



**Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών  
στη Φορολογική Λογιστική και Χρηματοοικονομική Διοίκηση  
Στρατηγικών Αποφάσεων**

**Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων**

**Διπλωματική Εργασία**

**Εταιρική Διακυβέρνηση - Η επίδραση της σύνθεσης του  
Διοικητικού Συμβουλίου στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων**

της

**ΝΑΤΣΙΚΑ ΕΛΕΝΗΣ  
του ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ**

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

Ιούνιος 2022

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Η παρούσα διπλωματική εργασία πραγματοποιήθηκε στα πλαίσια του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών στην Φορολογική, Λογιστική και Χρηματοοικονομική Διοίκηση Στρατηγικών Αποφάσεων του τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

Επιθυμώ να ευχαριστήσω όλους τους καθηγητές για τις γνώσεις που μας μετέφεραν καθ' όλη την διάρκεια της φοίτησης.

Επίσης ευχαριστώ θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κύριο Ιωάννη Ταμπακούδη για την καθοδήγηση που μου προσέφερε και τον χρόνο που διέθεσε δίνοντας μου χρήσιμες συμβουλές και οδηγίες για την ολοκλήρωση της πτυχιακής μου εργασίας.

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία διερευνά την σχέση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης, εστιάζοντας σε παράγοντες που αφορούν την σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου και της αποδοτικότητας εταιρειών, εξετάζοντας το δείγμα των 25 εταιρειών του δείκτη FTSE/XA Large Cap για τα έτη 2018 και 2019.

Οι μεταβλητές που επιλέχθηκαν για τον προσδιορισμό της εταιρικής διακυβέρνησης είναι το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου, η γυναικεία εκπροσώπηση και το πλήθος των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών. Εξετάζεται η επίδραση αυτών των μεταβλητών στους δύο δείκτες αποδοτικότητας ROA και ROE και στα καθαρά κέρδη των εταιρειών. Για την διεξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων έγινε εξέταση συσχετίσεων του Pearson μεταξύ των μεταβλητών ενδιαφέροντος και έπειτα εφαρμόστηκαν μέθοδοι πολλαπλής παλινδρόμησης.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας οι δύο δείκτες αποδοτικότητας εμφάνισαν αδύναμη αρνητική συσχέτιση και στατιστικά σημαντική μόνο με τον αριθμό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών. Στην περίπτωση του μεγέθους του Διοικητικού Συμβουλίου και της παρουσίας των γυναικών οι σχέσεις ήταν σχεδόν μηδενικές και μη στατιστικά σημαντικές.

Όσον αφορά τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης δεν μπόρεσαν να διεξαχθούν ακριβή και αξιόπιστα συμπεράσματα καθώς παρατηρήθηκε πολυσυγγραμμικότητα και ετεροσκεδαστικότητα. Ωστόσο σύμφωνα με τα πρόσημα των συντελεστών παρατηρήθηκε αντίθετη σχέση μεταξύ των ανεξάρτητων μελών και των δεικτών ROA και ROE, όπως προέκυψε και από την εξέταση συσχέτισης του Pearson.

## **ABSTRACTS**

This paper investigates the relation within corporate governance, focusing on factors concerning the composition of the Board of Directors as well as the efficiency of companies, examining the sample of 25 companies in the FTSE / XA Large Cap index for the years 2018 and 2019.

The variables selected to determine corporate governance are the size of the Board of Directors, the female representation and the number of independent non-executive members. The relation between these variables and the ROA and ROE efficiency ratios and the companies' net profits, is examined. To draw useful conclusions, Pearson's correlation was examined among the variables of interest and then multiple regression methods were applied.

According to the survey results, the two efficiency indicators showed a weak negative correlation and statistically significant only with the number of independent non-executive members. In the case of the size of the Board of Directors and the presence of women, the relations were almost zero and non-statistically significant.

Regarding the results of the regression, accurate and reliable conclusions could not be drawn as polynomiality and heteroscedasticity were observed. However, according to the signals of the coefficients, there was a contradictory relationship between the independent members and the ROA and ROE indicators, as it emerged from the Pearson's correlation test.

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	ii
ABSTRACTS.....	iii
ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ .....	iv
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ.....	vi
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ.....	vii
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ.....	3
1.1. Γενικά.....	3
1.2. Έννοια και Ορισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης .....	4
1.3. Ιστορική Αναδρομή.....	5
1.4. Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα.....	7
1.4.1. Νόμος 4706/2020 .....	9
1.5. Θεωρίες Εταιρικής Διακυβέρνησης .....	10
1.5.1. Θεωρία της Αντιπροσώπευσης (Agency Theory).....	10
1.5.2. Θεωρία της Επιτροπείας-Επιμελητείας (Stewardship Theory).....	12
1.5.3. Θεωρία των Ενδιαφερόμενων Μερών (Stakeholders Theory) .....	12
1.5.4. Θεωρία Εξάρτησης Πόρων (Resource Dependency Theory) .....	13
1.6. Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	14
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ .....	17
2.1. Ρόλος του Διοικητικού Συμβουλίου.....	17
2.2. Μηχανισμοί Αύξησης Αποτελεσματικότητας Διοικητικού Συμβουλίου.....	19
2.3. Σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου.....	20
2.3.1. Μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου.....	21
2.3.2 Γυναικεία εκπροσώπηση στο Διοικητικό Συμβούλιο .....	23
2.3.3. Ανεξάρτητα μη Εκτελεστικά Μέλη.....	26

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΕΡΕΥΝΑ.....	28
3.1. Μεθοδολογία.....	28
3.1.1. Σκοπός της έρευνας .....	28
3.1.2. Περιγραφή μεταβλητών .....	29
3.1.3. Δεδομένα.....	30
3.1.4. Μέθοδοι Ανάλυσης.....	31
3.2. Αποτελέσματα έρευνας .....	32
3.2.1. Περιγραφικά Στατιστικά .....	32
3.2.2. Εξέταση μεταβολών στο χρονικό διάστημα .....	36
3.2.3. Εξέταση Συσχετίσεων.....	37
3.2.4. Εξέταση υποδειγμάτων πολλαπλής παλινδρόμησης .....	38
3.2.5. Ερευνητικά Συμπεράσματα.....	39
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	41
Παράρτημα 1 – Εταιρείες που εξετάστηκαν .....	49

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1 Ονομασία και περιγραφή των μεταβλητών ανάλυσης.....	31
Πίνακας 2 Μέτρα θέσης και διασποράς εξεταζόμενων μεταβλητών.....	32
Πίνακας 3 Πίνακας συχνοτήτων των ποιοτικών μεταβλητών.....	34
Πίνακας 4 Εξέταση διαφορών μέσων τιμών των ποιοτικών μεταβλητών με την βοήθεια του τεστ των Kruskal-Wallis (Εταιρεία) και των Mann-Whitney (Έτος).....	36
Πίνακας 5 Αποτελέσματα συσχετίσεων μεταξύ των εξεταζόμενων μεταβλητών.....	38
Πίνακας 6 Αποτελέσματα παλινδρόμησης.....	39

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1 Εταιρική Διακυβέρνηση και μοντέλο ισολογισμού της εταιρείας.....	11
Διάγραμμα 2 Θηκόγραμμα των ποσοτικών εξεταζόμενων μεταβλητών.....	33
Διάγραμμα 3 Χρονικά διαγράμματα αριθμού των γυναικών στα Διοικητικά Συμβούλια ανά εταιρεία .....	35
Διάγραμμα 4 Χρονικό διάγραμμα του μέσου αριθμού των γυναικών στα Διοικητικά Συμβούλια.....	35



## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η απελευθέρωση των αγορών σε παγκόσμια κλίμακα και η συνεχής ανάπτυξη της ηλεκτρονικής τεχνολογίας, έχει επηρεάσει τον τρόπο συμπεριφοράς των επενδυτών. Πλέον, οι επενδυτές έχουν πολλές περισσότερες επενδυτικές επιλογές για να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους, έχουν την δυνατότητα να παρακολουθούν συνεχώς τις εξελίξεις σε όλα τα μέρη του κόσμου, να αξιολογούν και να συγκρίνουν οικονομικά δεδομένα χιλιάδων επιχειρήσεων.

Καθώς αυξάνονται συνεχώς ο αριθμός των επιχειρήσεων και η παρουσία τους σε πολλά γεωγραφικά μέρη, ο όγκος των συναλλαγών στα χρηματιστήρια και η ανησυχία για το πόσο ακριβή ή παραπλανητικά είναι τα οικονομικά στοιχεία που παρουσιάζουν οι εταιρείες, αυξάνεται η ανάγκη και η απαίτηση των επενδυτών:

1) Για περισσότερη πληροφόρηση και ακρίβεια αναφορικά με τα οικονομικά στοιχεία και τις προοπτικές των επιχειρήσεων.

2) Για περισσότερη πληροφόρηση και διαφάνεια σχετικά με τον τρόπο λειτουργίας των εταιρειών, κυρίως όσον αφορά τα συστήματα εσωτερικών ελέγχων που διαθέτει η εταιρεία και τις αρμοδιότητες, δικαιώματα και υποχρεώσεις των μετόχων, των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, του Προέδρου και του Διευθύνοντος Συμβούλου (Δούκας, 2002).

Ταυτόχρονα το άνοιγμα των αγορών και η πλήρης κινητικότητα στις αγορές κεφαλαίου έχει εντείνει το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης, το οποίο πηγάζει από τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας των εταιρειών από το διαχειριστικό έλεγχο. Οι μέτοχοι είναι πολλοί, διάσπαρτοι και δεν διαθέτουν τον απαιτούμενο χρόνο για την συστηματική παρακολούθηση της δραστηριότητας της εταιρείας. Από την άλλη πλευρά, τα στελέχη συχνά εκμεταλλεύονται την κατάσταση αυτή και βάζουν μπροστά τα προσωπικά τους οφέλη εις βάρος της εταιρείας και των μετόχων, στόχος των οποίων είναι η ελαχιστοποίηση των καταχρήσεων και απόδοση των κεφαλαίων που επένδυσαν (Μέκος, 2003).

Αυτή η κατάσταση δημιούργησε την ανάγκη για υιοθέτηση πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης οι οποίες θα εξασφαλίζουν την επιτυχημένη παρακολούθηση και λειτουργικότητα της επιχείρησης, ελέγχοντας το πρόβλημα που προκύπτει από τον διαχωρισμό αυτόν.

Στόχος της παρούσας εργασίας είναι να εξετάσει την σχέση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης και της αποδοτικότητας ελληνικών εισηγμένων εταιρειών, εστιάζοντας σε παράγοντες που αφορούν την σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου. Στο πρώτο κεφάλαιο προσδιορίζεται η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης, γίνεται αναφορά στην ιστορική εξέλιξή της μέσα στο χρόνο, τόσο σε παγκόσμιο επίπεδο όσο και στα πλαίσια της Ελλάδος, καθώς επίσης αναλύονται σημαντικές θεωρίες που συνδέονται με αυτή.

Το δεύτερο κεφάλαιο εστιάζει στο Διοικητικό Συμβούλιο και την σύνθεση του. Παρουσιάζεται ο σημαντικός ρόλος που διαδραματίζει μέσα στην επιχείρηση και έπειτα αναλύονται τρεις σημαντικοί παράγοντες του Διοικητικού Συμβουλίου: το μέγεθός του, η παρουσία γυναικών και η ύπαρξη ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών σε αυτό.

Στο τρίτο κεφάλαιο πραγματοποιείται η διεξαγωγή της έρευνας. Αναφέρεται η μεθοδολογία της έρευνας, το δείγμα και τα δεδομένα που επιλέχθηκαν. Καταγράφεται ο τρόπος και οι μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν για την διεξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων και αναλύονται τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την έρευνα.

Τέλος, στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζονται και αναλύονται τα συμπεράσματα της έρευνας.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

## 1.1. Γενικά

Είναι σημαντικό για τις εταιρείες να προσελκύουν κεφάλαια από επενδυτές προκειμένου να επεκταθούν και να αναπτυχθούν. Οι δυνητικοί επενδυτές πριν επενδύσουν τα κεφάλαια τους επιθυμούν να γνωρίζουν την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης την δεδομένη στιγμή, καθώς και τις προοπτικές της στο μέλλον. Μία σημαντική πηγή άντλησης αυτών των πληροφοριών είναι οι δημοσιευμένες ετήσιες εκθέσεις. Είναι σημαντικό λοιπόν οι ετήσιες εκθέσεις των εταιρειών να είναι αληθής και να παρουσιάζουν την πραγματική τους εικόνα. Για τον λόγο αυτό μάλιστα υπόκεινται σε ετήσιο έλεγχο από ανεξάρτητους εξωτερικούς ελεγκτές, προκειμένου να ελεγχθεί ότι οικονομικές τους καταστάσεις είναι σύμφωνες με τα προβλεπόμενα λογιστικά πρότυπα. Ωστόσο μπορεί να υπάρξουν πτυχές μιας εταιρείας που να μην αντικατοπτρίζονται αποτελεσματικά στις καταστάσεις. Στο παρελθόν έχουν υπάρξει πολλές περιπτώσεις εταιρικών σκανδάλων (π.χ. Enron, Parmalat, Worldcom) που οδήγησαν στην κατάρρευση των εταιρειών, εξαιτίας του ότι τα στοιχεία που απεικονιζόταν στις ετήσιες εκθέσεις δεν ανταποκρίνονταν στην πραγματικότητα. Τα σκάνδαλα αυτά είχαν αρνητικές επιδράσεις σε πολλούς άμεσα και έμμεσα ενδιαφερομένους με τις εταιρείες όπως στους μετόχους που έβλεπαν τις επενδύσεις τους να μειώνονται, στους εργαζομένους που έχασαν την δουλειά τους, στους προμηθευτές αγαθών ή υπηρεσιών και γενικά σε τοπικές και διεθνής κοινότητες στις οποίες οι εταιρείες αυτές λειτουργούσαν. Η εταιρική διακυβέρνηση σχετίζεται άμεσα με τα ερωτήματα: γιατί συνέβησαν αυτά τα εταιρικά σκάνδαλα, τι ενέργειες πρέπει να γίνουν για να αποφευχθούν αντίστοιχα περιστατικά στο μέλλον και πως μπορεί να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών (Mallin, 2019). Η ύπαρξη ενός αποτελεσματικού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης στο εσωτερικό μιας επιχείρησης αλλά και στην οικονομία γενικότερα, συμβάλλει στην δημιουργία εμπιστοσύνης, η οποία είναι απαραίτητη τόσο για την προστασία των επενδυτών των εισηγμένων εταιρειών σε χρηματιστήρια, όσο και στη σωστή λειτουργία της αγοράς. Συνέπεια, το κόστος κεφαλαίου να είναι χαμηλότερο και οι επιχειρήσεις να έχουν τη δυνατότητα να κατανέμουν τους πόρους τους με πιο ορθολογικό τρόπο. Περαιτέρω, η έλλειψη ισχυρών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί τροχοπέδη για την ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών (Παλαιολόγος, 2013).

Σύμφωνα με αποτελέσματα ερευνών, παρατηρείται αποθάρρυνση των επενδυτών να προσφέρουν κεφάλαια στις επιχειρήσεις σε χώρες με ασθενή συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης (Charkham & Simpson, 1999). Σύμφωνα με έρευνα της εταιρείας συμβούλων McKinsey, βασισμένη σε 200 θεσμικούς επενδυτές παγκοσμίως, αποκαλύπτει πως ένα μεγάλο ποσοστό (75%) των θεσμικών επενδυτών λαμβάνουν υπόψιν τους για την διαμόρφωση των επενδυτικών τους επιλογών, εξίσου σοβαρά τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης των εταιρειών στις οποίες επενδύουν τα κεφάλαια τους, όσο και τα αντίστοιχα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα. Επιπλέον, περισσότεροι από το 80% των θεσμικών επενδυτών είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν υψηλότερες τιμές για τις μετοχές των εταιρειών που έχουν ισχυρά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης σε σχέση με εταιρείες που διαθέτουν ασθενή συστήματα προστασίας των επενδυτών (Τραυλός, 2011).

## **1.2. Έννοια και Ορισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης**

Για να γίνει αντιληπτή η έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι σημαντικό να αναφερθεί ο ορισμός της. Στην βιβλιογραφία έχουν αποτυπωθεί πολλοί ορισμοί, ενδεικτικά μερικοί από αυτούς είναι οι εξής:

Ο Klein (2016) ορίζει ως εταιρική διακυβέρνηση το σύστημα που κατευθύνει και ελέγχει τις λειτουργίες μιας εταιρείας, σύμφωνα με το επιχειρηματικό μοντέλο και την στρατηγική της. Επιπλέον, ο όρος αυτός περιλαμβάνει την σχέση μεταξύ των ενδιαφερόμενων μελών μιας εταιρείας, όπως είναι το διοικητικό συμβούλιο, το εποπτικό συμβούλιο, οι μέτοχοι, οι χρηματοοικονομικοί πάροχοι, οι πελάτες και οι προμηθευτές. Σύμφωνα με τον OECD (1999) η εταιρική διακυβέρνηση είναι το σύστημα με το οποίο οι εταιρείες λειτουργούν και ελέγχονται. Ένα καλό καθεστώς εταιρικής διακυβέρνησης βοηθά τις εταιρείες να διασφαλίσουν ότι χρησιμοποιούν αποτελεσματικά τα κεφάλαιά τους. Κάνοντας χρηστή εφαρμογή των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης οι εταιρείες διασφαλίζουν ότι λαμβάνουν υπόψη τα συμφέροντα ενός ευρέος φάσματος ενδιαφερομένων καθώς και των κοινοτήτων εντός των οποίων λειτουργούν και ότι τα διοικητικά συμβούλια είναι υπόλογα απέναντι στην εταιρεία και τους μετόχους. Με αυτό τον τρόπο δημιουργείται σχέση εμπιστοσύνης ξένων και εγχώριων επενδυτών και προσελκύονται περισσότερα μακροπρόθεσμα κεφάλαια.

Η εταιρική διακυβέρνηση σχετίζεται σε μεγάλο βαθμό με τις οργανωτικές και διοικητικές επιδόσεις. Έχει να κάνει με τον τρόπο διοίκησης μια εταιρείας, με τις εταιρικές δομές της, την κουλτούρα, τις πολιτικές και τους τρόπους με τους οποίους αντιμετωπίζει τους διάφορους ενδιαφερόμενους φορείς (stakeholders). Αφορά τις δομές και τις διαδικασίες μιας εταιρείας που οδηγούν στην λήψη αποφάσεων καθώς επίσης τον έλεγχο και την συμπεριφορά που υποστηρίζουν την αποτελεσματική λογοδοσία (Namoga, 2013).

Σύμφωνα με τον Macey (2008) η εταιρική διακυβέρνηση προσπαθεί να πείσει, να ωθήσει, να παρακινήσει τα εταιρικά στελέχη να τηρούν τις υποσχέσεις που δίνουν στους επενδυτές. Αφορά την μείωση οποιασδήποτε ενέργειας της διοίκησης ή των διευθυντών έρχεται σε αντίθεση με τις επενδυτικές προσδοκίες των επενδυτών.

Τέλος, οι Shleifer & Vishny (1997) θεωρούν ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση ασχολείται με το πώς οι χρηματοδότες των επιχειρήσεων θα πάρουν πίσω τα χρήματά τους, εξασφαλίζοντας φυσικά κάποια απόδοση για την επένδυσή τους.

### **1.3. Ιστορική Αναδρομή**

Η εταιρική διακυβέρνηση υπάρχει από τότε που η εταιρική μορφή δημιούργησε την πιθανότητα συγκρούσεων μεταξύ των επενδυτών και των μάνατζερ (Wells, 2010). Η ιστορία της εταιρικής διακυβέρνησης υπάρχει τουλάχιστον από την σύσταση της East Indian Company, της Hudson's Bay Company, της Levant Company και άλλων μεγάλων εταιρειών τον 16ο και 17ο αιώνα. Στο βιβλίο του "The Wealth of Nations" ο Adam Smith ανέφερε τα αποκλίνοντα συμφέροντα μεταξύ των διευθυντών και των ιδιοκτητών ως ένα ανυπέρβλητο ζήτημα για την αποτελεσματική λειτουργία των εταιρειών (Cheffins, 2012). Κερδοσκοπικά επεισόδια και φαινόμενα επιχειρηματικών σκανδάλων και χρεοκοπιών έχουν καταγραφεί ιστορικά στις κεφαλαιαγορές σε παγκόσμιο επίπεδο. Από την φούσκα της εταιρείας South Sea το 1720 στην Βρετανία και το μεγάλο κραχ του 1929 μέχρι την κατάρρευση της Wall Street το 1987 και άλλων μεγάλων εταιρειών, όπως η Enron, η Worldcom, η HealthSouth, φέροντας ως κεντρικό ζητούμενο την αποτελεσματική προστασία των μετόχων. Η κεφαλαιαγορά καλείται να αποκριθεί σε ζητήματα όπως η ενίσχυση της διαφάνειας, η έγκυρη πληροφόρηση των επενδυτών, οι αποτελεσματικοί και ανεξάρτητοι έλεγχοι, η ισχυροποίηση του εποπτικού ρόλου του διοικητικού συμβουλίου καθώς και η κατάρτιση αξιόπιστων λογιστικών καταστάσεων. Οι μεγάλες

κρίσεις δίνουν το έναυσμα για την λήψη μιας σειράς μέτρων και την ανάληψη διαφόρων εθελοντικών πρωτοβουλιών (Ξανθάκης και συν., 2003).

Πολλοί διεθνής οργανισμοί και εγχώριοι φορείς, στην προσπάθειά τους να βελτιώσουν τους μηχανισμούς που διέπουν τις σχέσεις μεταξύ των συμμετεχόντων σε μία εταιρεία, διατύπωσαν μια σειρά από βέλτιστες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης.

Σύμφωνα με τον Mallin (2019) η εισαγωγή κωδίκων εταιρικής διακυβέρνησης είναι αποτέλεσμα της επιθυμίας για περισσότερη διαφάνεια και λογοδοσία καθώς και για αύξηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών (υπαρχόντων και δυνητικών) στα χρηματιστήρια. Η ανάπτυξη αυτών επήλθαν έπειτα από χρηματοοικονομικά σκάνδαλα και εταιρικές καταρρεύσεις.

Η διερεύνηση και ενίσχυση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης διεθνώς αναζωπυρώθηκε με την έκδοση των πορισμάτων της επιτροπής Cadbury το 1992, στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η σχετική επιτροπή (Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance) υπό την πίεση των δυσμενών επιχειρηματικών εξελίξεων, εξέδωσε τον κώδικα βέλτιστης συμπεριφοράς (Code of Best Practice) σύμφωνα με τον οποίον οι εταιρείες πρέπει να συμμορφωθούν ή να εξηγήσουν τυχόν αποκλίσεις. Ο κώδικας αυτός προτείνει:

- Τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών να περιλαμβάνουν και μη εκτελεστικά μέλη, δηλαδή συμβούλους που δεν έχουν σχέση εξαρτημένης εργασίας με την εταιρεία.
- Τον διαχωρισμό του Προέδρου από τον Διευθύνοντα Σύμβουλο.
- Την θέσπιση Επιτροπής Εσωτερικού Ελέγχου που θα απαρτίζεται κατά πλειοψηφία από μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.
- Την θέσπιση Επιτροπής καθορισμού Αμοιβών Διευθυντικών/Διοικητικών Στελεχών που θα απαρτίζεται αποκλειστικά ή κύρια από μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.
- Την θέσπιση Επιτροπής Υποβολής και Αξιολόγησης Υποψηφιοτήτων για το Διοικητικό Συμβούλιο.

Ο κώδικας βέλτιστης συμπεριφοράς αποτέλεσε πρότυπο σχετικών πρωτοβουλιών, υιοθετήθηκε από πολλές χώρες και οι προτάσεις του έγιναν αντικείμενο ευρείας συζήτησης τόσο σε κυβερνητικούς όσο και σε επιχειρηματικούς και ακαδημαϊκούς κύκλους (Τραυλός, 2011).

## 1.4. Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα

Η ενασχόληση με το θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα ξεκίνησε πιο έντονα το 1999 με την πρωτοβουλία της Επιτροπής της Κεφαλαιαγοράς να υιοθετήσει τις «Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα-Οδηγίες για τον Ανταγωνιστικό Μετασχηματισμό της», γνωστή και ως «Γαλάζια Βίβλος», σύμφωνα με τα πρότυπα των αρχών του ΟΟΣΑ.

Το γεγονός αυτό αποτέλεσε την αρχή για μία προσπάθεια διαμόρφωσης ενός πλαισίου συμπεριφοράς των επιχειρήσεων που δεν θα είχε χαρακτήρα άμεσα εφαρμοζόμενων υποχρεωτικών ρυθμίσεων, καθώς αυτό θα οδηγούσε σε συμμόρφωση προς το γράμμα και όχι προς το πνεύμα τους. Έτσι, τα μέλη της Επιτροπής είχαν προτείνει την συναινετική σύνταξη ενός κώδικα αρχών και προτάσεων οι οποίες θα είχαν μία προσέγγιση συμμόρφωσης ή επεξήγησης από τις επιχειρήσεις. Σύμφωνα με την προσέγγιση αυτή η επιχείρηση που παρεκκλίνει από τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης οφείλει να εξηγήει τους λόγους (Μέκος, 2003).

Τον Μάρτιο του 2002 έκανε την εμφάνιση του Σχέδιο Νόμου «Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις» και τον Μάιο του 2002 ψηφίστηκε ο Ν.3016/2002, ο οποίος δεν κινείται στην λογική συμμόρφωσης ή επεξήγησης αλλά προβλέπει κυρώσεις κατά την μη εφαρμογή των διατάξεων του, τις οποίες θα τις επιβάλλει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Μέκος, 2003).

Ο νόμος αυτός απευθύνεται στις ανώνυμες εταιρείες που έχουν εισηγμένες μετοχές ή άλλες κινητές αξίες τους σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά στην Ελλάδα και ορίζει πως πρώτηστη υποχρέωση και καθήκον των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου είναι η διαρκής επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρείας και η προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος. Σημαντικά σημεία του νόμου είναι η επιβολή στις εταιρείες αυτές:

- Την συμμετοχή μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο. Συγκεκριμένα, τουλάχιστον το 1/3 των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου πρέπει να αποτελείται από μη εκτελεστικά μέλη, εκ των οποίων τουλάχιστον τα δύο πρέπει να είναι ανεξάρτητα.
- Την θέσπιση Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας.
- Την οργάνωση και λειτουργία Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου. Σημαντική αρμοδιότητα της Υπηρεσίας είναι η αναφορά στο Διοικητικό Συμβούλιο της

εταιρείας, περιπτώσεις σύγκρουσης των ιδιωτικών συμφερόντων των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών με τα συμφέροντα της εταιρείας.

Επιπλέον, ένα πλήθος άλλων νομοθετικών πράξεων ενσωμάτωσαν στο ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο τις ευρωπαϊκές οδηγίες εταιρικού δικαίου, δημιουργώντας νέους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, όπως:

- Ο Ν.3693/2008, ο οποίος επιβάλλει την σύσταση επιτροπών ελέγχου, καθώς και σημαντικές υποχρεώσεις γνωστοποίησης, ως προς το ιδιοκτησιακό καθεστώς και την διακυβέρνηση μιας εταιρείας.
- Ο Ν.3884/2010, ο οποίος αναφέρεται σε δικαιώματα των μετόχων και πρόσθετες εταιρικές υποχρεώσεις γνωστοποιήσεων προς τους μετόχους στο πλαίσιο της προετοιμασίας της Γενικής τους Συνέλευσης.
- Ο Ν.3873/2010, που λειτουργεί ως υπενθύμιση της ανάγκης θέσπισης του κώδικα και αποτελεί θεμέλιο λίθο του.

Τέλος, στην Ελλάδα όπως και σε άλλες χώρες ο νόμος περί ανώνυμων εταιρειών Ν.2190/1920 περιλαμβάνει τους βασικούς κανόνες διακυβέρνησης τους.

Το έτος 2013 ο πρώτος Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης που συντάχθηκε με πρωτοβουλία του ΣΕΒ αναθεωρείται από το Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΣΕΔ) και αποτελεί βασικό μοχλό για την υιοθέτηση σύγχρονων πρακτικών καλής Εταιρικής Διακυβέρνησης των εταιρειών, πέραν αυτών που θεσπίζονται ρητά από την νομοθεσία. Στόχος του κώδικα είναι να βελτιώσει το ελληνικό εταιρικό θεσμικό πλαίσιο και το ευρύτερο επιχειρηματικό περιβάλλον, να αυξήσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών ως προς το σύνολο των εισηγμένων εταιρειών, καθώς επίσης και να προσελκύσει επενδυτικά κεφάλαια. Οι εισηγμένες εταιρείες έχουν την δυνατότητα να επιλέξουν μεταξύ συμμόρφωσης με τις αρχές του κώδικα ή δημόσιας εξήγησης για ενδεχόμενη μη συμμόρφωση.

Ο πλέον πρόσφατος νόμος που θεσπίστηκε είναι ο Ν. 4706/2020, ο οποίος στοχεύει στον εκσυγχρονισμό του νομοθετικού πλαισίου για την Εταιρική Διακυβέρνηση.



### 1.4.1. Νόμος 4706/2020

Με γνώμονα την σημαντικό ρόλο που κατέχει η εταιρική διακυβέρνηση στην αύξηση της ανταγωνιστικότητας των εταιρειών, στην προσέλκυση επενδυτικών κεφαλαίων και την δημιουργία κλίματος εμπιστοσύνης και διαφάνειας, ο νέος νόμος 4706/2020 έρχεται να ενισχύσει την Εταιρική Διακυβέρνηση στις Ελληνικές εταιρείες. Στον νόμο αυτόν διατυπώνονται νέες διατάξεις και αναλύονται περαιτέρω οι ήδη υπάρχουσες, στοχεύοντας στην διασφάλιση αξιοπιστίας των εισηγμένων εταιρειών, την προστασία των επενδυτών και την βελτίωση της λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς.

Τα κρίσιμα σημεία του νόμου είναι τα εξής :

- Η εταιρεία πρέπει να διαθέτει Πολιτική Καταλληλότητας των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Στόχος είναι να εξασφαλιστεί η συγκρότηση του Διοικητικού Συμβουλίου από τα πλέον κατάλληλα πρόσωπα. Σημαντικό κριτήριο για την επιλογή μελών αποτελεί η επαρκή εκπροσώπηση ανά φύλο σε ποσοστό που δεν υπολείπεται του 25% του συνόλου των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.
- Οι αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου γίνονται πιο συγκεκριμένες. Μεταξύ άλλων, ιδιαίτερης σημασίας είναι η παρακολούθηση και αξιολόγηση του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης και η διασφάλιση της αποτελεσματικής λειτουργίας του Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου της εταιρείας.
- Η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου εξακολουθεί να αποτελείται από εκτελεστικά, μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη. Οροθετούνται επιπρόσθετα τις αρμοδιότητες του καθενός.
- Θεσπίζονται δύο νέες Επιτροπές. Η εταιρεία σύμφωνα με το άρθρο 44 του Ν. 4449/2017 πρέπει να διαθέτει Επιτροπή Ελέγχου. Με το παρόν νόμο θεσπίζονται η Επιτροπή Αποδοχών και η Επιτροπή Υποψηφιοτήτων. Ωστόσο, οι αρμοδιότητες των δύο νέων Επιτροπών μπορούν να ανατεθούν και σε μία Επιτροπή.
- Ο Κανονισμός Λειτουργίας συνεχίζει και υφίσταται. Ωστόσο το περιεχόμενο του είναι περισσότερο απαιτητικό.
- Ο νέος Νόμος προβλέπει την σύνθεση Μονάδας Εσωτερικού Ελέγχου, η οποία θα είναι ανεξάρτητη οργανωτική μονάδα εντός της Εταιρείας. Σκοπός της

μονάδας αποτελεί η παρακολούθηση και βελτίωση των λειτουργιών και πολιτικών της Εταιρείας σχετικά με το Σύστημα Εσωτερικού Ελέγχου.

- Η εταιρεία υποχρεούται πλέον να υιοθετεί και να εφαρμόζει Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης. Δεν καθιστά όμως υποχρεωτική εφαρμογή ενός συγκεκριμένου κώδικα, αρκεί να έχει καταρτιστεί από φορέα εγνωσμένου κύρους.

## **1.5. Θεωρίες Εταιρικής Διακυβέρνησης**

Με την εξάπλωση της έννοιας της εταιρικής διακυβέρνησης και την υιοθέτηση καλών πρακτικών από ολοένα και περισσότερες εταιρείες, παίρνουν νέες διαστάσεις σημαντικές θεωρίες που έχουν αναπτυχθεί σχετικά με αυτή. Οι θεωρίες αυτές εστιάζουν κυρίως στην διοίκηση και το Διοικητικό Συμβούλιο των εταιρειών και είναι σημαντικές για την κατανόηση της συνεισφοράς αυτών στην εταιρεία. Οι σημαντικότερες θεωρίες που αναλύονται παρακάτω είναι : η θεωρία της αντιπροσώπευσης, η θεωρία της εποπτείας-επιμελητείας, η θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών, η θεωρία εξάρτησης πόρων.

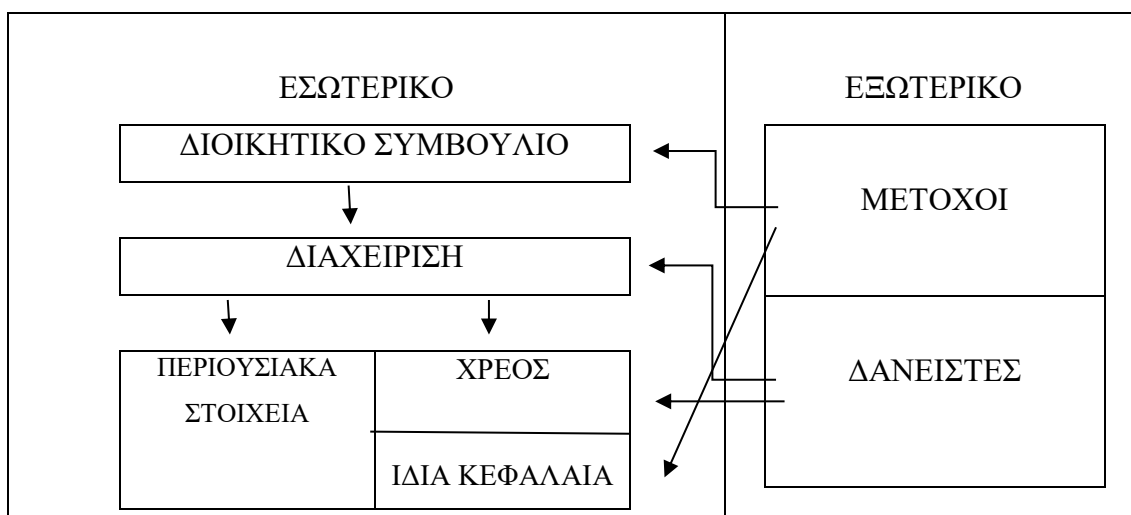
### **1.5.1. Θεωρία της Αντιπροσώπευσης (Agency Theory)**

Θεμελιώδης αναφορά του προβλήματος της εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί το πρόβλημα του «Εντολέα-Εντολοδόχου» ή αλλιώς το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης. Το πρόβλημα αυτό πηγάζει από τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας της εταιρείας από τον διαχειριστικό έλεγχο και αναφέρεται στις συνέπειες που μπορεί να επιφέρει ο διαχωρισμός αυτός στους μετόχους. Σε εταιρείες όπου υπάρχει μεγάλη μετοχική διασπορά, οι μέτοχοι συχνά είναι απληροφόρητοι και δεν δίνουν τον απαιτούμενο χρόνο για την παρακολούθηση της δραστηριότητας της εταιρείας. Αυτή την κατάσταση μπορεί να εκμεταλλευτούν τα στελέχη της εταιρείας και να πράξουν βάσει των προσωπικών συμφερόντων τους και εις βάρος των μετόχων (Μέκος, 2003).

Κρίσιμα ζητήματα που προκύπτουν από τον διαχωρισμό αυτό είναι, πως θα επιλέγονται οι ικανότεροι διαχειριστές της εταιρείας και κυρίως με ποιον τρόπο θα είναι αξιόπιστοι και θα λογοδοτούν στους ιδιοκτήτες της, καθώς οι ιδιοκτήτες (μέτοχοι) και οι

διαχειριστές (εκτελεστική διοίκηση) της εταιρείας μπορεί να έχουν διαφορετικά και αλληλοσυγκρουόμενα συμφέροντα. Το σύστημα της εταιρικής διακυβέρνησης οφείλει να διασφαλίσει ότι τα συμφέροντα αυτά ευθυγραμμίζονται, ώστε να επιτυγχάνεται το άριστο επίπεδο αποτελεσματικότητας και κερδοφορίας (Ξανθάκης και συν., 2003).

Στο διάγραμμα 1 παρουσιάζονται οι σχέσεις σε ένα τυπικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης μιας εταιρίας. Στην αριστερή πλευρά του διαγράμματος περιλαμβάνονται τα βασικά στοιχεία του εσωτερικού συστήματος διακυβέρνησης στο οποίο ανήκουν η Διαχείριση (Management) και το Διοικητικό Συμβούλιο. Η Διαχείριση ενεργώντας ως πράκτορες των μετόχων, αποφασίζει ποια περιουσιακά στοιχεία θα επενδύσει και με ποιον τρόπο θα χρηματοδοτήσει αυτές τις επενδύσεις, είτε μέσω χρέους ή μέσω ιδίων κεφαλαίων. Το Διοικητικό Συμβούλιο το οποίο τοποθετείται στην κορυφή του εσωτερικού συστήματος ελέγχου κατέχει έναν εποπτικό ρόλο, αυτόν της παροχής συμβουλών και ελέγχου των μάντζερ. Στην δεξιά πλευρά ανήκουν τα εξωτερικά στοιχεία του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης των εταιρειών. Τα δύο βασικά στοιχεία είναι οι δανειστές και οι μέτοχοι, τα οποία προκύπτουν από τις ανάγκες της επιχείρησης να αυξήσει το κεφάλαιο της από εξωτερικές πηγές. Αναπόφευκτα, αυτή η κατάσταση οδηγεί στον διαχωρισμό ανάμεσα σε αυτούς που παρέχουν τα κεφάλαια και σε αυτούς που διοικούν τα κεφάλαια αυτά. Αυτός ο διαχωρισμός δημιουργεί την ανάγκη για την ύπαρξη ενός συστήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης (Gillan, 2005).



**Διάγραμμα 1** Εταιρική Διακυβέρνηση και μοντέλο ισολογισμού της εταιρείας. Πηγή : Gillan (2006:382)

### **1.5.2. Θεωρία της Επιτροπείας-Επιμελητείας (Stewardship Theory)**

Η θεωρία της επιτροπείας διαφέρει σημαντικά από την θεωρία της αντιπροσώπευσης η οποία θέτει ότι το σημαντικότερο κίνητρο για την συμπεριφορά των ανθρώπων μέσα σε έναν οργανισμό είναι η ικανοποίηση του προσωπικού συμφέροντος. Αντιθέτως, σύμφωνα με την θεωρία της Επιτροπείας οι άνθρωποι έχουν εγγενή κίνητρα να εργαστούν για άλλους ή για άλλες εταιρείες και να ολοκληρώσουν τα καθήκοντα και τις ευθύνες που τους έχουν ανατεθεί. Υποστηρίζει ότι οι άνθρωποι είναι περισσότερο συλλογικοί και φιλο-οργανωτικοί παρά ατομικιστές και ως εκ τούτου εργάζονται για την επίτευξη οργανωτικών, ομαδικών ή κοινωνικών στόχων, επειδή κάτι τέτοιο τους δίνει ένα υψηλότερο επίπεδο ικανοποίησης. Η θεωρία αυτή έχει αναπτυχθεί για την κατανόηση των κινήτρων που εξηγούν την συμπεριφορά ενός “steward” σε οργανωτικά και κοινωνικά πλαίσια (Menyah, 2013).

Σύμφωνα με τον Namoga (2013) οι μάνατζερ μέσω κατάλληλων κινήτρων δεν εμπλέκονται σε συμπεριφορές αυτοεξυπηρέτησης, και οι ενέργειές τους μπορεί να ευθυγραμμίζονται με αυτές των μετόχων. Έτσι, ο διαχωρισμός ιδιοκτησίας και ελέγχου δεν αποτελεί απαραίτητα πρόβλημα της εταιρείας αλλά αντιθέτως αντιμετωπίζεται ως μια θετική εξέλιξη που μπορεί δυνητικά να λειτουργήσει για την αποτελεσματική διαχείριση της επιχείρησης. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι το βάθος της γνώσης, η δέσμευση και η πρόσβαση σε λειτουργικές πληροφορίες που διαθέτουν οι μάνατζερ είναι περισσότερο σημαντικές για την αποτελεσματική λειτουργία της εταιρείας από οποιαδήποτε πιθανά ζητήματα αντιπροσωπείας που μπορεί να προκύψουν. Η θεωρία αυτή υποστηρίζει την συγκέντρωση δύναμης και εξουσίας στα χέρια των μάνατζερ παρά του Διοικητικού Συμβουλίου, ως τον καλύτερο τρόπο για την ενίσχυση της οικονομικής απόδοσης των εταιρειών.

### **1.5.3. Θεωρία των Ενδιαφερόμενων Μερών (Stakeholders Theory)**

Η θεωρία αυτή είναι ξεχωριστή λόγω του ότι αντιμετωπίζει τα ήθη και τις αξίες ως κεντρικό χαρακτηριστικό της διοίκησης των οργανισμών. Επικεντρώνεται στα ζητήματα που αφορούν τα ενδιαφερόμενα μέρη σε έναν οργανισμό. Ορίζει ότι μια εταιρική

οντότητα επιδιώκει πάντα να παρέχει μια ισορροπία μεταξύ των συμφερόντων των διαφορετικών ενδιαφερομένων μερών της, προκειμένου να διασφαλίσει ότι κάθε ένας από αυτούς λαμβάνει κάποιο βαθμό ικανοποίησης (Abrams, 1951).

Η θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών κυριάρχησε κυρίως όταν πολλοί ερευνητές αναγνώρισαν ότι οι δραστηριότητες μιας εταιρικής οντότητας έχουν αντίκτυπο στο εξωτερικό περιβάλλον, επιφέροντας ως αποτέλεσμα την λογοδοσία σε ένα ευρύ κοινό και όχι μόνο στους μετόχους.

Η προσέγγιση των ενδιαφερομένων μερών εμφανίστηκε στα μέσα της δεκαετίας 1980, όπου κομβικό σημείο αποτέλεσε η δημοσίευση του βιβλίου από τον Freeman, με τίτλο “Strategic Management: A Stakeholder Approach” το 1984. Για τον Freeman η θεωρία αυτή ξεκινά με την υπόθεση ότι οι αξίες αποτελούν απαραίτητα και ρητά μέρος της επιχειρηματικής δραστηριότητας και απορρίπτουν την θέση του διαχωρισμού, σύμφωνα με την οποία η ηθική και η οικονομία μπορούν να διαχωριστούν. Οι υποστηρικτές αυτής της θεωρίας βλέπουν μια ηθική διάσταση στην επιχειρηματική δραστηριότητα (Menyah, 2013).

Η βασική αρχή της θεωρίας είναι ότι οι εταιρείες λειτουργούν και δημιουργούν αξία αλληλοεπιδρώντας με ένα ευρύ φάσμα ατόμων ή οργανισμών, για το λόγο αυτό θα πρέπει να διοικούνται και να κυβερνούνται λαμβάνοντας υπόψη τα οφέλη όλων ενδιαφερόμενων μερών. Στα ενδιαφερόμενα μέρη συμπεριλαμβάνονται οι πελάτες, οι προμηθευτές, οι εργαζόμενοι, οι κοινότητες καθώς επίσης οι διευθυντές και οι μέτοχοι. Η κατάσταση αυτή απαιτεί την κατανόηση των αναγκών όλων των ενδιαφερομένων και τον τρόπο με τον οποίο αυτοί επηρεάζονται από την λειτουργία της επιχείρησης (Namoga, 2013).

#### **1.5.4. Θεωρία Εξάρτησης Πόρων (Resource Dependency Theory)**

Η θεωρία εξάρτησης πόρων υποστηρίζει ότι η οικονομική επιτυχία των εταιρειών εξαρτάται από άλλους οργανισμούς μέσα στην κοινωνία. Για το λόγο αυτό εστιάζει στους εξωτερικούς δεσμούς και δίκτυα της εταιρείας και την σημασία αυτών για την ενίσχυση της αποτελεσματικής της λειτουργίας (Namoga, 2013).

Οι διαπραγματεύσεις και η συνεργασία μεταξύ των εταιρειών αποτελούν παράγοντες ζωτικής σημασίας για την απόκτηση εξωτερικών πόρων. Οι επίσημες και ανεπίσημες

συμφωνίες μεταξύ των επιχειρήσεων, βοηθούν στην εξασφάλιση αξιόπιστων πόρων. Ωστόσο, μια τέτοια συνεργασία μειώνει την οργανωτική αυτονομία, την ικανότητα δηλαδή κάποιος να ενεργεί χωρίς να υποκύπτει στις απαιτήσεις των άλλων. Η θεωρία εξάρτησης πόρων εστιάζει στο ζήτημα του τρόπου πρόσβασης σε εξωτερικούς πόρους, ελαχιστοποιώντας τον κίνδυνο υπερβολικής εξάρτησης από συνεργαζόμενους οργανισμούς (Biermann & Harsch, 2016).

Σημαντικό σημείο αναφοράς της θεωρίας ήταν η δημοσίευση του έργου των Pfeffer & Salancik “The External Control of Organizations”, το 1978. Σύμφωνα με τους Pfeffer & Salancik η βασική πρόταση της θεωρίας είναι η ανάγκη για περιβαλλοντικούς δεσμούς μεταξύ της επιχείρησης και των εξωτερικών πόρων. Με βάση αυτή την προοπτική, η διοίκηση εξυπηρετεί στη σύνδεση της επιχείρησης με εξωτερικούς παράγοντες επιλέγοντας τους πόρους που χρειάζονται για να επιβιώσουν.

Έτσι, τα Διοικητικά Συμβούλια αποτελούν σημαντικό μηχανισμό για την απόκτηση κρίσιμων περιβαλλοντικών στοιχείων μέσα στην επιχείρηση. Σύμφωνα με τους Donaldson & Davis (1991), οι εταιρείες χρειάζεται να αποκτούν πόρους και αυτό οδηγεί στην ανάπτυξη σχέσεων ανταλλαγής μεταξύ τους. Επιπλέον, η άνιση κατανομή των απαιτούμενων πόρων έχει ως αποτέλεσμα την αλληλεξάρτηση στις οργανωτικές σχέσεις. Ο βαθμός αλληλεξάρτησης επηρεάζεται από αρκετούς παράγοντες όπως η σημασία των πόρων, η ευκολία πρόσβασης και εύρεσης αυτών και ο βαθμός στον οποίο οι πόροι είναι συγκεντρωμένοι στο περιβάλλον.

## 1.6. Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Τα κύρια συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης που έχουν καθιερωθεί σύμφωνα με την βιβλιογραφία είναι το αγγλοσαξονικό σύστημα και το σύστημα της Ηπειρωτικής Ευρώπης και της Ιαπωνίας.

1) Το **αγγλοσαξονικό σύστημα** που συνήθως ονομάζεται εξωτερικό, συναντάται σε χώρες όπως οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο. Τα κύρια χαρακτηριστικά του συστήματος αποτελούν η διασπορά των μετοχών σε πολλούς ιδιοκτήτες, η ύπαρξη μεγάλων και υψηλής ρευστότητας κεφαλαιαγορών και η ύπαρξη ενεργητικής αγοράς

εταιρικού ελέγχου (επιθετικές εξαγορές). Το πρόβλημα του εντολέα-εντολοδόχου προκύπτει από την σύγκρουση των “αδύναμων” μετόχων με την “ισχυρή” εκτελεστική διοίκηση. Η αδυναμία των μετόχων να παρακολουθούν συστηματικά και αποτελεσματικά τις ενέργειες της εκτελεστικής διοίκησης καθιστά την κεφαλαιαγορά τον κυριότερο μηχανισμό πειθαρχίας της εκτελεστικής διοίκησης. Όταν αυτή δεν λειτουργεί με γνώμονα τα συμφέροντα των μετόχων, οι μέτοχοι με την σειρά τους επιλέγουν την μαζική έξοδο από την μετοχή της εταιρείας, έχοντας ως αποτέλεσμα την πτώση της τιμής της. Αυτή η κατάσταση δίνει το έναυσμα στην εκτελεστική διοίκηση να αναθεωρήσει και να μεταβάλει τις πολιτικές που ακολουθεί έτσι ώστε να προάγονται περισσότερο τα συμφέροντα των μετόχων (Ξανθάκης και συν., 2003).

Σύμφωνα με τον Μέκο (2003) τον αποφασιστικό ρόλο σε αυτό το σύστημα παίζουν οι αγορές, ενώ η κυβέρνηση δεν παρεμβαίνει στις επιχειρήσεις αλλά δημιουργεί ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον μέσα στο οποίο αυτές επιχειρούν. Οι υποστηρικτές αυτού του συστήματος πιστεύουν ότι ο ανταγωνισμός και η λειτουργία της αγοράς θα εξαναγκάσουν τις εταιρείες και τους μάνατζερ να ενεργούν προς όφελος των μετοχών.

2) Το σύστημα της **ηπειρωτικής Ευρώπης και της Ιαπωνίας** ή αλλιώς εσωτερικό σύστημα, συναντάται σε χώρες όπως Ιαπωνία, Γερμανία, Γαλλία. Το σύστημα αυτό χαρακτηρίζεται από συγκέντρωση των μετοχών σε λίγους ιδιοκτήτες και έλλειψη ρευστότητας των αγορών κεφαλαίου (Μέκος, 2003). Στο σύστημα αυτό το πρόβλημα του εντολέα-εντολοδόχου εμφανίζεται ως συγκρουσιακή σχέση μεταξύ των “ισχυρών” μεγαλομετόχων με “αδύναμους” μετόχους μειοψηφίας. Οι μεγαλομέτοχοι συνήθως αναπτύσσουν και άλλες σχέσεις με την εταιρεία, πέρα της εισφοράς κεφαλαίων και έχουν την δυνατότητα επικοινωνούν μεταξύ τους και να αποφασίζουν από κοινού τον τρόπο με τον οποίο θα παρακολουθείται και θα ελέγχεται η εκτελεστική διοίκηση. Με αυτή την διαδικασία επικρατεί ένα κλίμα συναίνεσης πάρα σύγκρουσης. Σε αντίθεση με το προηγούμενο σύστημα οι επιθετικές εξαγορές είναι περιορισμένες. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι μεγάλα μερίδια είναι συγκεντρωμένα στους ιδρυτές της εταιρείας, σε τράπεζες ή σε άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα οποία λόγω των μακροχρόνιων δεσμών τους με την εταιρεία, συντάσσονται σχεδόν πάντα με την εκτελεστική διοίκηση, παρά με σχέδια όσων επιθυμούν να προβούν σε κινήσεις επιθετικών εξαγορών (Ξανθάκης και συν., 2003).

Επιπλέον, σύμφωνα με τον Μέκο (2003), οι εταιρείες στο σύστημα αυτό δεν είναι τόσο προσανατολισμένες στα βραχυπρόθεσμα κέρδη, όπως αυτές στις ΗΠΑ, άλλα έχουν την τάση να επενδύουν σε μακροχρόνιο ορίζοντα καθώς οι τράπεζες και οι μεγάλοι επενδυτές είναι διατεθειμένοι να χρηματοδοτήσουν μακροχρόνια σχέδια που δημιουργούν αξία.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

### 2.1. Ρόλος του Διοικητικού Συμβουλίου

Το Διοικητικό Συμβούλιο αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους μηχανισμούς της εταιρικής διακυβέρνησης. Είναι μια σημαντική οντότητα σε μία εταιρεία, καθώς χρησιμοποιείται ως συνδεδετικός κρίκος ανάμεσα στους μετόχους και στα διευθυντικά στελέχη (Dehaene et al., 2001). Ο ρόλος του είναι καθοριστικός για την λειτουργία της επιχείρησης. Εκτός του είναι επιφορτισμένο με την θεμελιώδη λειτουργία της εποπτείας και του ελέγχου της ομάδας των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών, ώστε η τελευταία να ενεργεί με γνώμονα το συμφέρον της επιχείρησης και των μετόχων, αποτελεί σημαντικό φορέα διαμόρφωσης της μακροχρόνιας στρατηγικής ανάπτυξης της εταιρείας (Ξανθάκης και συν., 2003).

Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι υπεύθυνο για την έγκριση σημαντικών στρατηγικών και οικονομικών αποφάσεων. Έχει πρόσβαση σε προνομιακές και έγκυρες πληροφορίες σχετικά με την εταιρεία, συνεδριάζει τακτικά για να συζητήσει αυτές τις πληροφορίες και έχει καθήκοντα εμπιστοσύνης απέναντι στους μετόχους που αντιπροσωπεύει. Ο ρόλος του είναι να συμβουλεύει την διοίκηση, για τον λόγο αυτό στελεχώνεται με διακεκριμένα άτομα που έχουν τις απαιτούμενες ικανότητες να εκπληρώσουν αυτόν τον ρόλο (Ferreira & Kirchmair, 2013).

Τα Διοικητικά Συμβούλια αποτελούν μέρος της λύσης που προσφέρει η αγορά για τον περιορισμό του προβλήματος της αντιπροσώπευσης σύμφωνα με το οποίο, οι μέτοχοι είναι πολλοί, ελλιπώς ενημερωμένοι και χωρίς επαρκή κίνητρα για να ελέγξουν επαρκώς τις ενέργειες των διευθυντικών στελεχών. Έτσι, το ρόλο αυτό καλούνται να παίξουν τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου (Weisbach & Hermalin, 2000).

Σύμφωνα με την βιβλιογραφία οι κυριότερες λειτουργίες του Διοικητικού Συμβουλίου είναι: ο Έλεγχος και η Παρακολούθηση, η Παροχή Υπηρεσιών (service activities), η Λήψη Στρατηγικών Αποφάσεων και η Απόκτηση Πόρων (Klein, 2016; Namoga, 2013).

Ο Έλεγχος και η Παρακολούθηση, βασίζεται στην θεωρία της αντιπροσώπευσης (agency theory). Όσο αυξάνονται οι μέτοχοι μιας εταιρείας, η ιδιοκτησία της διαχέεται, γεγονός που οδηγεί σε μείωση της ιδιοκτησιακής ισχύος και αύξηση της διακριτικής ευχέρειας των διευθυντών έναντι της επιχείρησης. Δεδομένου λοιπόν ότι οι μέτοχοι γενικά δεν διαθέτουν τους πόρους ή τα οικονομικά κίνητρα για να ελέγχουν και να παρακολουθούν, οι ενέργειες των διευθυντικών στελεχών δεν ελέγχονται, με αποτέλεσμα

την μείωση της ευημερίας των μετόχων. Ως εκ τούτου, το Διοικητικό Συμβούλιο ενεργεί ως η πρώτη γραμμή άμυνας των μετόχων έναντι των διευθυντικών στελεχών, όπου υπάρχει ο κίνδυνος να δρουν προς το συμφέρον τους. Με αυτόν τον τρόπο, το Διοικητικό Συμβούλιο χρησιμεύει ως ένας μηχανισμός για την αντιμετώπιση συγκρούσεων συμφερόντων που μπορεί να προκύψουν μεταξύ διευθυντικών στελεχών και μετόχων, φέρνοντας τα συμφέροντά τους σε συμφωνία, προάγοντας την αποτελεσματικότητα της εταιρείας και ως εκ τούτου τη διατήρηση υψηλού επιπέδου αξίας για τους μετόχους.

Η δεύτερη λειτουργία (Service Activities), έχει να κάνει με την εκπροσώπηση των συμφερόντων της εταιρείας στην κοινωνία, την συμβολή της στην δημιουργία δεσμών μεταξύ της εταιρείας και του περιβάλλοντος και την συμμετοχή της σε συναντήσεις και άλλες επίσημες εκδηλώσεις. Ο Namoga (2013) συγκεκριμένα αναφέρει ότι τα Διοικητικά Συμβούλια αποτελούν μια σημαντική πηγή εμπειρογνωμοσύνης για την εταιρεία, που συμπληρώνουν την διοίκηση με την εμπειρία, τις γνώσεις και τις δεξιότητες που κατέχουν, και ως εκ τούτου, παρέχουν ένα κρίσιμο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στις εταιρείες. Το Διοικητικό Συμβούλιο μέσω των επαγγελματικών και προσωπικών προσόντων των μελών του, υποστηρίζει τη διοίκηση παρέχοντας κατάλληλες συμβουλές σε τομείς όπου η εσωτερική γνώση της εταιρείας είναι περιορισμένη ή ελλιπής. Επισημαίνει επίσης, ότι το Διοικητικό Συμβούλιο έχει έναν ρόλο σύνδεσης της εταιρείας με το εξωτερικό περιβάλλον. Όταν αυτή η σύνδεση είναι καλή, η εταιρεία αποκτά επαρκή πρόσβαση σε πηγές, οι οποίες προσθέτουν αξία στην επιχείρηση και δημιουργούν αποτελέσματα.

Η τρίτη λειτουργία, η Λήψη Στρατηγικών Αποφάσεων, σχετίζεται με την συμμετοχή του Διοικητικού Συμβουλίου στην διαμόρφωση της στρατηγικής της εταιρείας και την καθοδήγηση των μάνατζερ για την επίτευξη των στόχων και της αποστολής της. Ειδικά, η συμμετοχή του σε στρατηγικά ζητήματα όπως είναι η ανάπτυξη των ιδεών και της αποστολής της εταιρείας και μεταξύ άλλων η εφαρμογή της στρατηγικής αυτής.

Η τελευταία λειτουργία του Διοικητικού Συμβουλίου αφορά την αναγνώριση και απόκτηση υλικών και άυλων πόρων για λογαριασμό της εταιρείας.

## 2.2. Μηχανισμοί Αύξησης Αποτελεσματικότητας Διοικητικού Συμβουλίου

Η αύξηση της αποτελεσματικότητας του Διοικητικού Συμβουλίου προκύπτει από την υιοθέτηση και εφαρμογή πρακτικών μέσα στην επιχείρηση. Σύμφωνα με τους Ξανθάκη και συν. (2003), μεταξύ των σημαντικότερων εφαρμογών θεωρούνται:

- Ο διαχωρισμός της θέσης του Διευθύνοντος Συμβούλου από αυτή του Προέδρου. Θεωρείται καλό στοιχείο εταιρικής διακυβέρνησης ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου να ασκεί ανεξάρτητα τις αρμοδιότητές του από τον Διευθύνοντα Σύμβουλο ώστε να μην αποδυναμώνεται ο ελεγκτικός του ρόλος.
- Η συμμετοχή μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο. Αποτελεί καλή πρακτική το Διοικητικό Συμβούλιο να απαρτίζεται στην πλειοψηφία του από μη εκτελεστικά μέλη και να έχει σημαντικό αριθμό ανεξάρτητων μελών, ώστε να εξασφαλίζονται ανεπηρέαστες τοποθετήσεις και προτάσεις.
- Η λειτουργία ειδικών επιτροπών στο Διοικητικό Συμβούλιο. Η θέσπιση ειδικών επιτροπών ενισχύει την εποπτεία και παρακολούθηση της εκτελεστικής διοίκησης. Οι περισσότερο διαδεδομένες επιτροπές είναι η Επιτροπή Ελέγχου, η Επιτροπή Αποδοχών και η Επιτροπή Ανάδειξης Υποψηφιοτήτων.
- Το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου. Το μέγεθος δεν πρέπει να είναι ούτε πολύ μεγάλο ώστε μην εμφανιστούν προβλήματα συντονισμού, ούτε πολύ μικρό ώστε να μην επαρκεί για την ανταλλαγή ιδεών.
- Η εφαρμογή διαδικασιών αξιολόγησης του Διοικητικού Συμβουλίου και των μελών του, οι οποίες θα μπορούσαν να ενισχύσουν σημαντικά την λειτουργία του.
- Η συχνότητα συνεδρίασης του Διοικητικού Συμβουλίου η οποία αποτελεί μία παράμετρο προσδιορισμού της αποτελεσματικότητας και της λειτουργικότητας του.
- Η αμοιβή των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Είναι σημαντικό η αμοιβή να μην συνδέεται με την κερδοφορία και άλλα μεγέθη αποδοτικότητας της επιχείρησης, καθώς ενδέχεται να επηρεαστεί η κρίση των μελών.
- Χωριστές συνεδριάσεις των μη εκτελεστικών μελών και των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Η δυνατότητα συνεδρίασης

των τελευταίων χωρίς την παρουσία των εκτελεστικών μελών, σε περιοδική βάση, μπορεί να ενισχύσει την ανεπηρέαστη κρίση τους, χωρίς επιρροές ή άλλες εξαρτήσεις.

### **2.3. Σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου**

Τα τελευταία χρόνια οι ρυθμιστικές αρχές έχουν κάνει μεγάλη προσπάθεια για να ενισχύσουν την αποτελεσματικότητα του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης μεγάλων παγκόσμιων οικονομιών, μέσω ενεργών και ανεξάρτητων ελέγχων στο Διοικητικό Συμβούλιο. Η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου είναι σημαντική για πολλούς λόγους καθώς α) επηρεάζει την ποιότητα της συζήτησης και των αποφάσεων που λαμβάνει β) καθορίζει την ικανότητα των μελών του να ασκούν έλεγχο στα ανώτερα στελέχη προκειμένου να προστατευτούν τα συμφέροντα των μετόχων και γ) συνδέεται με την ικανότητά του να παρέχει στρατηγική κατεύθυνση και απόδοση (Klein, 2016). Η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου μπορεί να προσδιοριστεί από διάφορους παράγοντες όπως το μέγεθος του, η ανεξαρτησία των μελών του, ο διαχωρισμός του Διευθύνοντος Συμβούλου με τον Πρόεδρο, η ποικιλομορφία.

Η ποικιλομορφία στα Διοικητικά Συμβούλια αναφέρεται στην παρουσία μελών με διαφορετικά χαρακτηριστικά και σύμφωνα με τον Klein (2016) μπορεί να διακριθεί σε δύο κατηγορίες:

- Παρατηρήσιμη ποικιλομορφία η οποία συμπεριλαμβάνει: το φύλο, την εθνικότητα, τη θρησκεία, τη θητεία (ισορροπία μεταξύ νέων και παλαιών μελών), την ηλικία.
- Μη παρατηρήσιμη ποικιλομορφία στην οποία ανήκουν: το εκπαιδευτικό υπόβαθρο, το λειτουργικό υπόβαθρο, η εμπειρία στον κλάδο και η οργανωτική συμμετοχή.

Σύμφωνα με την βιβλιογραφία υπάρχουν πολλά πιθανά οφέλη που συνδέονται με την ποικιλομορφία στα Διοικητικά Συμβούλια. Η ύπαρξη μελών με διαφορετικά χαρακτηριστικά στα Διοικητικά Συμβούλια μπορεί να συνδεθεί με περισσότερη δημιουργικότητα και διαφορετικές προοπτικές (Ferreira, 2010; Milliken & Martins,

1996) καθώς επίσης με αποτελεσματικότερη επίλυση προβλημάτων (Carter et al., 2003). Ωστόσο, μπορεί επίσης να επιφέρει και αρνητικές συνέπειες όπως η έλλειψη συνεργασίας η ανεπαρκής επικοινωνία ή συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ διαφορετικών μελών (Ferreira, 2010).

Παρακάτω αναλύονται τρεις σημαντικοί παράγοντες που αφορούν την σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου, οι εξής: το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου, η γυναικεία εκπροσώπηση και τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη.

### **2.3.1. Μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου**

Το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες που καθορίζουν την δομή του. Στην βιβλιογραφία υφίστανται διαφορετικές απόψεις σχετικά με το ιδανικό μέγεθος που θα πρέπει να έχει ένα Διοικητικό Συμβούλιο. Ορισμένες από αυτές παρουσιάζουν τα πλεονεκτήματα ενός μεγάλου Διοικητικού Συμβουλίου, ενώ άλλες αναφέρονται στις δυσκολίες που μπορεί να προκύψουν.

Σύμφωνα με τον Jensen (1993), η διατήρηση ενός μικρού Διοικητικού Συμβουλίου μπορεί να βοηθήσει στην βελτίωση της απόδοσης του. Όταν μία ομάδα μεγαλώνει σε μέγεθος, τα προβλήματα συντονισμού και επικοινωνίας αυξάνονται, καθώς είναι πιο δύσκολο να οργανωθούν συνεδριάσεις και να επιτευχθεί συναίνεση, οδηγώντας σε πιο αργή και λιγότερο αποδοτική διαδικασία λήψης αποφάσεων. Επιπλέον, υπάρχει ο κίνδυνος να δημιουργηθούν γνωστικές συγκρούσεις. Τα μεγαλύτερα Διοικητικά Συμβούλια συνεπάγονται με διαφορετικές απόψεις, ιδέες και γνώμες και αυτό μπορεί να διεγείρει δυνητικά την κριτική ανάλυση κατά την διάρκεια των συζητήσεων (Namoga, 2013). Ένα μικρό Διοικητικό Συμβούλιο θα επιτρέψει τα μέλη να γνωριστούν καλύτερα μεταξύ τους, να έχουν περισσότερο αποτελεσματικές συζητήσεις, συμβάλλοντας όλοι σε αυτές και τέλος να επιτύχουν πραγματική συναίνεση μέσα από τις συσκέψεις (Lipton & Lorsch, 1992).

Ωστόσο, ένα από τα πλεονέκτημα των μεγάλων Διοικητικών Συμβουλίων είναι οι συλλογικές πληροφορίες που διαθέτουν σχετικά με παράγοντες που επηρεάζουν την αξία των επιχειρήσεων, όπως είναι οι αγορές προϊόντων, η τεχνολογία, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές. Αυτές οι πληροφορίες είναι πολύτιμες για την αποτελεσματική λειτουργία της

επιχείρησης (Lehn et al., 2004). Επιπλέον, περισσότερες γνώσεις και ικανότητες αυξάνουν την δυναμική του Διοικητικού Συμβουλίου και την ικανότητα των μελών του να ανταπεξέλθουν στα καθήκοντα τους. Η δυνατότητα όμως να χρησιμοποιηθούν οι γνώσεις αυτές και οι ικανότητες αποδοτικά, εξαρτάται από τον βαθμό στον οποίο μπορούν να συνεργαστούν και να εργαστούν συλλογικά σαν ομάδα (Namoga, 2013).

Σύμφωνα με τους Lipton & Lorsch (1992) το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να περιορίζεται το πολύ σε δέκα μέλη, αναφέροντας ως ιδανικότερο μέγεθος οκτώ ή εννιά μέλη με τουλάχιστον δύο ανεξάρτητα τα οποία να μην έχουν καμία σχέση με την εταιρεία. Αντίστοιχα ο Jensen (1993) αναφέρει πως όταν τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου ξεπερνούν τα επτά ή οκτώ άτομα, τότε είναι λιγότερο πιθανό να λειτουργήσουν αποτελεσματικά.

Πέρα από την βιβλιογραφία έχουν διεξαχθεί πολλές έρευνες προκειμένου να εξεταστεί εάν το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου επηρεάζει την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων και με ποιον τρόπο. Αρκετές από τις έρευνες επιβεβαιώνουν την αρνητική σχέση μεταξύ αυτών των δύο. Σύμφωνα με έρευνα που έγινε στο Ηνωμένο Βασίλειο διαπιστώθηκε ότι το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου έχει ισχυρό αρνητικό αντίκτυπο στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων. Το δείγμα της έρευνας αποτέλεσαν 2.746 Βρετανικές επιχειρήσεις και για την μέτρηση της αποδοτικότητας χρησιμοποιήθηκαν οι δείκτες ROA, Tobin's Q και ο Shares Returns (Guest, 2009). Σύμφωνα με τον Guest, τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών στο Ηνωμένο Βασίλειο έχουν έναν ασθενή ρόλο παρακολούθησης και επομένως η αρνητική επίδραση είναι πιθανό να αντανακλά την δυσλειτουργία του συμβουλευτικού παρά του εποπτικού ρόλου του συμβουλίου. Οι O'Connell & Cramer (2010) έπειτα από έρευνα που έκαναν για εισηγμένες εταιρείες στο χρηματιστήριο της Ιρλανδίας (Irish Stock Market) κατέληξαν επίσης σε σημαντική αρνητική συσχέτιση του μεγέθους του Διοικητικού Συμβουλίου με την απόδοση των εταιρειών. Μάλιστα η σχέση αυτή ήταν λιγότερο αρνητική για τις μικρότερες εταιρείες.

Σε αντίθεση με τα αποτελέσματα αυτά, οι Berming & Frick (2010) ύστερα από έρευνα που αφορούσε Γερμανικές εισηγμένες εταιρείες δεν βρήκαν κάποια σταθερή επίδραση είτε του μεγέθους του Διοικητικού Συμβουλίου είτε της σύνθεσής του, στην αποδοτικότητα των εταιρειών. Ως μέτρα απόδοσης χρησιμοποιήθηκαν οι δείκτες Tobin's Q, Total Shareholder Return, ROA και ROIC.

Σύμφωνα με τον Guest (2009) η επίδραση του μεγέθους ενός Διοικητικού Συμβουλίου στην αποδοτικότητα των εταιρειών μπορεί να διαφέρει όχι μόνο από τα ιδιαίτερα

χαρακτηριστικά μιας εταιρείας αλλά και από εθνικά θεσμικά χαρακτηριστικά της χώρας στην οποία δραστηριοποιούνται. Σε χώρες με διαφορετικό θεσμικό υπόβαθρο, οι λειτουργίες και ο ρόλος των Διοικητικών Συμβουλίων είναι διαφορετικές και αυτό μπορεί να επηρεάσει την παραπάνω σχέση.

### **2.3.2 Γυναικεία εκπροσώπηση στο Διοικητικό Συμβούλιο**

Η γυναικεία εκπροσώπηση στα Διοικητικά Συμβούλια είναι επίσης ένα φλέγον ζήτημα στα πλαίσια της εταιρικής διακυβέρνησης. Μάλιστα η νομοθεσία σε πολλές χώρες περιλαμβάνει διατάξεις σχετικά με την πολυμορφία των δύο φύλων και στοχεύει στην αναβάθμιση των Διοικητικών Συμβουλίων των εταιρειών με μεγαλύτερη εκπροσώπηση των γυναικών σε αυτά.

Στην βιβλιογραφία παρουσιάζονται πλεονεκτήματα αλλά και μειονεκτήματα σχετικά με την ύπαρξη των γυναικών στα Διοικητικά Συμβούλια. Σημαντικό πλεονέκτημα αποτελεί το γεγονός ότι μέσα από την ποικιλομορφία ενισχύεται η δημιουργικότητα και η καινοτομία σε μία επιχείρηση. Οι καλύτερες ιδέες μπορούν να αναπτυχθούν μόνο όταν ένας οργανισμός αγκαλιάσει άτομα με διαφορετικές απόψεις και εμπειρίες. Η αποτελεσματικότερη λειτουργία ενός οργανισμού, μπορεί να επιτευχθεί όταν στα Διοικητικά Συμβούλια συμπεριλαμβάνονται απόψεις που προέρχονται από ένα ευρύ φάσμα ατόμων (Hazarika, 2017).

Επιπλέον, οφέλη μπορούν να προκύψουν και από τις αντιλήψεις των εξωτερικών αξιολογητών για μία εταιρεία που εντάσσει και τα δύο φύλα στην λειτουργία της. Αυτά τα οφέλη σχετίζονται με την καλή φήμη και εικόνα της εταιρείας, καθώς δείχνει ευαισθητοποίηση ως προς την ισότητα και τις αξίες των δύο φύλων και συμμόρφωση σε ρυθμιστικές αρχές (Zhang, 2020). Σύμφωνα με τους Adams και Ferreira (2004) η γυναικεία εκπροσώπηση στα Διοικητικά Συμβούλια μπορεί να έχει και πολιτική διάσταση. Οι εταιρείες μπορεί να ενδιαφέρονται περισσότερο για αυτή, όταν ανησυχούν για την δημόσια εικόνα τους, είτε επειδή είναι μεγάλες εταιρείες και ορατές ως προς τους τρίτους, είτε γιατί το απαιτούν οι κυβερνητικοί φορείς, που έχουν προτιμήσεις ως προς την διαφορετικότητα. Πολλοί βλέπουν την πολυμορφία ως έναν πολύτιμο πόρο που μπορεί να αυξήσει την παραγωγικότητα, την δημιουργική ικανότητα και τις στρατηγικές

αποφάσεις μιας επιχείρησης, αυξάνοντας το εύρος των διαθέσιμων δεξιοτήτων, γνώσεων και κοινωνικών δικτύων (Cox, 1994; DiTomasco et al., 2007).

Ωστόσο, υπάρχουν προσεγγίσεις που παρουσιάζουν τα προβλήματα που μπορούν να δημιουργηθούν σε έναν οργανισμό από την ύπαρξη των δύο φύλων σε θέσεις ευθύνης. Σύμφωνα με τον Knight (1999) σε ετερογενείς ομάδες χρειάζεται περισσότερος χρόνος και προσπάθειες μέχρις ότου η ομάδα να λάβει αποφάσεις και αυτό οδηγεί τελικά σε μείωση της αποδοτικότητας. Επιπλέον, μπορεί να αυξηθούν οι δαπάνες λόγω του καλύτερου συντονισμού που απαιτείται για την κάλυψη των αναγκών διαφορετικών τύπων υπαλλήλων, καθώς επίσης αυξάνονται οι συγκρούσεις και δυσκολεύεται η επικοινωνία (Treichler, 1995). Όταν στο Διοικητικό Συμβούλιο δημιουργούνται περισσότερες αντιφατικές απόψεις, η λήψη αποφάσεων γίνεται χρονοβόρα και λιγότερο αποτελεσματική (Lau & Murnighan, 1998).

Σύμφωνα με έρευνες που διεξήχθησαν για να εξακριβωθεί αν τελικά η ύπαρξη των δύο φύλλων στα Διοικητικά Συμβούλια επηρεάζει την εταιρική αποδοτικότητα και με ποιον τρόπο, τα αποτελέσματα ποικίλουν. Κάποιες έρευνες παρουσιάζουν θετική συσχέτιση μεταξύ των δύο φύλων και της απόδοσης των εταιρειών, κάποιες αρνητική, ενώ υπάρχουν έρευνες στις οποίες δεν εμφανίζεται κάποια συσχέτιση.

Σύμφωνα με έρευνα που έγινε από τον οργανισμό Catalyst<sup>1</sup> για το χρονικό διάστημα 2001 με 2003, διαπιστώθηκε ότι οι εταιρείες που έχουν περισσότερες γυναίκες στα Διοικητικά Συμβούλια εμφανίζουν καλύτερες αποδόσεις στους δείκτες ROE, ROS και ROIC. Η έρευνα αφορούσε εταιρείες των Η.Π.Α. και ο οργανισμός χρησιμοποίησε ως δείγμα 520 εταιρείες από τον κατάλογο Fortune 500<sup>2</sup>. Η Ολλανδία επίσης εντόπισε θετική απόδοση εταιρειών από την παρουσία των γυναικών στα Διοικητικά Συμβούλια. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι εταιρείες που έχουν γυναίκες στα Διοικητικά Συμβούλια παρουσιάζουν καλύτερες αποδόσεις σε σχέση με αυτές που δεν έχουν. Δείγμα της έρευνας αποτέλεσαν 116 Ολλανδικές εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Άμστερνταμ Euronext (Amsterdam Euronext stock exchange) και η έρευνα αφορούσε το χρονικό διάστημα 2005-2007 (Lückerath-Rovers, 2011). Στην Ισπανία επίσης εντοπίστηκε ότι το ποσοστό των γυναικών στα Διοικητικά Συμβούλια παρουσιάζει

---

<sup>1</sup> Παγκόσμιος μη κερδοσκοπικός οργανισμός ο οποίος στοχεύει στην πρόοδο των γυναικών μέσω της ένταξής τους στο χώρο εργασίας

<sup>2</sup> Ετήσιος κατάλογος που καταρτίζεται και δημοσιεύεται από το περιοδικό Fortune, ο οποίος κατατάσσει 500 από τις μεγαλύτερες εταιρείες των Ηνωμένων Πολιτειών με βάση τα συνολικά εισοδήματα για τις αντίστοιχες οικονομικές χρήσεις



θετική επίδραση στην εταιρική αξία σύμφωνα με τον δείκτη Tobin's Q . Το δείγμα της έρευνας αποτέλεσαν 68 εισηγμένες μη χρηματοοικονομικές εταιρείες της Μαδρίτης και αφορούσε την χρονική περίοδο 1995-2000. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, σημαντικότερο ρόλο για την αποδοτικότητα των εταιρειών παίζει η ισορροπία μεταξύ των ανδρών και γυναικών στα Διοικητικά Συμβούλια παρά απλώς η ύπαρξη των γυναικών σε αυτά (Campbell & Vera, 2008).

Ωστόσο, στην περίπτωση της Νορβηγίας η ένταξη των γυναικών στα Διοικητικά Συμβούλια επέφερε αρνητικές συνέπειες στις εταιρείες. Έπειτα από ψήφιση υποχρεωτικού νόμου που απαιτούσε τουλάχιστον το 40 τις εκατό των ανωνύμων Νορβηγικών εταιρειών να εκπροσωπείται από γυναίκες, παρατηρήθηκε σημαντική πτώση των τιμών των μετοχών και μεγάλη μείωση του δείκτη Tobin's Q των εταιρειών τα επόμενα χρόνια (Ahern & Dittmar, 2012).

Οι έρευνες αυτές έρχονται σε αντίθεση με αυτή του Randoy (2006) η οποία αφορούσε τις Σκανδιναβικές Χώρες και συμπέρανε ότι η ύπαρξη των δύο φύλων στα Διοικητικά Συμβούλια δεν φαίνεται να έχει καθοριστική σημασία για την οικονομική απόδοση των εταιρειών. Για την διεξαγωγή της έρευνας, επιλέχθηκαν ως δείγμα οι 459 μεγαλύτερες εταιρείες της Δανίας, της Νορβηγίας και της Σουηδίας για το έτος 2005. Τα αποτελέσματα έδειξαν πως η διαφορετικότητα των δύο φύλων στα Διοικητικά Συμβούλια δεν σχετίζεται με την απόδοση των εταιρειών, όσον αφορά την αποτίμηση των μετοχών στην αγορά και την κερδοφορία. Παρόμοια αποτελέσματα με αυτά του Randoy, προκύπτουν και από έρευνα που αφορούσε μόνο την Δανία. Η έρευνα βασίστηκε σε δείγμα Δανέζικων εταιρειών, οι οποίες ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Κοπεγχάγης (Copenhagen Stock Exchange). Το χρονικό διάστημα το οποίο αφορούσε η έρευνα ήταν το 1998-2001 και για την μέτρηση της απόδοσης χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης Tobin's Q. Σύμφωνα με την έρευνα αυτή, προκύπτει ότι η παρουσία των γυναικών στα Διοικητικά Συμβούλια δεν φέρει σημαντικές επιδράσεις στην απόδοση των εταιρειών (Rose, 2007).

Τα διφορούμενα αποτελέσματα μπορεί να οφείλονται τόσο στο διαφορετικό νομικό και θεσμικό πλαίσιο των χωρών όσο και στις χρονικές περιόδους στις οποίες αναφέρονται.

### 2.3.3. Ανεξάρτητα μη Εκτελεστικά Μέλη

Επειδή ο ρόλος του Διοικητικού Συμβουλίου είναι πολύ σημαντικός για την διασφάλιση των συμφερόντων των μετόχων και την επίλυση του προβλήματος της αντιπροσώπευσης, ιδιαίτερη σημασία έχει η ανεξαρτησία τους έναντι των ανώτερων στελεχών (μάνατζερ) της εταιρείας. Για την διασφάλιση αυτής της ανεξαρτησίας κρίνεται απαραίτητη η συμμετοχή μη εκτελεστικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο, δηλαδή μελών που δεν έχουν σχέση με την καθημερινή διαχείριση των ενεργειών της εταιρείας. Σύμφωνα με τον Μέκο (2003) η αναγκαιότητα συμμετοχής μη εκτελεστικών μελών και κατά προτίμηση ανεξάρτητων στο Διοικητικό Συμβούλιο είναι επειδή:

- Διευρύνουν το οπτικό πεδίο της εταιρείας και ενισχύουν την στρατηγική σκέψη έξω από το καθιερωμένο πλαίσιο.
- Βοηθούν στην εξασφάλιση των συμφερόντων της εταιρείας και των μετόχων.
- Βοηθούν στην αντιμετώπιση συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ των μάνατζερ και των μετόχων για κρίσιμα θέματα όπως οι αμοιβές των στελεχών, οι εξαγορές και η επενδυτική πολιτική.
- Έχουν ρόλο παρακολούθησης και αξιολόγησης του διευθύνοντος συμβούλου και της υπόλοιπης διοικητικής ομάδας.

Τα Διοικητικά Συμβούλια στα οποία κυριαρχούν ανεξάρτητα εξωτερικά μέλη μπορεί να βοηθήσουν στην άμβλυνση του προβλήματος της αντιπροσώπευσης παρακολουθώντας και ελέγχοντας την συμπεριφορά της διαχειριστικής διοίκησης. Η θεωρία της αντιπροσώπευσης προτείνει ότι τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη έχουν την δυνατότητα να παρακολουθούν την διαδικασία της χρηματοοικονομικής αναφοράς. Αυτό φέρει ως αποτέλεσμα τον καλύτερο έλεγχο και την παρακολούθηση, γεγονός που αναμένεται να οδηγήσει σε καλύτερη απόδοση κερδών (Alves, 2014).

Οι Mihal & Micu (2021) αναφέρουν ότι τα ανεξάρτητα μέλη ενός Διοικητικού Συμβουλίου θα μπορούσαν να είναι λιγότερο επιρρεπή σε διευθυντικές πιέσεις. Η πείρα, η τεχνογνωσία και τα δίκτυά τους, θα μπορούσαν να αποτελέσουν σημαντικά περιουσιακά στοιχεία για τις εταιρείες και οι ανησυχίες για την φήμη τους, θα έδιναν κίνητρα για αποτελεσματικότερη παρακολούθηση και εποπτεία. Εταιρείες με περισσότερα ανεξάρτητα μέλη έχουν επίσης μικρότερη πιθανότητα να εμφανίσουν προβλήματα λογιστικής ή ελεγκτικής φύσεως (Ξανθάκης και συν., 2003).

Αυτές οι θεωρητικές προσεγγίσεις δείχνουν ότι η παρουσία ανεξάρτητων μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο μπορεί να επηρεάσει θετικά τις οικονομικές επιδόσεις των εταιρειών. Δεδομένων αυτών των θεωρητικών προσεγγίσεων, έχουν υπάρξει μελέτες προκειμένου να εξεταστεί αυτή η επίδραση. Σύμφωνα με την έρευνα των Mihail & Micu (2021) μεγαλύτερο ποσοστό ανεξάρτητων μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο συνδέεται με υψηλότερο δείκτη ROE. Η έρευνα αυτή αφορούσε εισηγμένες εταιρείες στο χρηματιστήριο του Βουκουρεστίου (Bucharest Stock Exchan) για το χρονικό διάστημα 2016-2020. Θετική και σημαντική συσχέτιση εντόπισαν και οι O'Connell & Cramer (2010) έπειτα από έρευνα που αφορούσε εταιρείες εισηγμένες στο Ιρλανδικό Χρηματιστήριο (Irish Stock Market).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΕΡΕΥΝΑ

### 3.1. Μεθοδολογία

#### 3.1.1. Σκοπός της έρευνας

Η σχέση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης και της αποδοτικότητας των εταιρειών αποτελεί ένα ευρέως συζητημένο και καλά ερευνημένο θέμα.

Οι εταιρικές καταρρεύσεις που προέκυψαν από ένα αδύναμο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης τόνισαν την ανάγκη για βελτίωση και μεταρρύθμιση της δομής διακυβέρνησης. Η διακυβέρνηση των επιχειρήσεων διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην πιθανότητα εμφάνισης λογιστικών απατών και οι εταιρείες που έχουν αδύναμη δομή διακυβέρνησης είναι πιο επιρρεπείς σε λογιστικές απάτες (Berkman et al., 2009). Η αποτυχία πρόληψης αυτών των απατών έχει πυροδοτήσει πολλές συζητήσεις σχετικά με την αποτελεσματικότητα των υφιστάμενων κανόνων, αρχών, δομών και μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης (Sun et al., 2011).

Στην προσπάθεια αντιμετώπισης συχνών προβλημάτων εταιρικής διακυβέρνησης, αναπτύχθηκαν κώδικες συμπεριφοράς και η ακαδημαϊκή κοινότητα εξέτασε τις διάφορες διαστάσεις της εταιρικής διακυβέρνησης με περισσότερες λεπτομέρειες. Οι διάφορες μελέτες που διεξήχθησαν εξέτασαν τόσο θεωρητικές πτυχές της εταιρικής διακυβέρνησης καθώς και την εμπειρική σχέση μεταξύ σημαντικών διαστάσεων της (όπως ανεξάρτητα μέλη, ποικιλομορφία, διαχωρισμός του Διευθύνοντος Συμβούλου από τον Πρόεδρο, θέσπιση Επιτροπών) και χρηματοοικονομικής απόδοσης (Bhagat & Bolton, 2008; Dehaene et al., 2001; Jermias & Gani, 2014; Mihail & Micu, 2021).

Λαμβάνοντας υπόψη την σημαντικότητα του ζητήματος στόχος της παρούσας εργασίας είναι να εξετάσει την σχέση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης, εστιάζοντας σε παράγοντες που αφορούν την σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου και της αποδοτικότητας ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Για την εξέταση της παραπάνω σχέσης εξετάστηκαν οι εξής υποθέσεις:

*H1. Η σχέση μεταξύ του μεγέθους του Διοικητικού Συμβουλίου και της αποδοτικότητας των εταιρειών είναι θετική.*

H2. Η σχέση μεταξύ του ποσοστού των γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο και της αποδοτικότητας των εταιρειών είναι θετική.

H3. Η σχέση μεταξύ του πλήθους των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών και της αποδοτικότητας των εταιρειών είναι θετική.

### 3.1.2. Περιγραφή μεταβλητών

Οι μεταβλητές που επιλέχθηκαν για τον προσδιορισμό της εταιρικής διακυβέρνησης και χρησιμοποιήθηκαν ως ανεξάρτητες μεταβλητές είναι οι εξής:

- Το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου. Εκφράζεται ως τον αριθμό των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.
- Η γυναικεία εκπροσώπηση στο Διοικητικό Συμβούλιο. Εκφράζεται ως τον αριθμό και το ποσοστό των γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο.
- Το πλήθος των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο.

Ως εξαρτημένες μεταβλητές επιλέχθηκαν δύο δείκτες αποδοτικότητας ο ROA και ο ROE καθώς και τα Καθαρά Κέρδη μετά φόρων.

#### *Δείκτης ROA (Return on Assets)*

Ο δείκτης αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA) μετρά την ικανότητα της επιχείρησης να χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία και να δημιουργεί κέρδη (Τουρνά, 2015). Για τον υπολογισμό του συγκεκριμένου δείκτη χρησιμοποιήθηκε ο τύπος:

$$\mathbf{ROA} = \frac{\mathbf{ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ}}{\mathbf{ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΚΟΥ}}$$

### *Δείκτης ROE (Return on Equity)*

Ο δείκτης αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) απεικονίζει την κερδοφόρο δυναμικότητα μιας επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από την χρήση των κεφαλαίων του μετόχου. Μετρά δηλαδή την αποτελεσματικότητα με την οποία τα κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης απασχολούνται σε αυτήν (Αποστόλου, 2015).

Για τον υπολογισμό του δείκτη χρησιμοποιήθηκε ο τύπος:

$$\text{ROE} = \frac{\text{ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ}}{\text{ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ}}$$

### **3.1.3. Δεδομένα**

Στον πίνακα 1 παρουσιάζονται τα δεδομένα της έρευνας. Τα δεδομένα αφορούσαν στοιχεία των 25 εταιρειών του δείκτη FTSE/XA Large Cap και πηγή αυτών ήταν οι δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις των εταιρειών. Το τελικό σύνολο δεδομένων περιείχε παρατηρήσεις για τα έτη 2018 και 2019 και περιλάμβανε έντεκα μεταβλητές. Οι τέσσερις μεταβλητές αφορούσαν στοιχεία της σύνθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου. Για την εξέταση της συμπεριφοράς της παρουσίας των γυναικών στα Διοικητικά Συμβούλια εξετάστηκαν δύο μεταβλητές. Η μία αφορούσε τον αριθμό των γυναικών και η άλλη τον αριθμό των γυναικών ως προς το σύνολο το μελών στα Διοικητικά Συμβούλια. Δύο από τις μεταβλητές αφορούσαν τους δείκτες αποδοτικότητας ROA και ROE και η μία τα καθαρά κέρδη των εταιρειών. Επιπλέον, συμπεριλήφθηκαν 2 στοιχεία του Ισολογισμού των εταιρειών, το Ενεργητικό και τα Ίδια Κεφάλαια, για έλεγχο της πιθανής επίδρασης αυτών από τις μεταβλητές που αναφερόταν στην σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου. Οι υπόλοιπες δυο μεταβλητές αναφερόταν στο εξεταζόμενο έτος και το όνομα της εταιρείας.

**Πίνακας 1.** Ονομασία και περιγραφή των μεταβλητών της ανάλυσης.

A/A	Όνομα μεταβλητής	Περιγραφή
1	Company	Εταιρεία
2	Year	Έτος
3	Boardsize	Μέγεθος ΔΣ (αριθμός μελών)
4	Wboard	Γυναίκες στο ΔΣ
5	Wperc	Ποσοστό γυναικών στο ΔΣ
6	Ind	Αριθμός ανεξάρτητων μελών ΔΣ
7	Profits	Καθαρά κέρδη
8	Assets	Ενεργητικό
9	Equity	Ιδία κεφάλαια
10	Roa	ROA
11	Roe	ROE

### 3.1.4. Μέθοδοι Ανάλυσης

Για την εξέταση των ερευνητικών υποθέσεων και την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων πραγματοποιήθηκε στατιστική ανάλυση με την βοήθεια του στατιστικού λογισμικού STATA V14.2 σε στάθμη σημαντικότητας  $p\text{-level}=0.05$ . Μετά την κωδικοποίηση των μεταβλητών πραγματοποιήθηκε περιγραφική στατιστική με την αριθμητική και οπτική παρουσίαση των μεταβλητών ενδιαφέροντος με σκοπό την περιγραφή της συμπεριφοράς τους. Στην συνέχεια γίνεται περιγραφή των μεταβλητών ενδιαφέροντος με την βοήθεια κατάλληλων πινάκων και γραφημάτων. Στο δεύτερο μέρος της ανάλυσης εξετάστηκαν οι ερευνητικές υποθέσεις. Σε αυτή την φάση έγινε εξέταση των συσχετίσεων του Pearson μεταξύ των μεταβλητών ενδιαφέροντος και στην συνέχεια εφαρμόστηκαν μέθοδοι πολλαπλής παλινδρόμησης. Πιο συγκεκριμένα εξετάστηκαν 5 υποδείγματα, ένα για κάθε μια από τις μεταβλητές ROA, ROE, Καθαρά κέρδη, Ενεργητικό, Ιδία κεφάλαια.

## 3.2. Αποτελέσματα έρευνας

### 3.2.1. Περιγραφικά Στατιστικά

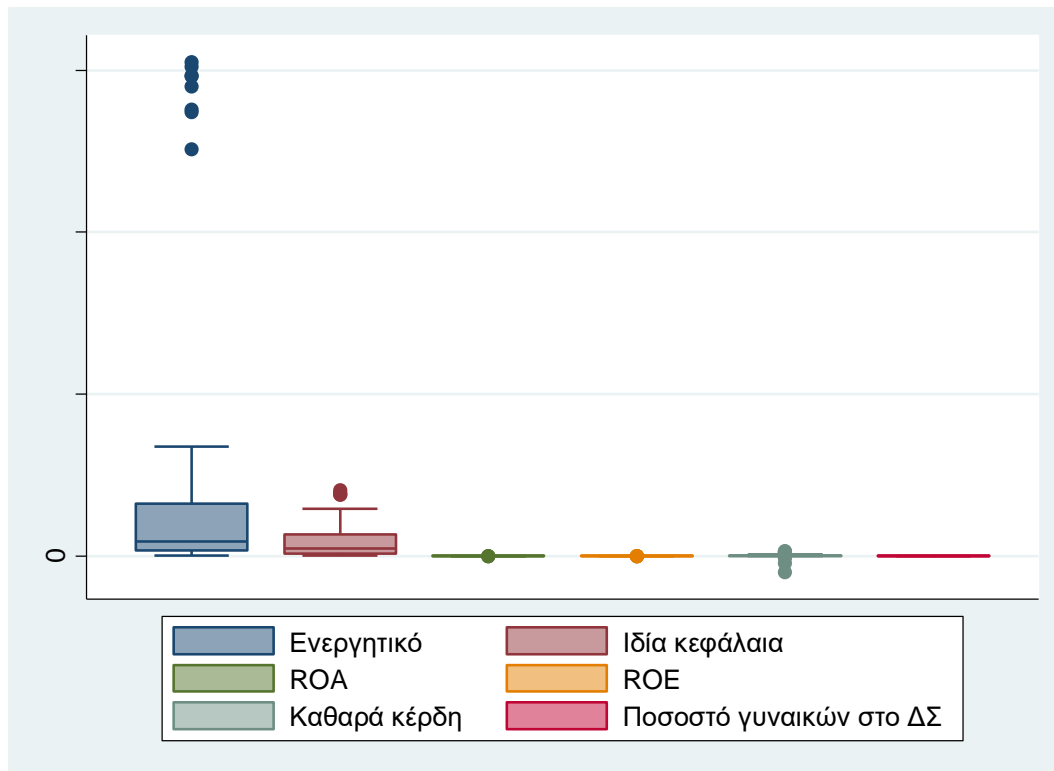
Στο πρώτο μέρος της ανάλυσης πραγματοποιήθηκε περιγραφή των μέτρων θέσης και διασποράς των ποσοτικών μεταβλητών (ROA, ROE, Καθαρά κέρδη, Ενεργητικό και Ιδία κεφάλαια). Τα μέτρα αυτά παρουσιάζονται στον πίνακα 2 και σύμφωνα με αυτά παρατηρήθηκε ότι και οι 5 μεταβλητές παρουσίασαν υψηλή μεταβλητότητα καθώς η τυπική απόκλιση ήταν μεγαλύτερη ή περίπου ίση με την μέση τιμή. Χαρακτηριστικό αυτής της υψηλής μεταβλητότητας είναι ότι οι αντίστοιχοι συντελεστές μεταβλητότητας είναι ίσοι με 0.85, 1.06, 1.79, 1.17 και 2.88 αντίστοιχα. Η υψηλή μεταβλητότητα αποτυπώθηκε και στο γράφημα 1, όπου παρατηρήθηκαν ακραίες τιμές, δηλαδή τιμές εκτός του 95% διαστήματος εμπιστοσύνης της διαμέσου, σε όλες τις ποσοτικές μεταβλητές.

Όπως φαίνεται στον πίνακα 2 ο μέσος όρος του δείκτη ROA ήταν 2,51% με τυπική απόκλιση 7,28%, ενώ για τον δείκτη ROE ο μέσος όρος ήταν 4,38 % με η τυπική απόκλιση 18,18%.

**Πίνακας 2.** Μέτρα θέσης και διασποράς των εξεταζόμενων μεταβλητών.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
wperc	50	.1132958	.0969618	0	.3571429
profits	50	33306.49	353192.1	-1963107	635000
assets	50	1.14e+07	2.05e+07	82638	6.10e+07
equity	50	1903480	2239592	80255	8107375
roa	50	.0251629	.072886	-.2301209	.2596319
roe	50	.0438433	.1818005	-.7309156	.3993736





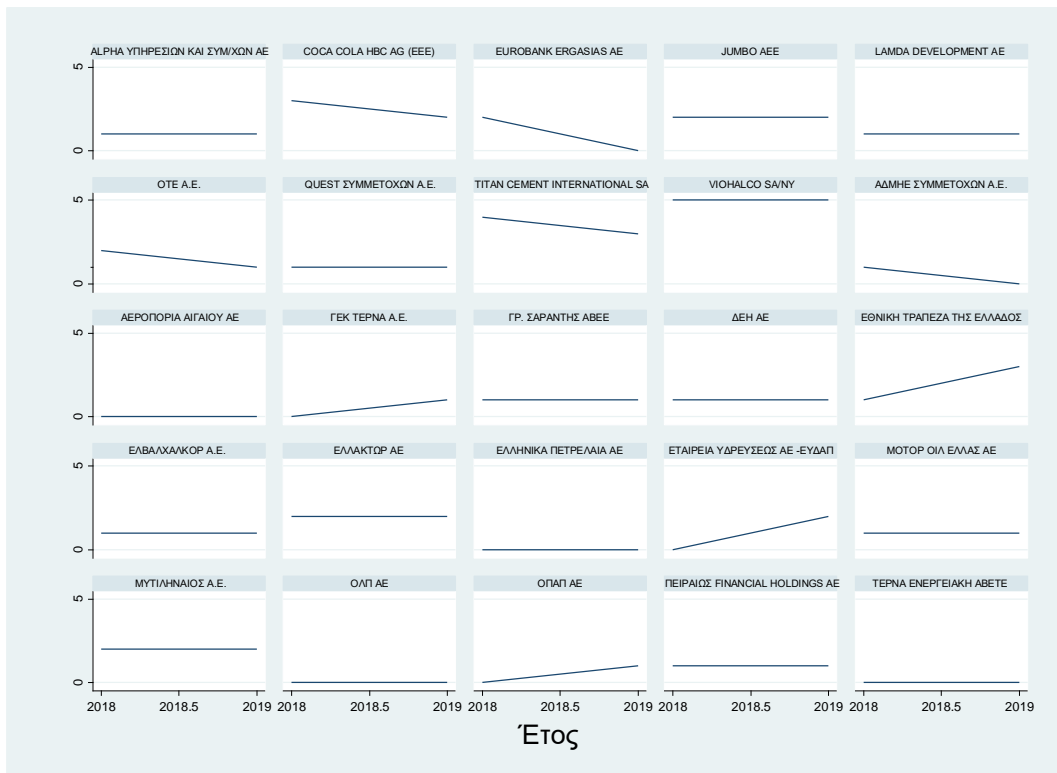
**Διάγραμμα 2.** Θηκογράμματα των ποσοτικών εξεταζόμενων μεταβλητών.

Η περιγραφή των ποιοτικών μεταβλητών της έρευνας παρουσιάζεται στον πίνακα 3. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα παρατηρήθηκε ότι το 32% των εξεταζόμενων εταιρειών (N=16) είχαν διοικητικά συμβούλια με μέγεθος έως δέκα άτομα. Ο συχνότερα εμφανιζόμενος αριθμός ανεξάρτητων μελών ήταν τα 3 μέλη (N=15, N%=30%) και στην συνέχεια 5 μέλη (N=11, N%=22%). Μια γυναίκα στο Διοικητικό Συμβούλιο παρατηρήθηκε στο 42% των παρατηρήσεων (N=21) ενώ καμία γυναίκα στο Διοικητικό Συμβούλιο παρατηρήθηκε στο 26% των παρατηρήσεων (N=13), γεγονός που φανερώνει απόκλιση ως προς την πολιτική πολυμορφίας που αναγράφεται στον κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης.

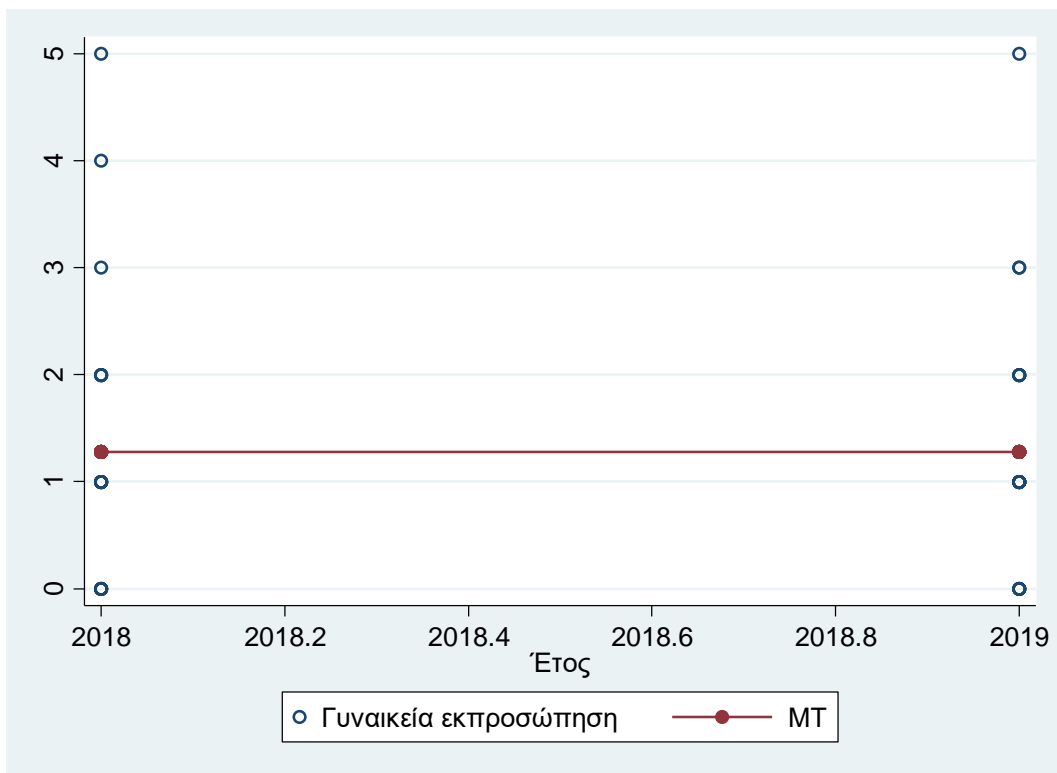
**Πίνακας 3.** Πίνακας συχνοτήτων των ποιοτικών μεταβλητών.

		N	N%
Μέγεθος ΔΣ (αριθμός μελών)	Έως 10	16	32,0%
	Περισσότεροι από 10	34	68,0%
Αριθμός ανεξάρτητων μελών ΔΣ	2	9	18,0%
	3	15	30,0%
	4	6	12,0%
	5	11	22,0%
	6	6	12,0%
	7	2	4,0%
	8	1	2,0%
Αριθμός γυναικών στο ΔΣ	Καμία	13	26,0%
	1	21	42,0%
	2	10	20,0%
	3	3	6,0%
	Περισσότερες από 3	3	6,0%

Από τα διαγράμματα 3 και 4 που παρουσιάζονται παρακάτω, προκύπτει ότι ο συνήθης αριθμός γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο είναι μια γυναίκα. Ο αριθμός αυτός ήταν σταθερός για τα έτη 2018 και 2019 σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις. Μόνο σε 5 περιπτώσεις παρατηρήθηκε μείωση του αριθμού γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο την εξεταζόμενη χρονική περίοδο και σε 4 παρατηρήθηκε αύξηση.



**Διάγραμμα 3.** Χρονικά διαγράμματα αριθμού των γυναικών στα ΔΣ ανά εταιρεία.



**Διάγραμμα 4.** Χρονικό διάγραμμα του μέσου αριθμού των γυναικών στα ΔΣ.

### 3.2.2. Εξέταση μεταβολών στο χρονικό διάστημα

Στην συνέχεια έγινε εξέταση των μέσων τιμών των ποιοτικών μεταβλητών με την βοήθεια των τεστ των Mann – Whitney και Kruskal – Wallis. Οι εξεταζόμενοι παράγοντες ήταν το αναφερόμενο έτος και η αναφερόμενη εταιρεία. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον πίνακα 4 και έδειξαν ότι το έτος δεν αποτελεί στατιστικά σημαντικό παράγοντα σε καμία από τις εξεταζόμενες μεταβλητές. Αντίθετα η εταιρεία είναι στατιστικά σημαντικός παράγοντας σε όλες τις εξεταζόμενες περιπτώσεις. Τα αποτελέσματα αυτά έδειξαν ότι οι εξεταζόμενες εταιρείες έχουν διαφορετική διαχείριση των εσωτερικών τους διαδικασιών.

**Πίνακας 4.** Εξέταση διαφορών μέσων τιμών των ποιοτικών μεταβλητών με την βοήθεια του τεστ των Kruskal-Wallis (Εταιρεία) και των Mann-Whitney (Έτος).

	Εταιρεία			Έτος	
	X <sup>2</sup>	df	p	U	p
Μέγεθος ΔΣ (αριθμός μελών)	48,193	24	0,002	302,500	0,843
Γυναίκες στο ΔΣ	39,201	24	0,026	305,000	0,878
Ποσοστό γυναικών στο ΔΣ	40,089	24	0,021	305,500	0,891
Αριθμός ανεξάρτητων μελών ΔΣ	44,665	24	0,006	293,000	0,698
Καθαρά κέρδη	45,586	24	0,005	311,000	0,977
Ενεργητικό	47,976	24	0,003	284,000	0,580
Ιδία κεφάλαια	47,788	24	0,003	292,000	0,691
ROA	45,148	24	0,006	309,000	0,946
ROE	45,544	24	0,005	310,000	0,961

### 3.2.3. Εξέταση Συσχετίσεων

Πριν την εξέταση των υποδειγμάτων πολλαπλής παλινδρόμησης έγινε εξέταση των συσχετίσεων μεταξύ των ποσοτικών μεταβλητών με την βοήθεια του συντελεστή συσχέτισης του Spearman. Στον πίνακα 5 παρουσιάζονται το σύνολο των αποτελεσμάτων.

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι οι δείκτες αποδοτικότητας ROA και ROE παρουσίασαν στατιστικά σημαντικές σχέσεις μόνο με τον αριθμό των ανεξάρτητων μελών. Οι σχέσεις αυτές ήταν αδύναμες και αρνητικές, με τον συντελεστή να ισούται  $r=-0.442$  και  $r=-0.377$  αντίστοιχα. Όσον αφορά το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου και την γυναικεία εκπροσώπηση οι σχέσεις με τους δείκτες αποδοτικότητας άλλα και τα καθαρά κέρδη ήταν σχεδόν μηδενικές και όχι στατιστικά σημαντικές.

Επιπλέον, το ενεργητικό και τα ίδια κεφάλαια εμφάνισαν στατιστικά σημαντική συσχέτιση με τις μεταβλητές που αναφέρονταν στο Διοικητικό Συμβούλιο. Σε αυτή την περίπτωση διαπιστώθηκαν αδύναμες συσχετίσεις με το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου ( $r=0.466$  και  $r=0.398$ ), με το σύνολο των γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο ( $r=0.288$  και  $r=0.331$ ), με τον αριθμό των ανεξάρτητων μελών ( $r=0.442$  και  $r=0.396$ ), αλλά όχι με το ποσοστό των γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο.

Τέλος, άξιο αναφοράς είναι η σχέση μεταξύ του αριθμού των ανεξαρτήτων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου με τις δύο μεταβλητές που αντιπροσώπευαν την γυναικεία εκπροσώπηση. Οι σχέσεις αυτές ήταν μέτριες και θετικές τόσο για τον αριθμό των γυναικών όσο και για το ποσοστό αυτών και δείχνουν ότι οι γυναίκες έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα συμμετοχής στα Διοικητικά Συμβούλια ως ανεξάρτητα μέλη.

**Πίνακας 5.** Αποτελέσματα συσχετίσεων μεταξύ των εξεταζόμενων μεταβλητών.

	Μέγεθος ΔΣ	Γυναίκες στο ΔΣ	Ποσοστό γυναικών στο ΔΣ	Αριθμός ανεξάρτητων μελών ΔΣ	Ενεργητικό	Ιδία κεφάλαια	ROA	ROE
Γυναίκες στο ΔΣ	0,171							
Ποσοστό γυναικών στο ΔΣ	-0,086	<b>0,943**</b>						
Αριθμός ανεξάρτητων μελών ΔΣ	<b>0,338*</b>	<b>0,598**</b>	<b>0,481**</b>					
Ενεργητικό	<b>0,466**</b>	<b>0,288*</b>	0,154	<b>0,442**</b>				
Ιδία κεφάλαια	<b>0,398**</b>	<b>0,331*</b>	0,218	<b>0,396**</b>	<b>0,971**</b>			
ROA	-0,077	-0,179	-0,140	<b>-0,442**</b>	-0,163	-0,142		
ROE	0,024	-0,213	-0,205	<b>-0,377**</b>	-0,106	-0,119	<b>0,963**</b>	
Καθαρά κέρδη	0,244	0,097	0,042	-0,134	<b>0,291*</b>	<b>0,316*</b>	<b>0,805**</b>	<b>0,818**</b>

\* $p < 0.05$  \*\* $p < 0.01$  \*\*\* $p < 0.001$

### 3.2.4. Εξέταση υποδειγμάτων πολλαπλής παλινδρόμησης

Το τελευταίο μέρος της ανάλυσης εξέτασε διάφορα υποδείγματα πολλαπλής παλινδρόμησης. Πιο συγκριμένα, εξετάστηκε το υπόδειγμα πολλαπλής παλινδρόμησης με εξαρτημένες μεταβλητές τα Καθαρά κέρδη, το Ενεργητικό, τα Ιδία κεφάλαια και τους δείκτες ROA και ROE ανά μοντέλο και ανεξάρτητες μεταβλητές τις μεταβλητές του Διοικητικού Συμβουλίου (αριθμός γυναικών, ποσοστό γυναικών και αριθμός ανεξάρτητων μελών). Η εκτίμηση των μοντέλων έγινε με δύο μεθόδους. Η πρώτη εκτίμηση για τα πρώτα πέντε μοντέλα (Π-1 ... Π-5) έγινε με βηματική πολλαπλή παλινδρόμηση. Κατά την διαδικασία αυτή παρέμειναν μόνο οι στατιστικά σημαντικές ανεξάρτητες μεταβλητές. Τα αποτελέσματα αυτών των παλινδρομήσεων παρουσιάζονται στον πίνακα 7 και έδειξαν ότι και τα 5 μοντέλα δεν μπορούν να αποδώσουν ακριβή αποτελέσματα καθώς σε όλα παρατηρήθηκε πολυσυγγραμμικότητα δείχνοντας ότι ο αριθμός των ανεξάρτητων μεταβλητών θα πρέπει να μειωθεί. Επίσης διαπιστώθηκε 3 από τα 5 μοντέλα δεν ήταν στατιστικά σημαντικά και ότι 4 από τα 5 μοντέλα παρουσίασαν ετεροσκεδαστικότητα. Σε ότι αφορά τα πρόσημα των συντελεστών των μοντέλων αξίζει να αναφερθούν οι αντίθετες σχέσεις μεταξύ των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο και των δεικτών ROA και ROE. Επίσης διαπιστώθηκε ότι η συνεισφορά των γυναικών στην αποδοτικότητα μιας επιχείρησης εκφράζεται από τον

αριθμό των γυναικών, καθώς η σχέση που παρουσιάζει με τους δείκτες αποδοτικότητας είναι θετικές, ενώ στην περίπτωση του ποσοστού των γυναικών οι σχέσεις προέκυψαν αρνητικές.

**Πίνακας 6.** Στατιστικά σημαντικοί συντελεστές υποδειγμάτων 1 έως και 5.

Εξαρτημένη μεταβλητή	Καθαρά κέρδη (Π-1)	Ενεργητικό (Π-2)	Ιδία κεφάλαια (Π-3)	ROA (Π-4)	ROE (Π-5)
Σταθερά	-70751	-3.04E07	-3166383	-0.107	0.144
Μέγεθος ΔΣ (αριθμός μελών)	31278.28	1514903	243323.3	-0.001	0.007
Αριθμός ανεξάρτητων μελών ΔΣ	-80753.4	<b>7865667**</b>	<b>718520.7**</b>	<b>-0.186*</b>	<b>-0.464*</b>
Αριθμός γυναικών στο ΔΣ	35362.07	-1.58E07	-1568044	0.031	0.078
Ποσοστό γυναικών στο ΔΣ	266914.1	1.20E08	1.30E07	-0.321	-0.879
R <sup>2</sup>	0.083	0.235	0.167	0.116	0.131
F	1.03	03.45	2.76	1.48	1.69
P	0.403	0.015	0.039	0.225	0.168
Πολυσυγγραμμικότητα	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι
Ετεροσκεδαστικότητα	Ναι	Ναι	Ναι	Όχι	Ναι

A: *p-level=0.010* \**p-level=0.05* \*\**p-level=0.01* \*\*\**p-level=0.001*

### 3.2.5. Ερευνητικά Συμπεράσματα

Τα αποτελέσματα της έρευνας δεν επαλήθευσαν τις 3 ερευνητικές υποθέσεις. Σύμφωνα με την εξέταση των συσχετίσεων με την βοήθεια του συντελεστή του Spearman, το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου παρουσίασε σχεδόν μηδενική συσχέτιση και μη στατιστικά σημαντική με τους δύο δείκτες αποδοτικότητα ROA και ROE καθώς επίσης και με τα καθαρά κέρδη. Όσον αφορά την γυναικεία εκπροσώπηση στα Διοικητικά Συμβούλια εξετάστηκε με δύο μεταβλητές. Η μία αφορούσε τον αριθμό των γυναικών και η δεύτερη το ποσοστό ως προς το πλήθος των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Και στις δύο περιπτώσεις δεν εμφανίστηκαν στατιστικά σημαντικές συσχετίσεις με τους

δείκτες ROA και ROE. Στην περίπτωση του πλήθους των ανεξάρτητων μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο εντοπίστηκαν αρνητικές συσχετίσεις και στατιστικά σημαντικές και με τους δύο δείκτες αποδοτικότητας, γεγονός που δεν επαληθεύει την τρίτη υπόθεση. Η περαιτέρω εξέταση των σχέσεων αυτών με την βοήθεια των μοντέλων πολλαπλής παλινδρόμησης δεν μπόρεσε να εξάγει αξιόπιστα αποτελέσματα καθώς εμφανίστηκαν προβλήματα πολυσυγγραμμικότητας και ετεροσκεδαστικότητας. Ωστόσο, σύμφωνα με τα πρόσημα που παρουσίασαν, διαπιστώθηκε αντίθετη σχέση μεταξύ των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών με τους δύο δείκτες αποδοτικότητας αλλά και με τα καθαρά κέρδη. Ο αριθμός των γυναικών παρουσίασε θετική σχέση με τους δείκτες ROA και ROE ενώ το ποσοστό των γυναικών αρνητική.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σκοπός της παρούσας εργασίας ήταν να εξετάσει την σχέση της εταιρικής διακυβέρνησης και της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων τόσο σε θεωρητικό υπόβαθρο αλλά και μέσα από τα εμπειρικά ευρήματα της έρευνας.

Το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης αποτελεί την βάση για την ανάγκη ανάπτυξης πρακτικών και κωδικών εταιρικής διακυβέρνησης. Ο διαχωρισμός των μετόχων από την διαχειριστική διοίκηση των εταιρειών έχει εντείνει την ανάγκη για περισσότερη διαφάνεια, πληροφόρηση και έλεγχο σχετικά με τις ενέργειες των ανωτέρων στελεχών. Καθοριστικό ρόλο στο πρόβλημα της αντιπροσώπευσης έχει το Διοικητικό Συμβούλιο, το οποίο συνδέει τα ανώτερα στελέχη με τους μετόχους και αποτελεί έναν μηχανισμό ελέγχου των ενεργειών και των αποφάσεων που λαμβάνονται από τους μανάτζερ.

Πέρα από την εποπτεία και τον έλεγχο, το Διοικητικό Συμβούλιο είναι επιφορτισμένο και με άλλες σημαντικές λειτουργίες όπως η λήψη στρατηγικών αποφάσεων, η παροχή συμβουλών προς τα ανώτερα στελέχη και η σύνδεση της εταιρείας με το εξωτερικό περιβάλλον. Η σύνθεσή του είναι σημαντική καθώς επηρεάζει τις αποφάσεις που λαμβάνονται σχετικά με σημαντικά ζητήματα της εταιρείας και ταυτόχρονα καθορίζει την ικανότητα της διοίκησης να ασκεί έλεγχο επί των ανωτέρων μανάτζερ.

Διαχρονικά έχουν υπάρξει πολλές έρευνες για την διερεύνηση της επίδρασης της εταιρικής διακυβέρνησης στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων, οι οποίες εστιάζουν σε χαρακτηριστικά του Διοικητικού Συμβουλίου όπως το μέγεθος του, η ανεξαρτησία των μελών του, η ποικιλομορφία, ο διαχωρισμός του Διευθύνοντος Συμβούλου με τον Πρόεδρο, η θέσπιση Επιτροπών.

Στην παρούσα εργασία οι μεταβλητές που επιλέχθηκαν για τον προσδιορισμό της εταιρικής διακυβέρνησης και χρησιμοποιήθηκαν ως ανεξάρτητες, ήταν το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου, το πλήθος των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών καθώς και η γυναικεία εκπροσώπηση στα Διοικητικά Συμβούλια.

Το Διοικητικό Συμβούλιο πρέπει να αποτελείται από κατάλληλο αριθμό μελών έτσι ώστε να αποφεύγονται προβλήματα συντονισμού, επικοινωνίας και συγκρούσεων αλλά ταυτόχρονα να μπορούν να αναπτύσσονται και να συνδυάζονται ιδέες, απόψεις, πληροφορίες οι οποίες θα βοηθήσουν στην αποτελεσματικότερη λειτουργία της εταιρείας.

Η γυναικεία εκπροσώπηση αποτελεί μία από τις σημαντικότερες παραμέτρους της σύνθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου, ενώ γίνονται προσπάθειες από πολλές χώρες για

μεγαλύτερη εκπροσώπηση των γυναικών στα Διοικητικά Συμβούλια και γενικότερα σε θέσεις ευθύνης. Μέσω της ποικιλομορφίας προάγεται η ισότητα και οι αξίες και των δύο φύλων, καθώς επίσης αυξάνεται η καινοτομία και η δημιουργικότητα μέσα από την ανάπτυξη διαφορετικών απόψεων.

Η ανεξαρτησία των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου κρίνεται σημαντική για την αποτελεσματικότερη εποπτεία των ενεργειών των διευθυντικών στελεχών. Με την παρουσία ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών, εξασφαλίζονται ανεπηρέαστες προτάσεις και τοποθετήσεις καθώς επίσης διευρύνεται το οπτικό πεδίο της εταιρείας μέσω των δικτύων, της τεχνογνωσίας και της πείρας που διαθέτουν.

Χρησιμοποιώντας τα παραπάνω δεδομένα ως μεταβλητές αντιπροσώπευσης της εταιρικής διακυβέρνησης, στόχος της παρούσας εργασίας, ήταν η εξέταση της επίδρασης αυτών, στους δείκτες αποδοτικότητας ROA, ROE καθώς και τα καθαρά κέρδη των επιλεγμένων εταιρειών. Ως δείγμα της έρευνας επιλέχθηκαν οι 25 εταιρείες του δείκτη FTSE/XA Large Cap για τα έτη 2018 και 2019.

Στην αρχή πραγματοποιήθηκε περιγραφική στατιστική των μεταβλητών ενδιαφέροντος, έπειτα έγινε εξέταση των συσχετίσεων του Pearson μεταξύ των μεταβλητών και στην συνέχεια εφαρμόστηκαν μέθοδοι πολλαπλής παλινδρόμησης,

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, το μεγαλύτερο ποσοστό των εταιρειών είχε στο Διοικητικό Συμβούλιο πάνω από δέκα μέλη, ενώ το μέγεθός τους ήταν σύμφωνο με τις πρακτικές του ελληνικού κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης, ο οποίος ορίζει ότι ο προβλεπόμενος αριθμός των μελών θα πρέπει να είναι από 7 έως 15 μέλη.

Όσον αφορά την γυναικεία εκπροσώπηση, οι εταιρείες φαίνεται να μη έχουν εντάξει ακόμα το γυναικείο φύλο στα Διοικητικά Συμβούλια καθώς ο σύνηθες αριθμός των γυναικών που εμφανίστηκε σε αυτά, ήταν μία γυναίκα ενώ υπήρξαν περιπτώσεις εταιρειών που δεν είχαν καμία γυναίκα. Ως προς τα ανεξάρτητα μέλη ο συχνότερα εμφανιζόμενος αριθμός ήταν 3 μέλη και στην συνέχεια 5 μέλη.

Η εξέταση συσχετίσεων μεταξύ των ποσοτικών μεταβλητών έδειξε αρνητική συσχέτιση και στατιστικά σημαντική μεταξύ του πλήθους των ανεξάρτητων μελών στα Διοικητικά Συμβούλια και των δύο δεικτών ROA και ROE, ενώ η συσχέτιση των δεικτών με το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου και την γυναικεία εκπροσώπηση ήταν σχεδόν μηδενική και μη στατιστικά σημαντική. Τα αποτελέσματα της πολλαπλής παλινδρόμησης δεν εξήγαγαν αξιόπιστα συμπεράσματα καθώς εμφανίστηκαν προβλήματα πολυσυγγραμμικότητας και ετεροσκεδαστικότητας. Ωστόσο, σύμφωνα με τα πρόσημα των συντελεστών παρατηρήθηκε αντίθετη σχέση μεταξύ των ανεξάρτητων

μελών και των δεικτών ROA και ROE, όπως προέκυψε και από την εξέταση συσχέτισης του Pearson.

Σημαντικός περιορισμός της έρευνας αποτελεί το μικρό μέγεθος του δείγματος. Μελέτες με μεγαλύτερο δειγματικό εύρος μπορούν να αναδείξουν διαφορετικά αποτελέσματα, με καλύτερη προσαρμογή των δεδομένων στα μοντέλα πολλαπλής παλινδρόμησης. Επιπλέον, το δείγμα της έρευνας αποτέλεσαν διαφορετικές επιχειρήσεις σε διαφορετικούς κλάδους. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να μην καλύπτονται πιθανά προβλήματα ετερογένειας που μπορεί να εμφανίζουν οι επιχειρήσεις λόγω του ότι δραστηριοποιούνται σε διαφορετικούς τομείς. Επίσης τα έντονα προβλήματα πολυσυγγραμμικότητας και ετεροσκεδαστικότητας αποτελούν έναν παράγοντα προς διόρθωση.

Για περαιτέρω διερεύνηση του θέματος μελλοντικά προτείνεται η διεξαγωγή ερευνών χρησιμοποιώντας μεγαλύτερο δείγμα εταιρειών και για διαφορετικές χρονικές περιόδους. Επιπλέον, προτείνεται η εξέταση και άλλων παραμέτρων που αποτελούν πτυχές της εταιρικής διακυβέρνησης όπως, ο διαχωρισμός του Διευθύνοντος Συμβούλου με τον Πρόεδρο, η θέσπιση επιτροπών καθώς επίσης παράμετροι που αφορούν την ποικιλομορφία όπως η ηλικία των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, η εμπειρία, η εθνικότητα.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### **ΕΛΛΗΝΙΚΗ**

Αποστόλου, Α.Κ., 2015, *Ανάλυση Λογιστικών-Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων*,

Κάλλιπος, Διαθέσιμο από: <http://hdl.handle.net/11419/3760>

Δούκας, Π. (2002) *Εταιρική Διακυβέρνηση, Κεφαλαιαγορές, Χρηματιστήριο και Αξιολόγηση Επιχειρήσεων*, Αθήνα: Ι. Σιδέρης

Μέκος, Κ.Ζ. (2003) *Η Εταιρική Διακυβέρνηση όψεις του προβλήματος και πιθανές απαντήσεις*, Αντ. Σταμούλης

Ξανθάκης, Μ., Τσιπούρη, Λ., Σπανός, Λ., (2003) *Εταιρική Διακυβέρνηση Έννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης*, Αθήνα: Παπαζήση

Παλαιολόγος, Α., (2013) *Η Εταιρική Διακυβέρνηση & η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη στις Εισηγμένες Εταιρείες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών*, pp. 118-133, ΕΣΔΟ [http://mibes.teithessaly.gr/esdo\\_proceedings/proceedings/2013/Palaiologos.pdf](http://mibes.teithessaly.gr/esdo_proceedings/proceedings/2013/Palaiologos.pdf)

Τουρνά, Ε., 2015, *Χρηματοοικονομική Λογιστική* [ηλεκτρ. βιβλ.] Κάλλιπος, Διαθέσιμο από: <http://hdl.handle.net/11419/946>.

Τραυλός, Ν. (2011), «Εταιρική Διακυβέρνηση Πριν και Μετά την Κρίση», στο Α.Γ. Χαρδούβελης και Β. Γκόρτσος (Επιμ.) «Η Διεθνής Κρίση, Η Κρίση στην Ευρωζώνη και το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα», Συλλογικός Τόμος της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών, Αθήνα

### **ΔΙΕΘΝΗΣ**

Abrams, F. (1951), *Management responsibilities in a complex world*, Harvard Business Review, Vol. 29 No. 5, pp. 29-34.

Adams, R. and Ferreira, D., 2004. Gender Diversity in the Boardroom. *SSRN Electronic Journal*.

- Ahern, K. and Dittmar, A., 2012. The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation \*. *The Quarterly Journal of Economics*, 127(1), pp.137-197.
- Bermig, A. and Frick, B., 2010. Board Size, Board Composition, and Firm Performance: Empirical Evidence from Germany. *SSRN Electronic Journal*.
- Biermann, R. and Harsch, M., 2016. Resource Dependence Theory. *Palgrave Handbook of Inter-Organizational Relations in World Politics*, pp.135-155.
- Campbell, K. and Mínguez-Vera, A., 2007. Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 83(3), pp.435-451.
- Carter, David A., Betty J. Simkins, and W. Gary Simpson. 2003. "Corporate governance, board diversity and firm value." *The Financial Review* 38: 33-53.
- Charkham, J. & Simpson, A. (1999), "Fair Shares: The Future of Shareholder Power and Responsibility", Oxford University Press, New York.
- Cheffins, B., 2011. The History of Corporate Governance. *SSRN Electronic Journal*.
- Cox, T., (1994) *Cultural diversity in organizations: theory, research, & practice*, San Francisco: Calif.: Berrett-Koehler.
- Dehaene, A., De Vuyst, V. and Ooghe, H., 2001. Corporate Performance and Board Structure in Belgian Companies. *Long Range Planning*, 34(3), pp.383-398.
- DiTomasco, N., Post, C., Parks-Yancy, R., 2007, Workforce Diversity and Inequality: Power, Status and Numbers, *Annual Review of Sociology*.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64.
- Ferreira, Daniel. 2010. "Board diversity." In *Corporate governance: a synthesis of theory, research and practice*, edited by H. Kent Baker and Ronald Anderson, 225-242.
- Ferreira, D. and Kirchmaier, T., 2013. *Corporate boards in Europe: size, independence and gender diversity*. New York: Cambridge, pp.191-224.
- Guest, P., 2009. *The impact of board size on firm performance: evidence from the UK*. *The European Journal of Finance*, Vol. 15, No. 4, June 2009, 385–404.

Gillan, S., 2006. Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), pp.381-402.

Hazarika, A., (2017) *Walk the Talk: Women, Work, Equity, Effectiveness*, SAGE publications, Inc.

Klein, E., (2016) *Corporate governance Principles Practices and Challenges*, Hauppauge, New York: Nova Science Publishers, Inc.

Lau, D. C., J. K. Murnighan, 1998, Demographic Diversity and Faultlines: The Compositional Dynamics of Organizational Groups, *Academy of Management Review* 23, 325-340.

Lückerath-Rovers, M., 2011. Women on boards and firm performance. *Journal of Management & Governance*, 17(2), pp.491-509.

Macey, J., 2008. *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*. 1st ed. Princeton: Princeton University Press

Mallin, C., 2019. *Corporate governance*. 6th ed. United Kingdom: Oxford University Press.

Menyah, K. (2013). *Stewardship Theory*. *Encyclopedia of Corporate Social Responsibility*, 2322–2329. Doi:10.1007/978-3-642-28036-8\_107

Mihail, B. and Micu, C., 2021. The Influence of the Independent Non-Executive Board Members on the Financial Performance of the Companies Listed in the Bucharest Stock Exchange. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(10), p.462.

Milliken, Frances J., and Luis L. Martins. 1996. "Searching for Common Threads: understanding the multiple effects of diversity in organizational groups." *Academy of Management Review* 21: 402-433

Namoga, M., (2013). *Corporate Governance and Board Performance*. 1st ed. Cambridge Scholars Publishing.

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

- OECD (1999). *OECD Principles on Corporate Governance*, May.
- Pfeffer, J. (1978). Size and Composition of Corporate Board of Directors: The Organization and its Environment. *Administrative Science Quarterly*, 17(1), 29-218.
- Randoy, T., Thomsen, S., Oxelheim, L., 2006, A Nordic perspective on corporate board diversity, Nordic Innovation Centre
- Rose, C., 2007. Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), pp.404-413.
- Shleifer, A. & Vishny, R. (1997), "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52, 737-784.
- Smallman, C., 2004. Exploring theoretical paradigms in corporate governance. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 1(1), p.78.
- Treichler, C.M., 1995, Diversity of Board Members and Organizational Performance: An Integrative Perspective, *Corporate Governance: An international Review*, 3(4), 189–200.
- Wan Yusoff, W., 2012. Insight of Corporate Governance Theories. *Journal of Business & Management*, 1(1), pp.52-63.
- Weisbach, M. and Hermalin, B., 2000. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *SSRN Electronic Journal*.
- Williamson, O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: The Free Press.
- Wells, H. (2010). "The Birth of Corporate Governance." *Seattle University Law Review*, 33: 1247-92.
- Zhang, L., (2020). An Institutional Approach to Gender Diversity and Firm Performance. *Organization Science*, 31(2), pp.439-457.

## ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ ΣΤΟ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ

ΕΣΕΔ (2013) Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης. Sev.org.gr. n.d.[online] Available at: [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) [Accessed 1 April 2022].

Νόμος 3016/2002 - ΦΕΚ 110/Α/17-5-2002 (Κωδικοποιημένος). [online] Available at: <https://www.e-nomothesia.gr/kat-astynomikos-astynomia/misthologika-oikonomika-tekhnika/n-3016-2002.html> [Accessed 15 April 2022].

Νόμος 4706/2020 - ΦΕΚ 136/Α/17-7-2020 (Κωδικοποιημένος). [online] Available at: <https://www.e-nomothesia.gr/kat-epikheireseis/nomos-4706-2020-phek-136a-17-7-2020.html> [Accessed 15 April 2022].

OECD Principles of Corporate Governance (1999). [online] Available at: [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) [Accessed 1 April 2022].



## Παράρτημα 1 – Εταιρείες που εξετάστηκαν

A/A	Όνομα εταιρείας
1	ALPHA ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΚΑΙ ΣΥΜ/ΧΩΝ ΑΕ
2	COCA COLA HBC AG (ΕΕΕ)
3	EUROBANK ERGASIAS ΑΕ
4	JUMBO ΑΕΕ
5	LAMDA DEVELOPMENT ΑΕ
6	ΟΤΕ Α.Ε.
7	QUEST ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.
8	TITAN CEMENT INTERNATIONAL SA
9	VIOHALCO SA/NY
10	ΑΔΜΗΕ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.
11	ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ ΑΕ
12	ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ Α.Ε.
13	ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΒΕΕ
14	ΔΕΗ ΑΕ
15	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
16	ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ Α.Ε.
17	ΕΛΛΑΚΤΩΡ ΑΕ
18	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΑΕ
19	ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΥΔΡΕΥΣΕΩΣ ΑΕ -ΕΥΔΑΠ
20	ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ ΕΛΛΑΣ ΑΕ
21	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε.
22	ΟΛΠ ΑΕ
23	ΟΠΑΠ ΑΕ
24	ΠΕΙΡΑΙΩΣ FINANCIAL HOLDINGS ΑΕ
25	ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΑΒΕΤΕ