



**Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών**  
**στην Φορολογική και Χρηματοοικονομική Διοίκηση Στρατηγικών Αποφάσεων**  
Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**Εταιρική Διακυβέρνηση – Η Σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου**

της

**ΒΟΥΔΑΚΑΚΗ ΠΑΝΑΓΙΩΤΑΣ**

Του ΠΑΥΛΟΥ

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στη  
Φορολογική και Χρηματοοικονομική Διοίκηση Στρατηγικών Αποφάσεων

Επιβλέπων καθηγητής : Ιωάννης Ταμπακούδης

Μάιος, 2020

## Ευχαριστίες

Η παρούσα διπλωματική εργασία υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την ολοκλήρωση των σπουδών μου στο Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στην Φορολογική και Χρηματοοικονομική Διοίκηση Στρατηγικών Αποφάσεων του τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων .

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα επίκουρο καθηγητή κ. Ιωάννη Ταμπακούδη για την επίβλεψη και την καθοδήγηση σε όλη τη διάρκεια της φοίτησης μου στο μεταπτυχιακό πρόγραμμα.

Τέλος ευχαριστώ πολύ την οικογένεια μου για την υπομονή και την συμπαράσταση που μου έδειξαν την περίοδο αυτή.

## Περίληψη

Σκοπός είναι η μελέτη της πολυμορφίας του Δ.Σ. των επιχειρήσεων στο πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης με έμφαση στην πολυμορφία του Δ.Σ. υπό το πρίσμα της εκπροσώπησης των δύο φύλων και του αριθμού των μελών που συμμετέχουν σε αυτό.

Το θέμα εξετάζεται τόσο σε θεωρητικό επίπεδο με βάση τη μελέτη δευτερογενών πηγών όσο και σε εμπειρικό με τη διεξαγωγή έρευνας με τη χρήση δημοσιευμένων στοιχείων στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις και στις ετήσιες εκθέσεις των πέντε εξεταζόμενων εταιριών.

Στη βιβλιογραφία δεν υπάρχει κοινή άποψη για τη σχέση της πολυμορφίας του Δ.Σ. με την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων. Στην Ελλάδα το νομοθετικό πλαίσιο και ο ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης έχουν ξεκινήσει μέσα στην περίοδο της οικονομικής κρίσης να υιοθετούνται από ολοένα και περισσότερες επιχειρήσεις ενώ και η ύπαρξη περισσότερων γυναικών φαίνεται να κερδίζει έδαφος.

Το δείγμα αποτελείται από πέντε επιτυχημένες ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις οι οποίες χαρακτηρίζονται από διαφορετική σύνθεση του Δ.Σ. τόσο ως προς τον αριθμό μελών που το απαρτίζουν όσο και ως προς τη γυναικεία εκπροσώπηση σε αυτό. Χρησιμοποιείται ποσοτική ανάλυση με τη χρήση πολλαπλής παλινδρόμησης και το ερευνητικό σχέδιο θεωρείται εμπειρικό.

Εξετάζονται τέσσερις δείκτες αποδοτικότητας για να βρεθεί αυτός που δίνει την καλύτερη και πιο αξιόπιστη μορφή του μοντέλου παλινδρόμησης. Παρά το γεγονός ότι λόγω του μικρού μεγέθους του δείγματος των επιχειρήσεων δεν προέκυψαν χρήσιμα στοιχεία ώστε να πραγματοποιηθεί η παλινδρόμηση, βρέθηκε ότι ο συνολικός δείκτης αποδοτικότητας προσφέρει την καλύτερη μεταβλητότητα ενός γραμμικού πολυμεταβλητού μοντέλου παλινδρόμησης σε σχέση με τον δείκτη ROA, το δείκτη Tobin's Q και τα EBITDA.

## **Abstract**

The purpose of this thesis is to study the diversity of the Board of companies in the context of corporate governance with emphasis on the diversity of the Board and specifically based on the representation of both sexes and the number of members involved.

The subject is examined both on a theoretical level based on the study of secondary sources and on an empirical one by conducting research using published data from the financial statements and annual reports of the five examined companies.

In the literature there is no common view on the relationship of the diversity of the Board with business efficiency. In Greece, the legal framework and the Greek Corporate Governance Code have begun to be adopted by more and more companies during the economic crisis, while the existence of more women seems to be gaining ground.

The sample consists of five successful Greek listed companies which are characterized by a different composition of the Board in terms of both the number of members that make it up and the women's representation in it. Quantitative analysis is used using multiple regression and the research design is considered empirical.

Four efficiency indicators are examined to find the one that gives the best and most reliable form of the regression model. Although the small size of the business sample did not provide useful data for regression, it was found that the overall efficiency index offers the best variability of a linear multivariate regression model relative to the ROA index, the Tobin's Q index and EBITDA.

## Περιεχόμενα

Κεφάλαιο 1 Εισαγωγή.....	1
1.1. Σκοπός.....	1
1.2. Χρήσιμες Έννοιες και Ορισμοί.....	1
1.3. Δομή εργασίας.....	4
Κεφάλαιο 2 Βιβλιογραφική Επισκόπηση.....	6
2.1. Εθνικό πλαίσιο.....	6
2.2. Σύγχρονες έρευνες.....	10
2.2.1. Προβληματισμοί για την εταιρική διακυβέρνηση.....	10
2.2.2. Θεωρία αντιπροσώπευσης και θεωρία εξάρτησης πόρων.....	14
2.3. Το Δ.Σ. και η Εκτελεστική Διοίκηση.....	17
Κεφάλαιο 3 Η πολυμορφία στο Δ.Σ. ....	21
3.1. Φύλο.....	21
3.2. Αριθμός μελών.....	27
Κεφάλαιο 4 Μεθοδολογία.....	33
4.1. Εισαγωγικά.....	33
4.2. Θεωρητικό Πλαίσιο και Ερευνητικές Υποθέσεις.....	33
4.3. Δείγμα της Έρευνας.....	36
4.4. Μεθοδολογία Στατιστικής Ανάλυσης.....	36
Κεφάλαιο 5 Αποτελέσματα Έρευνας.....	38
5.1. Επιχειρήσεις.....	38
5.1.1. Aegean Airlines.....	38
5.1.2. Ellaktor.....	40
5.1.3. Jumbo.....	41
5.1.4. Motor oil.....	42
5.1.5. TITAN.....	42
5.2. Αποτελέσματα SPSS.....	44
Κεφάλαιο 6 Συμπεράσματα, Περιορισμοί και Προτάσεις.....	53
Βιβλιογραφία.....	56

## Λίστα Πινάκων

Πίνακας 5 1 Περιγραφικά στοιχεία ROA.....	45
Πίνακας 5 2 Συσχετίσεις ROA .....	45
Πίνακας 5 3 Μεταβλητότητα μοντέλου (για αποδοτικότητα με ROA) .....	45
Πίνακας 5 4 ANOVA test (ROA).....	46
Πίνακας 5 5 Περιγραφικά στοιχεία Tobin' s Q.....	46
Πίνακας 5 6 Συσχετίσεις Tobin' s Q.....	47
Πίνακας 5 7 Μεταβλητότητα μοντέλου (για αποδοτικότητα με Tobin' s Q).....	47
Πίνακας 5 8 ANOVA test (Tobin' s Q) .....	48
Πίνακας 5 9 Περιγραφικά στοιχεία EBITDA.....	48
Πίνακας 5 10 Συσχετίσεις EBITDA .....	48
Πίνακας 5 11 Μεταβλητότητα μοντέλου (για αποδοτικότητα με EBITDA) .....	49
Πίνακας 5 12 ANOVA test (EBITDA).....	50
Πίνακας 5 13 Περιγραφικά στοιχεία δείκτης συνολικής αποδοτικότητας.....	50
Πίνακας 5 14 Συσχετίσεις δείκτης συνολικής αποδοτικότητας.....	50
Πίνακας 5 15 Μεταβλητότητα μοντέλου (για αποδοτικότητα με δείκτη συνολικής αποδοτικότητας) .....	51
Πίνακας 5 16 ANOVA test (δείκτης συνολικής αποδοτικότητας) .....	51

## Κεφάλαιο 1 Εισαγωγή

### 1.1. Σκοπός

Η συζήτηση για τη λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου (Δ.Σ.) έχει προσελκύσει μεγάλο ενδιαφέρον την τελευταία δεκαετία. Η ποικιλομορφία του Δ.Σ. θεωρείται πηγή ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος (Cox & Blake, 1991). Σύμφωνα με τον Barney (1991) υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ της ποικιλομορφίας και της αποδοτικότητας της επιχείρησης. Καθώς η αποδοτικότητα συνδέεται άμεσα με την ανώτερη διοίκηση των επιχειρήσεων και με την εταιρική διακυβέρνηση, η ποικιλομορφία του Δ.Σ. ως προς το φύλο και το μέγεθος αποτελεί σημαντικό θέμα διερεύνησης. Παρά το γεγονός ότι πολλές έρευνες διεξάγονται σε αναπτυγμένες χώρες οι οποίες συνδέονται με την γυναικεία εκπροσώπηση στο Δ.Σ. (Sener & Karaye, 2014), η έρευνα πάνω στο ζήτημα βρίσκεται ακόμη σε πρώιμο στάδιο σε χώρες όπως η Ελλάδα όπου η πλειοψηφία των επιχειρήσεων απαρτίζεται από ΜμΕ. Η παρούσα μελέτη συμβάλλει στη βιβλιογραφία, καθώς συγκρίνει δύο σημαντικές διαστάσεις της ποικιλομορφίας του Δ.Σ., το μέγεθος και το φύλο, σε μια χώρα με την πλειοψηφία των επιχειρήσεων να ανήκουν στην κατηγορία των ΜμΕ και συνήθως είναι οικογενειακές επιχειρήσεις.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η μελέτη της πολυμορφίας του Δ.Σ. των επιχειρήσεων στο πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης. Συγκεκριμένα, έμφαση δίνεται στην πολυμορφία του Δ.Σ. υπό το πρίσμα της εκπροσώπησης των δύο φύλων και του αριθμού των μελών που συμμετέχουν σε αυτό. Το ζήτημα υποστηρίζεται τόσο θεωρητικά με βάση τη μελέτη δευτερογενών πηγών όσο και εμπειρικά με τη διεξαγωγή πρωτογενούς έρευνας.

### 1.2. Χρήσιμες Έννοιες και Ορισμοί

Η εταιρική διακυβέρνηση έχει προσελκύσει το ενδιαφέρον πολλών θεωρητικών και εμπειρικών ερευνητών τα τελευταία χρόνια εξαιτίας του ρόλου που διαδραματίζει στην αποτελεσματικότητα και την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης. Σύμφωνα με τον ορισμό του OECD (1999) η εταιρική διακυβέρνηση αφορά το σύνολο των κανόνων με τους οποίους διοικούνται οι επιχειρήσεις προστατεύοντας παράλληλα το συμφέρον των μετόχων και των λοιπών ενδιαφερομένων και αποτελεί το σύστημα με το οποίο οι εταιρίες παρακολουθούνται και ελέγχονται. Μέσα στα εργαλεία διασφάλισης και

προστασίας των συμφερόντων των μετόχων εντάσσεται το μέγεθος και η σύνθεση του Δ.Σ. (Mehran & Mollineaux, 2012).

Σύμφωνα με τον ορισμό της Cadbury Report (1992), η εταιρική διακυβέρνηση είναι το σύστημα με βάση το οποίο οι επιχειρήσεις καθοδηγούνται και ελέγχονται, ενώ σύμφωνα με τους Shleifer & Vishny (1997) αποτελεί τον τρόπο με τον οποίο οι επενδυτές διασφαλίζονται ότι θα λάβουν απροσδόκητα οφέλη για την επένδυση την οποία έκαναν. Η εταιρική διακυβέρνηση καθορίζει τις σχέσεις μεταξύ της διοίκησης, των ιδιοκτητών και των πιθανών ενδιαφερομένων μερών και θέτει τους εταιρικούς στόχους (Broni & Velentzas, 2012).

Σύμφωνα με τους Broni & Velentzas (2012) η εταιρική διακυβέρνηση εμπεριέχει δύο έννοιες. Αφενός, περιλαμβάνει τη μακροπρόθεσμη προοπτική η οποία αφορά τη σχέση και την επικοινωνία μεταξύ της διοίκησης και των μετόχων προκειμένου να επιτύχουν μια παραγωγική συνεργασία. Αφετέρου, περιλαμβάνει την χρηματοοικονομική προοπτική η οποία περιγράφει τη σχέση μεταξύ των δύο μερών όπως αυτή βασίζεται σε κανόνες, διαδικασίες και κανονισμούς με απώτερο στόχο την επίτευξη της διαφάνειας και της αποκάλυψης πληροφοριών στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις (Drogalas et al., 2016).

Η εταιρική διακυβέρνηση περιγράφει τον τρόπο με τον οποίο οι εταιρίες διοικούνται και ελέγχονται. Πρόκειται για τη δομή μέσω της οποίας προσεγγίζονται και τίθενται οι στόχοι της εταιρίας, εντοπίζονται οι σημαντικότεροι κίνδυνοι που αντιμετωπίζει αυτή, προσδιορίζονται τα μέσα επίτευξης των εταιρικών στόχων και καθίσταται δυνατή η παρακολούθηση της απόδοσης της διοίκησης. Μια καλή εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να προωθήσει την ανταγωνιστικότητα της επιχείρησης, καθώς συνδράμει στην αποτελεσματικότερη εσωτερική της οργάνωση και στην καλύτερη διαχείριση του κόστους κεφαλαίου της (ΣΕΒ, 2013).

Η εταιρική διακυβέρνηση βασίζεται σε ένα σύνολο χαρακτηριστικών όπως η λογοδοσία προς τους μετόχους (Keasy & Wright, 1997), η δημιουργία μηχανισμών ελέγχων της συμπεριφοράς της διοίκησης (Tricker, 1994) και η συμμόρφωση των εταιριών με τους νόμους (Dunlop, 1998). Με άλλα λόγια, αντιπροσωπεύει το σύστημα με το οποίο οι επιχειρήσεις διοικούνται και ελέγχονται (Cadbury, 2000).

Η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί βασικό στοιχείο βελτίωσης της οικονομικής αποδοτικότητας και της ανάπτυξης, καθώς και της ενίσχυσης της εμπιστοσύνης των επενδυτών. Η εταιρική διακυβέρνηση περιλαμβάνει ένα σύνολο σχέσεων μεταξύ της διοίκησης της επιχείρησης, του συμβουλίου της, των μετόχων και άλλων



ενδιαφερομένων. Ακόμη, παρέχει τη δομή μέσω της οποίας καθορίζονται οι στόχοι της επιχείρησης και τα μέσα επίτευξης αυτών. Σύμφωνα με τους Krivogorsky & Dick (2011) περιλαμβάνει μηχανισμούς με τους οποίους οι διοικήσεις των επιχειρήσεων είναι υπόλογες για την εταιρική διακυβέρνηση, την απόδοση και τον τρόπο με τον οποίο οργανώνονται, κατευθύνονται και ελέγχονται.

Το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης εξειδικεύει τη διάρθρωση των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων μεταξύ διαφορετικών συμμετεχόντων σε μια επιχείρηση. Υποδείγματα εταιρικής διακυβέρνησης αποτελούν (OECD, 1999; Σπανού, 2001):

- το υπόδειγμα των μετόχων (shareholders model), σύμφωνα με το οποίο στόχος της επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση της αξίας. Ο στόχος αυτός όμως παρεμποδίζεται όταν υπάρχει διαχωρισμός μεταξύ της ιδιοκτησίας και του ελέγχου (Shleifer & Vishny, 1997),
- το υπόδειγμα των εταίρων (stakeholder model) σύμφωνα με το οποίο η επιχείρηση πρέπει να λαμβάνει υπόψη της τα συμφέροντα μιας ευρύτερης ομάδας ενδιαφερομένων (εργαζόμενους, πιστωτές, προμηθευτές, μετόχους, κοινωνία κλπ.),
- εξωτερικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης με χαρακτηριστικό τους την ύπαρξη μεγάλων και υψηλής ρευστότητας κεφαλαιαγορών,
- εσωτερικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης με χαρακτηριστικό τους την υψηλή συγκέντρωση της μετοχικής ιδιοκτησίας ή των δικαιωμάτων ψήφου και την ύπαρξη πολλών σταυροειδών σχέσεων μεταξύ των επιχειρήσεων.

Σύμφωνα με τους Danescu et al. (2015b) οι κύριοι πυλώνες της εταιρικής διακυβέρνησης στοχεύουν σε πτυχές όπως οι δομές διακυβέρνησης, ο ρόλος των κύριων μετόχων, η εξασφάλιση δίκαιης μεταχείρισης προς όλους τους μετόχους, ο ρόλος των ενδιαφερόμενων μερών, η παρουσίαση των πληροφοριών και η επίτευξη της διαφάνειας. Βασικό εργαλείο και μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης προκειμένου να εφαρμόζονται ορθά οι αρχές της είναι το Δ.Σ. (Paul et al., 2011). Το μέγεθος του Δ.Σ. ορίζεται ως ο αριθμός των μελών του Δ.Σ. μιας επιχείρησης και αποτελεί μέγεθος το οποίο επηρεάζει την αξία της.

Ο αριθμός των μελών του Δ.Σ. ποικίλλει ανάλογα τον κλάδο δραστηριοποίησης της εταιρίας, το καταστατικό της και τις ισχύουσες διατάξεις του εθνικού νομικού πλαισίου.

Όσον αφορά στο φύλο των μελών του Δ.Σ. αποτελεί ένα αντικείμενο μελέτης το οποίο έχει απασχολήσει τα τελευταία χρόνια τη βιβλιογραφία και απαιτεί περαιτέρω έρευνα.

### 1.3. Δομή εργασίας

Η παρούσα εργασία ολοκληρώνεται μέσα από έξι κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζεται ο σκοπός της έρευνας, ορισμένες χρήσιμες έννοιες και οι ορισμοί αυτών για την καλύτερη κατανόηση των θεμάτων που εξετάζει καθώς επίσης και η δομή της.

Το δεύτερο κεφάλαιο εξετάζει τη βιβλιογραφική επισκόπηση και τα θέματα που ανακύπτουν στη σύγχρονη αρθρογραφία κυρίως γύρω από το ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης. Στο πλαίσιο μελέτης του ζητήματος εξετάζεται αρχικά το θεσμικό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζεται στην Ελλάδα, στη συνέχεια παρουσιάζονται ορισμένες σύγχρονες έρευνες για να αναδειχθούν τα ζητήματα που απασχολούν τους σύγχρονους ερευνητές και δίνεται μεγαλύτερη έμφαση στο Δ.Σ. και την εκτελεστική διοίκηση, δηλαδή τους διευθυντές των επιχειρήσεων που επιφορτίζονται με εκτελεστικούς ρόλους των αποφάσεων του Δ.Σ.

Το τρίτο κεφάλαιο αφορά την πολυμορφία στο Δ.Σ. και συγκεκριμένα δύο πτυχές αυτής, την πολυμορφία του φύλου και την πολυμορφία της σύνθεσης. Τα ζητήματα αυτά έχουν απασχολήσει θεωρητικούς και εμπειρικούς ερευνητές, καθώς έχουν συνδεθεί με την αποδοτικότητα της επιχείρησης.

Το τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζει τη μεθοδολογία έρευνας που ακολουθείται στο εμπειρικό μέρος της εργασίας. Συγκεκριμένα, παρουσιάζεται το είδος μεθοδολογίας που ακολουθείται, η πηγή των πληροφοριών που εξετάζονται, ο τρόπος ανάλυσής τους και το δείγμα. Ακόμη, παρουσιάζονται οι ερευνητικές υποθέσεις και η μέθοδος στατιστικής ανάλυσης που ακολουθείται.

Το πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζει το προφίλ των επιλεγθέντων εταιριών και τα αποτελέσματα της έρευνας η οποία αφορά την εξέταση τεσσάρων διαφορετικών δεικτών αποδοτικότητας των εταιριών σε σχέση με τον αριθμό των μελών του Δ.Σ. και το φύλο των μελών αυτών. Στόχος είναι να βρεθεί αν υπάρχει κάποια σχέση μεταξύ της πολυμορφίας του Δ.Σ. ως προς το φύλο και τον αριθμό μελών με την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων αλλά και ποιος δείκτης αποδοτικότητας είναι πιο αποτελεσματικός και προσφέρει πιο αξιόπιστα αποτελέσματα για την εύρεση συσχετίσεων με τις ανεξάρτητες μεταβλητές.

Το έκτο κεφάλαιο αφορά τα συμπεράσματα της εργασίας, την παράθεση των περιορισμών με τους οποίους διεξήχθη όπως επίσης και προτάσεις για μελλοντική έρευνα.

## Κεφάλαιο 2 Βιβλιογραφική Επισκόπηση

### 2.1. Εθνικό πλαίσιο

Για την καλύτερη κατανόηση της αντιμετώπισης της εταιρικής διακυβέρνησης στις χώρες ανά τον κόσμο οι οποίες εξετάζονται σε έρευνες της σύγχρονης βιβλιογραφίας, κρίθηκε σκόπιμο να εξεταστεί ο τρόπος με τον οποίο αντιμετωπίζεται η εταιρική διακυβέρνηση στις διάφορες χώρες με έμφαση το καθεστώς που ισχύει για αυτήν στην Ελλάδα.

Το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να προστατεύει και να διευκολύνει την άσκηση των δικαιωμάτων των μετόχων και να διασφαλίζει την ίση μεταχείρισή τους συμπεριλαμβανομένων των μειοψηφικών δικαιωμάτων και των ξένων ενδιαφερομένων. Ακόμη, πρέπει να δίνονται λογικά κίνητρα στην αλυσίδα επένδυσης και στις χρηματιστηριακές αγορές ώστε να λειτουργούν με τρόπο ωφέλιμο προς την καλή εταιρική διακυβέρνηση. Μέσω της εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να προωθείται η ενεργή συνεργασία μεταξύ των επιχειρήσεων και των ενδιαφερομένων ώστε να δημιουργείται πλούτος, θέσεις εργασίας και βιωσιμότητα (OECD, 2015).

Το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να διασφαλίζει την έγκαιρη και ακριβή αποκάλυψη όσον αφορά διαδικασίες της επιχείρησης συμπεριλαμβανομένης της χρηματοοικονομικής κατάστασης, της απόδοσης, της ιδιοκτησίας και της διακυβέρνησής της. Ακόμη, πρέπει να διασφαλίζει τη στρατηγική καθοδήγηση της επιχείρησης, την αποτελεσματική παρακολούθηση της διοίκησης από το Δ.Σ. και τη λογοδοσία του Δ.Σ. προς τους ενδιαφερόμενους της επιχείρησης.

Οι Claessens & Yurtoglu (2012) εξετάζοντας την εταιρική διακυβέρνηση και το ρόλο της στην οικονομική εξέλιξη της επιχείρησης υποστηρίζουν ότι η αδύναμη εταιρική διακυβέρνηση επικρατεί σε χρηματοοικονομικές αγορές που τείνουν να λειτουργούν αδύναμα σε σχέση με τα παγκόσμια πρότυπα. Η αδύναμη διακυβέρνηση αυξάνει την ευαισθησία της αγοράς και την έλλειψη της διαφάνειας δημιουργώντας άδικες αγορές. Οι χώρες και οι επιχειρήσεις που υιοθετούν βέλτιστες πρακτικές στην εταιρική διακυβέρνηση δεν είναι βέβαιο ότι θα έχουν επιτυχία, αλλά υπάρχουν αρκετές ενδείξεις ότι η καλή εταιρική διακυβέρνηση βελτιώνει την βιωσιμότητα και θέτει τις προϋποθέσεις για μακροχρόνια επιτυχία.

Ένα καλό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης διασφαλίζει ότι τα υπεύθυνα πρόσωπα εκτελούν τα καθήκοντά τους μέσα σε ένα πλαίσιο διαφάνειας και λογοδοσίας (Atu et al.,

2014). Σύμφωνα με τον OECD (2004) υπάρχουν έξι αρχές σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση:

1. Η εταιρική διακυβέρνηση πρέπει να βασίζεται σε ένα πλαίσιο νόμων και κανόνων που επιβάλλονται από το εθνικό νομοθετικό πλαίσιο (στην περίπτωση της Ελλάδας από το κοινοτικό και εθνικό δίκαιο).
2. Απαραίτητη προϋπόθεση και οδηγός πρέπει να είναι η προστασία των δικαιωμάτων και των μετόχων όπως επίσης και η μεταξύ τους δίκαιη μεταχείριση.
3. Σημαντικό ρόλο διαδραματίζει ο ρόλος και τα δικαιώματα των μετόχων εντός του πλαισίου δομής της διακυβέρνησης της επιχείρησης.
4. Η χρονική στιγμή γνωστοποίησης των χρηματοοικονομικών πληροφοριών αποτελεί σημαντικό στοιχείο.
5. Η διαφάνεια της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης ως προς το βαθμό επιτυχίας της επίσης διαδραματίζει σημαντικό ρόλο.
6. Οι μηχανισμοί ελέγχου της διοίκησης και των μετόχων επίσης θεωρούνται σημαντικοί.

Ο όρος «καλή εταιρική διακυβέρνηση» αφορά ένα σύστημα που συνδυάζει τη διοίκηση, την εκτέλεση των διαδικασιών, τις προσδοκίες των μετόχων και τους εμπλεκόμενους με την εφαρμογή της διαφάνειας, της λογοδοσίας, της ευθύνης, της ανεξαρτησίας και του δικαίου (Krishnan & Lee, 2008). Οι αρχές αυτές αποτελούν προϋπόθεση για την εταιρική διακυβέρνηση, ενώ η πιστή εκτέλεση των διαδικασιών με βάση αυτές τις αρχές οδηγεί στην καλή εταιρική διακυβέρνηση. Οι αρχές αυτές υποδηλώνουν ότι η καλή εταιρική διακυβέρνηση αναγνωρίζει τη σημασία του εσωτερικού ελέγχου και τη διαχείριση κινδύνων προκειμένου να επιτύχει η επιχείρηση (Chen et al., 2011).

Σύμφωνα με τους Oso & Semiu (2012) οι βασικές αρχές εταιρικής διακυβέρνησης είναι οι εξής:

- Το συμφέρον των ενδιαφερομένων: Η προστασία των συμφερόντων των πιθανών ενδιαφερομένων πρέπει να εντάσσεται μέσα στις πολιτικές που ακολουθεί η επιχείρηση και αυτό να αποδεικνύεται.
- Υποχρεώσεις και ενέργειες του Δ.Σ.: Το Δ.Σ. πρέπει να έχει συγκεκριμένους ρόλους και αρμοδιότητες, να διακρίνεται από γνώσεις και δεξιότητες που αφορούν την επιχειρηματικότητα, την λογιστική και την ελεγκτική.

- Ακεραιότητα και ηθική συμπεριφορά: Οι διευθυντές και τα ανώτερα στελέχη της διοίκησης της επιχείρησης οφείλουν να ενεργούν με ηθική και ακεραιότητα και να αποφεύγουν τυχόν συγκρούσεις συμφερόντων.
- Διαφάνεια και αποκάλυψη πληροφοριών: Αποτελεί προϋπόθεση η αποκάλυψη πληροφοριών και η τήρηση της διαφάνειας κατά τις συναλλαγές.

Στην Ευρώπη, οι πρώτοι κώδικες χρηστής εταιρικής διακυβέρνησης εμφανίστηκαν στη δεκαετία του '60, αλλά υπήρξε αμφισβήτηση σχετικά με τα οφέλη της εφαρμογής τους (Soltani & Maupetit, 2013). Αυτό συνέβη λόγω έλλειψης εμπειρικών στοιχείων που να υποστηρίζουν τις συστάσεις της καλής εταιρικής διακυβέρνησης (Steen, 2006). Σύμφωνα με τον Cuervo (2002) ένας λόγος που δεν εφαρμόστηκαν οι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης επιτυχώς σε διάφορες χώρες ήταν η έλλειψη της δυνατότητας εφαρμογής τους. Υπήρξε αρκετή κριτική στις ευρωπαϊκές χώρες στις οποίες οι κώδικες στερούνται νομικής ισχύος και τα συστήματα προσανατολίζονται προς τους μεγάλους μετόχους και τους ευνοούν. Αντίθετα, οι χώρες με αγγλοσαξωνική παράδοση ανέπτυξαν συστήματα ελέγχου της αγοράς και δημιούργησαν κώδικες που ακολουθούνται ως νόμοι. Σύμφωνα με τους Goergen et al. (2008) οι αγγλοαμερικανικές χώρες σε αντίθεση με τις ευρωπαϊκές υποστηρίζουν συστήματα τα οποία διαφέρουν στο ότι οι κώδικες έχουν το χαρακτηριστικό του δικαίου που πρέπει να τηρούν υποχρεωτικά οι επιχειρήσεις.

Ο ΣΕΒ (2013) ανέλαβε την πρωτοβουλία δημιουργίας του ελληνικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης για τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις. Με αυτόν οι ελληνικές επιχειρήσεις είναι σε θέση να διαθέτουν και να εφαρμόζουν ένα σαφές και λεπτομερές πλαίσιο λειτουργίας με γνώμονα τη διαφάνεια και την αποτελεσματικότητα. Ο Κώδικας αυτός αποτελεί χρήσιμο εργαλείο διακυβέρνησης το οποίο μπορεί να προσθέσει αξία στις ελληνικές επιχειρήσεις και να θέσει στέρεες βάσεις μεταξύ των επιχειρήσεων και των πελατών τους.

Ο Κώδικας του ΣΕΒ απευθύνεται σε ελληνικές Α.Ε. με έδρα την Ελλάδα των οποίων οι μετοχές έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο. Ωστόσο, μπορεί να εφαρμοστεί και σε μη εισηγμένες επιχειρήσεις. Αποτελεί ένα πλαίσιο κανόνων οι οποίοι ρυθμίζουν τον τρόπο με τον οποίο διοικείται, λειτουργεί και ελέγχεται η επιχείρηση. Λαμβάνει υπόψη τους στόχους της εκάστοτε επιχείρησης και έχει ως απώτερο στόχο τη διαφύλαξη των συμφερόντων όλων των ενδιαφερομένων μερών.

Σε νομική βάση, το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης είχε διαμορφωθεί στην Ελλάδα με το Ν. 3693/2008 ο οποίος επέβαλε τη σύσταση επιτροπών ελέγχου και τη διακυβέρνηση

των επιχειρήσεων και το Ν. 3884/2010 ο οποίος αφορά τα δικαιώματα των μετόχων και πρόσθετες εταιρικές υποχρεώσεις γνωστοποιήσεων προς τους μετόχους στο πλαίσιο προετοιμασίας της Γενικής Συνέλευσης. Τέλος, ο Ν. 3873/2010 ενσωμάτωσε στην εθνική έννομη τάξη την Οδηγία 2006/46/EC της Ε.Ε.

Το Δ.Σ. έχει αναγνωρισθεί ως βασικός παράγοντας στην εταιρική διακυβέρνηση και αυτό οφείλεται όχι μόνο στο ρόλο που διαδραματίζει στον εσωτερικό έλεγχο, αλλά και στην ευθύνη που το χαρακτηρίζει για την εκπλήρωση των στόχων της επιχείρησης (Colbert, 2002). Με βάση το νομικό πλαίσιο, το Δ.Σ. αποφασίζει για οποιαδήποτε πράξη αφορά στη διοίκηση της επιχείρησης, τη διαχείριση των περιουσιακών της στοιχείων και την πραγμάτωση του σκοπού της. Έχει τη δυνατότητα να αναθέσει ορισμένες εξουσίες λήψης αποφάσεων σε ένα ή περισσότερα πρόσωπα του Δ.Σ. ή τρίτους. Ο Ν. 3693/2008 και ο Κώδικας του ΣΕΒ προτρέπουν τις επιχειρήσεις να δημιουργήσουν επιτροπές που συνδράμουν το Δ.Σ. στην εκπλήρωση των καθηκόντων τους και προωθούν τη διαφάνεια και τον καλύτερο έλεγχο της επιχείρησης.

Όσον αφορά στο μέγεθος του Δ.Σ. δεν τίθενται ανώτατα όρια και επιτρέπεται οι μέτοχοι να ορίσουν στο καταστατικό τον αριθμό των μελών του αρκεί αυτός να μην είναι μικρότερος από το τρία. Το μέγεθος και η σύνθεση του Δ.Σ. πρέπει να χαρακτηρίζονται από ισορροπία μεταξύ εκτελεστικών, μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών ώστε οι αποφάσεις να μην προκύπτουν από μια ομάδα συμφερόντων. Σύμφωνα με το Ν. 3016/2002 το Δ.Σ. πρέπει να αποτελείται κατά το ένα τρίτο από μη εκτελεστικά μέλη και να συμπεριλαμβάνει τουλάχιστον δύο ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη.

Ο Κώδικας του ΣΕΒ (2013) προτρέπει τις επιχειρήσεις το Δ.Σ. να απαρτίζεται από 7 – 15 μέλη. Κατά πλειοψηφία αυτά πρέπει να είναι μη εκτελεστικά και να υπάρχουν και τουλάχιστον δύο εκτελεστικά σε αυτό. Το ένα τρίτο πρέπει να αποτελείται από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη που δεν χαρακτηρίζονται από συγκρούσεις συμφερόντων με την εταιρία ή στενούς δεσμούς με τη διοίκηση, τους βασικούς μετόχους και την εταιρία. Το ποσοστό μετοχικού κεφαλαίου που επιτρέπεται να κατέχουν τα μέλη του Δ.Σ. είναι 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας.

Σημαντικό ρόλο στην εκτέλεση της ορθής εταιρικής διακυβέρνησης διαδραματίζει ο Πρόεδρος του Δ.Σ. ο οποίος προΐσταται του Δ.Σ. και έχει αρμοδιότητες που αφορούν την καλή οργάνωση των εργασιών του Δ.Σ. και την αποτελεσματική διεξαγωγή των συνεδριάσεών του. Οι αρμοδιότητες του Προέδρου ορίζονται ρητά και εγγράφως και με γνωστοποίηση στους μετόχους από το Δ.Σ. Όσον αφορά στα μέλη του Δ.Σ. αυτά

ευθύνονται για κάθε πταίσμα που έχει διαπραχθεί κατά τη διοίκηση των υποθέσεων της εταιρίας.

## 2.2. Σύγχρονες έρευνες

### 2.2.1. Προβληματισμοί για την εταιρική διακυβέρνηση

Στη βιβλιογραφία τα θέματα που εξετάζονται γύρω από την εταιρική διακυβέρνηση ποικίλλουν. Τα πιο συνήθη αφορούν τη σχέση της εταιρικής διακυβέρνησης με την αποδοτικότητα ή την κερδοφορία της επιχείρησης, με τον εσωτερικό έλεγχο, την πολυμορφία του Δ.Σ. και άλλα. Παρακάτω αναλύονται ορισμένα από τα πιο σημαντικά θέματα γύρω από την εταιρική διακυβέρνηση και εξειδικεύεται το ζήτημα στο οποίο εστιάζει η παρούσα εργασία.

Σήμερα διάφοροι νόμοι, πρότυπα και αρχές καθορίζουν τις βασικές απαιτήσεις εταιρικής διακυβέρνησης και ως εκ τούτου καμία επιχείρηση δεν μπορεί να υπάρξει χωρίς την εταιρική διακυβέρνηση (Bhasin, 2017). Επιχειρήσεις οι οποίες επηρεάστηκαν από την πρόσφατη οικονομική κρίση χρησιμοποιούσαν την εταιρική διακυβέρνηση κυρίως ως πλαίσιο ελέγχου συμμόρφωσης και όχι σύστημα αξιολόγησης και υπολογισμού της απόδοσης της επιχείρησης (Zhu, 2016). Επιπλέον, οι επιχειρήσεις οι οποίες επιδεικνύουν κακή εταιρική διακυβέρνηση συχνά καταλήγουν στην καταγραφή μεγάλων ζημιών και συνοδεύονται από αρνητική φήμη (Nwagbara, 2012).

Ένα καλό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να εξασφαλίσει ότι η επιχείρηση θα επιτύχει τους στόχους της και ότι οι προσδοκίες των μετόχων θα ικανοποιηθούν (Rehman & Hashim, 2018). Οι μέτοχοι προσδοκούν οι διοικήσεις των επιχειρήσεων να υιοθετούν και να εφαρμόζουν ορθές πρακτικές διακυβέρνησης. Από την άλλη, οι λόγοι για τους οποίους πολλές επιχειρήσεις αποτυγχάνουν να ακολουθήσουν μια αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση είναι οι εξής (Wilkinson, 2014; Wessels & Wilkinson, 2016):

- Ανεπαρκείς πολιτικές και έλλειψη εφαρμογής πολιτικών.
- Έλλειψη εξάρτησης, αξιοπιστίας και διαφάνειας της χρηματοοικονομικής αναφοράς.
- Αναποτελεσματικό και μη αποδοτικό σύστημα αξιολόγησης κινδύνων.
- Έλλειψη ανεξαρτησίας του Δ.Σ. και της Ελεγκτικής Επιτροπής.
- Κατοχή διπλής θέσης προέδρου και διευθύνοντος συμβούλου.



Από τα πιο δημοφιλή ζητήματα στη βιβλιογραφία για την εταιρική διακυβέρνηση είναι η σχέση της με την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων. Οι Simberova et al. (2012) προσπάθησαν να βρουν βασικούς δείκτες απόδοσης ως βάση για τη μέτρηση της αποτελεσματικότητας της εταιρικής διακυβέρνησης. Βρίσκουν ότι η εταιρική διακυβέρνηση στην Τσέχικη Δημοκρατία είναι τέτοια ώστε οι επιχειρήσεις είναι πολύ απρόθυμες να μεταβιβάσουν μοντέλα χρηστής διακυβέρνησης που συνιστώνται από τα διεθνή πρότυπα και οδηγούν συχνά σε μειωμένες επιδόσεις και ανταγωνιστικότητα σε σύγκριση με ξένες εταιρίες. Ένας από τους λόγους για τους οποίους η χώρα που μελέτησαν είναι χαμηλά στην κατάταξη της ανταγωνιστικότητας είναι οι κακές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζονται. Οι δείκτες που προτείνουν οι Simberova et al. (2012) διακρίνονται ως εξής:

1. Διοίκηση: Συχνότητα συναντήσεων του Δ.Σ.
2. Συγκέντρωση ιδιοκτησίας: Δικαιώματα ψήφων, ποσοστιαία κατανομή της ιδιοκτησίας ανά διάφορες κατηγορίες επενδυτών.
3. Μέλη του Δ.Σ.: Αριθμός μελών με δεξιότητες, ποσοστό εκπροσώπησης από το σημείο της διεθνούς εκπροσώπησης, ποσοστό εκπροσώπησης των φύλων των μελών.
4. Αποτελεσματικότητα ενδιαφερομένων: Ποσοστό εκπροσώπησης των ανεξάρτητων μελών, διαχωρισμός καθηκόντων διευθύνοντος συμβούλου και προέδρου, ανεξαρτησία μελών Δ.Σ. και Ελεγκτικής Επιτροπής, διάρκεια θητείας μελών, αποζημίωση των μελών του Δ.Σ. (bonus, προσφορά ποσοστού μετοχών, απόκτηση μετοχών έναντι μισθού, μακροπρόθεσμα και βραχυπρόθεσμα εμπόδια), ποσοστό εκπροσώπησης γυναικών στο Δ.Σ., διάκριση διαδικασιών για καλύτερη διαχείριση κινδύνου.
5. Αφοσίωση ενδιαφερομένων: Συχνότητα των ενδιαφερομένων, ύπαρξη μηχανισμών εμπλοκής των ενδιαφερομένων, μέθοδοι ανταπόκρισης στην ανατροφοδότηση των ενδιαφερομένων
6. Συμπεριφορά, δικαστική δίωξη, κίνδυνοι διαφθοράς: Καταγεγραμμένα περιστατικά διαφθοράς και κόστη που προκύπτουν από αυτά, αριθμός περιστατικών διαφθοράς ανά μονάδα ή τμήμα εργασίας της επιχείρησης, συνολικό ποσό για την διόρθωση, τις ποινές, τα έξοδα και την εγκατάλειψη μιας λειτουργίας της επιχείρησης, πληρωμές προς το κράτος, δικαίωμα ψήφου.

Μια άλλη σχέση της εταιρικής διακυβέρνησης η οποία εξετάζεται εκτεταμένα είναι αυτή με τον εσωτερικό έλεγχο. Σύμφωνα με τους Lin et al. (2011) ορισμένα χαρακτηριστικά της εταιρικής διακυβέρνησης μιας επιχείρησης μπορούν να λειτουργήσουν ως μεταβλητές του εσωτερικού ελέγχου, καθώς φαίνεται ότι σχετίζονται με τη λειτουργία του εσωτερικού ελέγχου. Τα χαρακτηριστικά αυτά είναι η εμπειρία και οι γνώσεις της επιτροπής ελέγχου, οι πωλήσεις της εταιρίας σε σχέση με το μέγεθός της, ο δείκτης απόδοσης περιουσιακών στοιχείων και ο κλάδος δραστηριοποίησης της επιχείρησης.

Ένα ζήτημα το οποίο ανέδειξε η μελέτη της βιβλιογραφίας είναι η πολυμορφία του Δ.Σ.. Το μέγεθος και η πολυμορφία των Δ.Σ. μπορεί να προσδιοριστεί από παράγοντες όπως το μέγεθος της επιχείρησης, την ηλικία της επιχείρησης, τον αριθμό των τομέων στους οποίους δραστηριοποιείται, τις ελεύθερες ταμειακές ροές, τις επιδόσεις της επιχείρησης και την ιδιοκτησιακή διάρθρωση (Boone et al., 2007). Ακόμη, τα μέλη του Δ.Σ. μπορούν να διαφέρουν ως προς το φύλο, την ηλικία, την εθνικότητα και πολλά άλλα προσωπικά χαρακτηριστικά. Η δημογραφική πολυμορφία του Δ.Σ. ορίζεται ως η σύνθεση των μελών του Δ.Σ. σε διαφορετικές μεταβλητές όπως το φύλο, η ηλικία, η εθνικότητα, το εκπαιδευτικό υπόβαθρο και η εμπειρία (Erhardt et al, 2003).

Σύμφωνα με τους Kang et al. (2007) υπάρχουν δύο είδη πολυμορφίας στο Δ.Σ., μια ανιχνεύσιμη και μια λιγότερο ορατή. Η ανιχνεύσιμη αφορά το φύλο, την εθνικότητα, την ηλικία, ενώ η λιγότερο ορατή αφορά την εμπειρία στον κλάδο, την εκπαίδευση, το επαγγελματικό υπόβαθρο και την οργανωτική ένταξη. Υποδηλώνει ότι τα Δ.Σ. των επιχειρήσεων πρέπει να σχεδιάζονται με γνώμονα τη δομή της κοινωνίας με την κατάλληλη εκπροσώπηση των φύλων, των εθνικοτήτων και του επαγγελματικού υποβάθρου.

Στην αρθρογραφία άλλοι ερευνητές υποστηρίζουν ότι η πολυμορφία η οποία επιβάλλεται διά νόμου μπορεί να αυξήσει την αξία της επιχείρησης (Higgs, 2003; Page, 2007), ενώ άλλοι ισχυρίζονται ότι αν τα Δ.Σ. καθορίζονται ελεύθερα, η αναγκαστική αλλαγή στα χαρακτηριστικά του δε θα έχει επίδραση στην εταιρική αξία (Helland & Sykuta, 2004; Farrell & Hersch, 2005).

Η πολυμορφία στο Δ.Σ. μπορεί να επηρεάσει τη λήψη αποφάσεων λόγω των ποικίλων προοπτικών και των μη παραδοσιακών προσεγγίσεων στα προβλήματα (Adams, 2015a). Ένα διαφοροποιημένο Δ.Σ. μπορεί να σηματοδοτήσει την κατανόηση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος (Triana et al., 2013) και μπορεί να αυξήσει την ικανότητα του Δ.Σ. να αναγνωρίζουν τα συμφέροντα των ομάδων ενδιαφερομένων (Harjoto et al., 2014). Μπορεί ακόμη να βοηθήσει τις επιχειρήσεις να επωφεληθούν από

την τεχνογνωσία των ατόμων που μπορούν να προσφέρουν ποικίλους πόρους όπως κύρος, νομιμότητα, χρηματοδότηση, γνώση και ποικιλομορφία (Tejjesen et al., 2009).

Οι Solakoglu & Demir (2016) εξηγούν για ποιους λόγους η πολυμορφία επηρεάζει θετικά την απόδοση της επιχείρησης. Αρχικά, όταν ένα Δ.Σ. είναι ετερογενές θεωρείται ότι αποκτά καλύτερη κατανόηση της αγοράς και των αναγκών κατάτμησης της αγοράς γεγονός που μπορεί να οδηγήσει την επιχείρηση σε καλύτερες επιδόσεις. Ακόμη, η πολυμορφία μπορεί να προάγει μεγαλύτερη δημιουργικότητα και καινοτομία που έχουν θετικό αντίκτυπο στην επίδοση. Τρίτον, μια μεγαλύτερη πολυμορφία μπορεί να οδηγήσει σε καλύτερη εταιρική φήμη και κατ' επέκταση σε καλύτερες επιδόσεις. Τέταρτον, ένα Δ.Σ. με πολυμορφία μπορεί να βελτιώσει την διαδικασία επιλογής μιας καλύτερης διοικητικής ομάδας. Πέμπτο, αναμένεται ότι έχει καλύτερη άποψη για το επιχειρηματικό περιβάλλον γεγονός που οδηγεί σε καλύτερη λήψη αποφάσεων.

Οι Ararat et al. (2015) εξετάζουν πώς η πολυμορφία του Δ.Σ. επηρεάζει την απόδοση της επιχείρησης στις αναδυόμενες αγορές και βρίσκουν μια θετική σχέση μεταξύ της πολυμορφίας ως προς το φύλο και της απόδοσης με διαμεσολαβητική μεταβλητή τις εποπτικές προσπάθειες του Δ.Σ. Οι Lenard et al. (2014) μελετούν την πολυμορφία φύλου στο Δ.Σ. και τη σχέση της με τη διαχείριση κινδύνων και την εταιρική απόδοση και δείχνουν ότι η μεγαλύτερη πολυμορφία στο Δ.Σ. επηρεάζει τον επιχειρηματικό κίνδυνο συμβάλλοντας στη μείωση της μεταβλητότητας της χρηματιστηριακής απόδοσης. Ακόμη, όσο υψηλότερο το ποσοστό των γυναικών στο Δ.Σ. τόσο μικρότερη η μεταβλητότητα της εταιρικής απόδοσης. Από την άλλη, οι Sila et al. (2016) παρέχουν στοιχεία ότι η γυναικεία εκπροσώπηση στο Δ.Σ. δεν επηρεάζει τον κίνδυνο του μετοχικού κεφαλαίου.

Δείκτες της απόδοσης όπως ο ROA, ο ROE και τα EPS αποτελούν μέτρα της απόδοσης μιας επιχείρησης τα οποία χρησιμοποιούνται ευρέως στη βιβλιογραφία για να εξετάσουν την σχέση μεταξύ της πολυμορφίας του Δ.Σ. και της απόδοσης της επιχείρησης. Οι δείκτες ROE και ROA αποτελούν σύμφωνα με τους Stern et al. (2004) καλύτερους δείκτες της εταιρικής απόδοσης γιατί περιλαμβάνουν για τον υπολογισμό τους στοιχεία του ισολογισμού.

Η έρευνα που αφορά την πολυμορφία ομάδων λήψης αποφάσεων προτείνει ότι οι ομάδες με λειτουργική ετερογένεια είναι πιο αποτελεσματικές στην επίλυση προβλημάτων και την εφαρμογή αλλαγών σε σχέση με τις ομοιογενείς ομάδες (Bantel & Jackson, 1989). Η πολυμορφία σε μια ομάδα σε όρους προσωπικότητας μπορεί να βελτιώσει την αποτελεσματικότητα μέσω της ανάπτυξης των προοπτικών και των γνωστικών πόρων

(Hambrick et al., 1996). Σύμφωνα με τους DiTomaso et al. (2007) η δημογραφική πολυμορφία μπορεί να αυξήσει τις σχέσεις, τους πόρους, τη δημιουργικότητα και την καινοτομία.

Σύμφωνα με τους Brammer et al. (2007) συνήθως τα Δ.Σ. χαρακτηρίζονται από ομοιομορφία και κυριαρχούνται από άντρες. Ωστόσο, υπάρχει επιχειρηματολογία για το διορισμό περισσότερων γυναικών και την αύξηση της πολυμορφίας στο Δ.Σ. (Burgess & Tharenou, 2002). Η επιχειρηματολογία αυτή περιλαμβάνει το διαθέσιμο κοινωνικό και πνευματικό κεφάλαιο, τη βελτίωση της εταιρικής φήμης, τη συμβολή στη λήψη αποφάσεων και το ξεχωριστό ηγετικό στυλ των γυναικών.

Σε άλλη έρευνα, ο Bohdanowicz (2015) εντοπίζει την ύπαρξη αρνητικών σχέσεων μεταξύ της ιδιότητας της διοικητικής ιδιοκτησίας και του μεγέθους του Δ.Σ., αλλά και την ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ της διοικητικής ιδιοκτησίας και της πολυμορφίας του Δ.Σ. Επικρατεί η άποψη ότι τα Δ.Σ. με σημαντική διοικητική ιδιοκτησία θεωρούνται παθητικά και οι ιδιοκτήτες -διοικητές περιορίζουν το ρόλο τους (Greco, 2010). Ταυτόχρονα, όταν οι ιδιοκτήτες διοικούν την επιχείρηση διορίζουν συνήθως ως μέλη του Δ.Σ. τα μέλη των οικογενειών τους συμπεριλαμβανομένων των γυναικών. Έτσι, αυξάνεται η πολυμορφία στο Δ.Σ., αλλά δεν αξιοποιούνται στην πράξη τα πλεονεκτήματα που απορρέουν από αυτήν. Ακόμη, βρίσκουν θετικές σχέσεις μεταξύ της κρατικής ιδιοκτησίας και της πολυμορφίας του Δ.Σ. και του μεγέθους αυτού.

## 2.2.2. Θεωρία αντιπροσώπευσης και θεωρία εξάρτησης πόρων

Η εταιρική διακυβέρνηση πρέπει να προωθεί διαφανείς και δίκαιες αγορές και την αποτελεσματική κατανομή των πόρων. Πρέπει ακόμη να συμμορφώνεται με τους νόμους και να υποστηρίζει την αποτελεσματική εποπτεία και επιβολή. Η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση απαιτεί ένα σταθερό και σαφές νομικό πλαίσιο. Το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να αναπτύσσεται με γνώμονα το αντίκτυπό του στη συνολική αποδοτικότητα, την ακεραιότητα της αγοράς και τα κίνητρα που δημιουργεί στους συμμετέχοντες της αγοράς και την προώθηση διαφανών και λειτουργικών αγορών (OECD, 2015).

Το ζήτημα αυτό απασχόλησε εδώ και καιρό ακαδημαϊκούς και εμπειρικούς ερευνητές και οδήγησε στη δημιουργία δύο θεωριών οι οποίες πλαισιώνουν την έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης. Η θεωρία αντιπροσώπευσης και εξάρτησης από τους πόρους

αποτελούν δύο θεωρητικά πλαίσια που εξηγούν την ύπαρξη ποικιλομορφίας και την επίδρασή τους στην οικονομική απόδοση των επιχειρήσεων (Terjesen et al., 2009).

Οι δύο αυτές θεωρίες παρέχουν το θεωρητικό υπόβαθρο για την πολυμορφία και τη σύνθεση του Δ.Σ.. Σύμφωνα με τους Hillman & Dalziel (2003) η θεωρία της αντιπροσώπευσης και η θεωρία εξάρτησης πόρων χρησιμεύουν για αυτό το σκοπό γιατί αντιπροσωπεύουν δύο βασικές λειτουργίες του Δ.Σ.. Από τη μία, η θεωρία της εξάρτησης πόρων προσφέρει το πλαίσιο λειτουργίας του Δ.Σ. για την παροχή κρίσιμων πόρων στη βιομηχανία συμπεριλαμβανομένων των συμβουλών και της νομιμότητας. Οι πόροι προσφέρουν στην επιχείρηση υποστήριξη έτσι ώστε να ανταποκρίνεται στο περιβάλλον (Boyd, 1990). Από την άλλη, η θεωρία της αντιπροσώπευσης παρέχει το πλαίσιο για τη λειτουργία του Δ.Σ. μέσω της εποπτείας της διοίκησης εκ μέρους των μετόχων (Fama & Jensen, 1983).

Το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης απασχόλησε από νωρίς τους ερευνητές αναδεικνύοντας τη σημασία και το ρόλο που διαδραματίζει η εταιρική διακυβέρνηση για την επιτυχία μιας επιχείρησης. Σύμφωνα με τους Fadzil et al. (2005) η εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να θεωρηθεί ως ένας ελεγκτικός μηχανισμός ο οποίος έχει στόχο τη μείωση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης μεταξύ της διοίκησης και των εργαζομένων. Η εφαρμογή της κατάλληλης εταιρικής δομής σε συνδυασμό με την εφαρμογή των απαραίτητων πολιτικών εταιρικής διακυβέρνησης και ιδιοκτησίας μπορούν να συγκεράσουν τα συμφέροντα μεταξύ των μετόχων και της διοίκησης (Rustam et al., 2013).

Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης, οι συγκρούσεις συμφερόντων μπορούν να προκύψουν από το διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και του ελέγχου στις επιχειρήσεις (Fama & Jensen, 1983). Υπό αυτή τη σκοπιά η κύρια λειτουργία του Δ.Σ. είναι η παρακολούθηση των ενεργειών των διοικούντων για την προστασία των συμφερόντων των μετόχων (Andreasson, 2011). Σε περίπτωση που η διοίκηση επιδιώξει τα δικά της συμφέροντα σε βάρος των συμφερόντων των μετόχων προκύπτει το κόστος της αντιπροσώπευσης (Nicholson & Kiel, 2007). Έτσι, η παρακολούθηση από το Δ.Σ. μπορεί να μειώσει αυτό το κόστος αντιπροσώπευσης και να βελτιώσει κατά συνέπεια την απόδοση της επιχείρησης.

Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης υποστηρίζεται οποιοσδήποτε μηχανισμός ο οποίος επιλύει την σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ της διοίκησης και της ιδιοκτησίας και υπό αυτό το πρίσμα το Δ.Σ. θεωρείται ένα χρήσιμο και κατάλληλο εργαλείο για την ευθυγράμμιση των στόχων και των ανταγωνιστικών συμφερόντων μεταξύ των δύο

ομάδων (Fama & Jensen, 1983). Επομένως, με βάση τη θεωρία της αντιπροσώπευσης τα Δ.Σ. με μεγάλο αριθμό μελών μπορούν να ασκήσουν καλύτερο έλεγχο στη διοίκηση της εταιρίας σε σχέση με έναν μικρό αριθμό μελών (Frooman, 1999).

Μια άλλη σημαντική λειτουργία του Δ.Σ. είναι η εξασφάλιση των πόρων (Nicholson & Kiel, 2007). Σύμφωνα με τους Pfeffer & Salancik (1978) όταν μια επιχείρηση ορίζει ένα άτομο στο Δ.Σ. περιμένει αυτό το άτομο να υποστηρίξει την επιχείρηση, να προσπαθήσει να επιδιορθώσει τα προβλήματά της, να είναι αμερόληπτο και να προσπαθήσει να συνεισφέρει στην επιχείρηση. Για αυτό, τα Δ.Σ. καλούνται να επιτελέσουν τις εξής λειτουργίες (Pfeffer & Salancik, 1978):

- Να συμβουλεύουν.
- Να τηρούν τη νομιμότητα των διαδικασιών.
- Να λειτουργούν ως διάυλος επικοινωνίας μεταξύ του εξωτερικού και εσωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης.
- Να έχουν πρόσβαση σε υποστήριξη της επιχείρησης και από εξωτερικά στοιχεία.

Το ερώτημα αν ένας μεγαλύτερος αριθμός μελών στο Δ.Σ. επιφέρει καλύτερα οικονομικά αποτελέσματα για την επιχείρηση εξαρτάται από τη θεωρία της εξάρτησης πόρων, καθώς κάποιοι ερευνητές εξηγούν τη λειτουργία του Δ.Σ. μέσα από αυτή τη θεωρία (Barroso et al., 2011). Με βάση αυτή την προσέγγιση, τα μέλη του Δ.Σ. αποτελούν το συνδετικό κρίκο μεταξύ της εταιρίας και των πόρων που απαιτούνται για την μεγιστοποίηση της αξίας της (Pfeffer & Salancik, 1978). Ένας μεγάλος αριθμός μελών οδηγεί σε μεγαλύτερες πιθανότητες απόκτησης πόρων. Το Δ.Σ. αντιπροσωπεύει από μόνο του έναν θεμελιώδη πόρο για την εταιρία μέσω της δυνατότητάς του να τη συνδέει με το εξωτερικό περιβάλλον (Palmer & Barber, 2001).

Με βάση τη θεωρία της αντιπροσώπευσης ένα μεγαλύτερο Δ.Σ. μπορεί να συνεισφέρει στην αξία της επιχείρησης, καθώς μπορεί να αυξήσει τον εποπτικό ρόλο. Σύμφωνα με τη θεωρία της εξάρτησης πόρων, ένα μεγαλύτερο Δ.Σ. μπορεί να προωθήσει την πολυμορφία και την εξειδίκευση της ομάδας, να αναδειξει ιδέες και δεξιότητες, καθώς και να αξιοποιήσει περισσότερες ευκαιρίες εξασφάλισης των απαραίτητων πόρων (Ntim et al., 2015).

Με βάση τη θεωρία της αντιπροσώπευσης και τη θεωρία εξάρτησης πόρων, η σύνθεση του Δ.Σ. όπως αυτή μετριέται ως αναλογία των μη εκτελεστικών προς τα εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ. και του αριθμού των διευθυντών στο Δ.Σ. μιας επιχείρησης, μπορεί να

σχετίζεται θετικά με την απόδοση της επιχείρησης. Διάφοροι ερευνητές, όπως οι Muchemwa et al. (2016), εξέτασαν αυτές τις δύο θεωρίες και τις εμπειρικές σχέσεις μεταξύ της σύνθεσης του Δ.Σ. και της απόδοσης της επιχείρησης.

Από τη σκοπιά της θεωρίας αντιπροσώπευσης ένα μεγαλύτερο Δ.Σ. είναι πιο πιθανό να επαγρυπνεί σε σχέση με τα προβλήματα της επιχείρησης απλά επειδή ένας μεγαλύτερος αριθμός ατόμων είναι πιο πιθανό να αναθεωρήσει και να αξιολογήσει πιο τακτικά τις διοικητικές ενέργειες (Nicholson & Kiel, 2003). Από τη σκοπιά της θεωρίας εξάρτησης πόρων, ένα μεγαλύτερο Δ.Σ. προσφέρει περισσότερες ευκαιρίες για εξωτερικές συνδέσεις και ως εκ τούτου προσφέρει ευκαιρίες για πρόσβαση σε πόρους (Nicholson & Kiel, 2003).

Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης τα καλά σχεδιασμένα συμβόλαια εκτελεστικής αποζημίωσης ευθυγραμμίζουν τα συμφέροντα των επενδυτών και των διευθυνόντων συμβούλων (Firth & Rui, 2012). Ωστόσο, σύμφωνα με τους Jensen & Murphy (1990) η ερμηνευτική ισχύς της αμοιβής του διευθύνοντος συμβούλου για τη σχέση απόδοσης βρέθηκε ότι είναι πολύ χαμηλή στις ΗΠΑ και αυτό δημιουργεί αμφιβολίες για την εγκυρότητα της θεωρίας αντιπροσώπευσης. Ακόμη, σύμφωνα με τη θεωρία αντιπροσώπευσης για να αυξηθεί η αποτελεσματικότητα του Δ.Σ. χρειάζεται η συμμετοχή εξωτερικών διευθυντικών στελεχών στο Δ.Σ. και ο διαχωρισμός των προεδρικών θέσεων από τις θέσεις διευθύνοντος συμβούλου (Firth & Rui, 2012).

Ο ρόλος του Δ.Σ. έχει συνδεθεί με το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης κατά τη διοίκηση ενός φορέα (Linck et al., 2008). Στη βιβλιογραφία ορισμένες έρευνες εξετάζουν το αντίκτυπο του ελέγχου που ασκεί το Δ.Σ. στις επιχειρηματικές δραστηριότητες, ενώ άλλες εξετάζουν το ρόλο των εξωτερικών μη εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών (Fama & Jensen, 1983).

### 2.3. Το Δ.Σ. και η Εκτελεστική Διοίκηση

Βασικό συστατικό στοιχείο της εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί το Δ.Σ. Το Δ.Σ. είναι υπεύθυνο για τον έλεγχο και την αξιολόγηση της ανώτερης διοίκησης. Κεντρικό ρόλο στην αποδοτικότητα και αποτελεσματικότητα του Δ.Σ. διαδραματίζει το ζήτημα της δομής του Δ.Σ. (μέγεθος και ανεξαρτησία) (Harford et al., 2008). Το Δ.Σ. αποτελεί σημαντικό μηχανισμό εταιρικής διακυβέρνησης ειδικά σε αγορές όπου η εξωτερική εποπτεία είναι αδύναμη (Daya et al., 2008). Είναι ουσιαστικά μια επιτροπή υπεύθυνη για την καταγραφή της στρατηγικής της επιχείρησης. Ανώτερος στόχος του είναι η

διασφάλιση ότι η επιχείρηση θα λειτουργεί σωστά προκειμένου να εξασφαλιστεί η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων.

Το Δ.Σ. αποτελείται από εσωτερικά και εξωτερικά μέλη. Τα εσωτερικά μέλη επιλέγονται μεταξύ των διευθυντικών στελεχών και των μετόχων. Τα εξωτερικά αποτελούν μέλη των οποίων η μόνη σχέση με την επιχείρηση είναι η διοίκηση (Rouf, 2011). Σύμφωνα με τον Kajola (2008) η διοίκηση μιας επιχείρησης εφαρμόζεται υπό τη διεύθυνση ενός Δ.Σ. που αναθέτει στον διευθύνοντα σύμβουλο και σε άλλους διευθυντές την καθημερινή διοίκηση και διεκπεραίωση των συναλλαγών για την λειτουργία της επιχείρησης. Τα μέλη του Δ.Σ. έχουν πλούσια εμπειρία, παρέχουν ηγετική καθοδήγηση και διευθύνουν την επιχείρηση με υψηλό αίσθημα ακεραιότητας, δέσμευσης, μακροχρόνιας εμπιστοσύνης και αξία για τους μετόχους.

Το Δ.Σ. είναι οι εκπρόσωποι των μετόχων και οι ηγέτες μιας επιχείρησης. Τα μέλη του ελέγχουν τις δραστηριότητες της επιχείρησης και παρακολουθούν τη λειτουργία της και μέσω εσωτερικού ελέγχου. Είναι υπεύθυνα για την έγκριση της στρατηγικής, των πολιτικών και των στόχων της επιχείρησης. Είναι ακόμη υπεύθυνα για την παροχή ενός μακροπρόθεσμου οράματος και για την παρακολούθηση της εταιρικής διακυβέρνησης (Ganesan et al., 2017). Το Δ.Σ. πρέπει να συνεργάζεται στενά με την εκτελεστική διοίκηση για την επίτευξη των οργανωτικών στόχων (CMA, 2016).

Τα μέλη του Δ.Σ. πρέπει να είναι ανεξάρτητα, δηλαδή, να μην εργάζονται για την επιχείρηση και να μην αποκομίζουν οφέλη από αυτήν. Σε πολλές χώρες η νομοθεσία αναφέρει ότι η πλειοψηφία των μελών του Δ.Σ. πρέπει να είναι μη εκτελεστικοί, δηλαδή να μην εκπροσωπούν τους μετόχους. Μια καλή πρακτική που ακολουθείται από επιχειρήσεις είναι ο ρόλος του προέδρου του Δ.Σ. και του διευθύνοντος συμβούλου να κατέχονται από διαφορετικά πρόσωπα (Chu et al., 2016).

Η ικανότητα του Δ.Σ. να παρακολουθεί και να συμβουλεύει τη διοίκηση επηρεάζεται από τις ικανότητες και τα κίνητρα των μελών του (OECD, 2015). Τα πιο ισχυρά Δ.Σ. σχετίζονται αρνητικά με τη διαχείριση των κερδών, τις επαναδιατυπώσεις και την εξαπάτηση, ενώ συνδέονται θετικά με την προσπάθεια του εσωτερικού ελέγχου και την ποιότητα των κερδών (Vafeas, 2005). Σύμφωνα με τον Goh (2009) οι επιχειρήσεις που έχουν πιο ανεξάρτητα Δ.Σ. αποκαθιστούν ταχύτερα τις υλικές τους αδυναμίες. Οι Hoitash et al. (2009) εντοπίζουν στην έρευνά τους ότι η συνολική ποιότητα του Δ.Σ. (σε σχέση με το μέγεθός του, το βαθμό ανεξαρτησίας των μελών του και τη διάρκεια της θητείας τους) συνδέεται με υψηλότερα επίπεδα εσωτερικού ελέγχου.



Το Δ.Σ. πρέπει να διαμορφώνεται με τέτοιο τρόπο ώστε να ωφελεί την επιχείρηση και να ικανοποιεί τις απαιτήσεις ποιότητας και εταιρικής διακυβέρνησης (Mohd- Sanusi et al., 2015). Σύμφωνα με τους Bansal & Sharma (2016) το κόστος αντιπροσώπευσης μειώνεται με την ανεξαρτησία του Δ.Σ., καθώς η ανεξαρτησία βελτιώνει την αποτελεσματικότητα κι αποδοτικότητα των λειτουργιών του Δ.Σ. Ένα ανεξάρτητο Δ.Σ. συμβάλλει στη βελτίωση των τιμών των μετοχών και ενισχύει την ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης.

Οι πτυχές του Δ.Σ. που μπορεί να επηρεάζουν την αποτελεσματικότητά του έχουν να κάνουν με το μέγεθος του Δ.Σ., το βαθμό ανεξαρτησίας των μελών του, τη συχνότητα των συνεδριάσεών του, το διττό ή μη ρόλο του προέδρου του Δ.Σ. και άλλα ζητήματα τα οποία είναι στο χέρι των μετόχων να καθορίσουν ώστε να λειτουργήσουν προς όφελος της επιχείρησης.

Στη βιβλιογραφία έχουν αναγνωριστεί διάφοροι τρόποι με τους οποίους οι μάνατζερ των εταιριών μπορούν να εκμεταλλευτούν την πρόσβαση που έχουν σε διοικητικές δραστηριότητες εις βάρος των μετόχων. Οι μάνατζερ προχωρούν σε δράσεις ή μένουν αδρανείς, όπως συμβαίνει για παράδειγμα με την ανεπαρκή διοίκηση της επιχείρησης, τη δημιουργία αμφίβολων ή εύλογων επενδύσεων, τη συμμετοχή σε δραστηριότητες που στοχεύουν στην εξάρτηση των μετόχων από τους μάνατζερ, την προτίμηση ανάληψης υπερβολικών κινδύνων, την έλλειψη διαφάνειας και άλλα (Danescu et al., 2015a). Στην πραγματικότητα οι δράσεις αυτές υπογραμμίζουν ορισμένες δυσλειτουργίες του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης, των διαδικασιών διαχείρισης, του εσωτερικού ελέγχου και της διαχείρισης των κινδύνων καθώς και της επεξεργασίας και εφαρμογής των λογιστικών πολιτικών και διαδικασιών που εφαρμόζει η επιχείρηση.

Το Δ.Σ. δεν πρέπει να συμμετέχει στην καθημερινή λειτουργία της επιχείρησης (Leonard, 2010), αλλά πρέπει να συνεδριάζει σε τακτά χρονικά διαστήματα ώστε να την ελέγχει. Όλες οι αποφάσεις του Δ.Σ. πρέπει να καταγράφονται και να ακολουθούνται για τον έλεγχο της εφαρμογής τους (Bahrman et al., 2012). Για τη διατήρηση της διαφάνειας μπορούν οι αποφάσεις να κοινοποιούνται στους υπαλλήλους οδηγώντας και σε ενίσχυση της εμπιστοσύνης των εργαζομένων (Zakaria, 2012).

Η διάρθρωση και η σύνθεση του Δ.Σ. από άποψη δεξιοτήτων και ικανοτήτων αποτελούν δύο διαφορετικές έννοιες (Adams, 2015b). Οι περισσότερες εταιρίες έχουν ένα ενιαίο Δ.Σ. που επιβλέπει τις εταιρίες. Ορισμένες άλλες όμως έχουν υιοθετήσει μια διμερή διοικητική διάρθρωση με διαφορετικά Δ.Σ. και εποπτικά συμβούλια των οποίων τα μέλη έχουν διακριτούς ρόλους. Το Δ.Σ. που λειτουργεί με ενιαίο τρόπο, δηλαδή, είναι

υπεύθυνο για όλα τα ζητήματα που αφορούν την επιχείρηση έχει μελετηθεί στη βιβλιογραφία ως προς το μέγεθός του με το πιο σύνηθες μέγεθος να είναι μεταξύ 8 και 12 ατόμων (Adams, 2015b). Η σύνθεση του Δ.Σ. ποικίλλει αναλόγως διάφορους παράγοντες. Η αποτελεσματικότητα του Δ.Σ. μπορεί να βελτιωθεί μέσα από τον αμοιβαίο σεβασμό, την ειλικρίνεια, την ενθάρρυνση του εποικοδομητικού διαλόγου, την ποικιλία των εμπειριών, το στυλ, την ηλικία, το φύλο και το πολιτιστικό υπόβαθρο των μελών. Όσον αφορά στην εκτελεστική διοίκηση, αυτή διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην εταιρική διακυβέρνηση, επειδή είναι υπεύθυνη για την εφαρμογή των πολιτικών και των κατευθυντήριων γραμμών της επιχείρησης με απώτερο σκοπό την επίτευξη των στόχων. Οι πολιτικές και κατευθυντήριες γραμμές εγκρίνονται από το Δ.Σ. (Mohd – Sanusi et al., 2015). Συχνά με γνώμονα την προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων, η επιχείρηση υιοθετεί ένα σύστημα δύο βαθμίδων, το Δ.Σ. και την εκτελεστική διοίκηση στο οποίο το Δ.Σ. διορίζεται από τους μετόχους και η εκτελεστική διοίκηση από το Δ.Σ. (Korine & Gomez, 2014).

Η εκτελεστική διοίκηση είναι υπεύθυνη για την ανάπτυξη της εταιρικής στρατηγικής και την επίτευξη των στόχων της επιχείρησης. Αποτελείται από την ανώτατη ομάδα ηγεσίας μιας επιχείρησης δηλαδή από τον διευθύνοντα σύμβουλο, τον οικονομικό διευθυντή και άλλους διευθυντές κρίσιμων και σημαντικών τμημάτων της επιχείρησης (Fernando, 2009). Ακόμη, καθήκον της είναι η συχνή επανεξέταση των οργανωτικών πολιτικών για τον εντοπισμό τυχόν κενών και τη συμμόρφωση της επιχείρησης με τις πολιτικές (Carcello, 2009). Η εκτελεστική διοίκηση αναπτύσσει το περιβάλλον ελέγχου που ακολουθείται από όλη την επιχείρηση (Patelli & Pedrini, 2015). Η εκτελεστική διοίκηση δρα ως εκπρόσωπος των συμφερόντων των μετόχων (Gillan, 2006) και αποτελεί σημαντική κινητήρια δύναμη της εταιρικής διακυβέρνησης (Cohen et al., 2009).

## Κεφάλαιο 3 Η πολυμορφία στο Δ.Σ.

### 3.1. Φύλο

Το φύλο αποτελεί ένα από τα πιο βασικά χαρακτηριστικά των ανθρώπων το οποίο ενεργοποιεί αυτόματες διαδικασίες διαμόρφωσης άποψης απέναντι σε κάποιο ζήτημα. Πρόκειται για φυσικό και μορφολογικό χαρακτηριστικό το οποίο χαρακτηρίζει τον καθένα και συχνά χρησιμοποιείται για την κατηγοριοποίηση των ανθρώπων σε ομάδες (Plaza et al., 2016). Κοινό χαρακτηριστικό των θεωριών που αφορούν τα φύλα είναι η αντίληψη πως το φύλο δεν αποτελεί προσωπικό, αλλά κοινωνικό χαρακτηριστικό.

Συχνά στον επιχειρηματικό κόσμο επικρατούν ορισμένα στερεότυπα που αφορούν το φύλο. Η εφαρμογή στερεότυπων από τους ανθρώπους δεν αποτελεί πάντα μια συνειδητή ή σκόπιμη επιλογή, αλλά αντίθετα αντικατοπτρίζει τις συνέπειες της καθημερινής λειτουργίας των γνωστικών λειτουργιών (Banaji & Greenwald, 1995). Τα έμφυλα στερεότυπα δημιουργούνται συνήθως υποσυνείδητα εξαιτίας των πεποιθήσεων που έχουν δημιουργηθεί για τους άντρες και τις γυναίκες σχετικά με το ρόλο τους και τη συμπεριφορά τους στην κοινωνία (Geis et al., 1984).

Η ενεργοποίηση των στερεότυπων θεωρείται μια αυτόματη διαδικασία η οποία μπορεί να λάβει χώρα μέσα σε συγκεκριμένα πλαίσια όπως, για παράδειγμα, κατά την αξιολόγηση μιας ομάδας ανθρώπων με βάση κοινωνικά κριτήρια (Wheeler & Petty, 2001). Το στερεότυπο ενεργοποιεί χαρακτηριστικά που συνδέονται μέσω της μνήμης με το υπό κρίση αντικείμενο ή άτομο μιας συγκεκριμένης κοινωνικής κατηγορίας (Muller & Rothermund, 2014). Έτσι, η συμπεριφορά ή η στάση που επιδεικνύει και εκδηλώνει τελικά το άτομο απέναντι σε μια κατάσταση ή ένα πρόσωπο σχηματίζεται από προηγούμενη ενεργοποίηση στερεότυπων χαρακτηριστικών χωρίς το άτομο να έχει πλήρη επίγνωση της διαδικασίας (Gupta et al., 2008).

Από τα παραπάνω καταλαβαίνει κανείς πως τα στερεότυπα είναι βαθιά ενσωματωμένα στην κοινωνία μας. Παρά τη θέση που έχουν διεκδικήσει και κερδίσει οι γυναίκες εδώ και χρόνια στην κοινωνία ακόμη και σήμερα υπάρχουν έμφυλες διακρίσεις οι οποίες αποδεικνύονται στις διαφορές μισθών, στην κατοχή θέσεων εξουσίας από γυναίκες ακόμη και στη συμμετοχή των γυναικών σε αθλήματα (Heines et al., 2016). Ασφαλώς, ο αριθμός των γυναικών που κατέχουν τέτοιες θέσεις έχει αυξηθεί σημαντικά σε σχέση με 30 χρόνια πριν, ωστόσο μένουν ακόμη πολλά να γίνουν προκειμένου να πάψουν οι έμφυλες διακρίσεις και οι διαχωρισμοί.

Η πολυμορφία ως προς το φύλο κατέστη σημαντικό ζήτημα μετά την αύξηση του ποσοστού των γυναικών η οποία έχει προκύψει σταδιακά τον τελευταίο αιώνα (Daily et al., 1993). Μετά την αποδόμηση επιχειρήσεων, όπως η Enron, η Lehman Brothers πιο πρόσφατα και άλλων, αναδείχθηκε η σημασία της εταιρικής διακυβέρνησης. Σύμφωνα με τους Cambell & Minguez – Vera (2008) η πολυμορφία των φύλων σε ανώτερες διοικητικές θέσεις βασίζεται τόσο σε ηθικά όσο και σε οικονομικά επιχειρήματα. Προς επίρρωση αυτού, οι Carter et al. (2003) ισχυρίζονται ότι οι εταιρίες που διορίζουν δύο γυναίκες στο Δ.Σ. έχουν καλύτερη οργανωτική απόδοση.

Η ανάγκη για την ύπαρξη γυναικών στο Δ.Σ. έχει αναγνωριστεί σε όλο τον κόσμο. Οι Kramer et al. (2006) υποστηρίζουν την ιδέα αύξησης της εκπροσώπησης των γυναικών στο Δ.Σ., καθώς θεωρούν ότι οι γυναίκες ενσωματώνουν ένα πιο συνεργατικό στυλ ηγεσίας στη διοίκηση. Η μελέτη τους προτείνει τη συμμετοχή τριών ή περισσότερων γυναικών ως μελών στο Δ.Σ.. Σύμφωνα με τον Nagarajan (2011) οι κύριοι λόγοι για την αύξηση της εκπροσώπησης των γυναικών στα Δ.Σ. είναι:

1. Το γεγονός ότι καθιστούν τα Δ.Σ. πιο δημοκρατικά και αντιπροσωπευτικά της ποικιλομορφίας των κοινωνιών
2. Το γεγονός ότι βελτιώνουν τη λήψη αποφάσεων με την αύξηση του φάσματος των απόψεων, των αξιών και των εμπειριών που έχουν
3. Το γεγονός ότι βελτιώνουν την κερδοφορία των επιχειρήσεων
4. Το γεγονός ότι ενισχύεται η εταιρική εικόνα των μετόχων, των εργαζομένων και των καταναλωτών.

Ορισμένες χώρες έχουν εισάγει ποσοτώσεις για την γυναικεία εκπροσώπηση ως στρατηγική βελτίωσης της εκπροσώπησης των γυναικών και στα Δ.Σ. (Branson, 2012). Τέτοιους κανόνες έχουν υιοθετήσει αναπτυγμένες χώρες όπως η Νορβηγία, η Γαλλία και η Ισπανία (40%), το Βέλγιο (33%), αλλά και αναπτυσσόμενες χώρες όπως η Μαλαισία (30%) (Deloitte, 2011). Άλλες χώρες έχουν θεσπίσει κανόνες για την έμμεση κινητοποίηση των επιχειρήσεων ώστε να υιοθετήσουν μεγαλύτερη ποικιλομορφία φύλου στα Δ.Σ. τους.

Η Νορβηγία απαιτεί το 40% των διευθυντών των εισηγμένων εταιριών να είναι γυναίκες και αντίστοιχες πρωτοβουλίες έχουν ξεκινήσει στην Ισπανία και σε άλλες χώρες (Adams & Ferreira, 2009). Μάλιστα, στη Νορβηγία η μη τήρηση αυτού του κανόνα συνεπάγεται τη διάλυση της επιχείρησης με τη διαδικασία των δικαστηρίων. Άλλες χώρες εφαρμόζουν άλλη στρατηγική. Για παράδειγμα, στη Γαλλία στόχος είναι επίσης το 40% να είναι

γυναίκες, αλλά αυτός ο κανόνας ισχύει και στις δημόσιες και όχι μόνο στις εισηγμένες επιχειρήσεις, ενώ δεν υπάρχουν ακόμη κυρώσεις (Caspar et al., 2013). Ακόμη, στην Ισπανία απαιτείται συμμόρφωση των εταιριών όλων των νομικών μορφών με τον κανόνα της ποσόστωσης. Τέλος, χώρες όπως η Φινλανδία και η Δανία αντιμετωπίζουν το θέμα της πολυμορφίας των Δ.Σ. με εθνικούς κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης (Caspar et al., 2013).

Σύμφωνα με τους Hartarska & Nadolnyak (2012) υπάρχουν δύο κύριοι λόγοι για τους οποίους προκρίνεται η πολυμορφία στο Δ.Σ. Πρώτον, προωθείται η ισοτιμία, γιατί είναι το δίκαιο. Για παράδειγμα, σύμφωνα με τον Higgs (2003) παρά το γεγονός ότι μόλις το 30% των στελεχών στον επιχειρηματικό τομέα του Ηνωμένου Βασιλείου είναι γυναίκες, το αντίστοιχο ποσοστό των γυναικών σε μη εκτελεστικές θέσεις είναι μόλις 6%. Ο δεύτερος λόγος είναι ότι η ύπαρξη γυναικών στο Δ.Σ. συνεισφέρει στη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων (Brancato & Patterson, 1999). Ακόμη, η ποικιλομορφία προωθεί τις καλές σχέσεις με τους πελάτες, τους προμηθευτές και τους εργαζόμενους (Ellis & Keys, 2003).

Οι γυναίκες διευθυντές είναι πιο επιμελείς κατά τη διάρκεια των συνεδριάσεων του Δ.Σ., παρακολουθούν την απόδοση και συμμετέχουν σε επιτροπές περισσότερο από τους άνδρες διευθυντές (Adams & Ferreira, 2009). Η γυναικεία εκπροσώπηση του Δ.Σ. θεωρείται ότι σχετίζεται με το μέγεθος της επιχείρησης, τον τύπο της βιομηχανίας και τη στρατηγική σταθερής διαφοροποίησης (Lincoln & Adedoyin, 2012). Αυτό οφείλεται στο ότι οι γυναίκες διευθυντές θεωρείται ότι σκέφτονται σε μεγαλύτερο βαθμό στρατηγικές εναλλακτικές λύσεις σε σχέση με τους άντρες (Daily & Dalton, 1999). Ακόμη, οι γυναίκες θέτουν περισσότερα ερωτήματα από τους άνδρες στα Δ.Σ. (Carter et al., 2003), ενώ ταυτόχρονα είναι πιο δραστήριες και καλύτερες στην εποπτεία (Farrell & Hersch, 2005).

Οι γυναίκες έχουν διαφορετικές προτεραιότητες από τους άνδρες (Adams & Ferreira, 2009), έχουν διαφορετικό στυλ ηγεσίας (Bear et al., 2010), ενώ η παρουσία γυναικών στα Δ.Σ. μπορεί να ενισχύσει τους μηχανισμούς συμμετοχής των ενδιαφερομένων και να αυξήσει την αξιοπιστία των εταιρικών εκθέσεων (Manetti & Toccafondi, 2012). Ακόμη, διαφέρουν από τους άνδρες ως προς την προσωπικότητα, το στυλ επικοινωνίας, το εκπαιδευτικό υπόβαθρο και την επαγγελματική εμπειρία μέσα στο Δ.Σ. (Liao et al., 2015).

Οι γυναίκες είναι πιο πιθανό να προσανατολίζονται στα ενδιαφερόμενα μέρη, να ανησυχούν για τις δεοντολογικές πρακτικές και την κοινωνικά υπεύθυνη συμπεριφορά

και προβαίνουν σε ενέργειες για τη μείωση των αντιλαμβανόμενων κινδύνων (Carter et al., 2003; Adams & Ferreira, 2009). Ο Adams (2015a) αναφέρει ότι υπάρχουν διαφορές στη δεοντολογική συμπεριφορά των γυναικών και των ανδρών. Οι γυναίκες τείνουν να υιοθετούν μια σχέση οικοδόμησης μεγαλύτερης εμπιστοσύνης σε σχέση με τους άνδρες και έτσι μπορούν να δώσουν μεγαλύτερη έμφαση στα ενδιαφερόμενα μέρη και τη μείωση της ασυμμετρίας της πληροφορίας (Gul et al., 2013). Ακόμη, είναι πιο ευαίσθητες σε κοινωνικά και ηθικά ζητήματα (Bear et al., 2010). Με βάση τα παραπάνω ευρήματα των ερευνών μπορεί να υποθεθεί ότι ένα Δ.Σ. με μεγαλύτερη γυναικεία εκπροσώπηση μπορεί να επηρεάσει την ποιότητα των αναφορών και τη βιωσιμότητα αυτής.

Στη βιβλιογραφία υπάρχουν έρευνες που υποστηρίζουν ότι η ύπαρξη πολλών γυναικών στο Δ.Σ. βελτιώνει την εταιρική φήμη (Bernardi et al., 2006). Οι γυναίκες στα Δ.Σ. είναι πολύ πιο πιθανό να κατέχουν διδακτορικό δίπλωμα σε σχέση με τους άνδρες (Hillman et al., 2002). Σε σύγκριση με τους άνδρες, οι γυναίκες που συμμετέχουν σε διοικητικές θέσεις αποκτούν πείρα σε μικρότερες επιχειρήσεις και είναι λιγότερο πιθανό να έχουν εμπειρία σε θέσεις διευθύνοντος συμβούλου ή διευθυντή οικονομικών (Singh et al., 2008). Ακόμη, οι γυναίκες είναι πιθανότερο να έχουν εξειδικευμένο υπόβαθρο και να φέρνουν διαφορετικές προοπτικές στο Δ.Σ. (Hillman et al., 2002).

Η αύξηση της γυναικείας εκπροσώπησης στο Δ.Σ. μπορεί να βελτιώσει τη λήψη αποφάσεων, καθώς εξετάζεται μεγαλύτερη πληθώρα προοπτικών και ζητημάτων και αξιολογείται ένα ευρύτερο φάσμα αποτελεσμάτων (Daily & Dalton, 2003). Η παρουσία περισσότερων γυναικών μπορεί να ενθαρρύνει την συμμετοχική επικοινωνία μεταξύ των μελών του Δ.Σ.. Αν οι γυναίκες συμμετέχουν σε μεγαλύτερο βαθμό (Eagly et al., 2003), είναι πιο δημοκρατικές (Eagly & Johnson, 1990) και κοινωνικές (Rudman & Glick, 2001) σε σχέση με τους άνδρες, τότε η μεγαλύτερη γυναικεία εκπροσώπηση στο Δ.Σ. μπορεί να ενθαρρύνει περισσότερο τις ανοιχτές συνομιλίες μεταξύ των μελών του Δ.Σ..

Ακόμη, η έμφυλη πολυμορφία μπορεί να επηρεάσει τη λειτουργία του Δ.Σ. στην παρακολούθηση των διοικητικών διαδικασιών. Η ύπαρξη περισσότερων γυναικών στο Δ.Σ. ενισχύει την εμπειρογνωμοσύνη αυξάνοντας το φάσμα της επαγγελματικής εμπειρίας και αυξάνοντας τον αριθμό των μελών του Δ.Σ. που έχουν υψηλό μορφωτικό επίπεδο (Hillman et al., 2002). Ακόμη, οι γυναίκες αυξάνουν τη δημογραφική πολυμορφία βοηθώντας να διασφαλιστεί η δημογραφική διαφορά του Δ.Σ. από τη διοίκηση.

Στη βιβλιογραφία τα ευρήματα για την πολυμορφία είναι διφορούμενα. Άλλες μελέτες βρίσκουν μια θετική γραμμική συσχέτιση της πολυμορφίας φύλων με ορισμένα μέτρα

απόδοσης (Srinidhi et al., 2011), ενώ άλλες διαπιστώνουν αρνητική γραμμική σχέση μεταξύ των δύο αυτών μεταβλητών (Adams & Ferreira, 2009). Ακόμη, υπάρχουν και έρευνες οι οποίες δε διαπιστώνουν την ύπαρξη κάποιας σχέσης μεταξύ των δύο αυτών μεταβλητών (Carter et al., 2010).

Οι επιπτώσεις της πολυμορφίας του Δ.Σ. στην εταιρική απόδοση δεν είναι καλά κατανοητές, αλλά η πλειοψηφία των ερευνών ξεκινά με την παραδοχή ότι οι επιπτώσεις της διαφορετικότητας των φύλων πρέπει να προκύπτουν από αλλαγές στην ικανότητα αποτελεσματικότητας ή παρακολούθησης του Δ.Σ. (Dobbin & Jung, 2011). Αυτές οι αλλαγές μπορούν να επηρεάσουν άμεσα τα κέρδη και έμμεσα την απόδοση των μετοχών. Στη βιβλιογραφία υπάρχουν έρευνες που δείχνουν ότι η αυξημένη ισότητα των δύο φύλων και οι ίσες ευκαιρίες βελτιώνουν την κερδοφορία των εταιριών (McKinsey & Company, 2010), τη συλλογική ευφυΐα των ομάδων (Wooley et al., 2010), ακόμη και την οικονομική ανάπτυξη των κρατών (Inglehart & Norris, 2003). Αυτό οφείλεται κυρίως στην πολυμορφία που φέρνουν οι συναναστροφές μεταξύ των δύο φύλων (Joshi, 2014), αλλά και στα κέρδη που έχουν πραγματοποιηθεί με την αξιοποίηση ανθρώπινου κεφαλαίου που δεν είχε χρησιμοποιηθεί μέχρι πρότινος (McKinsey & Company, 2010). Η ανισότητα των δύο φύλων βλάπτει τόσο τις γυναίκες όσο και τους άνδρες ενθαρρύνοντας τη δημιουργία στερεότυπων που περιορίζουν τις δυνατότητες και των δύο φύλων να μεγιστοποιήσουν τα ταλέντα και τις ικανότητές τους (Berdahl et al., 2015).

Η πολυμορφία του φύλου στα Δ.Σ. συνδέεται με υψηλότερες αξίες μετοχών και μεγαλύτερη κερδοφορία (Carter et al., 2010). Οι έρευνες που εξετάζουν τις επιπτώσεις της προσθήκης γυναικών στα Δ.Σ. σε γενικές γραμμές είτε δε δείχνουν καθόλου επιδράσεις είτε δείχνουν αρνητικές επιπτώσεις (Adams & Ferreira, 2009). Οι μικτές ομάδες φύλων μπορούν να χωριστούν και η πολυμορφία μπορεί να προκαλέσει συγκρούσεις σε ομάδες που παρεμποδίζουν την αποτελεσματικότητα. Η πολυμορφία στο φύλο, την εθνικότητα και τη φυλή τείνουν να επιφέρουν ομαδικές συγκρούσεις, να παρεμποδίζουν την επικοινωνία και να παρεμβαίνουν στη συνεργασία μεταξύ των ατόμων μειώνοντας έτσι την απόδοση της επιχείρησης (Jackson & Joshi, 2004). Διάφοροι αναλυτές έχουν διερευνήσει τις επιπτώσεις της πολυμορφίας του Δ.Σ. τόσο στην κερδοφορία όσο και στην αποτίμηση των μετοχών. Τα ευρήματα δείχνουν ότι η πολυμορφία των φύλων εμποδίζει την απόδοση (Adams & Ferreira, 2009).

Οι Dang & Nguyen (2016) εξέτασαν την πολυμορφία τού φύλου στο Δ.Σ. και την απόδοση για να δουν τις επιπτώσεις της γυναικείας εκπροσώπησης στην απόδοση της επιχείρησης. Σε ένα δείγμα γαλλικών επιχειρήσεων εντόπισαν ότι η πολυμορφία επιδρά

στην επίδοση και αυτή η επίδραση εξαρτάται από το μέτρο απόδοσης που εξετάζεται. Οι Robinson & Dechant (1997) υποστηρίζουν ότι η πολυμορφία φύλου βελτιώνει τις αποφάσεις του Δ.Σ. και αυτό επιδρά θετικά στην παραγωγικότητα και την αποδοτικότητα. Άλλες μελέτες βρίσκουν θετική σχέση μεταξύ της γυναικείας εκπροσώπησης και της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων (Carter et al., 2003), ενώ άλλες δεν βρίσκουν κάποια επίδραση (Rose, 2007; Adams & Ferreira, 2009). Η διαφοροποίηση έγκειται στις δειγματοληπτικές επιλογές των ερευνητών, στις περιόδους μελέτης και τη μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε.

Την άποψη αυτή ενστερνίζονται και άλλοι ερευνητές. Σύμφωνα με τους Krishnan & Park (2005) το φύλο είναι πιο περίπλοκη μεταβλητή από τις υπόλοιπες δημογραφικές, καθώς τα αποτελέσματά της προέρχονται από την κοινωνική και γνωστική βάση των μελών του Δ.Σ.. Πολλές έρευνες εξετάζουν την επίδραση της μεγαλύτερης γυναικείας εκπροσώπησης στο Δ.Σ. στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων, αλλά σύμφωνα με τους Rhode & Packel (2010) τα αποτελέσματα των ερευνών εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τη μεθοδολογία της έρευνας που ακολουθείται.

Σε άλλη έρευνα οι Sener & Karaye (2014) βρίσκουν ότι δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά στην πολυμορφία των φύλων και την υποεκπροσώπηση των γυναικών σε δείγματα Δ.Σ. επιχειρήσεων της Τουρκίας και της Νιγηρίας. Ωστόσο, ισχυρίζονται ότι η χαμηλή εκπροσώπηση των γυναικών είναι πιο εμφανής στην Τουρκία και εντοπίστηκε στατιστικά σημαντική διαφορά όσον αφορά το μέγεθος του Δ.Σ. και την παρουσία ανεξάρτητων μελών του Δ.Σ. μεταξύ των δύο χωρών.

Από την άλλη, η πολυμορφία στο Δ.Σ. λειτουργεί ως «οδηγός» για την πολυμορφία στη διοίκηση. Οι Adusei et al. (2017) εξέτασαν την πολυμορφία του Δ.Σ. και της διοίκησης σε επιχειρήσεις 76 χωρών και βρήκαν ότι η πολυμορφία των φύλων στο Δ.Σ. προβλέπει θετικά την πολυμορφία των φύλων στη διοίκηση. Ακόμη, βρίσκουν ότι ενώ η ποικιλομορφία φύλου επηρεάζεται αρνητικά και σε σημαντικό βαθμό από τις οικονομικές επιδόσεις των επιχειρήσεων, δε συμβαίνει το ίδιο για την ποικιλομορφία φύλων στη διοίκηση.

Οι Caspar et al. (2013) εξέτασαν τις επιπτώσεις της γυναικείας και της φυλετικής εκπροσώπησης στο Δ.Σ. επιχειρήσεων στην εταιρική απόδοση για ένα δείγμα εισηγμένων σε σκανδιναβικές χώρες και στη Γερμανία. Διαπίστωσαν ότι μόνο η εθνικότητα σχετίζεται με την εταιρική αποδοτικότητα κυρίως γιατί τα μέλη του Δ.Σ. με υπόβαθρο κοινό δίκαιο και ηθική έχουν σημαντική επίδραση στην εταιρική απόδοση η οποία μετρείται με ποσοτικούς δείκτες όπως ο ROA και ο ROE. Ακόμη, βρήκαν ότι τα



πολύαριθμα Δ.Σ. επηρεάζουν αρνητικά την εταιρική απόδοση. Η αύξηση του ποσοστού των μελών του Δ.Σ. με ίδια εθνικότητα θα ήταν ίσως επωφελής για τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις της Σκανδιναβίας και της Γερμανίας.

Οι Carter et al. (2010) εξέτασαν το αντίκτυπο της αύξησης του ποσοστού γυναικών στο Δ.Σ., αλλά και την επίδραση της εθνικότητας των διευθυντών που συμμετέχουν σε Δ.Σ.. Δεν εντόπισαν στην έρευνά τους κάποια σημαντική σχέση μεταξύ της απόδοσης της επιχείρησης και του φύλου ή της εθνικότητας. Οι Campbell & MinguezVera (2008) διεξήγαγαν μελέτη σε ισπανικές εισηγμένες εταιρίες το χρονικό διάστημα 1995 – 2000 και βρήκαν ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ της απόδοσης των επιχειρήσεων και του ποσοστού εκπροσώπησης των γυναικών στο Δ.Σ..

Οι Randoy et al. (2006) ανέλυσαν την ποικιλομορφία του Δ.Σ. με μια σκανδιναβική οπτική αλλά κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι αν η αυξημένη ποικιλομορφία είναι ελκυστική για τις επιχειρήσεις από πολιτικής άποψης, τότε αυτή μπορεί να επιτευχθεί χωρίς να καταστραφεί η αξία της επιχείρησης για τους μετόχους. Ωστόσο, αν το μέγεθος του Δ.Σ. αυξάνεται εξαιτίας της προσπάθειας επίτευξης αυτής της ποικιλομορφίας προκύπτουν έμμεσα κόστη που καταστρέφουν την αξία.

Οι Al – Shaer & Zaman (2016) εξέτασαν την επίδραση της πολυμορφίας των φύλων στο Δ.Σ. στη βιωσιμότητα της ποιότητας χρηματοοικονομικής αναφοράς. Εξετάζοντας την εταιρική διακυβέρνηση, τη συμπεριφορά και το περιβάλλον βρήκαν ότι η πολυμορφία των φύλων στο Δ.Σ. σχετίζεται με την ποιότητα και ότι τα ανεξάρτητα γυναικεία μέλη του Δ.Σ. έχουν μεγαλύτερη επίδραση σε αυτή την ποιότητα.

Οι Bear et al. (2010) εξέτασαν πώς η πολυμορφία του Δ.Σ. ως προς το φύλο και τον αριθμό του επηρεάζει τις αξιολογήσεις της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης των επιχειρήσεων και πώς η εταιρική κοινωνική ευθύνη επηρεάζει με τη σειρά της την εταιρική φήμη. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι αξιολογήσεις της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης έχουν θετικό αντίκτυπο στη φήμη και μεσολαβούν στη σχέση μεταξύ του αριθμού των γυναικών στο Δ.Σ. και της εταιρικής φήμης.

### 3.2. Αριθμός μελών

Στην Ε.Ε. αλλά και σε άλλα μέρη του κόσμου τα κράτη ενθαρρύνονται να υιοθετούν τις γενικές αρχές του OECD και τις συστάσεις της Ε.Ε. σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση (EU, 2012) και να εφαρμόσουν δικούς τους κανόνες χωρίς την υποχρέωση να εφαρμόζεται η ίδια λογική σε όλα τα είδη και μεγέθη των επιχειρήσεων. Αυτό

σημαίνει ότι οι ιδιαιτερότητες της κάθε επιχείρησης διαμορφώνουν ξεχωριστά το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης (Seidl et al., 2013). Για να υπάρχει ποιότητα στη λειτουργία του Δ.Σ. απαιτείται και κάποιο όριο στον αριθμό των μελών του Δ.Σ. βασισμένο σε ορισμένες μεταβλητές.

Μια προσέγγιση της πολυμορφίας του Δ.Σ. που εξετάζεται στη βιβλιογραφία αφορά τον αριθμό των μελών που το απαρτίζουν. Ο αριθμός των μελών του Δ.Σ. αποτελεί θεμελιώδες στοιχείο για την ανάπτυξη των καθηκόντων που του έχουν ανατεθεί. Έτσι, η κατεύθυνση η οποία ακολουθείται από τις επιχειρήσεις απορρέει από τον τρόπο με τον οποίο εκτελούνται οι λειτουργίες που έχουν ανατεθεί στο Δ.Σ.. Στην Ευρώπη υπάρχει ανάγκη μελέτης τέτοιων χαρακτηριστικών γιατί διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων καθώς αυτό τελικά θα συνεισφέρει και στην ανάπτυξη της Ευρώπης (Rodríguez – Fernandez, 2015).

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία το αντίκτυπο του μεγέθους του Δ.Σ. δεν φαίνεται να έχει καθοριστεί. Ένα αυξημένο μέγεθος του Δ.Σ. έχει δύο αντικρουόμενα αποτελέσματα. Από τη μια, υπάρχει μεγαλύτερος έλεγχος σε κρίσιμες αποφάσεις, αλλά από την άλλη, ένα μικρότερο σε μέγεθος Δ.Σ. προσφέρει μεγαλύτερη ευελιξία στη λήψη αποφάσεων (Yermack, 1996). Σύμφωνα με τους Lipton & Lorsch (1992) όταν ένα Δ.Σ. έχει περισσότερα από 10 μέλη γίνεται όλο και πιο δύσκολο να εκφράσουν όλα τα μέλη τις ιδέες και τις απόψεις τους. Έτσι, υποστηρίζουν τη δημιουργία μικρότερων Δ.Σ. με έναν αριθμό μελών της τάξης των 7-8 ατόμων. Στα μεγάλα Δ.Σ. καθήκοντα όπως η επικοινωνία, ο συντονισμός και η λήψη αποφάσεων είναι πιο δύσκολα και δαπανηρά σε μια μεγάλη ομάδα ανθρώπων.

Ο ρόλος των Δ.Σ. των επιχειρήσεων είναι πολύ σημαντικός για τη λήψη στρατηγικών αποφάσεων και το μέγεθος του Δ.Σ. σχετίζεται με την ανάληψη επιχειρηματικών κινδύνων (Firdaus & Adhariani, 2017). Όσο μεγαλύτερος ο αριθμός των μελών του Δ.Σ., τόσο μεγαλύτερη η χρηστικότητα των εργαλείων διαχείρισης του κινδύνου που επιτρέπει την ανάληψη υψηλότερων κινδύνων από τους διευθυντές της διοίκησης (Blanchard & Dionne, 2004). Σύμφωνα με τους Sarens & Christopher (2010) ο αριθμός των μελών του Δ.Σ. πρέπει να προσαρμοστεί στην πολυπλοκότητα της επιχείρησης προκειμένου να γίνεται ορθά η λήψη των αποφάσεων. Ωστόσο, η διαφορετική νοοτροπία μεταξύ των μελών του Δ.Σ. δημιουργεί και έναν διαφορετικό τρόπο αντιμετώπισης του κινδύνου.

Στη βιβλιογραφία υπάρχουν έρευνες που δείχνουν ότι τόσο τα πολυάριθμα Δ.Σ. όσο και οι πολύ μικρές διοικητικές δομές έχουν αδυναμίες. Πολύ μεγάλα σε μέγεθος Δ.Σ. χαρακτηρίζονται από αυξημένα προβλήματα επικοινωνίας και συντονισμού, ενώ τα πολύ

μικρά χαρακτηρίζονται από αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεών τους (Eisenberg, 1998). Σύμφωνα με άλλες έρευνες, τα υπερβολικά μεγάλα Δ.Σ. μπορούν να καταστήσουν πιο δύσκολη τη διαδικασία συντονισμού, επικοινωνίας και λήψης αποφάσεων (Jensen, 1993).

Η λειτουργία ενός μεγάλου Δ.Σ. πράγματι συνοδεύεται από μια σειρά μειονεκτημάτων. Σύμφωνα με τους Conyon & Peck (1998) υπάρχει ασυμμετρία στις πληροφορίες που κατέχει ο πρόεδρος του Δ.Σ. και ο διευθύνων σύμβουλος της εταιρίας, ενώ σύμφωνα με τους Mak & Kusnadi (2005) υπάρχει η τάση να γίνονται νέοι διορισμοί αντί για αντικαταστάσεις. Τα μεγαλύτερα Δ.Σ. είναι λιγότερο αποτελεσματικά από τα μικρότερα Δ.Σ., διότι όταν το Δ.Σ. γίνεται πολύ μεγάλο μπορεί να προκύψει το πρόβλημα του «ελεύθερου καβαλάρη» (free riding) (Jensen, 1993). Αυτό επιβεβαιώνεται και από μελέτες σε επιχειρήσεις τόσο με μεγάλα Δ.Σ. όσο και με μικρά (Yermack, 1996; Eisenberg et al., 1998).

Το μέγεθος του Δ.Σ. αποτελεί ένα θέμα το οποίο παραδοσιακά συζητιέται σε ακαδημαϊκά έντυπα και περιοδικά, ενώ παράλληλα οι ειδήσεις για τις αλλαγές στα Δ.Σ. μεγάλων ευρωπαϊκών εταιριών αποτελούν αμφιλεγόμενο ζήτημα για την πορεία των μετοχών αυτών των εταιριών (Rodriguez – Fernandez, 2015). Ενώ περισσότερα μέλη σε ένα Δ.Σ. σημαίνουν συνήθως μεγαλύτερη συνεισφορά σε εμπειρίες, γνώσεις και επαφές που ευνοούν την εταιρία, εντούτοις το σχετικό κόστος που προκύπτει με τις αμοιβές των διαχειριστών και η τυχόν δυσλειτουργία στο συντονισμό των μελών αποτελούν παράγοντες που πρέπει να ληφθούν σοβαρά υπόψη.

Ένα ολοκληρωμένο Δ.Σ. περιλαμβάνει εκτελεστικούς και μη εκτελεστικούς διευθυντές και είναι μηχανισμός σημαντικός για τη λειτουργία της επιχείρησης (Zabri et al., 2016). Ένα μεγαλύτερο σε μέγεθος Δ.Σ. μπορεί να προωθήσει μια μεγαλύτερη ποικιλομορφία η οποία μπορεί να αποφέρει περισσότερα οφέλη στις επιχειρήσεις, καθώς μπορούν να αυξήσουν την απαιτούμενη τεχνογνωσία. Ωστόσο, ένα ανεξέλεγκτο μεγάλο Δ.Σ. μπορεί να επιφέρει αναποτελεσματική εποπτεία, κακή επικοινωνία και συντονισμό που τελικά μπορούν να μειώσουν την αξία του οφέλους που προκύπτει (Appuhami & Bhuyan, 2015). Επομένως, ένα μεγάλου μεγέθους Δ.Σ. αντιμετωπίζει προβλήματα συντονισμού μεταξύ των μελών του. Από την άλλη, ένα μεγάλο μέγεθος του Δ.Σ. μπορεί να οδηγήσει σε περισσότερες ιδέες και να είναι επωφελές για τη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Σε κάποιες χώρες οι επιχειρήσεις ελέγχονται από μικρές ομάδες όπως για παράδειγμα τα μέλη μιας οικογένειας που διαχειρίζονται την επιχείρηση για το δικό τους συμφέρον.

Υπάρχουν έρευνες οι οποίες υποστηρίζουν ότι υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους του Δ.Σ. και της κερδοφορίας της επιχείρησης. Τέτοιες έρευνες είναι των Alves & Mendes (2004) στην Πορτογαλία, των Barroso et al. (2009) στην Ισπανία, των Larmou & Vafeas (2010) σε διεθνείς επιχειρήσεις, των Raja & Kumar (2008) στην Ινδία και πολλές άλλες. Αρνητική σχέση βρέθηκε σε έρευνες των Drakos & Bekiris (2010) για την Ελλάδα, των O'Connell & Cramer (2010) για την Ιρλανδία, των Kota & Tomar (2010) στην Ινδία και των Dowell et al. (2011) για διεθνείς επιχειρήσεις. Τέλος, αρκετές έρευνες δεν βρήκαν καμία σχέση μεταξύ των μεταβλητών όπως για παράδειγμα των Di Pietra et al. (2008) στην Ιταλία, των Beiner et al. (2004) στην Ελβετία και των Gill et al. (2009) σε διεθνείς επιχειρήσεις.

Ακόμη, στη βιβλιογραφία αρκετοί ερευνητές προσπαθούν να προσδιορίσουν τον βέλτιστο αριθμό των μελών ενός Δ.Σ.. Για παράδειγμα, ο Guest (2009) ανέλυσε ένα δείγμα αγγλικών εταιριών για το χρονικό διάστημα 1981 – 2002 και βρήκε ότι στις επιχειρήσεις με Δ.Σ. με περισσότερα από 9 μέλη, η αποδοτικότητα μειώνεται. Σε άλλη έρευνα, οι De Andres & Vallelado (2008) χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 69 τραπεζών από έξι χώρες της Ευρώπης και της Βόρειας Αμερικής και βρήκαν ότι ο ιδανικός αριθμός μελών του Δ.Σ. είναι 19.

Οι περισσότερες έρευνες στη βιβλιογραφία συγκλίνουν σε μικρότερα μεγέθη Δ.Σ., καθώς θεωρείται ότι μικρότερες ομάδες είναι πιο συνεκτικές και παραγωγικές (Wu, 2003), ενώ παράλληλα είναι σε θέση να παρακολουθούν την επιχείρηση πιο αποτελεσματικά από μεγαλύτερες ομάδες (Pablo et al., 2005). Επιπλέον, οι μεγαλύτερες ομάδες χαρακτηρίζονται από προβλήματα όπως η κοινωνική κάλυψη και το υψηλότερο κόστος συντονισμού (Rashid, 2011). Σύμφωνα με τον Jensen (1993) τα Δ.Σ. με περισσότερα από 7 – 8 μέλη λειτουργούν λιγότερο αποτελεσματικά και είναι πιο εύκολο να ελεγχθούν από τον διευθύνοντα σύμβουλο εις βάρος των μετόχων. Ο Yermack (1996) υποστηρίζει ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ του δείκτη απόδοσης Tobin's Q και του μεγέθους του Δ.Σ. μεγάλων δημόσιων επιχειρήσεων στις Η.Π.Α.

Οι Arnegger et al. (2014) εξέτασαν τη σχέση μεταξύ του μεγέθους της επιχείρησης και της σύνθεσης του Δ.Σ. και συγκεκριμένα εξέτασαν τον τρόπο με τον οποίο το μέγεθος της επιχείρησης επηρεάζει την επαγγελματική και διεθνή πολυμορφία σε ένα Δ.Σ.. Βασίστηκαν στη θεωρία εξάρτησης πόρων και στη θεωρία της οργανωτικής συμπεριφοράς και βρήκαν ότι τόσο η επαγγελματική όσο και η πολιτιστική πολυμορφία στο Δ.Σ. αυξάνεται με την αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης, ωστόσο η πολιτιστική παραμένει σε μειούμενους ρυθμούς.

Σύμφωνα με τους Pfeffer & Salancik (1978) τα Δ.Σ. συνδέουν την επιχείρηση με το εξωτερικό της περιβάλλον. Μια από τις αρμοδιότητες των διευθυντών είναι να παράσχουν βοήθεια στην απόκτηση πόρων από το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης (Nicholson & Kiel, 2003). Οι Ferris et al. (2002) βρίσκουν μια θετική και στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ του αριθμού των μελών του Δ.Σ. και του λόγου αγοραία προς λογιστική αξία για επιχειρήσεις που χρειάζονται εξωτερική δανειοδότηση. Οι Gaba & Bagga (2017) εξέτασαν τη σχέση μεταξύ του αριθμού των γυναικών σε Δ.Σ. επιχειρήσεων στην Ινδία και του μεγέθους των επιχειρήσεων και του μεγέθους του Δ.Σ.. Δεν βρήκαν κάποια σύνδεση μεταξύ των μεταβλητών, ωστόσο διαπίστωσαν ότι υπάρχει σχέση μεταξύ του αριθμού των γυναικών στο Δ.Σ. και του μεγέθους του Δ.Σ.

Οι Malik et al. (2014) εξέτασαν τη σχέση μεταξύ του μεγέθους του Δ.Σ. και της απόδοσης της επιχείρησης. Χρησιμοποίησαν για το σκοπό αυτό δείγμα από 14 εισηγμένες στο Πακιστάν τράπεζες για το χρονικό διάστημα 2008 – 2012 και βρήκαν ότι υπάρχει σημαντική θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους του Δ.Σ. και της απόδοσης των τραπεζών. Συμπεραίνουν ότι ένα μεγάλο μέγεθος Δ.Σ. μπορεί να ενισχύσει την απόδοση των τραπεζών στο Πακιστάν.

Οι Topal & Dogan (2014) εξέτασαν το αντίκτυπο του μεγέθους του Δ.Σ. στην οικονομική απόδοση των επιχειρήσεων. Χρησιμοποίησαν δείγμα για το χρονικό διάστημα 2002 – 2012 σε 136 επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον τομέα της βιομηχανίας στην Κωνσταντινούπολη και βρήκαν ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους του Δ.Σ. και της απόδοσης, όπως αυτή μετρείται με τον δείκτη ROA και το δείκτη Z του Altman. Η Rodriguez – Fernandez (2015) ανέλυσε τη σχέση μεταξύ του μεγέθους του Δ.Σ. και της αποδοτικότητας ευρωπαϊκών επιχειρήσεων στο δείκτη EUROSTOXX50. Επειδή κατά τη μελέτη δεν προκύπταν στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα, χρησιμοποίησε ως σταθερό παράγοντα το μέγεθος της επιχείρησης προκειμένου να εντοπιστεί αν επηρεάζεται η απόδοση των επιχειρήσεων. Τελικά, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι υπάρχει ισχυρή και αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους της επιχείρησης και της οικονομικής της απόδοσης.

Η Rodriguez – Fernandez (2015) καταλήγει στο συμπέρασμα ότι το μέγεθος του Δ.Σ. εξαρτάται από παράγοντες όπως οι ιδιαιτερότητες της επιχείρησης. Ακόμη, σημειώνει ότι οι γερμανικές επιχειρήσεις υποστηρίζουν το διαχωρισμό στο ρόλο του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου, κάτι που παρατηρείται σε μικρότερο βαθμό στην Ολλανδία και το Βέλγιο. Επίσης, εντοπίζει ότι η αύξηση της απόδοσης γίνεται όλο και πιο δύσκολη όσο αυξάνεται το μέγεθος της επιχείρησης. Κατά συνέπεια, ο καθορισμός

ορίων στο μέγεθος της επιχείρησης μπορεί να θεωρηθεί πιο καθοριστικός από τον καθορισμό ορίων στο μέγεθος του Δ.Σ.

Ο Ratnawati (2019) εξέτασε τον παράγοντα ανάληψης επιχειρηματικών κινδύνων μέσω του μεγέθους του Δ.Σ. και της γυναικείας εκπροσώπησης σε αυτό. Εστίασε σε Δ.Σ. 262 επιχειρήσεων για το χρονικό διάστημα 2013 – 2016 και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι ο επιχειρηματικός κίνδυνος επηρεάζεται θετικά από το μέγεθος του Δ.Σ.. Από την άλλη, η ποικιλομορφία φύλων έχει μικρή αρνητική επίδραση στην ανάληψη επιχειρηματικών κινδύνων. Όσο μεγαλύτερο το μέγεθος του Δ.Σ. τόσο μεγαλύτερη η μεταβλητότητα του δείκτη απόδοσης ROA αλλά από την άλλη η παρουσία γυναικών στο Δ.Σ. τείνει να τη μειώνει. Αυτό σημαίνει ότι ένα πολυμελές Δ.Σ. μπορεί να αυξήσει τους κινδύνους που αναλαμβάνει η επιχείρηση.

## Κεφάλαιο 4 Μεθοδολογία

### 4.1. Εισαγωγικά

Η έρευνα χωρίστηκε σε δύο μέρη. Αρχικά, πραγματοποιήθηκε εκτενής βιβλιογραφική επισκόπηση και παρουσίαση των βασικότερων σημείων που παρέχουν ερείσματα για τις βασικές υποθέσεις της έρευνας. Στη συνέχεια, εξετάστηκε το ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης, η σημασία και ο ρόλος που διαδραματίζει στην σύγχρονη παγκοσμιοποιημένη εποχή και τα βασικά χαρακτηριστικά της με έμφαση στον αριθμό των μελών του Δ.Σ. καθώς και τη γυναικεία εκπροσώπηση σε αυτό. Στο δεύτερο μέρος παρατέθηκαν οι βασικές υποθέσεις της έρευνας που παρείχαν τη βάση για την διεξαγωγή της εμπειρικής έρευνας και επιλέχθηκαν τυχαία πέντε ελληνικές εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις με μακρόχρονη παρουσία στην ελληνική επιχειρηματικότητα.

Η ανάλυση που χρησιμοποιείται στο πλαίσιο της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η ποσοτική ανάλυση με τη χρήση πολλαπλής παλινδρόμησης ως το κατάλληλο στατιστικό εργαλείο για τους σκοπούς της έρευνας. Ως εκ τούτου και το ερευνητικό σχέδιο είναι εμπειρικό (Leedy & Ormrod, 2010).

### 4.2. Θεωρητικό Πλαίσιο και Ερευνητικές Υποθέσεις

Η μελέτη επικεντρώνεται στην ποικιλομορφία του Δ.Σ. ως προς το φύλο και το μέγεθος του Δ.Σ. ως σημαντικές μεταβλητές όσον αφορά στην εξέταση της συσχέτισης μεταξύ της σύνθεσης του Δ.Σ. και της σταθερής απόδοσης, ενώ δεν εξετάζονται άλλα χαρακτηριστικά όπως η θητεία των μελών, η ηλικία τους, τα προσόντα και η επαγγελματική εμπειρία των διευθυντών. Ακόμη, οι χρηματοοικονομικοί δείκτες ενδέχεται να μην έχουν τη δυνατότητα να αντικατοπτρίσουν ικανοποιητικά το ρόλο που διαδραματίζει το Δ.Σ. στην εταιρική διακυβέρνηση.

Η αποδοτικότητα της επιχείρησης αποτελεί αποτέλεσμα της αλληλεπίδρασης μεταξύ πολλών και διαφορετικών παραγόντων που σχετίζονται τόσο με το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης όσο και με το εσωτερικό της. Έτσι, εκτός από τους παράγοντες οι οποίοι εξετάστηκαν στο πλαίσιο της παρούσας μελέτης, υπάρχουν πολλοί άλλοι παράγοντες οι οποίοι χρειάζεται να ληφθούν υπόψη. Παρόλ' αυτά, η παρούσα

μελέτη προσπάθησε να εξετάσει δύο σημαντικές πτυχές του Δ.Σ. οι οποίες έχει αποδειχθεί στην βιβλιογραφία ότι σχετίζονται με την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων στο πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης.

Η χρηματοοικονομική αποδοτικότητα η οποία λειτουργεί στο συγκεκριμένο μοντέλο ως εξαρτημένη μεταβλητή μπορεί να μετρηθεί μέσω του δείκτη αποδοτικότητας των περιουσιακών στοιχείων γνωστό ως ROA ο οποίος υπολογίζεται ως ο λόγος των κερδών προ φόρων τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων. Για να εξεταστούν οι δύο μεταβλητές (αριθμός μελών και φύλο Δ.Σ.) σε μεγαλύτερο βάθος χρησιμοποιούνται επιπρόσθετοι δείκτες και συγκεκριμένα ο ROE δηλαδή η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης, ο δείκτης Tobin's Q που αποτελεί το λόγο της αγοραίας αξίας της επιχείρησης προς τη λογιστική της αξία, τα κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EBITDA) και ο συνολικός δείκτης αποδοτικότητας των επιχειρήσεων. Οι δείκτες αυτοί έχουν χρησιμοποιηθεί σε παρόμοιες έρευνες από άλλους ερευνητές (Dalton et al., 1999; Alves & Mendes, 2004; De Andres & Vallelado, 2008; Guest, 2009; Jackling & Johl, 2009; Crespi, 2010).

Όσον αφορά τον τρόπο μέτρησης της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων, στη βιβλιογραφία χρησιμοποιούνται διάφορα μεγέθη. Ωστόσο, πιο δημοφιλή, πιο εύχρηστα και πιο εύκολο να υπολογιστούν με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία είναι ο ROA, ο ROE και ο δείκτης Tobin's Q. Στην προκειμένη περίπτωση για να υπολογιστεί και η κερδοφορία αποφασίστηκε να χρησιμοποιηθεί και το μέγεθος EBITDA καθώς η αποδοτικότητα της επιχείρησης για τους μετόχους συνδέεται άμεσα και με τη δυνατότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδη. Ως εκ τούτου, θεωρήθηκε σκόπιμο εκτός από τους παραδοσιακούς δείκτες μέτρησης της αποδοτικότητας να χρησιμοποιηθεί και ένας δείκτης μέτρησης της κερδοφορίας. Με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία επομένως χρησιμοποιήθηκαν τελικά ο δείκτης ROA (λογιστικός δείκτης), ο δείκτης Tobin's Q (δείκτης της αγοράς) και το μέγεθος EBITDA (δείκτης κερδοφορίας). Συνολικά, χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία για 5 ελληνικές επιχειρήσεις από διαφορετικούς κλάδους για το χρονικό διάστημα 2005 – 2013 για τις μεταβλητές ROA, EBITDA, Tobin's Q, return index από τη βάση δεδομένων Thomson Reuters Eikon

Η ανεξάρτητη μεταβλητή «Μέγεθος» αντιπροσωπεύει το μέγεθος του Δ.Σ. της εκάστοτε επιχείρησης, δηλαδή τον αριθμό των μελών του Δ.Σ. της. Η ανεξάρτητη μεταβλητή «Φύλο» αντιπροσωπεύει την γυναικεία εκπροσώπηση στο Δ.Σ. των επιχειρήσεων. Ως εξαρτημένες μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν ο ROA, τα EBITDA, ο δείκτης Tobin's Q,



ο δείκτης συνολικής αποδοτικότητας. Ως ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν το μέγεθος του Δ.Σ. και το φύλο των μελών του Δ.Σ..

Αφού χρησιμοποιούνται τέσσερις εξαρτημένες μεταβλητές προκύπτουν τέσσερις διαφορετικές παλινδρομήσεις για τέσσερα διαφορετικά μοντέλα. Για τους σκοπούς της έρευνας και την εύρεση απαντήσεων στις ερευνητικές υποθέσεις προτείνεται ένα γραμμικό πολυμεταβλητό μοντέλο με αυτές τις δύο μεταβλητές:

$$\text{Χρηματοοικονομική αποδοτικότητα} = \alpha + \beta_1 * \text{Μέγεθος Δ.Σ.} + \beta_2 * \text{Φύλο} + e$$

Για το σχηματισμό των υποθέσεων χρησιμοποιείται το θεωρητικό πλαίσιο που χρησιμοποίησαν οι Fernandez et al. (2013) σύμφωνα με το οποίο λαμβάνονται υπόψη δομικά χαρακτηριστικά του Δ.Σ. σε σχέση με την εταιρική αποδοτικότητα. Συγκεκριμένα, το μέγεθος του Δ.Σ. στη βιβλιογραφία φαίνεται σε κάποιες έρευνες να σχετίζεται θετικά με την αποδοτικότητα, σε άλλες αρνητικά, ενώ σε κάποιες άλλες ότι δεν υπάρχει καν σχέση μεταξύ των δύο μεγεθών. Οι δείκτες αποδοτικότητας οι οποίοι χρησιμοποιούνται σε αυτές τις έρευνες είναι ο ROA, ο ROE, η αγοραστική αξία δηλαδή η χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης, ο δείκτης Tobin's Q και άλλοι αντίστοιχοι χρηματοοικονομικοί δείκτες.

Σύμφωνα με τη θεωρία της εξάρτησης πόρων και τη θεωρία αντιπροσώπευσης υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ της χρηματοοικονομικής αποδοτικότητας και του μεγέθους του Δ.Σ. σε θεωρητικό τουλάχιστον πλαίσιο, αλλά σε εμπειρικό επίπεδο αυτό δεν αποδεικνύεται πάντα και παρεισφρέουν διάφοροι παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν το τελικό αποτέλεσμα. Λαμβάνοντας υπόψη το γεγονός ότι το Δ.Σ. πρέπει να αναζητά και να επιδιώκει την επίτευξη ισορροπίας μεταξύ των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων που προέρχονται από την ενσωμάτωση νέων μελών στο Δ.Σ. και το γεγονός ότι διάφοροι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης, όπως αυτό του ΟΟΣΑ ή ακόμη και του ΣΕΒ στην περίπτωση της Ελλάδας, παροτρύνουν στην χρήση ενός ανώτατου αριθμού μελών στο Δ.Σ., αναμένουμε να βρούμε διαφορετικές σχέσεις μεταξύ της αποδοτικότητας και των μελών και του φύλου του Δ.Σ. σε διαφορετικούς κλάδους και σε διαφορετικού μεγέθους επιχειρήσεις. Έτσι, καταλήγουμε στις εξής υποθέσεις:

*H1: Η χρηματοοικονομική αποδοτικότητα των επιχειρήσεων σχετίζεται θετικά με το μέγεθος του Δ.Σ. δηλαδή με τον αριθμό των μελών του Δ.Σ.*

*H2: Η σύνθεση του Δ.Σ. ως προς το φύλο (η αναλογία δηλαδή γυναικών και αντρών) σχετίζεται θετικά και στατιστικά σημαντικά με την χρηματοοικονομική αποδοτικότητα των επιχειρήσεων.*

*H3: Όλοι οι δείκτες αποδοτικότητας (ROA, Tobin's Q, EBITDA, δείκτης συνολικής αποδοτικότητας) συνιστούν αξιόπιστες εξαρτημένες μεταβλητές για την εύρεση συσχετίσεων με το μέγεθος του Δ.Σ. και της γυναικείας εκπροσώπησης σε αυτό.*

### 4.3. Δείγμα της Έρευνας

Το αρχικό δείγμα της έρευνας αποτελείται από επιχειρήσεις οι οποίες δραστηριοποιούνται στο ελληνικό χρηματιστήριο. Συγκεκριμένα, χρησιμοποιήθηκαν πέντε εταιρίες από διαφορετικούς κλάδους. Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν αποτελούν δευτερογενείς πηγές οι οποίες αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων Thomson Reuters Eikon και από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των εισηγμένων στο ελληνικό χρηματιστήριο επιχειρήσεων.

Ο πληθυσμός του δείγματος περιλαμβάνει όλες τις εισηγμένες στο ελληνικό χρηματιστήριο επιχειρήσεις το χρονικό διάστημα 2005 – 2013. Στοιχεία όμως χρησιμοποιήθηκαν για πέντε εταιρίες. Η απόδοση της επιχείρησης μετριέται με τον υπολογισμό των δεικτών αποδοτικότητας ή κερδοφορίας που έχουν ήδη αναφερθεί με βάση τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία από τις επίσημες χρηματοοικονομικές καταστάσεις των επιλεγμένων επιχειρήσεων. Ο αριθμός των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στο πλαίσιο της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι πέντε και έχουν επιλεγεί τυχαία. Τα δεδομένα που συγκεντρώθηκαν από την βάση δεδομένων Thomson Reuters Eikon λήφθηκαν με τη μορφή βιβλίου εργασίας στο Microsoft Excel.

### 4.4. Μεθοδολογία Στατιστικής Ανάλυσης

Για να αναλυθούν τα δεδομένα που συγκεντρώθηκαν για τις πέντε επιλεγμένες επιχειρήσεις με τον καλύτερο δυνατό τρόπο χρησιμοποιήθηκε το στατιστικό πακέτο SPSS 20.0. ώστε να γίνουν παλινδρομήσεις για τις μεταβλητές. Το SPSS 20.0 περιλαμβάνει πλήθος δυνατοτήτων απεικόνισης τόσο ποσοτικών όσο και ποιοτικών μεταβλητών και χρησιμοποιείται ευρέως στις εμπειρικές έρευνες. Θεωρείται αξιόπιστο και κατάλληλο μέσο επεξεργασίας δεδομένων κοινωνικών ερευνών όπως η παρούσα,

ενώ επιλέγεται πολύ συχνά για την εκπόνηση διπλωματικών εργασιών. Ακόμη, χρησιμοποιήθηκαν ορισμένα στοιχεία περιγραφικής στατιστικής τα οποία και πάλι προέκυψαν από το SPSS. Το επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας που επιλέχθηκε ήταν 5% ( $p < 0,05$ ).

## Κεφάλαιο 5 Αποτελέσματα Έρευνας

### 5.1. Επιχειρήσεις

Σε αυτήν την ενότητα παρατίθενται ορισμένες βασικές πληροφορίες για την εταιρική διακυβέρνηση που εφαρμόζει καθεμία από τις πέντε επιλεγμένες εταιρίες για το εμπειρικό μέρος της εργασίας.

#### 5.1.1. Aegean Airlines

Η Aegean Airlines λαμβάνει πολύ σοβαρά υπόψη της την εταιρική διακυβέρνηση και για αυτό το λόγο έχει αποφασίσει οικειοθελώς να υιοθετήσει τον ελληνικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης του ΣΕΒ και συμμορφώνεται πλήρως με το ισχύον νομοθετικό πλαίσιο. Οι διαφοροποιήσεις του κώδικα που εφαρμόζει σε σχέση με αυτόν που προτείνει ο ΣΕΒ έγκεινται στις εξής παραμέτρους:

- Το Δ.Σ. της εταιρίας δεν έχει συστήσει ξεχωριστές επιτροπές οι οποίες να προΐστανται στη διαδικασία υποβολής υποψηφιοτήτων για εκλογή στο Δ.Σ. και να είναι αρμόδιες για την πρόταση θεμάτων όπως οι αμοιβές των εκτελεστικών μελών και των βασικών ανώτατων στελεχών. Ο λόγος έγκειται στην ύπαρξη σταθερών και διαμορφωμένων αμοιβών με βάση την πολιτική της εταιρίας.
- Το ένα τρίτο του Δ.Σ. δεν αποτελείται από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη απαλλαγμένα από συγκρούσεις συμφερόντων με την εταιρία και από στενούς δεσμούς με τη διοίκηση, τους βασικούς μετόχους ή την εταιρία. Συγκεκριμένα, το Δ.Σ. αποτελείται από 2 εκτελεστικά μέλη, 6 μη εκτελεστικά μέλη και 3 ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη. Ο λόγος για αυτή την ισορροπία είναι ότι αποδεδειγμένα εξασφαλίζει την αποτελεσματική και παραγωγική λειτουργία του Δ.Σ. Ακόμη, το Δ.Σ. δεν ορίζει ανεξάρτητο Αντιπρόεδρο ο οποίος να προέρχεται από τα ανεξάρτητα μέλη του αλλά μη εκτελεστικό.
- Όσον αφορά στα καθήκοντα και τη συμπεριφορά των μελών του Δ.Σ. δεν υπάρχει κάποια υποχρέωση για αναλυτική γνωστοποίηση των επαγγελματικών δεσμεύσεων των μελών του Δ.Σ. πριν το διορισμό τους σε αυτό ούτε και περιορισμός στον αριθμό των Δ.Σ. εισηγμένων εταιριών στα οποία μπορούν να συμμετέχουν. Αυτό συμβαίνει γιατί μέχρι και σήμερα όλα τα μέλη του Δ.Σ. της

εταιρίας μπορούν να αντεπεξέλθουν στις υποχρεώσεις και τα καθήκοντά τους αφιερώνοντας αξιόλογο χρόνο σε αυτά και με γνώμονα την αναλυτική ενημέρωση σε θέματα που άπτονται των καθηκόντων τους. Επιπλέον, για να διοριστεί εκτελεστικό μέλος σε εταιρία μη θυγατρική ή συνδεδεμένη με την εταιρία δεν απαιτείται έγκριση του Δ.Σ. Ωστόσο, υπάρχει η υποχρέωση των μελών να αποκαλύπτουν στο Δ.Σ. τα όποια σημαντικά ατομικά τους συμφέροντα που ενδεχομένως επηρεάζονται άμεσα από συναλλαγές ή αποφάσεις της εταιρίας.

- Δεν υπάρχει επιτροπή ανάδειξης υποψηφιοτήτων για το Δ.Σ. γιατί δεν προκύπτει αντίστοιχη ανάγκη μέχρι σήμερα για την εταιρία.
- Το Δ.Σ. δεν υιοθετεί κάθε αρχή του έτους ημερολόγιο συνεδριάσεων και 12μηνο πρόγραμμα δράσης γιατί υπάρχει η ευχέρεια να συγκαλείται τακτικά και με βάση τις ανάγκες της εταιρίας. Η εταιρία ορίζει και άλλα ζητήματα που αφορούν τη λειτουργία του Δ.Σ. αλλά υπεισέρχονται σε μη σχετικές με το εξεταζόμενο θέμα λεπτομέρειες.
- Δεν υπάρχει θεσμοθετημένη διαδικασία για την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας του Δ.Σ. και των επιτροπών του ή για την επίδοση του Προέδρου.
- Προβλέπονται αμοιβές για την Επιτροπή Ελέγχου.
- Η αμοιβή κάθε εκτελεστικού μέλους του Δ.Σ. δεν εγκρίνεται από το Δ.Σ. μετά από πρόταση της επιτροπής αμοιβών χωρίς την παρουσία εκτελεστικών μελών καθώς δεν λειτουργεί στην εταιρία επιτροπή αμοιβών. Μπορεί να χορηγηθεί στα μέλη του Δ.Σ. αποζημίωση το ύψος της οποίας ορίζει η Γενική Συνέλευση με ειδική απόφαση.
- Δεν διατίθεται περίληψη των πρακτικών της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων στην ιστοσελίδα της εταιρίας.

Όσον αφορά στη σύνθεση του Δ.Σ. της εταιρίας διαχρονικά αποτελείται από 7 έως 15 μέλη. Μέσα σε αυτά μπορεί να είναι και νομικά πρόσωπα τα οποία εκπροσωπούνται από ορισμένο φυσικό πρόσωπο. Η θητεία των μελών είναι τριετής ενώ τα μέλη του Δ.Σ. μπορούν να είναι μέτοχοι ή μη μέτοχοι και έχουν πάντα τη δυνατότητα επανεκλογής. Η σημερινή σύνθεση του Δ.Σ. έχει διαμορφωθεί μετά από την ανασυγκρότηση του σε σώμα στις 24.05.2018 κατόπιν της απώλειας του Προέδρου του Δ.Σ. Θεόδωρου Βασιλάκη. Η διαχείριση και εκπροσώπηση της εταιρίας εξακολουθεί έκτοτε με 11 μέλη του Δ.Σ. εκ

των οποίων τα δύο είναι εκτελεστικά, τα εννιά μη εκτελεστικά και τρία εξ αυτών είναι ανεξάρτητα μη εκτελεστικά.

Ο αριθμός των μελών του Δ.Σ. της Aegean Airlines ήταν 12 από το 2005 μέχρι και το 2014, ενώ από το 2015 ο αριθμός των μελών μειώθηκε σε 11 μέχρι και σήμερα. Ωστόσο, κανένα από αυτά τα μέλη δεν ανήκει στο γυναικείο φύλο όλα αυτά τα χρόνια.

### 5.1.2. Ellaktor

Η Ελλάκτωρ έχει ενστερνιστεί τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης του ΣΕΒ και κατ' επέκταση τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ, ενώ συμμορφώνεται με το ελληνικό θεσμικό πλαίσιο. Οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης που ενστερνίζεται η εταιρία διαμορφώνουν τη βάση για τη σύνταξη της δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης της εταιρίας με βάση το Ν. 3873/2010.

Το Δ.Σ. απαρτιζόταν από το 2005 μέχρι και το 2007 από 12 μέλη, από το 2008 έως και το 2016 από 11 μέλη και το 2017 από 10 μέλη. Η εταιρία δεν είχε στο Δ.Σ. της γυναικεία εκπροσώπηση μέχρι το 2013 οπότε και απέκτησε ένα μέλος στο Δ.Σ. μέχρι και το 2017. Σήμερα, το Δ.Σ. απαρτίζεται από 9 μέλη εκ των οποίων τα 2 είναι γυναίκες.

Το μέγεθος και η σύνθεση του Δ.Σ. του επιτρέπουν την αποτελεσματική άσκηση των αρμοδιοτήτων του και αντικατοπτρίζουν το μέγεθος, τη δραστηριότητα και το ιδιοκτησιακό καθεστώς της επιχείρησης. Η εταιρία προσπαθεί να έχει μέλη στο Δ.Σ. τα οποία να χαρακτηρίζονται από ακεραιότητα και να διαθέτουν ποικιλομορφία γνώσεων, προσόντων και εμπειρίας έτσι ώστε να καταφέρνουν να ανταποκρίνονται στους εταιρικούς στόχους.

Το Δ.Σ. αποτελείται από 5 έως 11 μέλη. Τουλάχιστον το ένα τρίτο αποτελείται από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη χωρίς συγκρούσεις συμφερόντων με την εταιρία ή στενούς δεσμούς μαζί της. Το ποσοστό μετοχικού κεφαλαίου που επιτρέπεται στα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη να κατέχουν από την εταιρία είναι έως 0,5%.

Το 2018 αποφασίστηκε η ανάκληση του συνόλου των μελών του Δ.Σ., εκλέχθηκαν νέα εννέα μέλη και εκλέχθηκαν και μέλη για την Επιτροπή Ελέγχου της εταιρίας<sup>1</sup>. Πρόεδρος έκτοτε είναι ο κύριο Γεώργιος Προβόπουλος. Πρώτη προτεραιότητα του νέου αυτού Δ.Σ. είναι η ενίσχυση της εταιρικής διακυβέρνησης με βάση τις διεθνείς βέλτιστες πρακτικές και η αναδιάρθρωση της εταιρίας για την αύξηση της αποτελεσματικότητας της

---

<sup>1</sup> <https://www.capital.gr/epixeiriseis/3307092/ellaktor-neo-dioikitiko-sumboulio-kai-neo-stratigiko-plano>

λειτουργίας της. Απώτερος στόχος αυτής της αναδιάρθρωσης είναι ο εξορθολογισμός της φορολογικής βάσης και η βελτιστοποίηση της κεφαλαιακής διάρθρωσης έτσι ώστε η εταιρία να καταφέρει να λειτουργήσει σε οικονομίες κλίμακας. Δόθηκε ιδιαίτερη έμφαση στη διατήρηση των κριτηρίων και εχέγγυων των προσώπων των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών με βάση τη νομοθεσία και τον Ελληνικό Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης ώστε να προωθείται η διαφάνεια και η ακεραιότητα κατά την εφαρμογή των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης.

### 5.1.3. Jumbo

Η εταιρία έχει υιοθετήσει τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης με βάση το ισχύον ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο και τον κώδικα του ΣΕΒ. Απώτερος στόχος της εταιρικής διακυβέρνησης της Jumbo είναι η διαφάνεια προς το επενδυτικό κοινό και η διασφάλιση των συμφερόντων των μετόχων της εταιρίας. Ωστόσο, υπάρχουν ορισμένες αποκλίσεις από τον κώδικα που προτείνει ο ΣΕΒ. Σε ό,τι αφορά το μέγεθος και τη σύνθεση του Δ.Σ. ισχύουν τα εξής:

- Το Δ.Σ. αποτελείται από οκτώ άτομα αλλά από τις 31.10.2018 μετά από την παραίτηση του αναπληρωτή προέδρου λειτουργεί με επταμελή σύνθεση. Αποτελείται από 4 εκτελεστικά και 3 ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη.
- Η εταιρία προσπαθεί να διατηρήσει μια καλή ισορροπία μεταξύ των ανεξάρτητων και μη ανεξάρτητων μελών του Δ.Σ. καθώς επίσης και μεταξύ των εκτελεστικών και μη. Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη έχουν τη δυνατότητα να παρέχουν ειδικές γνώσεις και εμπειρία εκφράζοντας με αμεροληψία τις απόψεις τους.
- Η εταιρία δεν έχει υιοθετήσει συγκεκριμένη πολιτική ποικιλομορφίας η οποία αφορά και την ισορροπία των δύο φύλων στο Δ.Σ.. Ωστόσο, στον κώδικα δεοντολογίας και επιχειρηματικής συμπεριφοράς που εφαρμόζει διατυπώνεται ξεκάθαρα η πολιτική της εταιρίας να μην κάνει διακρίσεις με βάση την ηλικία, το φύλο, το χρώμα, το γένος, την εθνική προέλευση, τη θρησκεία την υγεία και άλλους παράγοντες.

Η εταιρία είχε από το 2005 μέχρι και το 2016 επτά μέλη εκ των οποίων οι δύο γυναίκες. Το 2017 είχε οκτώ μέλη εκ των οποίων οι τρεις ήταν γυναίκες. Σήμερα στο Δ.Σ. ανήκουν 5 άντρες (71%) και 2 γυναίκες (29%), ενώ στα διοικητικά στελέχη ανήκουν 5 άντρες

(25%) και 15 γυναίκες (75%). Το Δ.Σ. της εταιρίας δηλαδή σήμερα απαρτίζεται από επτά μέλη με τη συμμετοχή δύο γυναικών σε αυτό.

#### 5.1.4. Motor oil

Με βάση την έκθεση εταιρικής υπευθυνότητας της εταιρίας για το 2018 προκύπτει ότι η εταιρία βασίζεται στις αξίες της ακεραιότητας, της αποτελεσματικότητας και της κοινωνικής υπευθυνότητας. Η νομοθεσία και οι κανονιστικές ρυθμίσεις, οι διεθνείς πρακτικές και τα ελεγκτικά πρότυπα καθορίζουν τον τρόπο εφαρμογής της εταιρικής διακυβέρνησης στην εταιρία. Η εταιρική διακυβέρνηση καθορίζει τον τρόπο λειτουργίας της εταιρίας σε θέματα όπως για παράδειγμα η κατάλληλη σύνθεση του Δ.Σ.

Η εταιρία διαθέτει δικό της κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης που έχει δημιουργηθεί και εγκριθεί από το Δ.Σ.. Εκεί καταγράφεται το πλαίσιο λειτουργίας της εταιρίας, οι βέλτιστες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης και θέματα που καθορίζουν τον τρόπο λειτουργίας και διαχείρισης της εταιρίας. Το Δ.Σ. χαρακτηρίζεται από ποικιλομορφία γνώσεων, προσόντων και εμπειριών που ανταποκρίνονται στους εταιρικούς στόχους με την διασφάλιση της αριθμητικής ισορροπίας μεταξύ εκτελεστικών και μη μελών.

Από το 2005 μέχρι και το 2010 το Δ.Σ. απαρτιζόταν από 12 μέλη τα οποία μειώθηκαν σε 11 από το 2011 μέχρι και το 2017. Σήμερα το Δ.Σ. απαρτίζεται από 11 μέλη. Στο πλαίσιο του Δ.Σ. λειτουργούν και τρεις επιτροπές (αποδοχών, ελέγχου και οργάνωσης και εταιρικής διακυβέρνησης).

#### 5.1.5. TITAN

Η εταιρία έχει υιοθετήσει αρχές αποτελεσματικής εταιρικής διακυβέρνησης που εξασφαλίζουν την απαραίτητη ισορροπία μεταξύ της ηγεσίας, της επιχειρηματικότητας και των επιδόσεων. Παράλληλα, έχει υιοθετήσει τις αρχές του ελέγχου, της διαφάνειας και της ακεραιότητας. Συγκεκριμένα, η εταιρία έχει υιοθετήσει το βέλγικο κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης.

Τα μέλη του Δ.Σ. μπορούν να είναι από 3 έως 15. Το Δ.Σ. της εταιρίας αποτελούνταν από 12 μέλη για το χρονικό διάστημα 2005 – 2007, από 11 μέλη για το χρονικό διάστημα 2008 – 2016 και από 10 μέλη το 2017. Σήμερα αποτελείται από 14 μέλη εκ των οποίων τα τρία είναι γυναίκες.



Σύμφωνα με το καταστατικό της εταιρίας<sup>2</sup> τα μέλη του Δ.Σ. έχουν θητεία διάρκειας έως τριών ετών και μπορεί να ανακληθούν ανά πάσα στιγμή εντός του διαστήματος αυτού αλλά έχουν και τη δυνατότητα επανεκλογής. Όταν ένα νομικό πρόσωπο ορίζεται ως μέλος στο Δ.Σ. οφείλει να ορίσει έναν μόνιμο αντιπρόσωπο, φυσικό πρόσωπο με την ευθύνη ανάληψης αυτού του ρόλου.

Με βάση το άρθρο 7:86 του Κώδικα Εταιρικών και Ενώσεων κατά το βελγικό πρότυπο, μετά την παρέλευση πέντε ετών από την ημερομηνία διαπραγμάτευσης των μετοχών της εταιρίας στο χρηματιστήριο Euronext Brussels ο αριθμός των μελών του Δ.Σ. από κάθε φύλο πρέπει να είναι τουλάχιστον ίσος με το ένα τρίτο του συνόλου αυτών. Η ελαχιστοποίηση επίσης γίνεται στον πλησιέστερο ακέραιο αριθμό. Ορίζεται ακόμη ότι αν το μέλος του Δ.Σ. είναι νομικό πρόσωπο ο μόνιμος αντιπρόσωπός του θα καθορίζει την τήρηση της σύνθεσης αυτής.

Αν για οποιονδήποτε λόγο η σύνθεση του Δ.Σ. δεν πληροί ή παύσει να πληροί τους προβλεπόμενους αυτούς όρους, η πρώτη Γενική Συνέλευση που συγκαλείται συστήνει τη σύνθεση ενός Δ.Σ. που πληροί αυτές τις ελάχιστες απαιτήσεις χωρίς να θίγει τη νομιμότητα της σύνθεσης του Δ.Σ..

Με βάση το άρθρο 18 του Καταστατικού της εταιρίας το Δ.Σ. διαθέτει την απαιτούμενη εξουσία ώστε να ενεργήσει κάθε νόμιμη πράξη για την πραγμάτωση του εταιρικού σκοπού. Ακόμη, δημιουργεί μια επιτροπή αμοιβών και διορισμού ή δύο ξεχωριστές επιτροπές ή και περισσότερες με άλλους σκοπούς.

Οι αποκλίσεις που παρουσιάζονται σε σχέση με τον ελληνικό Κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης έγκεινται στα εξής<sup>3</sup>:

- Το σύστημα αμοιβών που εφαρμόζεται για τα εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ. δεν περιλαμβάνει διατάξεις οι οποίες να προβλέπουν τη δυνατότητα ανάκτησης μεταβλητών τμημάτων αποδοχών ή παρακράτησης της πληρωμής τέτοιων ποσών. Αυτό συμβαίνει γιατί οι σχετικές αποδοχές καταβάλλονται μετά την ατομική αξιολόγηση της απόδοσης κάθε εκτελεστικού μέλους ενώ ταυτόχρονα οι αμοιβές αυτές δεν μπορούν να υπερβαίνουν τα προκαθορισμένα ανώτατα όρια επί των ετήσιων τακτικών αποδοχών.
- Τα υφιστάμενα προγράμματα παροχής δικαιωμάτων προαίρεσης απόκτησης μετοχών δεν περιλαμβάνουν υποχρέωση διακράτησης αριθμού μετοχών μετά την

---

<sup>2</sup> [https://www.titan-cement.com/wp-content/uploads/2020/02/TCI-Articles\\_of\\_Association\\_27.08.2019\\_GR.pdf](https://www.titan-cement.com/wp-content/uploads/2020/02/TCI-Articles_of_Association_27.08.2019_GR.pdf)

<sup>3</sup> [https://integratedreport2018.titan.gr/uploads/%CE%99ntegrated\\_report\\_2018\\_GR.pdf](https://integratedreport2018.titan.gr/uploads/%CE%99ntegrated_report_2018_GR.pdf)

αποχώρηση εκτελεστικού μέλους από τον Όμιλο Τιτάν. Αυτό συμβαίνει αφενός γιατί τέσσερα από τα έξι εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ. ταυτίζονται με τον μετοχικό πυρήνα της εταιρίας ενώ και τα υπόλοιπα εκτελεστικά διαθέτουν μεγάλη εμπειρία ως ανώτατα στελέχη του ομίλου και αφετέρου γιατί όλα τα ανάλογα προγράμματα που έχει εφαρμόσει κατά τη λειτουργία της η εταιρία παρέχουν δικαιώματα με περίσκεψη και φειδώ και προβλέπουν μακρά χρονική διάρκεια (άνω των τριών ετών) και αυστηρές προϋποθέσεις για την ωρίμανση και την δυνατότητα άσκησης τους.

Όσον αφορά στην ποικιλομορφία του Δ.Σ. η εταιρία δίνει ιδιαίτερη έμφαση όχι μόνο ως προς το φύλο αλλά και ως προς την ηλικία, το επαγγελματικό και εκπαιδευτικό υπόβαθρο των μελών, τον τόπο μόνιμης κατοικίας και την υπηκοότητα. Μάλιστα, το Δ.Σ. προωθεί την πολυμορφία στη σύνθεσή του μέσω της επιλογής ως υποψηφίων περισσότερων γυναικών και προσώπων με διαφορετικές ηλικίες, εκπαιδευτικό και επαγγελματικό υπόβαθρο. Για αυτό το 2016 η εταιρία διπλασίασε τον αριθμό των γυναικών στο Δ.Σ. από δύο μέλη σε τέσσερα. Ακόμη, ένα από τα τρία μέλη της Επιτροπής Ελέγχου και δύο από τα τρία μέλη της Επιτροπής Ορισμού Υποψηφίων και Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι γυναίκες. Το Δ.Σ. στην ετήσια αξιολόγησή του αξιολογεί και τον βαθμό πολυμορφίας στο Δ.Σ.

## 5.2. Αποτελέσματα SPSS

Καθώς όλες οι μεταβλητές θεωρούνται συνεχείς, χρησιμοποιήθηκε πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση με εξαρτημένη μεταβλητή την αποδοτικότητα η οποία εξετάστηκε μέσα από τέσσερις διαφορετικούς παράγοντες και ανεξάρτητες μεταβλητές τον αριθμό των μελών του Δ.Σ. κάθε εταιρίας και τον αριθμό των γυναικών που συμμετέχουν σε αυτό ώστε να εξεταστεί ο ρόλος της ποικιλομορφίας στην αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα του Δ.Σ.

Αρχικά, εξετάζεται για τις πέντε εταιρίες ο δείκτης αποδοτικότητας ROA. Ο μέσος όρος του συγκεκριμένου δείκτη για τις πέντε εταιρίες είναι 7,76% γεγονός που σημαίνει ότι πρόκειται για αρκετά αποδοτικές εταιρίες μέσα στην οικονομική κρίση καθώς το μελετώμενο χρονικό διάστημα είναι λίγο πριν το ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης και όλη η διάρκεια αυτής (2005 – 2017). Ο μέσος όρος των μελών του Δ.Σ. είναι τα 11 άτομα ενώ η γυναικεία εκπροσώπηση είναι μόλις ένα άτομο.

Πίνακας 5 1 Περιγραφικά στοιχεία ROA

Περιγραφική Στατιστική			
	Μέσος Όρος	Τυπική απόκλιση	Πλήθος (N)
M.O. ROA	7,76	4,05	5
M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.	11,23	2,72	5
M.O. Αριθμός γυναικών	1,015	,85	5

Από τον Πίνακα 5.2. γίνεται κατανοητό ότι δεν υπάρχει κάποια συσχέτιση μεταξύ του ROA και των δύο ανεξάρτητων μεταβλητών ( $p > 0.05$ ).

Πίνακας 5 2 Συσχετίσεις ROA

Συσχετίσεις				
		M.O. ROA	M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.	M.O. Αριθμός γυναικών
Pearson Correlation	M.O. ROA	1,000	-,629	,579
	M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.	-,629	1,000	-,305
	M.O. Αριθμός γυναικών	,579	-,305	1,000
Sig. (1-tailed)	M.O. ROA	.	,128	,153
	M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.	,128	.	,309
	M.O. Αριθμός γυναικών	,153	,309	.
N	M.O. ROA	5	5	5
	M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.	5	5	5
	M.O. Αριθμός γυναικών	5	5	5

Το ποσοστό μεταβλητότητας που ερμηνεύεται από το ακόλουθο μοντέλο δεν είναι πολύ υψηλό (56%) όπως φαίνεται στον Πίνακα 5.3 υποδηλώνοντας ότι το μόλις το 56% της συνολικής μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής ερμηνεύεται μέσα από το συγκεκριμένο μοντέλο. Γενικά, το επιθυμητό ποσοστό ώστε να καθίσταται πολύ αξιόπιστη η έρευνα είναι άνω του 70%.

Πίνακας 5 3 Μεταβλητότητα μοντέλου (για αποδοτικότητα με ROA)

Model Summary <sup>b</sup>						
Model	R				Change Statistics	

	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	Durbin-Watson
1	,748 <sup>a</sup>	,560	3,7986816	,560	1,273	2	2	,440	,899
a. Predictors: (Constant), M.O. Αριθμός γυναικών, M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.									
b. Dependent Variable: M.O. ROA									

Στον Πίνακα 5.4 παρουσιάζονται και τα αποτελέσματα της ANOVA από τα οποία προκύπτει ότι δεν υπάρχει στατιστική σημαντικότητα στα αποτελέσματα ( $p = 0,440 > 0,05$ ) και ως εκ τούτου δεν μπορούμε να προχωρήσουμε στην ανάλυση παλινδρόμησης.

Πίνακας 5 4 ANOVA test (ROA)

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	36,739	2	18,369	1,273	,440 <sup>b</sup>
	Residual	28,860	2	14,430		
	Total	65,599	4			
a. Dependent Variable: M.O. ROA						
b. Predictors: (Constant), M.O. Αριθμός γυναικών, M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.						

Στη συνέχεια, εξετάζεται για τις πέντε εταιρίες ο δείκτης Tobin's Q. Ο μέσος όρος του συγκεκριμένου δείκτη για τις πέντε εταιρίες είναι 1,85 υποδηλώνοντας το λόγο της αγοραίας αξίας της επιχείρησης προς τη λογιστική της αξία και αποτελώντας έναν δείκτη της αγοράς. Στην προκειμένη περίπτωση και ο δείκτης αυτός υποδηλώνει ότι οι πέντε εξεταζόμενες εταιρίες είναι αρκετά αποδοτικές αφού η αγορά τις αποτιμά στη διπλάσια σχεδόν λογιστική τους αξία.

Πίνακας 5 5 Περιγραφικά στοιχεία Tobin's Q

Περιγραφική Στατιστική			
	Μέσος Όρος	Τυπική απόκλιση	Πλήθος (N)
M.O. Tobin's Q	1,85	,87	5
M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.	11,23	2,72	5
M.O. Αριθμός γυναικών	1,015	,85	5

Από τον Πίνακα 5.6. γίνεται κατανοητό ότι δεν υπάρχει κάποια συσχέτιση μεταξύ του δείκτη Tobin's Q και των δύο ανεξάρτητων μεταβλητών ( $p > 0,05$ ).

Πίνακας 5 6 Συσχετίσεις Tobin's Q

Συσχετίσεις				
		M.O. Tobin's Q	M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.	M.O. Αριθμός γυναικών
Pearson Correlation	M.O. Tobin's Q	1,000	-,435	,467
	M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.	-,435	1,000	-,305
	M.O. Αριθμός γυναικών	,467	-,305	1,000
Sig. (1-tailed)	M.O. Tobin's Q	.	,232	,214
	M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.	,232	.	,309
	M.O. Αριθμός γυναικών	,214	,309	.
N	M.O. Tobin's Q	5	5	5
	M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.	5	5	5
	M.O. Αριθμός γυναικών	5	5	5

Το ποσοστό μεταβλητότητας που ερμηνεύεται από το ακόλουθο μοντέλο είναι ακόμη πιο χαμηλό από αυτό του ROA (31,3%) όπως φαίνεται στον Πίνακα 5.7 υποδηλώνοντας ότι το μόλις το 31,3% της συνολικής μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής ερμηνεύεται μέσα από το συγκεκριμένο μοντέλο.

Πίνακας 5 7 Μεταβλητότητα μοντέλου (για αποδοτικότητα με Tobin's Q)

Model Summary <sup>b</sup>										
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	,559 <sup>a</sup>	,313	-,374	1,0152232	,313	,455	2	2	,687	1,840
a. Predictors: (Constant), M.O. Αριθμός γυναικών, M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.										
b. Dependent Variable: M.O. Tobin's Q										

Στον Πίνακα 5.8 παρουσιάζονται και τα αποτελέσματα της ANOVA από τα οποία προκύπτει ότι δεν υπάρχει στατιστική σημαντικότητα στα αποτελέσματα ( $p =$

0,687>0,05) και ως εκ τούτου δεν μπορούμε να προχωρήσουμε στην ανάλυση παλινδρόμησης.

Πίνακας 5 8 ANOVA test (Tobin's Q)

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,938	2	,469	,455	,687 <sup>b</sup>
	Residual	2,061	2	1,031		
	Total	3,000	4			
a. Dependent Variable: M.O. Tobin's Q						
b. Predictors: (Constant), M.O. Αριθμός γυναικών, M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.						

Στη συνέχεια, εξετάζεται για τις πέντε εταιρίες ο δείκτης EBITDA δηλαδή τα κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων ως απόλυτος αριθμός. Μέσα στην περίοδο της οικονομικής κρίσης όλες οι επιχειρήσεις επηρεάστηκαν και πολλές από αυτές κατέγραψαν ακόμη και ζημίες. Ο μέσος όρος του συγκεκριμένου δείκτη για τις πέντε εταιρίες είναι πάνω από €200.000 με τυπική απόκλιση λίγο πάνω από τις €100.000 υποδηλώνοντας την κερδοφορία των εξεταζόμενων επιχειρήσεων μέσα στο χρονικό διάστημα 2005 – 2017. Και πάλι φαίνεται ότι οι πέντε εξεταζόμενες εταιρίες έχουν καταφέρει να επιβιώσουν, αλλά και να αναπτυχθούν μέσα στην οικονομική κρίση που βίωσε η Ελλάδα.

Πίνακας 5 9 Περιγραφικά στοιχεία EBITDA

Περιγραφική Στατιστική			
	Μέσος Όρος	Τυπική απόκλιση	Πλήθος (N)
M.O. EBITDA	204.324	108.576,02	5
M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.	11,23	2,72	5
M.O. Αριθμός γυναικών	1,015	,85	5

Από τον Πίνακα 5.10. γίνεται κατανοητό ότι δεν υπάρχει κάποια συσχέτιση μεταξύ των EBITDA και των δύο ανεξάρτητων μεταβλητών ( $p>0.05$ ).

Πίνακας 5 10 Συσχετίσεις EBITDA

Συσχετίσεις			
	M.O. EBITDA	M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.	M.O. Αριθμός γυναικών

Pearson Correlation	M.O. EBITDA	1,000	,451	,331
	M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.	,451	1,000	-,305
	M.O. Αριθμός γυναικών	,331	-,305	1,000
Sig. (1-tailed)	M.O. EBITDA	.	,223	,293
	M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.	,223	.	,309
	M.O. Αριθμός γυναικών	,293	,309	.
N	M.O. EBITDA	5	5	5
	M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.	5	5	5
	M.O. Αριθμός γυναικών	5	5	5

Το ποσοστό μεταβλητότητας που ερμηνεύεται από το ακόλουθο μοντέλο είναι λίγο υψηλότερο από αυτό του Tobin's Q και πιο χαμηλό από αυτό του ROA (44,4%) όπως φαίνεται στον Πίνακα 5.11 υποδηλώνοντας ότι το μόλις το 44,4% της συνολικής μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής ερμηνεύεται μέσα από το συγκεκριμένο μοντέλο.

Πίνακας 5 11 Μεταβλητότητα μοντέλου (για αποδοτικότητα με EBITDA)

Model Summary <sup>b</sup>										
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin - Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	,667 <sub>a</sub>	,444	-,111	114444,0825447	,444	,800	2	2	,556	1,958
a. Predictors: (Constant), M.O. Αριθμός γυναικών, M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.										
b. Dependent Variable: M.O. EBITDA										

Στον Πίνακα 5.12 παρουσιάζονται και τα αποτελέσματα της ANOVA από τα οποία προκύπτει ότι δεν υπάρχει στατιστική σημαντικότητα στα αποτελέσματα ( $p = 0,556 > 0,05$ ) και ως εκ τούτου δεν μπορούμε να προχωρήσουμε στην ανάλυση παλινδρόμησης.

Πίνακας 5 12 ANOVA test (EBITDA)

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	20960112131,640	2	10480056065,820	,800	,556 <sup>b</sup>
	Residual	26194896059,000	2	13097448029,500		
	Total	47155008190,639	4			
a. Dependent Variable: M.O. EBITDA						
b. Predictors: (Constant), M.O. Αριθμός γυναικών, M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.						

Στη συνέχεια, εξετάζεται για τις πέντε εταιρίες ο δείκτης συνολικής αποδοτικότητας (Πίνακας 5.13). Πρόκειται για δείκτη ο οποίος λαμβάνει υπόψη και το σύνολο του ενεργητικού των εταιριών.

Πίνακας 5 13 Περιγραφικά στοιχεία δείκτης συνολικής αποδοτικότητας

Περιγραφική Στατιστική			
	Μέσος Όρος	Τυπική απόκλιση	Πλήθος (N)
M.O. Δείκτης Αποδοτικότητας	4.106,6	6.537,19	5
M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.	11,23	2,72	5
M.O. Αριθμός γυναικών	1,015	,85	5

Από τον Πίνακα 5.14. γίνεται κατανοητό ότι δεν υπάρχει κάποια συσχέτιση μεταξύ του δείκτη συνολικής αποδοτικότητας και των δύο ανεξάρτητων μεταβλητών ( $p > 0.05$ ).

Πίνακας 5 14 Συσχετίσεις δείκτης συνολικής αποδοτικότητας

Συσχετίσεις				
		M.O. Δείκτης Αποδοτικότητας	M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.	M.O. Αριθμός γυναικών
Pearson Correlation	M.O. Δείκτης Αποδοτικότητας	1,000	,484	,610
	M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.	,484	1,000	-,305
	M.O. Αριθμός γυναικών	,610	-,305	1,000
Sig. (1-tailed)	M.O. Δείκτης Αποδοτικότητας	.	,204	,137
	M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.	,204	.	,309
	M.O. Αριθμός γυναικών	,137	,309	.



N	M.O. Δείκτης Αποδοτικότητας	5	5	5
	M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.	5	5	5
	M.O. Αριθμός γυναικών	5	5	5

Το ποσοστό μεταβλητότητας που ερμηνεύεται από το ακόλουθο μοντέλο είναι το μεγαλύτερο από όλους τους δείκτες αποδοτικότητας που εξετάστηκαν (86,8%) όπως φαίνεται στον Πίνακα 5.15 υποδηλώνοντας ότι το μόλις το 86,8% της συνολικής μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής ερμηνεύεται μέσα από το συγκεκριμένο μοντέλο. Αυτό καθιστά το συγκεκριμένο πολύ αξιόπιστο.

Πίνακας 5 15 Μεταβλητότητα μοντέλου (για αποδοτικότητα με δείκτη συνολικής αποδοτικότητας)

Model Summary <sup>b</sup>										
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	,932 <sup>a</sup>	,868	,736	3361,9118816	,868	6,562	2	2	,132	2,525
a. Predictors: (Constant), M.O. Αριθμός γυναικών, M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.										
b. Dependent Variable: M.O. Δείκτης Αποδοτικότητας										

Στον Πίνακα 5.16 παρουσιάζονται και τα αποτελέσματα της ANOVA από τα οποία προκύπτει ότι δεν υπάρχει στατιστική σημαντικότητα στα αποτελέσματα ( $p = 0,132 > 0,05$ ) και ως εκ τούτου δεν μπορούμε να προχωρήσουμε στην ανάλυση παλινδρόμησης παρά τη μεγάλη αξιοπιστία της μεταβλητότητας του μοντέλου.

Πίνακας 5 16 ANOVA test (δείκτης συνολικής αποδοτικότητας)

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	148334305,760	2	74167152,880	6,562	,132 <sup>b</sup>
	Residual	22604903,000	2	11302451,500		
	Total	170939208,760	4			
a. Dependent Variable: M.O. Δείκτης Αποδοτικότητας						
b. Predictors: (Constant), M.O. Αριθμός γυναικών, M.O. Αριθμός μελών Δ.Σ.						

Από την παραπάνω ανάλυση συμπεραίνουμε ότι ο πιο αξιόπιστος δείκτης αποδοτικότητας που μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε μελλοντική έρευνα με μεγαλύτερο

δείγμα επιχειρήσεων είναι ο δείκτης συνολικής αποδοτικότητας των επιχειρήσεων. Η εξέταση στοιχείων για ένα μεγαλύτερο δείγμα (μεγαλύτερο των 40 επιχειρήσεων) πιθανώς να είχε διαφορετικά αποτελέσματα από τον έλεγχο ANOVA έτσι ώστε να γίνει ανάλυση παλινδρόμησης και να ελεγχθεί η συσχέτιση μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών και της εξαρτημένης μεταβλητής της συνολικής αποδοτικότητας.

Παρά το γεγονός ότι με βάση τα δεδομένα της παρούσας έρευνας δεν μπορεί να γίνει ανάλυση παλινδρόμησης για κανέναν από τους τέσσερις εξεταζόμενους δείκτες αποδοτικότητας, εντούτοις προκύπτει το συμπέρασμα ότι ο δείκτης συνολικής αποδοτικότητας προσφέρει ένα πιο αξιόπιστο μοντέλο με δείκτη αξιοπιστίας μεγαλύτερο του 85% και αυτό τον καθιστά ιδανικό για εξέταση συσχέτισης με τις δύο ανεξάρτητες μεταβλητές σε ένα μεγαλύτερο δείγμα επιχειρήσεων.

## Κεφάλαιο 6 Συμπεράσματα, Περιορισμοί και Προτάσεις

Στην Ελλάδα η εταιρική διακυβέρνηση ρυθμίζεται μέσα από ένα σύγχρονο νομοθετικό πλαίσιο και με έναν Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης που στηρίζεται στις αρχές του ΟΟΣΑ και του ΣΕΒ. Η Ελλάδα ακολουθεί τις οδηγίες της Ε.Ε. σε αυτό το ζήτημα. Από τη βιβλιογραφική επισκόπηση προκύπτει ότι η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί σημαντικό και φλέγον ζήτημα που σχετίζεται με την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων και τη βελτίωση των οικονομικών της μεγεθών. Πλαισιώνεται από δύο βασικές θεωρίες, τη θεωρία της αντιπροσώπευσης και τη θεωρία της εξάρτησης πόρων οι οποίες παρέχουν το θεωρητικό υπόβαθρο για την πολυμορφία και τη σύνθεση του Δ.Σ.

Βασικό ρόλο στην εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης διαδραματίζει το Δ.Σ. το οποίο ελέγχει και αξιολογεί την ανώτερη διοίκηση της επιχείρησης. Η δομή του και συγκεκριμένα το μέγεθος του Δ.Σ. και ο βαθμός ανεξαρτησίας του διαμορφώνουν τις προϋποθέσεις για την επιτυχία και την αποδοτικότητα της επιχείρησης.

Η πολυμορφία του Δ.Σ. ως προς το φύλο των μελών του υποστηρίζεται από ακαδημαϊκούς και εμπειρικούς ερευνητές καθώς θεωρείται ότι οι γυναίκες ενσωματώνουν ένα διαφορετικό και πιο συνεργατικό στυλ ηγεσίας στη διοίκηση, προσφέρουν μια διαφορετική οπτική, βελτιώνουν τη λήψη των αποφάσεων και κατ' επέκταση την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Ακόμη, έχει καταγραφεί ότι βελτιώνουν τη συμμετοχική επικοινωνία μεταξύ των μελών του Δ.Σ., ενισχύουν την εμπειρογνωμοσύνη και αποθαρρύνουν τη διαιώνιση στερεότυπων. Δεν υπάρχει όμως σαφής απάντηση σχετικά με το αν επηρεάζουν όντως την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων καθώς στη βιβλιογραφία οι απόψεις δίστανται.

Όσον αφορά στον αριθμό των μελών του Δ.Σ. φαίνεται ότι υπάρχουν αντικρουόμενα αποτελέσματα. Από τη μια ένα μικρό Δ.Σ. προσφέρει μεγαλύτερη ευελιξία στη λήψη των αποφάσεων αλλά από την άλλη δεν διασφαλίζεται η εμπειρογνωμοσύνη, η σφαιρικότητα των απόψεων και οι εναλλακτικές προτάσεις. Αντίθετα, ένα μεγάλο Δ.Σ. δε είναι λειτουργικό και δεν μπορεί να γίνει εύκολα ο συντονισμός των μελών του. Η εύρεση του βέλτιστου αριθμού μελών διαφέρει για κάθε εταιρία με βάση τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται και στις ανάγκες που έχει για την ανάπτυξη και τη λειτουργία της.

Η εμπειρική έρευνα της παρούσας διπλωματικής αφορά την εξέταση πέντε μεγάλων και επιτυχημένων εισηγμένων στο χρηματιστήριο επιχειρήσεων στην Ελλάδα οι οποίες εξετάστηκαν για τη σχέση της πολυμορφίας του Δ.Σ. τους με την αποδοτικότητά τους.

Το φύλο και το μέγεθος του Δ.Σ. εξετάστηκαν ως ανεξάρτητες μεταβλητές ενώ τέσσερις διαφορετικοί δείκτες αποδοτικότητας εξετάστηκαν για την συσχέτισή τους με τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Από την γραμμική ανάλυση πολλαπλής παλινδρόμησης δεν προέκυψαν στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα για κανέναν από τους τέσσερις εξεταζόμενους δείκτες αποδοτικότητας. Ωστόσο, από τη μεταβλητότητα των διαφορετικών μοντέλων που προέκυψαν βρέθηκε ότι ο συνολικός δείκτης αποδοτικότητας λειτουργεί πιο αξιόπιστα και αποτελεσματικά για την εύρεση συσχετίσεων με το φύλο και τον αριθμό των μελών του Δ.Σ.

Η παρούσα έρευνα δεν μπόρεσε να απαντήσει στο ερώτημα της θετικής ή αρνητικής συσχέτισης του μεγέθους του Δ.Σ. και του φύλου των μελών του με τη χρηματοοικονομική αποδοτικότητα των επιχειρήσεων ωστόσο βρέθηκε ότι ο δείκτης συνολικής αποδοτικότητας συνιστά αξιόπιστη μεταβλητή για την εύρεση συσχετίσεων με το μέγεθος του Δ.Σ. και της γυναικείας εκπροσώπησης σε αυτό σε σχέση με το δείκτη ROA, το δείκτη Tobin's Q και τα κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EBITDA). Το ενδιαφέρον επικεντρώνεται στη σύνθεση του Δ.Σ. ως προς το φύλο και το μέγεθος του Δ.Σ. σε σχέση με την εταιρική απόδοση. Περαιτέρω έρευνα θα μπορούσε να διεξαχθεί για άλλους παράγοντες, όπως για παράδειγμα στη δομή του Δ.Σ. ως προς τις αμοιβές των μελών του, την ηλικία και τα προσόντα των διευθυντών της διοίκησης ή την αναλογία εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ.. Ακόμη, η χρήση ποιοτικής έρευνας θα μπορούσε να συνεισφέρει στη μελέτη του ζητήματος και να συνδράμει στην εύρεση μηχανισμών μέσω των οποίων τα μεγαλύτερη διοικητικά συμβούλια και τα συμβούλια με περισσότερες γυναίκες μπορούν να συμβάλουν στην απόδοση έτσι ώστε οι επιχειρήσεις να εφαρμόζουν καλύτερα τη γνώση της σχέσης μεταξύ της ποικιλομορφίας και του μεγέθους του Δ.Σ. με την αποδοτικότητα και κερδοφορία.

Μέσα στους περιορισμούς της έρευνας μπορεί να συνυπολογιστεί η υπόθεση ότι ο αριθμός των επιχειρήσεων που χρησιμοποιούνται στο δείγμα επαρκεί για την εξαγωγή συμπερασμάτων, καθώς και η υπόθεση ότι οι πληροφορίες εταιρικής διακυβέρνησης οι οποίες κοινοποιούνται από τις επιχειρήσεις είναι αληθείς και ειλικρινείς. Σε περίπτωση που κάποια από αυτές τις υποθέσεις δεν ισχύει ή ισχύει μερικώς τα αποτελέσματα της παρούσας μελέτης μπορούν να αμφισβητηθούν. Σε κάθε περίπτωση για την διεξαγωγή στατιστικών ελέγχων απαιτείται πρόσβαση σε δεδομένα για τη σύνθεση και ποικιλομορφία του Δ.Σ. περισσότερων ελληνικών εισηγμένων στο χρηματιστήριο επιχειρήσεων.

Όσον αφορά προτάσεις για μελλοντικές έρευνες αρχικά μπορεί να χρησιμοποιηθεί μεγαλύτερο δείγμα επιχειρήσεων για το ίδιο χρονικό διάστημα ώστε να προκύψουν στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα για το δείκτη συνολικής αποδοτικότητας και να βρεθεί η πραγματική σχέση του αριθμού των μελών του Δ.Σ. και της γυναικείας εκπροσώπησης σε αυτό με την αποδοτικότητα των εταιριών. Ακόμη, θα μπορούσε να διεξαχθεί ποιοτική έρευνα με το εργαλείο των συνεντεύξεων με τα μέλη των Δ.Σ. των εξεταζόμενων επιχειρήσεων ώστε να αποτυπωθεί η στρατηγική της εταιρίας ως προς την ποικιλομορφία του Δ.Σ..

## Βιβλιογραφία

- Adams, R. (2015a). *Myths and Facts about Female Directors*. Washington: International Finance Corporation.
- Adams, M. (2015b). Board Diversity: More Than a Gender Issue? *Deakin Law Review*, 20 (1), 123 – 152.
- Adams, B., Ferreira, D. (2009). Women in the Boardroom and their Impact on Corporate Governance and Performance. *Journal of Financial Economics*, 94, 291 – 309.
- Adusei, M., Akomea, S.Y., Poku, K. (2017). Board and management gender diversity and financial performance of microfinance institutions. *Cogent Business and Management*, 4 (1), 1-14.
- Al - Shaer, H., Zaman, M. (2016). Board gender diversity and sustainability reporting quality. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 12 (3), 210 -222.
- Alfaraih, M., Alanezi, F., Almujaed, H. (2012). The Influence of Institutional and Government Ownership on Firm Performance: Evidence from Kuwait. *International Business Research*, 5 (10), 192 – 200.
- Ali, M., Ng, Y.L., Kulik, C. (2014). Board age and gender diversity: A test of competing linear and curvilinear predictions. *Journal of Business Ethics*, 125 (3), 497 – 512.
- Alves, C., Mendes, V (2004). Corporate governance policy and company performance: The Experimenta sidebar case. *Corporate Governance: An International Review*, 12 (3), 290 – 301.
- Andreasson, S. (2011). Understanding corporate governance reforms in South Africa: Anglo – American Divergence, the Kings Reports, and hybridization. *Business & Society*, 50 (4), 647 – 673.
- Appuhami, R., Bhuyan, M. (2015). Examining the influence of corporate governance on intellectual capital efficiency: Evidence from top service firms in Australia. *Managerial Auditing Journal*, 30 (4/5), 347 – 372.
- Ararat, M., Aksu, M., Cetin, T.A.T. (2015). How board diversity affects firm performance in emerging markets: Evidence on channels in controlled firms. *Corporate Governance: An International Review*, 23, 83 – 103.
- Arnegger, M., Hofman, C., Pull, K., Vetter, K. (2014). Firm size and board diversity. *Journal of Management and Governance*, 18 (4).
- Atu, O.G., Raph, A., Atu, O.-E.O.K. (2014). Internal Control As A Potential Instrument For Corporate Governance. *Journal of Economics and Finance*, 2 (6), 66 – 70.

- Bahrman, D., Manchanda, A., Roth, J., Mendes, M. (2012). Assessing organizational governance in the private sector. The Institute of Internal Auditors. Διαθέσιμο από: <https://na.theiia.org/standards-guidance/recommended-guidance/practice-guides/Pages/Assessing-Organizational-Governance-in-the-Private-Sector-Practice-Guide.aspx>
- Banaji, M.R., Greewald, A.G. (1995). Implicit gender stereotyping in judgements of fame. *Journal of Personality and Social Psychology*, 68, 181 – 198.
- Bansal, N., Sharma, A.K. (2016). Audit Committee, Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from India. *International Journal of Economics and Finance*, 8 (3), 103 – 116.
- Bantel, K.A., Jackson, S.E. (1989). Top Management and Innovations in Banking: Does the Composition of the Top Team Make a Difference? *Strategic Management Journal*, 10 (1), 107 – 124.
- Barney, J.B. (1991). Firm Resource and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17, 99 – 120.
- Barroso, C.C., Dominguez, C.M., Vecino, G.J., Villegas, P.M.M. (2009). Does the team leverage the board's decisions? *Corporate Governance: An International Review*, 17 (6), 744 – 761.
- Barroso, C.C., Villegas, P.M.M., Perez – Calero, L. (2011). Board influence on a firm's internationalization. *Corporate Governance: An International Review*, 19 (4), 351 – 367.
- Bear, S., Rahman, N., Post, C. (2010). The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation. *Journal of Business Ethics*, 97 (2), 207 – 221.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F., Zimmermann, H. (2004). Board size is an independent corporate governance mechanism? *Kyklos*, 57 (3), 327 – 356.
- Ben – Amar, W., Francoeur, C., Hafsi, T., Labelle, R. (2013). What makes better boards? A closer look at diversity and ownership. *British Journal of Management*, 24, 85 – 101.
- Berdahl, J.L., Uhlmann, E.L., Bai, F. (2015). Win – win: Female and male athletes from more gender equal nations perform better in international sports competitions. *Journal of Experimental Social Psychology*, 56, 1-3.
- Bernardi, R., Bosco, S., Vassill, K. (2006). Does Female Representation on Boards of Directors Associate with Fortune's 100 Best Companies to Work for List? *Business & Society*, 45 (2), 235 – 248.

- Bhasin, M.L. (2017). Integrating Corporate Governance and Forensic Accounting: A Study of an Asian Country. *International Journal of Management Sciences and Business Research*, 6 (1), 31 – 52.
- Blanchard, D., Dionne, G. (2004). Gestion Des Risques Et Gouvernance D'Entreprise. *Assurances Et Gestion Des Risques*, 71, 397 – 406.
- Bohdanowicz, L. (2015). The Impact of Ownership Structure on Supervisory Board Size and Diversity: Evidence from the Polish Two – tier Board Model. *Procedia Economics and Finance*, 23, 1420 – 1425.
- Boone, A.L., Field, L.C., Karpoff, J.M., Raheja, C.G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85, 66-101.
- Boyd, B. (1990). Corporate Linkages and Organizational Environment: A Test of the Resource Dependence Model. *Strategic Management Journal*, 11, 419 – 430.
- Brammer, S., Millington, A., Pavelin, S. (2007). Gender and ethnic diversity among UK corporate boards. *Corporate Governance: An International Review*, 15 (2), 393 – 403.
- Branson, D.M. (2012). Initiatives to place women on corporate boards of directors: A global snapshot. *Journal of Corporation Law*, 37, 793 – 814.
- Brancato, C., Patterson, D.J. (1999). Board diversity in US corporations: best practices for broadening the profile of corporate boards. *Business Lawyer*, 48, 59 – 77.
- Broni, G., Velentzas, J. (2012). Corporate governance, control and individualism as a definition of business success. The idea of a “post-heroic” leadership. *Procedia Economics and Finance*, 1, 61 – 70.
- Bryman, A., Bell, E. (2007). *Business research methods*. 2<sup>nd</sup> Edition. Oxford: Oxford University Press.
- Burgess, Z., Tharenou, P. (2002). Women Board Directors: Characteristics of the Few. *Journal of Business Ethics*, 37 (1), 39- 49.
- Cadbury, A. (1992). Cadbury Report. The Financial Aspect of Corporate Governance. Διαθέσιμο από: [http://www.ecgi.org/codes/code.php?code\\_id=132](http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=132).
- Cadbury, A. (2000). The Corporate Governance Agenda. *Journal of Corporate Governance. Practice – Based Papers*, 8, 7 – 15.
- Campbell, K., Minguez – Vera, A. (2008). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 83 (3), 435 – 451.
- Carcello, J.V. (2009). Governance and the Common Good. *The Accounting Review*, 84, 869 – 891.



- Carter, D.A., Simkins, B.J., Simpson, W.G. (2003). Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *The Financial Review*, 38, 33 – 53.
- Carter, D.A., D’Souza, F., Simkins, B.J., Simpson, W.G. (2010). The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 18 (5), 396 – 451.
- Caspar, R., Munch-Madsen, P., Funch, M. (2013). Does board diversity really matter? Gender does not, but citizenship does. *International Journal of Business Science & Applied Management*, 8 (1), 16 – 27.
- Chen, V.Z., Li, J., J., Shapiro, D.M. (2011). Are OECD – prescribed “good corporate governance and bank performance: Islamic versus non - Islamic banks in GCC Countries. *Journal of Developing Areas*, 52 (2), 109 – 126.
- Chu, E.Y., Lai, T.-S., Song, S.-I. (2016). Executive Compensation, Earnings Management and Over Investment in Malaysia. *International Journal of Business & Society*, 17 (3), 429 – 446.
- Claessens, S., Yurtoglu, B. (2012). Corporate Governance and Development – An Update. Global Corporate Governance Forum, IFC.
- CMA (2016). Oman Code of Corporate Governance for Public Listed Companies. Capital Market Authority. Διαθέσιμο από: <https://e.cma.gov.om/Content/PDF/CorporateGovernanceCharterEn.pdf>.
- Cohen, J., Krishnamoorthy, G., Wright, A. (2009). Corporate Governance in the Post Sarbanes- Oxley Era: Auditor Experiences. Working paper, Boston College.
- Colbert, J. (2002). Corporate Governance: Communications from Internal and External Auditors. *Managerial Auditing Journal*, 17 (3).
- Conyon, M.J., Peck, S.I. (1998). Board size and corporate performance: Evidence from European countries. *The European Journal of Finance*, 4 (3), 291 – 304.
- Cooper, D., Schindler, P. (2001). *Business research methods*. 7<sup>th</sup> Edition. New York: McGraw – Hill Higher Education.
- Cox, T.J., Blake, S. (1991). Managing Cultural Diversity: Implications for Organizational Competitiveness. *The Executive*, 5 (3), 45 – 56.
- Cuervo, A. (2002). Corporate governance mechanisms: A plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance: An International Review*, 10 (2), 84 – 93.

- Dahya, J., Dimitrov, O., McConnell, J. (2008). Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross- country analysis. *Journal of Financial Economics*, 87, 73 – 100.
- Daily, C.M., Dalton, C.M., Ellstrand, A.E., Johnson, J.L. (1993). Board of Directors Leadership and Structure: Control and Performance Implications. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 7, 65 – 82.
- Daily, C.M., Dalton, D.R. (2003). Women in the Boardroom: A Business Imperative. *Journal of Business Strategy*, 24 (5), 8-9.
- Dalton, D., Daily, C., Johnson, J., Ellstrand, A. (1999). Number of directors and financial performance: A meta – analysis. *Academy of Management Journal*, 42, 674 – 686.
- Danescu, T., Prozan, M., Prozan, R.D. (2015a). Perspectives regarding accounting – corporate governance – internal control. *Procedia Economics and Finance*, 32, 588-594.
- Danescu, T., Prozan, M., Prozan, R.X. (2015b). The valances of the internal audit in relationship with the internal control – corporate governance. *Procedia Economics and Finance*, 26, 960 – 966.
- Dang, R., Nguyen, D.K. (2016). Does Board Gender Diversity Make a Difference? New Evidence from Quantile Regression Analysis. *Management International / International Management/ Gestion Internacional*, 20 (2), 95 – 106.
- De Andres, P., Vallelado, E. (2008). Corporate governance in banking: The role of the board of directors. *Journal of Banking and Finance*, 32, 2570 – 2580.
- Deloitte (2011). Women in the boardroom: A global perspective. Διαθέσιμο από: [www.deloitte.com](http://www.deloitte.com).
- Di Pietra, R., Grambovas, C.A., Raonic, I., Riccaboni, A. (2008). The effects of board size and “busy” directors on the market value of Italian companies. *IUP Journal of Management and Governance*, 12 (1), 73 – 91.
- Di Tomaso, N., Post, C., Parks – Yancy, R. (2007). Workforce Diversity and Inequality: Power, Status, and Numbers. *Annual Review of Sociology*, 33, 473 – 501.
- Dobbin, F., Jung, J. (2011). Corporate Board Gender Diversity and Stock Performance: The Competence Gap or Institutional Investor Bias? *North Carolina Law Review*, 89 (3), 809 – 838.
- Dowell, G.W.S., Shakel, M.B., Stuart, N.V. (2011). Boards, CEOs, and surviving a Financial Crisis: Evidence from the Internet shakeout. *Strategic Management Journal*, 10 (32), 1025 – 1045.

- Drakos, A.A., Bekiris, F.V. (2010). Endogeneity and the relationship between board structure and firm performance: a simultaneous equation analysis for the Athens Stock Exchange. *Managerial and Decision Economics*, 31 (6), 387 – 401.
- Drogalas, G., Arampatzis, K., Anagnostopoulou, E. (2016). The relationship between corporate governance, internal audit and audit committee: Empirical evidence from Greece. *Corporate Ownership & Control*, 14 (1).
- Dunlop, A. (1998). *Corporate Governance and Control*. London: CIMA Publishing.
- Eagly, A.H., Johannesen – Schmidt, M.C., van Engen, M.L. (2003). Transformational, Transactional, and Laissez – Faire Leadership Styles: A Meta – Analysis Comparing Women and Men. *Psychological Bulletin*, 129 (4), 569 – 591.
- Eagly, A.H., Johnson, B.T. (1990). Gender and Leadership Style: A Meta – Analysis. *Psychological Bulletin*, 108 (2), 233 – 256.
- Eisenberg, T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48, 35 – 54.
- Ellis, K., Keys, P. (2003). Stock returns and the promotion of work diversity. Working Paper, University of Delaware.
- Erhardt, N.L., Werbel, J.D., Shrader, C.B. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance*, 11, 102 – 111.
- EU (2012). Rules of corporate governance for the European companies. Διαθέσιμο από: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/doing-business-eu/company-law-and-corporate-governance\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/doing-business-eu/company-law-and-corporate-governance_en).
- Fadzil, F., Haron, H., Jantan, M. (2005) Internal auditing practices and internal control system. *Managerial Auditing Journal*, 20 (8), pp. 844-866.
- Fama, E.F., Jensen, M.C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26 (2), Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution (June, 1983), 301 – 325.
- Farrell, K.A., Hersch, P.L. (2005). Additions to corporate banks: The effect of gender. *Journal of Corporate Finance*, 11, 85 – 106.
- Fernando, A. (2009). *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*. Oxford: Pearson.
- Ferris, S.P., Jagannathan, M., Pritchard, A.C. (2002). Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *The Journal of Finance*, 58 (3), 1087 – 1111.

- Firdaus, L.M., Adhariani, D. (2017). Board of Directors' Gender, Managerial Ownership and Corporate Risk -taking: Evidence from Indonesia. *Pertanika Journal Social Sciences and Humanities*, 25, 281 – 298.
- Firth, M.A., Rui, O.M. (2012). Does one size fit all? A study of the simultaneous relations among ownership, corporate governance mechanisms, and the financial performance of firms in China. In *Corporate Governance: Recent Developments and New Trends* (pp. 29 – 57). Springer – Verlag GmbH and Co.
- Frooman, J. (1999). Stakeholder influence strategies. *Academy of Management Review*, 24, 191 – 205.
- Gaba, P., Bagga, R. (2017). Is gender diversity associated with size of firm and board size: Evidence from Indian corporate sector. *Journal of Advance Management Research*, 5 (4), 242 – 251.
- Gamst, G., Meyers, L.S., Guarino, A.J. (2008). *Analysis of variance designs: A conceptual and computational approach with SPSS and SAS*. New York: Cambridge University Press.
- Ganesan, Y., Hwa, Y.W., Jaaffar, A.H., Hashim, F. (2017). Corporate Governance and Sustainability Reporting Practices: The Moderating Role of Internal Audit Function. *Global Business & Management Research*, Special Issue 9, 159 – 179.
- Geis, F.L., Brown, V., Jennings, J., Porter, N. (1984). TV Commercials' achievement scripts for women. *Sex Roles*, 10, 513 – 525.
- Gill, M.S., Vijay, T.S., Jha, S. (2009). Corporate Governance Mechanisms and firm Performance: A Survey of Literature. *Journal of IUP Corporate Governance*, 8 (1), 7 – 21.
- Gillan, S. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of Corporate Finance*, 12 (3), 381 – 402.
- Goergen, M., Manjon, M.C., Renneboog, L. (2008). Is the German system of corporate governance converging towards the Anglo – American model? *Journal of Management and Governance*, 12, 37 – 71.
- Goh, B.W. (2009). Audit committees, boards of directors, and remediation of material weaknesses in internal control. *Contemporary Accounting Research*, 26 (2), 549 – 579.
- Greco, G. (2010). Determinants of board and audit committee meeting frequency. *Managerial Auditing Journal*, 26 (3), 208 – 229.
- Guest, P.M. (2009). The impact of board size on firm performance: evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 15 (4), 385 – 404.

- Gul, F.A., Srinidhi, B., Ng, A.C. (2011). Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? *Journal of Accounting and Economics*, 51 (3), 314 – 338.
- Gupta, V.K., Turban, D.B., Bhawe, N.M. (2008). The effect of stereotype activation on entrepreneurial intentions. *Journal of Applied Psychology*, 93, 1053 – 1061.
- Haines, E.L., Deaux, K., Lofaro, N. (2016). The Times They Are a-Changing... or Are They Not? A Comparison of Gender Stereotypes, 1983 – 2014. *Psychology of Women Quarterly*, 1-11.
- Hambrick, D.C., Cho, T.S., Chen, M.-J. (1996). The Influence of Top Management Team Heterogeneity on Firms' Competitive Moves. *Administrative Science Quarterly*, 41 (4), 659 – 684.
- Harford, J., Mansi, S., Maxwell, W.F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87 (3), 535 – 555.
- Harjoto, M., Laksaman, I., Lee, R. (2014). Board diversity and corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 1-20.
- Hartarska, V., Nadolnyak, D. (2012). Board size and diversity as governance mechanisms in community development loan funds in the USA. *Applied Economics*, 44, 4313 – 4329.
- Helland, E., Sykuta, M. (2004). Regulation and the evolution of corporate boards. Monitoring, advising or window dressing? *Journal of Law and Economics*, 47, 167 – 193.
- Higgs, D. (2003). Review of the role and effectiveness of non-executive directors. United Kingdom Department of Trade and Industry. Διαθέσιμο από: <https://ecgi.global/code/higgs-report-review-role-and-effectiveness-non-executive-directors>.
- Hillman, A.J., Cannella, A.A., Harris, I.C. (2002). Women and Racial Minorities in the Boardroom: How Do Directors Differ? *Journal of Management*, 28, 747 – 763.
- Hillman, A.J., Cannella, A.A., Paetzold, R.L. (2000). The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management Studies*, 37, 235- 255.
- Hillman, A.J., Dalziel, T. (2003). Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *Academy of Management Review*, 28, 383 – 396.
- Hoitash, U., Hoitash, R., Bedard, J. (2009). Corporate governance and internal control over financial reporting: A comparison of regulatory regimes. *The Accounting Review*, 84 (3), 839 – 867.

- Inglehart, R., Norris, P. (2003). *Rising tide*. New York and Cambridge: Cambridge University Press.
- Jackson, S.E., Joshi, A. (2004). Diversity in social context: A multi – attribute, multilevel analysis of team diversity and sales performance. *Journal of Organizational Behavior*, 25 (6), 675 – 702.
- Jensen, M.C. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control system. *Journal of Finance*, 48, 831 – 880.
- Jensen, M., Murphy, K. (1990). Performance Pay and Top -Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98 (2), 225 – 264.
- Joshi, A. (2014). By whom and when is women’s expertise recognized? The interactive effects of gender and education in science and engineering teams. *Administrative Science Quarterly*, 59, 202 – 239.
- Kajola, S.O. (2008). Corporate governance and firm performance: The case of Nigerian listed firms. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 14, 16 – 27.
- Kang, H., Cheng, M., Gray, S.J. (2007). Corporate Governance and Board Composition: Diversity and Independence of Australian Boards. *The Journal of Corporate Governance*, 15 (2), 194 – 207.
- Keasy, K., Wright, M. (1997). *Corporate Governance – Responsibilities, Risks and Remuneration*. New York: John Wiley & Sons.
- Korine, H., Gomez, Y.P. (2014). *Strong managers, strong owners: Corporate Governance and Strategy*. Cambridge University Press.
- Kota, H.B., Tomar, S. (2010). Corporate governance practices in Indian firms. *Journal of Management and Organization*, 16 (2), 266 – 279.
- Kramer, W., Konrad, A.M., Erkut, S., Hooper, M.J. (2006). Critical Mass On Corporate Boards: Why Three Or More Women Enhance Governance. Wellesley Centers for Women.
- Krishnan, J., Lee, J.E. (2008). Audit Committee Financial Expertise, Litigation Risk, and Corporate Governance. *A Journal of Practice and Theory*, Forthcoming. Διαθέσιμο από: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1316278](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1316278).
- Krishnan, H.A., Park, D. (2005). A few good women – On top management teams. *Journal of Business Research*, 58, 1712 – 1720.
- Krivogorsky, V., Dick, W. (2011). New Corporate Governance Rules and Practices. In

- Leonard, W.V. (2010). *The Fraud Audit: Responding to the Risk of Fraud in Core Business Systems*. John Wiley and Sons Ltd, Chapter 3.
- Larmou, S., Vafeas, N. (2010). The relation between board size and firm performance in firms with a history of poor operating performance. *Journal of Management and Governance*, 14 (1), 61 – 85.
- Leedy, P.D., Ormrod, J.E. (2010). *Practical research: Planning and design*. Upper Saddle River: Merrill Pearson Education.
- Leonard, M.J., Yu, B., York, E.A., Wu, S. (2014). Impact of board gender diversity on firm risk. *Managerial Finance*, 40, 787 – 803.
- Liao, L., Luo, L., Tang, Q. (2015). Gender diversity, board independence, environmental committee and greenhouse gas disclosure. *British Accounting Review*, 47 (4), 409 – 424.
- Lin, S., Pizzini, M., Vargus, M., Bardhan, I.R. (2011). The role of the internal audit function in the disclosure of material weaknesses. *The Accounting Review*, 86 (1), pp. 287-323.
- Linck J.S., Netter, J.M., Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87 (2), 308 – 328.
- Lincoln, A., Adedoyin, O. (2012). Corporate Governance and Gender Diversity in Nigerian Boardrooms. *World Academy of Science, Engineering and Technology*, 71, 1853 – 1859.
- Lipton, M., Lorsch, J.W. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *Business Lawyer*, 48, 59 – 77.
- Mak, Y.T., Kusnadi, Y. (2005). Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pacific – Basin Finance Journal*, 13 (3), 301 – 318.
- Malik, M., Wan, D., Ahmad, M.I., Naseem, M.A., Rehman, R.U. (2014). Role of Board Size in Corporate Governance and Firm Performance Applying Pareto Approach, is it Cultural Phenomena? *The Journal of Applied Business Research*, 30 (5), 1395 – 1406.
- Manetti, G., Toccafondi, S. (2012). The role of stakeholders in sustainability reporting assurance. *Journal of Business Ethics*, 107 (3), 363 – 377.
- McKinsey & Company (2010). Woman matter 2010: Women at the top of corporations – Making it happen. Διαθέσιμο από: <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Business%20Functions/Organization/Our%20Insights/Women%20at%20the%20top%20of%20corporations%20Making%20it>

[%20happen/Women%20at%20the%20top%20of%20corporations%20Making%20it%20happen.ashx.](#)

Mehran, H., Mollineaux, L. (2012). Corporate Governance of Financial Institutions. FRB of New York Staff Report No. 539. Διαθέσιμο από: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1995666](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1995666)

Mohd – Sanusi, Z., Rameli, M.N., Omar, N., Ozawa, M. (2015). Governance Mechanisms in the Malaysian Banking Sector: Mitigation of Fraud Occurrence. *Asian Journal of Criminology*, 10 (3), 231 – 250.

Muchemwa, M.R., Padia, N., Callghan, C.W. (2016). Board composition, board size and financial performance of Johannesburg Stock Exchange companies. *SAJEMS*, 4, 497 – 513.

Muller, F., Rothermund, K. (2014). What does it take to activate stereotypes? Simple primes don't seem enough a replication of stereotype activation. *Social Psychology*, 45, 187-193.

Nagarajan, V. (2011). Regulating for Women on Corporate Boards: Polycentric Governance in Australia. *Federal Law Review*, 39, 255 – 279.

Nicholson, G.J., Kiel, G.C. (2007). Can directors impact performance? A case – based test of three theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 15 (4), 585 – 608.

Ntim, C.G., Opong, K.K., Danbolt, J. (2015). Board size, corporate regulations and firm valuation in an emerging market: A simultaneous equation approach. *International Review of Applied Economics*, 194 – 220.

Nwagbara, U. (2012). En/Countering Corrupt Leadership and Poor Corporate Governance in the Nigerian Banking Sector: Towards a Model of Ethical Leadership. *Indian Journal of Corporate Governance*, 5 (2), 133 – 148.

O'Connell, V., Cramer, N. (2010). The relationship between firm performance and board characteristic in Ireland. *European Management Journal*, 28 (5), 387 – 399.

OECD (1999). OECD Principles on Corporate Governance. Διαθέσιμο από: [https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN\(99\)6&docLanguage=En](https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN(99)6&docLanguage=En).

OECD (2004). OECD Principles of Corporate Governance. Διαθέσιμο από: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>.

OECD (2015). *OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publishing.



- Ogundana, O., Ojeka, S., Ojua, M., Nwaze, C. (2017) Quality of Accounting Information and Internal Audit Characteristics in Nigeria. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 13 (8), 333-344.
- Oso, L., Semiu, B. (2012). The Concept and Practice of Corporate Governance in Nigeria: The Need for Public Relations and Effective Corporate Communication. *Journal of Communication*, 3 (1), 1 – 16.
- Pablo, A., Valentin, A., Felix, L. (2005). Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness. *Journal of Corporate Governance*, 13 (2), 197 – 210.
- Page, S.E. (2007). *The Difference. How the Power of Diversity Creates Better Groups, Firms, Schools, and Societies*. Princeton University Press.
- Palmer, D., Barber, B.M. (2001). Challengers, elites and owning families: a social class theory of corporate acquisitions in the 1960s. *Administrative Science Quarterly*, 46 (1), 87 – 120.
- Patelli, L., Pedrini, M. (2015). Is tone at the top associated with financial reporting aggressiveness? *Journal of Business Ethics*, 126 (1), 3-19.
- Paul, A., Friday, O., Godwin, O. (2011). Board Composition and Corporate Performance: An Analysis of Evidence from Nigeria. *Research Journal of Finance and Accounting*, 2222- 2847.
- Pfeffer, J., Salancik, G.R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper & Row.
- Plaza, M., Boiche, J., Brunel, L., Ruchaud, F. (2016). Sport = Male... But Not All Sports: Investigating the Gender Stereotypes of Sport Activities at the Explicit and Implicit Levels. *Sex Roles: A Journal of Research*, 75 (1/2).
- Raja, J., Kumar, A. (2008). SME entrepreneurship, firm performance, and corporate governance practices in Indian service firms. *Journal of Services Research*, 7 (2), 99 - 113.
- Randoy, T., Thomsen, S., Oxelheim, L. (2006). A Nordic Perspective on Corporate Board Diversity. Report from the Nordic Innovation Centre.
- Rashid, A., De Zoysa, A., Lodh, S., Rudkin, K. (2010). Board composition and firm performance: Evidence from Bangladesh. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 4 (1), 76 – 95.

- Ratnawati, K. (2019). Board Size and Gender Diversity on Boardrooms and Its Impact of Corporate Risk Taking: Evidence from Indonesia. *Asia – Pacific Management and Business Application*, 8 (2), 145 – 164.
- Rehman, A., Hashim, F. (2018). Corporate Governance Maturity and Its Related Measurement Framework. Proceedings of the 5<sup>th</sup> International Conference on Accounting Studies (ICAS 28), 16 – 17 October 2018, Penang, Malaysia.
- Rhode, D.L., Packel, A.K. (2010). Diversity on corporate boards: How much difference does difference make? Working paper. Stanford: Rock Center for Corporate Governance.
- Robinson, G., Dechant, K. (1997). Building A Business Case for Diversity. *Academy of Management Executive*, 11 (3), 21 – 31.
- Rodriguez – Fernandez, M. (2015). Company financial performance: Does board size matter? Case of the EUROSTOXX50 index. *Cuadernos de Gestion*, 15 (2), 15 – 38.
- Rose, C. (2007). Does Female Board Representation Influence Firm Performance? The Danish Evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15 (2), 404- 413.
- Rouf, M.A. (2011). The relationship between corporate governance and value of the firm in developing countries: Evidence from Bangladesh. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 5 (3), 237 – 244.
- Rudman, L.A., Glick, P. (2001). Prescriptive Gender Stereotypes and Backlash Toward Agentic Women. *Journal of Social Issues*, 57 (4), 743 – 762.
- Ruigrok, W., Peck, S., Tacheva, S. (2007). Nationality and gender diversity on Swiss corporate boards. *Corporate Governance – An international review*, 15, 546 – 557.
- Rustam, S., Rashid, K., Zaman, K. (2013). The relationship between audit committees, compensation incentives and corporate audit fees in Pakistan. *Economic Modelling*, 31, 697 – 716.
- Sarens, G., Christopher, J. (2010). The Association between Corporate Governance Guidelines and Risk Management And Internal Control Practices: Evidence from a Comparative Study. *Managerial Auditing Journal*, 25 (4), 288 – 308.
- Seidl, D., Sanderson, P., Roberts, J. (2013). Applying the “comply – or-explain” principle: discursive legitimacy tactics with regard to codes of corporate governance. *Journal of Management & Governance*, 17, 791 – 826.
- Sener, I., Karaye, A.B. (2014). Board Composition and Gender Diversity: Comparison of Turkish and Nigerian Listed Companies. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 150, 1002-1011.

- Serret, V., Berthelot, S. (2012). Shareholder Activism in Canada: The Emergence of a New Tool for Improving Corporate Governance Practices. *Corporate Governance*. Heidelberg: Springer – Verlag Berlin.
- Shleifer, A., Vishny, R.N. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737 – 783.
- Sila, V., Gonzalez, A., Hagendorff, J. (2016). Women on board: Does boardroom gender diversity affect firm risk? *Journal of Corporate Finance*, 36, 26 – 53.
- Simberova, I., Kocmanova, A., Netmecek, P. (2012). Corporate governance performance measurement – Key Performance Indicators. *Economics and Management*, 17 (4), 1585 – 1593.
- Singh, V., Terjesen, S., Vinnicombe, S. (2008). Newly Appointed Directors in the Boardroom: How Do Women and Men Differ. *European Management Journal*, 26 (1), 48 – 58.
- Solakoglu, M.N., Demir, N. (2016). The role of firm characteristics on the relationship between gender diversity and firm performance. *Management Decision*, 54, 1407 – 1419.
- Soltani, B., Maupetit, C. (2013). Importance of core values of ethics, integrity and accountability in the European corporate governance codes. *Journal of Management Governance*, 19, 259 – 284.
- Srinidhi, B., Gul, F.A., Tsui, J. (2011). Female directors and earnings quality. *Contemporary Accounting Research*, 28, 1610 – 1644.
- Steen, T. (2006). The hidden meaning of codes: Corporate governance and investor rent seeking. *European Business Organizational Law Review*, 7 (4), 845 – 861.
- Stern, J.M., Shiely, J.S., Ross, I. (2004). *The EVA Challenge: Implementing Value – Added Change in an Organization*. USA: John Wiley & Sons.
- Terjesen, S., Sealy, R., Singh, V. (2009). Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 17 (3), 320 – 337.
- Topal, Y., Dogan, M. (2014). Impact of Board Size on Financial Performance: The Case of BIST Manufacturing Industry. *International Journal of Business Management and Economic Research*, 5 (4), 74 – 79.
- Tricker, R. I (1994). *International Corporate Governance: Text, Readings and Cases*. New Jersey: Prentice Hall.

- Triana, M.D.C., Miller, T.L., Tzrebiatowski, T.M. (2013). The double – edged nature of board gender diversity: Diversity, firm performance, and the power of women directors as predictors of strategic change. *Organization Science*, 25 (2), 609 – 632.
- Vafeas, N. (2005). Audit committees, boards, and the quality of reported earnings. *Contemporary Accounting Research*, 22 (4), 1093 – 1122.
- Wessels, H.M., Wilkinson, N. (2016). Assessing organizational governance maturity: A retail industry case study. *Risk Governance & Control: Financial Market & Institutions*, 6 (2), 58 – 71.
- Wheeler, S.C., Petty, R.E. (2001). The effects of stereotype activation on behavior: A review of possible mechanisms. *Psychological Bulletin*, 127, 797- 826.
- Wilkinson, N. (2014). A framework for organizational governance maturity: an internal audit perspective. PhD Thesis University of Pretoria. Διαθέσιμο από: [https://repository.up.ac.za/bitstream/handle/2263/43563/Wilkinson\\_Framework\\_2014.pdf?sequence=4&isAllowed=y](https://repository.up.ac.za/bitstream/handle/2263/43563/Wilkinson_Framework_2014.pdf?sequence=4&isAllowed=y).
- Wu, Y. (2003). Honey, Calpers shrunk the board! *Journal of Corporate Finance*, 8, 313 – 336.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40 (2), 185 – 211.
- Zakaria, N.B. (2012). Corporate Governance and the Relationship between Default Risk and the Earnings Response Coefficient. PhD Thesis Victoria University of Wellington, New Zealand. Διαθέσιμο από: <https://researcharchive.vuw.ac.nz/xmlui/handle/10063/2106>.
- Zabri, S.N., Ahmad, K., Wah, K.K. (2016). Corporate Governance Practices and Firm Performance: Evidence from Top 100 Public Listed Companies in Malaysia. *Procedia Economics & Finance*, 35, 287 – 296.
- Zhu, P. (2016). Digitizing Boardroom: The Multifaceted Aspects of Digital Ready Boards. Chapter 5. BookBaby.
- ΣΕΒ (2013). Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΚΕΔ) για τις Εισηγμένες Εταιρείες. Διαθέσιμο από: [https://www.sev.org.gr/Uploads/pdf/kodikas\\_etairikis\\_diakivernisis\\_GR\\_OCT2013.pdf](https://www.sev.org.gr/Uploads/pdf/kodikas_etairikis_diakivernisis_GR_OCT2013.pdf).
- Σπανού, Λ. (2001). Συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης και σύγχρονη επιχείρηση. *Ένωση Ελληνικών Τραπεζών*, 57 – 63.