Effects of<br>Corporate Governance<br>Measure on Predicting<br>Financial Distress                       | Η Εταιρική Διακυβέρνηση<br>στην Ταϊβάν σε σχέση με τη<br>χρηματοοικονομική κρίση<br>των εισηγμένων εταιρειών                           | Λογιστική Παλινδρόμηση | Επιλέχθηκε δείγμα 23 εισηγμένων Ταϊβανέζικων<br>εταιρειών με έτος αναφοράς το 2006. Υπάρχει στατιστικά<br>σημαντική σχέση μεταξύ της σύνθεσης του Δ.Σ. και της<br>χρηματοοικονομικής κρίσης των Ταϊβανέζικων<br>εισηγμένων εταιρειών.   |
| 3   | 1)JIE CAI,<br>2)JACQUELINE L. GARNER,<br>3) RALPH A. WALKLING,<br>Drexel University, Philadelphia ,<br>USA (2009)   | Electing Directors  | Η Εταιρική Διακυβέρνηση<br>στην Αμερική σε σχέση με το<br>φύλο των μελών και<br>προέδρου του Δ.Σ.                                      | Λογιστική Παλινδρόμηση | Επιλέχθηκε δείγμα 917 εκλογών με περίοδο αναφοράς από<br>το 2003 έως το 2005. Οι γυναίκες προτιμούνται<br>περισσότερο από τους άνδρες να εκλέγονται στο Δ.Σ. γιατί<br>αποδεικνύεται ότι παρευρίσκονται τουλάχιστον<br>περισσότερο κατά 75% στις συνεδριάσεις του Δ.Σ. σε<br>σχέση με τους άνδρες, οι οποίοι αποδεικνύονται ότι είναι<br>λιγότερο αποτελεσματικοί στο έργο τους. |

|   |  |  |   |                        |   |
|---|--|--|---|------------------------|---|
| 4 | 1) Dr. Mijntje Lückerath-Rovers, Erasmus University Rotterdam, Netherlands (2009)  | FEMALE DIRECTORS ON CORPORATE BOARDS PROVIDE LEGITIMACY TO A COMPANY.<br>A resource dependency perspective | Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ολλανδία σε σχέση με τη παρουσία του γυναικείου φύλου στη σύνθεση του Δ.Σ. | Λογιστική Παλινδρόμηση | Επιλέχθηκε δείγμα 122 εισηγμένων Ολλανδικών εταιρειών με έτος αναφοράς το 2008. Το μέγεθος της εταιρείας, το μέγεθος του Δ.Σ., ο βιομηχανικός κλάδος, και η εμπορική εξωστρέφεια της εταιρείας αποτελούν στατιστικά σημαντικούς παράγοντες στην επιλογή του γυναικείου φύλου έναντι του ανδρικού στο Δ.Σ. Όσο αυξάνονται αυτοί παράγοντες τόσο αυξάνεται η ενίσχυση της γυναικείας συμμετοχής έναντι της ανδρικής, στο Δ.Σ. . |
| 5 | Paul Dunn,<br>5 October 2010<br>Springer Science+Business Media  | Breaking the boardroom gender barrier: the human capital of female corporate directors                     | Η γυναικεία Εταιρική Διακυβέρνηση στον Καναδά   | Λογιστική Παλινδρόμηση | Επιλέχθηκε δείγμα 193 Καναδικών εταιρειών με περίοδο αναφοράς το 1994-2004. Η επιλογή του γυναικείου φύλου έναντι του ανδρικού στο Δ.Σ. , επιφέρει στατιστικά σημαντική πρόσοδο στην εταιρεία , γιατί οι γυναίκες έναντι των ανδρών επιδεικνύουν ιδιαίτερες γνώσεις και δεξιότητες καθώς και χρήσιμες εξειδικευμένες γνώσεις σε χρηματοοικονομικά και νομικά θέματα   |
| 6 | 1) Hoje Jo , Santa Carla University, Leavey School of Business,<br>2) Maretno A. Harjoto, Pepperdine University, Graziadio School of Business and Management, USA (2011) | Corporate Governance and Firm Value:<br>The Impact of Corporate Social Responsibility                      | Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Αμερική σε σχέση με τη εταιρική κοινωνική ευθύνη.                          | Λογιστική Παλινδρόμηση | Επιλέχθηκε δείγμα από 12.527 εταιρείες με περίοδο αναφοράς 1993-2004. Υπάρχει στατιστικά σημαντική επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης και δη της γυναικείας, στην εταιρική κοινωνική ευθύνη και στην αύξηση της εταιρικής αξίας προς το εξωτερικό περιβάλλον της εταιρείας.   |

|   |  |   |  |                               |   |
|---|--|---|--|-------------------------------|---|
| 7 | <p>1)BIN SRINIDHI, City University of Hong Kong<br/> 2)FERDINAND A. GUL, Monash University at Sunway Campus<br/> 3)JUDY TSUI, The Hong Kong Polytechnic University</p>   | <p>Female Directors and Earnings Quality</p>  | <p>Η γυναικεία εταιρική διακυβέρνηση και τα ποιοτικά εταιρικά κέρδη</p>  | <p>Λογιστική Παλινδρόμηση</p> | <p>Επιλέχθηκε δείγμα από 13.848 αμερικάνικες εταιρείες με περίοδο αναφοράς 2001-2007. Τα ποιοτικά κέρδη της εταιρείας αυξάνονται στατιστικά σημαντικά όταν αυξάνεται η συμμετοχή των γυναικών στη σύνθεση του Δ.Σ. ακόμη και όταν αφορά τη θέση του Διευθύνοντος Συμβούλου ή Προέδρου του Δ.Σ. .</p>  |
| 8 | <p>1)Lawrence J. Abbott, 2)Susan Parker, 3)Theresa J. Presley, American Accounting Association , USA Accounting Horizons , Vol. 26, No. 4 , pp. 607–629, (2012)</p>  | <p>Female Board Presence and the Likelihood of Financial Restatement</p>  | <p>Η γυναικεία εταιρική διακυβέρνηση και η ορθότητα - ακρίβεια πληροφοριών που αντλούνται από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις</p> | <p>Λογιστική Παλινδρόμηση</p> | <p>Επιλέχθηκε δείγμα 278 αναδημοσιευμένων (λόγω ανακρίβειας) τριμηνιαίων χρηματοοικονομικών καταστάσεων, από αμερικάνικες εταιρείες με περίοδο αναφοράς 1997-2002. Όσο αυξάνεται η γυναικεία παρουσία στη σύνθεση του Δ.Σ. και μάλιστα όσο αφορά τις θέσεις Διευθύνοντα Συμβούλου και Προέδρου του Δ.Σ. , τόσο μειώνεται η πιθανότητα οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις της εταιρείας να απορριφθούν κατά τον έλεγχο και να κριθούν για αναδημοσίευση λόγω ανακρίβειας στοιχείων.</p>   |
| 9 | <p>1)Bill Francis Rensselaer Polytechnic Institute<br/> 2)Iftexhar Hasan Fordham University and Bank of Finland<br/> 3)Liang Song Michigan Technological University<br/> The Journal of Financial Research, Vol. XXXV, No. 3, Pages 343–374 , USA (2012)</p> | <p>ARE FIRM- AND COUNTRY-SPECIFIC GOVERNANCE SUBSTITUTES? EVIDENCE FROM FINANCIAL CONTRACTS IN EMERGING MARKETS</p> | <p>Η εταιρική διακυβέρνηση σε αναδυόμενες αγορές εξωτερικού</p>  | <p>Λογιστική Παλινδρόμηση</p> | <p>Επιλέχθηκε δείγμα 495 εταιρείες από 25 χώρες με έτος αναφοράς το 2000. Το επίπεδο της εταιρικής διακυβέρνησης (το οποίο θεωρείται δεδομένο εκ των προτέρων ότι σχετίζεται: 1) με την ανεξαρτησία των μελών του Δ.Σ. από τη συμμετοχή τους στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας, καθώς και με 2) το μέγεθος της ευθύνης των μελών του Δ.Σ. ) - σύνθεση του Δ.Σ., σχετίζεται στατιστικά σημαντικά με την επιχειρηματική εξωστρέφεια προς τις αναδυόμενες αγορές . Όσο μεγαλύτερο είναι το επίπεδο αυτό τόσο αυξάνονται οι δανειακές συμβάσεις της με την τράπεζα ώστε να χρηματοδοτηθεί η νέα της προσπάθεια για να διεισδύσει στις αναδυόμενες αγορές.</p> |

|    |  |  |   |   |   |
|----|--|--|---|---|---|
| 10 | 1)Hua-Wei Huang, 2)Ena Rose-Green, 3)Chih-Chen Lee, Accounting Horizons, Vol. 26, No. 4, pp. 725–740, 2012 , USA.  | CEO Age and Financial Reporting Quality  | Η εταιρική διακυβέρνηση και η ποιότητα των χρηματοοικονομικών καταστάσεων   | Λογιστική Παλινδρόμηση  | Επιλέχθηκε δείγμα 3.413 εταιρείες με περίοδο αναφοράς το 2005-2008. Οι γυναίκες στη θέση του Διευθύνοντα Συμβούλου επιφέρουν μεγαλύτερη ποιότητα στη σύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, και όσο πιο νέα είναι τόσο μειώνεται η πιθανότητα να απορριφθούν από τους ορκωτούς ελεγκτές οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις λόγω ανακρίβειας στοιχείων, και να ανασυνταχθούν η εν λόγω καταστάσεις.  |
| 11 | 1)Serife Önder, 2)Hüseyin Ergin, Business and Economic Horizons Volume 7   Issue 1   June 2012  pp. 19-26, Czech Republic  | Determiners of enterprise risk management applications in Turkey: An empirical study with logistic regression model on the companies included in ISE (Istanbul Stock Exchange) | Η σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και του επιχειρηματικού κινδύνου στην Τουρκία  | Λογιστική Παλινδρόμηση  | Επιλέχθηκε δείγμα από 50 εισηγμένες Τούρκικες εταιρείες, του χρηματοοικονομικού κλάδου, με έτος αναφοράς το 2007. Η απασχόληση του διευθυντικού στελέχους για τη διαχείριση επιχειρηματικού κινδύνου της εταιρείας διαδραματίζει στατιστικά σημαντικό ρόλο στην αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση.   |
| 12 | 1)Bijayananda Naik 2)Srinivasan Ragothaman The University of South Dakota, USA, 2012   | MODELING CORPORATE GOVERNANCE RATINGS: A COMPARATFVE STUDY   | Η σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και χρηματοοικονομικής απόδοσης της εταιρείας  | 1)Λογιστική Παλινδρόμηση, 2)Πολλαπλή Διακριτή Ανάλυση, 3)Νευρωνικά Δίκτυα | Επιλέχθηκε δείγμα από 81 εταιρείες, του χρηματοοικονομικού κλάδου, με έτος αναφοράς το 2009. Υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική σχέση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης και της χρηματοοικονομικής απόδοσης της εταιρείας.  |
| 13 | 1)Louis T. W. Cheng, School of Accounting and Finance, Hong Kong Polytechnic University, 2)T. Y. Leung, Department of Accountancy City University of Hong Kong . Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies Vol. 15, No. 2 (2012), Singapore | The Effects of Management Demography on Auditor Choice and Earnings Quality: Evidence from China   | Η σχέση της του Προέδρου του Δ.Σ., βάσει δημογραφικών κριτηρίων, με :<br>1)την επιλογή του κατάλληλου ορκωτού ελεγκτή, και<br>2)τα ποιοτικά κέρδη της εταιρείας, στην Κίνα. | Λογιστική Παλινδρόμηση  | Επιλέχθηκε δείγμα από 3.881 εισηγμένες εταιρείες στο χρηματιστήριο της Σαγκάης, με περίοδο αναφοράς το 2001-2005. Από το δείγμα, οι πρόεδροι των 3.112 εταιρειών ήταν κάτοχοι επαγγελματικών και ακαδημαϊκών τίτλων, από αυτές τις 3.112, μόνο οι 164 ήταν γυναίκες Πρόεδροι του Δ.Σ. και κάτοχοι τίτλου τριτοβάθμιας εκπαίδευσης. Αποδείχθηκε, στατιστικά σημαντικό, ότι η γυναίκα Πρόεδρος του Δ.Σ. , μεγαλύτερης ηλικίας, με ακαδημαϊκά προσόντα , με εμπειρία, εργάζεται περισσότερες ώρες από τον άνδρα Πρόεδρο , επιλέγει ορκωτούς ελεγκτές με απαιτητικά-ποιοτικά κριτήρια, και επιφέρει θετικές προβλεπόμενες χρηματοροές στην εταιρεία και μεγαλύτερα μελλοντικά ποιοτικά κέρδη. |

|    |  |   |   |                               |  |
|----|--|---|---|-------------------------------|--|
| 14 | <p>1)STEVEN BOIVIE<br/>University of Arizona<br/>2)SCOTT D. GRAFFIN<br/>University of Georgia<br/>3)TIMOTHY G. POLLOCK<br/>The Pennsylvania State University,<br/>Academy of Management Journal<br/>2012. Vol. 55, No. 6. 1334-1359</p>              | <p>TIME FOR ME TO FLY:<br/>PREDICTING DIRECTOR<br/>EXIT AT LARGE FIRMS</p>  | <p>Η παράγοντες που επηρεάζουν την απομάκρυνση μέλους ή Προέδρου ή Διευθύνοντα Συμβούλου του Δ.Σ. από την αντίστοιχη θέση του, όταν αμαυρώνεται το κύρος μεγάλης εταιρείας, στην Αμερική.</p> | <p>Λογιστική Παλινδρόμηση</p> | <p>Επιλέχθηκε δείγμα 2.226 διευθυντών από αμερικάνικες Α.Ε. , με περίοδο αναφοράς το 1996-2003. Η απομάκρυνση διευθυντή από τη θέση του είναι στατιστικά ασήμαντη για το εάν είναι άνδρας ή γυναίκα όταν μειώνεται το κύρος της ανώνυμης εταιρείας λόγω του ότι μειώνει τα κίνητρα που δίνει σ' αυτόν τον διευθυντή.</p>   |
| 15 | <p>1)Khaled Hussainey<br/>University of Stirling,<br/>2)Basil Al-Najjar<br/>Birkbeck, University of London,<br/>Canadian Journal of Administrative<br/>Sciences<br/>Revue canadienne des sciences de<br/>l'administration<br/>29: 366-377 (2012)</p> | <p>Understanding the<br/>Determinants of<br/>RiskMetrics/<br/>ISS Ratings of the Quality<br/>of UK Companies'<br/>Corporate Governance<br/>Practice</p> | <p>Η λειτουργία - μηχανισμός των προσδιοριστικών παραγόντων της διαχείρισης κινδύνου και μετοχών στην εταιρική διακυβέρνηση</p>   | <p>Λογιστική Παλινδρόμηση</p> | <p>Επιλέχθηκε δείγμα 250 βρετανικών εισηγμένων εταιρειών , με περίοδο αναφοράς το 2003-2009. Η ανεξαρτησία του Δ.Σ. , και όχι το μέγεθος του Δ.Σ., καθώς και η διαχείριση της ιδιοκτησίας και το θεσμικό πλαίσιο της ιδιοκτησίας, αποτελούν στατιστικά σημαντικούς παράγοντες άσκησης ποιοτικότερης εταιρικής διακυβέρνησης.</p>   |
| 16 | <p>1)Jason Q. Zhang<br/>2)Hong Zhu<br/>3)Hung-bin Ding,<br/>Journal of Business Ethics<br/>May 2013, Volume 114, Issue 3, pp<br/>381-392 , Springer Science+Business<br/>Media</p>   | <p>Board Composition and<br/>Corporate Social<br/>Responsibility:<br/>An Empirical Investigation<br/>in the Post Sarbanes-Oxley<br/>Era</p>             | <p>Η σχέση της σύνθεσης Δ.Σ. και εταιρικής κοινωνικής ευθύνης, από το 2002 και έπειτα , δηλ. μετά τη θεσμοθέτηση της Sarbanes-Oxley Πράξης.</p>   | <p>Λογιστική Παλινδρόμηση</p> | <p>Επιλέχθηκε δείγμα 516 αμερικάνικων εισηγμένων εταιρειών από 64 διαφορετικούς βιομηχανικούς κλάδους βάση της κατάταξης των μεγαλύτερων αμερικάνικων εταιρειών του περιοδικού "FORTUNE" , με περίοδο αναφοράς το 2007-2008. Οι συμμετοχή των γυναικών σε διευθυντικές θέσεις εντός του Δ.Σ. , αυξάνουν σημαντικά από απόψεως στατιστικής ανάλυσης και εκτίμησης, την εταιρική κοινωνική ευθύνη.</p> |
| 17 | <p>1)Sanjai Bhagat,<br/>2)Brian Bolton,<br/>University of Washington<br/>Foster School of Business ,<br/>JOURNAL OF FINANCIAL AND<br/>QUANTITATIVE ANALYSIS<br/>Vol. 48, No. 1, Feb. 2013, pp. 105-<br/>135</p>                                      | <p>Director Ownership,<br/>Governance, and<br/>Performance</p>  | <p>Η σχέση της εταιρικής διακυβέρνησης με την ιδιοκτησία και την απόδοση της εταιρείας πριν και μετά, από το 2002, δηλ. πριν και μετά τη θεσμοθέτηση της Sarbanes-Oxley Πράξης.</p>           | <p>Λογιστική Παλινδρόμηση</p> | <p>Επιλέχθηκε δείγμα πάνω από 13.000 μεγάλες αμερικάνικες εταιρείες , με περίοδο αναφοράς το 1998-2007. Η ιδιοκτησιακή ανεξαρτησία του Δ.Σ. και η διαχειριστική απόδοση επηρεάζουν στατιστικά σημαντικά την εταιρική διακυβέρνηση, και μάλιστα την επηρεάζουν θετικά από το 2003 και έπειτα.</p>   |

|    |   |   |  |                               |  |
|----|---|---|--|-------------------------------|--|
| 18 | <p>1) Ferdinand A. Gul,<br/>2) Marion Hutchinson,<br/>3) Karen M. Y. Lai<br/>Accounting Horizons - American<br/>Accounting Association,<br/>Vol. 27, No. 3<br/>2013<br/>pp. 511–538</p>   | <p>Gender-Diverse Boards and<br/>Properties of<br/>Analyst Earnings Forecasts</p>   | <p>Η σχέση του παράγοντα<br/>"φύλου" στο Δ.Σ. με τις<br/>προβλέψεις κερδών της<br/>εταιρείας.</p>  | <p>Λογιστική Παλινδρόμηση</p> | <p>Επιλέχθηκε δείγμα από 2.200 εισηγμένες αμερικάνικες εταιρείες , με περίοδο αναφοράς το 2001-2007. Υπάρχει στατιστικά σημαντική επίδραση-σχέση μεταξύ του φύλου των μελών του Δ.Σ. και της διαφάνειας και ακρίβειας της σύνταξης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων καθώς και των ποιοτικών και προβλεπομένων κερδών της εταιρείας. Πιο συγκεκριμένα όταν στο Δ.Σ. συμμετέχουν τουλάχιστον δύο γυναίκες , τότε αυξάνονται τα ποιοτικά κέρδη της εταιρείας και κατά συνέπεια και τα ποσοτικά κέρδη της.</p> |
| 19 | <p>1)Stefan Hilger, Department of<br/>Strategy, Organization &amp; Leadership,<br/>EBS Business School, Germany,<br/>2)Ansgar Richter, Department of<br/>Strategy, Organization &amp; Leadership,<br/>EBS Business School, Germany,<br/>3)Utz Schäffer, Institute of<br/>Management Accounting and<br/>Control, WHU – Otto Beisheim<br/>School of Management, Germany,<br/>BuR - Business Research<br/>Official Open Access Journal of VHB<br/>German Academic Association for<br/>Business Research (VHB)<br/>Volume 6   Issue 1   May 2013   8-32</p> | <p>Hanging Together,<br/>Together Hung?<br/>Career Implications of<br/>Interpersonal Ties<br/>Between CEOs and Top<br/>Managers</p> | <p>Οι διαπροσωπικές σχέσεις<br/>των Διευθύνοντων<br/>Συμβούλων με τα ανώτερα<br/>διοικητικά στελέχη .</p>  | <p>Λογιστική Παλινδρόμηση</p> | <p>Επιλέχθηκε δείγμα από 916 εισηγμένες γερμανικές εταιρείες , με περίοδο αναφοράς το 1998-2006. Οι διαπροσωπικές σχέσεις του Διευθύνοντος Συμβούλου με τα ανώτερα διοικητικά στελέχη της εταιρείας δεν επηρεάζεται από το φύλο του, και δεν επηρεάζουν την άσκηση εταιρικής διακυβέρνησης.</p>  |
| 20 | <p>1)Lammertjan Dam,<br/>2)Bert Scholtens,<br/>Journal of Business Ethics<br/>November 2013, Volume 118, Issue<br/>1, pp 117-126 ,<br/>Springer Science+Business Media</p>  | <p>Ownership Concentration<br/>and CSR Policy of<br/>European<br/>Multinational Enterprises</p>                                     | <p>Η σχέση μεταξύ<br/>συγκέντρωσης μετοχικών<br/>τίτλων ιδιοκτησίας και<br/>εταιρικής κοινωνικής ευθύνης<br/>στις ευρωπαϊκές πολυεθνικές<br/>εταιρείες</p> | <p>Παλινδρόμηση</p>           | <p>Επιλέχθηκε δείγμα από 691 ευρωπαϊκές εταιρείες από 35 διαφορετικούς βιομηχανικούς κλάδους , με έτος αναφοράς το 2005. Υπάρχει στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους των μετόχων που συμμετέχουν στην εταιρική διακυβέρνηση, ανεξαρτήτως φύλου , και της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης.</p>   |

## **Κεφάλαιο 3 : ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ**

Βασιζόμενοι στις αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης και τη Διεθνή αρθρογραφία, η οποία υποστηρίζει ένθερμα ότι υπάρχει σημαντική σχέση ανάμεσα στο Διοικητικό Συμβούλιο και στα κοινωνικά και χρηματοοικονομικά συστατικά στοιχεία που διαμορφώνουν την εταιρική αξία, θα προχωρήσουμε στην ποσοτική έρευνα και ανάλυση οικονομικοκοινωνικών δεδομένων, εταιριών εντάσεως κεφαλαίου, οι οποίες προέρχονται από διάφορους κλάδους της οικονομίας. Στην εμπειρική μελέτη μας χρησιμοποιήσαμε το οικονομετρικό πρόγραμμα **Enviews 7<sup>th</sup> edition**.

### 3.1 ΔΕΙΓΜΑ

Τα δεδομένα μας αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων της **Thomson Reuters**, η οποία είναι η μεγαλύτερη στον κόσμο βάση οικονομικών δεδομένων καθώς και δεδομένων επιχειρηματικής ευφυΐας, της παγκόσμιας οικονομίας.

Το αρχικό μας δείγμα αποτελείται από 281 εταιρίες με **έτος-βάση αναφοράς τη διαχειριστική δωδεκάμηνη χρήση του 2010**, των οποίων τα **κοινωνικά και χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά-δεδομένα είναι τα εξής :**

- 1. γενικό σύνολο του ενεργητικού (Total Assets)**
- 2. μερικά αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως ή κέρδη προ φόρων και τόκων, τα οποία σχετίζονται έμμεσα με το κατά πόσο η εταιρία είναι εντάσεως εργασίας , δηλ. σχετίζονται έμμεσα με τον αριθμό των υπαλλήλων της (Operating EBIT)**
- 3. Καθαρές πωλήσεις (Net Sales or Revenues)**
- 4. Καθαρά κέρδη προς διάθεση (Net Income to Common Shareholders)**
- 5. Βραχυπρόθεσμο παθητικό (Current Liabilities – Total)**
- 6. Γενικό σύνολο των ιδίων κεφαλαίων (Total Shareholders Equity)**
- 7. Κεφάλαιο κίνησης (Working Capital Ratio)**
- 8. αριθμοδείκτη της γενικής ρευστότητας (Current Liquidity Ratio)**



**9. αριθμοδείκτη της κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού**

**(Asset Turnover Ratio or Assets Rotation Ratio)**

**10. αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων (Return on Equity or ROE)**

**11. ονοματεπώνυμο και συνεπώς το φύλο των μελών των Διοικητικών Συμβουλίων (sex).**

Δυστυχώς, τα δεδομένα δεν μας παρέχουν περαιτέρω πληροφορίες για το Διοικητικό Συμβούλιο, όπως την ημερομηνία που ανέλαβαν τα καθήκοντα τους ή το επίπεδο μόρφωσής τους. Επομένως για την εκτίμησή μας θα αρκεστούμε στο φύλο του Προέδρου για να κάνουμε τον διαχωρισμό που απαιτείται από το υπόδειγμά μας.

Επιπρόσθετα, θα θέλαμε να σημειώσουμε ότι **το δείγμα μας προέρχεται από πέντε χώρες της Ευρώπης, τη Σουηδία, τη Δανία, τη Φιλανδία, την Ιρλανδία και τη Γερμανία.**

Επίσης, πολλές από τις μεταβλητές που χρησιμοποιούμε στη μελέτη μας δεν έχουν επαρκή κατά το συνδυασμό των ανωτέρω, στοιχεία, με αποτέλεσμα το δείγμα μας να μειωθεί τελικά στις **173 εταιρίες, από τις οποίες οι 6 μόνο έχουν γυναίκα ως Πρόεδρο του Διοικητικού Συμβουλίου, ενώ οι υπόλοιπες 167 έχουν άνδρα.**

Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση του υποδείγματός μας, θα ήταν προτιμότερο να αναλύσουμε τις μεταβλητές μας και τους αριθμοδείκτες που θα λάβουμε υπόψη μας, έτσι ώστε να αποκτήσουμε μια γενική εικόνα για το δείγμα μας.

### 3.2 ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ – ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

Οι κυριότερες μεταβλητές και αριθμοδείκτες που λάβαμε υπόψη μας είναι οι ακόλουθες:

1. Το **Γενικό Σύνολο Ενεργητικού**, το οποίο αποτελεί το άθροισμα της αξίας των μέσων δράσης της οικονομικής μονάδας, το σύνολο δηλαδή της αξίας των περιουσιακών στοιχείων που της ανήκουν.

2. Οι **Καθαρές Πωλήσεις**, το σύνολο δηλαδή του τζίρου της επιχείρησης μείον τις εκπτώσεις και επιστροφές πωλήσεων.

3. Τα **Λειτουργικά Κέρδη Εκμεταλλεύσεως ή Μερικά Αποτελέσματα Εκμεταλλεύσεως**, που αποτελούνται από το άθροισμα του κύκλου εργασιών μείον το κόστος πωλήσεων (αυτά τα δύο αποτελούν τα μικτά αποτελέσματα), συν άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως μείον τα έξοδα λειτουργιών (διαθέσεως, διοικητικής, έρευνας και ανάπτυξης και κόστος αδράνειας).

4. Η **Αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων**, που είναι ένας από τους αριθμοδείκτες μέτρησης της απόδοσης της Οικονομικής Μονάδας (Profitability Ratios). Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία τα ίδια κεφάλαια απασχολούνται σ' αυτή. Ένας χαμηλός αριθμοδείκτης είναι ενδεικτικός για το αν η επιχείρηση πάσχει σε κάποιον τομέα της. Δηλαδή μπορεί να οφείλεται σε αδυναμίες της διοικήσεως της επιχείρησης, σε μη ικανοποιητική παραγωγικότητά της, σε υπερεπένδυση κεφαλαίων καθώς και σε δυσμενής οικονομικές συνθήκες. Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας – απόδοσης των Ιδίων Κεφαλαίων (ROE – Return on Equity) ισούται με τα Καθαρά Κέρδη της επιχείρησης προς το σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων της .

5. Η **Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού**, που είναι ένας από τους Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας ή Κυκλοφοριακής ταχύτητας (Activity or Rotation Ratios). Οι αριθμοδείκτες αυτοί μετρούν το βαθμό αποτελεσματικής χρησιμοποίησης των περιουσιακών στοιχείων που απασχολούνται στην επιχείρηση. Η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού ισούται με τις Καθαρές Πωλήσεις προς το Σύνολο του Ενεργητικού και εκφράζει το βαθμό χρησιμοποίησης του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της. Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού μας δείχνει πόσες φορές ανανεώθηκαν τα στοιχεία του ενεργητικού της επιχείρησης σε σχέση με τις καθαρές πωλήσεις της μέσα στη χρήση.

6. Η **Γενική (έμμεση) Ρευστότητα**, ισούται με τη το πηλίκο του κυκλοφορούντος ενεργητικού διά τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης. Ο αριθμοδείκτης αυτός μας δείχνει την ισορροπία μεταξύ βραχυχρόνιων στοιχείων του συνθέτου τον Ισολογισμό. Δηλ. σε τι % τα βραχυπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία που έχει μία επιχείρηση μπορούν να καλύψουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

**7. Ο Αριθμοδείκτης Κεφαλαίου Κίνησης** αποτελεί έναν από τους βασικότερους δείκτες ανάλυσης της ρευστότητας. Ισούται με το λόγο του καθαρού κεφαλαίου κίνησης προς το άθροισμα του Κυκλοφορούν Ενεργητικού και των Μεταβατικών Λογαριασμών Ενεργητικού. Το καθαρό κεφάλαιο κίνησης το εξάγουμε αφαιρώντας από το άθροισμα του Κυκλοφορούν Ενεργητικού και των Μεταβατικών Λογαριασμών Ενεργητικού το άθροισμα των Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων και των Μεταβατικών Λογαριασμών Παθητικού. Αν είναι μικρότερος του 1 και μεγαλύτερος του 0 τότε απεικονίζει σε ποσοστό το τμήμα του «κυκλοφορούντος» ενεργητικού, το οποίο χρηματοδοτείται από το πλεόνασμα των διαρκών (ιδίων κεφαλαίων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων). Για την κατάρτιση αυτού του αριθμοδείκτη από τις οικονομικές μονάδες και την αξιολόγησή του λαμβάνονται υπόψη οι ακόλουθες αρχές:

- α)** Όταν είναι ίσος με τη μονάδα ( $=1$ ), το σύνολο του παθητικού αποτελείται από διαρκή κεφάλαια.
- β)** Όταν είναι ίσος με το μηδέν ( $=0$ ), το κεφάλαιο κινήσεως είναι ανύπαρκτο.
- γ)** Όταν είναι μικρότερο από το μηδέν ( $<0$ ), τμήμα των ακινητοποιήσεων χρηματοδοτείται από βραχυπρόθεσμα δανειακά κεφάλαια.

Οι μεταβλητές που εισάγαμε στο πρόγραμμα Eviews συμβολίζονται ως εξής:

| <b>ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ</b> | <b>ΟΡΙΣΜΟΣ</b>                                    |
|-------------------|---|
| Assets            | γενικό σύνολο ενεργητικού                         |
| net_sales         | καθαρές πωλήσεις                                  |
| operating_ebit    | μερικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης                 |
| working_capital   | αριθμοδείκτης κεφαλαίου κίνησης                   |
| current_liquidity | αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας                 |
| asset_turnover    | αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού |
| roe               | αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού |
| Sex               | Φύλο  |

### 3.3 ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Από τον Πίνακα 8 παίρνουμε την περιγραφική εικόνα και όχι τη στοχαστική εικόνα (δηλαδή εκτιμήσεις χωρίς να συμπεριλαμβάνουν την πιθανότητα σφάλματος εκτίμησης με ακρίβεια αφού ορίσουμε το επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας, κατάλοιπα, προβλέψεις, κλπ.) των χρηματοοικονομικών μεταβλητών ως εξής:

**Πίνακας 8: Περιγραφικά μέτρα μεταβλητών**

|              | ASSETS   | NET_SALES | OPERATING_EBIT | WORKING_CAPITAL | CURRENT_LIQUIDITY | ASSET_TURNOVER | ROE       |
|--------------|----------|-----------|----------------|-----------------|-------------------|----------------|-----------|
| Mean         | 1559.690 | 1603.130  | 91.93834       | 221.3226        | 3.939950          | 225.9168       | -6.286490 |
| Median       | 196.1930 | 222.6210  | 8.528887       | 0.159567        | 1.440570          | 1.042411       | 0.081027  |
| Maximum      | 36923.00 | 51481.00  | 1541.746       | 38013.55        | 308.4031          | 38356.78       | 23.17343  |
| Minimum      | 0.000000 | 0.000000  | -101.4310      | -42.43563       | 0.023020          | 0.000000       | -1113.333 |
| Std. Dev.    | 4079.408 | 4833.640  | 235.0628       | 2898.488        | 23.85598          | 2924.552       | 84.68070  |
| Skewness     | 5.315784 | 7.234623  | 3.805656       | 13.00014        | 12.33311          | 12.99891       | -13.02725 |
| Kurtosis     | 38.82886 | 68.90916  | 18.95574       | 170.0044        | 157.1411          | 169.9831       | 170.8109  |
| Jarque-Bera  | 10068.15 | 32822.26  | 2252.731       | 204726.5        | 173621.2          | 204674.6       | 207883.6  |
| Observations | 173      | 173       | 173            | 172             | 171               | 172            | 173       |

1. Οι μέσοι όροι του ενεργητικού και των καθαρών πωλήσεων είναι περίπου ίσοι μεταξύ τους (mean) .

2. Τα δεδομένα μεταβάλλονται γύρω από το μέσο τους εντός της ίδιας μεταβλητής ιδιαιτέρως σημαντικά (!!). Έτσι π.χ. ενώ το γενικό σύνολο ενεργητικού ανέρχεται κατά μέσο όρο στο δείγμα μας στα 1559,69 δις ευρώ, ωστόσο παρατηρούμε ότι με βάση την τυπική απόκλιση του ότι υπάρχουν εταιρείες στο δείγμα μας με γενικό σύνολο ενεργητικού κατά 4079,408 δις ευρώ περισσότερο ή λιγότερο (+/-).

3. Σύμφωνα με τη θεωρία της κύρτωσης (kurtosis), αν η απόλυτη τιμή του συντελεστή κυρτότητας απέχει από τον αριθμό 3 το πολύ το διπλάσιο του τυπικού σφάλματος της κυρτότητας (Standard Error of Kurtosis) τότε θεωρείται πως η κυρτότητα της κατανομής δεν διαφέρει σημαντικά από την κανονική. Από τον συντελεστή κύρτωσης (Kurtosis) δεν μπορούμε να αποφανθούμε για το αν τα

δεδομένα προέρχονται από κανονική κατανομή, καθώς όλες οι τιμές δεν είναι πολύ κοντά στο μηδέν. Επομένως απαιτούνται περισσότεροι περιγραφικοί και κυρίως στοχαστικοί τρόποι ελέγχου κανονικότητας.

4. Από την άλλη πλευρά, παρατηρούμε, συγκρίνοντας τους μέσους όρους των μεταβλητών με τις αντίστοιχες διαμέσους τους ότι δεν είναι ίσοι και διαφέρουν πολύ μεταξύ τους για κάθε μία μεταβλητή, επομένως τα δεδομένα μπορούν να θεωρηθούν χωρίς ακρίβεια σφάλματος εκτίμησης (χωρίς να ορίσουμε προγενέστερα το επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας π.χ. « $\alpha = 5\%$ ») ότι δεν προέρχονται από συμμετρικό πληθυσμό ή άλλως τα δεδομένα μας δεν κατανέμονται κανονικά. Αυτό το συμπέρασμα ενισχύεται και από τις τιμές λοξότητας ή συμμετρίας (skewness) των μεταβλητών. Η λοξότητα είναι ένα μέτρο της ασυμμετρίας που χαρακτηρίζει την κατανομή γύρω από τη μέση τιμή της. Θετική λοξότητα σημαίνει ότι η καμπύλη εκτείνεται περισσότερο προς τα δεξιά της μέσης τιμής ενώ αρνητική λοξότητα σημαίνει μεγαλύτερη έκταση της καμπύλης προς τα αριστερά της μέσης τιμής. Αν η κατανομή μίας μεταβλητής έχει αρνητική ασυμμετρία (λοξότητα) τότε δειγματικός μέσος < διάμεσος. Αν είναι συμμετρική τότε δειγματικός μέσος = διάμεσος, ενώ αν έχει θετική ασυμμετρία (λοξότητα) τότε διάμεσος < δειγματικός μέσος Παρατηρούμε επίσης ότι οι τιμές των συντελεστών ασυμμετρίας-λοξότητας (Skewness) είναι θετικές και όχι μηδέν, άρα υπάρχει θετική ασυμμετρία και όχι κανονική κατανομή δεδομένων.

5. Οι πιθανότητες του στατιστικού ελέγχου Jarque-Bera (JB test), το οποίο χρησιμοποιείται ως κριτήριο ελέγχου κανονικότητας καταλοίπων και εν γένει της κατανομής των δεδομένων, για να λάβουμε τιμές μεγαλύτερες από αυτές τις αντίστοιχες τιμές JB είναι πρακτικά μηδέν, οπότε οι τιμές του JB ελέγχου είναι ήδη πολύ μεγάλες και οφείλουμε να απορρίψουμε τις αντίστοιχες υποθέσεις κανονικότητας για κάθε μεταβλητή.

6. Συνεπώς από τα στοιχεία 1) έως 5) διαφαίνεται συνδυαστικά ότι οι κατανομές των μεταβλητών δεν είναι κανονικές.

Τέλος, πριν προχωρήσουμε στην επόμενη ενότητα θα πρέπει να ελέγξουμε τις μεταβλητές μας αναφορικά με τη μεταξύ τους συσχέτιση. Η συσχέτιση μετρά το βαθμό συνάφειας και αλληλεπίδρασης μεταξύ δύο μεταβλητών. Επειδή όλες οι

χρηματοοικονομικές μεταβλητές του δείγματός μας είναι ποσοτικές θα χρησιμοποιήσουμε το συντελεστή συσχέτισης Pearson.

**Πίνακας 9: Συντελεστές συσχέτισης μεταβλητών κατά Pearson**

|                   | ASSETS          | NET_<br>SALES | OPERATING_<br>EBIT | WORKING_<br>CAPITAL | CURRENT_<br>LIQUIDITY | ASSET_<br>TURNOVER | ROE      |
|-------------------|-----------------|---------------|--------------------|---------------------|-----------------------|--------------------|----------|
| ASSETS            | 1.000000        | 0.955029      | 0.748824           | -0.029633           | -0.041167             | -0.029858          | 0.028460 |
| NET_SALES         | <b>0.955029</b> | 1.000000      | 0.660017           | -0.012567           | -0.023679             | -0.012732          | 0.024176 |
| OPERATING_EBIT    | <b>0.748824</b> | 0.660017      | 1.000000           | -0.030082           | -0.039423             | -0.030317          | 0.030104 |
| WORKING_CAPITAL   | -0.029633       | -0.012567     | -0.030082          | 1.000000            | 0.981737              | 0.999979           | 0.005760 |
| CURRENT_LIQUIDITY | -0.041167       | -0.023679     | -0.039423          | 0.981737            | 1.000000              | 0.981720           | 0.007957 |
| ASSET_TURNOVER    | -0.029858       | -0.012732     | -0.030317          | 0.999979            | 0.981720              | 1.000000           | 0.005790 |
| ROE               | <b>0.028460</b> | 0.024176      | 0.030104           | 0.005760            | 0.007957              | 0.005790           | 1.000000 |

Σύμφωνα με το κριτήριο του Pearson οι τιμές της συσχέτισης των μεταβλητών, αναγράφονται στον Πίνακα 9. Παρατηρούμε τα εξής:

1. η μεγαλύτερη συσχέτιση μεταξύ των ποσοτικών μεταβλητών παρατηρείται κατά ποσοστό 96% περίπου μεταξύ του συνόλου ενεργητικού και των καθαρών πωλήσεων και ακολουθεί κατά ποσοστό περίπου 75% η συσχέτιση του συνόλου ενεργητικού με τα μερικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης,

2. η χαμηλότερη συσχέτιση παρατηρείται μεταξύ του συνόλου ενεργητικού και του αριθμοδείκτη ROE κατά ποσοστό περίπου 3% μόνο (!) .

### 3.4 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ – ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ

Όπως αναφέραμε παραπάνω, το δείγμα μας δεν μας παρέχει ικανοποιητικές πληροφορίες για το Διοικητικό Συμβούλιο, παρά μόνο το ονοματεπώνυμο των μελών. Επομένως, θα βασιστούμε μόνο στο ονοματεπώνυμο του Προέδρου για να κάνουμε τον διαχωρισμό των εταιριών που απαιτείται.

Η εξαρτημένη μεταβλητή μας είναι το φύλλο του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου. Παρατηρούμε ότι η μεταβλητή είναι ποιοτική. Έτσι με τη τεχνική των ψευδομεταβλητών μετατρέπουμε την εξαρτημένη μεταβλητή σε διχοτομική (ή δυαδική). Διχοτομική είναι η μεταβλητή που μπορεί να πάρει δυο τιμές, όπως μια

ψευδομεταβλητή που παίρνει τις τιμές 0 ή 1. **Με άλλα λόγια, διχοτομική είναι η μεταβλητή όταν οι επιλογές είναι δυο. Στη συγκεκριμένη περίπτωση, θέτουμε 0 την ψευδομεταβλητή όταν Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου είναι άντρας και 1 όταν είναι γυναίκα.** Ο διαχωρισμός αυτός έγινε, όπως αναφέραμε παραπάνω σύμφωνα με το ονοματεπώνυμο των Προέδρων.

**Για τη διατύπωση και εκτίμηση του προβλήματός μας θα χρησιμοποιήσουμε το υπόδειγμα δυαδικής επιλογής Logit ή αλλιώς τη Λογιστική Παλινδρόμηση.**

Η λογιστική παλινδρόμηση είναι μια μέθοδος πολυπαραγοντικής στατιστικής ανάλυσης (multivariate statistical analysis) που χρησιμοποιεί ένα σύνολο ανεξαρτήτων μεταβλητών (independent variables) για τη διερεύνηση της κίνησης μιας κατηγορικής εξαρτημένης μεταβλητής (dependent variable). **Η λογιστική παλινδρόμηση (Logistic Regression)** είναι χρήσιμη σε καταστάσεις στις οποίες επιθυμούμε την πρόβλεψη της ύπαρξης ή της απουσίας ενός χαρακτηριστικού ή ενός συμβάντος. Η πρόβλεψη αυτή βασίζεται στην κατασκευή ενός γραμμικού μοντέλου και συγκεκριμένα στον προσδιορισμό των τιμών που παίρνουν οι συντελεστές ενός συνόλου (set) ανεξάρτητων μεταβλητών που χρησιμοποιούνται ως μεταβλητές πρόβλεψης (predictor variables). Εκτός από την πρόβλεψη ένα μοντέλο λογιστικής παλινδρόμησης δίνει τη δυνατότητα να εκτιμήσουμε την επίδραση κάθε ανεξάρτητης μεταβλητής στη διαμόρφωση των τιμών της εξαρτημένης μεταβλητής. Στη λογιστική παλινδρόμηση, σε αντίθεση με την πολλαπλή παλινδρόμηση (multiple regression) είναι δυνατό να χρησιμοποιηθούν ως εξαρτημένες μεταβλητές εκτός από αναλογικές αριθμητικές μεταβλητές (ratio scale) και κατηγορικές μεταβλητές (nominal scale). Το λογιστικό μοντέλο είναι ένα μη γραμμικό μοντέλο, τα σφάλματα, του οποίου δεν υπακούουν στην κανονική κατανομή και η μεταβλητή απόκρισης είναι διακριτή. **Στη λογιστική παλινδρόμηση, η τιμή της πιθανότητας της εξαρτημένης μεταβλητής εξ ορισμού, να παίρνει τιμές μεταξύ του 0 και του 1.** Το γραμμικό μοντέλο είναι αδύνατο να χρησιμοποιηθεί όταν η μεταβλητή  $Y$  είναι δυαδική και έχουμε τα εξής τρία προβλήματα: α) Τα σφάλματα δεν είναι κανονικά. β) Τα σφάλματα έχουν άνισες διασπορές γ) Περιορισμός στη συνάρτηση απόκρισης Παρόλο που στα δύο πρώτα προβλήματα είναι δυνατό να τα παραλείψουμε και να χρησιμοποιήσουμε τη γραμμική παλινδρόμηση, εφαρμόζοντας κάποιες άλλες τεχνικές, το τρίτο πρόβλημα μας το

απαγορεύει ρητά, γιατί δεν μπορεί να αντιμετωπιστεί με διαφορετικό τρόπο. Η πιο διαδεδομένη βιβλιογραφικά έκφραση της λογιστικής παλινδρόμησης είναι:

$$\ln(\text{odds}) = a + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_kx_k$$

Το δεξί μέρος της εξίσωσης δημιουργείται από ένα γραμμικό συνδυασμό των ανεξάρτητων μεταβλητών που συμμετέχουν στο μοντέλο παλινδρόμησης. Το αριστερό μέρος περιέχει τις τιμές της εξαρτημένης μεταβλητής με τη μορφή του λογαρίθμου των odds, δηλαδή του λογαρίθμου της σχέσης  $\text{odds} = \text{Prob}/(1-\text{Prob})$ . Τα odds εναλλακτικά ονομάζεται logit και ο όρος Prob εκφράζει την πιθανότητα του συμβάντος του γεγονότος. Οι συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών στην εξίσωση παλινδρόμησης εκτιμούνται με βάση τη μέθοδο Μεγίστης Πιθανοφάνειας. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή η τιμή των συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών είναι αυτή που κάνει τις παρατηρηθείσες τιμές της εξαρτημένης μεταβλητής πιο πιθανές, βάσει του συνόλου (set) των ανεξαρτήτων μεταβλητών.

#### Σιγμοειδής συνάρτηση (λογιστική παλινδρόμηση)

Η λογιστική παλινδρόμηση περιγράφεται από τη συνάρτηση:

$$Y_i = \frac{y}{1 + e^{\beta_0 + \beta_1 t}} \quad \text{και}$$

$$Y_i = E(Y_i) + \varepsilon_i, \quad \text{καθώς και}$$

$$E(Y_i) = \frac{e^{(\beta_0 + \beta_1 x)}}{e^{(\beta_0 + \beta_1 x)} + 1} = \frac{1}{e^{-(\beta_0 + \beta_1 x)} + 1}$$

όπου  $Y > 0$  και  $\beta_1 < 0$ .

Η συνάρτηση αυτή δεν είναι γραμμική ούτε ως προς τις μεταβλητές ούτε ως προς τις παραμέτρους. Η παράμετρος  $\gamma$  είναι το ανώτατο όριο που μπορεί να φθάσει η μεταβλητή  $Y$ . Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του συντελεστή  $\beta_1$ , τόσο ταχύτερα η  $Y$  προσεγγίζει το ανώτερο όριο  $\gamma$ . Αν η παράμετρος  $\gamma$  είναι γνωστή, τότε το πρόβλημα



της εκτίμησης απλουστεύεται και μπορούμε να χειριστούμε το υπόδειγμα ως γραμμικό, θέτοντας

$$Z_t = \ln\left(\frac{y}{Y} - 1\right)$$

Το υπόδειγμα τότε μπορεί να γραφεί ως:

$$T_t = \beta_0 + \beta_1 t$$

Ο μετασχηματισμός γραμμικοποίησης της σιγμοειδούς συνάρτησης υπολογίζεται από τη σχέση  $p = \log \frac{p}{1-p}$  όπου  $p$  είναι η μέση τιμή της μεταβλητής.

(Πηγή: Γεώργιος Σ. Ανδρουλάκης)

Με τη λογιστική παλινδρόμηση επιδιώκεται η δημιουργία ενός κανόνα κατηγοριοποίησης των μελών ενός πληθυσμού σε δύο επί μέρους κατηγορίες, εκ των οποίων η μία σχετίζεται με την πραγματοποίηση ενός ενδεχομένου, ενώ η άλλη με τη μη πραγματοποίησή του ή, πράγμα που είναι το ίδιο, με την πραγματοποίηση του αντιθέτου ενδεχομένου (σημειώνουμε ότι τα δύο ενδεχόμενα πρέπει να είναι αμοιβαίως αποκλειόμενα, δηλαδή, αν συμβεί το ένα θα πρέπει να είναι αδύνατο να συμβεί το άλλο). Στην περίπτωση που εξετάζουμε, το ένα ενδεχόμενο είναι: "ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου να είναι άνδρας", ενώ το αντίθετο ενδεχόμενο είναι: "ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου να είναι γυναίκα".

**Θα παλινδρομήσουμε μέσω σιγμοειδούς συνάρτησης (λογιστική παλινδρόμηση) συνεπώς τη μεταβλητή sex (φύλο) με τις υπόλοιπες επτά μεταβλητές του δείγματος μας, δηλ. τις :**

1. **assets** = γενικό σύνολο ενεργητικού
2. **net\_sales** = καθαρές πωλήσεις
3. **operating\_ebit** = μερικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης
4. **working\_capital** = αριθμοδείκτης κεφαλαίου κίνησης
5. **current\_liquidity** = αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας

6.  $asset\_turnover$  = αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού

7.  $roe$  = αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων

σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας  $\alpha=5\%$ , το οποίο είναι το ποσοστό λάθους εκτίμησης μας για το στατιστικό πληθυσμό βάσει δεδομένων του δείγματος μας.

Πριν προχωρήσουμε στην εκτίμηση της λογιστικής παλινδρόμησης θα πρέπει να κάνουμε τους εξής τρεις ελέγχους σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας  $\alpha=5\%$ :

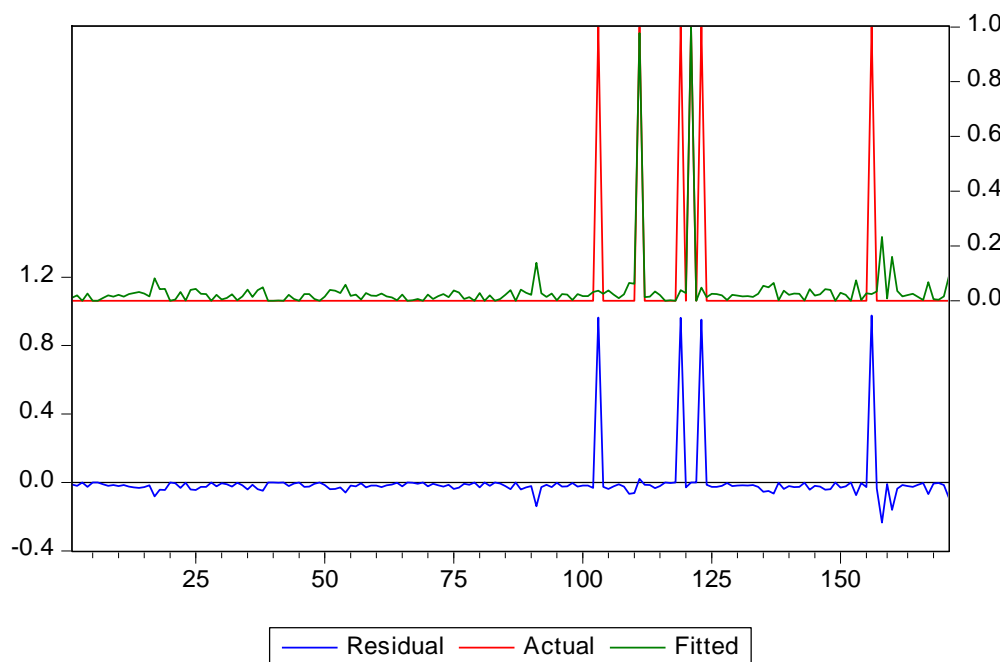
1. Έλεγχος κανονικότητας καταλοίπων (**Normality Residuals Test**), ο οποίος μας δείχνει εάν τα κατάλοιπα της εν λόγω παλινδρόμησης μεταβάλλονται «ομαλά» ή «κανονικά» γύρω από μία μέση τιμή, ή εάν τα κατάλοιπα μας μεταβάλλονται «απότομα» ή άλλως πολύ και ακανόνιστα και όχι συμμετρικά γύρω από μία μέση τιμή.

2. Έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας των συντελεστών (**Significance Test of Regression Coefficients or Hypothesis Testing**) της λογιστικής παλινδρόμησης, ο οποίος μας δείχνει το εάν είναι στατιστικά σημαντικοί η προσθήκη των συντελεστών στο λογιστικό υπόδειγμα μας, διαφορετικά τους απορρίπτουμε και δεν τους συμπεριλαμβάνουμε στο εν προκειμένω υπόδειγμα μας.

3. Έλεγχος καλής προσαρμογής (**Goodness-of-Fit Test**) κατά **Hosmer-Lemeshow και Andrews**, οποίος μας δείχνει ελέγξουμε κατά πόσο είναι κατάλληλο το υπόδειγμά μας. Τα τεστ καλής προσαρμογής ελέγχουν εάν το επιλεγμένο μοντέλο προσαρμόζει σωστά τα στοιχεία μας.

### 3.5 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

#### α) Έλεγχος Κανονικότητας των Καταλοίπων.



**Διάγραμμα 1: Τεστ Κανονικότητας των Καταλοίπων**

Σύμφωνα με το Διάγραμμα 1 του Ελέγχου Κανονικότητας Καταλοίπων παρατηρούμε ότι σε συγκεκριμένα διαστήματα παρατηρήσεων αυξάνονται απότομα και μη ομαλά – ακανόνιστα τα κατάλοιπα. Πιο συγκεκριμένα παρατηρούμε ότι ο διαταρακτικός όρος της υπό μελέτης παλινδρόμησης αυξάνεται απότομα και πάρα πολύ, συνεπώς δεν κατανέμεται κανονικά, μεταξύ της 100<sup>ης</sup> και της 105<sup>ης</sup> παρατήρησης, μεταξύ της 117<sup>ης</sup> παρατήρησης και 125<sup>ης</sup> παρατήρησης και τέλος μεταξύ της 155<sup>ης</sup> και 160<sup>ης</sup> παρατήρησης

β) Έλεγχος Στατιστικής Σημαντικότητας Εκτιμητών.

Ελέγχουμε την υπόθεση ότι όλοι οι συντελεστές των ερμηνευτικών μεταβλητών είναι μηδέν, ότι δηλαδή δεν υπάρχει ουδεμία σχέση ανάμεσα στις μεταβλητές μας και την εξαρτημένη μεταβλητή, η οποία είναι η  $P_i = E(Y_i=1/X_j)$  (ενδεχόμενο να είναι πρόεδρος γυναίκα), μέσω του ελέγχου Wald (WaldTest):

$$H_0: \beta_j=0$$

$$H_1: \beta_j \neq 0$$

Επίπεδο σημαντικότητας:  $\alpha = 0,05$  (5%)

Διάστημα εμπιστοσύνης: 95%.

Αποτελέσματα ελέγχου:

**Πίνακας 10 Έλεγχος Στατιστικής Σημαντικότητας Εκτιμητών**

| <b>WaldTest:</b>   |          |           |               |
|--|----------|-----------|---------------|
| <b>Equation: LOGIT_REGRESSION</b>                            |          |           |               |
| Test Statistic   | Value    | df        | Probability   |
| <b>F-statistic</b>   | 0.563412 | (7, 163)  | <b>0.7848</b> |
| <b>Chi-square</b>  | 3.943882 | 7         | <b>0.7862</b> |
| <b>Null Hypothesis: C(2)=C(3)=C(4)=C(5)=C(6)=C(7)=C(8)=0</b> |          |           |               |
| Null Hypothesis Summary:                                     |          |           |               |
| Normalized Restriction (= 0)                                 |          | Value     | Std. Err.     |
| C(2)   |          | -6.31E-05 | 0.000681      |
| C(3)   |          | 0.000287  | 0.000543      |
| C(4)   |          | -0.012054 | 0.009006      |
| C(5)   |          | 0.065369  | 0.054393      |
| C(6)   |          | 0.356571  | 1.097800      |
| C(7)   |          | -0.077169 | 0.227299      |
| C(8)   |          | 0.000745  | 0.005937      |
| Restrictions are linear in coefficients.                     |          |           |               |

Από τον παραπάνω Πίνακα 10 παρατηρούμε ότι το p-value τόσο του στατιστικού της F κατανομής όσο και της  $X^2$  κατανομής είναι μεγαλύτερες από το  $\alpha=5\%$ , δηλ. δεχόμαστε την  $H_0$  υπόθεση. Συνεπώς είμαστε κατά 95% σίγουροι ότι όλοι συντελεστές μεταξύ τους είναι ίσοι με το μηδέν.

γ) Έλεγχος καλής προσαρμογής.

**Πίνακας 11 Έλεγχος καλής προσαρμογής**

| Goodness-of-Fit Evaluation for Binary specification |        |        |         |         |                 |         |               |         |
|---|--------|--------|---------|---------|-----------------|---------|---------------|---------|
| Andrews and Hosmer-Lemeshow Tests                   |        |        |         |         |                 |         |               |         |
| Equation: EQ01                                      |        |        |         |         |                 |         |               |         |
| Grouping based upon predicted risk                  |        |        |         |         |                 |         |               |         |
| Quantile of Risk                                    |        |        | Dep=0   |         | Dep=1           | Total   | H-L           |         |
|   | Low    | High   | Actual  | Expect  | Actual          | Expect  | Obs           | Value   |
| 1   | 6.E-78 | 0.0031 | 34      | 33.9744 | 0               | 0.02565 | 34            | 0.02567 |
| 2   | 0.0034 | 0.0165 | 34      | 33.6245 | 0               | 0.37549 | 34            | 0.37968 |
| 3   | 0.0165 | 0.0243 | 34      | 33.2971 | 0               | 0.70292 | 34            | 0.71776 |
| 4   | 0.0243 | 0.0358 | 33      | 33.0586 | 1               | 0.94142 | 34            | 0.00375 |
| 5   | 0.0366 | 1.0000 | 30      | 31.0064 | 5               | 3.99360 | 35            | 0.28628 |
| <b>Total</b>  |        |        | 165     | 164.961 | 6               | 6.03907 | 171           | 1.41314 |
| <b>H-L Statistic</b>                                |        |        | 1.4131  |         | Prob. Chi-Sq(3) |         | <b>0.7025</b> |         |
| <b>Andrews Statistic</b>                            |        |        | 76.0168 |         | Prob. Chi-Sq(5) |         | <b>0.0000</b> |         |

Από τον παραπάνω Πίνακα 11 παρατηρούμε τα εξής:

1. Το στατιστικό καλής προσαρμογής του Hosmer – Lemeshow, το οποίο συγκρίνει τις παρατηρήσιμες και τις αναμενόμενες συχνότητες, μας βοηθάει να συμπεράνουμε ότι το υπόδειγμα δεν προσαρμόζει σωστά τα δεδομένα μας. Συγκεκριμένα, η διαφορά των τιμών ανέρχεται έως και 1 για το εάν ο πρόεδρος του Δ.Σ. είναι γυναίκα ή άνδρας. Το τεστ ταξινομεί τα στοιχεία σύμφωνα με τις εκτιμημένες πιθανότητες από τη χαμηλότερη στην υψηλότερη και μετά εφαρμόζοντας το  $X^2$  test καθορίζει εάν είναι σημαντικά διαφορετικές οι διαφορές. Παρατηρούμε λοιπόν ότι το p-value=0,7025 του στατιστικού του Hosmer-Lemeshow είναι μεγαλύτερο του  $\alpha=5\%$ , συνεπώς είμαστε κατά 95% σίγουροι ότι η λογιστική παλινδρόμησή μας είναι δεν είναι ικανή να προσαρμόσει τα δεδομένα για την εκτίμηση της επιλογής του

προέδρου βάσει φύλου λαμβάνοντας υπόψη τους επτά παράγοντες-μεταβλητές που αναφέρθηκαν παραπάνω.

2. Ως προς το στατιστικό καλής προσαρμογής του Andrews , παρατηρούμε ότι το p-value του ισούται με 0,00, και συνεπώς συμπεραίνουμε ακριβώς το αντίθετο, δηλ. ότι το υπόδειγμά μας προσαρμόζει σωστά τα δεδομένα μας.

Επειδή έχουμε αντιφατικά συμπεράσματα ως προς τον έλεγχο καλής προσαρμογής, θα προχωρήσουμε τελικώς στην εκτίμηση της λογιστικής παλινδρόμησης για να αποφανθούμε τελικώς για το οικονομετρικό μοντέλο μας.

δ) Εκτίμηση Λογιστικής Παλινδρόμησης σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας  $\alpha=5\%$

**Πίνακας 12 Εκτίμηση Λογιστικής Παλινδρόμησης**

| <b>Dependent Variable: SEX</b>                       |                 |                   |             |               |
|--|-----------------|-------------------|-------------|---------------|
| Method: ML - Binary Probit (Quadratic hill climbing) |                 |                   |             |               |
| Sample: 1 173  |                 |                   |             |               |
| Included observations: 171                           |                 |                   |             |               |
| Convergence achieved after 17 iterations             |                 |                   |             |               |
| Covariance matrix computed using second derivatives  |                 |                   |             |               |
| Variable   | Coefficient     | Std. Error        | z-Statistic | Prob.         |
| C  | -2.019488       | 0.280049          | -7.211190   | 0.0000        |
| ASSETS   | -6.31E-05       | 0.000681          | -0.092683   | <b>0.9262</b> |
| NET_SALES  | 0.000287        | 0.000543          | 0.527560    | <b>0.5978</b> |
| OPERATING_EBIT                                       | -0.012054       | 0.009006          | -1.338519   | <b>0.1807</b> |
| CURRENT_LIQUIDITY                                    | 0.065369        | 0.054393          | 1.201805    | <b>0.2294</b> |
| WORKING_CAPITAL                                      | 0.356571        | 1.097800          | 0.324805    | <b>0.7453</b> |
| ASSET_TURNOVER                                       | -0.077169       | 0.227299          | -0.339505   | <b>0.7342</b> |
| ROE  | 0.000745        | 0.005937          | 0.125491    | <b>0.9001</b> |
| <b>McFadden R-squared</b>                            | <b>0.331375</b> | Mean dependentvar |             | 0.035088      |

|                      |            |                      |           |
|----------------------|------------|----------------------|-----------|
| S.D. dependentvar    | 0.184542   | S.E. of regression   | 0.155296  |
| Akaikeinfocriterion  | 0.296836   | Sumsquaredresid      | 3.931040  |
| Schwarzcriterion     | 0.443815   | Loglikelihood        | -17.37950 |
| Hannan-Quinncrier.   | 0.356474   | Deviance             | 34.75901  |
| Restr. deviance      | 51.98582   | Restr. loglikelihood | -25.99291 |
| LR statistic         | 17.22681   | Avg. loglikelihood   | -0.101635 |
| Prob(LRstatistic)    | 0.015991   |                      |           |
|                      |            |                      |           |
| <b>Obswith Dep=0</b> | <b>165</b> | Totalobs             | 171       |
| <b>Obswith Dep=1</b> | <b>6</b>   |                      |           |

#### ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΣ ΚΑΝΟΝΑΣ :

Το Prob (F-statistic) καθώς και τα Probs των t-statistics των coefficients πρέπει να είναι μικρότερα από  $\alpha=5\%$ , για να απορρίψω την  $H_0=0$  (όλοι οι συντελεστές ταυτόχρονα ή κάποιιοι από αυτούς ισούνται με μηδέν), διαφορετικά θα την αποδεχτώ, συνεπώς οι όλοι ή μερικοί αντίστοιχα (ανάλογα με τον έλεγχο z-student ή F) συντελεστές παλινδρόμησης δεν είναι στατιστικά σημαντικοί για να προσδιορίσουν την ευθεία ή το μοντέλο της πολλαπλής γραμμικής (πολυσυγραμμικής) παλινδρόμησης. Π.χ. αν  $\text{Prob}(F\text{-statistic}) > 5\%$  τότε όλοι ταυτόχρονα οι συντελεστές παλινδρόμησης είναι στατιστικά ασήμαντοι, άρα δεν υπάρχει ουσιαστικά μοντέλο παλινδρόμησης.

#### ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΩΝ:

Από την εκτιμούμενη :

$$\text{LOG}(\text{SEX}) = \hat{Y} =$$

$$C(1) + C(2)*\text{ASSETS} + C(3)*\text{NET\_SALES} + C(4)*\text{OPERATING\_EBIT} + C(5)*\text{CURRENT\_LIQUIDITY} + C(6)*\text{WORKING\_CAPITAL} + C(7)*\text{ASSET\_TURNOVER} + C(8)*\text{ROE}, \text{ για το 2010}$$

παρατηρούμε ότι όλα τα Probs των z-statistics των coefficients είναι μεγαλύτερα από  $\alpha=5\%$ , πλην του σταθερού όρου C(1). Επίσης **McFadden R-squared**  $\approx 33\%$  (!!)

Άρα η  $\hat{Y}$  μετασχηματίζεται λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω σε  $\hat{Y}=C(1)$  ή  $\hat{Y}=-2.019488$

### 3.6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Παρατηρούμε ότι τελικά κατ' εκτίμηση η επιλογή να διαλέξουν οι 173 εταιρείες του δείγματος μας, στη δωδεκάμηνη διαχειριστική χρήση του 2010 για πρόεδρο του Δ.Σ. άντρα ή γυναίκα δεν εξαρτάται από τους παράγοντες:

1. το γενικό σύνολο του ενεργητικού (Total Assets)
2. τα μερικά αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως ή κέρδη προ φόρων και τόκων, (Operating EBIT)
3. τις καθαρές πωλήσεις (Net Sales or Revenues)
4. τον αριθμοδείκτη του κεφαλαίου κίνησης (Working Capital Ratio)
5. τον αριθμοδείκτη της γενικής ρευστότητας (Current Liquidity Ratio)
6. τον αριθμοδείκτη της κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού (Asset Turnover Ratio or Assets Rotation Ratio)
7. τον αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων (Return on Equity or ROE)

### 3.7 ΣΥΖΗΤΗΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Τα αποτελέσματά μας ήταν αναμενόμενα, ως προς το συντελεστή προσδιορισμού McFadden R-squared, οποίος τελικά είναι χαμηλός. Βεβαίως, θα πρέπει σε αυτό το σημείο να τονιστεί ότι, η συλλογή των δεδομένων από τη βάση δεδομένων της Thomson Reuters, ως προς το φύλο του Προέδρου σχετικά με τη ψευδομεταβλητή «sex», αποτέλεσε ιδιαίτερα δύσκολη διαδικασία γιατί, έπρεπε να ανατρέξω ξεχωριστά για κάθε μία από τις 281 εταιρείες, στο ονοματεπώνυμο του κάθε Διευθύνοντα Συμβούλου και να το αντιστοιχίσω με το φύλο του Προέδρου. Αυτό είχε ως συνέπεια το δείγμα που έλαβα αρχικά να μειωθεί από τις 281 εταιρείες στις 173 εταιρείες στις οποίες αντιστοίχισα το φύλο του Προέδρου. Συνεπώς για να αυξήσουμε



την ερμηνευτική δύναμη του λογιστικού υποδείγματος μας, προτείνεται να αυξηθεί εις το τριπλάσιο το μέγεθος του δείγματος μας και να λάβουμε υπόψη μας , και άλλους παράγοντες ως ανεξάρτητες μεταβλητές στο υπόδειγμά μας.

Αυτές οι **επιπλέον ανεξάρτητες μεταβλητές-παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν και τελικά να αυξήσουν σημαντικά το συντελεστή προσδιορισμού McFadden R-squared** είναι σύμφωνα με την προλεχθείσα και πρόσφατη (2012 και 2013) αρθρογραφική ανασκόπηση, οι εξής:

1. **η διαχείριση επιχειρηματικού κινδύνου της εταιρείας**, η οποία διαδραματίζει στατιστικά σημαντικό ρόλο στην αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση, σύμφωνα με τους S. Önder και H. Ergin (2012)

2. **τα δημογραφικά κριτήρια της επιλογής του Προέδρου**, σύμφωνα με τους Cheng και Leung (2012)

3. **η διαχείριση της ιδιοκτησίας και το θεσμικό πλαίσιο της ιδιοκτησίας**, τα οποία αποτελούν στατιστικά σημαντικούς παράγοντες άσκησης ποιοτικότερης εταιρικής διακυβέρνησης, σύμφωνα με τους Hussainey και Al-Najjar (2012)

4. **η ιδιοκτησιακή ανεξαρτησία του Δ.Σ.**, η οποία επηρεάζει θετικά και στατιστικά σημαντικά την εταιρική διακυβέρνηση από το 2003 και έπειτα, σύμφωνα με τους S. Bhagat και B. Bolton (2013)

5. **τα προβλεπόμενα και ποιοτικά κέρδη**, σύμφωνα με τους Gul, Hutchinson και Lai (2013)

Καταλήγοντας, πρέπει να επισημανθεί ακόμη, ότι και οι ανωτέρω προτεινόμενοι παράγοντες δεν ήταν δυνατό να συγκεντρωθούν ως δεδομένα συγχρόνως για τις 173, στις οποίες δημιουργήθηκε η ψευδομεταβλητή «sex», από τη βάση δεδομένων της Thomson Reuters, και αυτό γιατί θα έπρεπε να μειωθεί και άλλο το μέγεθος του δείγματος. Συνεπώς εάν μειώνονταν περισσότερο το μέγεθος του δείγματος, τότε σύμφωνα με τη στατιστική-μαθηματική ακρίβεια θα κινδύνευε να μειωθεί και άλλο ο συντελεστής προσδιορισμού McFadden R-squared, και αυτός ήταν ο κύριος λόγος που δεν προχώρησα να προσθέσω και άλλες ανεξάρτητες μεταβλητές στο οικονομετρικό λογιστικό υπόδειγμα που δημιούργησα.

## Κεφάλαιο 4 : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Από την ανάλυση των αποτελεσμάτων της θεωρητικής μελέτης μας παρατηρήσαμε ότι το μέγεθος της εταιρείας, το μέγεθος του Δ.Σ., ο βιομηχανικός κλάδος, και η εμπορική εξωστρέφεια της εταιρείας αποτελούν στατιστικά σημαντικούς παράγοντες στην επιλογή του γυναικείου φύλου έναντι του ανδρικού στο Δ.Σ. Αυτό το συμπέρασμα ενισχύεται από το γεγονός ότι έχει αποδειχτεί ότι οι γυναίκες παρευρίσκονται τουλάχιστον περισσότερο κατά 75% στις συνεδριάσεις του Δ.Σ. σε σχέση με τους άνδρες, οι οποίοι αποδεικνύονται ότι είναι λιγότερο αποτελεσματικοί στο έργο τους. Βεβαίως αυτό οφείλεται στο ότι οι γυναίκες έναντι των ανδρών επιδεικνύουν ιδιαίτερες γνώσεις και δεξιότητες καθώς και χρήσιμες εξειδικευμένες γνώσεις σε χρηματοοικονομικά και νομικά θέματα. Συνεπαγωγικά επαληθεύτηκε ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης και δη της γυναικείας, στην εταιρική κοινωνική ευθύνη και στην αύξηση της εταιρικής κοινωνικής και οικονομικής αξίας προς το εξωτερικό της περιβάλλον, γιατί η επίδραση αυτή είναι διττή. Είναι τόσο οικονομική , όσο και κοινωνική. Γι' αυτό έχει καταφανεί από τις μέχρι τώρα μελέτες ότι :

1. όσο αυξάνεται η γυναικεία παρουσία στη σύνθεση του Δ.Σ. και μάλιστα όσον αφορά τις θέσεις Διευθύνοντα Συμβούλου και Προέδρου του Δ.Σ. , τόσο μειώνεται η πιθανότητα οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις της εταιρείας να απορριφθούν κατά τον έλεγχο και να κριθούν για αναδημοσίευση λόγω ανακρίβειας στοιχείων.

2. η συμμετοχή των γυναικών σε διευθυντικές θέσεις εντός του Δ.Σ. , αυξάνει σημαντικά από απόψεως στατιστικής ανάλυσης και εκτίμησης, την εταιρική κοινωνική ευθύνη.

Παράλληλα από την εμπειρική μας μελέτη, παρατηρούμε ότι η βάση δεδομένων μας έδωσε κατά κόρον χρηματοοικονομικές πληροφορίες και όχι και κοινωνικές-ποιοτικές. Γι' αυτό το λόγο, αποδείχτηκε και στην πράξη ότι τα μεμονωμένα χρηματοοικονομικά μεγέθη δεν επηρεάζουν την επιλογή του Προέδρου

ως προς το φύλο. Φυσικά, αυτή η στατιστική ασημαντότητα – μη σχετικότητα του φύλου του επιλεγέντος Προέδρου με τις χρηματοοικονομικές μεταβλητές της επιχείρησης, οφείλεται κυρίως στην έλλειψη των κοινωνικών-ποιοτικών παραγόντων τόσο του εξωτερικού όσο και του εσωτερικού περιβάλλοντος της εν λόγω εταιρείας. Οι παράγοντες αυτοί , είναι κυρίως η έλλειψη επαρκών στοιχείων του φύλου του Προέδρου σε συνδυασμό με τους ακόλουθους ποιοτικούς και κοινωνικούς παράγοντες:

1. τη διαχείριση επιχειρηματικού κινδύνου
2. τα δημογραφικά κριτήρια της επιλογής του Προέδρου
3. τη διαχείριση ιδιοκτησίας και το θεσμικό πλαίσιο ιδιοκτησίας
4. την ιδιοκτησιακή ανεξαρτησία των μελών του Δ.Σ.
5. τα προβλεπόμενα και ποιοτικά κέρδη

Συνεπώς, μπορούμε να πούμε ότι η εταιρική κοινωνική ευθύνη παίζει σπουδαίο ρόλο στη γυναικεία εταιρική διακυβέρνηση, γιατί συνδέεται σημαντικά με τη συμμετοχή της γυναίκας στη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου, ακόμη και με τη θέση του Προέδρου του Δ.Σ., αλλά όμως το θέμα αυτό προσεγγίζεται παράλληλα υπό χρηματοοικονομική και ποιοτική-κοινωνική βάση δεδομένων. Μελλοντικές μελέτες μπορούν να διεξαχθούν για να διερευνηθεί και να μετρηθεί περισσότερο αυτό το συμπέρασμα, εφόσον όμως προγενέστερα υπάρχουν επαρκή συνδυαστικά ποιοτικά και ποσοτικά δεδομένα.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Σύνδεσμος Ελλήνων Βιομηχάνων, 2011. «ΚΩΔΙΚΑΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΣΕΒ για τις Εισηγμένες Εταιρείες»
2. Χατζής, Α. ,2006. «Ορολογία οικονομικής ανάλυση του δικαίου», σημειώσεις του μαθήματος Δίκαιο και Οικονομία, Εθνικό και Καποδιστριακό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Τμήμα Νομικής
3. AbderrazakDHAOUI, AbderrazakDHAOUI, 2011. R&DInvestment, GovernanceandManagementEntrenchmentinFrenchCompaniesListedin SBF250. *Journal of Economic and Social Studies*, July, 1(2), pp. 5-32.
4. Adams, R., Hermalin, B., Weisbach, M. ,2010. The role of boards of directors in corporate governanve: a conceptual framework and survey, *Journal Of Economic Literature* 2010, 18(1), pp 58-107
5. Bijayananda Naik, Srinivasan Ragothaman, 2012. Modeling Corporate Governance Ratings: A Comparative Study. *International Journal of Business, Marketing, and Decision Sciences*, 5(1).
6. Bill B. Francis, Iftekhar Hasan, Qiang Wu, 2012. Do Corporate Boards Affect Firm Performance? New Evidence from the Financial Crisis. *Review of Financial Economics*, April , 21(2), pp. 39-52 .
7. Bill Francis, Iftekhar Hasan, Liang Song, 2012. Are Firm- and Country-Specific Governance Substitutes? Evidence from Financial Contracts in Emerging Markets. *The Journal of Financial Research*, 35(3), pp. 343–374.
8. Bin Srinidhi, Ferdinand A. Gul, Judi Tsui, 2011. Female Directors and Earnings Quality. *Contemporary Accounting Research*, 28(5), pp. 1610–1644.
9. Black, Bernard S. and Kim, Woochan, The Effect of Board Structure on Firm Value: A Multiple Identification Strategies Approach Using Korean Data (July 9, 2011). *Journal of Financial Economics (JFE)*, 2011; U of Texas Law, Law and Econ Research Paper No. 89; McCombs Research Paper No. FIN-02-07; ECGI - Finance Working Paper No. 179/2007; KDI School of Pub Policy & Management Paper No. 07-02; EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=968287>[accessed 12 May 2014]

10. Boudourakis Th., 2003. Εταιρική Διακυβέρνηση, Εφημερίδα «Το Βήμα»
11. Brown L., Caylor M. , 2004. Corporate governance and firm performance
12. Cambell, K., Minguez-Vera A., 2007. Gender diversity in the boardroom and firm financial performance, *Journal of Business Ethics*, 83, pp. 435-451
13. Chakraborty, K. ,2011. Linkage between corporate governance and profitability: an empirical assessment of the Indian corporate sector, *International Journal of Multidisciplinary Research*, Vol. 1, Issue 4
14. Charles A. O'Reilly, Brian G. M. Main, 2012. *Women in the Boardroom: Symbols or Substance?*. Stanford: Graduate School of Business, Stanford University.
15. Claessens S. ,2006. *Corporate governance and development*, Oxford University, Vol. 21, pp. 91-122
16. Cristian L. Dezsó, David Gaddis Ross, 2007. *Girl Power: Female Participation in Top Management and Firm Performance*. Available at SSRN: <https://www0.gsb.columbia.edu/mygsb/faculty/research/pubfiles/3063/girlpower.pdf> [accessed 12 May 2014]
17. Cristian L. Dezsó, David Gaddis Ross, 2011. *Does Female Representation in Top Management Improve Firm Performance? A Panel Data Investigation*, College Park: Robert H. Smith School Research Paper No. RHS 06-104 .
18. Darmadi Salim, 2011. Board diversity and firm performance : the Indonesian evidence. *Corporate Ownership and Control Journal*, Volume 8.
19. David Carter, Frank P. D'Souza, Betty J. Simkins, W. Gary Simpson, 2007. The Diversity of Corporate Board Committees and Firm Financial Performance. March 15, p. 40.
20. Deloitte ,2011. Women in the boardroom: a global perspective, November
21. Eagly, A., 2007. Female leadership advantage and disadvantage: resolving the contradictions, *Psychology of Women Quarterly*, 31, 1-12
22. Eisenhardt, K. ,1989. Agency Theory: An assessment and review, *Academy of Management Review*, Vol. 14, No. 1, pp 57-74  
Financial Reporting Council (2012) The UK Corporate Governance Code, September

23. Ferdinand A. Gul, Marion Hutchinson, Karen M. Y. Lai, 2013. Gender-Diverse Boards and Properties of Analyst Earnings Forecasts. *Accounting Horizons - A Quarterly Journal of the American Accounting Association*, 27(3), p. 511–538.
24. Florou A., Galarniotis A. ,2006.*Benchmarking greek corporate governance against different standards*, Corporate Governance and International Review, Vol. 15, Iss. 5, pp. 979-998
25. Gail Robinson, Kathleen Dechant, 1997. Building a business case for diversity. *The Academy of Management Executive*, August, 11(3), pp. 21-31.
26. Gompers P., Ishii J., Metrick A. ,2003.*Corporate governance and equity prices*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 118, No. 1, pp. 107-155
27. Hanoku Bathula, 2008. *Board characteristics and firm performance: evidence from New Zealand*, New Zealand: Auckland University of Technology.
28. Hoje Jo, Maretno A. Harjoto, 2011. Corporate Governance and Firm Value, The Impact of Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 103(3), pp. 351-383.
29. Hsin-Hung Chen, 2008. The Timescale Effects of Corporate Governance Measure on Predicting Financial Distress. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 11(1), pp. 35-46.
30. Hua-Wei Huang, Ena Rose-Green, Chih-Chen Lee, 2012. CEO Age and Financial Reporting Quality. *Accounting Horizons - A Quarterly Journal of the American Accounting Association*, 26(4), pp. 725–740.
31. Jacoby M. Sanford (2001), *Corporate governance in comparative perspective: prospects for convergence*, contribution to the Symposium on employees and corporate governance
32. Jasmin Joecks, Kerstin Pull, Karin Vetter, 2013. Gender Diversity in the Boardroom and Firm Performance: What Exactly Constitutes a Critical Mass?. *Journal of Business Ethics* , November , 118 (1), pp. 61-72 .
33. Jason Q. Zhang, Hong Zhu, Hung-bin Ding, 2013. Board Composition and Corporate Social Responsibility: An Empirical Investigation in the Post Sarbanes-Oxley Era. *Journal of Business Ethics*, May, 114(3), pp. 381-392.
34. Jensen, M., & Meckling, W. ,1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*

35. Jie Cai, Jacqueline L. Garner, Ralph A. Walking, 2009. Electing Directors. *The Journal of Finance*, October, 64(5), pp. 2389-2421.
36. Kenneth R. Ahern, Amy K. Dittmar, 2012. The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation. *Quarterly Journal of Economics*, May 20, 127(1), pp. 137-197.
37. Khaled Hussainey, Basil Al-Najjar, 2012. Understanding the Determinants of RiskMetrics/ISS Ratings of the Quality of UK Companies' Corporate Governance Practice. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, Volume 29, pp. 366–377.
38. Lammertjan Dam, Bert Scholtens, 2013. Ownership Concentration and CSR Policy of European Multinational Enterprises. *Journal of Business Ethics*, November, 118(1), pp. 117-126.
39. Lawrence J. Abbott, Susan Parker, Theresa J. Presley, 2012. Female Board Presence and the Likelihood of Financial Restatement. *Accounting Horizons - A Quarterly Journal of the American Accounting Association*, 26(4), p. 607–629.
40. Louis T. W. Cheng, T. Y. Leung, 2012. The Effects of Management Demography on Auditor Choice and Earnings Quality: Evidence from China. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 15(2), p. 37.
41. Marco Becht, Patrick Bolton, Ailsa Röell, 2005. Corporate Governance and Control. *ECGI - Finance Research Paper Series No 02*.
42. Mijntje Lückerath-Rovers, 2009 . Female Directors on Corporate Boards Provide Legitimacy to a Company: A Resource Dependency Perspective. *Management Online Review*, June , pp. 1-13.
43. Mijntje Lückerath-Rovers, 2013. Women on boards and firm performance. *Journal of Management & Governance*, May , 17(2), pp. 491-509.
44. Nicholas Barnett, Karen Morley PhD, Hannah Piterman PhD., 2010. *Gender agenda: Unlocking the power of diversity in the boardroom*, North Sydney: Insync Surveys Pty Ltd.
45. Niclas L. Erhardt, James D. Werbel, Charles B. Shrader, 2003. Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review*, Volume 11, pp. 102-111.

46. Nina Smith, Valdemar Smith, Mette Verner, 2005. *Do Women in Top Management*, Bonn: IZA Discussion Paper series No 1708.
47. Nina Smith, Valdemar Smith, Mette Verner, 2008. *Women in Top Management and Firm Performance*, Aarhus: Aarhus University.
48. Nirosha Hewa Wellalage, Stuart Locke, 2012. Women on board, firm financial performance and agency costs. *Asian Journal of Business Ethics*, 22 July.
49. Øyvind Bøhren, R. Øystein Strøm, February 12, 2007. *Aligned, informed, and decisive: Characteristics of value-creating boards*. Ljubljana, EFA Meeting Papers.
50. Paul Dunn, 2012. Breaking the boardroom gender barrier: the human capital of female corporate directors. *Journal of Management & Governance*, November , 16(4), pp. 557-570.
51. Probal Dutta, Sudipta Bose, 2006. Gender Diversity in the Boardroom and Financial Performance of Commercial Banks: Evidence from Bangladesh. *The Cost and Management*, November-December, 34(6), pp. 70-74.
52. R. Øystein Strøm, Bert d'Espallier, Roy Mersland, 2010. *Gender, Performance and Governance in Microfinance Institutions*, s.l.: Aarhus School of Business, University of Aarhus.
53. Robert W. Fairlie, Alicia M. Robb, 2009. Gender differences in business performance: evidence from the Characteristics of Business Owners survey. *Small Business Economics*, December, 33(4), pp. 375-395.
54. Ross, S. (1973) The economic theory of agency: The principal's problem, *Decision making under uncertainty*, Vol. 63, No.2
55. S. Ahmet Mentés, 2011. Gender Diversity at the Board and Financial Performance: A Study on ISE (Istanbul Stock Exchange). *Middle Eastern Finance and Economics*, June, Issue 14.
56. S. Ayuso; A. Argandoña, 2007. *Responsible corporate governance: towards a stakeholder board of directors?*, Barcelona: IESE Business School, University of Navarra.
57. Sabina Tacheva, Morten Huse, 2006. *Women Directors and Board Task Performance: Mediating and Moderating Effects of Board Working Style*



58. Sanjai Bhagat, Brian Bolton, 2013. Director Ownership, Governance and Performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, February, 48(1), pp. 105–135.
59. Serife Önder, Hüseyin Ergin, 2012. Determiners of enterprise risk management applications in Turkey: An empirical study with logistic regression model on the companies included in ISE (Istanbul Stock Exchange). *BEH - Business and Economic Horizons*, June, 7(1), pp. 19-26.
60. Shwetlena Sabarwal, Katherine Terrell, 2008. *Does Gender Matter For Firm Performance? Evidence From Eastern Europe And Central Asia*, Bonn: IZA Discussion Paper No. 3758.
61. Siti Norwahida Shukeri, Ong Wei Shin, Mohd Shahidan Shaari, 2012. *Does Board of Director's Characteristics Affect Firm Performance? Evidence from Malaysian Public Listed Companies*, Toronto: Canadian Center of Science and Education.
62. Solomon J. ,2005. «Corporate governance & accountability», J. Willey & Sons.
63. Stefan Hilger, Ansgar Richter, Utz Schäffer, 2013. Hanging Together, Together Hung? Career Implications of Interpersonal Ties Between CEOs and Top Managers. *BuR - Business Research*, May, 6(1), pp. 8-32.
64. Steven Boivie, Scott D. Graffin, Timothy G. Pollock, 2012. Time for Me to Fly: Predicting Director Exit at Large Firms. *Academy of Management Journal*, 55(6), pp. 1334-1359.
65. Sven-Olov Daunfeldt, Niklas Rudholm, 2012. *Does Gender Diversity in the Boardroom Improve Firm Performance?*, Stockholm: HUI Research, HUI Working Papers No 60.
66. Terjesen, S., Sealy, R., Singh, V. ,2009. Women directors on corporate boards: a review and research agenda, *Corporate Governance: An international review*, 17(3). pp. 320-337
67. Trond Randøy, Lars Oxelheim, Steen Thomsen, 2006. *A Nordic perspective on corporate board diversity*, Oslo: Nordic Innovation Centre, Trond Randøy, Agder University College.

68. Tuan Nguyen, Stuart Locke, Krishna Reddy, 2012. *Do female directors add value? Evidence from an emerging market*. Hamilton (New Zealand), 16th Annual Waikato Management School Student Research Conference.

69. Ursula Glunk, Mariëlle G. Heijltjes, 2003. *Changes In The Top Management Team: Performance Implications Of Altering Team Composition*, Maastricht: Maastricht University, Maastricht Research School of Economics of Technology and Organization (METEOR).

70. Wan Zanani Wan Abdullah, Shahnaz Ismail, Nurasyikin Jamaluddin, 2008. The impact of board composition, ownership and CEO duality on audit quality: The Malaysian evidence. *Malaysian Accounting Review*, 7(2), pp. 17-28.

71. Werder A., Talaulicar T., Kolat G. ,2005.*Compliance with the german corporate governance code: an empirical analysis of the compliance statements by german listed companies*, Blackwell Publishing Ltd, Vol 13

72. Williams, R. ,2003. Women on corporate boards of directors and their influence on corporate philanthropy, *Journal of Business Ethics*, 42: 1-10, Kluwer Academic Publishers, Netherlands

73. Xanthakis M., Tsipouri L., Spanos L. , 2005.*The construction of a corporate governance rating system for a small capital market: Methodology and applications in the greek market*, working paper, University of Athens

## ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ

1. [www.ieseinsight.com/](http://www.ieseinsight.com/)
2. [www.ecgi.org/](http://www.ecgi.org/)
3. <http://en.wikipedia.org/>
4. [www.moh.gr/](http://www.moh.gr/)
5. [www.smlf.gr/](http://www.smlf.gr/)

6. <http://www.grant-thornton.gr/>