



**ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ Π.Μ.Σ. «ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ -
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ**



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Εταιρική Διακυβέρνηση και απόδοση των εισηγμένων ελληνικών
Εταιρειών**

ΧΑΛΚΙΑ ΧΑΡΟΥΛΑ

Επιβλέπων: Αναπληρωτής Καθηγητής Φάσσας Αθανάσιος

ΒΟΛΟΣ

2022

Υπεύθυνη δήλωση

Βεβαιώνω ότι είμαι συγγραφέας αυτής της διπλωματικής εργασίας και ότι κάθε βοήθεια την οποία είχα για την προετοιμασία της, είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται στη διπλωματική εργασία. Επίσης έχω αναφέρει τις όποιες πηγές από τις οποίες έκανα χρήση δεδομένων, ιδεών ή λέξεων, είτε αυτές αναφέρονται ακριβώς είτε παραφρασμένες. Επίσης βεβαιώνω ότι αυτή η πτυχιακή εργασία προετοιμάστηκε από εμένα προσωπικά ειδικά για τις απαιτήσεις του Διατμηματικού Προγράμματος μεταπτυχιακών σπουδών στην «Λογιστική και Ελεγκτική» Τμήματα Οικονομικών Επιστημών και Χρηματοοικονομικής και Λογιστικής, Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας, Βόλος 2022

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η χρήση των τεχνικών της Εταιρικής Διακυβέρνησης αυξάνεται συνεχώς από εταιρείες σε εγχώριο και διεθνές επίπεδο. Σκοπό της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η θέσπιση νόμων και κανόνων με τους οποίους θα επιτευχθεί καλύτερη οργάνωση των εταιρειών και αύξηση της αποδοτικότητάς τους. Η ανάγκη για Εταιρική Διακυβέρνηση έγινε πιο αισθητή έπειτα από την εμφάνιση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης η οποία ανέδειξε το θέμα της ανεπαρκούς Εταιρικής Διακυβέρνησης στις ελληνικές εταιρείες κυρίως σε θέματα που αφορούν τη διαχείριση κινδύνων και την επαρκή εποπτεία από το Διοικητικό Συμβούλιο. Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η διερεύνηση της σχέσης μεταξύ της εφαρμογής του πλαισίου της Εταιρικής Διακυβέρνησης και της αποδοτικότητας των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών για τα έτη 2017-2018. Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν πώς δεν υπάρχει άμεση συσχέτιση μεταξύ της Εταιρικής Διακυβέρνησης και της αποδοτικότητας των εταιρειών.

Λέξεις κλειδιά: Εταιρική Διακυβέρνηση, Αποδοτικότητα Επιχειρήσεων, Σύνθεση Διοικητικού Συμβουλίου

ABSTRACT

The use of Corporate Governance techniques is constantly increasing by companies domestically and internationally. The purpose of Corporate Governance is to enact laws and rules that will achieve better companies' organization and increase their efficiency. The need for Corporate Governance became more pronounced after the emergence of the international financial crisis which highlighted the issue of inadequate Corporate Governance in Greek companies mainly in matters relating to risk management and adequate supervision by the Board of Directors. The purpose of this study is to examine the relationship between the implementation of the Corporate Governance framework and the efficiency of Greek listed companies for the years 2017-2018. The results of the research show that there is no direct correlation between Corporate Governance and the efficiency of companies.

Keywords: Corporate Governance, Business Efficiency, Composition of the Board of Directors

Περιεχόμενα

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	1
ABSTRACT	4
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ^ο – Θεωρητική προσέγγιση Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	9
1.1 Ορισμός Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	9
1.2 Ιστορική αναδρομή	10
1.3. Η αναγκαιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	11
1.4 Βασικά σημεία της Εταιρικής Διακυβέρνησης	15
1.5 Βασικές αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης	17
1.6 Βασικές θεωρίες της Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	19
1.6.1 Η Θεωρία της αντιπροσώπευσης.....	19
1.6.2 Η Θεωρία του Κόστους Συναλλαγών.....	21
1.6.3 Η Θεωρία των Ενδιαφερόμενων μερών (stakeholders).....	22
1.6.4 Η θεωρία της επιτροπείας - επιμελητείας.....	22
1.6.5 Η θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης	23
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ^ο – Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα.....	24
2.1 Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα.....	24
2.2 Η εξέλιξη της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα	28
2.3 Το νομικό πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	29
2.4 Αποκάλυψη και διαφάνεια	31
2.5 Νέος Νόμος 4706/2020	32
2.6 Εθελοντικοί κωδικοί εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα	33
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ^ο - Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης	37
3.1 Ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα.....	37
3.2 Το Διοικητικό Συμβούλιο.....	38
3.2.1 Ρόλος και αρμοδιότητες Διοικητικού Συμβουλίου	38
3.2.2 Μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου.....	40
3.2.3 Σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου.....	40
3.2.4 Διαδοχή του Διοικητικού Συμβουλίου	42
3.3 Λειτουργία του Διοικητικού Συμβουλίου	43
3.3.1 Ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου.....	43
3.3.2 Ο Εταιρικός Γραμματέας	43
3.3.3 Αξιολόγηση του Διοικητικού Συμβουλίου/ Διευθύνοντος Συμβούλου	44
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ^ο - Μεθοδολογία.....	46
4.1 Μεθοδολογία.....	46

4.2 Περιγραφή μεταβλητών	46
4.2.1 Ανεξάρτητες μεταβλητές	46
4.2.2 Εξαρτημένη μεταβλητή	49
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο – Ανάλυση δεδομένων	50
5.1 Συσχέτιση.....	50
5.2 Περιγραφικά Στατιστικά.....	51
5.3 Ανάλυση διακύμανσης κατά ένα παράγοντα (ANOVA).....	54
5.3.1 Επίδραση του Μεγέθους του Διοικητικού Συμβουλίου.....	54
5.3.2 Επίδραση των ανεξάρτητων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.....	55
5.3.3 Επίδραση του διττού ρόλου Προέδρου και Διευθύνοντα Συμβούλου	56
5.3.4 Επίδραση της παρουσίας γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο.....	58
5.3.5 Επίδραση του μεγέθους της εταιρείας.....	59
5.4 Υπόδειγμα γραμμικής παλινδρόμησης.....	60
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	64
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	67

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η εταιρική διακυβέρνηση είναι το σύστημα κανόνων, πρακτικών και διαδικασιών μέσω των οποίων κατευθύνεται και ελέγχεται μια επιχείρηση. Μέσα από την εταιρική διακυβέρνηση παρέχεται το πλαίσιο για την επίτευξη των στόχων μίας εταιρείας και δημιουργούνται κανόνες για κάθε τομέα διαχείρισης. Η εταιρική διακυβέρνηση είναι πολύ σημαντική για τους επενδυτές καθώς δείχνει την κατεύθυνση και την ακεραιότητα της εταιρείας αλλά μπορεί να είναι εξίσου σημαντική για την λειτουργία και την αποδοτικότητά της.

Η εταιρική διακυβέρνηση διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στις σημερινές επιδόσεις των επιχειρήσεων. γιατί μπορεί να αποτρέψει εταιρικά σκάνδαλα και παρανομίες που μπορεί να κοστίσουν στις εταιρείες την ευθύνη και την προσέλκυση κεφαλαίων (Lipman, 2015). Η συμβολή της στη σωστή διαχείριση μιας επιτυχημένης εταιρείας έχει συζητηθεί εδώ και καιρό (Bhagat, 2008). Δεδομένου ότι οι πολιτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι ευρέως αποδεκτές για την ενίσχυση της οικονομικής και μη χρηματοοικονομικής θέσης μιας επιχείρησης, θεωρήθηκε αρκετά ενδιαφέρον να εξεταστεί εάν τέτοιες πρακτικές έχουν σημαντικό αντίκτυπο στην απόδοση των σύγχρονων ελληνικών επιχειρήσεων.

Η εταιρική διακυβέρνηση εμφανίστηκε ως θέμα στην Ελλάδα στα μέσα της δεκαετίας του 1990 και από τότε το πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα εξελίχθηκε με τέτοιο τρόπο ώστε να αναζητά μια νέα εποχή, μια εποχή που χρειάζεται μεταμόρφωση παρωχημένων πρακτικών και αντικατάστασή τους με διεθνείς βέλτιστες πρακτικές. Ο τελευταίος νόμος Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα είναι ο Νόμος ν.4706/2020 ο οποίος περιλαμβάνει τις αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ορισμένες διατάξεις του ν.4548/2018 για τις ανώνυμες εταιρείες, αρχές και βέλτιστες πρακτικές που αποτελούν τον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Σε διεθνές επίπεδο, πολλαπλές μελέτες (Simon, 2001) (Bauer R., 2004) (Bebchuk, 2009) εξετάζουν τη συσχέτιση διαφορετικών παραγόντων που αφορούν την εταιρική διακυβέρνηση. Πολλές από αυτές τις μελέτες δείχνουν θετική συσχέτιση μεταξύ σημαντικών χαρακτηριστικών εταιρικής διακυβέρνησης, ενώ άλλες βρίσκουν αρνητική συσχέτιση μεταξύ άλλων. Προκειμένου να διερευνηθεί η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης και η συνολική εφαρμογή της στις ελληνικές επιχειρήσεις, πραγματοποιείται έρευνα. Ο στόχος είναι να εξεταστεί εάν η εφαρμογή των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης, όπως είναι το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου, η παρουσία γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο, η αναλογία

ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο σύνολο των μελών του ΔΣ κ.ά επηρεάζουν την απόδοση των εταιρειών.

Για το σκοπό της έρευνας, συλλέχθηκε ένα δείγμα από 23 ελληνικές εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών προκειμένου να εξεταστεί η συσχέτιση της απόδοσης των εταιρειών με τους κανόνες της εταιρικής διακυβέρνησης που ακολουθούν. Χρησιμοποιώντας ως εξαρτημένη μεταβλητή των δείκτη αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων, ROE, και μία σειρά από ανεξάρτητες μεταβλητές όπως είναι το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου, ο αριθμός των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών, ο διττός ρόλος του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου, η παρουσία γυναικών στο Συμβούλιο και το μέγεθος της εταιρείας, γίνεται ο έλεγχος επίδρασης των ανεξάρτητων μεταβλητών στην αποδοτικότητα των εταιρειών. Για την ανάλυση χρησιμοποιήθηκε η ανάλυση διακύμανσης ως προς ένα παράγοντα, ANOVA, και η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων (γραμμική παλινδρόμηση).

Στο 1^ο Κεφάλαιο, αναλύεται ο ορισμός της εταιρικής διακυβέρνησης, γίνεται μία ιστορική αναδρομή και περιγράφονται τα βασικά της σημεία, αρχές και θεωρίες. Στο 2^ο Κεφάλαιο, γίνεται μία σύντομη περιγραφή της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα, της εξέλιξής της τα τελευταία χρόνια καθώς και του νομικού πλαισίου που ισχύει. Στο 3^ο Κεφάλαιο, αναλύεται ο Κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα και δίνονται τα βασικά στοιχεία του νέου Νόμου ν.4706/2020 που περιλαμβάνει ένα σύνολο από υποχρεωτικές διατάξεις, ειδικές πρακτικές και συστάσεις για τις ελληνικές εταιρείες. Στο 4^ο Κεφάλαιο, περιγράφεται η ανάλυση που θα γίνει στη συνέχεια της εργασίας, οι μεταβλητές που θα χρησιμοποιηθούν καθώς και οι μέθοδοι ανάλυσης που θα πραγματοποιηθούν. Τέλος, στο 5^ο Κεφάλαιο, γίνεται η παρουσίαση των αποτελεσμάτων της έρευνας και η εργασία ολοκληρώνεται με την εξαγωγή συμπερασμάτων και αναφορά κατευθύνσεων για μελλοντικές έρευνες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο – Θεωρητική προσέγγιση Εταιρικής Διακυβέρνησης

1.1 Ορισμός Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η εταιρική διακυβέρνηση είναι το σύστημα κανόνων, πρακτικών και διαδικασιών μέσω των οποίων κατευθύνεται και ελέγχεται μια επιχείρηση (Spanos, 2005). Η εταιρική διακυβέρνηση περιλαμβάνει ουσιαστικά την εξισορρόπηση των συμφερόντων πολλών ενδιαφερόμενων μερών μιας εταιρείας, όπως μετόχων, ανώτερων στελεχών διοίκησης, πελατών, προμηθευτών, χρηματοδοτών, της κυβέρνησης και της κοινότητας. Δεδομένου ότι η εταιρική διακυβέρνηση παρέχει επίσης το πλαίσιο για την επίτευξη των στόχων μιας εταιρείας, περιλαμβάνει σχεδόν κάθε τομέα διαχείρισης, από σχέδια δράσης και εσωτερικούς ελέγχους έως μέτρηση απόδοσης και κοινοποίηση εταιρειών.

Η διακυβέρνηση αναφέρεται συγκεκριμένα στο σύνολο κανόνων, ελέγχων, πολιτικών και ψηφισμάτων που έχουν θεσπιστεί για να υπαγορεύουν την εταιρική συμπεριφορά. Οι πληρεξούσιοι σύμβουλοι και οι μέτοχοι είναι σημαντικά ενδιαφερόμενα μέρη που επηρεάζουν έμμεσα τη διακυβέρνηση, αλλά αυτά δεν είναι παραδείγματα της ίδιας της διακυβέρνησης. Το διοικητικό συμβούλιο είναι ζωτικής σημασίας για τη διακυβέρνηση και μπορεί να έχει σημαντικές επιπτώσεις στην αποτίμηση των ιδίων κεφαλαίων.

Η εταιρική διακυβέρνηση μιας εταιρείας είναι σημαντική για τους επενδυτές αφού δείχνει την κατεύθυνση και την ακεραιότητα της επιχείρησης. Η καλή εταιρική διακυβέρνηση βοηθά τις εταιρείες να χτίσουν εμπιστοσύνη με τους επενδυτές και την κοινότητα. Ως αποτέλεσμα, η εταιρική διακυβέρνηση βοηθά στην προώθηση της οικονομικής βιωσιμότητας δημιουργώντας μια μακροπρόθεσμη επενδυτική ευκαιρία για τους συμμετέχοντες στην αγορά.

Η επικοινωνία της εταιρικής διακυβέρνησης μιας επιχείρησης αποτελεί βασικό συστατικό των σχέσεων με την κοινότητα και τους επενδυτές (La Porta, 2000). Οι περισσότερες εταιρείες προσπαθούν να έχουν υψηλό επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης. Για πολλούς μετόχους, δεν αρκεί μια εταιρεία να είναι απλώς κερδοφόρα. Πρέπει επίσης να επιδειξεί καλή εταιρική υπηκοότητα μέσω περιβαλλοντικής συνείδησης, ηθικής συμπεριφοράς και ορθών πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης. Η καλή εταιρική διακυβέρνηση δημιουργεί ένα διαφανές σύνολο κανόνων και ελέγχων στους οποίους οι μέτοχοι, οι διευθυντές και οι υπάλληλοι έχουν ευθυγραμμίσει τα κίνητρα.

Σύμφωνα με τις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ (2015), ως εταιρική διακυβέρνηση νοείται : *«το σύστημα σχέσεων που εγκαθιδρύεται μεταξύ της Διοίκησης της*

εταιρείας, των μετόχων, των εργαζομένων και κάθε άλλου ενδιαφερόμενου μέρους και αποσκοπεί στη δημιουργία, βιωσιμότητα και ανάπτυξη δυνατών και ανταγωνιστικών επιχειρήσεων». Ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτελεί ένα σύνολο αρχών το οποίο εισάγει διατάξεις αυτορρύθμισης: δεν περιορίζεται στην εφαρμογή των υποχρεωτικών νομοθετικών διατάξεων, αλλά βασίζεται στην οικειοθελή αποδοχή και εφαρμογή των κανόνων που καταγράφονται ως ειδικές πρακτικές. Βάσει των διατάξεων αυτών ασκείται, παρακολουθείται και ελέγχεται η διοίκηση, επιτελούνται οι εταιρικές λειτουργίες, διαμορφώνονται οι σχέσεις με τους μετόχους και τα ενδιαφερόμενα μέρη (μετόχους, προμηθευτές, πελάτες, δημόσια διοίκηση κλπ) που διασυνδέονται με την εταιρεία, διευκολύνεται η επίτευξη των στόχων που έχουν τεθεί και εντοπίζονται και τίθενται υπό διαχείριση υφιστάμενοι ή ενδεχόμενοι κίνδυνοι (Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης, 2021).

1.2 Ιστορική αναδρομή

Η γέννηση της εταιρικής διακυβέρνησης ξεκίνησε το 1932 με τη δημοσίευση του Adolf A. Berle και του Gardiner Means «The Modern Corporation and Private Property», ένα έργο που περιγράφει τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και του ελέγχου στη σύγχρονη εταιρία και τα προβλήματα που δημιουργεί αυτός ο χωρισμός.

Παρ'όλα αυτά, η εταιρική διακυβέρνηση υπήρχε πριν οι Berle and Means θέσουν το ερώτημα "Τι εννοούμε με τον όρο εταιρική διακυβέρνηση;" Με τη μία ή την άλλη μορφή, η εταιρική διακυβέρνηση υπήρξε από πολύ παλιότερα. Στο "The Wealth of Nations" ο Adam Smith αναγνώρισε το διαφορετικό ενδιαφέρον μεταξύ διευθυντών και ιδιοκτητών και έγραψε ότι "το να είσαι διαχειριστής των χρημάτων των άλλων και όχι των δικών τους", δεν θα προστατεύσει ποτέ αυτά τα χρήματα με την "ίδια αγωνιώδη εγρήγορση με την οποία συχνά υπερασπίζονται τα δικά τους (Smith, 1776).

Η ανάπτυξη των γιγάντιων σύνθετων βιομηχανιών, ξεκινώντας από τους σιδηροδρόμους και η αύξηση της ιδιοκτησίας μετοχών στα μέσα του 1920 υποδηλώνει ότι ο διαχωρισμός ιδιοκτησίας και ελέγχου εμφανίζεται ως πρόβλημα που θα λυθεί μέσω της εταιρικής διακυβέρνησης για την προστασία των μετόχων.

Ο όρος «εταιρική διακυβέρνηση» προέρχεται από μια αναλογία μεταξύ της κυβέρνησης πόλεων, εθνών ή κρατών και της διακυβέρνησης εταιρειών. Τα πρώιμα εγχειρίδια εταιρικής

χρηματοδότησης έβλεπαν την «αντιπροσωπευτική κυβέρνηση» ως ένα σημαντικό πλεονέκτημα της εταιρείας έναντι των εταιρικών σχέσεων, αλλά υπήρξε και εξακολουθεί να υπάρχει μικρή συμφωνία σχετικά με το πόσο πραγματικά αντιπροσωπευτική είναι η εταιρική διακυβέρνηση ή ποιον θα έπρεπε να εκπροσωπεί.

1.3. Η αναγκαιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί ένα πολύ σημαντικό θέμα τις τελευταίες δεκαετίες. Οι κυριότεροι λόγοι που οδήγησαν στην αναγκαιότητα της διεθνώς είναι:

i. το παγκόσμιο κύμα ιδιωτικοποιήσεων των τελευταίων δεκαετιών

Η ιδιωτικοποίηση ήταν ένα σημαντικό φαινόμενο στη Λατινική Αμερική, τη Δυτική Ευρώπη, την Ασία και (προφανώς) το πρώην σοβιετικό μπλοκ, αλλά όχι στις ΗΠΑ όπου η κρατική ιδιοκτησία των επιχειρήσεων ήταν πάντα πολύ μικρή.

Αναπόφευκτα, το κύμα ιδιωτικοποιήσεων έθεσε το ζήτημα του τρόπου ιδιοκτησίας και ελέγχου των νέων ιδιωτικοποιημένων εταιρειών. Σε ορισμένες χώρες, κυρίως στο Ηνωμένο Βασίλειο, μέρος της ατζέντας πίσω από το μαζικό πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων ήταν η προσπάθεια αναδημιουργίας μιας μορφής «δημοκρατίας των μετόχων» (Biais & Perotti, 2002). Σε άλλες χώρες δόθηκε μεγάλη προσοχή στη διασφάλιση της μεταβίβασης του ελέγχου στους μεγάλους μετόχους. Τα ζητήματα που σχετίζονται με την επιλογή της μεθόδου ιδιωτικοποίησης αναζωπύρωσαν το ενδιαφέρον για θέματα διακυβέρνησης. Πράγματι, διαπιστώνεται ότι ο νέος ρόλος του κράτους ως δημόσιου μετόχου σε ιδιωτικοποιημένες εταιρείες αποτέλεσε σημαντική πηγή ώθησης για αλλαγές στις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης παγκοσμίως. Σε γενικές γραμμές, οι ιδιωτικοποιήσεις έχουν ενισχύσει το ρόλο των χρηματιστηριακών αγορών καθώς οι περισσότερες πωλήσεις του ΟΟΣΑ έχουν πραγματοποιηθεί μέσω δημόσιων προσφορών και αυτό έχει επίσης εστιάσει την προσοχή στην προστασία των μικρών μετόχων.

ii. μεταρρύθμιση του συνταξιοδοτικού ταμείου και αύξηση των ιδιωτικών αποταμιεύσεων

Η αύξηση των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων καθορισμένων εισφορών διοχέτευσε ένα αυξανόμενο κλάσμα των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών μέσω αμοιβαίων και συνταξιοδοτικών ταμείων και έχει δημιουργήσει μια κατηγορία επενδυτών που είναι αρκετά

μεγάλη και ισχυρή ώστε να μπορεί να επηρεάσει την εταιρική διακυβέρνηση (Becht, Bolton & Roell, 2003).

iii. το κύμα εξαγοράς της δεκαετίας του 1980

Το εχθρικό κύμα εξαγοράς στις ΗΠΑ τη δεκαετία του 1980 και στην Ευρώπη τη δεκαετία του 1990, μαζί με το πρόσφατο κύμα συγχωνεύσεων, τροφοδότησε επίσης τη δημόσια συζήτηση για την εταιρική διακυβέρνηση. Ορισμένα παραδείγματα αποτελούν η εχθρική διασυννοριακή εξαγορά της Mannesmann από τη Vodafone το 2000 αλλά και οι πιο πρόσφατες εχθρικές εξαγορές στην Ιταλία (Olivetti για Telecom Italia, Generali για INA) και στη Γαλλία. Οι εξαγορές αυτές που αφύπνισαν τον εταιρικό κόσμο της Ευρώπης, δεν ήρθαν αντιμέτωπες με τις εκάστοτε πολιτικές διοικήσεις της κάθε χώρας και το αποτέλεσμα ήταν η δημιουργία νέων ιδιωτικοποιημένων γιγαντιαίων εταιρειών. Αυτές οι υποθέσεις υψηλού κύρους έχουν μεταφέρει τις ρυθμίσεις εξαγοράς εσωτερικών και διασυννοριακών συμφωνιών στην Ευρωπαϊκή Ένωση στην κορυφή της πολιτικής ατζέντας.

iv. απορρύθμιση και ενοποίηση των κεφαλαιαγορών

Οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης έχουν προωθηθεί εν μέρει ως ένας τρόπος προστασίας και ενθάρρυνσης των ξένων επενδύσεων στην Ανατολική Ευρώπη, την Ασία και σε άλλες αναδυόμενες αγορές. Η μεγαλύτερη ολοκλήρωση των παγκόσμιων κεφαλαιαγορών (ιδίως στην Ευρωπαϊκή Ένωση μετά την εισαγωγή του Ευρώ) και η αύξηση των ιδίων κεφαλαίων καθ' όλη τη δεκαετία του 1990 αποτέλεσαν επίσης σημαντικό παράγοντα για την αναζωπύρωση του ενδιαφέροντος για θέματα εταιρικής διακυβέρνησης. Οι ολοένα και ταχύτερα αναπτυσσόμενες εταιρείες στην Ευρώπη αντλούν κεφάλαια από διαφορετικές πηγές διασταυρώνοντας την εισαγωγή τους σε πολλαπλά χρηματιστήρια (Pagano, Roell και Zechner, 2002).

v. η κρίση της Ανατολικής Ασίας του 1998, η οποία έβαλε τα φώτα της δημοσιότητας στην εταιρική διακυβέρνηση στις αναδυόμενες αγορές

Η κρίση στην Ανατολική Ασία ανέδειξε την ελαφρά προστασία των επενδυτών στις αναδυόμενες αγορές και έβαλε στο επίκεντρο τις αδύναμες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης σε αυτές τις αγορές. Η κρίση οδήγησε επίσης σε επανεκτίμηση του ασιατικού μοντέλου βιομηχανικής οργάνωσης και χρηματοδότησης γύρω από εξαιρετικά συγκεντρωτικούς και ιεραρχικούς βιομηχανικούς ομίλους που ελέγχονται από τη διοίκηση και τους μεγάλους επενδυτές. Έγινε μια παρόμοια επανεκτίμηση της ιδιωτικοποίησης της

εσωτερικής μάζας και της ταυτόχρονης αδύναμης προστασίας των μικρών επενδυτών στη Ρωσία και άλλες μεταβατικές οικονομίες. Η κρίση οδήγησε τους υπεύθυνους χάραξης διεθνούς πολιτικής στο συμπέρασμα ότι η μακροδιαχείριση δεν επαρκεί για την πρόληψη κρίσεων και τη μετάδοσή τους σε μια ολοκληρωμένη παγκόσμια οικονομία.

Έτσι, στη Νότια Κορέα, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο επέβαλε λεπτομερείς διαρθρωτικούς όρους που υπερβαίνουν κατά πολύ τη συνήθη πολιτική του Ταμείου. Δεν είναι τυχαίο ότι η μεταρρύθμιση της εταιρικής διακυβέρνησης στη Ρωσία, την Ασία και τη Βραζιλία αποτέλεσε κορυφαία προτεραιότητα για τον ΟΟΣΑ, την Παγκόσμια Τράπεζα και τους θεσμικούς επενδυτές (Becht, Bolton & Roell, 2003).

vi. μια σειρά πρόσφατων σκανδάλων στις ΗΠΑ και εταιρικών αποτυχιών που συσσωρεύτηκαν αλλά δεν εμφανίστηκαν κατά τη διάρκεια της αγοράς ταύρων στα τέλη της δεκαετίας του 1990.

Μια σειρά σκανδάλων και εταιρικών αποτυχιών εμφανίζεται στις Ηνωμένες Πολιτείες, μια αγορά όπου οι άλλοι παράγοντες που τονίσαμε, έπαιξαν λιγότερο σημαντικό ρόλο. Πολλές από αυτές τις περιπτώσεις αφορούν λογιστικές παρατυπίες που επέτρεψαν στις επιχειρήσεις να υπερεκτιμήσουν σημαντικά τα κέρδη τους. Τέτοια σκάνδαλα εμφανίζονται συχνά κατά τη διάρκεια της οικονομικής ύφεσης: όπως παρατήρησε κάποτε ο Τζον Κένεθ Γκάλμπρεϊθ, «*οι ύφεσεις πιάνουν αυτό που χάνουν οι ελεγκτές*»

Στο πλαίσιο μιας παγκοσμιοποιημένης οικονομίας, ο εσωτερικός έλεγχος έχει καθιερωθεί ως βασικό εργαλείο για την ακριβή διαχείριση των χρηματοοικονομικών πόρων κάθε επιχείρησης. Ταυτόχρονα, η εταιρική διακυβέρνηση έχει ληφθεί σε μεγάλο βαθμό υπόψιν, τόσο στην πράξη όσο και στην ακαδημαϊκή έρευνα, μεταξύ διεθνών οργανισμών, ρυθμιστών αγορών, επαγγελματιών επιχειρήσεων και ακαδημαϊκών (Keasey et al, 1999).

Η εταιρική διακυβέρνηση έχει γίνει αντικείμενο συζήτησης μεταξύ ακαδημαϊκών και ανώτερων στελεχών λόγω της κρισιμότητάς της στον καθορισμό της συγκριτικής θέσης των επιχειρηματικών μονάδων στην παγκόσμια ιεραρχία και της σημασίας της στη διαδικασία της οικονομικής ανάπτυξης.

Ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης-ΟΟΣΑ ορίζει την εταιρική διακυβέρνηση ως το σύστημα με το οποίο οι εταιρείες παρακολουθούνται και παρακολουθούνται. Το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης καθορίζει τη δομή των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων μεταξύ διαφορετικών επιχειρήσεων σε μια εταιρεία όπως

το διοικητικό συμβούλιο, ανώτερα στελέχη, μέτοχοι και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη. Η εταιρική διακυβέρνηση είναι ένας τρόπος προσέγγισης και επίλυσης του βασικού προβλήματος του προβλήματος του κύριου πράκτορα, όπως η επιλογή των πιο αρμόδιων διευθυντών της εταιρείας και, ειδικότερα, το πώς θα είναι αξιόπιστοι και υπόλογοι στους επενδυτές μετοχών της. Καθώς οι μέτοχοι και οι διευθυντές της εταιρείας μπορεί να έχουν διαφορετικά και αλληλοεπηρεαζόμενα συμφέροντα, το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να διασφαλίσει ότι τα συμφέροντα αυτά ευθυγραμμίζονται όσο το δυνατόν περισσότερο, προκειμένου να επιτευχθεί το υψηλότερο επίπεδο αποδοτικότητας και κερδοφορίας.

Το ενδιαφέρον για την εταιρική διακυβέρνηση είναι καθολικό. Στις ανεπτυγμένες χώρες, η αποτελεσματική προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων μειοψηφίας και η ενίσχυση της αποτελεσματικότητας των διοικητικών συμβουλίων στον ρόλο της παρακολούθησης των αποφάσεων της εκτελεστικής διοίκησης είναι κρίσιμες διαδικασίες. Η εταιρική διακυβέρνηση είναι επίσης μια σημαντική πρόκληση για τον αναπτυσσόμενο κόσμο, ειδικά για οικονομίες που είχαν προηγουμένως κεντρικό σχεδιασμό. Δεδομένου ότι οι ιδιωτικοποιήσεις είναι ο κύριος μοχλός της διαδικασίας απελευθέρωσής τους, έχει μεγάλη σημασία οι αλλαγές στις εταιρείες να εξασφαλίσουν τη δημιουργία μιας υγιούς μετοχικής βάσης και να προωθήσουν πρακτικές διακυβέρνησης που προσελκύουν μακροπρόθεσμα επενδυτικά κεφάλαια.

1.4 Βασικά σημεία της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Σε στρατηγικό επίπεδο, η αποτελεσματική διαχείριση κινδύνου με απώτερο στόχο τη βέλτιστη εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να επιτευχθεί με την εφαρμογή ενός μοντέλου στον οργανισμό, βασισμένο σε πέντε στοιχεία: την κουλτούρα, την ηγεσία, τη συνεργασία, τα συστήματα και τη δομή (Drew, 2006).

i. Κουλτούρα

Όλες οι αξίες, οι κατευθυντήριες πεποιθήσεις, οι αντιλήψεις και οι τρόποι σκέψης που υιοθετούν τα μέλη μιας επιχείρησης είναι η κουλτούρα της και αντιπροσωπεύουν τους ανεξέλεγκτους κανόνες του οργανισμού (Daft, 2001). Σε ορισμένες περιπτώσεις μπορεί να παρατηρηθούν φαινόμενα όπως ανήθικη συμπεριφορά, έντονος εσωτερικός ανταγωνισμός ή έλλειψη εμπιστοσύνης, τα οποία αποδυναμώνουν τη δύναμη της εταιρικής κουλτούρας και έτσι επεκτείνουν την αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση. Όταν προκύπτουν τέτοιες καταστάσεις, η διοίκηση πρέπει να λάβει μέτρα για την εξάλειψη των σχετικών φαινομένων.

Ενδεικτικά μπορεί:

- να οργανώσει σεμινάρια εταιρικής κουλτούρας
- να εισάγει νέα σημεία ελέγχου, όπου παρατηρούνται αποκλίσεις από τις διαδικασίες

ii. Ηγεσία

Η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση επηρεάζεται άμεσα από την ηγεσία του οργανισμού. Η διοίκηση μπορεί να βελτιώσει τον τύπο της ηγεσίας με τους ακόλουθους τρόπους:

- ορισμός της ηθικής συμπεριφοράς από τους εργαζόμενους
- εκπαίδευση και ενημέρωση για την επαγγελματική ηθική
- αναγνώριση και επιβράβευση των εργαζομένων που συμπεριφέρονται σύμφωνα με τις ηθικές αρχές της εταιρείας

iii. Συνεργασία

Η συνεργασία σε έναν οργανισμό σε όλα τα επίπεδα δεν είναι πάντα απλή υπόθεση. Η διαχείριση κινδύνων, ο εσωτερικός και εξωτερικός έλεγχος και οι λειτουργίες συμμόρφωσης με τις κανονιστικές ρυθμίσεις δεν είναι πάντα συντονισμένες έτσι ώστε να μην έχουμε τα επιθυμητά αποτελέσματα. Υπάρχουν προβλήματα συντονισμού, τα οποία οφείλονται πολλές

φορές στους διαφορετικούς στόχους κάθε λειτουργίας (Grant, 2009). Η διοίκηση πρέπει να προσπαθήσει να έχει εσωτερική συνεργασία των τμημάτων, να καθορίσει με σαφήνεια τις ευθύνες κάθε εργαζομένου και να αποφύγει τη σύγκρουση συμφερόντων και τις επικαλύψεις ευθυνών. Γενικά, η επίτευξη των στόχων της εταιρείας θα πρέπει να υποστηρίζεται από κατάλληλες διαδικασίες καθορισμού στρατηγικής και οργανωτικές και δομικές αλλαγές σύμφωνα με τις ανάγκες και το κανονιστικό πλαίσιο της εταιρείας

iv. Συστήματα

Οι λειτουργίες του οργανισμού πρέπει να υποστηρίζονται από τα κατάλληλα συστήματα, τα οποία θα προσαρμόζονται στις ανάγκες του. Η αξιολόγηση του συστήματος σε τακτά χρονικά διαστήματα είναι απαραίτητη για να διασφαλιστεί ότι ανταποκρίνονται επαρκώς στο ρόλο τους. Τα συστήματα μπορούν να υποστηρίξουν τη λήψη αποφάσεων τόσο σε στρατηγικό όσο και σε επιχειρησιακό επίπεδο, όπως οι πωλήσεις, η αλυσίδα εφοδιασμού και η εξυπηρέτηση πελατών (Elbashir, 2008). Αν και επιτυγχάνεται πιο αποτελεσματική εφαρμογή των διαδικασιών με τη χρήση συστημάτων, για να διασφαλιστεί η αξιοπιστία των πληροφοριών, είναι απαραίτητο να υπάρχουν διαδικασίες ελέγχου που διασφαλίζουν την ασφάλεια και την αξιοπιστία της ροής δεδομένων (Huang, 2010).

v. Δομή

Η οργανωτική δομή του οργανισμού είναι ένα από τα βασικά στοιχεία που συμβάλλουν στην αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση. Είναι απαραίτητο οι οργανωτικές μονάδες να μπορούν να συνεργάζονται αρμονικά και να διασφαλίζουν την επικοινωνία και τη ροή πληροφοριών μεταξύ τους. Σε περιπτώσεις σημαντικών αλλαγών στο εσωτερικό ή εξωτερικό περιβάλλον, η δομή του οργανισμού πρέπει να αναθεωρηθεί και να σχεδιαστεί εκ νέου για να επιτευχθούν οι στόχοι του οργανισμού πιο αποτελεσματικά. Η οργανωτική αλλαγή γενικά περιλαμβάνει ανθρώπινους πόρους, λειτουργίες, τεχνολογικά ζητήματα ή τη σχέση μεταξύ τους. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι είναι ιδιαίτερα σημαντικό για τη διοίκηση να ανταποκριθεί άμεσα στις οικονομικές, πολιτικές, κοινωνικές ή άλλες προκλήσεις που απαιτούν αλλαγές στη δομή προκειμένου να προσαρμοστεί άμεσα στις συνθήκες του ανταγωνισμού (Jones, 2006). Απώτερος στόχος είναι η καλή λειτουργία της εταιρείας, η διαφάνεια στην οικονομική αναφορά και η μακροπρόθεσμη κερδοφορία (Windsor, 2009).

1.5 Βασικές αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Οι αρχές του ΟΟΣΑ για την εταιρική διακυβέρνηση, που υιοθετήθηκαν αρχικά από τις 30 χώρες μέλη του ΟΟΣΑ το 1999, έχουν γίνει εργαλείο αναφοράς για χώρες σε όλο τον κόσμο. Μετά από μια εκτεταμένη διαδικασία αναθεώρησης που οδήγησε στην υιοθέτηση αναθεωρημένων Αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ την άνοιξη του 2004, αντικατοπτρίζουν τώρα μια παγκόσμια συναίνεση σχετικά με την κρίσιμη σημασία της καλής εταιρικής διακυβέρνησης στη συμβολή στην οικονομική ζωτικότητα και σταθερότητα των οικονομιών. Η καλή εταιρική διακυβέρνηση - οι κανόνες και οι πρακτικές που διέπουν τη σχέση μεταξύ των διευθυντών και των μετόχων των εταιρειών, καθώς και των ενδιαφερομένων όπως οι εργαζόμενοι και οι πιστωτές - συμβάλλει στην ανάπτυξη και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, υποστηρίζοντας την εμπιστοσύνη της αγοράς, την ακεραιότητα της χρηματοπιστωτικής αγοράς και την οικονομική αποδοτικότητα. Τα πρόσφατα εταιρικά σκάνδαλα έχουν εστιάσει περαιτέρω το μυαλό των κυβερνήσεων, των ρυθμιστικών αρχών, των εταιρειών, των επενδυτών και του ευρύτερου κοινού στις αδυναμίες των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης και στην ανάγκη αντιμετώπισης αυτού του ζητήματος.

Οι αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ παρέχουν συγκεκριμένη καθοδήγηση για τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής, τις ρυθμιστικές αρχές και τους συμμετέχοντες στην αγορά για τη βελτίωση του νομικού, θεσμικού και κανονιστικού πλαισίου που στηρίζει την εταιρική διακυβέρνηση, με έμφαση στις δημόσιες εταιρείες. Παρέχουν επίσης πρακτικές οδηγίες και προτάσεις για χρηματιστήρια, επενδυτές, εταιρείες και άλλα μέρη που έχουν ρόλο στη διαδικασία ανάπτυξης καλής εταιρικής διακυβέρνησης (ΟΟΣΑ, 2004). Έχουν εγκριθεί ως ένα από τα δώδεκα βασικά πρότυπα του Φόρουμ Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας που είναι απαραίτητα για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Οι αρχές του ΟΟΣΑ, έχουν γίνει το διεθνές σημείο αναφοράς για την εταιρική διακυβέρνηση, αποτελώντας τη βάση για μια σειρά μεταρρυθμιστικών πρωτοβουλιών, τόσο από τις κυβερνήσεις όσο και από τον ιδιωτικό τομέα. Ο ΟΟΣΑ ξεκίνησε την αναθεώρηση των Αρχών το 2003 για να λάβει υπόψη τις πρόσφατες εξελίξεις μέσω μιας διαδικασίας εκτεταμένων και ανοιχτών διαβουλεύσεων. Οι νέες αρχές συμφωνήθηκαν από τις κυβερνήσεις του ΟΟΣΑ τον Απρίλιο του 2004. Η αναθεώρηση των αρχών αντικατοπτρίζει όχι μόνο την εμπειρία των χωρών του ΟΟΣΑ αλλά και των αναδυόμενων και αναπτυσσόμενων οικονομιών, συμπεριλαμβανομένων εκείνων που συμμετέχουν στον πολιτικό διάλογο των Στρογγυλών Τραπέζων Περιφερειακής Εταιρικής Διακυβέρνησης ΟΟΣΑ (Regional Corporate Governance

Roundtables) σε συνεργασία με τον Όμιλο της Παγκόσμιας Τράπεζας (World Bank Group). Οι διαβουλεύσεις με τρίτους εταίρους πραγματοποιήθηκαν αρχικά μέσω συναντήσεων Στρογγυλών Τραπεζών που πραγματοποιήθηκαν στην Ασία, την Ευρασία, τη Λατινική Αμερική, τη Ρωσία και τη Νοτιοανατολική Ευρώπη. Τα μαθήματα και τα συμπεράσματα που προέκυψαν από αυτήν την εργασία συνοψίστηκαν στη δημοσίευση, "Εμπειρίες από την περιφερειακή στρογγυλή τράπεζα εταιρικής διακυβέρνησης", (ΟΟΣΑ, 2003).

Οι αρχές καλύπτουν έξι βασικούς τομείς της εταιρικής διακυβέρνησης εξασφαλίζοντας τη βάση για ένα αποτελεσματικό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης:

- τα δικαιώματα των μετόχων
- η δίκαιη μεταχείριση των μετόχων
- ο ρόλος των ενδιαφερομένων στην εταιρική διακυβέρνηση
- αποκάλυψη και διαφάνεια και
- τις ευθύνες του διοικητικού συμβουλίου

Οι επεξηγηματικοί σχολιασμοί για κάθε τομέα υποδεικνύουν επίσης το εύρος των μέτρων πολιτικής που αποδείχθηκαν χρήσιμα για την επίτευξή τους. Το κλειδί για την επιτυχία των Αρχών είναι ότι βασίζονται σε αρχές και δεν είναι δεσμευτικές, ώστε να διατηρούν τη συνάφειά τους σε διαφορετικά νομικά, οικονομικά και κοινωνικά πλαίσια, συμπεριλαμβανομένων εκείνων των χαρακτηριστικών των χωρών εκτός ΟΟΣΑ.

I. Εξασφάλιση της βάσης για ένα αποτελεσματικό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης

Το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να προωθεί διαφανείς και αποτελεσματικές αγορές, να είναι συνεπές με το κράτος δικαίου και να διατυπώνει με σαφήνεια τον καταμερισμό των αρμοδιοτήτων μεταξύ διαφόρων εποπτικών, ρυθμιστικών και εκτελεστικών αρχών.

II. Τα δικαιώματα των μετόχων και οι βασικές λειτουργίες ιδιοκτησίας

Το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να προστατεύει και να διευκολύνει την άσκηση των δικαιωμάτων των μετόχων.

III. Η δίκαιη μεταχείριση των μετόχων

Το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να διασφαλίζει την ίση μεταχείριση όλων των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων των μετόχων μειοψηφίας και αλλοδαπής. Όλοι οι μέτοχοι θα

πρέπει να έχουν την ευκαιρία να λάβουν αποτελεσματική αποζημίωση για παραβίαση των δικαιωμάτων τους.

IV. Ο ρόλος των ενδιαφερομένων μερών στην εταιρική διακυβέρνηση

Το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να αναγνωρίζει τα δικαιώματα των ενδιαφερομένων μερών που θεσπίζονται με νόμο ή μέσω αμοιβαίων συμφωνιών και να ενθαρρύνει την ενεργό συνεργασία μεταξύ εταιρειών και ενδιαφερομένων μερών για τη δημιουργία πλούτου, θέσεων εργασίας και τη βιωσιμότητα οικονομικά υγιών επιχειρήσεων.

V. Αποκάλυψη και διαφάνεια

Το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να διασφαλίζει ότι γίνεται έγκαιρη και ακριβής γνωστοποίηση για όλα τα ουσιώδη ζητήματα που αφορούν την εταιρεία, συμπεριλαμβανομένης της οικονομικής κατάστασης, των επιδόσεων, της ιδιοκτησίας και της διακυβέρνησης της εταιρείας.

VI. Οι ευθύνες του διοικητικού συμβουλίου

Το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να διασφαλίζει τη στρατηγική καθοδήγηση της εταιρείας, την αποτελεσματική παρακολούθηση της διαχείρισης από το διοικητικό συμβούλιο και τη λογοδοσία του διοικητικού συμβουλίου προς την εταιρεία και τους μετόχους.

1.6 Βασικές θεωρίες της Εταιρικής Διακυβέρνησης

1.6.1 Η Θεωρία της αντιπροσώπευσης

Η θεωρία της αντιπροσώπευσης καθιερώθηκε από το έργο του Adam Smith (1776) και αργότερα, στη σύγχρονη εποχή, από το έργο του Berle (1932). Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης, οι εταιρείες μπορούν να θεωρηθούν ως ένα σύνολο συμβάσεων μεταξύ των ιδιοκτητών των κεφαλαίων τους.

Η θεωρία αναφέρεται στη σχέση μεταξύ δύο μερών, αφενός του εντολέα και αφετέρου του πράκτορα. Συγκεκριμένα, η θεωρία αντιπροσώπευσης προσδιορίζει τη σχέση όπου η αρχή αποδίδει συγκεκριμένο έργο και συγκεκριμένες εξουσίες, στο πλαίσιο της δράσης μιας οντότητας, στον πράκτορα.

Η ανάθεση εργασίας σε τρίτο μέρος από τον εντολέα στον αντιπρόσωπο έχει κάποια πιθανά μειονεκτήματα (προβλήματα εντολοδόχου) που δεν μπορούν να αγνοηθούν. Πιο

συγκεκριμένα, ο αντιπρόσωπος μπορεί να μην ενεργεί επιδιώκοντας, ή ενεργώντας, για το καλύτερο συμφέρον του εντολέα. Αυτό μπορεί να εκφραστεί είτε στο πλαίσιο της θεωρίας αντιπροσώπευσης από την κατάχρηση εξουσίας από τον αντιπρόσωπο για την επίτευξη χρηματικών ή άλλων επιμέρους στόχων, είτε με την απόκλιση των απόψεων που μπορεί να υπάρχουν μεταξύ του εντολέα και του αντιπροσώπου για την εκτίμηση κινδύνου. Υπάρχει περίπτωση ο πράκτορας να πιστεύει ότι θα έπρεπε ή δεν έπρεπε να εκτεθεί σε ορισμένους κινδύνους επειδή τους θεωρεί κατάλληλους ή ακατάλληλους αντίστοιχα (ηθικός κίνδυνος), σε αντίθεση με την άποψη του εντολέα. Ένα βασικό πρόβλημα που εντοπίζεται στη σχέση μεταξύ εντολέα και αντιπροσώπου είναι οι ασύμμετρες πληροφορίες. Οι ασύμμετρες πληροφορίες είναι αποτέλεσμα των διαφορετικών επιπέδων πρόσβασης που έχει κάθε άτομο στην επιχείρηση και των πληροφοριών που παράγει με κίνδυνο δυσμενούς επιλογής. Όταν προκύπτουν συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ διοίκησης και μετόχων, τότε το κόστος της αντιπροσωπείας αυξάνεται. Το κόστος αντιπροσωπείας είναι ένα είδος εσωτερικού κόστους και περιλαμβάνει κάθε δαπάνη που σχετίζεται με τη διαχείριση και την επίλυση προτεραιοτήτων στη σχέση της διοίκησης και των μετόχων (Fourtounidou, 2018).

Ο πρωταρχικός σκοπός της θεωρίας αντιπροσώπευσης είναι να διατηρήσει και να ενισχύσει την αξία της μετοχής και να προστατεύσει τους μετόχους, και ως εκ τούτου η εταιρική δομή είναι σχεδιασμένη να εξυπηρετεί αυτόν τον σκοπό. Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας είναι η γέφυρα μεταξύ των συμφερόντων των ιδιοκτητών και των εκπροσώπων της εταιρείας. Συνήθως στη δομή και την καθημερινή πρακτική μιας επιχείρησης, ο εντολέας είναι ο μέτοχος και ο πράκτορας είναι η διοίκηση της εταιρείας.

Όσον αφορά τον διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου, η αυξανόμενη δραστηριότητα των εταιρειών στις διεθνείς αγορές και η επέκταση του μεγέθους τους μέσω συγχωνεύσεων, εξαγορών και δημιουργίας θυγατρικών εταιρειών οδήγησαν σταδιακά στο διαχωρισμό της ιδιοκτησίας από τη διοίκησή τους. Αυτό ήταν άμεση συνέπεια της εκβιομηχάνισης των χωρών, της παγκοσμιοποίησης των αγορών και της αύξησης του μεγέθους των επιχειρήσεων. Ο διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και διαχείρισης εταιρειών πραγματοποιήθηκε με βάση διάφορους παράγοντες όπως η αποτυχία παρακολούθησης και ελέγχου των εταιρειών των οποίων τα κέντρα διαχείρισης απέχουν πολύ σε σχέση με τα άλλα καθώς και η έλλειψη ειδικευμένων δεξιοτήτων και γνώσεων. Είναι σαφές από τα παραπάνω ότι η ανάπτυξη των εταιρειών, τόσο στη δομή όσο και στο μέγεθος, οδήγησε στον διαχωρισμό ιδιοκτησίας και διοίκησης και επέβαλε την ανάθεση των ευθυνών ιδιοκτησίας επιχείρησης σε εξειδικευμένους επαγγελματίες.

Αυτός ο διαχωρισμός έχει προκαλέσει κάποια προβλήματα όπως αναφέρθηκαν παραπάνω και δημιούργησε ασύμμετρες πληροφορίες. Οι διευθυντές εταιρειών των οποίων το κεφάλαιο αποτελείται από μετοχές, είναι διαχειριστές χρημάτων τρίτων και όχι δικό τους, οπότε δεν μπορούν να το ελέγξουν και να το διαχειριστούν με την ίδια αγωνιώδη επαγρύπνηση όπως θα έκαναν αν ήταν δικό τους.

Το κύριο στοιχείο του προβλήματος του πράκτορα είναι η θεωρία των «ατελών συμβάσεων» την οποία παρουσίασε για πρώτη φορά ο Coase (1937). Σε συνθήκες πλήρους και συμμετρικής πληροφόρησης και με τέλεια λειτουργία των κεφαλαιαγορών, θα μπορούσε να συναφθεί σύμβαση μεταξύ του εντολέα και του αντιπροσώπου όπου οι υποχρεώσεις και τα δικαιώματα κάθε συμβαλλόμενου μέρους θα καθορίζονταν με ακρίβεια, για μελλοντικές πιθανές καταστάσεις. Αλλά αυτό είναι αδύνατο επειδή δεν μπορούν να προβλεφθούν και να περιγραφούν μελλοντικές καταστάσεις, έτσι ώστε να είναι αδύνατο να συναφθούν "τέλειες συμβάσεις".

Η εφαρμογή ενός αποτελεσματικού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης που γεφυρώνει τις ασύμμετρες πληροφορίες μεταξύ των μερών μειώνει άμεσα το κόστος εκπροσώπησης και λειτουργεί ως ασπίδα ευθυγράμμισης των συμφερόντων μεταξύ του κύριου εκπροσώπου δημιουργώντας τις προϋποθέσεις για την υπεράσπιση του γενικού εταιρικού και κοινωνικού συμφέροντος.

1.6.2 Η Θεωρία του Κόστους Συναλλαγών

Η έννοια του κόστους συναλλαγής αναπτύχθηκε από τον Williamson (1981). Σε αντίθεση με την άποψη της αντιπροσώπευσης που θεωρεί την επιχείρηση ως ένα σύνολο συμβάσεων, θεωρεί την επιχείρηση ως δομή και αναφέρεται στο κόστος που απαιτείται για την παροχή ορισμένου αγαθού ή υπηρεσίας μέσω της αγοράς αντί να παρέχεται από την ίδια την επιχείρηση ή, γενικότερα, στο κόστος που πραγματοποιείται για τη διεξαγωγή μιας οικονομικής συναλλαγής.

Η θεωρία του κόστους συναλλαγής προϋποθέτει ότι οι επιχειρήσεις προσπαθούν να ελαχιστοποιήσουν το κόστος ανταλλαγής πόρων με το εξωτερικό τους περιβάλλον και από την άλλη προσπαθούν να μειώσουν το γραφειοκρατικό κόστος εντός της επιχείρησης. Όταν το εξωτερικό κόστος συναλλαγών είναι υψηλότερο από το εσωτερικό γραφειοκρατικό κόστος της εταιρείας, η επιχείρηση θα αναπτυχθεί επειδή θα είναι σε θέση να ασκεί τις δραστηριότητές

της σε χαμηλότερες τιμές ως προς το αν ήταν στην αγορά. Από την άλλη πλευρά, εάν το γραφειοκρατικό κόστος συντονισμού της επιχείρησης είναι υψηλότερο από το εσωτερικό κόστος του εμπορίου, η εταιρεία θα συρρικνωθεί. Σύμφωνα με τον Coase (1937) κάθε εταιρεία θα επεκταθεί εάν οι δραστηριότητες της εταιρείας μπορούν να γίνουν φθηνότερες εντός της εταιρείας.

1.6.3 Η Θεωρία των Ενδιαφερόμενων μερών (stakeholders)

Η θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών αφορά τα ήθη και τις αξίες στη διαχείριση ενός οργανισμού. Αναφέρθηκε παραπάνω ότι η διατήρηση και η ενίσχυση της αξίας των μετόχων αποτελεί βασική προτεραιότητα της θεωρίας αντιπροσώπευσης. Η θεωρία των ενδιαφερομένων μερών υποδηλώνει, ότι για να επιτύχει μια επιχείρηση και να είναι βιώσιμη θα πρέπει να διατηρεί το ενδιαφέρον τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό περιβάλλον της εταιρείας όπως για παράδειγμα τους πελάτες, προμηθευτές, υπαλλήλους, μετόχους, κοινότητες, κυβέρνηση κ.ά. (Fourtounidou, 2018)

Ο Edward Freeman υπήρξε από τους σημαντικότερους που συνείσφεραν στη θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών. Όταν δημοσίευσε για πρώτη φορά το βιβλίο του " Strategic Management: A stakeholder approach (1984)" αύξησε την ευαισθητοποίηση για τις σχέσεις της εταιρείας και έθεσε τα θεμέλια για αυτό που ονομάζουμε τώρα θεωρία ενδιαφερόμενων μερών. Ο Freeman σημειώνει ότι «ένας οργανισμός πρέπει να έχει υπόψη του όχι μόνο τους μετόχους αλλά και εκείνους που εργάζονται για τον οργανισμό, ο οποίος ζει κοντά στα εργοστάσιά του και που συναλλάσσονται μαζί του, ακόμη και τους ανταγωνιστές του» (Freeman, 1984).

Το κύριο πρόβλημα που εντοπίστηκε είναι η δυσκολία καθορισμού των τρόπων με τους οποίους τα συμφέροντα όλων των ενδιαφερομένων μερών θα ικανοποιηθούν ταυτόχρονα.

1.6.4 Η θεωρία της επιτροπείας - επιμελητείας

Αναπτύχθηκε για πρώτη φορά από τους Donaldson και Davis (1994) και σε αντίθεση με τις προαναφερθείσες θεωρίες, δεν λαμβάνει υπόψη καμία εγωιστική συμπεριφορά για την ικανοποίηση των ατομικών συμφερόντων τόσο από τους ιδιοκτήτες όσο και από τους διευθυντές μιας επιχείρησης, αλλά οι διευθυντές είναι επιτυχημένοι στην ικανοποίηση και την επίτευξη των μη -οικονομικών σκοπών, όπως η ικανοποίηση της αίσθησης του καθήκοντος, η

καλή φήμη, η καλή πίστη, η αίσθηση της εργασιακής ικανοποίησης και η υιοθέτηση αλτρουιστικής συμπεριφοράς (Donaldson, 1994). Αυτό οδήγησε τους διευθυντές να κάνουν καλά τη δουλειά τους, να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη των εργασιών και να επιτύχουν μια ικανοποιητική απόδοση για τους μετόχους. Φυσικά, δεν λειτουργούν για το δικό τους όφελος, αλλά επειδή αισθάνονται ένα ισχυρό καθήκον και ένα έντονο καθήκον απέναντι στην επιχείρηση και θεωρούν τον εαυτό τους ως μέλος μιας επιχείρησης στο σύνολό της, αντί να νομίζουν ότι είναι μεμονωμένα άτομα έτσι ώστε να ενεργούν για το ατομικό συμφέρον. Σύμφωνα με τον Dulewicz, (2004), η θεωρία διαχείρισης υπονοεί ότι δεν υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ εκπροσώπων και ιδιοκτητών και για να είναι ένας οργανισμός επιτυχής, απαιτείται μια δομή όπου ο συντονισμός μπορεί να είναι πιο οικονομικά αποδοτικός. Σύμφωνα με τους Donaldson και Davis (1994) οι διευθυντές είναι καλοί διευθυντές εταιρειών και εργάζονται επιμελώς για να επιτύχουν υψηλά επίπεδα εταιρικών κερδών και αποδόσεων στους μετόχους.

1.6.5 Η θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης

Η θεωρία της διευθυντικής ηγεμονίας υποστηρίζει ότι ακόμη και αν οι μέτοχοι κατέχουν και ελέγχουν εταιρείες, δεν τις ελέγχουν πλέον αποτελεσματικά. Η θεωρία της διευθυντικής ηγεμονίας που αναπτύχθηκε αρχικά κατά την περίοδο 1970-1990 (κυρίως από τον Mace κατά τη δεκαετία του 1970 και στη συνέχεια από τον Vance και από τους Lorsch και MacIver κατά τη δεκαετία του 1980), αναφέρεται στην αποδυνάμωση των μεθόδων και των δομών της εποπτείας, του ελέγχου και γενικότερα της οργάνωσης των επιχειρήσεων όσον αφορά τις αποφάσεις και τη δράση της εκτελεστικής διοίκησης, και με αυτόν τον τρόπο οι κυρίαρχες μονάδες εξουσίας είναι τα στελέχη της εταιρείας (Hendry, 2004).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο – Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα

2.1 Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα

Από τη δεκαετία του 1990, το πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα εξελίχθηκε με τέτοιο τρόπο ώστε να αναζητά μια νέα εποχή, μια εποχή που χρειάζεται μεταμόρφωση παρωχημένων πρακτικών και αντικατάστασή τους με διεθνείς βέλτιστες πρακτικές. Ωστόσο, το ερώτημα που πρέπει να απαντηθεί είναι εάν αυτές οι προσπάθειες επανασχεδιασμού συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης εφαρμόζονται τελικά στην Ελλάδα (Neratzidis & Filos, 2014).

Η εταιρική διακυβέρνηση εμφανίστηκε ως θέμα στην Ελλάδα στα μέσα της δεκαετίας του 1990 μέσω της πρωτοβουλίας του Χρηματιστηρίου Αθηνών το 1998 για συζήτηση και κοινή μελέτη του θέματος με την Systems Development and Support Capital Inc. Ωστόσο, η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης εισήχθη στην Ελλάδα τον Απρίλιο του 1999, όταν ο ΟΟΣΑ δημοσίευσε τις Αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης στα μέλη τους. Ταυτόχρονα με τη δημοσίευση του κώδικα του ΟΟΣΑ, η Επιτροπή Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα (CCG) συνέταξε ένα White Paper με τίτλο «Αρχές για την εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα-συστάσεις για τον ανταγωνιστικό της μετασχηματισμό» (επίσης γνωστή ως Blue Book) στο πλαίσιο συντονισμού της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία διαμορφώθηκε στενά στις αρχές του ΟΟΣΑ. Αξίζει να αναφερθεί ότι ο ελληνικός κώδικας περιείχε 44 συστάσεις που καταρτίστηκαν σε επτά κύριες κατηγορίες. Επιπλέον, η Ελληνική Ομοσπονδία Επιχειρήσεων (SEV) (τον Αύγουστο 2001) ανέπτυξε έναν περιορισμένο αριθμό ευρέων αρχών εταιρικής διακυβέρνησης στις «Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης», όπου η συμμόρφωση με αυτές ήταν εθελοντική (Neratzidis & Filos, 2014).

Ωστόσο, τα επόμενα χρόνια, πέρα από τους εθελοντικούς κώδικες, οι υιοθετήσεις του πρώτου ψηφίσματος του νόμου 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση για εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αθηνών και η ψήφιση του νόμου 3429/2005 για εισηγμένες και μη εισηγμένες επιχειρήσεις, προβαίνουν σε γενναία και ειλικρινής εξέλιξη του πλαισίου στην Ελλάδα. Σε συνεργασία με τους τελευταίους νόμους 3873/2010 και 3884/2010, επιτεύχθηκε βελτίωση της διαφάνειας και της παραγωγικότητας γενικότερα για όλες τις επιχειρήσεις.

Τέλος, αλλά εξίσου σημαντικό, τα πρόσφατα κίνητρα δύο νέων εθελοντικών κωδικών (τον Δεκέμβριο του 2010) από τον SEV και την Ελληνική Ένωση Επενδυτών & Διαδικτύου (SED) καταδεικνύουν πραγματικά την προσπάθεια που καταβάλλει το ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον για την ανάδειξη της εταιρικής διακυβέρνησης ως εργαλείου για την εκ νέου

ώθηση της ελληνικής οικονομίας. Ωστόσο, αυτό που πρέπει να αναφερθεί είναι ότι η εξέλιξη της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα επηρεάστηκε και, βασικά, εναρμονίστηκε με αυτήν της ΕΕ μέσω οδηγιών της ΕΕ που αποτέλεσαν τελικά νομοθεσία του ελληνικού κράτους.

Οι ελληνικές επιχειρήσεις ελέγχονται κυρίως από την οικογένεια ή ελέγχονται από μια ομάδα μετόχων. Οι ελεύθερα αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις είναι σχετικά μικρές σε ποσοστό (20-50 %) και η ικανότητα επίτευξης ελέγχου μέσω της κεφαλαιαγοράς είναι περιορισμένη. Τα μέλη της οικογένειας ή η ομάδα ελέγχου, συμμετέχουν ενεργά στη διαχείριση και συνήθως δεν υπάρχει διάκριση μεταξύ διαχείρισης και ιδιοκτησίας. Το Διοικητικό Συμβούλιο μπορεί να χαρακτηριστεί ως ένα επίπεδο. Οι διευθυντές που δεν είναι μέλη της οικογένειας ή η ομάδα ελέγχου είναι στενά συνδεδεμένοι με αυτές τις ομάδες και οι αποφάσεις τους υπόκεινται στον έλεγχο και την παρακολούθησή τους. Οι θεσμικοί επενδυτές, αν και είναι καταλύτες για την υιοθέτηση μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης, δεν έχουν συμμετάσχει ενεργά στη διαχείριση ή στον έλεγχο και την παρακολούθηση των αποφάσεων και των ενεργειών της ομάδας ελέγχου.

Ο Μερτζάνης (2005) (προτού θεσπιστεί ο νέος νόμος για την CG στην Ελλάδα) σημείωσε:

«Το επικρατέστερο πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα δεν είναι απλώς πολύ ξεπερασμένο, αλλά μπορεί να προκαλέσει πιθανά προβλήματα, λόγω της ανεπαρκούς διαφάνειας και της λογοδοσίας, όσον αφορά την παροχή οικονομικά αποδοτικής χρηματοδότησης που απαιτείται για την αύξηση των επενδύσεων και την αύξηση της εθνικής ανταγωνιστικότητας.»

Ο Spanos (2005) υποστηρίζει ότι:

«Η πλειοψηφία των μεσαίων και μικρών εταιρειών κεφαλαιοποίησης (οικογενειακών) έχουν υιοθετήσει τις ελάχιστες υποχρεωτικές απαιτήσεις και στερούνται περαιτέρω αποτελεσματικών μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης. Καθώς ο ανταγωνισμός για κεφάλαια αυξάνεται, οι εισηγμένες εταιρείες πρέπει να συνειδητοποιήσουν ότι η σωστή εταιρική διακυβέρνηση είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την προσέλκυση διεθνών κεφαλαίων. Επιπλέον, η εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να αντιμετωπίσει μία από τις σημαντικότερες προκλήσεις που αντιμετωπίζουν οι οικογενειακές επιχειρήσεις: τη διαδοχή της διοίκησης.»

Η ανάγκη για μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης προσδιορίζεται από όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά ως υποκατάστατο της εμπιστοσύνης (ως στοιχείο σύνδεσης και επίλυσης προβλημάτων) μεταξύ των κύριων μετόχων ή μελών της οικογένειας, αλλά δεν μπορούν να συμφωνήσουν σχετικά με τους μηχανισμούς/διαδικασίες. Επίσης, υπάρχουν

ισχυρές αντιστασιακές δυνάμεις, κυρίως μεγάλοι μέτοχοι/μέλη της οικογένειας που δεν είναι διατεθειμένοι να μεταβιβάσουν εξουσία και πληροφορίες σε «μη αξιόπιστους» κατόχους μετοχών ή επαγγελματίες εκτελεστικούς διευθυντές. Ως αποτέλεσμα, τα διοικητικά όργανα δεν λειτουργούν σύμφωνα με το καταστατικό ή τους νόμους και τις διαδικασίες που παρέχουν, αλλά σύμφωνα με την κοινή βούληση των μελών της οικογένειας.

Το Διοικητικό Συμβούλιο λειτουργεί ως παθητικό σώμα στην εταιρεία, όπου ακολουθεί τις αποφάσεις της διοίκησης. Τα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου ενεργούν ως πράκτορες των μετόχων, αλλά, στην πραγματικότητα, δεν εποπτεύουν αποτελεσματικά τους διευθυντές (Schulze et al., 2003). Αυτό ισχύει για την πλειοψηφία των (οικογενειακών ή μη) δημόσιων εταιρειών στην Ελλάδα, όπου προκύπτει σημαντικό κόστος ως αποτέλεσμα της μεροληψίας υπέρ των οικογενειακών συμφερόντων έναντι των συμφερόντων της εταιρείας (όπως οι μη οικογενειακοί μέτοχοι), λόγω της πίστης προς την οικογένεια (Schulze et al., 2003). Παρά το γεγονός πώς στις οικογενειακές επιχειρήσεις μπορεί να ενθαρρύνεται η πίστη, η δέσμευση ως προς την οικογένεια και η σταθερότητα καθώς η επιτυχία της επιχείρησης καθορίζει το εισόδημα ολόκληρης της οικογένειας, υπάρχει και μία σειρά από σοβαρά προβλήματα τα οποία μπορεί να οδηγήσουν τόσο τους γονείς όσο και τα παιδιά μέσα σε μία οικογενειακή επιχείρηση να αναλάβουν ενέργειες που μπορούν να απειλήσουν την ευημερία της οικογένειας και της επιχείρησης.

Σύμφωνα με τους Schulze et al (2003), αν και η θεωρία της αντιπροσώπευσης υποστηρίζει πώς η διαχείριση μίας επιχείρησης από τα μέλη μίας οικογένειας προωθεί την επικοινωνία και τη συνεργασία εντός της εταιρείας και προστατεύει από τον ομορτουτισμό καθώς αποφεύγεται η στενή παρακολούθηση της διαχείρισης, ωστόσο τα στοιχεία σχετικά με τις οικογενειακές επιχειρήσεις έρχονται σε αντίθεση με αυτό το συμπέρασμα. Υπάρχει ο κίνδυνος κάθε μέλος της οικογένειας που απασχολείται στην οικογενειακή εταιρεία να ενεργεί με την πεποίθηση ότι έχει υπολειπόμενη αξίωση στην περιουσία της οικογένειας. Οι οικογενειακές εταιρείες «μαστιζονται» από συγκρούσεις που κοστίζουν πολλά στους ιδρυτές και τις περισσότερες φορές πρέπει να προσφερθούν κίνητρα αμοιβής στα μέλη της οικογένειας που εργάζονται. Το πρόβλημα αυτό επιδεινώνεται όταν τα προνόμια της ιδιοκτησίας θέτουν τον έλεγχο των πόρων της εταιρείας στη διακριτή ευχέρεια του Διευθύνοντος Συμβούλου δίνοντας το δικαίωμα να δίνει στα μέλη της οικογένειας παροχές που δεν θα λάμβαναν αν απασχολούνταν αλλού. Έτσι, αυξάνεται το κόστος παρακολούθησης εργασίας των μελών της οικογένειας επειδή η πρόσληψή τους και η αμοιβή τους καθορίζεται από την θέση τους στην οικογένεια και όχι απαραίτητα από τα προσόντα τους. Επιπλέον, μειώνεται η ικανότητα του Διευθύνοντος

Συμβούλου να παρακολουθεί αποτελεσματικά και να πειθαρχεί τους εργαζόμενους συγγενείς του καθώς οποιαδήποτε επίπληξη μπορεί να έχει αρνητικές συνέπειες και στην εταιρεία και στην οικογένεια.

Παρόλο που οι κανόνες επιβάλλουν συγκεκριμένες απαιτήσεις σχετικά με την ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου, είναι δύσκολο στην πράξη να προσδιοριστεί εάν το διοικητικό συμβούλιο πληροί αυτούς τους κανόνες (Spanos, 2005). Χώρες με συγκεντρωτικές δομές ιδιοκτησίας (ηπειρωτική Ευρώπη, Ιαπωνία και άλλες χώρες του ΟΟΣΑ) και μεγάλοι κυρίαρχοι μέτοχοι συνήθως ελέγχουν διαχειριστές και απαλλοτριώνουν μειοψηφούντες μετόχους προκειμένου να αποκομίσουν οφέλη ιδιωτικού ελέγχου (Lazarides & Drimpetas, 2009).

2.2 Η εξέλιξη της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα

Οι σημαντικότερες δράσεις για τη διασφάλιση του πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα περιλαμβάνουν (Σπανός, 2005):

- 1998. Το Χρηματιστήριο Αθηνών διεξάγει έρευνα για την Εταιρική Διακυβέρνηση.
- 1999, Απρίλιος. Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ.
- 1999, Οκτώβριος. Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης (προαιρετικό) της Ελληνικής Επιτροπής Εταιρικής Διακυβέρνησης (υπό τον συντονισμό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς).
- 2000. Τα Υπουργεία Εθνικής Οικονομίας και Ανάπτυξης δημιούργησαν Επιτροπή Δικαίου Εταιρικής Διακυβέρνησης (Επιτροπή Ρόκας).
- 2000, Ιούλιος. Κανόνας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς: "Προμήθεια ελκυστικών τιμών στην κεφαλαιαγορά για την απόκτηση τίτλων/κινητών αξιών" (Κανόνας ΕΚ 1/195/2000).
- 2000, Νοέμβριος. Κανόνες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς: "Κώδικας Δεοντολογίας για εισηγμένες εταιρείες και τις θυγατρικές τους" (CC Rule 5/204/2000).
- 2001, Αύγουστος. Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης από την Ομοσπονδία Ελληνικής Βιομηχανίας.
- 2002, Μάρτιος. Παρουσίαση συστήματος ταξινόμησης για εταιρική διακυβέρνηση από το Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Αθηνών (το πρόγραμμα χρηματοδοτήθηκε από το Χρηματιστήριο Αθηνών).
- 2002, Μάιος. Ν. 3016/2002: "Για την εταιρική διακυβέρνηση, τα θέματα μισθών και άλλες διατάξεις".
- 2002, Ιούλιος. Το Χρηματιστήριο Αθηνών επιβάλλει ποιοτικά κριτήρια για εταιρική διακυβέρνηση, διαφάνεια και επικοινωνία με τους επενδυτές. (Fourtounidou, 2018)
- 2005, Μάιος 3340/2005: «Προστασία της Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και χειραγώγηση της αγοράς»
- 2005, Νόμος Δεκεμβρίου 3429/2005: "Κρατικές Επιχειρήσεις "
- 2007, Απρίλιος Νόμος 3556/2007: "Απαιτήσεις διαφάνειας για πληροφορίες σχετικά με εκδότες των οποίων οι τίτλοι έχουν εισαχθεί για διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά και προβλέψεις"
- 2007, Αύγουστος Νόμος 3604/2007: «Μεταρρύθμιση και τροποποίηση κωδικοποιημένου δικαίου 2190/1920 για εταιρείες περιορισμένης ευθύνης και άλλες

διατάξεις » (Ενσωματώνει στην ελληνική νομοθεσία Οδηγία ΕΕ 2006/68/ΕΚ) 2007, Σεπτέμβριος Παρουσιάζεται σύστημα αξιολόγησης CG για ελληνικές εισηγμένες εταιρείες με συγκριτική αξιολόγηση της δομής διακυβέρνησής τους σε τρία επίπεδα.

- 2007, Οκτώβριος Κανόνας 5/204/2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (τροποποιήθηκε με τους ακόλουθους κανόνες της HCMC αρχικά με 1/319/9.12.2004, στη συνέχεια με 3-348/19.7.2005, αργότερα με 7/372/15.2.2006 και τέλος με 7/448/11.10.2007) Νόμος 2008 3693/2008: «Εναρμόνιση της ελληνικής νομοθεσίας με την Ευρωπαϊκή Οδηγία 2006/43/ΕΚ για τους νόμιμους ελέγχους των ετήσιων και ενοποιημένων λογαριασμών»
- 2010, Σεπτέμβριος Νόμος 3873/2010: «Ενσωμάτωση στην ελληνική νομοθεσία των Ευρωπαϊκών Οδηγιών 2006/46/ΕΚ και 2007/63/ΕΚ σχετικά με τους νόμιμους ελέγχους ετήσιων και ενοποιημένων λογαριασμών ορισμένων τύπων» Ο νόμος αυτός απαιτεί από τις εισηγμένες εταιρείες να αποκαλύπτουν δήλωση για την ετήσια έκθεση.
- 2010, Σεπτέμβριος Νόμος 3884/2010: «Ένταξη στην ελληνική νομοθεσία της Ευρωπαϊκής Οδηγίας 2007/36/ΕΚ για την άσκηση ορισμένων δικαιωμάτων των μετόχων σε εισηγμένες εταιρείες»
- 2010, Δεκέμβριος Η Ελληνική Ένωση Επενδυτών & Διαδικτύου (SED), παρουσίασε για πρώτη φορά στο 8ο Συνέδριο του Συνδέσμου, τον «Χάρτη της Εταιρικής Διακυβέρνησης» των εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών.
- 2010, Δεκέμβριος Η Ελληνική Ομοσπονδία Επιχειρήσεων (ΣΕΒ) δημοσίευσε τον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης για εισηγμένες εταιρείες
- Το 2011 παρουσίασε ένα σημείο αναφοράς για την αξιολόγηση της ποιότητας του CG και τον εντοπισμό των παραγόντων που το επηρεάζουν στην Ελλάδα (Lazarides and Drimpetas, 2011)
- 2011, Μάιος Νόμος 3965/2011: «Μεταρρύθμιση του πλαισίου λειτουργίας των κρατικών επιχειρήσεων».

2.3 Το νομικό πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η υποχρεωτική νομοθεσία για την εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα είναι ουσιαστικά το πλαίσιο μέσα στο οποίο αναπτύχθηκε η εταιρική διακυβέρνηση. Αξίζει να αναφερθεί ότι ο Νόμος 2190/1920 (όπως τροποποιήθηκε με το Ν. 3604/2007) συνθέτει τον θεμελιώδη νόμο που ενέπνευσε όλους τους άλλους. Ωστόσο, ο πιο σημαντικός νόμος για την εταιρική διακυβέρνηση είναι ο 3016/2002 (όπως τροποποιήθηκε με το άρθρο 26, Ν. 3091/2002) ο

οποίος περιλαμβάνει συγκεκριμένα θέματα για τη διακυβέρνηση και τη λειτουργία των ανώνυμων εταιρειών. Συγκεκριμένα, ο Νόμος 3016/2002, επιβάλλει τη συμμετοχή στελεχών (που ασχολούνται με καθημερινά θέματα της διοίκησης της εταιρείας), μη στελεχών (που είναι υπεύθυνα για την προώθηση όλων των εταιρικών θεμάτων) και ανεξάρτητων μη στελεχών. Αναφέρεται επίσης ότι τουλάχιστον το ένα τρίτο του συνόλου των διευθυντών πρέπει να είναι μη εκτελεστικά μέλη, εκ των οποίων δύο τουλάχιστον πρέπει να είναι ανεξάρτητα (ο κύριος λόγος για τα παραπάνω είναι να αποφεύγεται η συγκέντρωση εξουσίας στους εκτελεστικούς διευθυντές). Περιττό να πούμε ότι αυτός ο νόμος απαιτεί από όλες τις εισηγμένες επιχειρήσεις να έχουν λειτουργία εσωτερικού ελέγχου και την έκδοση εσωτερικού κανονισμού.

Επιπλέον, διάφορες ευρωπαϊκές οδηγίες ενσωματώθηκαν στο ελληνικό νομικό πλαίσιο και προκάλεσαν σημαντικό αριθμό νομοθετικών πράξεων, όπως ο Νόμος 3693/2008 (ο οποίος επιβάλλει τη δημιουργία επιτροπών ελέγχου και μια σειρά σημαντικών υποχρεώσεων δημοσιοποίησης όσον αφορά την ιδιοκτησία και τη διακυβέρνηση των εταιρειών), ο Νόμος 3884/2010 (που περιλαμβάνει περαιτέρω υποχρεώσεις σχετικά με τη γνωστοποίηση πληροφοριών στους μετόχους πριν από τις γενικές συνελεύσεις) και ο 3873/2010 (που απαιτεί από τις εταιρείες να αποκαλύπτουν ετήσια έκθεση CG) που ενίσχυσαν τον τρόπο διαχείρισης και ελέγχου των εταιρειών.

Τώρα όσον αφορά τις κρατικές επιχειρήσεις, ο Νόμος 3429/2005 εισήγαγε πρωτίστως την έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης για πρώτη φορά σε δημόσιες εταιρείες (για εισηγμένες και μη εισηγμένες). Πράγματι, αυτός ο νόμος θεσπίζει την οργάνωση, τη λειτουργία, τη διοίκηση και την εποπτεία των κρατικών επιχειρήσεων. Ειδικότερα, επιβάλλει τη συμμετοχή στελεχών, μη στελεχών και ανεξάρτητων μη στελεχών διευθυντών. Ο συνολικός αριθμός των διευθυντών δεν πρέπει να υπερβαίνει τα επτά μέλη (συμπεριλαμβανομένου του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου), ενώ πρέπει να συμμετέχει και ένας εκπρόσωπος των εργαζομένων (όπως τροποποιήθηκε με το νόμο 3965/2011). Επιπλέον, οι κρατικές επιχειρήσεις υποχρεούνται να έχουν λειτουργία εσωτερικού ελέγχου και την έγκριση εσωτερικού κανονισμού. Εκτός αυτού, πρέπει να προετοιμάσουν και να υποβάλουν στρατηγικό και επιχειρησιακό σχέδιο στην Υπουργική Επιτροπή. Τέλος, αξίζει να αναφερθεί ότι ο Νόμος 3965/2011 επιβάλλει τη δημιουργία επιτροπών ελέγχου για τις κρατικές επιχειρήσεις.

2.4 Αποκάλυψη και διαφάνεια

Ένα μεγάλο σύνολο ακαδημαϊκών ερευνών έχει δείξει τη σημασία της αποκάλυψης και της διαφάνειας σε ένα καλά λειτουργικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης. Αυτό μπορεί να υποστηριχθεί από το γεγονός ότι αυτά τα δύο βασικά στοιχεία είναι σημαντικά για την ελαχιστοποίηση της ασυμμετρίας των πληροφοριών και την αύξηση της αποτελεσματικότητας της κεφαλαιαγοράς (Solomon, 2007, σελ. 143-147). Περισσότερο να πούμε ότι αρκετές μελέτες έχουν δείξει ότι υπάρχει μια θετική και σημαντική σχέση μεταξύ της διαφάνειας της εταιρείας και της αξιολόγησης της αγοράς (Callahan and Smith, 2004; Krishnamurti et al., 2005; Chi, 2009; Debreceny and Rahman, 2005).

Η αποκάλυψη και η διαφάνεια δεν είναι άλλο από το να διαθέτουμε όλες τις ουσιώδεις και σχετικές πληροφορίες σε όλους (μετόχους - μετόχους) με προσιτό τρόπο χωρίς προκατάληψη. Στην Ελλάδα, το πλαίσιο γνωστοποίησης έχει αναπτυχθεί ως επί το πλείστον μέσω της υιοθέτησης αρκετών ευρωπαϊκών οδηγιών στο ελληνικό εταιρικό δίκαιο. Η μεγαλύτερη συμβολή στην ενίσχυση της διαφάνειας και της δημοσιοποίησης ήταν ο Νόμος 3873/2010. Ειδικότερα, οι νόμοι 3873/2010 και 3884/2010 επιφέρουν αλλαγές στις εισηγμένες ελληνικές εταιρείες όχι μόνο στις πληροφορίες που παρέχονται στους μετόχους και τους επενδυτές αλλά και στα δικαιώματα των μετόχων (που σχετίζονται με τις γενικές συνελεύσεις) (Neratzidis & Filios, 2014).

Με το Νόμο 3873/2010 καθορίζεται η δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης. Αυτή η δήλωση περιλαμβάνει, εκτός από την αναφορά στον κωδικό που χρησιμοποιεί η εταιρεία, την αναφορά των πρόσθετων νομοθετικών πρακτικών, ενώ ταυτόχρονα ορίζει και τη δικαιολογημένη απόκλιση από τις μη εφαρμοζόμενες παραγράφους. Αξίζει να αναφερθεί ότι παρέχεται στις εταιρείες η δυνατότητα να εφαρμόσουν έναν εθελοντικό κωδικό, ενώ είναι υποχρεωμένες να αναφέρουν πληροφορίες στη δήλωση CG σχετικά με: τα κύρια χαρακτηριστικά κάθε υπάρχοντος συστήματος διαχείρισης κινδύνου και εσωτερικούς ελέγχους σε σχέση με την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων καθώς και τη σύνθεση και τον τρόπο λειτουργίας του διοικητικού συμβουλίου και άλλων διοικητικών και εποπτικών οργάνων ή επιτροπών της εταιρείας [16].

Ωστόσο, θα πρέπει να διευκρινιστεί ότι σε περίπτωση που οι παραπάνω πληροφορίες δεν περιλαμβάνονται στην ετήσια κατάσταση, επιβάλλονται κυρώσεις στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου σύμφωνα με το άρθρο 58α (Ν. 3873/2010, άρθρο 2).

Ο νόμος 3884/2010 επιτρέπει (εκτός από την προσωπική συμμετοχή και ψήφο) την εκπροσώπηση κάθε μετόχου στη γενική συνέλευση. Ο μέτοχος μπορεί να ορίσει έναν αντιπρόσωπο είτε για μία φορά είτε για κάθε συνεδρίαση σε μια συγκεκριμένη περίοδο. Ενώ ο αντιπρόσωπος, είναι υποχρεωμένος να ειδοποιεί την εταιρεία για κάθε συμβάν που συμβάλλει στην εκτίμηση κινδύνου άλλων συμφερόντων εκπροσώπησης εκτός εκείνων των μετόχων.

Η καινοτομία αυτού του νόμου έγκειται στην εισαγωγή της ηλεκτρονικής συμμετοχής (παρακολούθηση ή αλληλεπίδραση σε πραγματικό χρόνο) και ψηφοφορία εξ αποστάσεως (ηλεκτρονική ψηφοφορία ή ψηφοφορία μέσω ταχυδρομείου).

2.5 Νέος Νόμος 4706/2020

Είναι σημαντικό για κάποιους νόμους να "αφουγκράζονται" τις ανάγκες της εποχής τους. Τέτοιος είναι και ο νόμος για την εταιρική διακυβέρνηση. Ο προϋφιστάμενος νόμος δίνει τη θέση του, από 17.7.2021, στον πρόσφατα ψηφισθέντα ν.4706/2020.

Βασικοί άξονες στους οποίους αναπτύσσεται το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης του νέου νόμου είναι ο Εσωτερικός έλεγχος σε συνδυασμό με τη διαχείριση κινδύνων και την κανονιστική συμμόρφωση, η πρόληψη και η σωστή διαχείριση και αντιμετώπιση καταστάσεων σύγκρουσης συμφερόντων, η επαρκής και αποτελεσματική επικοινωνία με τους μετόχους και τέλος, η ανάπτυξη μια σωστής πολιτικής αποδοχών, η οποία θα συνεισφέρει στην διαμόρφωση μιας σωστής επιχειρηματικής στρατηγικής, στην εξυπηρέτηση των μακροπρόθεσμων συμφερόντων της Εταιρείας και εν τέλει στην βιωσιμότητά της.

Καταρχήν, σύμφωνα και με το νέο νόμο, η Εταιρική Διακυβέρνηση αφορά εταιρείες «με μετοχές ή άλλες κινητές αξίες εισηγμένες σε ρυθμιζόμενη αγορά στην Ελλάδα» και εφαρμόζεται πάνω σε μια σειρά από επιχειρησιακά θέματα, διαδικασίες και λειτουργίες. Εισάγεται η Πολιτική Καταλληλότητας των μελών του Δ.Σ. που αφορά τα άτομα από τα οποία συγκροτείται, ενώ εξακολουθεί να βρίσκεται σε ισχύ η διάκριση των μελών του σε εκτελεστικά και μη εκτελεστικά καθώς και ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη. Θεσπίζονται δύο νέες επιτροπές του Δ.Σ., η Επιτροπή Αποδοχών και η Επιτροπή Υποψηφιοτήτων ενώ διατηρείται και η Επιτροπή Ελέγχου.

Η εταιρεία οφείλει να διαθέτει, επίσης, Κανονισμό Λειτουργίας, ο οποίος εκδίδεται από το Διοικητικό Συμβούλιο και πρέπει να είναι επικαιροποιημένος, με ένα περιεχόμενο ιδιαίτερα

απαιτητικό, όπως ορίζει ο νόμος. Προκειμένου για την καλύτερη παρακολούθηση και την βελτίωση των λειτουργιών και των πολιτικών της Εταιρείας, όσον αφορά το Σύστημα εσωτερικού ελέγχου της, πρέπει να υπάρχει σε αυτή Μονάδα Εσωτερικού Ελέγχου, «που συνιστά ανεξάρτητη οργανωτική μονάδα εντός της Εταιρείας», σύμφωνα με το άρθρο 15 του νόμου και έχει πλείστες αρμοδιότητες.

Μια σημαντική πρόβλεψη του εν λόγω νόμου είναι και η υποχρεωτική υιοθέτηση και εφαρμογή Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης. Μάλιστα, σε σύντομο χρονικό διάστημα θα παρουσιαστεί ο νέος Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης από το Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης, σε μια προσπάθεια να δημιουργηθεί ένας Κώδικας συμβατός με τη νέα νομοθετική ρύθμιση.

Ένας ακόμα λόγος που θεσπίζεται σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης είναι, όπως αναφέρθηκε, η μέγιστη δυνατή βελτίωση της επικοινωνίας με τους μετόχους, ώστε και να γίνεται ευκολότερη η άσκηση των δικαιωμάτων τους αλλά και να εξασφαλίζεται ένας επιτυχής διάλογος μεταξύ αυτών και της Διοίκησης («shareholder engagement»). Έτσι, στο άρθρο 19 του νόμου προβλέπεται η Μονάδα εξυπηρέτησης μετόχων, με σκοπό την «την άμεση, ακριβή και ισότιμη πληροφόρηση των μετόχων, καθώς και την υποστήριξή τους, όσον αφορά την άσκηση των δικαιωμάτων τους» και στο άρθρο 20 η Μονάδα εταιρικών ανακοινώσεων.

Τέλος, ο νέος νόμος περιλαμβάνει και ρυθμίσεις που αφορούν την χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων και τη διάθεση των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας.

Η υιοθέτηση, λοιπόν, των νέων αρχών και πρακτικών Εταιρικής Διακυβέρνησης που θεσπίζονται με τον ν. 4706/2020 αναμένεται να έχει θετική επίδραση στις επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες σε ρυθμιζόμενη αγορά στην Ελλάδα, στην ανταγωνιστικότητα τους και στην οικονομική τους ανάπτυξη και άρα και στην Ελληνική οικονομία.

2.6 Εθελοντικοί κωδικοί εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα

Παρόλο που ο πρώτος κωδικός καλής εταιρικής διακυβέρνησης εκδόθηκε από το Business Roundtable το 1978 στις ΗΠΑ, μια ταχεία ανάπτυξη κωδικών εταιρικής διακυβέρνησης εμφανίστηκε στις αρχές της δεκαετίας του 1990. Ιδιαίτερα όπως οι Aguilera και Cureno-Cazurra (2004) λένε ότι ένας σημαντικός αριθμός κωδικών καλής εταιρικής διακυβέρνησης έχει αναπτυχθεί από διαφορετικούς τύπους εκδοτών όπως:

- χρηματιστήριο
- κυβέρνηση
- ένωση διευθυντών
- ένωση διευθυντών
- επαγγελματική ένωση
- ένωση επενδυτών

Πράγματι, μια μεγάλη εξέλιξη έχει εμφανιστεί σε εθελοντικούς κώδικες στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια. Τον Δεκέμβριο του 2010, ο ΣΕΔ (Σύνδεσμος Επενδυτών και Διαδικτύου) παρουσίασε για πρώτη φορά στο 8ο Συνέδριο του Συνδέσμου, τον «Χάρτη της Εταιρικής Διακυβέρνησης» των εταιρειών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Συγκεκριμένα, αυτός ο "Χάρτης" έχει πραγματικά καινοτόμα χαρακτηριστικά. Ειδικότερα, προωθεί τη χρήση βέλτιστων πρακτικών για την ενίσχυση της διαφάνειας και του ακτιβισμού των μετόχων. Ο «Χάρτης» αποτελείται από τις ακόλουθες 15 κατηγορίες:

- 1. ανεξάρτητα μέλη στο διοικητικό συμβούλιο:** Οι εισηγμένες εταιρείες καλούνται να αποδείξουν στην πράξη ότι έχουν πραγματικά ανεξάρτητα μέλη στα διοικητικά τους συμβούλια. Αυτή η αρχή μπορεί να γίνει με την αναβάθμιση των ανεξάρτητων μελών που αναλογικά θα εκπροσωπούν τους μετόχους μειοψηφίας του διοικητικού συμβουλίου. Τουλάχιστον ένα από τα ανεξάρτητα μέλη πρέπει να εκλέγεται από μετόχους μειοψηφίας, μέσω συστήματος αναλογικής εκπροσώπησης ή σωρευτικής ψήφου και να μην επιλέγεται ελεύθερα από τον κύριο μέτοχο. Στην ετήσια γενική συνέλευση της εταιρείας, ο εκπρόσωπος των ανεξάρτητων μελών διαβάσει την Έκθεση των «ανεξάρτητων μελών»
- 2. τμήμα εσωτερικού ελέγχου:** Απαραίτητη προϋπόθεση για την ύπαρξη τουλάχιστον στοιχειώδους εταιρικής διακυβέρνησης. Ο επικεφαλής του τμήματος εσωτερικού ελέγχου διαβάσει στην ετήσια γενική συνέλευση την έκθεση της επιτροπής. Η εταιρεία πρέπει να αποδείξει στην πράξη την πραγματική και αποτελεσματική ανεξαρτησία της επιτροπής εσωτερικού ελέγχου.
- 3. επιτροπή ελέγχου:** Θα πρέπει να αποτελείται μόνο από ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και είναι υπεύθυνο για την εποπτεία του έργου των εσωτερικών και εξωτερικών ελεγκτών.
- 4. επίδειξη των μελών του διοικητικού συμβουλίου στις γενικές συνελεύσεις:** Στη γενική συνέλευση της εταιρείας και ειδικά στην ετήσια ενημέρωση της γενικής

συνέλευσης, απαιτείται από κάθε μέλος του διοικητικού συμβουλίου να παρευρίσκεται και να μπορεί να απαντήσει σε ερωτήσεις των μετόχων.

- 5. επιτροπή αμοιβών και υποψηφιοτήτων:** Αποτελείται αποκλειστικά ή κυρίως από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη.
- 6. επιτροπή διαχείρισης κινδύνων:** Αξιολογεί τους κινδύνους που αναλαμβάνει η εταιρεία για τις επενδύσεις, τις εξαγορές, τις συγχωνεύσεις, τις επεκτάσεις κ.λπ.
- 7. έκθεση Εταιρικής Διακυβέρνησης:** Όλες οι επιτροπές υποβάλλουν ετησίως έκθεση των δραστηριοτήτων τους. Οι εκθέσεις περιλαμβάνονται στην «Έκθεση Εταιρικής Διακυβέρνησης» που συντάχθηκε από το διοικητικό συμβούλιο και διαβάζονται από τον πρόεδρο της ετήσιας γενικής συνέλευσης. Στην έκθεση πρέπει να αναφέρεται το σύστημα που ακολουθεί η εταιρεία
- 8. εταιρική ιστοσελίδα:** Ο Ιστότοπος της εταιρείας πρέπει να είναι λειτουργικός και υπό την ευθύνη του τμήματος σχέσης επενδυτών. Θα πρέπει να ενημερώσει έγκαιρα τους μετόχους για όλες τις οικονομικές και διοικητικές αλλαγές και ανακοινώσεις. Στην ιστοσελίδα, το καταστατικό και ο εσωτερικός κανονισμός της εταιρείας πρέπει να εμφανίζονται εμφανώς. Επίσης, 10 ημέρες πριν από την Ετήσια γενική συνέλευση, θα πρέπει να είναι διαθέσιμη για λήψη η ετήσια λίστα της εταιρείας στον Ιστότοπο, στην οποία πρέπει απαραίτητα να αναφέρεται η αμοιβή όλων των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και των διευθυντών της εταιρείας. Τέλος, είναι απαραίτητο να λειτουργήσει το φόρουμ της ιστοσελίδας των μετόχων, μέσω του οποίου οι μέτοχοι θα συζητούν όχι μόνο μεταξύ τους αλλά και με το τμήμα σχέσεων επενδυτών και μέσω της εταιρείας του Διοικητικού Συμβουλίου. Οι μέτοχοι του φόρουμ θα αναφέρουν τις προτάσεις τους και οι απόψεις τους για την εταιρεία θα κάνουν προτάσεις για τη λειτουργικότητα της ιστοσελίδας κ.λπ
- 9. ποικιλία μετοχών:** Όσο μικρότερο είναι το ποσοστό των μετοχών που κατέχει ο κύριος μέτοχος (έως 51 τοις εκατό) και όσο μεγαλύτερη είναι η διασπορά των μετοχών σε θεσμικούς επενδυτές και στο κοινό, τόσο υψηλότερη θα είναι η εταιρεία στον δείκτη της εταιρικής διακυβέρνησης.
- 10. διαχωρισμός του ρόλου του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου**
- 11. λειτουργία αυτόνομου τμήματος σχέσεων επενδυτών:** Όσο πιο αυτόνομο είναι το τμήμα, τόσο υψηλότερη είναι η βαθμολογία που θα λάβει η εταιρεία στον δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης.
- 12. διευκολύνσεις στους μετόχους για τη συμμετοχή τους στη γενική συνέλευση της εταιρείας:** Οι απομακρυσμένες εταιρείες πρέπει να πραγματοποιούν τουλάχιστον την

ετήσια γενική τους συνέλευση στην πλησιέστερη πόλη (Αθήνα, Θεσσαλονίκη) και να τη μεταδίδουν μέσω Διαδικτύου με τη δυνατότητα στους μετόχους να κάνουν ερωτήσεις

- 13. ημερομηνία γενικής συνέλευσης:** Η επικαιρότητα της ετήσιας γενικής συνέλευσης και όχι η διεξαγωγή της το τελευταίο τριήμερο του Ιουνίου.
- 14. κίνητρα αποζημίωσης στελεχών:** Θα πρέπει να αλληλοεπιδρούν με τη μακροπρόθεσμη δημιουργία αξίας για την επιχείρηση. Εάν δίνονται δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών, το ίδρυμα δεν πρέπει να τα καταχραστεί.
- 15. δράσεις στην εταιρική κοινωνική ευθύνη:** Δείχνουν ότι η εταιρεία είναι σοβαρή και νοιάζεται για την κοινότητα.

Αξίζει να αναφερθεί ότι ο κώδικας θα επανεξετάζεται τακτικά για να αντικατοπτρίζει τις αλλαγές στις βέλτιστες πρακτικές και το νομοθετικό πλαίσιο, ανταποκρινόμενο επίσης στις μεταβαλλόμενες ανάγκες του ελληνικού εταιρικού κόσμου.

Συνολικά, οι εθελοντικοί κωδικοί κινούνται στη σωστή κατεύθυνση. Είναι σαφές ότι, εάν οι εταιρείες αποφασίσουν να συμμορφωθούν με όλες τις θετικές συστάσεις και των δύο κωδικών, τότε σίγουρα θα ενισχύσουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών, τη μακροπρόθεσμη επιτυχία και την ανταγωνιστικότητα των ελληνικών επιχειρήσεων. Ωστόσο, πρέπει να αναφέρουμε ότι δεν υπάρχει θεσμικός και υποχρεωτικός κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα, ο οποίος συνεπάγεται σε κάποιο βαθμό χαμηλότερη εκτελεστότητα. Οι χώρες όπου «οι κώδικες που αναπτύχθηκαν από τις κυβερνήσεις και τα χρηματιστήρια, και σε κάποιο βαθμό από επενδυτές, έχουν την ισχυρότερη δυνατότητα εφαρμογής» (Aguilera and Cuzco-Cazurra, 2004, σελ. 436). Ένα αντιπροσωπευτικό παράδειγμα αυτού είναι το Χρηματιστήριο του Λονδίνου όπου οι εταιρείες αναμένεται να συμμορφωθούν με τον συνδυασμένο κώδικα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο - Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης

3.1 Ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα

Στην Ελλάδα, το πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης αποτελείται από αναγκαστικούς νομικούς κανόνες δικαίου αλλά και από μία σειρά βέλτιστων πρακτικών και συστάσεων. Ο Νόμος ν.4706/2020 περιλαμβάνει τις αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ορισμένες διατάξεις του ν.4548/2018 για τις ανώνυμες εταιρείες, αρχές και βέλτιστες πρακτικές που αποτελούν τον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Ο Κώδικας υιοθετείται από την κάθε εταιρεία σύμφωνα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της και στόχος είναι η δημιουργία ενός κατανοητού και εύκολα εφαρμόσιμου οδηγού σαν σημείο αναφοράς. Πρέπει να αναφερθεί ότι, ο Κώδικας δεν περιέχει θέματα που αποτελούν ρυθμίσεις αναγκαστικού δικαίου, δηλαδή νόμοι και κανονιστικές αποφάσεις, γιατί αυτές είναι ήδη ιδιαίτερα εκτενείς και από προηγούμενους κανονισμούς. Αντιθέτως, περιέχει θέματα και αρχές πέρα από το υποχρεωτικό πλαίσιο της νομοθεσίας της Εταιρικής Διακυβέρνησης και υπεισέρχεται σε θέματα που είτε δε ρυθμίζονται νομοθετικά, είτε ρυθμίζονται αλλά με το πλαίσιο που ισχύει επιτρέπεται η επιλογή ή η παρέκκλισή τους είτε, τέλος, ρυθμίζονται στο ελάχιστο. Σε όλες τις παραπάνω περιπτώσεις, ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης ενισχύει την αντίστοιχη νομοθεσία με το να συμπληρώνει τις υποχρεωτικές διατάξεις, να εισάγει αρχές πιο αυστηρές χρησιμοποιώντας ισχύουσες ευρωπαϊκές και διεθνείς πρακτικές έχοντας ως κατεύθυνση τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των ελληνικών επιχειρήσεων και της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς.

Ο Κώδικας αποτελείται από Μέρη και Ενότητες. Σε κάθε Ενότητα παρατίθεται ο νόμος που είναι σε ισχύ και αποτελεί «Υποχρεωτική Διάταξη» για λόγους πληρότητας αλλά και εύκολης επικαιροποίησης ώστε να είναι σαφής η νομική βάση. Στη συνέχεια υπάρχουν και οι ρυθμίσεις της Εγκυκλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την Πολιτική Καταλληλότητα του Διοικητικού Συμβουλίου. Επίσης, περιλαμβάνονται και οι Ειδικές Πρακτικές που διέπονται από την αρχή της «Συμμόρφωσης ή Εξήγησης». Τέλος, παρέχονται περαιτέρω κατευθύνσεις για τις οποίες δε χρειάζεται αιτιολόγηση για τη μη συμμόρφωση και αποτελούν απλώς «Συστάσεις» που ωφελούν την εύρυθμη λειτουργία των επιχειρήσεων.

Η αρχή της «Συμμόρφωσης ή Εξήγησης» απαιτεί από τις εταιρείες που εφαρμόζουν τον Κώδικα είτε να συμμορφώνονται με το σύνολο των διατάξεών του, είτε να εξηγούν με αιτιολόγηση τους λόγους για τη μη συμμόρφωσή τους με τις συγκεκριμένες πρακτικές. Έτσι, η εξήγηση των λόγων της μη συμμόρφωσης πρέπει να περιλαμβάνει όχι μόνο την απλή

αναφορά της πρακτικής με την οποία δεν συμμορφώνεται η εταιρεία αλλά και πλήρης αιτιολόγηση των λόγων της μη συμμόρφωσης.

Πρέπει να σημειωθεί, πως ορισμένες εταιρείες μικρού μεγέθους μπορεί να είναι δύσκολο να εφαρμόσουν ορισμένους κανόνες του κώδικα. Σε αυτή την περίπτωση, μπορεί να γίνεται μία επεξήγηση των λόγων της μη συμμόρφωσης και συγκεκριμένα των λόγων που αφορούν το μέγεθος της εταιρείας.

3.2 Το Διοικητικό Συμβούλιο

Για τη σύσταση, το μέγεθος και τις αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου υπάρχουν υποχρεωτικές διατάξεις, ειδικές πρακτικές αλλά και μια σειρά από συστάσεις.

3.2.1 Ρόλος και αρμοδιότητες Διοικητικού Συμβουλίου

Για το ρόλο και τις αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου υπάρχουν υποχρεωτικές διατάξεις, πρακτικές και συστάσεις.

Ορισμένες από τις υποχρεωτικές διατάξεις είναι:

- Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι αρμόδιο να αποφασίζει για κάθε πράξη που αφορά τη διοίκηση της εταιρείας, τη διαχείριση της περιουσίας της και την εν γένει επιδίωξη του σκοπού της (Ν.4548/2018, άρθρο 86, παρ. 1)
- Κατά την ίδρυση της εταιρείας ο διορισμός προέδρου, αντιπροέδρου, διευθύνοντος ή εντεταλμένου συμβούλου ή προσώπων με άλλη ιδιότητα και αρμοδιότητες για το πρώτο Διοικητικό Συμβούλιο μπορεί να γίνει και με το καταστατικό (Ν.4548/2018, άρθρο 87, παρ. 3).
- Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και κάθε τρίτο πρόσωπο, στο οποίο έχουν ανατεθεί από αυτό εξουσίες, σύμφωνα με το άρθρο 87 του ν. 4548/2018, οφείλουν κατά την άσκηση των καθηκόντων τους και των αρμοδιοτήτων τους να τηρούν το νόμο, το καταστατικό και τις νόμιμες αποφάσεις της γενικής συνέλευσης (Ν.4548/2018, άρθρο 96, παρ. 1).
- Το Διοικητικό Συμβούλιο ορίζει και επιβλέπει την υλοποίηση του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης των διατάξεων 1 έως 24 του ν. 4706/2020, παρακολουθεί και αξιολογεί περιοδικά ανά τρία (3) τουλάχιστον οικονομικά έτη την εφαρμογή και την

αποτελεσματικότητά του, προβαίνοντας στις δέουσες ενέργειες για την αντιμετώπιση ελλείψεων (Ν.4706/2020, άρθρο 4, παρ. 1).

- Το Διοικητικό Συμβούλιο διασφαλίζει την επαρκή και αποτελεσματική λειτουργία Συστήματος εσωτερικού ελέγχου της Εταιρείας (Ν.4706/2020, άρθρο 4, παρ. 2).

Ορισμένες από τις Ειδικές Πρακτικές είναι:

- Αρμοδιότητα του Διοικητικού Συμβουλίου είναι η κατανόηση των κινδύνων της εταιρείας και της φύσης τους και ο καθορισμός της έκτασης της έκθεσης της εταιρείας στους κινδύνους που είναι διατεθειμένη να αναλάβει για την εκπλήρωση των μακροπρόθεσμων στόχων της.
- Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει ως αρμοδιότητα την θέσπιση πολιτικής προκειμένου να γίνει ο εντοπισμός, η αποφυγή και η αντιμετώπιση των αντικρουόμενων συμφερόντων ανάμεσα στην εταιρεία και στα μέλη στο οποία το Συμβούλιο έχει αναθέσει αρμοδιότητες.
- Το Διοικητικό Συμβούλιο θα ορίσει και θα οριοθετήσει τις αρμοδιότητες που έχει ο Διευθύνων Σύμβουλος και ο Αναπληρωτής Διευθύνων Σύμβουλος (αν υπάρχουν).
- Τα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου συνέρχονται μία φορά το χρόνο τουλάχιστον ή σε έκτακτες χρονικές στιγμές αν αυτό κρίνεται σκόπιμο, προκειμένου να συζητηθεί η επίδοση των εκτελεστικών μελών.
- Αρμοδιότητα του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να είναι και η θέσπιση ενός κανονισμού λειτουργίας του στον οποίο θα γίνεται η περιγραφή του τρόπου με τον οποίο θα συνέρχεται το Συμβούλιο και θα λαμβάνει τις σχετικές αποφάσεις καθώς και τις διαδικασίες που πρέπει να ακολουθηθούν.
- Το Διοικητικό Συμβούλιο υιοθετεί στην αρχή κάθε έτους, το ημερολόγιο συνεδριάσεων και ένα ετήσιο πρόγραμμα δράσης το οποίο μπορεί να αναθεωρηθεί ανάλογα με τις συνθήκες και τις ανάγκες της εταιρείας που θα προκύψουν.

Συστάσεις:

- Υπάρχει δυνατότητα επικοινωνίας των μη εκτελεστικών μελών με τα στελέχη της ανώτατης διοίκησης μέσω παρουσιάσεων που πραγματοποιούνται από τους επικεφαλής των τομέων και υπηρεσιών.

- Τα θέματα της Ημερήσιας Διάταξης πρέπει να λαμβάνονται από τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου έγκαιρα ώστε να μπορούν τα μέλη να μελετήσουν τα σχετικά θέματα.

3.2.2 Μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου

Για το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου υπάρχει μία υποχρεωτική διάταξη η οποία αναφέρει το παρακάτω:

- Ο αριθμός των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου πρέπει να ορίζεται μέσω του καταστατικού ή της γενικής συνέλευσης, μέσα στο όριο που ορίζει το καταστατικό. Το Διοικητικό Συμβούλιο αποτελείται από τουλάχιστον 3 μέλη και το πολύ 15 (άρθρο 115 του ν. 4548/2018). Σε περίπτωση που το καταστατικό προβλέπει ελάχιστο και μέγιστο αριθμό μελών τότε ο ακριβής αριθμός μελών προσδιορίζεται από τη γενική συνέλευση.

Ομοίως, για το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου, υπάρχει και η παρακάτω σύσταση:

- Το μέγεθος και η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου αντικατοπτρίζουν το μέγεθος, το εύρος και την πολυπλοκότητα των δραστηριοτήτων και τη μετοχική σύνθεση της εταιρείας.

3.2.3 Σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου

Για τη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου υπάρχουν μία σειρά από αρκετές υποχρεωτικές διατάξεις, συστάσεις και ειδικές πρακτικές. Στη συνέχεια αναφέρουμε ορισμένες από αυτές.

Υποχρεωτικές Διατάξεις:

- Στην εταιρεία υπάρχει πολιτική καταλληλότητας για τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου. Η πολιτική αυτή εγκρίνεται από το συμβούλιο και πρέπει απαραίτητα να περιλαμβάνει τα κριτήρια πολυμορφίας/diversity με τα οποία γίνεται η επιλογή των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.
- Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη εκλέγονται από τη γενική συνέλευση ή ορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο (παρ. 4 του άρθρου 9 του ν. 4706/2020), δεν είναι λιγότερα από το 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών και δεν μπορούν να είναι λιγότερα από 2.

- Οι υποχρεώσεις των εκτελεστικών μελών του Συμβουλίου είναι η εφαρμογή της στρατηγικής που έχει καθοριστεί από το Διοικητικό Συμβούλιο και η διαβούλευση σε τακτά χρονικά διαστήματα με τα μη εκτελεστικά μέλη αναφορικά με την καταλληλότητα της στρατηγικής που εφαρμόζεται (Ν.4706/2020, άρθρο 6, παρ.1).
- Οι υποχρεώσεις των μη εκτελεστικών μελών είναι η παρακολούθηση και η εξέταση της στρατηγικής της Εταιρείας, της υλοποίησής της και της επίτευξης των στόχων της, η διασφάλιση της αποτελεσματικής εποπτείας των εκτελεστικών μελών και η έκφραση απόψεων σχετικά με τις προτάσεις που υποβάλλουν τα εκτελεστικά μέλη (Ν.4706/2020, άρθρο 7).
- Στην περίπτωση που ένα μη εκτελεστικό μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου έχει διατελέσει μέλος του ΔΣ της εταιρείας σε κάποια εταιρεία η οποία συνδέεται με αυτήν για περισσότερο από 9 αθροιστικά οικονομικά έτη τότε θεωρείται πώς έχει σχέση εξάρτησης με την εταιρεία.
- Ένα μη εκτελεστικό μέλος του ΔΣ θα είναι ανεξάρτητο στην περίπτωση που κατά τη διάρκεια της θητείας του δεν κατέχει άμεσα ή έμμεσα ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου πάνω από 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας.
- Για την επιλογή των μελών του ΔΣ υπάρχουν μία σειρά από κριτήρια τα οποία προσδιορίζουν την επαρκή εκπροσώπηση από το κάθε φύλο σε ποσοστό όχι μικρότερο του 25% των μελών του ΔΣ (Ν.4706/2020, άρθρο 3, παρ.1β).
- Ο Πρόεδρος του ΔΣ πρέπει να ανήκει στα μη εκτελεστικά μέλη. Εάν το ΔΣ, κατά παρέκκλιση, επιλέξει για πρόεδρο του ΔΣ ένα από τα εκτελεστικά μέλη, τότε θα πρέπει να διορίσει υποχρεωτικά έναν αντιπρόεδρο από τα μη εκτελεστικά μέλη.

Συστάσεις:

- Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη εκλέγονται από τη γενική συνέλευση ή ορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο, δεν είναι λιγότερα από το 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών του.

Ειδικές Πρακτικές:

- Η εταιρεία ακολουθεί πολιτική πολυμορφίας που εντάσσεται στο πλαίσιο της πολιτικής καταλληλότητας.
- Για την εκπροσώπηση των φύλων, η πολιτική πολυμορφίας περιλαμβάνει συγκεκριμένους ποσοτικούς στόχους εκπροσώπησης ανά φύλο.

- Εκτός από τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, η εκπροσώπηση των φύλων διευρύνεται και στην επιλογή των ανώτατων και ανώτερων διευθυντικών στελεχών.
- Δεν μπορούν να συμμετέχουν σε ΔΣ σε πάνω από 5 εισηγμένες εταιρείες τα μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ ενώ ο Πρόεδρος δε μπορεί να συμμετέχει σε πάνω από 3.
- Στην περίπτωση που ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου είναι εκτελεστικό μέλος και ο αντιπρόεδρος θα είναι σε αυτή την περίπτωση μη εκτελεστικό μέλος, ο αντιπρόεδρος δεν μπορεί να αναπληρώσει τον Πρόεδρο σε κάποιο από τα εκτελεστικά του καθήκοντα.

3.2.4 Διαδοχή του Διοικητικού Συμβουλίου

Ορισμένες από τις υποχρεωτικές διατάξεις και τις ειδικές πρακτικές που αφορούν την διαδοχή του ΔΣ είναι οι παρακάτω:

Υποχρεωτική Διάταξη:

- Η εταιρεία πρέπει να διαθέτει επιτροπή αποδοχών και υποψηφιοτήτων (Ν.4706/2020, άρθρο 12, Ν.4706/2020, άρθρο 11).
- Οι αρμοδιότητες που θα έχουν οι επιτροπές αποδοχών και υποψηφιοτήτων μπορούν να ανατεθούν σε μία μόνο επιτροπή (Ν.4706/2020, άρθρο 10, παρ. 2)

Ειδικές πρακτικές:

- Στην περίπτωση που υπάρχουν διαφορετικές επιτροπές αποδοχών και υποψηφιοτήτων, ο πρόεδρος της μίας επιτροπής δεν μπορεί να είναι πρόεδρος και στην άλλη επιτροπή.
- Η θητεία των μελών της επιτροπής υποψηφιοτήτων συμπίπτει χρονικά με τη θητεία του ΔΣ και υπάρχει η δυνατότητα ανανέωσης της. Σε κάθε περίπτωση, η θητεία δε μπορεί να υπερβαίνει συνολικά τα 9 χρόνια.
- Κατά τη διάρκεια ανάδειξης των υποψηφιοτήτων από την αντίστοιχη επιτροπή, υπάρχει διαφάνεια και η διαδικασία είναι σαφών προσδιορισμένη.

3.3 Λειτουργία του Διοικητικού Συμβουλίου

Στα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου περιλαμβάνεται ο Πρόεδρος και ο Εταιρικός Γραμματέας για του οποίους υπάρχουν συγκεκριμένες διατάξεις, πρακτικές και συστάσεις.

3.3.1 Ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου

Υποχρεωτικές Διατάξεις:

- Αν το καταστατικό ή η γενική συνέλευση δεν έχει ορίσει τον πρόεδρο, τότε το ΔΣ εκλέγει από τα μέλη του τον πρόεδρο. Ταυτόχρονα, είτε μέσω του καταστατικού, είτε μέσω της γενικής συνελεύσεως είτε μέσω του ΔΣ, εκλέγεται και ο αναπληρωτής του προέδρου. Στην περίπτωση έλλειψης προέδρου και αναπληρωτή, τα καθήκοντα του προέδρου μπορούν να ασκηθούν προσωρινά από τον μέτοχο που κατέχει τον μεγαλύτερο αριθμό μετοχών και έχει δικαίωμα ψήφου.
- Ο πρόεδρος ασκεί τις αρμοδιότητες που προβλέπονται από τον νόμο και από το καταστατικό της εταιρείας.

Ειδικές πρακτικές:

- Ο κύριος ρόλος του προέδρου είναι να οργανώνει και να συντονίζει της εργασίες του ΔΣ. Παράλληλα, προωθεί κουλτούρα που βασίζεται στο ανοιχτό πνεύμα και στον εποικοδομητικό διάλογο, διευκολύνει και προωθεί τη δημιουργία καλών σχέσεων ανάμεσα στα μέλη του ΔΣ και διασφαλίζει την αποτελεσματική συνεισφορά στις εργασίες του ΔΣ του συνόλου των μη εκτελεστικών μελών με σκοπό να επιτευχθεί η παροχή έγκαιρης, πλήρους και ορθής πληροφόρησης των μελών του.
- Υπάρχει στενή συνεργασία του προέδρου με τον Διευθύνοντα Σύμβουλο και τον Εταιρικό Γραμματέα για την προετοιμασία του ΔΣ και την ενημέρωση των μελών του.

3.3.2 Ο Εταιρικός Γραμματέας

Ειδικές πρακτικές:

- Ο Εταιρικός Γραμματέας πρέπει να είναι έμπειρος, ικανός και με εξειδίκευση προκειμένου να υπάρχει συμμόρφωση του ΔΣ στις εσωτερικές διαδικασίες και πολιτικές, στους σχετικούς νόμους και κανονισμούς και να είναι αποτελεσματική και αποδοτική η λειτουργία του.

- Ο εταιρικός γραμματέας είναι αρμόδιος, σε συνεννόηση και με τον Πρόεδρο, για τη διασφάλιση άμεσης, σαφούς και πλήρους πληροφόρησης του Διοικητικού Συμβουλίου, την ένταξη νέων μελών, την οργάνωση Γενικών Συνελεύσεων, τη διευκόλυνση επικοινωνίας μετόχων με το Διοικητικό Συμβούλιο και τη διευκόλυνση επικοινωνίας του Διοικητικού Συμβουλίου με τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη.

3.3.3 Αξιολόγηση του Διοικητικού Συμβουλίου/ Διευθύνοντος Συμβούλου

Οι εταιρείες οφείλουν να παρακολουθούν σε διαρκή βάση την καταλληλότητα των μελών του ΔΣ προκειμένου να εντοπιστούν περιπτώσεις που χρειάζονται επαναξιολόγηση σχετικά με την καταλληλότητά τους. Επίσης, το ΔΣ, φροντίζει για την διασφάλιση της εταιρείας με το καλύτερο πλάνο διαδοχής μετά την αποχώρηση των μελών του, κυρίως των εκτελεστικών μελών και των μελών των επιτροπών, προκειμένου να υπάρξει ομαλή συνέχει στη διαχείριση των υποθέσεων της εταιρείας.

Υποχρεωτική διάταξη:

- Σύμφωνα με τον Ν.4706/2020, άρθρο 3, παρ. 1 και παρ. 3, η εταιρεία διαθέτει πολιτική καταλληλότητας των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, η οποία εγκρίνεται από το Διοικητικό της Συμβούλιο. Η πολιτική καταλληλότητας, καθώς και κάθε ουσιώδης τροποποίησή της υποβάλλεται προς έγκριση στην Γενική Συνέλευση και αναρτάται στον ιστότοπο της εταιρείας.

Ειδικές πρακτικές:

- Το ΔΣ αξιολογεί σε ετήσια βάση την αποτελεσματικότητά του, το κατά πόσο εκπληρώνει τα καθήκοντά του και τις επιτροπές του.
- Όλα τα μέλη του ΔΣ, μαζί με τον Πρόεδρο και τον Διευθύνων Σύμβουλο, περνούν από ετήσια αξιολόγηση σχετικά με την αποτελεσματική εκπλήρωση των καθηκόντων τους. Τουλάχιστον κάθε τρία έτη, η αξιολόγηση αυτή πραγματοποιείται από εξωτερικό σύμβουλο.
- Ο Πρόεδρος προΐσταται κατά τη διαδικασία αξιολόγησης σε συνεργασία με την επιτροπή υποψηφιοτήτων, ενώ για την αξιολόγηση του Προέδρου συμμετέχει το ΔΣ με την επιτροπή υποψηφιοτήτων να προΐσταται αυτή τη φορά.

- Στη συνολική αξιολόγηση λαμβάνεται υπ' όψιν η σύνθεση, η πολυμορφία και η αποτελεσματική συνεργασία των μελών του ΔΣ για την εκπλήρωση των καθηκόντων τους.
- Στην ατομική αξιολόγηση λαμβάνεται υπ' όψιν η ιδιότητα του μέλους (εκτελεστικό, μη εκτελεστικό, ανεξάρτητο), η συμμετοχή σε επιτροπές, η ανάληψη ειδικών αρμοδιοτήτων / έργων, ο χρόνος που αφιερώνεται, η συμπεριφορά καθώς και η αξιοποίηση των γνώσεων και της εμπειρίας.
- Το ΔΣ συμπεριλαμβάνει στη Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης συνοπτική περιγραφή της διαδικασίας ατομικής και συλλογικής αξιολόγησής του, των επιτροπών, καθώς και περίληψη των τυχόν ευρημάτων και των διορθωτικών ενεργειών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο - Μεθοδολογία

4.1 Μεθοδολογία

Έπειτα από την περιγραφή των βασικών εννοιών, των εργαλείων αλλά και των νομοθεσιών και διατάξεων που ισχύουν στην εταιρική διακυβέρνηση, είναι χρήσιμο να γίνει η μελέτη περίπτωσης εταιρειών. Στα επόμενα δύο κεφάλαια θα εξετάσουμε τη σχέση της εταιρικής διακυβέρνησης με την απόδοση των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών. Για το σκοπό αυτό, έχουν συλλεχθεί πληροφορίες από 24 μεγάλες σε κεφαλαιοποίηση εταιρείες.

Αρχικά, θα γίνει έλεγχος της σχέσης της εταιρικής διακυβέρνησης με την αποδοτικότητα των ελληνικών εταιρειών με τη χρήση Ανάλυσης Διακύμανσης κατά ένα παράγοντα, δηλαδή με ANOVA, προκειμένου να διερευνηθεί η επίδραση που έχει η κάθε ανεξάρτητη μεταβλητή ξεχωριστά στον δείκτη αποδοτικότητας ROE των εταιρειών. Έπειτα από την ANOVA, θα διερευνηθεί η σχέση της Εταιρικής Διακυβέρνησης με την αποδοτικότητα των εισηγμένων ελληνικών εταιρειών μέσω της μεθόδου της απλής γραμμικής παλινδρόμησης.

Για την ανάλυση, χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα για τα έτη 2017 και 2018.

4.2 Περιγραφή μεταβλητών

Στο υπόδειγμα που θα μελετηθεί, υπάρχουν μία σειρά από ανεξάρτητες μεταβλητές, όπως είναι το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου, το μέγεθος της επιχείρησης κ.ά ενώ η εξαρτημένη μεταβλητή είναι ο δείκτης ROE, που είναι ο λόγος Κέρδη μετά φόρων/Σύνολο ενεργητικού.

4.2.1 Ανεξάρτητες μεταβλητές

Οι ανεξάρτητες μεταβλητές επιλέχθηκαν έπειτα από αναδρομή στη σχετική βιβλιογραφία στην οποία βρίσκουμε πως το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου, η δυαδικότητα ή μη στη θέση της διοίκησης του ΔΣ, ο αριθμός των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών αλλά και η παρουσία γυναικών στη σύνθεση του ΔΣ μπορούν να επηρεάσουν την απόδοση της εταιρείας και την κερδοφορία της. Επομένως, έχει ενδιαφέρον να εξετάσουμε την επίδραση του κάθε ένα παράγοντα στην κερδοφορία της εταιρείας.

Για παράδειγμα, οι Tsifora & Eleftheriadou (2007) κατέληξαν στο συμπέρασμα πως υπάρχει θετική συσχέτιση ανάμεσα στην απόδοση της εταιρείας και στο μέγεθος του συμβουλίου της και το αποτέλεσμα αυτό στηρίζεται στο ότι στα Διοικητικά Συμβούλια με μεγάλο αριθμό

μελών υπάρχουν περισσότερες απόψεις να εξεταστούν και επιπλέον συμμετέχουν και περισσότερα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη. Στο αντίθετο συμπέρασμα κατέληξε η έρευνα των Andres et al., (2005), όπου η το μέγεθος του συμβουλίου επηρεάζει αρνητικά την κερδοφορία των εταιρειών.

Σχετικά με τον αριθμό των ανεξάρτητων με εκτελεστικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο, ο Weisbach (1987) υποστηρίζει πως επηρεάζει θετικά την κερδοφορία των εταιρειών ενώ ο Yermack (1996) κατέληξε σε αντίθετα αποτελέσματα. Παρά τις αντικρουόμενες απόψεις πάνω σε αυτό το ζήτημα, μπορεί κάποιος να υποστηρίξει πως η ύπαρξη ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο συμβούλιο προσθέτει επιπλέον γνώσεις και βοηθάει στην αμερόληπτη αξιολόγηση των αποφάσεών του.

Η δυαδικότητα του προέδρου της εταιρείας μπορεί να επηρεάσει την απόδοση της καθώς οδηγεί σε σύγκρουση ατομικών και εταιρικών συμφερόντων κάτι το οποίο μπορεί να φέρει χαμηλότερες αποδόσεις στην εταιρεία (Jensen, 1993).

Τέλος, μία ακόμα ανεξάρτητη μεταβλητή στο υπόδειγμά μας είναι αυτή της ύπαρξης γυναικών στα μέλη του ΔΣ, η οποία φαίνεται να επιδρά θετικά στην κερδοφορία της εταιρείας αφού δημιουργεί θετικές εντυπώσεις στα ενδιαφερόμενα μέρη και έτσι δυναμώνει η φήμη της εταιρείας (Donaldson and Davis, 1991) αλλά υπάρχουν και αντίθετα συμπεράσματα όπως αυτό των Vera και Martin (2011) όπου υποστηρίζουν πως οι γυναίκες έχουν μεγαλύτερη αποστροφή στο ρίσκο και αυτό έχει σαν αποτέλεσμα πολλές φορές να παίρνουν αποφάσεις που οδηγούν σε μικρότερη κερδοφορία.

- **Μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου**

Στη συγκεκριμένη μεταβλητή μετράμε το πλήθος των μελών του ΔΣ των εταιρειών για τα έτη που γίνεται η ανάλυση.

- **Ανεξάρτητα Μη Εκτελεστικά Μέλη**

Η μεταβλητή αυτή μετρά το πλήθος των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου που είναι μη εκτελεστικά μέλη. Μη εκτελεστικό μέλος είναι αυτό που κατά τη θητεία του δεν κατέχει μετοχές πάνω από το 0.5% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας και δεν έχει σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή με οποιοδήποτε πρόσωπο που συνδέεται με αυτή. Όπως

αναφέρθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη δεν πρέπει να είναι λιγότερα από το 1/3 του ΔΣ και σίγουρα όχι λιγότερα από 2. Για τη μέτρηση της συγκεκριμένης μεταβλητής, χρησιμοποιείται ο λόγος του αριθμού των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών προς τον συνολικό αριθμό μελών του ΔΣ.

- **Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου και Διευθύνων Σύμβουλος**

Στην συγκεκριμένη μεταβλητή εξετάζεται το αν ο Πρόεδρος του ΔΣ είναι ταυτόχρονα και ο Διευθύνων Σύμβουλος της εταιρείας. Επομένως, θα χρησιμοποιηθεί μία ψευδομεταβλητή η οποία θα παίρνει τιμές

- 1: αν ο πρόεδρος του ΔΣ είναι και ο Διευθύνων Σύμβουλος
- 0: αν ο πρόεδρος του ΔΣ δεν είναι και ο Διευθύνων Σύμβουλος

- **Παρουσία γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο**

Όπως αναφέρει και ο νέος κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης, στο Διοικητικό Συμβούλιο πρέπει να υπάρχει πολυμορφία/diversity στα μέλη του. Ειδικότερα, για την εκπροσώπηση των φύλων, υπάρχει ειδική πρακτική σύμφωνα με την οποία η πολιτική πολυμορφίας περιλαμβάνει συγκεκριμένους ποσοτικούς στόχους εκπροσώπησης ανά φύλο. Για την ανάλυση του υποδείγματος, θα χρησιμοποιηθεί μία ψευδομεταβλητή που θα λαμβάνει τιμή:

- 1: αν υπάρχει έστω και μία γυναίκα στο ΔΣ
- 0: αν δεν υπάρχουν γυναίκες στο ΔΣ

- **Μέγεθος της επιχείρησης**

Για να μετρήσουμε το μέγεθος της επιχείρησης, χρησιμοποιήθηκε ως κριτήριο το σύνολο του ενεργητικού από τις οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών στο τέλος του οικονομικού έτους. Προκειμένου να είναι όλες οι τιμές σε ίδια τάξη μεγέθους, χρησιμοποιείται ο λογάριθμος του συνόλου του ενεργητικού.

4.2.2 Εξαρτημένη μεταβλητή

Στην βιβλιογραφία έχουν χρησιμοποιηθεί αρκετοί δείκτες που μετράνε την απόδοση μίας εταιρείας με ορισμένους από αυτούς να είναι ο δείκτης Tobin'Q, ο δείκτης Return on Equity (ROE) και ο δείκτης Return on Asset (ROA). Στην παρούσα εργασία θα χρησιμοποιηθεί ο δείκτης ROE με τον οποίο μετράμε την αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρείας. Οι τιμές του ROE συλλέχθηκαν από τις οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών στο τέλος του κάθε έτους.

Η σχέση που θα υπολογίσουμε μέσω της παλινδρόμησης είναι η

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 * Boardsize + \beta_2 * inddirectors + \beta_3 * ceochair + \beta_4 * women + \beta_5 * size$$

Όπου

ROE: κέρδη μετά φόρων/ίδια κεφάλαια

Boardsize: το μέγεθος του ΔΣ

Inddirectors: ο αριθμός των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών

Ceochair: η δυαδικότητα προέδρου και διευθύνοντα συμβούλου

Women: η παρουσία γυναικών στο ΔΣ

Size: το μέγεθος της εταιρείας (λογάριθμος του συνόλου του ενεργητικού)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο – Ανάλυση δεδομένων

Έπειτα από την παρουσίαση των μεταβλητών και των μεθόδων που θα χρησιμοποιηθούν για την ανάλυση, παρουσιάζονται τα σχετικά αποτελέσματα. Για την ανάλυση των δεδομένων των εταιρειών, χρησιμοποιήθηκε το πρόγραμμα excel. Τα αποτελέσματα που προέκυψαν παρουσιάζονται στη συνέχεια.

5.1 Συσχέτιση

Ο πίνακας συσχετίσεων μεταξύ των μεταβλητών για τα έτη 2017 και 2018 μας δείχνει τη συσχέτιση που υπάρχει μεταξύ των μεταβλητών που επιλέχθηκαν. Με τον έλεγχο συσχετίσεων εξετάζεται η ύπαρξη υψηλής συσχέτισης μεταξύ των μεταβλητών.

	ROE	boardsize	inndirectors	ceochair	women	size
ROE	1					
boardsize	-0.121	1				
inndirectors	-0.3045	0.412691	1			
ceochair	0.181967	-0.22954	-0.379142923	1		
women	-0.27179	-0.30345	0.115616768	-0.12158	1	
size	-0.29388	0.297037	0.462736294	-0.02988	-0.31565	1

Πίνακας 1: πίνακας συσχετίσεων για το έτος 2017

	ROE	boardsize	inndirectors	ceochair	women	size
ROE	1					
boardsize	-0.00077	1				
inndirectors	-0.41261	0.23923253	1			
ceochair	0.027269	-0.161365925	-0.124399501	1		
women	0.362527	-0.388182848	-0.06604183	0.078158	1	
size	-0.41163	0.347893067	0.379079965	-0.0394	-0.68338	1

Πίνακας 2: πίνακας συσχετίσεων για το έτος 2018

Ο συντελεστής συσχέτισης μας δείχνει το κατά πόσο δύο μεταβλητές έχουν γραμμική σχέση, με το +1 να υποδεικνύει τέλεια θετική γραμμική σχέση ενώ το -1 τέλεια αρνητική γραμμική σχέση. Από τα αποτελέσματα των πινάκων, παρατηρούμε πως για καμία μεταβλητή, και στα

δύο έτη, δεν έχουμε συντελεστή συσχέτισης μεγαλύτερο του 0,5 γεγονός το οποίο σημαίνει πως οι μεταβλητές μεταξύ τους δεν έχουν ισχυρή γραμμική σχέση.

5.2 Περιγραφικά Στατιστικά

Από τα περιγραφικά στατιστικά των μεταβλητών ενδιαφέρον παρουσιάζουν ο μέσος και η διακύμανση των τιμών. Στους πίνακες 3 και 4 παρουσιάζονται τα περιγραφικά στατιστικά των μεταβλητών για τα έτη 2017 και 2018 αντίστοιχα.

	ROE	boardsize	inddirectors	ceochair	women	size
Μέσος	10.16695	10.95652	0.251226	0.26087	0.434783	15.0156
Τυπικό σφάλμα	2.08538	0.527798	0.034641	0.093618	0.10569	0.353178
Διάμεσος	7.660064	11	0.285714	0	0	14.63174
Μέση απόκλιση τετραγώνου	10.00113	2.531228	0.166135	0.448978	0.50687	1.693784
Διακύμανση	100.0226	6.407115	0.027601	0.201581	0.256917	2.868906
Κύρτωση	1.208708	0.015738	-1.03724	-0.70868	-2.11297	-0.42833
Ασυμμετρία	0.542635	-0.37024	-0.31353	1.166671	0.281842	0.536503
Εύρος	45.09649	10	0.5	1	1	5.857757
Ελάχιστο	-11.5765	5	0	0	0	12.16864
Μέγιστο	33.52	15	0.5	1	1	18.02639
Άθροισμα	233.8399	252	5.778205	6	10	345.3589
Πλήθος	23	23	23	23	23	23

Πίνακας 3: περιγραφικά χαρακτηριστικά για το έτος 2017

	ROE	boardsize	inddirectors	ceochair	women	size
Μέσος	8.537543	11.52174	0.292353	0.26087	0.434783	15.02669
Τυπικό σφάλμα	2.285423	0.540347	0.038624	0.093618	0.10569	0.346632
Διάμεσος	9.1	11	0.333333	0	0	14.59546
Επικρατούσα τιμή	#Δ/Υ	11	0	0	0	#Δ/Υ
Μέση απόκλιση τετραγώνου	10.9605	2.591412	0.185232	0.448978	0.50687	1.662387
Διακύμανση	120.1326	6.715415	0.034311	0.201581	0.256917	2.76353
Κύρτωση	2.111054	0.967939	-0.81764	-0.70868	-2.11297	-0.40831
Ασυμμετρία	-0.79306	-0.27609	-0.20019	1.166671	0.281842	0.560619
Εύρος	51.79647	12	0.636364	1	1	5.745726
Ελάχιστο	-22.8675	5	0	0	0	12.19498
Μέγιστο	28.92899	17	0.636364	1	1	17.94071
Άθροισμα	196.3635	265	6.724127	6	10	345.614
Πλήθος	23	23	23	23	23	23

Πίνακας 4: περιγραφικά χαρακτηριστικά για το έτος 2018

Για το έτος 2017 παρατηρούμε ότι ο μέσος όρος του δείκτη ROE είναι 10,166% με τη χαμηλότερη τιμή του να είναι το -11,57% και την υψηλότερη τιμή 33,52%. Επομένως, η μέση αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων κυμαίνεται στο 10,166. Αντίστοιχα, για το έτος 2018 ο μέσος όρος του δείκτη ROE είναι 8,53% με ελάχιστη τιμή το -22,86% και μέγιστη τιμή το 28,92%. Παρατηρούμε πώς η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων είναι αρκετά μειωμένη το έτος 2018 σε σχέση με το 2017 με το μέσο όρο να έχει μειωθεί, την μέγιστη τιμή να είναι μικρότερη από την αντίστοιχη μέγιστη τιμή του 2017 και την ελάχιστη τιμή ακόμα μικρότερη.

Σχετικά με το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου, σύμφωνα με το άρθρο 115 του ν. 4548/2018, το Διοικητικό Συμβούλιο αποτελείται από τουλάχιστον 3 μέλη και το πολύ 15. Από τα αποτελέσματα βλέπουμε πως για το έτος 2017 κατά μέσο όρο υπάρχουν περίπου 11 άτομα στο ΔΣ της εταιρείας με την ελάχιστη τιμή να είναι 5 και την μέγιστη 15 ενώ για το 2018 ο μέσος όρος κυμαίνεται στα ίδια επίπεδα με το 2017, το ίδιο και η ελάχιστη τιμή και παρατηρείται αύξηση στην μέγιστη τιμή που είναι πλέον τα 17 άτομα. Με μέσο όρο τα 11 μέλη στο ΔΣ μπορούμε να πούμε πως το μέγεθος του ΔΣ δεν είναι ούτε μεγάλο ούτε πολύ μικρό.

Σύμφωνα με την παρ. 4 του άρθρου 9 του ν. 4706/2020, τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη εκλέγονται από τη γενική συνέλευση ή ορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο, δεν είναι λιγότερα από το 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών και δεν μπορούν να είναι λιγότερα από

2. Από τα αποτελέσματα βλέπουμε πως το 2018 υπάρχουν κατά μέσο όρο 0,25 ανεξάρτητα μέλη για κάθε ένα μέλος στο Διοικητικό Συμβούλιο με την ελάχιστη τιμή να είναι 0, που σημαίνει πως δεν υπάρχει κανένα ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος στο ΔΣ, και την μέγιστη τιμή να είναι 0,5 δηλαδή τα μισά μέλη του ΔΣ είναι μη εκτελεστικά. Για το 2018, ο αντίστοιχος μέσος όρος είναι 0,29 ανεξάρτητα μέλη για κάθε ένα μέλος του ΔΣ με την ελάχιστη τιμή 0 και την μέγιστη 0,63. Παρατηρούμε αύξηση των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ από το 2017 στο 2018. Υπάρχουν, πάντως, Διοικητικά Συμβούλια εταιρειών που δεν έχουν ούτε ένα ανεξάρτητο μέλος γεγονός που αποδεικνύει πως ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης δεν έχει υιοθετηθεί, άρα και δεν εφαρμόζεται από όλες τις εταιρείες.

Η μεταβλητή *ceochair* δείχνει το αν ο Πρόεδρος του ΔΣ είναι ταυτόχρονα και Διευθύνων Σύμβουλος της εταιρείας και είναι μία ψευδομεταβλητή με τιμές 1 αν ο Πρόεδρος έχει διττό ρόλο και 0 αν δεν έχει. Η μέση τιμή για τα έτη 2017 και 2018 είναι σταθερή και ίση με 0,26 που σημαίνει πως το 26% περίπου των εταιρειών έχει Πρόεδρο που είναι και ο Διευθύνων Σύμβουλος. Επομένως μπορούμε να βγάλουμε ως συμπέρασμα πως σε λίγες εταιρείες ο ρόλος του Προέδρου του ΔΣ είναι διττός και έτσι υπάρχει διαχωρισμός ευθυνών και αρμοδιοτήτων.

Ομοίως, και η μεταβλητή *women* είναι μία ψευδομεταβλητή που εξετάζει την παρουσία ή όχι γυναικών στο ΔΣ. Η μέση τιμή της είναι 0,4347 και για τα δύο έτη που εξετάζουμε το οποίο δείχνει πως μόνο στο 43,47% των εταιρειών υπάρχει η παρουσία γυναικών στο ΔΣ. Παρατηρούμε, επομένως, ότι σχεδόν στις μισές εταιρείες δεν εφαρμόζεται η διάταξη περί υποχρεωτικής εκπροσώπησης των φύλων στο Διοικητικό Συμβούλιο.

Τέλος, η μεταβλητή *size* που είναι ο λογάριθμος του συνόλου του ενεργητικού της εταιρείας και μετράει το μέγεθός της είναι κατά μέσο όρο 15,01 με ελάχιστη τιμή το 12,16 και μέγιστη το 18,02 για το έτος 2017 και κατά μέσο όρο 15,02 με ελάχιστη τιμή το 12,19 και μέγιστη το 17,94 για το έτος 2018. Το μέγεθος των εταιρειών παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο για τα δύο έτη.

5.3 Ανάλυση διακύμανσης κατά ένα παράγοντα (ANOVA)

Η ανάλυση διακύμανσης κατά ένα παράγοντα, ANOVA, χρησιμοποιείται για να διαπιστώσουμε αν υπάρχουν στατιστικά σημαντικές διαφορές μεταξύ των μέσων όρων των δειγμάτων άρα και του πληθυσμού. Με την ANOVA ελέγχουμε δύο ή περισσότερα ανεξάρτητα δείγματα αν διαφέρουν μεταξύ τους λόγω της επίδρασης ενός και μόνο παράγοντα που είναι η ανεξάρτητη μεταβλητή. Χρησιμοποιώντας την συγκεκριμένη μέθοδο, θα εξετάσουμε την επίδραση της κάθε μίας ανεξάρτητης μεταβλητής στην εξαρτημένη μεταβλητή που είναι ο δείκτης ROE των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών.

5.3.1 Επίδραση του Μεγέθους του Διοικητικού Συμβουλίου

Για να μελετηθεί η επίδραση του μεγέθους του Διοικητικού Συμβουλίου στην Αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων των εταιρειών, η μεταβλητή boardsize χωρίστηκε σε τρεις κατηγορίες

1. Επιχειρήσεις με ≤ 9 μέλη στο ΔΣ
2. Επιχειρήσεις με 10-12 μέλη στο ΔΣ
3. Επιχειρήσεις με ≥ 13 μέλη στο ΔΣ

Στον πίνακα 5 και 6 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της ANOVA με τη βοήθεια του excel για τα έτη 2017 και 2018 αντίστοιχα για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας $\alpha=0,05$ (5%).

Ομάδες	Πλήθος	Άθροισμα	Μέσος όρος	Διακύμανση
BS \leq 9	7	81.85221	11.69317247	26.21707
BS: 10-12	10	106.103	10.61030108	191.6913
BS \geq 13	6	45.88473	7.647454665	52.323

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

Προέλευση διακύμανσης	SS	βαθμοί ελευθερίας	MS	F	τιμή-P	κριτήριο F
Μεταξύ ομάδων	56.35823	2	28.17911374	0.262848	0.771474	3.492828
Μέσα στις ομάδες	2144.139	20	107.2069748			
Σύνολο	2200.498	22				

Πίνακας 5: αποτελέσματα ANOVA για τις μεταβλητές ROE και boardsize του 2017

Για να εξετάσουμε αν ο δείκτης ROE διαφέρει για τις τρεις ομάδες θα δούμε την τιμή του τεστ $F=3,49$ με $p\text{-value}=0,77 > 0,05$ επομένως δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά μεταξύ των μέσων όρων του δείκτη ROE των τριών ομάδων μεγέθους του Διοικητικού Συμβουλίου για το έτος 2017.

Ομάδες	Πλήθος	Άθροισμα	Μέσος όρος	Διακύμανση
BS<=9	5	15.19963	3.039926365	334.7873118
BS: 10-12	10	100.723	10.07229919	47.92719859
BS>=13	8	80.44086	10.05510729	97.04661533

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

Προέλευση διακύμανσης	SS	βαθμοί ελευθερίας	MS	F	τιμή-P	κριτήριο F
Μεταξύ ομάδων	193.0977199	2	96.54885997	0.788211758	0.46828	3.492828
Μέσα στις ομάδες	2449.820342	20	122.4910171			
Σύνολο	2642.918062	22				

Πίνακας 6: αποτελέσματα ANOVA για τις μεταβλητές ROE και boardsize του 2018

Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουμε και για το έτος 2018 για το οποίο πάλι η τιμή του p-value=0,46>0,05 επομένως οι μέσοι όροι των τριών δειγμάτων είναι ίσοι.

Τα αποτελέσματα αυτά δεν συνάδουν με αποτελέσματα παρόμοιων ερευνών, όπως αυτής του Imnik (2000) στις οποίες προκύπτει το συμπέρασμα πως υπάρχει διαφοροποίηση των μέσων όρων της αποδοτικότητας καθώς μεταβάλλεται το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου.

5.3.2 Επίδραση των ανεξάρτητων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου

Η ανεξάρτητη μεταβλητή που αφορά τον αριθμό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου μετρήθηκε ως ο λόγος των ανεξάρτητων μελών προς το μέγεθος του ΔΣ και δείχνει την αναλογία ανεξάρτητων μελών ως προς το σύνολο των μελών του Συμβουλίου. Τα δεδομένα για τον αριθμό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου χωρίστηκαν σε τρεις κατηγορίες ως εξής:

1. Επιχειρήσεις με $\leq 0,25$ ανεξάρτητα μέλη/συνολικά μέλη στο ΔΣ
2. Επιχειρήσεις με $0,26 - 0,4$ ανεξάρτητα μέλη/συνολικά μέλη στο ΔΣ
3. Επιχειρήσεις με $\geq 0,41$ ανεξάρτητα μέλη/συνολικά μέλη στο ΔΣ

Τα αποτελέσματα για τα έτη 2017 και 2018 παρουσιάζονται στους πίνακες 7 και 8 αντίστοιχα.

Ομάδες	Πλήθος	Άθροισμα	Μέσος όρος	Διακύμανση
<=0.25	10	148.6175	14.86175	109.4202
0.26-0.4	8	47.70389	5.962986	83.50045
>=0.41	4	20.36855	5.092137	39.21226

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

<i>Προέλευση διακύμανσης</i>	<i>SS</i>	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>τιμή-P</i>	<i>κριτήριο F</i>
Μεταξύ ομάδων	462.5966	2	231.2983	2.60514	0.100037	3.521893
Μέσα στις ομάδες	1686.922	19	88.78535			
Σύνολο	2149.518	21				

Πίνακας 7: αποτελέσματα ANOVA για τις μεταβλητές ROE και inddirectors του 2017

<i>Ομάδες</i>	<i>Πλήθος</i>	<i>Άθροισμα</i>	<i>Μέσος όρος</i>	<i>Διακύμανση</i>
<=0.25	10	149.5166	14.9516581	68.15863762
0.26-0.4	7	11.88272	1.697531815	183.6335925
>=0.41	6	34.96418	5.827363056	28.94186394

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

<i>Προέλευση διακύμανσης</i>	<i>SS</i>	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>τιμή-P</i>	<i>κριτήριο F</i>
Μεταξύ ομάδων	782.9794482	2	391.4897241	4.209705861	0.029795	3.492828
Μέσα στις ομάδες	1859.938613	20	92.99693067			
Σύνολο	2642.918062	22				

Πίνακας 8: αποτελέσματα ANOVA για τις μεταβλητές ROE και inddirectors του 2018

Για το έτος 2017, η τιμή του p-value=0,10 μεγαλύτερη από το 0,05 αλλά ίση με το 0,10.

Για το έτος 2018, η τιμή του p-value=0,029 είναι μικρότερη του 0,05. Επομένως προκύπτει το συμπέρασμα πώς υπάρχει διαφοροποίηση για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10% για το έτος 2017 και 5% για το 2018 στους μέσους όρους του δείκτη ROE σε σχέση με την μεταβλητή inddirectors, δηλαδή τον αριθμό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ. Έτσι, ο αριθμός των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ επηρεάζει την απόδοση της εταιρείας.

5.3.3 Επίδραση του διττού ρόλου Προέδρου και Διευθύνοντα Συμβούλου

Με την ψευδομεταβλητή ceochair μελετάμε την ύπαρξη ή μη δυαδικότητα στο Διοικητικό Συμβούλιο μιας εταιρείας. Με την ANOVA θα γίνει η εξέταση της επίδρασης αυτής της δυαδικότητας στον δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας. Στους πίνακες 9 και 10 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα για τα έτη 2017 και 2018 αντίστοιχα.

<i>Ομάδες</i>	<i>Πλήθος</i>	<i>Άθροισμα</i>	<i>Μέσος όρος</i>	<i>Διακύμανση</i>
ΝΑΙ	6	78,97755	13,16292538	119,6774
ΟΧΙ	17	154,8624	9,109552576	95,57799

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

<i>Προέλευση διακύμανσης</i>	<i>SS</i>	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>τιμή-P</i>	<i>κριτήριο F</i>
Μεταξύ ομάδων	72,86273	1	72,86272928	0,719163	0,405981	4,324794
Μέσα στις ομάδες	2127,635	21	101,3159521			
Σύνολο	2200,498	22				

Πίνακας 9: αποτελέσματα ANOVA για τις μεταβλητές ROE και ceochair του 2017

<i>Ομάδες</i>	<i>Πλήθος</i>	<i>Άθροισμα</i>	<i>Μέσος όρος</i>	<i>Διακύμανση</i>
ΝΑΙ	6	54,17748	9,029580728	329,7211536
ΟΧΙ	17	142,186	8,363882217	62,02168748

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

<i>Προέλευση διακύμανσης</i>	<i>SS</i>	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>τιμή-P</i>	<i>κριτήριο F</i>
Μεταξύ ομάδων	1,965293902	1	1,965293902	0,01562738	0,901705	4,324794
Μέσα στις ομάδες	2640,952768	21	125,7596556			
Σύνολο	2642,918062	22				

Πίνακας 10: αποτελέσματα ANOVA για τις μεταβλητές ROE και ceochair του 2018

Παρατηρούμε πώς στις περισσότερες εταιρείες υπάρχει ξεχωριστός Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος και ο διττός ρόλος του προέδρου δεν επηρεάζει την απόδοση της εταιρείας όπως προκύπτει από τις τιμές F και p. Μία σημαντική παρατήρηση είναι πως στις εταιρείες που ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου είναι και Διευθύνων Σύμβουλος παρατηρείται μεγαλύτερος μέσος όρος ROE και οι αποδόσεις των εταιρειών είναι καλύτερες.

5.3.4 Επίδραση της παρουσίας γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο

Με την ψευδομεταβλητή *women* μελετάμε την ύπαρξη γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο. Στους πίνακες 11 και 12 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της ανάλυσης ANOVA για την ανεξάρτητη μεταβλητή *women* και τον δείκτη ROE.

Ομάδες	Πλήθος	Άθροισμα	Μέσος όρος	Διακύμανση
ΝΑΙ	10	71,35807	7,135806971	73,72057
ΟΧΙ	13	162,4819	12,49860588	114,5382

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

Προέλευση διακύμανσης	SS	βαθμοί ελευθερίας	MS	F	τιμή-P	κριτήριο F
Μεταξύ ομάδων	162,5543	1	162,5543292	1,675042	0,209637	4,324794
Μέσα στις ομάδες	2037,943	21	97,04492349			
Σύνολο	2200,498	22				

Πίνακας 11: αποτελέσματα ANOVA για τις μεταβλητές ROE και *women* του 2017

Ομάδες	Πλήθος	Άθροισμα	Μέσος όρος	Διακύμανση
ΝΑΙ	6	54,17748	9,029580728	329,7211536
ΟΧΙ	17	142,186	8,363882217	62,02168748

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

Προέλευση διακύμανσης	SS	βαθμοί ελευθερίας	MS	F	τιμή-P	κριτήριο F
Μεταξύ ομάδων	1,965293902	1	1,965293902	0,01562738	0,901705	4,324794
Μέσα στις ομάδες	2640,952768	21	125,7596556			
Σύνολο	2642,918062	22				

Πίνακας 12: αποτελέσματα ANOVA για τις μεταβλητές ROE και *women* του 2018

Και για τα δύο έτη η ύπαρξη γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο δεν διαφοροποιεί σημαντικά το μέσο όρο του δείκτη ROE κάτι το οποίο προκύπτει από τις τιμές F και p για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% και 10%. Στο σημείο αυτό μπορούν να γίνουν δύο παρατηρήσεις, η πρώτη αφορά στο ότι το έτος 2018 αυξήθηκε σημαντικά ο αριθμός των εταιρειών που δεν έχουν γυναίκα στο Διοικητικό Συμβούλιο και η δεύτερη αφορά στον λίγο μεγαλύτερο δείκτη ROE που παρουσιάζουν οι εταιρείες με γυναίκες μέλη στο Διοικητικό Συμβούλιο.

5.3.5 Επίδραση του μεγέθους της εταιρείας

Για την μέτρηση του μεγέθους της εταιρείας πήραμε το λογάριθμο του συνόλου του ενεργητικού για κάθε εταιρεία για τα έτη 2017 και 2018. Προκειμένου να γίνει η ανάλυση διακύμανσης (ANOVA), οι παρατηρήσεις χωρίστηκαν σε τρεις ομάδες :

1. Επιχειρήσεις με μέγεθος <14
2. Επιχειρήσεις με μέγεθος 14-17
3. Επιχειρήσεις με μέγεθος >17

Στους πίνακες 13 και 14 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του ελέγχου.

Ομάδες	Πλήθος	Άθροισμα	Μέσος όρος	Διακύμανση
<14	5	44,95099	8,990197564	140,3925
14-17	14	180,6355	12,90253441	96,36888
>17	4	8,253477	2,063369131	3,922858

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

Προέλευση διακύμανσης	SS	βαθμοί ελευθερίας	MS	F	τιμή-P	κριτήριο F
Μεταξύ ομάδων	374,3637	2	187,181866	2,050034	0,154923	3,492828
Μέσα στις ομάδες	1826,134	20	91,30669953			
Σύνολο	2200,498	22				

Πίνακας 13: αποτελέσματα ANOVA για τις μεταβλητές ROE και size του 2017

Ομάδες	Πλήθος	Άθροισμα	Μέσος όρος	Διακύμανση
<14	7	72,30753	10,32964662	99,3737
14-17	15	128,2014	8,546759095	153,7283554
>17	4	5,272994	1,318248546	1,18842542

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

Προέλευση διακύμανσης	SS	βαθμοί ελευθερίας	MS	F	τιμή-P	κριτήριο F
Μεταξύ ομάδων	220,8689379	2	110,434469	0,922961002	0,411563	3,422132
Μέσα στις ομάδες	2752,004452	23	119,6523675			
Σύνολο	2972,87339	25				

Πίνακας 14: αποτελέσματα ANOVA για τις μεταβλητές ROE και size του 2018

Από τους πίνακες προκύπτει ότι και εδώ δεν υπάρχει διαφοροποίηση στο δείκτη ROE ανάλογα με το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου για κάθε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας. Παρατηρούμε, πάντως, πώς για το 2017, οι εταιρείες που ανήκουν στην δεύτερη ομάδα έχουν μεγαλύτερο μέσο όρο ROE ενώ για το έτος 2018 μεγαλύτερο μέσο όρο ROE έχουν αυτές με το μικρότερο μέγεθος.

5.4 Υπόδειγμα γραμμικής παλινδρόμησης

Έπειτα από την ANOVA, θα διερευνηθεί η σχέση της Εταιρικής Διακυβέρνησης με την αποδοτικότητα των εισηγμένων ελληνικών εταιρειών μέσω της μεθόδου της γραμμικής παλινδρόμησης.

Όπως αναφέρθηκε και στο προηγούμενο κεφάλαιο, η σχέση που θα υπολογίσουμε μέσω της παλινδρόμησης είναι η

$$\text{ROE} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Boardsize} + \beta_2 * \text{inddirectors} + \beta_3 * \text{ceochair} + \beta_4 * \text{women} + \beta_5 * \text{size}$$

όπου

ROE: κέρδη μετά φόρων/ίδια κεφάλαια

Boardsize: το μέγεθος του ΔΣ

Inddirectors: ο αριθμός των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών

Ceochair: η δυαδικότητα προέδρου και διευθύνοντα συμβούλου

Women: η παρουσία γυναικών στο ΔΣ

Size: το μέγεθος της εταιρείας (λογάριθμος του συνόλου του ενεργητικού)

Μέσα από την παλινδρόμηση θα εξετάσουμε κατά πόσο η κάθε μεταβλητή επηρεάζει τον δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων των εταιρειών και το μέγεθος αυτής της επίδρασης. Για την εξαγωγή της γραμμικής παλινδρόμησης χρησιμοποιήθηκε το excel.

Στατιστικά παλινδρόμησης	
Πολλαπλό R	0,509028549
R Τετράγωνο	0,259110064
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,041201259
Τυπικό σφάλμα	9,792934478
Μέγεθος δείγματος	23

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

	βαθμοί ελευθερίας	SS	MS	F	Σημαντικότητα F
Παλινδρόμηση	5	570,1711059	114,0342212	1,189076	0,355454344
Υπόλοιπο	17	1630,326617	95,90156568		
Σύνολο	22	2200,497723			

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P
Τεταγμένη επί την αρχή	51,37717519	23,29982793	2,205045262	0,04151
boardsize	-0,423663575	0,926729028	0,457160143	0,653344
inddirectors	-2,02349343	15,43279776	0,131116435	0,897222
ceochair	1,948174659	5,023402173	0,387819767	0,702962
women	-8,016210066	4,823028895	1,662069675	0,114826
size	-2,203234458	1,532677521	1,437506865	0,168726

Πίνακας 15: Υπόδειγμα γραμμικής παλινδρόμησης για το έτος 2017

Το υπόδειγμα που προκύπτει είναι

$$ROE = 51,37 - 0,42 * boardsize - 2,02 * inddirectors + 1,94 * ceochair - 8,016 * women - 2,2 * size$$

Το υπόδειγμα έχει $R^2=0,259$ κάτι το οποίο σημαίνει πώς το 25,9% της μεταβλητότητας του ROE ερμηνεύεται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές του υποδείγματος. Ο αριθμός αυτός είναι αρκετά μικρός κάτι το οποίο δηλώνει πως η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας δεν επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από τις ανεξάρτητες μεταβλητές.

Ο συντελεστής της μεταβλητής boardsize έχει αρνητικό πρόσημο και αυτό σημαίνει πώς το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου επηρεάζει αρνητικά την αποδοτικότητα της επιχείρησης. Όμως, ο συντελεστής δεν είναι στατιστικά σημαντικός καθώς η τιμή του t-statistic είναι μικρότερη του 2 σε απόλυτη τιμή και το αντίστοιχο p-value μεγαλύτερο για κάθε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας.

Ο συντελεστής της μεταβλητής *inddirectors* έχει αρνητικό πρόσημο επομένως όσο αυξάνεται η αναλογία ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών προς τα συνολικά μέλη του ΔΣ τότε μειώνεται η αποδοτικότητα των εταιρειών. Όμως και εδώ, ο συντελεστής δεν είναι στατιστικά σημαντικός σύμφωνα με τις τιμές των *t* και *p*.

Ο συντελεστής της μεταβλητής *ceochair* έχει θετικό πρόσημο επομένως ο διττός ρόλος Προέδρου και Διευθύνοντα Συμβούλου επηρεάζει θετικά τον δείκτη ROE και επομένως την αποδοτικότητα των εταιρειών. Όμως και εδώ, ο συντελεστής δεν είναι στατιστικά σημαντικός σύμφωνα με τις τιμές των *t* και *p*.

Τέλος, οι συντελεστές των μεταβλητών *women* και *size* είναι αρνητικοί και έτσι η παρουσία γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο μειώνει την αποδοτικότητα των εταιρειών ενώ όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος μίας εταιρείας τόσο θα μειώνεται και η αποδοτικότητά της. Οι συντελεστές των δυο αυτών παραμέτρων, όμως, δεν είναι στατιστικά σημαντικοί σύμφωνα με τις τιμές των *p* και *t*.

Στη συνέχεια, έγινε η αντίστοιχη γραμμική παλινδρόμηση για το έτος 2018 με τα αποτελέσματα να παρουσιάζονται στον πίνακα 16.

Στατιστικά παλινδρόμησης	
Πολλαπλό R	0,590421
R Τετράγωνο	0,348597
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,157008
Τυπικό σφάλμα	10,06334
Μέγεθος δείγματος	23

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

	βαθμοί ελευθερίας	SS	MS	F	Σημαντικότητα F
Παλινδρόμηση	5	921,313	184,2626	1,819502	0,162608
Υπόλοιπο	17	1721,605	101,2709		
Σύνολο	22	2642,918			

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P
Τεταγμένη επί την αρχή	7,238281	31,96572	0,226439	0,82356
boardsize	1,172734	0,930633	1,260147	0,22464
inndirectors	-25,0304	13,42544	-1,8644	0,079627
ceochair	-0,34344	4,881092	-0,07036	0,944726
women	8,329454	6,297583	1,322643	0,203472
size	-0,56079	1,997058	-0,28081	0,782245

Πίνακας 16: Υπόδειγμα γραμμικής παλινδρόμησης για το έτος 2018

Το υπόδειγμα που προκύπτει είναι

$$ROE = 51,37 - 0,42 * boardsize - 2,02 * inndirectors + 1,94 * ceochair - 8,016 * women - 2,2 * size$$

Στο 2018 παρατηρείται αλλαγή στα πρόσημα των συντελεστών των μεταβλητών boardsize, ceochair και women με την μεταβλητή boardsize να επηρεάζει θετικά την αποδοτικότητα των εταιρειών, η μεταβλητή ceochair αρνητικά και η μεταβλητή women θετικά την αποδοτικότητα των εταιρειών. Όπως και στο 2017, οι συντελεστές δεν είναι στατιστικά σημαντικοί με εξαίρεση τον συντελεστή της μεταβλητής inndirectors που είναι στατιστικά σημαντικός για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10% (τιμή $p=0,07 < 0,1$).

Τέλος, ο συντελεστής $R^2=0,3485$ είναι αρκετά χαμηλός και δείχνει πώς το 34,85% της μεταβλητότητας του δείκτη ROE ερμηνεύεται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές.

Το υπόδειγμα, και για τα δύο έτη, χαρακτηρίζεται από χαμηλές τιμές R^2 και στατιστικά ασήμαντους συντελεστές πράγμα το οποίο σημαίνει πως η αποδοτικότητα των εταιρειών δεν επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από τις ανεξάρτητες μεταβλητές οι οποίες επιλέχθηκαν για το υπόδειγμα.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η έννοια και η συμβολή της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην ανάπτυξη και στην αποδοτικότητα των εταιρειών αποτελεί ένα σημαντικό αντικείμενο μελέτης, τόσο για τις ελληνικές εταιρείες όσο και για εταιρείες άλλων χωρών. Το πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης παρουσιάζει ενδιαφέρον και αποτελεί αντικείμενο μελέτης και των νομοθετικών αρχών των περισσότερων χωρών καθώς οι αρχές και οι κανονισμοί που διέπουν τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης κατοχυρώνονται νομικά για όλες τις εισηγμένες εταιρείες. Με αυτό τον τρόπο, επιτυγχάνεται η προστασία των επενδυτών αλλά και η αποτελεσματική λειτουργία και εποπτεία των εταιρειών.

Στόχος της παρούσας εργασίας ήταν η διερεύνηση του κατά πόσο η Εταιρική Διακυβέρνηση επηρεάζει την αποδοτικότητα των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών. Για το σκοπό αυτό, συλλέχθηκαν στοιχεία από ένα δείγμα 23 εταιρειών για τα έτη 2017 και 2018. Συγκεκριμένα, εξετάστηκε η επίδραση στον δείκτη ROE των εταιρειών που δείχνει την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων πέντε ανεξάρτητων μεταβλητών που μετρούν το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου, τη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου (αριθμός ανεξάρτητων μελών, ύπαρξη γυναικών στο ΔΣ), τον διττό ρόλο Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου και Διευθύνοντα Συμβούλου και το μέγεθος της εταιρείας.

Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα της ANOVA και της γραμμικής παλινδρόμησης, παρατηρείται διαφοροποίηση των αποτελεσμάτων μεταξύ των δύο μεθόδων και μεταξύ των ετών που πραγματοποιήθηκε η έρευνα.

Παρά το γεγονός πως το συγκεκριμένο μοντέλο παρουσιάζει κάποια στατιστική συμπεριφορά, η μειωμένη ερμηνευτικότητα του υποδείγματος και οι στατιστικά μη σημαντικές μεταβλητές, μειώνουν αισθητά την αξία της ανάλυσης. Βέβαια, το γεγονός ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές δεν επηρεάζουν σε στατιστικά σημαντικό βαθμό την αποδοτικότητα των εταιρειών είναι ένα πολύ χρήσιμο συμπέρασμα και έρχεται σε αντίθεση με το θεωρητικό πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης αφού, όπως υποστηρίζει η θεωρία της Εταιρικής Διακυβέρνησης, οι κανόνες της επιδρούν θετικά στην αποδοτικότητα των εταιρειών.

Επιπρόσθετα, το συγκεκριμένο αποτέλεσμα επηρεάζεται και από την παρατεταμένη οικονομική κρίση στην οποία βρισκόταν η Ελλάδα κατά τα έτη 2017 και 2018. Λόγω της οικονομικής κρίσης και της γενικότερης κακής οικονομικής κατάστασης της χώρας, οι δείκτες

αποδοτικότητα των εταιρειών έχουν μειωθεί αρκετά ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις είναι και αρνητικοί με αποτέλεσμα η αξία αυτών των δεικτών να φθίνει.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου, η αναλογία μη εκτελεστικών με τα εκτελεστικά μέλη και η παρουσία γυναικών στο συμβούλιο επιδρούν αρνητικά στην απόδοση των εταιρειών ενώ ο διττός ρόλος Διευθύνοντα Σύμβουλου και Προέδρου επιδρά θετικά. Τα αποτελέσματα της έρευνας έρχονται σε αντίθεση σε ορισμένα σημεία με τα αποτελέσματα αντίστοιχων ερευνών. Για παράδειγμα, οι Donaldson & Davis (1991) κατέληξαν στην ύπαρξη θετικής συσχέτισης μεταξύ της παρουσίας γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο και της απόδοσης των εταιρειών. Στο ίδιο συμπέρασμα κατέληξε και η Πανοπούλου (2019). Αντίθετα, τα αποτελέσματα συμφωνούν με αυτά των Vera & Martin (2011) οι οποίοι κατέληξαν στο συμπέρασμα πως η ύπαρξη γυναικών στο ΔΣ επηρεάζει αρνητικά την απόδοση των εταιρειών. Σχετικά με τον διττό ρόλο Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου, τα αποτελέσματα της έρευνας συμφωνούν με την έρευνα του Jensen (1993) ο οποίο αναφέρει πως η δυαδικότητα στη διοίκηση οδηγεί σε μικρότερες αποδόσεις. Το πρόβλημα του δυαδικότητας του Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου έχει τονιστεί και από άλλες μελέτες (Jinarpon and Singh, 2009) στις οποίες διαπιστώνεται πως στις περισσότερες χώρες ο Πρόεδρος δεν έχει εκτελεστικές αρμοδιότητες και δεν εκτελεί τα καθήκοντα που έχει ο Διευθύνων Σύμβουλος, ενώ στις ελληνικές εταιρείες είναι πολύ συχνό το φαινόμενο ο Πρόεδρος να είναι το ίδιο πρόσωπο με τον Διευθύνων Σύμβουλο.

Ένας ακόμα βασικός παράγοντας που βρίσκουμε στην βιβλιογραφία σχετικά με τα επιτυχημένα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, είναι ο βαθμός επιρροής και συμμετοχής των μετόχων στη λήψη αποφάσεων της διοίκησης. Για παράδειγμα, στη Σουηδία, η διεύθυνση και το ΔΣ είναι χωρισμένα, ειδικά σε μεγάλες εταιρείες, ώστε να ενισχύεται η ανεξαρτησία (Bettschart and Tschaz, 2008) ενώ στις Η.Π.Α. έχει παρατηρηθεί πως η απομόνωση των διοικητικών συμβουλίων από τους μετόχους μειώνει τον κίνδυνο καθυστέρησης στη λήψη αποφάσεων (Phan et al, 2009). Το επίπεδο αυτό της ανεξαρτησίας μπορεί να είναι κάτι συνηθισμένο για τις Η.Π.Α. όμως στην Ελλάδα δεν παρατηρείται αρκετά συχνά.

Σχετικά με μελλοντικές έρευνες, παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον η διεξαγωγή αντίστοιχων ερευνών που να αφορούν μεγαλύτερα δείγματα εταιρειών, με διαφορετικό μέγεθος κεφαλαιοποίησης και σε διαφορετικές χρονικές περιόδους. Επίσης, μία χρήσιμη προσθήκη στην έρευνα είναι και η παρουσία μεταβλητών που αφορούν και άλλες πτυχές των εταιρειών όπως είναι το εργατικό δυναμικό, η ποικιλομορφία των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου,

τα καθήκοντα, οι αμοιβές και οι επιδόσεις, η υποβολή εκθέσεων με ακεραιότητα, ο έλεγχος, η σχέση με τους μετόχους κ.ά οι οποίες ενδεχομένως, να βοηθήσουν στην καλύτερη αποτύπωση της επίδρασης της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην αποδοτικότητα των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Aguilera, R.V. and Curevo-Cazurra, A. (2004), "Codes of good governance worldwide: what is the Trigger?", *Organization Studies*, Vol. 25 No. 3, pp. 415-443.

Andres, P., Azofra, V., and Lopez, F., (2005), "Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness", *Corporate Governance*, 13(2), pp. 197-210.

Bauer R., N. G. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management*, Volume 5, Issue 2, pp 91–104.

Bebchuk, L. A. (2009). What Matters in Corporate Governance? . *The Review of Financial Studies* , Volume 22, Issue 2,783-827.

Becht, M., Bolton, P., & Roell, A., (2003). Corporate Governance and Control, *Handbook of the Economics of Finance*, Volume 1, Part A, Pages 1-109

Berle, A. M. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York, : Mac Millan.

Bettschart, S., Tschanz, T., (2008). Corporate Governance in Switzerland", *OECD Observer*, Vol. 267, pp. 80-81

Bhagat, S. B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance* , Volume 14, Issue 3,257-273

Biais, B, and Perotti, E., (2002). "Machiavellian Privatization ." *American Economic Review*, 92 (1): 240-258

Callahan, C.M. and Smith, R.E. (2004), "Firm performance and management's discussion and analysis disclosures: an industry approach", working paper, University of Arkansas, Fayetteville.

Chi, L.-C. (2009), "Do transparency and disclosure predict firm performance? Evidence from the Taiwan market", *Experts systems with applications*, Vol. 36 No. 8, pp. 111198-111203.

Coase, R. (1937). *The nature of the firm*. Blackwell Publishing

Daft, R. M. (2001). *Understanding Management*. London: Thomson Learning

Debreceeny, R. and Rahman, A. (2005), "Firm-specific determinants of continuous corporate disclosures", *The International Journal of Accounting*, Vol. 40 No. 3, pp. 249-278.

- Donaldson, L., and Davis, J. H., (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management*, 16(1), 49-64
- Donaldson, L. & Davis, G., (1994). "Board and Company Performance-Research Challenges the Conventional Wisdom. *Corporate Governance: An International Review* , Vol 2 No3 p.151-160
- Drew, S. A. (2006). *Class:Five elements of corporate governance to manage strategic risk*. b .
- Dulewicz, V. & (2004). Does the composition and practice of boards of directors bear any relationship to the performance of their companies? . *Corporate Governance: An International Review*
- Elbashir, M. C. (2008). Measuring the effects of business intelligence systems: the relationship between business process and organizational performance. *International Journal of Accounting Information Systems* .
- Fourtounidou, S., (2018). *Corporate Governance and Firm Performance: The Case of Greek Firms*, HELLENIC OPEN UNIVERSITY
- Freeman, R. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: MA:pPitman.Latest edition Freeman.
- Grant, K. (2009). *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*. *Financial Market Trends*
- Hendry, K. & (2004). The role of the board in firm strategy: Integrating agency and organisational control perspectives. *Corporate Governance: An International Review* .
- Huang, C. (2010). Corporate governance, corporate social responsibility and corporate performance. *Journal of Management & Organization* .
- Immik, H., (2000), *Corporate Governance, Firm Performance and Cost of Capital of European Blue-Chip Companies*, mimeo, Tilburg University
- Jensen, M.C., (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, 48(3), pp. 831-880.
- Jiraporn, P., Singh, M., Lee, C.I., (2009). Ineffective corporate governance: Director busyness and board committee memberships, *Journal of Banking and Finance*, Vol.33, No.5,pp.819-828

Jones, E. L. (2006). Corporate Governance Codes and the Supply of Corporate Information in the UK. *Corporate Governance: An International Review* .

Keasey, K., Thompson, S., and Wright, M. (Eds) (1999), *Corporate Governance*. 4 Volumes Cheltenham: Elgar

Krishnamurti, C. , Šević, A. and Šević, Z. (2005), “Voluntary disclosure, transparency and market quality: evidence from emerging market ADRs”, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 15 Nos 4/5, pp. 435-454.

La Porta R., F. L.-d.-S. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* , Volume 58, Issues 1–2,3-27.

Lazarides, T., Drimpetas, E., (2009). Corporate governance and the information systems excellence factor, *Int. J. Business Excellence*, Vol. 2, No. 1

Lazarides, T., Drimpetas, E., (2011). Evaluating corporate governance and identifying its formulating factors: the case of Greece, *Corporate Governance*, Vol. 11 No. 2 2011, pp. 136-148

Lipman, F. D. (2015). *Corporate Governance Best Practices: Strategies for Public, Private, and Not-for-Profit Organizations*. Wiley.

Mertzanis, H. V. (2005), “Principles of Corporate Governance in Greece”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 9, No. 2, pp. 89-100

Neratzidis, M., & Filios, J. (2014). Recent corporate governance developments in Greece. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 14(3), 281-299

Pagano, M., Röell, A., Zechner, J., (2002). The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad?, *The Journal of Finance*, vol.57, issue 6, p.p. 2651-2694

Phan, P.H., Wright, M., Ucbasaran, D., Tan W., (2009). Corporate entrepreneurship: Current research and future directions, *Journal of Business Venturing*, Vol.24, No.3, pp. 197-205

Schulze, W., Lubatkin, M., Dino, R., (2003). Toward a theory of agency and altruism in family firms, *Journal of Business Venturing*, Volume 18, Issue 4, July 2003, Pages 473-490

Simon, S. W. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* , Volume 10, Issue 2,139-156.

Solomon, J. (2007), *Corporate Governance and Accountability*, 2nd ed., John Wiley & Sons, England.

Smith, Ad., (1776): *Wealth of Nations*, Amherst, NY Prometheus Books

Spanos, L. (2005). *Corporate Governance in Greece: Developments and Policy Implications*. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, , Vol5 No1 pp15-30

Vera, M.A., and Martin, A., (2011), “Gender and management on Spanish SMEs: an empirical analysis”, *The International Journal of Human Resource Management*, Vol 22, No 14, pp. 2852-2873.

Weisbach, S.M., (1987), “Outside Directors and CEO Turnover”, *Journal of Financial Economics* 20, pp. 431-460

Williamson, O. (1981). *The Economics of Organization: The Transaction Cost*. University of Chicago Press.

Windsor, D. (2009). *Tightening Corporate Governance*. *Journal of International Management*

Yermack, D., (1996), “Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors”, *Journal of Financial Economics*, 40(2), pp. 185-211.

Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης (2021), *Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης 2021*

ΟΟΣΑ (2003,2004,2015). *Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης*