



**ΕΘΝΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΠΟΔΙΣΤΡΙΑΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ**

**ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ (ΠΜΣ)
«ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΟΝΑΔΩΝ»**

**ΘΕΜΑ:
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΑ ΣΥΜΒΟΥΛΙΑ – ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΚΑΙ
ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ
ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΣ ΣΠΙΘΑΚΗΣ
Α.Μ. 164079**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ:
ΙΩΑΝΝΗΣ ΘΑΝΟΣ**

ΑΘΗΝΑ, ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ 2019

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία διερευνά τη σχέση μεταξύ των χαρακτηριστικών της σύνθεσης του διοικητικού μιας επιχείρησης με την αποδοτικότητα της και τον κίνδυνο που αυτή εμφανίζει ως επενδυτική επιλογή. Βασικός στόχος της εργασίας είναι να αναδείξει το κατά πόσον η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου μιας εταιρείας στην Ελλάδα είναι σε θέση να επηρεάσει με κάποιον τρόπο την απόδοση και τον κίνδυνο της ή να επαναβεβαιώσει τα ευρήματα της πλειοψηφίας των σχετικών μελετών για την Ελλάδα που έχουν δείξει ότι τα χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου δεν παίζουν ουσιαστικά κάποιο σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της απόδοσης μιας επιχείρησης.

Στην εργασία μας μελετούμε εμπειρικά τη σχέση διοικητικού συμβουλίου και απόδοσης καθώς και την αντίστοιχη σχέση με τον κίνδυνο με τη χρήση ενός δείγματος σαράντα πέντε εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρειών ενώ η περίοδος της μελέτης καλύπτει το διάστημα 2015-2018.

Στη μελέτη μας λαμβάνουμε υπ' όψιν μας διάφορες μορφές της λογιστικής αλλά και της χρηματιστηριακής απόδοσης των μετοχών των εταιρειών υπό εξέταση. Χρησιμοποιούμε, επίσης, δύο εναλλακτικούς υπολογισμούς του επενδυτικού κινδύνου για μια εταιρεία. Από την άλλη πλευρά, τα χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου που εξετάζονται αφορούν στο μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, τη γυναικεία παρουσία στα συμβούλια, τη στελέχωση των συμβουλίων με ανεξάρτητα με εκτελεστικά μέλη και τη μη δυαδικότητα προέδρου και διευθύνοντος συμβούλου, ήτοι την ταύτιση του προσώπου του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου με αυτό του διευθύνοντος συμβούλου σε μια επιχείρηση.

Τα ευρήματα μας όσον αφορά στο μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου δεν δείχνουν κάποια σημαντική συσχέτιση του με την απόδοση και τον κίνδυνο μιας επιχείρησης, γεγονός το οποίο επιβεβαιώνει τα ευρήματα των αντίστοιχων μελετών που έχουν εκπονηθεί για την Ελλάδα παλαιότερα. Αντιθέτως, όσον αφορά στην επιρροή της γυναικείας παρουσίας στα διοικητικά συμβούλια στην απόδοση των επιχειρήσεων, τα εμπειρικά αποτελέσματα παρέχουν ενδείξεις μιας αρνητικής τέτοιας επίδρασης. Το ίδιο ισχύει και για την παρουσία των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών και, ειδικότερα, για την περίπτωση των χρηματιστηριακών αποδόσεων των μετοχών των εξεταζόμενων εταιρειών. Τέλος, αναφορικά με το ρόλο της μη δυαδικότητας, τα αποτελέσματα, σε αντίθεση με τις προσδοκίες μας, δείχνουν ότι η κατοχή του ρόλου του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και του ρόλου του διευθύνοντος συμβούλου από το ίδιο πρόσωπο λειτουργεί ευεργετικά για μια επιχείρηση, διότι συμβάλλει αυξητικά στην απόδοση της και μειωτικά στον κίνδυνο που αυτή παρουσιάζει ως επενδυτική επιλογή.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ.....	5
ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ.....	6
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ: ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΕΝΝΟΙΕΣ	
1.1 ΚΙΝΗΤΡΟ ΚΑΙ ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ.....	10
1.2 ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ.....	12
1.3 ΤΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ.....	14
1.3.1 Σύνθεση, διορισμός και θητεία του Διοικητικού Συμβουλίου.....	14
1.3.2 Αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου.....	15
1.3.3 Καθήκοντα και ευθύνες του Διοικητικού Συμβουλίου.....	16
1.4 Η ΓΕΝΙΚΗ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ.....	17
1.4.1 Γενικές διατάξεις για τη Γενική Συνέλευση.....	17
1.4.2 Σύγκληση και συνεδρίαση της Γενικής Συνέλευσης.....	18
1.4.3 Αποφάσεις της Γενικής Συνέλευσης.....	20
1.5 ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΠΕΡΙ ΣΥΓΚΡΟΥΣΗΣ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ.....	21
1.5.1 Διατάξεις του Ν. 4548/2018 περί της σύγκρουσης συμφερόντων.....	21
1.5.2 ΕΚΕΔ - Ρόλος και αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου.....	23
1.5.3 ΕΚΕΔ - Μέγεθος και σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου.....	24
1.5.4 ΕΚΕΔ - Καθήκοντα και συμπεριφορά των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.....	25
1.5.5 ΕΚΕΔ - Σχέσεις του Διοικητικού Συμβουλίου με τους μετόχους.....	25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ: ΘΕΩΡΗΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	
2.1 ΘΕΩΡΙΑ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ (AGENCY THEORY).....	27
2.2 ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΜΕΝΩΝ ΜΕΡΩΝ (STAKEHOLDER THEORY).....	31
2.3 ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΕΙΑΣ - ΕΠΙΜΕΛΗΤΕΙΑΣ (STEWARDSHIP THEORY).....	34
2.4 ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΗΓΕΜΟΝΙΑΣ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ (MANAGERIAL HEGEMONY THEORY).....	36
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ	
3.1 ΕΡΕΥΝΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	39
3.2 ΕΡΕΥΝΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ.....	43
3.3 ΕΡΕΥΝΕΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΗΝΩΜΕΝΕΣ ΠΟΛΙΤΕΙΕΣ.....	47
3.4 ΕΡΕΥΝΕΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΥΠΟΛΟΙΠΟ ΚΟΣΜΟ.....	51
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ: ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ, ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ	
4.1 ΣΥΝΘΕΣΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΗ.....	56
4.1.1 Ανάλυση των ερευνητικών υποθέσεων για την απόδοση.....	56
4.1.2 Οικονομετρικό υπόδειγμα για την απόδοση.....	58
4.1.3 Υπολογισμοί της απόδοσης.....	59
4.2 ΣΥΝΘΕΣΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΣ.....	61

4.2.1 Ανάλυση των ερευνητικών υποθέσεων για τον κίνδυνο.....	61
4.2.2 ΟικονομETRικό υπόδειγμα για τον κίνδυνο.....	63
4.2.3 Εκτιμήσεις του κινδύνου.....	63
4.3 ΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ.....	65
 ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ: ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ	
5.1 ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ.....	72
5.2 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΣ.....	77
5.3 ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ.....	81
5.4 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ.....	85
5.5 ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΘΕΣΗΣ Δ.Σ.....	87
5.6 ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΚΑΙ ΣΥΝΘΕΣΗΣ Δ.Σ.....	91
 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	 93
 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	 96

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Πρώτα απ' όλα θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα Καθηγητή της διπλωματικής μου εργασίας, κ. Ιωάννη Θάνο για την εμπιστοσύνη που μου έδειξε αναθέτοντας μου την παρούσα εργασία, αλλά και για την πολύτιμη καθοδήγηση, βοήθεια και άψογη συνεργασία που είχαμε καθ' όλη τη διάρκεια εκπόνησης της.

Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους όσους με βοήθησαν να φέρω εις πέρας την εργασία μου.

Τέλος, ένα μεγάλο ευχαριστώ οφείλω στους δύο μικρούς μου ήρωες για την στήριξη σε όλη τη διάρκεια των σπουδών μου και της ζωής μου, καθώς επίσης και στα αδέρφια της ζωής και όχι του αίματος για την υπομονή τους και για το κουράγιο και τη δύναμη που μου προσέφεραν για την ολοκλήρωση της διπλωματικής μου εργασίας.

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1	Δείγμα της Μελέτης.....
Πίνακας 2	Λογιστικά Μεγέθη.....
	Υπό-πίνακας 2.1 Λογιστικά Μεγέθη.....
	Υπό-πίνακας 2.2 Λογιστικά Μεγέθη (συνέχεια).....
	Υπό-πίνακας 2.3 Λογιστικά Μεγέθη (συνέχεια).....
Πίνακας 3	Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας.....
	Υπό-πίνακας 3.1 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας
	Υπό-πίνακας 3.2 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας (συνέχεια).....
	Υπό-πίνακας 3.3 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας (συνέχεια).....
Πίνακας 4	Χρηματιστηριακές Αποδόσεις και Κίνδυνος.....
	Υπό-πίνακας 4.1 Χρηματιστηριακές Αποδόσεις και Κίνδυνος.....
	Υπό-πίνακας 4.2 Χρηματιστηριακές Αποδόσεις και Κίνδυνος (συνέχεια)...
	Υπό-πίνακας 4.3 Χρηματιστηριακές Αποδόσεις και Κίνδυνος (συνέχεια)...
Πίνακας 5	Οικονομετρική Ανάλυση των Χρηματιστηριακών Αποδόσεων.....
	Υπό-πίνακας 5.1 Οικονομετρική Ανάλυση Χρηματιστηριακών Αποδόσεων
	Υπό-πίνακας 5.2 Οικονομετρική Ανάλυση Χρηματιστηριακών Αποδόσεων
	(συνέχεια).....
	Υπό-πίνακας 5.3 Οικονομετρική Ανάλυση Χρηματιστηριακών Αποδόσεων
	(συνέχεια).....
Πίνακας 6	Χαρακτηριστικά Διοικητικού Συμβουλίου.....
	Υπό-πίνακας 6.1 Χαρακτηριστικά Διοικητικού Συμβουλίου.....
	Υπό-πίνακας 6.2 Χαρακτηριστικά Διοικητικού Συμβουλίου (συνέχεια).....
Πίνακας 7	Οικονομετρική Ανάλυση Αποδόσεων και Χαρακτηριστικών του Διοικητικού
	Συμβουλίου.....
Πίνακας 8	Οικονομετρική Ανάλυση Κινδύνου και Χαρακτηριστικών του Διοικητικού
	Συμβουλίου.....

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο σύγχρονο οικονομικό και επιχειρηματικό περιβάλλον, κομβικός είναι ο ρόλος των διοικητικών συμβουλίων των επιχειρήσεων, και δη των ανωνύμων εταιρειών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Μάλιστα, χωρίς να έχουν την αποκλειστικότητα, οι εισηγμένες ανώνυμες εταιρείες, επιδιώκοντας τη μεγιστοποίηση της ωφέλειας των μετόχων τους, επενδύουν, συνήθως, σημαντικούς χρηματικούς και λοιπούς πόρους στις νέες τεχνολογίες, εφευρίσκουν καινοτόμα νέα προϊόντα και υπηρεσίες, καθώς και σύγχρονες μεθόδους παραγωγής και εξυπηρέτησης των πελατών-καταναλωτών τους, και δημιουργούν νέες αγορές και ευκαιρίες απασχόλησης, συμβάλλοντας στη γενικότερη κοινωνική ευημερία και στην ανάπτυξη μιας γεωγραφικής περιοχής, χώρας ή ζώνης χωρών.

Η παρούσα εργασία διερευνά την επίδραση που μπορεί να ασκεί το διοικητικό συμβούλιο μιας επιχείρησης στην απόδοση της. Το θέμα αυτό εντάσσεται στο γενικότερο πεδίο μελέτης του ζητήματος της εταιρικής διακυβέρνησης μέσα σε ένα πλαίσιο λειτουργίας των σύγχρονων επιχειρήσεων στο οποίο η ιδιοκτησία και η διοίκηση μιας επιχείρησης συχνά διαχωρίζονται μεταξύ τους. Στόχος της εργασίας είναι, κατ' αρχάς, η περιγραφή του ρόλου του διοικητικού συμβουλίου σε αντιπαραβολή με το ρόλο της γενικής συνέλευσης των μετόχων, η οποία αποτελεί ένα εκ των δύο κυριότερων οργάνων λήψεως αποφάσεων και διακυβέρνησης μιας ανώνυμης εταιρείας. Στη συνέχεια, η εργασία εξετάζει από θεωρητική και εμπειρική σκοπιά την επίδραση της διάρθρωσης του διοικητικού συμβουλίου στην απόδοση και τον κίνδυνο ενός δείγματος σαράντα πέντε (45) επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών κατά το διάστημα 2015-2018.

Στο πρώτο κεφάλαιο της εργασίας προσδιορίζεται το κίνητρο και η συμβολή της μελέτης, ορίζεται η έννοια της ανώνυμης εταιρείας και περιγράφονται τα κύρια χαρακτηριστικά της. Περαιτέρω, αναλύονται, από νομικής απόψεως, οι βασικές διατάξεις του Ν. 4548/2018 που αφορούν στο ρόλο και τη λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου μιας ανώνυμης εταιρείας και της γενικής συνέλευσης των μετόχων της. Το ζήτημα της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των μελών του διοικητικού συμβουλίου και της γενικής συνέλευσης των μετόχων εξετάζεται στη συνέχεια, με αναφορά στις σχετικές διατάξεις του Ν. 4548/2018, οι οποίες στοχεύουν στην αντιμετώπιση του φαινομένου της σύγκρουσης συμφερόντων. Στο ίδιο πλαίσιο, αναλύονται οι προβλέψεις του Ελληνικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρείες αναφορικά με το ρόλο και τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου καθώς και με τις σχέσεις των μελών του με τους μετόχους της επιχείρησης.

Στο δεύτερο κεφάλαιο εξετάζονται οι βασικότερες θεωρίες και σχολές σκέψης οι οποίες προσπαθούν να απαντήσουν σε βασικά ερωτήματα που σχετίζονται με το ποιος διοικεί μια επιχείρηση και με ποιο τρόπο, την ύπαρξη συγκρούσεων συμφερόντων εντός μιας επιχείρησης και τις δυνατότητες άμβλυνσης τους, καθώς και με τα συστήματα διοίκησης τα οποία μπορούν να συμβάλλουν στη μεγιστοποίηση των αποτελεσμάτων της επιχείρησης. Συγκεκριμένα, εξετάζονται η θεωρία αντιπροσώπευσης, η θεωρία των ενδιαφερομένων μερών, η θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας, και η θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα κυριότερα αποτελέσματα της διεθνούς βιβλιογραφίας αναφορικά με τη σχέση της σύνθεσης και διάρθρωσης του διοικητικού συμβουλίου μιας επιχείρησης με την απόδοση της. Η επισκόπηση διενεργείται ξεχωριστά για την Ελλάδα, την Ευρώπη, τις Ηνωμένες Πολιτείες και διάφορες άλλες χώρες του υπόλοιπου κόσμου. Σημειώνεται ότι λόγω του μεγάλου όγκου των μελετών επί του θέματος παγκοσμίως, η παρουσίαση περιορίζεται στις αντιπροσωπευτικότερες εξ αυτών προκειμένου να σχηματιστεί μια γενική εικόνα για τα εμπειρικά ευρήματα σχετικά με την επίδραση του διοικητικού συμβουλίου μιας επιχείρησης στην αποδοτικότητα της.

Στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύονται οι υποθέσεις που θα διερευνηθούν εμπειρικά σε σχέση με την επίδραση της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου μιας ελληνικής εισηγμένης επιχείρησης στην απόδοση της. Πέραν της απόδοσης, θα εξεταστούν εμπειρικά και παρεμφερείς υποθέσεις που θα επιχειρήσουν να διαλευκάνουν το κατά πόσον το διοικητικό συμβούλιο μπορεί να επηρεάσει και τον κίνδυνο που παρουσιάζει μια επιχείρηση. Μαζί με τις ερευνητικές υποθέσεις, στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύεται και η μεθοδολογία που θα χρησιμοποιηθεί στην εμπειρική διερεύνηση μας και περιγράφονται οι μεταβλητές που θα ληφθούν υπ' όψιν. Το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με την περιγραφή του δείγματος των εισηγμένων επιχειρήσεων που έχουν επιλεγεί για τη μελέτη μας.

Στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα ευρήματα της εμπειρικής μελέτης που εκπονήσαμε αναφορικά με τη σχέση του διοικητικού συμβουλίου των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών και της απόδοσης αλλά και του κινδύνου τους για την περίοδο 2015-2018. Το κεφάλαιο ξεκινά με την ανάλυση των αριθμοδεικτών αποδοτικότητας. Στη συνέχεια, παρουσιάζονται οι χρηματιστηριακές αποδόσεις και ο κίνδυνος των μετοχών των εταιρειών του δείγματος. Κατόπιν, αναλύονται τα αποτελέσματα του οικονομετρικού υποδείγματος που χρησιμοποιήσαμε για την εξέταση των αποδόσεων των μετοχών και του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Στο επόμενο τμήμα του κεφαλαίου παρατίθενται στοιχεία για τη σύνθεση των διοικητικών συμβουλίων των εταιρειών υπό εξέταση. Η ανάλυση των αποτελεσμάτων του διαστρωματικού οικονομετρικού υποδείγματος αναφορικά με τη σχέση

της απόδοσης και των χαρακτηριστικών του διοικητικού συμβουλίου ακολουθεί. Στο τελευταίο τμήμα του κεφαλαίου παρουσιάζονται τα αντίστοιχα αποτελέσματα για τη σχέση κινδύνου και σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου.

Η περίληψη των κύριων σημείων της εργασίας μας και η ανακεφαλαίωση των βασικών συμπερασμάτων που εξήχθησαν από τη μελέτη μας θα ολοκληρώσουν την παρούσα εργασία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ: ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΕΝΝΟΙΕΣ

Στο κεφάλαιο αυτό προσδιορίζεται το κίνητρο της μελέτης και περιγράφεται η έννοια και τα χαρακτηριστικά της ανώνυμης εταιρείας. Στη συνέχεια, περιγράφονται οι βασικές διατάξεις του Ν. 4548/2018 αναφορικά με το ρόλο και τη λειτουργία των δύο βασικών οργάνων μιας ανώνυμης εταιρείας, ήτοι του διοικητικού της συμβουλίου και της γενικής συνέλευσης των μετόχων της. Στη συνέχεια, εξετάζεται το ζήτημα της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των μελών του διοικητικού συμβουλίου και της γενικής συνέλευσης των μετόχων, με αναφορά στις διατάξεις του Ν. 4548/2018, οι οποίες επιχειρούν να αντιμετωπίσουν το ζήτημα της σύγκρουσης συμφερόντων. Στο ίδιο πλαίσιο, αναλύονται οι προβλέψεις του Ελληνικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης για τις εισηγμένες εταιρείες αναφορικά με το ρόλο και τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου καθώς και με τις σχέσεις των μελών του με τους μετόχους της επιχείρησης.

1.1 ΚΙΝΗΤΡΟ ΚΑΙ ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Η επιλογή της επίδρασης της διάρθρωσης του διοικητικού συμβουλίου στην απόδοση μιας επιχείρησης ως αντικείμενο μελέτης εκπορεύεται από το έντονο ερευνητικό ενδιαφέρον επί του θέματος στη διεθνή βιβλιογραφία. Ειδικότερα, πλήθος επιστημονικών μελετών έχουν εκπονηθεί και δημοσιευθεί για διάφορες χώρες, οι οποίες εξετάζουν το κατά πόσον διάφοροι παράγοντες που σχετίζονται με τη διάρθρωση των διοικητικών συμβουλίων επιδρούν στην απόδοση των επιχειρήσεων που τελούν υπό τη διοίκηση τους.

Πλήθος παραγόντων, όπως ενδεικτικά το μέγεθος, δηλαδή ο αριθμός των μελών του διοικητικού συμβουλίου, η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου, ήτοι η ύπαρξη ανεξάρτητων εκτελεστικών ή μη εκτελεστικών μελών, ο διαχωρισμός του ρόλου του Διευθύνοντος Συμβούλου από αυτόν του Προέδρου, η ύπαρξη γυναικών ή μη στα διοικητικά συμβούλια, το μορφωτικό επίπεδο των μελών του διοικητικού συμβουλίου, και ο αριθμός των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου, έχουν εξεταστεί ως στοιχεία που μπορεί να επηρεάσουν, είτε θετικά είτε αρνητικά, την απόδοση μιας επιχείρησης. Στις μελέτες αυτές, η απόδοση προσδιορίζεται μέσα από μια ποικιλία μεταβλητών, όπως ενδεικτικά η απόδοση των συνολικών επενδυμένων κεφαλαίων (Return on Assets) ή απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (Return on Equity).

Βάσει των παραπάνω, στόχος της παρούσας μελέτης είναι να συμβάλλει στην εμπειρική διερεύνηση της επίδρασης της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων με νέα στοιχεία, τα οποία καλύπτουν την περίοδο 2015-2018. Δεδομένου ότι το υπό εξέταση διάστημα έχει χαρακτηριστεί από τη δημοσιονομική κρίση και ύφεση της ελληνικής οικονομίας και την εφαρμογή αυστηρών περιοριστικών μέτρων από την ελληνική κυβέρνηση, η μελέτη μας μπορεί να δώσει απαντήσεις για την επιρροή του διοικητικού συμβουλίου στην απόδοση των ελληνικών επιχειρήσεων εντός ενός ασφυκτικού δημοσιονομικού και οικονομικού περιβάλλοντος.

Η μελέτη συμβάλλει στην υπάρχουσα βιβλιογραφία με διάφορους τρόπους. Κατ' αρχάς διερευνά τη σχέση των χαρακτηριστικών του διοικητικού συμβουλίου με την απόδοση μιας επιχείρησης στην Ελλάδα χρησιμοποιώντας τα πλέον πρόσφατα δεδομένα που χρησιμοποιηθεί στη σχετική βιβλιογραφία. Συγκεκριμένα, η περίοδος μελέτης εκτείνεται από το 2015 έως το 2018 και καλύπτει, δηλαδή, περίπου το δεύτερο κομμάτι της κρίσης στην Ελλάδα.¹ Συνεπώς, μπορούμε να αντλήσουμε συμπεράσματα και για την τυχόν συμβολή των διοικητικών συμβουλίων στην αντιμετώπιση της κρίσης, η οποία συμβολή θα πρέπει να αντανακλάται στην απόδοση των επιχειρήσεων. Τέτοια συμπεράσματα μπορούν να αντληθούν από τη σύγκριση των υπάρχοντων ευρημάτων της βιβλιογραφίας για τις ελληνικές επιχειρήσεις για την περίοδο προ κρίσης με τα εμπειρικά αποτελέσματα της μελέτης μας.

Ένα δεύτερο στοιχείο συμβολής της εργασίας μας στη βιβλιογραφία σχετίζεται με την εξέταση της σχέσης των χαρακτηριστικών του διοικητικού της συμβουλίου μιας επιχείρησης με τον κίνδυνο που αυτή παρουσιάζει ως επενδυτική επιλογή. Με βάση τη γνώση μας επί της υπάρχουσας βιβλιογραφίας, η πλειοψηφία των σχετικών μελετών διεθνώς εστιάζει στη σχέση διοικητικού συμβουλίου και απόδοσης ενώ η αντίστοιχη σχέση με τον κίνδυνο δεν έχει προσελκύσει αντίστοιχο ενδιαφέρον.

Τέλος, τα εμπειρικά ευρήματα της μελέτης μας, κατά κύριο λόγο, επιβεβαιώνουν την υπάρχουσα βιβλιογραφία για την Ελλάδα, η οποία έχει αναδείξει ότι, ουσιαστικώς, η επιρροή της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου στην απόδοση μιας επιχείρησης είναι, στην καλύτερη περίπτωση, φτωχή, πράγμα το οποίο πιστοποιείται εκ νέου από την εργασία μας.

Η μόνη εξαίρεση στην παραπάνω ανυπαρξία σημαντικής συσχέτισης μεταξύ των χαρακτηριστικών του διοικητικού συμβουλίου και της απόδοσης αφορά στον παράγοντα της

¹ Όπως θα δούμε παρακάτω, με την περίοδο της κρίσης έχουν ασχοληθεί οι Georgantopoulos και Filos (2017), οι οποίοι εξετάζουν μόνο την αποδοτικότητα των ελληνικών τραπεζών σε συνάρτηση με το διοικητικό τους συμβούλιο για την περίοδο 2008-2014. Η δική μας μελέτη χρησιμοποιεί ακόμη πιο σύγχρονα στοιχεία για τις επιχειρήσεις της “πραγματικής”, όπως λέγεται, οικονομίας.

δυναδικότητας (ή μη δυναδικότητας όπως την ορίζουμε εμείς στη μελέτη μας) στο πρόσωπο του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου. Συγκεκριμένα, τα εμπειρικά αποτελέσματα μας δείχνουν ένα σημαντικό βαθμό θετικής συσχέτισης μεταξύ της απόδοσης μιας εταιρείας και του προσώπου του προέδρου όταν αυτό ταυτίζεται με αυτό του διευθύνοντος συμβούλου. Με άλλα λόγια, η απόδοση μιας επιχείρησης δείχνει να είναι μεγαλύτερη όταν ο πρόεδρος και ο διευθύνοντας σύμβουλος είναι το ίδιο και αυτό πρόσωπο.

Μια αντίστροφη σχέση αναδεικνύεται αναφορικά με τον κίνδυνο, η οποία δείχνει ότι ο επενδυτικός κίνδυνος μιας εταιρείας είναι μικρότερος όταν το πρόσωπο του προέδρου ταυτίζεται με αυτό του διευθύνοντος συμβούλου. Με βάση τη γνώση μας επί της διεθνούς βιβλιογραφίας, ένα τέτοιο εύρημα δεν έχει αναδειχθεί μέχρι τώρα.

1.2 ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Η ανώνυμη εταιρεία είναι ο σημαντικότερος, ίσως, τύπος των κεφαλαιουχικών εταιρειών, δηλαδή εκείνων των εταιρειών στις οποίες οι αποφάσεις λαμβάνονται με βάση τις εισφορές των μετόχων/ιδιοκτητών τους και όχι με βάση τα ποιοτικά χαρακτηριστικά αυτών των προσώπων.

Ανώνυμη εταιρεία είναι η εμπορική εταιρεία, έστω και αν ο σκοπός της δεν είναι η άσκηση εμπορικής δραστηριότητας, της οποίας το κεφάλαιο της διαιρείται σε ίσα μέρη που ονομάζονται μετοχές, οι οποίες μεταβιβάζονται ελεύθερα, οι δε κάτοχοι αυτών των μετοχών ευθύνονται για τις υποχρεώσεις της επιχείρησης μέχρι του ποσού της εισφοράς τους, χωρίς δηλαδή να ευθύνονται και με την προσωπική τους περιουσία.

Τα κυριότερα χαρακτηριστικά της ανώνυμης εταιρείας περιγράφονται από τον Λιονταρή (2008). Όπως αναφέραμε παραπάνω, η ανώνυμη εταιρεία είναι κεφαλαιουχική. Κατά τον Παναγιώτου (2013), κεφαλαιουχικές είναι οι εταιρείες εκείνες στις οποίες υπολογίζεται το στοιχείο των κεφαλαίων και το μέγεθος των εισφορών των εταίρων. Σε αυτό τον τύπο εταιρειών λείπει το προσωπικό στοιχείο του ιδιοκτήτη/διαχειριστή που υπάρχει στις προσωπικές εταιρείες. Λόγω του κεφαλαιουχικού της χαρακτήρα, η ανώνυμη εταιρεία ελέγχεται από τους μετόχους που κατέχουν άμεσα ή έμμεσα την πλειοψηφία του κεφαλαίου της, δηλαδή πάνω από το 50% αυτού.

Η ανώνυμη εταιρεία έχει δικής της νομική προσωπικότητα, είναι νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου, έχει την αποκλειστική ευθύνη για τις υποχρεώσεις της έναντι τρίτων χωρίς να εμπλέκονται οι μέτοχοι της, έχει δικαιοπρακτική ικανότητα, ιθαγένεια, επωνυμία, κατοικία και περιουσία.

Στην ανώνυμη εταιρεία, όπως και σε κάθε άλλης μορφής κεφαλαιουχική εταιρεία, η μεταβίβαση της εταιρικής ιδιότητας είναι ελεύθερη, εφόσον το πρόσωπο των εταίρων είναι αδιάφορο για την υπόσταση της εταιρείας. Αυτό συνεπάγεται ότι σοβαρά προσωπικά γεγονότα, όπως ο θάνατος ενός εταίρου ή η πτώχευση του, δεν επηρεάζουν την εταιρεία, όπως συμβαίνει με τις προσωπικές εταιρείες.

Η νομοθεσία ορίζει για την ίδρυση μιας ανώνυμης εταιρείας μεγάλο κεφάλαιο συγκριτικά με τους άλλους τύπους εταιρειών. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το άρθρο 15 του Ν. 4548/2018 για τις ανώνυμες εταιρείες, το ελάχιστο ύψος του κεφαλαίου της ανώνυμης εταιρείας ορίζεται στο ποσό των είκοσι πέντε χιλιάδων (25.000) ευρώ, ολοσχερώς καταβεβλημένο κατά τη σύσταση της εταιρείας. Το κεφάλαιο της ανώνυμης εταιρείας διαιρείται σε ίσα τμήματα, τις μετοχές. Οι μετοχές, ομοίως με την ιδιότητα του μετόχου-εταίρου, μεταβιβάζονται εύκολα και ελεύθερα.

Η ανώνυμη εταιρεία θεωρείται πάντα ότι αποτελεί εμπορική εταιρεία ακόμα και εάν δεν ασκεί εμπορική δραστηριότητα. Όπως επισημαίνει ο Ηλιόκαυτος (2006), το άρθρο 1 του Ν. 2190/20 όριζε ότι «πάσα ανώνυμος εταιρεία είναι εμπορική ακόμη και εάν ο σκοπός αυτής δεν είναι εμπορικός». Αποτέλεσμα του, εξ' ορισμού, εμπορικού χαρακτήρα της ανώνυμης εταιρείας είναι η υπαγωγή της στο εμπορικό δίκαιο, η τήρηση εμπορικών βιβλίων και η πτωχευτική της ικανότητα.

Η επωνυμία της εταιρείας πρέπει υποχρεωτικά να δηλώνει το είδος της εταιρείας και να ενσωματώνει τη φράση «Ανώνυμη Εταιρεία» ή το ακρωνύμιο «Α.Ε.» (π.χ. Ανώνυμη Εμπορική και Βιομηχανική Εταιρεία-ΑΕΒΕ, Ανώνυμη Κατασκευαστική Εταιρεία-ΑΤΕ, κ.ο.κ.). Η επωνυμία σχηματίζεται από το είδος της δραστηριότητας που ασκεί, δηλαδή από το σκοπό της, ο οποίος μπορεί να είναι καλλιτεχνικός, φιλανθρωπικός, εμπορικός, κ.λπ.. Περαιτέρω, η επωνυμία της ανώνυμης εταιρείας μπορεί να περιλαμβάνει και το όνομα του ιδρυτή ή άλλου φυσικού προσώπου ή την επωνυμία εμπορικής εταιρείας.

Για να συσταθεί μια ανώνυμη εταιρεία απαιτείται η τήρηση αυστηρών κανονιστικών όρων, ήτοι σύνταξη συμβολαιογραφικού εγγράφου για τη σύσταση, έγκριση της ίδρυσης της εταιρείας από την εποπτεύουσα αρχή και δημοσίευση του καταστατικού της εταιρείας στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως.

Η λήψη των αποφάσεων γίνεται κατά πλειοψηφία. Το διοικητικό συμβούλιο λαμβάνει αποφάσεις για τα τρέχοντα ζητήματα και για την όλη διοίκηση και διαχείριση της εταιρικής παρουσίας ενώ η γενική συνέλευση των μετόχων είναι αρμόδια για σοβαρότερες αποφάσεις, όπως, ενδεικτικά, ο διορισμός του διοικητικού συμβουλίου, η αύξηση ή η μείωση του μετοχικού κεφαλαίου, η αλλαγή του σκοπού της εταιρείας και η λύση της εταιρείας. Στη γενική

συνέλευση έχουν δικαίωμα να παραστούν και να ψηφίσουν όλοι οι μέτοχοι, ενώ κάθε μετοχή αντιπροσωπεύει μια ψήφο.

Ένα τελευταίο βασικό γνώρισμα της ανώνυμης εταιρείας αφορά στην σύνθεση της εσωτερικής της διάρθρωσης. Συγκεκριμένα, οι ανώνυμες εταιρείες, και ειδικότερα οι εταιρείες μεγάλου μεγέθους και εύρους δράσεων, παρουσιάζουν μια πολλαπλότητα οργάνων με κατανομή λειτουργιών και εξουσιών.

1.3 ΤΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

Στη τμήμα αυτό αναλύονται οι κύριες διατάξεις του Ν. 4548/2018 «Αναμόρφωση του δικαίου των ανωνύμων εταιρειών (Νέος νόμος περί Ανωνύμων Εταιριών)» που αφορούν στη σύνθεση, το διορισμό, τη θητεία, τις αρμοδιότητες, τα καθήκοντα και τις ευθύνες των μελών του διοικητικού συμβουλίου μιας ανώνυμης εταιρείας.²

1.3.1 Σύνθεση, διορισμός και θητεία του Διοικητικού Συμβουλίου

Η εταιρεία διοικείται από το διοικητικό συμβούλιο. Η διοίκηση της εταιρείας περιλαμβάνει τη διαχείριση και τη δικαστική και εξώδικη εκπροσώπησή της. Κατά κανόνα, το διοικητικό συμβούλιο ενεργεί συλλογικά και τα μέλη του είτε εκλέγονται είτε ορίζονται. Ο αριθμός των μελών του διοικητικού συμβουλίου ορίζεται από το καταστατικό ή από τη γενική συνέλευση, εντός των ορίων που προβλέπονται στο καταστατικό. Το διοικητικό συμβούλιο αποτελείται τουλάχιστον από τρία μέλη και όχι από περισσότερα των δεκαπέντε. Όταν το καταστατικό προβλέπει ελάχιστο και μέγιστο αριθμό μελών του διοικητικού συμβουλίου, τον ακριβή αριθμό των μελών προσδιορίζει η γενική συνέλευση.

Το πρώτο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας ορίζεται στο καταστατικό. Το καταστατικό μπορεί να προβλέπει ότι κάποιος μέτοχος ή μέτοχοι έχουν το δικαίωμα να διορίζουν απευθείας μέλη του διοικητικού συμβουλίου, όχι όμως πέραν των δύο πέμπτων (2/5) του προβλεπόμενου συνολικού αριθμού αυτών, καθώς επίσης και να ορίζει τις προϋποθέσεις άσκησης του δικαιώματος, ιδίως σε ό,τι αφορά το ποσοστό συμμετοχής στο κεφάλαιο και τη δήλωση διορισμού. Οι σύμβουλοι που διορίζονται κατευθείαν από κάποιον μέτοχο ή αριθμό μετόχων ανακαλούνται οποτεδήποτε από το μέτοχο ή τους μετόχους που έχουν το δικαίωμα διορισμού τους.

Εκείνος που εκλέγει ή διορίζει το διοικητικό συμβούλιο μπορεί να εκλέξει ή να διορίσει και αναπληρωματικά μέλη για την περίπτωση παραίτησης ή θανάτου των προσώπων που

² Οι διατάξεις του Ν. 4548/2018 που παρατίθενται σε αυτό το κεφάλαιο έχουν αντληθεί από ASTbooks (2018).

εκλέχτηκαν ή διορίστηκαν από αυτόν ή για οποιονδήποτε άλλο λόγο έχασαν την ιδιότητα του μέλους διοικητικού συμβουλίου. Τα αναπληρωματικά μέλη μπορούν να παρίστανται στις συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου χωρίς ψήφο.

Σε περίπτωση παραίτησης ή θανάτου ή με οποιονδήποτε άλλο τρόπο απώλειας της ιδιότητας μέλους ή μελών του διοικητικού συμβουλίου, το διοικητικό συμβούλιο μπορεί να εκλέγει μέλη αυτού σε αντικατάσταση των μελών που εξέλιπαν. Η εκλογή αυτή επιτρέπεται εφόσον η αναπλήρωση των παραπάνω μελών δεν είναι εφικτή από αναπληρωματικά μέλη, που έχουν εκλεγεί από τη γενική συνέλευση ή διοριστεί από μέτοχο ή μετόχους.

Η μέγιστη διάρκεια θητείας των μελών του διοικητικού συμβουλίου ορίζεται στο καταστατικό, δεν μπορεί όμως να υπερβαίνει τα έξι έτη. Αν ο διορισμός ή η εκλογή μέλους ή μελών γίνουν για χρονικό διάστημα που υπερβαίνει τη μέγιστη διάρκεια της θητείας, ισχύουν για τη μέγιστη αυτή διάρκεια. Η θητεία των μελών του διοικητικού συμβουλίου παρατείνεται μέχρι τη λήξη της προθεσμίας, εντός της οποίας πρέπει να συνέλθει η αμέσως επόμενη τακτική γενική συνέλευση και μέχρι τη λήψη της σχετικής απόφασης.

1.3.2 Αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου

Το διοικητικό συμβούλιο είναι αρμόδιο να αποφασίζει για κάθε πράξη που αφορά στη διοίκηση της εταιρείας, τη διαχείριση της περιουσίας της και την εν γένει επιδίωξη του σκοπού της. Πράξεις του διοικητικού συμβουλίου, ακόμη και αν είναι εκτός του εταιρικού σκοπού, δεσμεύουν την εταιρεία απέναντι στους τρίτους, εκτός αν ο τρίτος γνώριζε την υπέρβαση του εταιρικού σκοπού ή, λαμβανομένων υπόψη των περιστάσεων, δεν μπορούσε να την αγνοεί.

Το διοικητικό συμβούλιο μπορεί να αναθέτει τις εξουσίες της διαχείρισης και εκπροσώπησης της εταιρείας σε ένα ή περισσότερα πρόσωπα, μέλη του ή μη, εφόσον αυτό επιτρέπεται, σύμφωνα με το καταστατικό. Το καταστατικό μπορεί επίσης να επιτρέπει στο διοικητικό συμβούλιο ή να το υποχρεώνει να αναθέτει τον εσωτερικό έλεγχο της εταιρείας σε ένα ή περισσότερα πρόσωπα, μη μέλη του. Τα πρόσωπα αυτά μπορούν, εφόσον δεν το απαγορεύει το καταστατικό και προβλέπεται από τις αποφάσεις του διοικητικού συμβουλίου, να αναθέτουν περαιτέρω την άσκηση των εξουσιών που τους ανατέθηκαν ή μέρους τούτων σε άλλα μέλη του διοικητικού συμβουλίου ή τρίτους.

Με διάταξη του καταστατικού ή με απόφαση του διοικητικού συμβουλίου, εφόσον το καταστατικό το επιτρέπει, μπορεί επίσης να συγκροτείται εκτελεστική επιτροπή και να ανατίθενται σ' αυτήν ορισμένες εξουσίες ή καθήκοντα του διοικητικού συμβουλίου. Στην περίπτωση αυτή, η σύνθεση, οι αρμοδιότητες, τα καθήκοντα και ο τρόπος λήψης των αποφάσεων της εκτελεστικής επιτροπής, καθώς και κάθε θέμα που αφορά στη λειτουργία της

ρυθμίζονται με το καταστατικό ή την απόφαση του διοικητικού συμβουλίου σχετικά με τη συγκρότηση της.

Στις εταιρείες που έχουν τίτλους εισηγμένους σε ρυθμιζόμενη αγορά, όπως για παράδειγμα το Χρηματιστήριο Αθηνών, εκλέγονται εκτελεστικά, μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου.

Το διοικητικό συμβούλιο εκλέγει μεταξύ των μελών του τον πρόεδρο, αν δεν τον έχει ήδη ορίσει το καταστατικό ή η γενική συνέλευση. Ο πρόεδρος ασκεί τις αρμοδιότητες που προβλέπει ο νόμος και το καταστατικό. Το καταστατικό, η γενική συνέλευση ή και το διοικητικό συμβούλιο εκλέγουν επίσης αναπληρωτή του προέδρου. Εφόσον δεν υπάρχει πρόεδρος ούτε αναπληρωτής του, καθήκοντα προέδρου μπορεί να ασκήσει προσωρινά ο μέτοχος με τον μεγαλύτερο αριθμό μετοχών με δικαίωμα ψήφου.

1.3.3 Καθήκοντα και ευθύνες του Διοικητικού Συμβουλίου

Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και κάθε τρίτο πρόσωπο, στο οποίο έχουν ανατεθεί από αυτό εξουσίες, οφείλουν κατά την άσκηση των καθηκόντων τους να τηρούν το νόμο, το καταστατικό και τις νόμιμες αποφάσεις της γενικής συνέλευσης. Οφείλουν να διαχειρίζονται τις εταιρικές υποθέσεις με σκοπό την προαγωγή του εταιρικού συμφέροντος, να εποπτεύουν την εκτέλεση των αποφάσεων του διοικητικού συμβουλίου και της γενικής συνέλευσης και να ενημερώνουν τα άλλα μέλη του διοικητικού συμβουλίου για τις εταιρικές υποθέσεις.

Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου οφείλουν να τηρούν τα κατά το νόμο αρχεία, βιβλία και στοιχεία. Έχουν επίσης το συλλογικό καθήκον να εξασφαλίζουν ότι οι ετήσιες χρηματοοικονομικές καταστάσεις, η ετήσια έκθεση διαχείρισης και, όταν προβλέπεται, η δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης, οι ενοποιημένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις, οι ενοποιημένες εκθέσεις διαχείρισης και η τυχόν ενοποιημένη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης, συντάσσονται και δημοσιεύονται, σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου ή, κατά περίπτωση, σύμφωνα με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα που έχουν υιοθετηθεί με τον Κανονισμό ΕΚ αριθμ. 1606/2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου.

Με την επιφύλαξη των διατάξεων που εκάστοτε διέπουν τις συναλλαγές πιστωτικών και χρηματοδοτικών ιδρυμάτων με πρόσωπα τα οποία έχουν ειδική σχέση με αυτά, απαγορεύεται και είναι άκυρη η σύναψη οποιωνδήποτε συμβάσεων της εταιρείας με τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και πρόσωπα που ελέγχουν την εταιρεία και τα στενά μέλη της οικογένειας των προσώπων αυτών, καθώς και η παροχή ασφαλειών και εγγυήσεων προς τρίτους υπέρ των προσώπων αυτών, χωρίς ειδική άδεια παρεχόμενη με απόφαση του διοικητικού συμβουλίου ή της γενικής συνέλευσης των μετόχων.

Κάθε μέλος του διοικητικού συμβουλίου ευθύνεται έναντι της εταιρείας για ζημία που αυτή υφίσταται λόγω πράξης ή παράλειψης που συνιστά παράβαση των καθηκόντων του. Η ευθύνη αυτή δεν υφίσταται, αν το μέλος του διοικητικού συμβουλίου αποδείξει ότι κατέβαλε κατά την άσκηση των καθηκόντων του την επιμέλεια του συνετού επιχειρηματία που δραστηριοποιείται σε παρόμοιες συνθήκες. Η επιμέλεια αυτή κρίνεται με βάση και την ιδιότητα κάθε μέλους και τα καθήκοντα που του έχουν ανατεθεί κατά το νόμο, το καταστατικό ή με απόφαση των αρμόδιων εταιρικών οργάνων.

Αν από κοινή πράξη περισσότερων μελών του διοικητικού συμβουλίου προήλθε ζημία ή αν για την ίδια ζημία ευθύνονται παράλληλα περισσότεροι, ενέχονται όλοι εις ολόκληρον. Το ίδιο ισχύει και αν έχουν ενεργήσει περισσότεροι συγχρόνως ή διαδοχικά και δεν μπορεί να εξακριβωθεί τίνος η πράξη επέφερε τη ζημία.

1.4 Η ΓΕΝΙΚΗ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ

Στη τμήμα αυτό αναλύονται οι κύριες διατάξεις του Ν. 4548/2018 που αφορούν στις αρμοδιότητες, τις αποφάσεις και τις συνεδριάσεις της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων μιας ανώνυμης εταιρείας.

1.4.1 Γενικές διατάξεις για τη Γενική Συνέλευση

Η γενική συνέλευση των μετόχων είναι το ανώτατο όργανο της εταιρείας και δικαιούται να αποφασίζει για κάθε εταιρική υπόθεση. Οι αποφάσεις της δεσμεύουν και τους απόντες ή διαφωνούντες μετόχους. Η γενική συνέλευση είναι μόνη αρμόδια να αποφασίζει για:

- α) Τροποποιήσεις του καταστατικού. Ως τροποποιήσεις θεωρούνται και οι αυξήσεις, τακτικές ή έκτακτες, και οι μειώσεις του κεφαλαίου.
- β) Εκλογή μελών του διοικητικού συμβουλίου και ελεγκτών.
- γ) Την έγκριση της συνολικής διαχείρισης και την απαλλαγή των ελεγκτών.
- δ) Έγκριση των ετήσιων και των τυχόν ενοποιημένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων.
- ε) Διάθεση των ετήσιων κερδών.
- στ) Την έγκριση παροχής αμοιβών ή προκαταβολής αμοιβών.
- ζ) Επί εισηγμένων σε ρυθμιζόμενη αγορά εταιρειών, την έγκριση της πολιτικής αποδοχών και της έκθεσης αποδοχών.
- η) Συγχώνευση, διάσπαση, μετατροπή, αναβίωση, παράταση της διάρκειας ή λύση της εταιρείας.
- θ) Διορισμό εκκαθαριστών.

Στις αρμοδιότητες της γενικής συνέλευσης δεν υπάγονται οι ακόλουθες πράξεις:

- α) Αυξήσεις κεφαλαίου ή πράξεις αναπροσαρμογής του κεφαλαίου που ρητά ανατίθενται από το νόμο ή το καταστατικό στο διοικητικό συμβούλιο, καθώς και αυξήσεις που επιβάλλονται από διατάξεις άλλων νόμων.
- β) Η τροποποίηση ή η προσαρμογή διατάξεων του καταστατικού από το διοικητικό συμβούλιο στις περιπτώσεις που ορίζει τούτο ρητά ο νόμος.
- γ) Ο διορισμός με το καταστατικό του πρώτου διοικητικού συμβουλίου.
- δ) Η εκλογή κατά το καταστατικό συμβούλων σε αντικατάσταση παραιτηθέντων, αποθανόντων ή απωλεσάντων την ιδιότητά τους με οποιονδήποτε άλλο τρόπο.
- ε) Η συγχώνευση με απορρόφηση ανώνυμης εταιρείας από άλλη ανώνυμη εταιρεία που κατέχει το εκατό τοις εκατό (100%) των μετοχών της, η απόφαση της απορροφώσας ανώνυμης εταιρείας για τη συγχώνευση με απορρόφηση άλλης κεφαλαιουχικής εταιρείας της οποίας κατέχει το ενενήντα τοις εκατό (90%) ή περισσότερο των μετοχών ή μεριδίων της, καθώς και η απόφαση διασπώμενης ανώνυμης εταιρείας για τη διάσπαση της όταν οι επωφελούμενες εταιρείες κατέχουν τις μετοχές της στο σύνολο τους, σύμφωνα με τις οικείες διατάξεις.
- στ) Η δυνατότητα διανομής προσωρινών μερισμάτων.
- ζ) Η δυνατότητα διανομής κερδών ή προαιρετικών αποθεματικών μέσα στην τρέχουσα εταιρική χρήση με απόφαση του διοικητικού συμβουλίου, υποκείμενη σε δημοσίευση.

1.4.2 Σύγκληση και συνεδρίαση της Γενικής Συνέλευσης

Η γενική συνέλευση συνέρχεται υποχρεωτικά τουλάχιστον μία φορά κάθε εταιρική χρήση το αργότερο έως τη δέκατη (10η) ημερολογιακή ημέρα του ένατου μήνα μετά τη λήξη της εταιρικής χρήσης, προκειμένου να αποφασίσει για την έγκριση των ετήσιων χρηματοοικονομικών καταστάσεων και για την εκλογή ελεγκτών (τακτική γενική συνέλευση). Η τακτική γενική συνέλευση μπορεί να αποφασίσει και για οποιοδήποτε άλλο θέμα αρμοδιότητας της. Η γενική συνέλευση συνέρχεται εκτάκτως οποτεδήποτε άλλοτε το διοικητικό συμβούλιο κρίνει τούτο σκόπιμο ή αναγκαίο (έκτακτη γενική συνέλευση).

Σε περίπτωση που το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας γίνει κατώτερο από το μισό (1/2) του κεφαλαίου, το διοικητικό συμβούλιο υποχρεούται να συγκαλέσει τη γενική συνέλευση, μέσα σε προθεσμία έξι μηνών από τη λήξη της χρήσης, με θέμα τη λύση της εταιρείας ή την υιοθέτηση άλλου μέτρου. Την ίδια υποχρέωση έχουν οι ελεγκτές της εταιρείας, αν το Διοικητικό Συμβούλιο δεν προβαίνει στη σύγκληση εντός της παραπάνω προθεσμίας.

Η γενική συνέλευση συνέρχεται υποχρεωτικά στην έδρα της εταιρείας ή στην περιφέρεια άλλου δήμου εντός της περιφέρειας της έδρας ή άλλου δήμου όμορου της έδρας ή άλλου δήμου στην Ελλάδα προβλεπόμενου στο καταστατικό. Επί εταιρειών των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες σε ρυθμιζόμενη αγορά που εδρεύει στην Ελλάδα, η γενική συνέλευση μπορεί να συνέρχεται και στην περιφέρεια του δήμου όπου βρίσκεται η έδρα της ρυθμιζόμενης αγοράς. Επί εταιρειών των οποίων οι μετοχές δεν είναι εισηγμένες σε ρυθμιζόμενη αγορά, το καταστατικό μπορεί να επιτρέπει στη γενική συνέλευση να συνέρχεται και σε τόπο κείμενο στην αλλοδαπή.

Τη γενική συνέλευση συγκαλεί το διοικητικό συμβούλιο. Αν η εταιρεία έχει κηρυχθεί σε πτώχευση, τη γενική συνέλευση μπορεί να συγκαλέσει και ο σύνδικος, αν δεν έχει υπαχθεί σε διαδικασία εξυγίανσης. Η γενική συνέλευση μπορεί να συγκληθεί και κατόπιν αιτήματος της μειοψηφίας. Δικαίωμα να ζητήσει τη σύγκληση γενικής συνέλευσης έχει και ο ελεγκτής της εταιρείας με αίτηση του προς τον πρόεδρο του διοικητικού συμβουλίου. Η συνέλευση αυτή συγκαλείται υποχρεωτικά από το διοικητικό συμβούλιο εντός δέκα ημερών από την επίδοση της αίτησης, έχει δε ως αντικείμενο ημερήσιας διάταξης τα θέματα που περιέχονται στην αίτηση.

Πρόσκληση για σύγκληση γενικής συνέλευσης δεν απαιτείται στην περίπτωση κατά την οποία στη συνέλευση παρίστανται ή αντιπροσωπεύονται μέτοχοι που εκπροσωπούν το σύνολο του κεφαλαίου και κανείς από αυτούς δεν αντιλέγει στην πραγματοποίησή της και στη λήψη αποφάσεων (καθολική γενική συνέλευση).

Δέκα ημέρες πριν από την τακτική γενική συνέλευση, η εταιρεία θέτει στη διάθεση των μετόχων της τις ετήσιες χρηματοοικονομικές καταστάσεις της, καθώς και τις σχετικές εκθέσεις του διοικητικού συμβουλίου και των ελεγκτών.

Στη γενική συνέλευση δικαιούται να συμμετάσχει κάθε μέτοχος ο οποίος έχει και αποδεικνύει την ιδιότητα αυτή κατά την ημέρα διεξαγωγής της γενικής συνέλευσης. Μέτοχοι που είναι νομικά πρόσωπα μετέχουν στη γενική συνέλευση διά των εκπροσώπων τους. Δικαιούνται να μετάσχουν στη γενική συνέλευση, δεν υπολογίζονται όμως για το σχηματισμό της απαρτίας οι μέτοχοι με μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου.

Περαιτέρω, ο μέτοχος μπορεί να συμμετέχει στη γενική συνέλευση αυτοπροσώπως ή μέσω αντιπροσώπου. Το καταστατικό μπορεί να περιορίζει την ελευθερία των μετόχων να επιλέγουν αντιπροσώπους τους για τη συμμετοχή τους στη γενική συνέλευση, αλλά δεν μπορεί να αποκλείει την διά αντιπροσώπων ενάσκηση των δικαιωμάτων του μετόχου. Ο μέτοχος μπορεί να διορίσει αντιπρόσωπο για μία ή περισσότερες γενικές συνελεύσεις και για ορισμένο χρόνο. Ο αντιπρόσωπος ψηφίζει, σύμφωνα με τις οδηγίες του μετόχου, αν υφίστανται. Τυχόν

μη συμμόρφωση του αντιπροσώπου με τις οδηγίες που έχει λάβει, δεν επηρεάζει το κύρος των αποφάσεων της γενικής συνέλευσης, ακόμη και αν η ψήφος του αντιπροσώπου ήταν αποφασιστική για την επίτευξη της πλειοψηφίας.

Μέχρι την εκλογή του προέδρου της, που γίνεται από την ίδια με απλή πλειοψηφία, στη γενική συνέλευση προεδρεύει ο πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου ή ο αναπληρωτής του. Ο πρόεδρος ελέγχει την κανονικότητα της συγκρότησης της γενικής συνέλευσης, την ταυτότητα και τη νομιμοποίηση των παρόντων, την ακρίβεια των πρακτικών, διευθύνει τη συζήτηση, θέτει τα θέματα σε ψηφοφορία και αναγγέλλει το αποτέλεσμα της τελευταίας.

1.4.3 Αποφάσεις της Γενικής Συνέλευσης

Στη γενική συνέλευση, αν δεν ορίζεται κάτι άλλο στο καταστατικό, η ψηφοφορία είναι φανερή. Η γενική συνέλευση με φανερή ψηφοφορία μπορεί να αποφασίσει ότι η ψηφοφορία σε κάποιο θέμα ή και σε όλα τα θέματα της ημερήσιας διάταξης θα είναι μυστική. Δεν επιτρέπεται μυστική ψηφοφορία σε περιπτώσεις παροχής αμοιβών στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, καθώς και όπου ο νόμος απαιτεί φανερή ψηφοφορία ή όταν η ψήφος δίδεται από απόσταση.

Οι αποφάσεις της γενικής συνέλευσης λαμβάνονται με απόλυτη πλειοψηφία των εκπροσωπούμενων σε αυτή ψήφων. Το καταστατικό μπορεί να ορίζει ότι για συγκεκριμένες αποφάσεις απαιτούνται συγκεκριμένα ποσοστά ψήφων. Το αποτέλεσμα της ψηφοφορίας αναγγέλλεται από τον πρόεδρο της γενικής συνέλευσης μόλις διαπιστωθεί.

Εταιρείες με μετοχές εισηγμένες σε ρυθμιζόμενη αγορά δημοσιεύουν στο διαδικτυακό τους τόπο, με ευθύνη του διοικητικού συμβουλίου, τα αποτελέσματα της ψηφοφορίας, μέσα σε πέντε ημέρες το αργότερο από την ημερομηνία της γενικής συνέλευσης, προσδιορίζοντας για κάθε απόφαση τουλάχιστον τον αριθμό των μετοχών για τις οποίες δόθηκαν έγκυρες ψήφοι, την αναλογία του κεφαλαίου που εκπροσωπούν αυτές οι ψήφοι, το συνολικό αριθμό έγκυρων ψήφων, καθώς και τον αριθμό ψήφων υπέρ και κατά κάθε απόφασης και τον αριθμό των αποχών.

Οι συζητήσεις και αποφάσεις που λαμβάνονται κατά τη γενική συνέλευση καταχωρίζονται σε περίληψη σε ειδικό βιβλίο πρακτικών. Η εταιρεία υποχρεούται να χορηγεί στους μετόχους της αντίγραφα πρακτικών γενικών συνελεύσεων ύστερα από αίτησή τους. Οι μέτοχοι στους οποίους η εταιρεία αρνείται να χορηγήσει αντίγραφα των πρακτικών γενικής συνέλευσης, στην οποία παρέστησαν αυτοπροσώπως ή με νόμιμα εξουσιοδοτημένο αντιπρόσωπο, μπορούν να απευθυνθούν στο Γ.Ε.ΜΗ., όπου τηρείται ο φάκελος της εταιρείας, η οποία υποχρεούται να τους χορηγήσει τα αντίγραφα αυτά εφόσον πρόκειται για πράξεις που καταχωρούνται στο Γ.Ε.ΜΗ..

Οι αποφάσεις της γενικής συνέλευσης είναι δυνατόν να λαμβάνονται από τους μετόχους χωρίς συνεδρίαση αν συντρέχουν οι εξής προϋποθέσεις:

- α) Οι μετοχές της εταιρείας δεν είναι εισηγμένες σε ρυθμιζόμενη αγορά.
- β) Το καταστατικό προβλέπει αυτή τη δυνατότητα και προσδιορίζει τις αποφάσεις που μπορούν να ληφθούν με τον τρόπο αυτό.
- γ) Όλοι οι μέτοχοι έχουν γνωστοποιήσει στην εταιρεία τα στοιχεία ηλεκτρονικής επικοινωνίας τους.
- δ) Μειοψηφία του ενός πέμπτου (1/5) του κεφαλαίου δεν αντιτίθεται στη λήψη απόφασης χωρίς συνεδρίαση. Σχετική δήλωση πρέπει να σταλεί στο διοικητικό συμβούλιο μέσα σε σαράντα οκτώ ώρες από τη λήψη της πρότασης του διοικητικού συμβουλίου.

Αποφάσεις των μετόχων χωρίς συνεδρίαση λαμβάνονται ύστερα από πρόταση του διοικητικού συμβουλίου προς τους μετόχους για λήψη συγκεκριμένης απόφασης χωρίς συνεδρίαση και αποδοχή της πρότασης από την πλειοψηφία των μετόχων. Η πλειοψηφία υπολογίζεται επί του συνόλου των μετοχών που έχουν δικαίωμα ψήφου. Δικαίωμα συμμετοχής στη λήψη απόφασης χωρίς συνεδρίαση έχουν όσα πρόσωπα διαθέτουν τη μετοχική ιδιότητα κατά το χρόνο αποστολής της πρότασης από το διοικητικό συμβούλιο με το σύνολο των δικαιωμάτων ψήφου που διαθέτουν κατά το χρόνο αυτό.

1.5 ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΠΕΡΙ ΣΥΓΚΡΟΥΣΗΣ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ

Στο τμήμα αυτό περιγράφεται συνοπτικά το νομικό πλαίσιο στην Ελλάδα, το οποίο επιχειρεί να αντιμετωπίσει το ζήτημα της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των μελών του διοικητικού μιας επιχείρησης και των μετόχων της. Ειδικότερα, αναφερόμαστε στις σχετικές διατάξεις του Ν. 4548/2018 αλλά και στον Ελληνικό Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΚΕΔ),³ ο οποίος περιλαμβάνει διάφορες προβλέψεις για το Διοικητικό Συμβούλιο των εισηγμένων ανωνύμων εταιρειών καθώς και για τις σχέσεις του με τους μετόχους.

1.5.1 Διατάξεις του Ν. 4548/2018 περί της σύγκρουσης συμφερόντων

Η ανάπτυξη του φαινομένου της διοίκησης των επιχειρήσεων από άτομα που μπορεί να διαφέρουν από τους ιδιοκτήτες τους στηρίχθηκε στο υπόβαθρο της λεγόμενης «θεωρίας αντιπροσώπευσης (agency theory ή principal-agency theory)»,⁴ σύμφωνα με την οποία η επιχείρηση μπορεί να θεωρηθεί ως ένα σύνολο άτυπων συμβολαίων. Σκοπός της διοίκησης της

³ “Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης για τις Εισηγμένες Εταιρείες”, 2013, (<http://www.sev.org.gr>).

⁴ Θα αναφερθούμε διεξοδικότερα στη θεωρία αντιπροσώπευσης στο επόμενο κεφάλαιο της εργασίας μας.

επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της και, συνεπώς, της περιουσίας των συμμετεχόντων. Στην επιχείρηση υπάρχουν αρκετοί συμμετέχοντες (μέτοχοι, διοίκηση, κράτος, προμηθευτές, καταναλωτές, κ.ά.), τα συμφέροντα των οποίων είναι, αρκετά συχνά, συγκρουόμενα λόγω της ατελούς πληροφόρησης που κατέχουν οι διάφορες ομάδες.

Η σύγκρουση συμφερόντων γεννά επιπλέον κόστη για την παρακολούθηση της δράσης της διοίκησης (κόστος συλλογής πληροφοριών, κόστος παρακολούθησης και κόστος εφαρμογής ελεγκτικών διαδικασιών) από τους συμμετέχοντες. Το πρόβλημα εντολέα-εντολοδόχου δημιουργείται όταν ο εντολοδόχος (διοίκηση) ενεργεί για λογαριασμό του εντολέα (μέτοχοι) και πράττει με τρόπο που δεν εξυπηρετεί τα συμφέροντα του εντολέα του.

Το ισχύον νομικό πλαίσιο στην Ελλάδα (άρθρο 97 του Ν. 4548/2018) προβλέπει ότι τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και κάθε τρίτο πρόσωπο στο οποίο έχουν ανατεθεί από αυτό αρμοδιότητες του έχουν υποχρέωση πίστεως απέναντι στην εταιρεία. Οφείλουν ιδίως:

- α) Να μην επιδιώκουν ίδια συμφέροντα που αντιβαίνουν στα συμφέροντα της εταιρείας.
- β) Να αποκαλύπτουν έγκαιρα και με επάρκεια στα υπόλοιπα μέλη του διοικητικού συμβουλίου τα ίδια συμφέροντα τους, που ενδέχεται να ανακύψουν από συναλλαγές της εταιρείας, οι οποίες εμπίπτουν στα καθήκοντά τους, καθώς και κάθε σύγκρουση των συμφερόντων τους με εκείνα της εταιρείας ή συνδεδεμένων με αυτήν, η οποία ανακύπτει κατά την άσκηση των καθηκόντων τους. Οφείλουν ομοίως να αποκαλύπτουν και κάθε σύγκρουση των συμφερόντων της εταιρείας με τα συμφέροντα των μελών του διοικητικού συμβουλίου και των προσώπων που ελέγχουν την εταιρεία και τα στενά μέλη της οικογένειας των προσώπων αυτών, εφόσον έχουν σχέση με τα πρόσωπα αυτά. Ως επαρκής αποκάλυψη θεωρείται εκείνη που περιλαμβάνει περιγραφή τόσο της συναλλαγής όσο και των ιδίων συμφερόντων. Οι εταιρείες δημοσιοποιούν τις περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων στην επόμενη τακτική γενική συνέλευση των μετόχων. Στις εταιρείες με τίτλους εισηγμένους σε ρυθμιζόμενη αγορά η δημοσιοποίηση γίνεται και με την ετήσια έκθεση του διοικητικού συμβουλίου.
- γ) Να τηρούν αυστηρή εχεμύθεια για τις εταιρικές υποθέσεις και τα απόρρητα της εταιρείας, τα οποία κατέστησαν γνωστά σ' αυτούς λόγω της ιδιότητάς τους ως συμβούλων.

Το μέλος του διοικητικού συμβουλίου δεν δικαιούται να ψηφίζει σε θέματα στα οποία υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων με την εταιρεία του ίδιου ή άλλων προσώπων εξ' αυτών της παραπάνω παραγράφου. Στις περιπτώσεις αυτές οι αποφάσεις λαμβάνονται από τα υπόλοιπα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, σε περίπτωση δε που η αδυναμία ψήφου αφορά τόσα μέλη, ώστε τα υπόλοιπα να μη σχηματίζουν απαρτία, τα λοιπά μέλη του διοικητικού συμβουλίου, ανεξάρτητα από τον αριθμό τους, οφείλουν να προβούν σε σύγκληση γενικής συνέλευσης με αποκλειστικό σκοπό τη λήψη της συγκεκριμένης απόφασης.

Το άρθρο 98 του Ν. 4548/2018 απαγορεύει στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου που συμμετέχουν με οποιονδήποτε τρόπο στη διεύθυνση της εταιρείας, καθώς και στους διευθυντές αυτής, να ενεργούν, χωρίς άδεια της γενικής συνέλευσης ή σχετική πρόβλεψη του καταστατικού, για δικό τους λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτων, πράξεις που υπάγονται στους σκοπούς της εταιρείας, καθώς και να μετέχουν ως ομόρρυθμοι εταίροι ή ως μόνοι μέτοχοι ή εταίροι σε εταιρείες που επιδιώκουν τέτοιους σκοπούς.

Σε περίπτωση υπαίτιας παράβασης αυτής της απαγόρευσης, η εταιρεία δικαιούται να αξιώσει αποζημίωση. Μπορεί όμως, αντί της αποζημίωσης, να απαιτήσει, προκειμένου μεν για πράξεις που έγιναν για λογαριασμό του ίδιου του συμβούλου ή του διευθυντή, να θεωρηθεί ότι οι πράξεις αυτές διενεργήθηκαν για λογαριασμό της εταιρείας, προκειμένου δε για πράξεις που έγιναν για λογαριασμό τρίτου, να δοθεί στην εταιρεία η αμοιβή για τη μεσολάβηση ή να εκχωρηθεί σε αυτήν η σχετική απαίτηση.

1.5.2 ΕΚΕΛ - Ρόλος και αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου

Σύμφωνα με τον Ελληνικό Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης, το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να ασκεί αποτελεσματικά τον ηγετικό του ρόλο και να διευθύνει τις εταιρικές υποθέσεις προς όφελος της εταιρείας και όλων των μετόχων, διασφαλίζοντας ότι η Διοίκηση εφαρμόζει την εταιρική στρατηγική. Θα πρέπει ακόμα να διασφαλίζει τη δίκαιη και ισότιμη μεταχείριση όλων των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων των μετόχων μειοψηφίας και των αλλοδαπών μετόχων.

Κατά την εκτέλεση των καθηκόντων του, το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη του τα μέρη, των οποίων τα συμφέροντα συνδέονται με εκείνα της εταιρείας, όπως είναι οι πελάτες, οι πιστωτές, οι εργαζόμενοι και οι κοινωνικές ομάδες που επηρεάζονται άμεσα από τη λειτουργία της εταιρείας στο βαθμό που δεν προκύπτει σύγκρουση με το εταιρικό συμφέρον. Οι κύριες, μη εκχωρητέες αρμοδιότητες του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να περιλαμβάνουν:

- α) Την έγκριση της μακροπρόθεσμης στρατηγικής και των λειτουργικών στόχων της εταιρείας.
- β) Την έγκριση του ετήσιου προϋπολογισμού και του επιχειρησιακού σχεδίου, καθώς και τη λήψη αποφάσεων για τις μείζονες κεφαλαιουχικές δαπάνες, εξαγορές και εκποιήσεις.
- γ) Την επιλογή και, όποτε χρειάζεται, την αντικατάσταση της εκτελεστικής ηγεσίας της εταιρείας, όπως και την εποπτεία του σχεδιασμού της διαδοχής.
- δ) Τον έλεγχο απόδοσης της ανώτατης Διοίκησης και την εναρμόνιση των αμοιβών των ανώτατων στελεχών με τα μακροπρόθεσμα συμφέροντα της εταιρείας και των μετόχων της.

ε) Τη διασφάλιση της αξιοπιστίας των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και στοιχείων της εταιρείας, των συστημάτων χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και των στοιχείων και πληροφοριών που λαμβάνουν δημοσιότητα, καθώς και τη διασφάλιση της αποτελεσματικότητας των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων.

στ) Την επαγρύπνηση, όσον αφορά υπάρχουσες και πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ αφενός της εταιρείας και αφετέρου της Διοίκησης της, των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή των κύριων μετόχων καθώς και την κατάλληλη αντιμετώπιση τέτοιων συγκρούσεων. Για το σκοπό αυτό, το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να υιοθετήσει διαδικασία εποπτείας των συναλλαγών με γνώμονα τη διαφάνεια και την προστασία των εταιρικών συμφερόντων.

ζ) Τη διασφάλιση ύπαρξης αποτελεσματικής διαδικασίας κανονιστικής συμμόρφωσης της εταιρείας.

η) Την ευθύνη λήψης αποφάσεων και την παρακολούθηση της αποτελεσματικότητας του συστήματος διοίκησης της εταιρείας, συμπεριλαμβανομένων των διαδικασιών λήψης αποφάσεων και ανάθεσης εξουσιών και καθηκόντων σε άλλα στελέχη.

ι) Τη διατύπωση, διάδοση και εφαρμογή των βασικών αξιών και αρχών της εταιρείας που διέπουν τις σχέσεις της με όλα τα μέρη, των οποίων τα συμφέροντα συνδέονται με αυτά της εταιρείας.

1.5.3 ΕΚΕΔ - Μέγεθος και σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου

Το μέγεθος και η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να επιτρέπουν την αποτελεσματική άσκηση των αρμοδιοτήτων του και να αντικατοπτρίζουν το μέγεθος, τη δραστηριότητα και το ιδιοκτησιακό καθεστώς της επιχείρησης. Το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να επιδιώκει τη δίκαιη και ισότιμη μεταχείριση όλων των μετόχων και να χαρακτηρίζεται από υψηλό επίπεδο ακεραιότητας. Περαιτέρω, το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να διαθέτει ποικιλομορφία ως προς το φύλο καθώς και ποικιλομορφία δεξιοτήτων, απόψεων, ικανοτήτων, γνώσεων, προσόντων και εμπειρίας, που να ανταποκρίνονται στους εταιρικούς στόχους.

Στο πλαίσιο αυτό, θα πρέπει να επιδιώκεται η μέγιστη δυνατή ποικιλομορφία, συμπεριλαμβανομένης της ισορροπίας μεταξύ των φύλων, στο διοικητικό συμβούλιο και τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη. Η σύνθεση αυτή στοχεύει στην καλύτερη δυνατή εξυπηρέτηση των εταιρικών στόχων, δεδομένου ότι έτσι αυξάνεται η δεξαμενή ικανοτήτων, εμπειρίας και οπτικής, που η εταιρεία διαθέτει για τις υψηλότερες θέσεις της, καθώς και η ανταγωνιστικότητά της, η παραγωγικότητά της και η καινοτομία της.

1.5.4 ΕΚΕΔ - Καθήκοντα και συμπεριφορά των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου

Κάθε μέλος του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να έχει υποχρέωση πίστης στην εταιρεία. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να ενεργούν με ακεραιότητα και προς το συμφέρον της εταιρείας, και να διαφυλάσσουν την εμπιστευτικότητα των μη δημοσίων διαθέσιμων πληροφοριών.

Δεν θα πρέπει να έχουν σχέση ανταγωνισμού με την εταιρεία και θα πρέπει να αποφεύγουν κάθε θέση ή δραστηριότητα που δημιουργεί ή φαίνεται να δημιουργεί σύγκρουση ανάμεσα στα προσωπικά τους συμφέροντα και εκείνα της εταιρείας, συμπεριλαμβανομένης της κατοχής θέσεων στο διοικητικό συμβούλιο ή στη διοίκηση ανταγωνιστικών εταιρειών, χωρίς την άδεια της γενικής συνέλευσης.

Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να συνεισφέρουν την εμπειρία τους και να αφιερώνουν στα καθήκοντά τους τον αναγκαίο χρόνο και προσοχή. Θα πρέπει επίσης να περιορίζουν το πλήθος άλλων επαγγελματικών δεσμεύσεων (ιδιαίτερα συμμετοχές σε διοικητικά συμβούλια άλλων εταιρειών) μόνο στο βαθμό που αυτό απαιτείται για την ικανοποιητική απόδοσή τους ως μελών του διοικητικού συμβουλίου.

Τέλος, τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να επιδιώκουν να συμμετέχουν σε όλες τις συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου, καθώς και των επιτροπών, στις οποίες τοποθετούνται.

1.5.5 ΕΚΕΔ - Σχέσεις του Διοικητικού Συμβουλίου με τους μετόχους

Ο νόμος περί ανωνύμων εταιρειών επιφορτίζει τους μετόχους της εταιρείας με το βασικότερο καθήκον της διακυβέρνησης, δηλαδή την εκλογή και την ανάκληση των μελών του διοικητικού συμβουλίου. Η καλή πληροφόρηση και ενημέρωση των μετόχων για τις εταιρικές υποθέσεις αποτελεί προϋπόθεση για τη σωστή εκπλήρωση του καθήκοντος αυτού. Επιπλέον, η ενεργή συμμετοχή τους σε βασικές στρατηγικές αποφάσεις αποτελεί δείγμα καλής εταιρικής διακυβέρνησης για ολόκληρη την ελληνική αγορά.

Εκτός από συναντήσεις με τους επενδυτές και τις σχετικές εταιρικές παρουσιάσεις από τον Διευθύνοντα Σύμβουλο, τον οικονομικό διευθυντή και άλλα στελέχη, ο Πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου και, κατά περίπτωση, ο ανεξάρτητος Αντιπρόεδρος θα πρέπει να είναι διαθέσιμοι να παρίστανται σε συναντήσεις με μετόχους για θέματα ευρύτερης στρατηγικής και εταιρικής διακυβέρνησης και, σε συνέχεια των συζητήσεων αυτών, θα πρέπει να ενημερώνουν το διοικητικό συμβούλιο για τις θέσεις των μετόχων με σημαντικές συμμετοχές.

Το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να μεριμνά για την ύπαρξη συνεχούς και εποικοδομητικού διαλόγου με τους μετόχους της εταιρείας, ιδιαίτερα δε με εκείνους που έχουν σημαντικές συμμετοχές και μακροπρόθεσμη προοπτική.

Τέλος, το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να διασφαλίζει ότι η προετοιμασία και η διεξαγωγή της γενικής συνέλευσης των μετόχων διευκολύνουν την αποτελεσματική άσκηση των δικαιωμάτων των μετόχων, οι οποίοι θα πρέπει να είναι πλήρως ενημερωμένοι για όλα τα θέματα που σχετίζονται με τη συμμετοχή τους στη γενική συνέλευση, συμπεριλαμβανομένων των θεμάτων ημερήσιας διάταξης, και των δικαιωμάτων τους κατά τη γενική συνέλευση. Το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να διευκολύνει, εντός του πλαισίου των σχετικών καταστατικών προβλέψεων, τη συμμετοχή των μετόχων στη γενική συνέλευση, και ειδικότερα των μετόχων μειοψηφίας, των αλλοδαπών μετόχων και όσων διαμένουν σε απομονωμένες περιοχές. Το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να αξιοποιεί τη γενική συνέλευση των μετόχων για να διευκολύνει τον ουσιαστικό και ανοιχτό διάλογο τους με την εταιρεία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ: ΘΕΩΡΗΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Στη βιβλιογραφία διεθνώς έχουν αναπτυχθεί αρκετές διαφορετικές θεωρήσεις και σχολές σκέψης οι οποίες προσπαθούν να απαντήσουν σε βασικά ερωτήματα που σχετίζονται με το ποιος διοικεί μια επιχείρηση και με ποιο τρόπο, την ύπαρξη συγκρούσεων συμφερόντων εντός μιας επιχείρησης και τις δυνατότητες άμβλυνσης τους, καθώς και με τα συστήματα διοίκησης τα οποία μπορούν να συμβάλλουν στη μεγιστοποίηση των αποτελεσμάτων της επιχείρησης. Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται συνοπτικά οι βασικότερες θεωρίες που επιχειρούν να δώσουν απάντηση στα παραπάνω ερωτήματα. Συγκεκριμένα, εξετάζονται η θεωρία της αντιπροσώπευσης, η θεωρία των ενδιαφερομένων μερών, η θεωρία της επιτροπείας - επιμελητείας, και η θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης.

2.1 ΘΕΩΡΙΑ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ (AGENCY THEORY)

Η θεωρία της αντιπροσώπευσης, ή αλλιώς η θεωρία του «εντολέα - εντολοδόχου», αναπτύχθηκε στο αρχικό της στάδιο στο κεφαλαιώδες έργο του Adam Smith «An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations» του 1776, ενώ πιο πρόσφατα, εξελίχθηκε από τους Berle και Means (1932).

Στη θεωρία της αντιπροσώπευσης, η επιχείρηση προσδιορίζεται ως ένα πλέγμα συμβολαίων ανάμεσα στους ιδιοκτήτες της επιχείρησης, τους εργαζομένους της, τους προμηθευτές και τους πελάτες της, αλλά και σε όλους τους άλλους που επηρεάζονται από τη δραστηριότητα της επιχείρησης, είτε άμεσα είτε έμμεσα.

Περαιτέρω, η θεωρία της αντιπροσώπευσης αφορά στη δυνατότητα των ιδιοκτητών να βεβαιώνονται για το ότι οι αντιπρόσωποί που έχουν ορίσει να ασκούν τη διοίκηση της επιχείρησης τους εκπληρώνουν, πράγματι, την αποστολή που τους έχουν αναθέσει. Σύμφωνα με Shleifer και Vishny (1997), η ευαισθησία των ιδιοκτητών στο θέμα αυτό εκπορεύεται από το γεγονός ότι οι μελλοντικές τους απαιτήσεις από την επιχείρηση ως μετόχων ικανοποιούνται τελευταίες, δηλαδή αφού πρώτα έχουν τακτοποιηθεί οι υποχρεώσεις προς τους εργαζόμενους, τους προμηθευτές, τους πιστωτές, τις φορολογικές αρχές, τους ασφαλιστικούς φορείς, κ.λπ..

Όπως προκύπτει από τα παραπάνω, το πρόβλημα του «εντολοδόχου - εντολέα» αφορά στο διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και του ελέγχου μιας επιχείρησης. Οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης, λόγω ελλειπών γνώσεων και δεξιοτήτων, ανεπαρκούς χρόνου αλλά και λόγω του μεγάλου κόστους διοίκησης και ελέγχου της επιχείρησης, μπορεί να αναθέτουν τη διοίκηση

της επιχείρησης και την αρμοδιότητα λήψεως αποφάσεων σε κάποιον τρίτο. Η ανάθεση αυτή λαμβάνει, συνήθως, τη μορφή μιας σύμβασης μεταξύ του εντολέα (ιδιοκτήτη) και του εντολοδόχου (διαχειριστή). Με αυτό τον τρόπο, μεταξύ του ιδιοκτήτη και της επιχείρησης του παρεμβάλλεται ένα πρόσωπο, το οποίο θα πρέπει να ελέγχεται για την αποτελεσματικότητα της διοίκησης που ασκεί και την αποδοτικότητα των αποφάσεων που λαμβάνει για την επιχείρηση, με στόχο την αποφυγή συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών.

Οι Berle και Means (1932) ήταν οι πρώτοι που περιέγραψαν τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και του ελέγχου που είναι σύμφυτος με τη διοικητική και οργανωτική δομή των σύγχρονων μεγάλων επιχειρήσεων. Ειδικότερα, προσδιόρισαν τρεις βασικές λειτουργίες που ενδιαφέρουν τον ιδιοκτήτη μιας επιχείρησης, οι οποίες αφορούν στην πορεία και την επίδοση της επιχείρησης, την εξουσία εντός της επιχείρησης, και τη δυνατότητα λήψεως εκτελεστικών αποφάσεων εντός της επιχείρησης ή για την επιχείρηση. Μέσα στη σύγχρονη εταιρική οργανωτική και διοικητική δομή, αυτές οι λειτουργίες μπορούν να διαχωριστούν, δημιουργώντας το έδαφος για την εκδήλωση συγκρουσιακών συμπεριφορών εντός της επιχείρησης, αλλά αναδεικνύουν, ταυτόχρονα, την ανάγκη για τη δημιουργία δομών σωστής εταιρικής διακυβέρνησης και μηχανισμών προστασίας των συμφερόντων των ιδιοκτητών μιας επιχείρησης από τις αποφάσεις και δράσεις των αντιπροσώπων που έχουν ορίσει να διοικούν την επιχείρηση τους.

Μια από τις συγκρούσεις που εξετάστηκαν από τους Berle & Means ήταν αυτή μεταξύ των μετόχων και αυτών που έχουν τη διοικητική και διαχειριστική ευθύνη της επιχείρησης. Όταν το ιδιοκτησιακό καθεστώς μιας επιχείρησης είναι διαμοιρασμένο σε πολλούς μετόχους, ο έλεγχος της επιχείρησης στηρίζεται, συχνά, σε αυτούς που ασκούν τη διοίκηση της, οι οποίοι έχουν αναλάβει το καθήκον αυτό απέναντι στην επιχείρηση και στους μετόχους.

Η θεωρία της αντιπροσώπευσης εξετάζει την επιχείρηση ακριβώς υπό το πρίσμα της σύγκρουσης των συμφερόντων των δύο αυτών μερών. Από την μία πλευρά βρίσκονται οι ιδιοκτήτες ενός περιουσιακού στοιχείου/συντελεστή παραγωγής και από την άλλη πλευρά είναι οι αντιπρόσωποι τους, στους οποίους οι πρώτοι παραχωρούν τον έλεγχο και την αξιοποίηση του περιουσιακού αυτού στοιχείου, έναντι αμοιβής. Οι αντιπρόσωποι είναι τα ανώτατα διοικητικά στελέχη που έχουν τις εξειδικευμένες γνώσεις και δεξιότητες για την καλύτερη δυνατή αξιοποίηση του περιουσιακού στοιχείου, τις οποίες δεν έχουν οι εντολείς τους, ήτοι οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης. Επομένως, τα ανώτατα στελέχη μπορούν να υλοποιούν αποφάσεις που επηρεάζουν την αξία που απολαμβάνουν οι ιδιοκτήτες από την χρήση του περιουσιακού στοιχείου. Μεταξύ των δύο αυτών μερών δημιουργείται μια σχέση

αντιπροσώπευσης η οποία, σύμφωνα με Jensen και Meckling (1976), ορίζεται ως “ένα συμβόλαιο όπου ένα ή περισσότερα άτομα, προσλαμβάνουν ένα αντιπρόσωπο για να τους παρέχει υπηρεσίες μεταβιβάζοντας του ταυτόχρονα την αρμοδιότητα λήψεως ορισμένων αποφάσεων”.

Η ασυμμετρία στην κατεχόμενη πληροφόρηση είναι ένας βασικός λόγος ύπαρξης του προβλήματος της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ εντολέα και εντολοδόχου. Λόγω της ασυμμετρίας πληροφόρησης, προκύπτει, κατ’ αρχάς, το λεγόμενο «πρόβλημα του ηθικού κινδύνου (moral hazard)», το οποίο εμφανίζεται όταν ο εντολοδόχος έχει τη δυνατότητα να πράξει υπέρ των συμφερόντων του εντολέα αλλά δεν το κάνει, είτε επειδή υπεκφεύγει είτε επειδή πράττει υπέρ δικών του συμφερόντων. Σ’ αυτή την περίπτωση, ο εντολοδόχος μπορεί να αναλαμβάνει ριψοκίνδυνες επενδύσεις συγκριτικά με τις επενδύσεις που θα δεχόταν ο εντολέας με στόχο τη μεγιστοποίηση των δικών του απολαβών. Το αντίθετο μπορεί, επίσης, να συμβαίνει, δηλαδή οι διευθυντές να είναι υπερβολικά συντηρητικοί και να χάνουν σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες που θα μεγιστοποιούσαν το κέρδος των μετόχων.

Ένα δεύτερο ζήτημα που προκύπτει λόγω της ασυμμετρίας στην πληροφόρηση είναι το λεγόμενο «πρόβλημα δυσμενούς επιλογής (adverse selection)», το οποίο δημιουργείται όταν ο εντολοδόχος δεν έχει τις απαραίτητες ικανότητες ώστε να υπερασπιστεί τα συμφέροντα του εντολέα του. Σ’ αυτή την περίπτωση η ασυμμετρία υπάρχει πριν την επιλογή του εντολοδόχου, αλλά ο εντολέας διαλέγει λάθος άτομο, είτε εξαιτίας της μη ικανότητας του να επιλέξει σωστά, είτε εξαιτίας απόκρυψης στοιχείων, είτε λόγω παραπληροφόρησης.

Η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των διοικούντων και των ιδιοκτητών μιας επιχείρησης εκδηλώνεται με την επιδίωξη διαφορετικών στόχων, μεταξύ άλλων, ως προς την κερδοφορία της επιχείρησης, την τιμή της μετοχής της και την επενδυτική της δραστηριότητα. Σε αυτή τη σχέση εντολέα - εντολοδόχου, ό,τι είναι καλό για τους διοικούντες την επιχείρηση δεν είναι απαραίτητως καλό για τους μετόχους της. Σε μια «ακραία» περίπτωση, η εξαγορά της επιχείρησης από μια άλλη μπορεί να είναι προς το συμφέρον των διοικούντων και σε βάρος των μετόχων και το αντίστροφο. Άλλα φαινόμενα σύγκρουσης συμφερόντων εκδηλώνονται με την επιδίωξη μεγαλύτερων μισθολογικών και λοιπών αμοιβών από τους διευθυντές και τα στελέχη της επιχείρησης σε βάρος των κερδών που διανέμονται στους μετόχους.

Τέλος, ο χρονικός ορίζοντας των αποφάσεων των διοικούντων μπορεί να διαφέρει από αυτό των μετόχων. Συχνά παρατηρείται το φαινόμενο των διευθυντών που αισθάνονται «προσωρινοί» σε μια επιχείρηση και, συνεπώς, τείνουν να αναλαμβάνουν βραχυπρόθεσμου ορίζοντα επενδυτικές αποφάσεις με στόχο την αποκόμιση γρήγορων κερδών ενώ, στον

αντίποδα, οι μέτοχοι μπορεί δεσμεύονται πιο μακροπρόθεσμα στην επένδυση τους σε μια επιχείρηση.

Η διεθνής βιβλιογραφία, [Alchian και Demsetz (1972), Jensen και Meckling (1976), Fama (1980), Fama και Jensen (1983), Williamson (1988)], έχει αναδείξει ότι οι συγκρούσεις μεταξύ των ανώτατων διευθυντικών στελεχών και των μετόχων μιας επιχείρησης, όταν οι πρώτοι ενεργούν με γνώμονα την ικανοποίηση προσωπικών συμφερόντων και δεν εκπληρώνουν τις υποχρεώσεις τους απέναντι στην επιχείρηση και τους ιδιοκτήτες της, μπορεί να οδηγήσουν σε σημαντικές οικονομικές απώλειες, τόσο για τους μετόχους όσο και για την αξία της ίδιας της επιχείρησης.

Οι Alchian και Demsetz (1972) επισημαίνουν ότι, παρά τον κίνδυνο κακοδιαχείρισης, ο έλεγχος των επιχειρήσεων συνεχίζει να βρίσκεται στα χέρια μιας μικρής ομάδας διευθυντικών στελεχών διότι θεωρείται πιο αποτελεσματικός και αποδοτικός από το να είναι στα χέρια του συνόλου των μετόχων. Ο τρόπος με τον οποίο μπορεί να ρυθμιστεί η σχέση μεταξύ εντολέα και εντολοδόχου είναι μέσω αποτελεσματικών συμβάσεων, στις οποίες θα ορίζονται σαφώς οι πράξεις του κάθε συμβαλλόμενου μέρους σε μελλοντικές ενδεχόμενες καταστάσεις, με την προϋπόθεση ότι οι κεφαλαιαγορές λειτουργούν τέλεια, με πλήρη και συμμετρική πληροφόρηση. Στην πραγματικότητα, όμως, η τέλεια λειτουργία των αγορών δεν υφίσταται και δημιουργεί την ανάγκη ανάπτυξης μιας σειράς μηχανισμών με στόχο την άμβλυνση των προβλημάτων και των πιθανών αρνητικών επιπτώσεων που προκύπτουν από το διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου.

Σε αυτό το πλαίσιο έχουν προταθεί σωρεία οργανωτικών δομών και μηχανισμών που προσπαθούν να ελέγξουν τις ενέργειες των διοικούντων, να περιορίσουν τις απώλειες λόγω κακής διαχείρισης και να εξασφαλίσουν την βιωσιμότητα της επιχείρησης. Οι δομές αυτές αφορούν τόσο στη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου της επιχείρησης και τις διάφορες επιτροπές του όσο και τους μηχανισμούς ελέγχου που πρέπει να υπάρχουν σε μία επιχείρηση.

Ο πρώτος μηχανισμός αφορά στην εποπτεία και παρακολούθηση του έργου και της ποιότητας των αποφάσεων των διοικούντων την επιχείρηση, διαδικασία η οποία απαιτεί την έγκυρη και ποιοτική πληροφόρηση των ιδιοκτητών.

Ένας δεύτερος μηχανισμός αφορά στην παροχή κινήτρων για την ευθυγράμμιση των συμφερόντων των διαχειριστών των εταιρειών με αυτά των μετόχων, όπως σχήματα αμοιβών για τα στελέχη με βάση την απόδοση της επιχείρησης, δικαιώματα μετοχών, τα οποία καθιστούν τους διαχειριστές-διευθυντές ιδιοκτήτες ενός μικρού τμήματος της επιχείρησης, κ.λπ.. Οι Jensen και Meckling (1976) υποστηρίζουν ότι η συγκέντρωση μετοχών στα χέρια

των διαχειριστών μπορεί να συμβάλλει στη σύγκλιση των στόχων και των συμφερόντων των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών σε μια επιχείρηση.

Ο τρίτος μηχανισμός περιλαμβάνει τις πιέσεις που μπορούν να ασκηθούν στα διευθυντικά στελέχη από την αγορά, την κεφαλαιαγορά και την αγορά στελεχών. Η πρώτη αγορά αφορά στη διαμόρφωση της τιμής της μετοχής και στη σύνδεση της απόδοσης της μετοχής με την αμοιβή των διαχειριστών. Η δεύτερη αγορά αφορά στη διαχρονική φήμη των στελεχών. Η τρίτη αγορά σχετίζεται με τις εξαγορές και συγχωνεύσεις. Όσον αφορά στις εξαγορές και συγχωνεύσεις, οι επιχειρήσεις με φτωχά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα δεν αποτελούν ελκυστικό πόλο για τους επενδυτές ενώ, συχνά, η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής τους κατέρχεται. Όταν η τιμή πέσει κάτω από ένα συγκεκριμένο όριο, η επιχείρηση καθίσταται ελκυστική για εξαγορά διότι η αξία των στοιχείων του ενεργητικού της είναι μεγαλύτερη από την κεφαλαιοποίηση της στην κεφαλαιαγορά. Έτσι, τα στελέχη της εξαγοραζόμενης επιχείρησης χαρακτηρίζονται ως αναποτελεσματικά από τους νέους ιδιοκτήτες και απομακρύνονται από αυτή. Ο φόβος της απομάκρυνσης αποτελεί και κίνητρο για την καλή απόδοση των στελεχών με στόχο τη μεγέθυνση της επιχείρησης και την προστασία της από επίδοξους αγοραστές.

2.2 ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΜΕΝΩΝ ΜΕΡΩΝ (STAKEHOLDER THEORY)

Η θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών αποτελεί μια θεωρία επιχειρησιακής οργάνωσης και διοίκησης που λαμβάνει υπ' όψιν τα ενδιαφέροντα πλήθος ομάδων που δρουν εντός ή πέριξ μιας επιχείρησης όπως, ενδεικτικά, οι εργαζόμενοι της επιχείρησης, οι πελάτες και οι προμηθευτές της, η τοπική κοινότητα και οι πιστωτές της επιχείρησης.

Η θεωρία αυτή θεμελιώθηκε από τον Mitroff (1983), αν και στη διεθνή βιβλιογραφία ως “πατέρας” της θεωρίας των ενδιαφερομένων μερών αναγνωρίζεται ο Freeman, ο οποίος στο έργο του «Strategic Management: A Stakeholder Approach» του 1984 προσδιόρισε τις ομάδες που θεωρούνται ενδιαφερόμενα μέρη σε μια επιχείρηση και πρότεινε μεθόδους με τις οποίες η διοίκηση της επιχείρησης μπορεί να αναγνωρίσει και να λάβει υπ' όψιν της τα συμφέροντα των ομάδων αυτών. Η κύρια ανάγκη για τη διαμόρφωση της θεωρίας των ενδιαφερόμενων μερών απορρέει από την αναγνώριση της μεγάλης σημασίας των επιρροών και της αλληλεξάρτησης της επιχείρησης τόσο με το εσωτερικό όσο και το εξωτερικό περιβάλλον της.

Η θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών έχει διαφορετικά χαρακτηριστικά από αυτά της θεωρίας αντιπροσώπευσης. Η κυριότερη διαφορά μεταξύ των δύο θεωριών είναι ότι η θεωρία αντιπροσώπευσης εστιάζει κυρίως στους ιδιοκτήτες/μετόχους μιας επιχείρησης και στη μεγιστοποίηση της αξίας της επένδυσης τους στην επιχείρηση ενώ η θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών εμπλέκει ένα ευρύτερο φάσμα παραγόντων που ενδιαφέρονται για ή επηρεάζουν την επιχείρηση.

Στην περίπτωση της θεωρίας αντιπροσώπευσης, η εστίαση του ενδιαφέροντος στους μετόχους έχει ως συνέπεια η διατήρηση και επαύξηση της αξίας των μετοχών να είναι επιτακτική, ενώ, στην περίπτωση της θεωρίας των ενδιαφερομένων μερών, η αναφορά σε ένα ευρύτερο πλαίσιο ενδιαφερόμενων πλευρών λαμβάνει υπ' όψιν, κατά κύριο, τα ενδιαφέροντα των υπαλλήλων, των πελατών, των προμηθευτών, των πιστωτών, της τοπικής και της γενικής κυβέρνησης καθώς και αυτά της τοπικής κοινωνίας. Αυτό συνεπάγεται ότι η εστίαση στα συμφέροντα των μετόχων παύει να είναι, πλέον, πρωτεύουσας σημασίας.

Ο όρος “ενδιαφερόμενο μέρος” πρωτοεμφανίστηκε το 1963 και ο αρχικός ορισμός του έκανε αναφορά «στις ομάδες αυτές που χωρίς την υποστήριξη τους ο οργανισμός θα σταματούσε να υπάρχει».⁵ Ο Freeman (1984) εισήγαγε έναν διαφοροποιημένο ορισμό του ενδιαφερόμενου μέρους, βάσει του οποίου «ενδιαφερόμενα μέρη είναι κάθε ομάδα ατόμων που μπορούν να επηρεάζουν ή να επηρεαστούν από την επίτευξη των στόχων ενός οργανισμού».

Η διεύρυνση του ορισμού των ενδιαφερόμενων μερών και οι εν γένει δυσκολίες που παρουσίαζε η σχετική θεωρία αποτέλεσε μεγάλο αντικείμενο πολυετούς συζήτησης μεταξύ των ακαδημαϊκών. Το κύριο σημείο τριβής αποτέλεσε το ποια ενδιαφερόμενα μέρη θα είχαν δικαίωμα να απαιτήσουν τη συμμετοχή τους στη διοίκηση ή να ασκήσουν επιρροή στη διαμόρφωση των στρατηγικών στόχων της επιχείρησης.

Η λύση που πρότειναν οι Franks και Mayer (1995) σε αυτό το ζήτημα αφορούσε στον ορισμό των «εσωτερικών μερών», τα οποία αφορούν κατά κύριο λόγο στους μεγάλους μετόχους μιας επιχείρησης και τα μέλη της οικογένειας τους, σε αντιδιαστολή με τα «εξωτερικά μέρη», τα οποία σχετίζονται με τα επαγγελματικά στελέχη ή άλλους παράγοντες που δεν είχαν ιδιοκτησιακή σχέση με την επιχείρηση. Βάσει της πρότασης των Franks και Mayer (1995), κάθε ομάδα ενδιαφερομένων μερών κατηγοριοποιείται στα αντίστοιχα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης ανάλογα με την επίδραση που ασκούν στην επιχείρηση.

⁵ Ο Freeman (1984) κάνει μνεία σε ένα εσωτερικό σημείωμα του Stanford Research Institute (SRI) του 1963, το οποίο αναφέρεται στον όρο ενδιαφερόμενο μέρος ως «those groups without whose support the organization would cease to exist».

Μια άλλη σημαντική συμβολή στην εξέλιξη της θεωρίας των ενδιαφερομένων μερών προήλθε από τον Jensen (2001), ο οποίος επισήμανε ότι η κλασική θεωρία των ενδιαφερομένων μερών αμφισβητεί ότι οι διαχειριστές μιας επιχείρησης θα πρέπει να λαμβάνουν υπ' όψιν τα συμφέροντα όλων των ενδιαφερομένων μερών σε αυτή. Το σκεπτικό αυτής της επισήμανσης ήταν ότι οι συμβιβασμοί μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών δεν διασφάλιζαν την επίτευξη των συμφερόντων τους, λόγω της ανυπαρξίας μετρήσιμων στόχων και προοπτικών, γεγονός που καθιστούσε δύσκολο τον έλεγχο των πράξεων και ενεργειών των διαχειριστών. Παρ' όλα αυτά, ο Jensen (2001) είναι υπέρ της μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων, διαδικασία που είναι πανομοιότυπη με αυτή της θεωρίας αντιπροσώπευσης.

Από εννοιολογικής απόψεως, η θεωρία των ενδιαφερομένων μερών μπορεί να λάβει ποικίλους χαρακτηρισμούς, λόγω των πολυάριθμων κοινωνικών και οργανωτικών διαφορών που έχουν παρουσιαστεί κατά καιρούς στον κόσμο των επιχειρήσεων. Επιπροσθέτως, η διαμόρφωση της θεωρίας των ενδιαφερομένων μερών έχει επηρεαστεί από ένα πλήθος επιμέρους θεωριών και στοιχείων που σχετίζονται με την παράδοση, την ηθική, την οικονομική επιστήμη και το δίκαιο.

Η θεωρία των ενδιαφερομένων μερών εδράζεται στο μέγεθος των επιχειρήσεων που διαρκώς μεγαλώνει αλλά και στην άρρηκτα συνδεδεμένη σχέση που αυτές έχουν με την κοινωνία. Η σχέση αυτή υπονοεί ότι οι επιχειρήσεις πρέπει να λογοδοτούν όχι μόνο στα άμεσα ενδιαφερόμενα μέρη τους, όπως για παράδειγμα οι ιδιοκτήτες τους, αλλά και σε όλους τους τομείς της κοινωνίας. Ένα σημαντικό στοιχείο που είναι κοινό σε όλους τους ορισμούς που έχουν δοθεί κατά καιρούς στη θεωρία των ενδιαφερομένων μερών είναι ότι έχει να κάνει με το «εξωτερικό» μέρος και τη σχέση μιας επιχείρησης με αυτό, διότι δεν είναι μόνο τα ενδιαφερόμενα μέρη που επηρεάζονται από τις επιχειρήσεις αλλά και αυτά, με τη σειρά τους, επηρεάζουν, κατά κάποιον τρόπο, τις επιχειρήσεις.

Πολλοί υποστηρικτές της θεωρίας των ενδιαφερομένων μερών θεωρούν ότι, πέρα από τους μετόχους, υπαλλήλους, πελάτες, κ.λπ., θα έπρεπε να συμπεριληφθούν στα ενδιαφερόμενα μέρη και το περιβάλλον ή, ακόμη, και οι επόμενες γενιές. Η σχέση μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών και μιας επιχείρησης είναι μια σχέση ανταλλαγής, όπου τα ενδιαφερόμενα μέρη προμηθεύουν την επιχείρηση με αγαθά, εργασία ή άλλες υπηρεσίες συνεισφέροντας στην επίτευξη των στόχων της, περιμένοντας την ίδια στιγμή να ικανοποιηθούν και τα δικά τους συμφέροντα.

Στενά συνδεδεμένη με τη θεωρία των ενδιαφερομένων μερών είναι η έννοια της «εταιρικής κοινωνικής ευθύνης», η οποία μετατρέπεται σε ολοένα και σημαντικότερο ζήτημα για τις επιχειρήσεις στο σημερινό ασταθές κοινωνικό και πολιτικό περιβάλλον. Ολοένα και

περισσότερες επιχειρήσεις αναλαμβάνουν να βελτιώσουν τις συμπεριφορές τους απέναντι στα ενδιαφερόμενα μέρη, λειτουργώντας με έναν κοινωνικά πιο υπεύθυνο τρόπο. Η επιχειρηματική δράση με πιο υπεύθυνο τρόπο επιβάλλεται από την πίστη ότι οι επιχειρήσεις έχουν την ηθική υποχρέωση να λειτουργούν με απόλυτα ηθικό τρόπο.

Οι Jones και Quinn (1995) παρέθεσαν τέσσερις βασικές ηθικές αρχές που πρέπει να τηρούνται από τις επιχειρήσεις προκειμένου να εφαρμόζεται σωστά η θεωρία των ενδιαφερομένων μερών. Συγκεκριμένα, πρέπει να αποφεύγονται τα ψέματα, να γίνεται σεβαστή η αυτονομία όλων, να τηρούνται οι συμφωνίες και να αποφεύγονται οι επιζήμιες πράξεις έναντι των υπολοίπων. Πάνω σε αυτές τις αρχές βασίστηκε η επινόηση του όρου «ηθική του αντιπροσώπου», ο οποίος καλείται, πλέον, να εκτελεί τα καθήκοντα του πρωτίστως με ηθικό τρόπο και στη συνέχεια να στρέφεται στο στόχο μεγιστοποίησης της απόδοσης των επενδύσεων των μετόχων.

2.3 ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΕΙΑΣ - ΕΠΙΜΕΛΗΤΕΙΑΣ (STEWARDSHIP THEORY)

Η θεωρία της επιμελητείας διαφέρει σημαντικά από τη θεωρία της αντιπροσώπευσης, με την κυριότερη διαφορά να έγκειται στο ότι αναγνωρίζει άλλα κίνητρα πλην του καιροσκοπισμού για τις ενέργειες των διευθυντικών στελεχών. Η άποψη ότι η δράση των διευθυντικών στελεχών μπορεί να υποκινείται από άλλα κίνητρα μη οικονομικού χαρακτήρα δίνει έμφαση στα στοιχεία της ευθύνης και των ηθικών κινήτρων. Σύμφωνα με τον Donaldson (1990), τα στελέχη κινητοποιούνται «από μία ανάγκη να επιτύχουν, να απολάβουν την ικανοποίηση που ενσωματώνεται από την επιτυχή εκτέλεση των εγγενώς προκλητικών εργασιών, να ασκήσουν ευθύνη και εξουσία και να αποκτήσουν αναγνώριση από τους συναδέλφους και τα αφεντικά τους».

Σύμφωνα με τους Donaldson και Davis (1991) και τους Davis *et al.* (1997), βάση της θεωρίας της επιμελητείας αποτελεί η παραδοχή του ότι δεν υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των στελεχών-αντιπροσώπων και των ιδιοκτητών-εντολέων, όπως, αντιθέτως, αναγνωρίζεται στη θεωρία της αντιπροσώπευσης. Σύμφωνα με τους Dulewicz και Herbert (2004), για να είναι επιτυχής μία επιχείρηση, απαιτείται μία δομή που θα διασφαλίζει την επίτευξη συντονισμού των αποφάσεων και δράσεων με το πλέον αποδοτικό τρόπο.

Συνεπώς, όπως επισημαίνεται και από τον Chitayat (1985) και τους Donaldson και Davis (1991), το κυριότερο ζήτημα που αντιμετωπίζει η θεωρία της επιμελητείας είναι η σχεδίαση μίας επιχειρησιακής οργανωτικής δομής ικανής να μεγιστοποιεί την ευχέρεια

λήψεως αποφάσεων και ανάληψης δράσεων από πλευράς των ευθυγραμμισμένων με τα συμφέροντα των μετόχων διευθυντικών στελεχών, με απώτερο σκοπό της επίτευξη των εταιρικών στόχων.

Ένα κεντρικό σημείο γνώρισμα της θεωρίας της επιμελητείας είναι το ότι ο έλεγχος και η εποπτεία δεν έχουν την ίδια σημαντικότητα στην θεωρία της επιμελητείας όπως έχουν σε άλλες θεωρητικές προσεγγίσεις. Στη θεωρία της αντιπροσώπευσης το βασικό πρόβλημα είναι η μη ευθυγράμμιση, ή ακόμη χειρότερα η σύγκρουση, των συμφερόντων μεταξύ των μετόχων-εντολέων και των διευθυντών-αντιπροσώπων. Στη θεωρία των ενδιαφερομένων μερών, το βασικό ζητούμενο είναι η αναζήτηση της ισορροπίας μεταξύ των συμφερόντων όλων των μερών. Από την άλλη πλευρά, όπως υποστηρίζεται από τους Donaldson και Davis (1991), στη θεωρία της επιμελητείας τα προβλήματα της σύγκρουσης συμφερόντων και η ανάγκη επίτευξης ισορροπίας μεταξύ των συμφερόντων των ενδιαφερομένων μερών, σε μεγάλο βαθμό, απουσιάζουν.

Όπως διατυπώνεται από τον Hung (1998) και τον Stiles (2001), στη θεωρία της επιμελητείας, κεντρικό ρόλο για την άσκηση της εποπτείας και της παρακολούθησης των πράξεων και των αποφάσεων των στελεχών παίζει το διοικητικό συμβούλιο της επιχείρησης. Περαιτέρω, όπως αναφέρουν οι Muth και Donaldson (1998), η θεωρία της επιμελητείας προτείνει το συμβούλιο να μην απαρτίζεται από ανεξάρτητα και μη εκτελεστικά μέλη, αλλά περισσότερο από εκτελεστικά μέλη ή μέλη που έχουν άμεση σχέση με την επιχείρηση διότι έτσι μπορεί να επιτυγχάνεται μεγαλύτερος βαθμός εμπλουτισμού γνώσεων και δεξιοτήτων, ενισχύοντας, παράλληλα, τους δεσμούς των διευθυντικών στελεχών με την επιχείρηση και ενισχύοντας το αίσθημα πίστης σε αυτή, στοιχεία που απαιτούνται για τη στρατηγική επιτυχία της επιχείρησης.

Το κυριότερο πλεονέκτημα της θεωρίας της επιμελητείας είναι ότι δεν παρουσιάζει το κενό της θεωρίας της αντιπροσώπευσης αναφορικά με τα κίνητρα συμπεριφοράς των διευθυντικών στελεχών ενώ αναδεικνύει την κουλτούρα της επιχείρησης ως παράγοντα επηρεασμού της συμπεριφοράς και της αποτελεσματικότητας των στελεχών. Με αυτό τον τρόπο δεν υπάρχει ο ηθικός κίνδυνος που υπάρχει στη θεωρία της αντιπροσώπευσης, αφού το στέλεχος θα προσπαθήσει να εκτελέσει τα καθήκοντα του με τον καλύτερο δυνατό τρόπο. Απουσιάζει, επίσης, και το πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής διότι το στέλεχος, κινούμενο βάσει ηθικών κινήτρων, θα εκτελέσει τα καθήκοντα του όσο καλύτερα μπορεί.

Η θεωρία της επιμελητείας, σε αντίθεση με τη θεωρία των ενδιαφερομένων μερών, δίνει μεγαλύτερη έμφαση στην εμπιστοσύνη και στα άτυπα (μη ρητά) συμβόλαια ως μηχανισμούς διακυβέρνησης των επιχειρήσεων, διότι τα σαφώς προσδιορισμένα και θεσμικά

κατοχυρωμένα συμβόλαια αντιμετωπίζονται ως περιοριστικά της λειτουργικής ευελιξίας των στελεχών.

Σε σχέση με την αποδοχή της θεωρίας της επιμελητείας από τον ακαδημαϊκό και νομικό κόσμο και τις ρυθμιστικές αρχές, πρέπει να επισημανθεί ότι δεν έχει τύχει σημαντικής αποδοχής από την ακαδημαϊκή κοινότητα αλλά περισσότερο από την νομοπαρασκευαστική και ρυθμιστική-εποπτική κοινότητα.

Οι αιτίες της αποδοχής αυτού του είδους σχετίζονται, κατ' αρχάς, με το γεγονός ότι, με βάση τη θεωρία επιμελητείας, δεν απαιτείται καμία ρύθμιση ή νομοθετική παρέμβαση στον τρόπο διακυβέρνησης των επιχειρήσεων. Επίσης, η απόρριψη από πλευράς της θεωρίας της επιμελητείας του οικονομικού κινήτρου ως κινήτριου μοχλού της δράσεως των διευθυντικών στελεχών την καθιστά λιγότερη ελκυστική μεταξύ των ακαδημαϊκών. Μια άλλη αιτία αφορά στην αναγνώριση του διοικητικού συμβουλίου ως του πλέον (ή ακόμα και του μόνου) αποτελεσματικού μηχανισμού εποπτείας της δράσεως των στελεχών. Τέλος, η θεωρία της επιμελητείας δεν μπορεί να εξηγήσει τα διάφορα επιχειρηματικά σκάνδαλα και τα φαινόμενα κακοδιαχείρισης, διαφθοράς ή ηθικής κατάπτωσης που εκδηλώθηκαν από το 2000 μέχρι σήμερα και δεν μπορεί να προτείνει μία εναλλακτική πρακτική λύση.

2.4 ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΗΓΕΜΟΝΙΑΣ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ (MANAGERIAL HEGEMONY THEORY)

Η τελευταία θεωρία που εξετάζεται σε αυτό το κεφάλαιο είναι αυτή της ηγεμονίας της διοίκησης ή των στελεχών, η οποία έχει αναπτυχθεί, μεταξύ άλλων, από τους Mace (1971), Vance (1983), και Lorsch και MacIver (1989). Η συγκεκριμένη θεωρία υποστηρίζει ότι οι δομές οργάνωσης, μεταβίβασης εξουσίας, ελέγχου και εποπτείας έχουν ουσιαστικά ατονήσει ή είναι αναποτελεσματικές, γεγονός το οποίο έχει συμβάλλει στην ανάδειξη της ηγεμονίας των στελεχών που απαρτίζουν τη διοίκηση μιας επιχείρησης.

Με άλλα λόγια, οι λειτουργικές ατέλειες στη σχέση εντολέα-εντολοδόχου στη θεωρία της αντιπροσώπευσης και η ανεπάρκεια της επιχειρησιακής ηθικής στη θεωρία της επιμελητείας να επιβάλλει κανόνες που να διευκολύνουν την εξυπηρέτηση των συμφερόντων όλων των ενδιαφερόμενων μερών δίνουν χώρο στην ανάδειξη του ηγεμονικού χαρακτήρα των διοικητικών στελεχών σε μια επιχείρηση.

Περαιτέρω, σύμφωνα με τους Kostant (1999) και Monks (2002), η έλλειψη κινήτρου για την ανάληψη καθηκόντων από πλευράς των μετόχων, οι οποίοι θεωρούνται ότι αποτελούν το κύριο ενδιαφερόμενο μέρος σε μια επιχείρηση, έχει ως αποτέλεσμα την αποδυνάμωση της

στρατηγικής συμμετοχής τους στην επιχείρηση και την υιοθέτηση είτε της πολιτικής της πίστης στην επιχείρηση είτε αυτής της εξόδου από την επιχείρηση.

Μία άλλη επιλογή αποτελεί η εναπόθεση των ελπίδων των μετόχων και όλων των άλλων ενδιαφερομένων μερών στο σχεδιασμό και την επιβολή μηχανισμών ελέγχου και εποπτείας που θα μπορούν να συνδράμουν στη νομική κατοχύρωση των δικαιωμάτων τους. Όμως, όπως σημειώνει ο Monks (2002), η διαδικασία έχει υπερισχύσει της κοινής λογικής με αποτέλεσμα την ηγεμονία του Διευθύνοντος Συμβούλου της επιχείρησης, την αποδέσμευση των μετόχων από την ιδιοκτησία τους και την έλλειψη πραγματικού ελέγχου.

Σύμφωνα με τους Kavin και Kiel (2004), το διοικητικό συμβούλιο και τα λοιπά θεσμοθετημένα όργανα ελέγχου και σχεδιασμού στρατηγικής κυριαρχούνται, συνήθως, από τα επαγγελματικά στελέχη. Διοικητικά συμβούλια που κυριαρχούνται από τα στελέχη αδυνατούν, λόγω της σύγκρουσης των συμφερόντων και της ταύτισης του ρόλου του ελεγχόμενου με αυτόν του ελεγκτή, να δημιουργήσουν τις ικανές προϋποθέσεις περιορισμού της ευχέρειας των στελεχών για την λήψη αποφάσεων και δράσεων που αντιβαίνουν στα συμφέροντα των μετόχων. Για αυτό και περιορίζονται σε έναν παθητικό ρόλο επιβεβαίωσης των αποφάσεων που έχουν ληφθεί από άλλα όργανα της επιχείρησης, θεσμοθετημένα και μη.

Η θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης ή των στελεχών συγκρούεται και με την θεωρία των ενδιαφερομένων μερών καθώς υποστηρίζει ότι δεν υφίσταται ουσιαστικά η έννοια της «εταιρικής δημοκρατίας», αλλά μέσα από τις συγκρούσεις συμφερόντων των διαφόρων ομάδων ενδιαφερομένων προκύπτει μία ηγεμονεύουσα ομάδα. Η ομάδα αυτή καταλήγει να συγκεντρώνει όλα τα πλεονεκτήματα όπως, ενδεικτικά, πληροφόρηση, γνώση και εμπειρία περί των λειτουργιών και εργασιών εντός της επιχείρησης, κίνητρο για συμμετοχή στη διοίκηση της επιχείρησης, και γνώση του ευρύτερου επιχειρηματικού περιβάλλοντος.

Ενδεικτικά φαινόμενα αρνητικής εκδήλωσης της ηγεμονίας των διοικητικών στελεχών αποτελούν τα περιστατικά εξαπάτησης του επενδυτικού κοινού και τα κάθε λογής επιχειρηματικά σκάνδαλα που οργανώνονται από τις διοικήσεις διαφόρων επιχειρήσεων, καθώς και η ρευστοποίηση μεγάλων πακέτων μετοχών ή δικαιωμάτων προαίρεσης από ανώτατα στελέχη εταιρειών λίγο πριν από την κατάρρευσή τους.

Η εκδήλωση τέτοιων φαινομένων καθίσταται δυνατή λόγω της δυνατότητας ελέγχου της ροής επιχειρηματικής πληροφόρησης από τα στελέχη της διοίκησης της επιχείρησης, της γνώσης των διαδικασιών εντός της επιχείρησης, της έλλειψης ενός αποτελεσματικού συστήματος εσωτερικού ελέγχου αλλά και της διενέργειας ανεπαρκών εξωτερικών ελέγχων από τις εποπτικές αρχές και τους ορκωτούς ελεγκτές λογιστές. Ο ρόλος των τελευταίων είναι κρίσιμος διότι είναι επιφορτισμένοι με την ευθύνη ελέγχου των οικονομικών καταστάσεων

των επιχειρήσεων και την έκφραση γνώμης προς το επενδυτικό κοινό σχετικά με το κατά πόσον οι οικονομικές παρουσιάζουν ακριβοδίκαια, από κάθε ουσιώδη άποψη, την οικονομική θέση μιας επιχείρησης και τη χρηματοοικονομική της επίδοση. Λανθασμένες ή παραπλανητικές εκθέσεις ελέγχου οδηγούν, συχνά, σε λανθασμένες επενδυτικές αποφάσεις από πλευράς των υφιστάμενων ή, δυνητικά, νέων μετόχων και επενδυτών.

Η σημασία της θεωρίας της ηγεμονίας της διοίκησης, μεταξύ άλλων, και ως ερμηνευτικού εργαλείου για την υιοθέτηση καλών πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης, έγκειται στο γεγονός ότι οι νομοθέτες, παγκοσμίως, αναγνώρισαν την ερμηνευτική της δύναμη και υιοθέτησαν πολλές από τις προτάσεις της ως αντιστάθμισμα στην ηγεμονία των επαγγελματικών στελεχών που απαρτίζουν τη διοίκηση των σύγχρονων επιχειρήσεων. Τυπικό παράδειγμα της επιρροής της θεωρίας της ηγεμονίας της διοίκησης αποτελεί η επιβολή της απαίτησης για τοποθέτηση ικανού αριθμού ανεξαρτήτων μελών στο διοικητικό συμβούλιο ως καλή πρακτική εταιρικής διακυβέρνησης, με στόχο την προστασία των συμφερόντων των μετόχων έναντι της ηγεμονικής συμπεριφοράς των διοικητικών στελεχών.

Από την άλλη πλευρά, εσχάτως, η αποδοχή της θεωρίας της ηγεμονίας της διοίκησης έχει υποχωρήσει. Οι λόγοι που οδήγησαν στην υποβάθμιση της θεωρίας αυτής σχετίζονται με την οξύτητα της σύγκρουσης μεταξύ της θεωρίας της αντιπροσώπευσης και αυτής των ενδιαφερομένων μερών, τη σύγκριση της με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης και τις αρκετές ομοιότητες που εντοπίζονται μεταξύ τους, το γεγονός ότι αναπτύχθηκε κατά το χρονικό διάστημα που στη θεωρία κυριαρχούσε η φιλελεύθερη σχολή σκέψης, η οποία προωθούσε έντονα της θεωρία της αντιπροσώπευσης, και στο γεγονός ότι εστιάζει περισσότερο στο αποτέλεσμα της σχέσης αντιπροσώπευσης των μετόχων από τα επαγγελματικά στελέχη και όχι στην σχέση αυτή καθαυτή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

Στο κεφάλαιο αυτό διενεργείται μια επισκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας που αφορά στις επιδράσεις που μπορεί να ασκεί η σύνθεση και τα χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου μιας επιχείρησης στην αποδοτικότητα της. Το κεφάλαιο αποτελείται από τέσσερα επιμέρους τμήματα, εκ των οποίων το πρώτο αφορά σε έρευνες που έχουν γίνει για τις ελληνικές επιχειρήσεις, το δεύτερο περιλαμβάνει μελέτες για την ευρωπαϊκή ήπειρο, το τρίτο ασχολείται με τις Ηνωμένες Πολιτείες και το τέταρτο με μελέτες που καλύπτουν διάφορες χώρες από τον υπόλοιπο κόσμο. Σημειώνεται ότι, δεδομένου του έντονου ενδιαφέροντος της διεθνούς βιβλιογραφίας για το υπό εξέταση ζήτημα και το συνεπακόλουθο μεγάλο πλήθος των σχετικών ερευνών, η επισκόπηση που διενεργείται δεν στοχεύει στην εξαντλητική παρουσίαση της βιβλιογραφίας αλλά στην επικέντρωση σε αντιπροσωπευτικές μελέτες που θα δώσουν μια ικανοποιητική εικόνα για τα κυριότερα ευρήματα της διεθνούς έρευνας αναφορικά με τη δυνατότητα επιρροής των διοικητικών συμβουλίων επί της απόδοσης των επιχειρήσεων που διοικούν.

3.1 ΕΡΕΥΝΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Οι Kouforoulos και Balta (2006) εξετάζουν τη διασύνδεση μεταξύ της διάρθρωσης και του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου μιας επιχείρησης, της δομής ηγεσίας και της ανεξαρτησίας ή μη του διευθύνοντος συμβούλου με την απόδοση της επιχείρησης, όπως αυτή εκφράζεται μέσω χρηματοοικονομικών δεικτών όπως το περιθώριο μικτού κέρδους και ο δείκτης απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων. Το δείγμα το μελέτης αφορά σε 316 ελληνικές εισηγμένες εταιρείες, των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών ενώ η περίοδος της μελέτης καλύπτει το διάστημα ενός έτους μετά την κρίση στην ελληνική κεφαλαιαγορά του 1999. Το κυριότερο συμπέρασμα των Kouforoulos και Balta (2006) είναι ότι ούτε η διάρθρωση του διοικητικού συμβουλίου ούτε ο βαθμός ανεξαρτησίας του διευθύνοντος συμβούλου μιας επιχείρησης επιδρούν κατά κάποιον τρόπο στην απόδοση της.

Οι Tsifora και Eleftheriadou (2007) χρησιμοποιούν ένα δείγμα ελληνικών εισηγμένων εταιρειών του βιομηχανικού τομέα που, κατά την περίοδο της μελέτης, παρουσίαζαν υψηλό δείκτη ανάπτυξης, υψηλό εύρος κεφαλαιοποίησης και ικανοποιητικό βαθμό εφαρμογής καλών πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης, για να εξετάσουν δύο βασικές υποθέσεις. Η πρώτη υπόθεση θεωρεί ότι επιχειρήσεις με μεγαλύτερου μεγέθους διοικητικό συμβούλιο παρουσιάζουν καλύτερες αποδόσεις. Η δεύτερη υπόθεση θεωρεί ότι η ιδιοκτησία μιας επιχείρησης από μια ευρύτερη ομάδα μετόχων συμβάλλει θετικότερα στην απόδοση της από ότι η ιδιοκτησία μιας επιχείρησης από ένα μικρό πλήθος μετόχων ή, ακόμα περισσότερο, από ότι η κατοχή μιας επιχείρησης από μια οικογένεια. Τα εμπειρικά ευρήματα της μελέτης είναι μικτά και δεν δείχνουν να υποστηρίζουν την ισχύ των παραπάνω υποθέσεων.

Οι Kouforoulos *et al.* (2008) εξετάζουν τη συμβολή του διοικητικού συμβουλίου στην οργάνωση και απόδοση 27 ελληνικών επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών, λαμβάνοντας υπ' όψιν παράγοντες όπως ο πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου και τα δημογραφικά χαρακτηριστικά των μελών του διοικητικού συμβουλίου. Το κυριότερο εύρημα της μελέτης αφορά στη θετική συσχέτιση μεταξύ της ηλικίας του προέδρου και της ανταγωνιστικής θέσης μιας επιχείρησης στην αγορά, πράγμα το οποίο σημαίνει ότι όσο γηραιότερος, και άρα πιο έμπειρος, είναι ο πρόεδρος, τόσο αυξάνει το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα μιας επιχείρησης στην αγορά που δραστηριοποιείται. Εντούτοις, η μελέτη αναδεικνύει μια αρνητική σχέση μεταξύ της ηλικίας του προέδρου και της συνολικής απόδοσης μιας εταιρείας, γεγονός που, σύμφωνα με τους συγγραφείς, υποδεικνύει ότι, παρόλη την εμπειρία του προέδρου μιας επιχείρησης, η αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα μιας επιχείρησης δεν εξαρτάται τελικά από αυτή.

Οι Syriopoulos και Tsatsaronis (2009) χρησιμοποιούν ένα δείγμα ελληνικών ναυτιλιακών εταιρειών που είναι εισηγμένες στην αμερικανική κεφαλαιαγορά προκειμένου να εξετάσουν την επίδραση που μπορεί να ασκήσουν βασικά ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης στην απόδοση αυτών των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, η μελέτη εστιάζει την προσοχή της στις συνέπειες που μπορεί να έχουν για την οικονομική επίδοση των ελληνικών ναυτιλιακών εταιρειών παράγοντες όπως η ύπαρξη διευθυντικών στελεχών που σχετίζονται άμεσα με την οικογένεια που ίδρυσε μια επιχείρηση, η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας μιας επιχείρησης στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και η παρουσία ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο μιας ναυτιλιακής επιχείρησης. Τα ευρήματα της μελέτης δείχνουν, κατ' αρχάς, ότι η ύπαρξη ενός διευθύνοντος συμβούλου σε μια ναυτιλιακή επιχείρηση ο οποίος έχει άμεση σχέση με την οικογένεια που ίδρυσε την επιχείρηση ασκεί θετική επίδραση στην απόδοση της επιχείρησης, δηλαδή συμβάλλει στην επίτευξη υψηλών δεικτών απόδοσης ενεργητικού και

ιδίων κεφαλαίων. Περαιτέρω, αναδεικνύεται μια θετική συσχέτιση μεταξύ της απόδοσης μιας ναυτιλιακής επιχείρησης και της ύπαρξης διευθυντικών στελεχών που κατέχουν μέρος της επιχείρησης. Τέλος, η μελέτη δεν βρίσκει κάποια στατιστικώς σημαντική σχέση μεταξύ της απόδοσης των ελληνικών ναυτιλιακών εταιρειών και της ύπαρξης ανεξάρτητων μελών στα διοικητικά συμβούλια αυτών των επιχειρήσεων.

Οι Dimitropoulos και Asteriou (2010) εξετάζουν τον τρόπο με τον οποίο η ποιότητα των χρηματοοικονομικών πληροφοριών που εμπεριέχονται στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που είναι εισηγμένες στο ελληνικό χρηματιστήριο ποικίλλει ανάλογα με το μέγεθος και τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου. Χρησιμοποιώντας δεδομένα για μια περίοδο πέντε ετών (2000-2004), η συγκεκριμένη μελέτη δείχνει ότι η ποιότητα των χρηματοοικονομικών πληροφοριών αποτελεί θετική συνάρτηση του αριθμού των εξωτερικών ανεξάρτητων μελών που καταλαμβάνουν θέση στο διοικητικό συμβούλιο των εταιρειών του δείγματος. Αντιθέτως, η μελέτη δείχνει ότι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου δεν επηρεάζει την ποιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Περαιτέρω, οι επιχειρήσεις με υψηλότερο ποσοστό εξωτερικών μελών στο διοικητικό τους συμβούλιο αποδεικνύονται πιο συντηρητικές κατά την ανακοίνωση κακών ειδήσεων, αλλά, αντιθέτως, δεν εμφανίζουν μεγαλύτερη σπουδή στην αναγνώριση καλών ειδήσεων. Τέλος, οι επιχειρήσεις με υψηλότερο ποσοστό εξωτερικών διευθυντικών στελεχών καταγράφουν λογιστικά κέρδη υψηλότερης ποιότητας συγκριτικά με τις επιχειρήσεις που διαθέτουν χαμηλότερο ποσοστό εξωτερικών διευθυντικών στελεχών.

Οι Drakos και Bekiris (2010) εξετάζουν τη σχέση μεταξύ της απόδοσης των εισηγμένων επιχειρήσεων στο ελληνικό χρηματιστήριο με το βαθμό ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου των επιχειρήσεων, τη δομή ηγεσίας τους και το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου. Η μελέτη καλύπτει την περίοδο 2000-2006 και ένα πλήθος εταιρειών που ξεκινά από τις 146 για το έτος 2000 και φτάνει τις 232 στο έτος 2006. Τα κυριότερα ευρήματα της μελέτης συνοψίζονται στο ότι η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου και η δομή ηγεσίας των επιχειρήσεων δεν ασκεί κάποια σημαντική, από στατιστικής και οικονομικής σκοπιάς, επίδραση στην απόδοση των επιχειρήσεων. Από την άλλη πλευρά, η μελέτη αναδεικνύει μια αντίστροφη σχέση μεταξύ της απόδοσης των επιχειρήσεων και του μεγέθους του διοικητικού τους συμβουλίου.

Οι Balta *et al.* (2012) μελετούν τη σχέση μεταξύ των χαρακτηριστικών του διοικητικού συμβουλίου μιας επιχείρησης και των επιδράσεων του περιβάλλοντος της με τη δραστηριότητα της στον τομέα της καινοτομίας, καθώς και τη συνεπακόλουθη επίδραση στην απόδοση της. Το δείγμα αυτής της μελέτης περιλαμβάνει 101 ελληνικές επιχειρήσεις που ήταν εισηγμένες

στο Χρηματιστήριο Αθηνών το Δεκέμβριο του 2007. Τα εμπειρικά αποτελέσματα της μελέτης δείχνουν ότι το σύγχρονο σύνθετο επιχειρηματικό περιβάλλον ευνοεί την ανάληψη πρωτοβουλιών στον τομέα της καινοτομίας, οι οποίες είναι απαραίτητες για την ενίσχυση της απόδοσης και της ανάπτυξης των επιχειρήσεων. Στο πλαίσιο ανάληψης καινοτομικών πρωτοβουλιών, σημαντικός είναι ο ρόλος των διευθυντικών στελεχών, οι οποίοι αποδεικνύονται φιλικοί στην ανάληψη τέτοιων δράσεων.

Οι Chalevas και Tzovas (2016) ερευνούν ένα ελαφρώς διαφοροποιημένο ζήτημα, ήτοι την επίδραση που ασκεί η υιοθέτηση αρχών καλής εταιρικής διακυβέρνησης στις αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών που εφαρμόζουν αυτές τις πρακτικές. Το δείγμα της μελέτης περιλαμβάνει δεδομένα για τις ελληνικές εισηγμένες εταιρείες κατά την περίοδο 2000-2003. Για λόγους συγκρισιμότητας με αντίστοιχες διεθνείς έρευνες, στο δείγμα δεν περιλαμβάνονται εταιρείες από τον τραπεζικό κλάδο και τον ασφαλιστικό κλάδο, ούτε επενδυτικές εταιρείες και εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον τομέα των μισθώσεων. Το κύριο συμπέρασμα της μελέτης είναι ότι οι μετοχικές αξίες δεν επηρεάζονται από την επιβολή ρυθμίσεων για την υιοθέτηση πρακτικών καλής εταιρικής διακυβέρνησης. Σύμφωνα με τους συγγραφείς, τα αποτελέσματα της μελέτης τους υπονοούν ότι η θεμελιώδης οικονομική αξία μιας εταιρείας δεν επηρεάζεται από τη εισαγωγή αρχών εταιρικής διακυβέρνησης αλλά, ακόμα και εάν επηρεάζεται, αυτό δεν αντανακλάται στις τιμές των μετοχών λόγω της αναποτελεσματικότητας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Ένας άλλος λόγος που μπορεί να εξηγήσει το φαινόμενο της μη αντανάκλασης της ωφέλειας από την υιοθέτηση αρχών εταιρικής διακυβέρνησης στις τιμές των μετοχών σχετίζεται με τη δυσπιστία των επενδυτών σχετικά με τη θετική επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στην απόδοση των επιχειρήσεων.

Οι Georgantopoulos και Filos (2017) εξετάζουν τη σχέση μεταξύ της απόδοσης των ελληνικών τραπεζών και της διάρθρωσης των διοικητικών τους συμβουλίων κατά τη διάρκεια της πρόσφατης κρίσης που έπληξε την ελληνική οικονομία. Οι συγγραφείς χρησιμοποιούν δεδομένα για ένα δείγμα 13 ελληνικών τραπεζών κατά την περίοδο 2008-2014 και καταλήγουν στο ότι οι εφαρμοζόμενες πρακτικές καλής εταιρικής διακυβέρνησης στον ελληνικό τραπεζικό κλάδο συμβάλλουν με θετικό τρόπο στην αξία και αποδοτικότητα των ελληνικών τραπεζών. Συγκεκριμένα, η μελέτη των Georgantopoulos και Filos (2017) δείχνει ότι το αυξημένο μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου και η προσθήκη σε αυτό ανεξάρτητων μελών επιδρούν θετικά στην απόδοση των ελληνικών τραπεζών μέχρι ενός βέλτιστου σημείου, πέραν του οποίου η περαιτέρω μεγέθυνση του διοικητικού συμβουλίου ή η επιπλέον προσθήκη ανεξάρτητων μελών μπορεί να επιφέρει τα αντίθετα αποτελέσματα.

Ο Kyriazopoulos (2017) διερευνά τη σχέση της εταιρικής διακυβέρνησης και της απόδοσης 203 ελληνικών εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατά την περίοδο 2005-2014. Η περίοδος αυτή καλύπτει την κρίση χρέους της ελληνικής οικονομίας που ξέσπασε το 2010. Τα αποτελέσματα της μελέτης αποδεικνύουν το σημαντικό ρόλο που διαδραματίζει η εταιρική διακυβέρνηση στη διαμόρφωση της απόδοσης των ελληνικών επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, τα εμπειρικά ευρήματα αναδεικνύουν μια θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους και της διάρθρωσης του διοικητικού συμβουλίου και της απόδοσης των επιχειρήσεων. Ειδικότερα, η συσχέτιση απόδοσης και μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου παραμένει σταθερή κατά τη διάρκεια της κρίσης. Δεν συμβαίνει, όμως, το ίδιο για τη σχέση απόδοσης και αριθμού ανεξάρτητων εξωτερικών μελών του διοικητικού συμβουλίου.

Η Constantatos (2018), τέλος, εξετάζει τη σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και της απόδοσης όλων των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων κατά τα έτη 2006 έως και 2012 με εξαίρεση τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον τραπεζικό και ασφαλιστικό κλάδο, καθώς και τις εταιρείες που ασχολούνται με την ακίνητη περιουσία (real estate). Η απόδοση των εταιρειών εκτιμάται με βάση το Q του Tobin. Τα εμπειρικά ευρήματα της μελέτης δείχνουν ότι η θετική σχέση που υπήρχε μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και εταιρικής απόδοσης προ της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης καθίσταται αρνητική στη διάρκεια της της περιόδου της κρίσης. Συμπερασματικά, η Constantatos (2018) καταλήγει στο ό,τι έδειχνε να αποτελεί καλή πρακτική διακυβέρνησης προ κρίσης φαντάζει πλέον αντιπαραγωγικό.

3.2 ΕΡΕΥΝΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ

Οι Oxelheim και Randoy (2003) μελετούν τη σχέση μεταξύ της απόδοσης 253 σκανδιναβικών επιχειρήσεων (121 σουηδικών και 132 νορβηγικών) και της ύπαρξης συμβούλων στα διοικητικά συμβούλια τους που δεν είναι Σκανδιναβοί για τα έτη 1996, 1997 και 1998. Ως μέτρο της απόδοσης χρησιμοποιούν το Q του Tobin. Το βασικό εύρημα της μελέτης αυτής είναι ότι επιχειρήσεις με διοικητικά συμβούλια των οποίων η σύνθεση περιλαμβάνει μέλη με καταγωγή από την Αγγλία ή τις Ηνωμένες Πολιτείες έχουν μεγαλύτερη απόδοση και αξία. Οι συγγραφείς αποδίδουν αυτή τη θετική συσχέτιση στο ότι η προθυμία των επιχειρήσεων να διεθνοποιηθούν και να εισαγάγουν καλές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης έχει θετικό αντίκτυπο στην εγχώρια αγορά και αντανάκλαται στην αυξημένη αποδοτικότητα τους.

Οι Bauer *et al.* (2004) διερευνούν το κατά πόσον η υιοθέτηση καλών αρχών εταιρικής διακυβέρνησης, ήτοι ανεξάρτητα μέλη στο διοικητικό συμβούλιο, διαχωρισμός του ρόλου του προέδρου και του ρόλου του διευθύνοντος συμβούλου, κ.λπ., οδηγεί σε μεγαλύτερη αξία για

μια επιχείρηση και σε καλύτερες αποδόσεις για τη μετοχή της. Το δείγμα της μελέτης τους περιλαμβάνει τις εταιρείες του ευρωπαϊκού χρηματιστηριακού δείκτη FTSE Eurotop 300 και καλύπτει το διάστημα 2000-2001. Τα εμπειρικά αποτελέσματα δείχνουν ότι η εφαρμογή ποιοτικότερης εταιρικής διακυβέρνησης συμβάλλει θετικά τόσο στην απόδοση των μετοχών όσο και στην αποτίμηση των επιχειρήσεων. Αντιθέτως, όσον αφορά στην επίδραση επί της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων σε όρους καθαρών κερδών και δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων, οι Bauer *et al.* (2004) διαπιστώνουν με έκπληξη ότι η επίδραση της εφαρμογής της εταιρικής διακυβέρνησης είναι αρνητική.

Ο Busta (2007) μελετά τη συσχέτιση του μεγέθους και του βαθμού ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου μιας τραπεζικής επιχείρησης και της απόδοσης της. Χρησιμοποιώντας στοιχεία για 69 τράπεζες εισηγμένες σε διάφορα χρηματιστήρια στη Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Ισπανία και Ηνωμένο Βασίλειο, ο Busta (2007) δείχνει ότι τράπεζες με παρουσία μη εκτελεστικών μελών στα συμβούλια τους παρουσιάζουν καλύτερες αποδόσεις για τις χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης, κάτι που δεν ισχύει για το Ηνωμένο Βασίλειο, όπου συμβαίνει ακριβώς το αντίθετο.

Ο Rose (2007) ασχολείται με το κατά πόσον η παρουσία γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο μιας επιχείρησης ευνοεί την απόδοση της. Εξετάζει, επίσης, και την πιθανή επίδραση του εκπαιδευτικού επιπέδου των μελών των διοικητικών συμβουλίων καθώς και την ύπαρξη μη Δανών στα συμβούλια. Στη μελέτη αυτή χρησιμοποιείται ένα δείγμα δανέζικων εισηγμένων εταιρειών για το διάστημα 1998-2001. Το βασικό εύρημα είναι η ανυπαρξία οποιασδήποτε σημαντικής συσχέτισης μεταξύ της παρουσίας γυναικών στα διοικητικά συμβούλια των επιχειρήσεων και της απόδοσης τους, εκφρασμένης σε όρους Q του Tobin. Το ίδιο ισχύει και για το εκπαιδευτικό επίπεδο των μελών των διοικητικών συμβουλίων αλλά και για την περίπτωση που αλλοδαποί κατέχουν θέση στο συμβούλιο.

Ο Guest (2009) εξετάζει την επίδραση του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου στην απόδοση 2.746 επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου κατά την περίοδο 1981-2002. Η μελέτη καταλήγει στο ότι το μέγεθος του συμβουλίου συσχετίζεται αρνητικά με την κερδοφορία των επιχειρήσεων και την απόδοση τους σε όρους Q του Tobin, καθώς και στην απόδοση των τιμών των μετοχών των εταιρειών στο χρηματιστήριο. Μάλιστα, η τάση αυτή είναι εντονότερη στις μεγάλες εταιρείες με διοικητικά συμβούλια μεγαλύτερου μεγέθους. Ο Guest (2009) αποδίδει τα ευρήματα του στις δυσκολίες στην επικοινωνία και λήψη αποφάσεων που χαρακτηρίζει τα πολυπληθή διοικητικά συμβούλια.

Οι Agoraki *et al.* (2010) ασχολούνται με τη σχέση μεταξύ της δομής του διοικητικού συμβουλίου των ευρωπαϊκών τραπεζών και της απόδοσης τους. Όσον αφορά στη δομή, οι

παράγοντες που λαμβάνονται υπ' όψιν είναι το μέγεθος και η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου 57 μεγάλων ευρωπαϊκών τραπεζών ενώ η απόδοση των τραπεζών εξετάζεται τόσο σε όρους κόστους όσο και σε όρους κερδοφορίας. Η μελέτη καταλήγει στο ότι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου συσχετίζεται αρνητικά με την αποτελεσματικότητα των τραπεζών, τόσο όσον αφορά στο κόστος όσο και την κερδοφορία των τραπεζών.

Οι Marinova *et al.* (2010) μελετούν την πιθανή συσχέτιση του φύλου των μελών του διοικητικού συμβουλίου μιας επιχείρησης με την απόδοση της. Χρησιμοποιούν στοιχεία 186 εισηγμένων επιχειρήσεων στην Ολλανδία (102 εταιρείες) και τη Δανία (84 εταιρείες) για το έτος 2007, εκ των οποίων το 40% έχουν τουλάχιστον μια γυναίκα στο διοικητικό τους συμβούλιο. Για τη μέτρηση της απόδοσης των επιχειρήσεων χρησιμοποιείται το Q του Tobin. Τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης δεν καταλήγουν σε κάποια σημαντική σχέση μεταξύ του φύλου των μελών του διοικητικού συμβουλίου και της απόδοσης των εξεταζόμενων επιχειρήσεων.

Οι Arosa *et al.* (2013) αναλύουν την αποτελεσματικότητα του διοικητικού συμβουλίου μέσα σε ένα πλαίσιο εφαρμογής κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης. Συγκεκριμένα, μελετούν την επίδραση της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου, του μεγέθους του συμβουλίου, της δομής ηγεσίας και της διάρκειας της θητείας του διευθύνοντος συμβούλου στην απόδοση μιας επιχείρησης. Το δείγμα της μελέτης περιλαμβάνει 307 μικρές και μεσαίες ισπανικές επιχειρήσεις που δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο και χρησιμοποιεί στοιχεία για το 2006. Το κύριο εύρημα της μελέτης αφορά στην αρνητική επίδραση των εξωτερικών συμβούλων στην απόδοση μιας επιχείρησης. Αντιθέτως, η παρουσία περισσότερων εσωτερικών συμβούλων δείχνει να ευνοεί την αποδοτικότητα λόγω της μεγαλύτερης γνώσης τους για την επιχείρηση. Αρνητική είναι, επίσης, η σχέση απόδοσης και μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου.

Ο Müller (2014) διερευνά τη σχέση εννέα χαρακτηριστικών εταιρικής διακυβέρνησης επί της αποδοτικότητας των εταιρειών που συνθέτουν το δείκτη FTSE 100 του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου για το διάστημα 2010-2011. Τα αποτελέσματα της μελέτης δείχνουν ότι ο βαθμός ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου και η αναλογία των εξωτερικών μελών του διοικητικού συμβουλίου επιδρούν θετικά στην απόδοση των επιχειρήσεων. Μάλιστα, η μελέτη καταλήγει στο ότι η σχέση αυτή έχει και ενός βαθμού προβλεπτικό χαρακτήρα, με την έννοια του ότι η θετική επίδραση αφορά τόσο στην τρέχουσα απόδοση όσο και στην απόδοση της επόμενης χρήσης.

Η Veklenko (2016) μελετά τη σχέση μεταξύ της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου και της απόδοσης μιας επιχείρησης με τη χρήση δεδομένων για 79 εταιρείες από το Βέλγιο,

την Ιταλία, την Ολλανδία, την Ισπανία και τη Σουηδία για το διάστημα 2010-2014. Τα χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου που εξετάζονται είναι το μέγεθος του και ο βαθμός ανεξαρτησίας των μελών του, ήτοι η ύπαρξη ανεξάρτητων μελών στη σύνθεση του συμβουλίου. Η απόδοση μιας επιχείρησης εκτιμάται με βάση το Q του Tobin και τους δείκτες απόδοσης του ενεργητικού (ROA) και απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE). Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι είτε ένα πολύ μικρό είτε ένα πολύ μεγάλο συμβούλιο σχετίζεται θετικά με το δείκτη ROA, αλλά σχετίζονται αρνητικά με το δείκτη ROE και το Q του Tobin.

Οι Belhaj και Mateus (2016) ερευνούν την επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στην απόδοση των ευρωπαϊκών τραπεζών κατά το διάστημα 2002-2011. Το δείγμα αυτής της μελέτης περιλαμβάνει 73 τράπεζες από 11 διαφορετικές ευρωπαϊκές χώρες. Οι μεταβλητές που ελέγχονται είναι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου και η σύνθεση του. Τα εμπειρικά αποτελέσματα υποστηρίζουν μια σημαντικά θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της απόδοσης, όπως επίσης, και της ποικιλίας στη σύνθεση του συμβουλίου, όσον αφορά στο φύλο των μελών του, και της απόδοσης των τραπεζών κατά την περίοδο προ της οικονομικής κρίσης που ξέσπασε στα τέλη του 2008. Συγκεκριμένα, τράπεζες με μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια και με έντονη την παρουσία γυναικών στη σύνθεση τους παρουσιάζουν αυξημένες αποδόσεις. Εντούτοις, κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης, οι συγγραφείς βρίσκουν ότι τράπεζες με μικρά και ευέλικτα συμβούλια με λιγότερο αριθμό ανεξάρτητων έχουν καλύτερες αποδόσεις.

Ο Pasaribu (2017) εξετάζει την επιρροή των γυναικών που καταλαμβάνουν θέση στο διοικητικό συμβούλιο μιας επιχείρησης στην απόδοση της. Χρησιμοποιώντας στοιχεία για όλες τις εισηγμένες εταιρείες στο Ηνωμένο Βασίλειο, πλην αυτών του χρηματοπιστωτικού τομέα, για την περίοδο 2004-2012, η μελέτη βρίσκει ασθενείς ενδείξεις περί μιας θετικής συσχέτισης μεταξύ της παρουσίας γυναικών στη διοίκηση των επιχειρήσεων με την απόδοση τους. Η όποια θετική συσχέτιση αφορά κυρίως μικρές επιχειρήσεις, οι οποίες θεωρούνται πιο ευέλικτες και λιγότερο ελεγχόμενες από τρίτους συγκριτικά με τις μεγάλες εταιρείες που, συνήθως, βρίσκονται στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος των επενδυτών, του τύπου, των εποπτικών αρχών, κ.α..

Στο ίδιο πλαίσιο, οι Bennouri *et al.* (2018) χρησιμοποιούν στοιχεία για ένα δείγμα 394 γαλλικών εταιρειών κατά την περίοδο 2001-2010 προκειμένου να μελετήσουν την πιθανή επίδραση της ύπαρξης γυναικών στα διοικητικά συμβούλια επί της απόδοσης των εταιρειών, όπως αυτή μετριέται με το δείκτη απόδοσης του ενεργητικού (ROA) και των ιδίων κεφαλαίων (ROE) αλλά και το Q του Tobin. Τα εμπειρικά ευρήματα δείχνουν ότι η παρουσία γυναικών σχετίζεται θετικά με τους δείκτες ROA και ROE αλλά αρνητικά με το Q του Tobin.

Οι Ionascu *et al.* (2018), μελετούν, επίσης, την επίδραση της παρουσίας γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο μιας επιχείρησης στην απόδοση της χρησιμοποιώντας στοιχεία από 343 επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Βουκουρεστίου στη Ρουμανία για το διάστημα 2012-2016. Οι συγγραφείς καταλήγουν ότι, κατά μέσο όρο, η ποικιλία στο φύλο των μελών των διοικητικών συμβουλίων δε παίζει κάποιο σημαντικό ρόλο για την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων. Εντούτοις, σε ένα επιμέρους δείγμα κερδοφόρων εταιρειών αναδεικνύεται μια θετική συσχέτιση μεταξύ της παρουσίας γυναικών στο διοίκηση και την απόδοση των επιχειρήσεων.

Οι Martin και Herrera (2018), τέλος, μελετούν την περίπτωση των Ισπανικών επιχειρήσεων για το διάστημα 2015-2015. Υπολογίζουν την απόδοση των επιχειρήσεων με βάση το δείκτη απόδοσης του ενεργητικού (ROA) και το Q του Tobin. Όσον αφορά στους παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης που λαμβάνονται υπ' όψιν στη μελέτη, αυτοί είναι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, ο βαθμός ανεξαρτησίας των μελών του και η ποικιλία ως προς τα δημογραφικά χαρακτηριστικά (ηλικία, γυναίκες και αλλοδαποί). Τα εμπειρικά ευρήματα δείχνουν μια στατιστικώς σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ της απόδοσης μιας επιχείρησης και του βαθμού ανεξαρτησίας των μελών του διοικητικού συμβουλίου. Οι λοιποί παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης δεν δείχνουν να επηρεάζουν με κάποιο τρόπο την αποδοτικότητα των ισπανικών επιχειρήσεων.

3.3 ΕΡΕΥΝΕΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΗΝΩΜΕΝΕΣ ΠΟΛΙΤΕΙΕΣ

Οι Bhagat και Black (1999) ασχολούνται με το κατά πόσον η ύπαρξη ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο των αμερικανικών επιχειρήσεων επηρεάζει με κάποιο τρόπο την απόδοση τους, θεωρώντας ότι επιχειρήσεις με πλειοψηφία ανεξαρτήτων μελών στη διοίκηση τους συμπεριφέρονται διαφορετικά σε σχέση με εταιρείες που δεν παρουσιάζουν τέτοιες πλειοψηφίες. Το βασικό συμπέρασμα των Bhagat και Black (1999) είναι ότι δεν υπάρχουν επαρκώς πειστικές ενδείξεις για τη θετική συσχέτιση μεταξύ της ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου και της απόδοσης μιας επιχείρησης.

Οι Bhagat και Black (2002) επανέρχονται στο ζήτημα και, χρησιμοποιώντας στοιχεία για ένα δείγμα 934 μεγάλων αμερικανικών επιχειρήσεων για την περίοδο 1985-1995, εξετάζουν το κατά πόσον ο βαθμός ανεξαρτησίας το διοικητικού συμβουλίου μιας επιχείρησης συσχετίζεται με την απόδοση της. Η απόδοση μιας επιχείρησης υπολογίζεται με τρεις εναλλακτικούς τρόπους, ήτοι το Q του Tobin, το δείκτη απόδοσης του ενεργητικού (ROA) και την προσαρμοσμένη στο χρηματιστηριακό δείκτη αγοράς απόδοση της μετοχής (market-

adjusted stock price return). Τα εμπειρικά αποτελέσματα δείχνουν ότι οι εταιρείες με χαμηλή κερδοφορία τείνουν να αυξάνουν το βαθμό ανεξαρτησίας του συμβουλίου τους προσθέτοντας σε αυτό ανεξάρτητα μέλη. Εντούτοις, αυτή η πολιτική δεν καταλήγει να έχει ευεργετικά αποτελέσματα για την επιχείρηση, δηλαδή η απόδοση τους δεν παρουσιάζει κάποια θεαματική βελτίωση.

Οι Gompers *et al.* (2003) κατασκευάζουν ένα δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης με τη χρήση 24 κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης με στοιχεία για ένα δείγμα 1.500 μεγάλων αμερικανικών επιχειρήσεων κατά τη δεκαετία του 1990 (περίοδος μελέτης 1990-1999), προκειμένου να αξιολογήσουν το βαθμό προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων από τις εταιρείες και την επίδραση αυτής της προστασίας στις αποδόσεις των μετοχών και στην αξία των επιχειρήσεων. Εξετάζουν, επίσης, την επίδραση στις πωλήσεις τους και στη γενικότερη απόδοση των επιχειρήσεων, εκφρασμένη σε όρους Q του Tobin. Η μελέτη καταλήγει στο ότι οι εταιρείες με ισχυρότερο βαθμό προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων απολαμβάνουν υψηλότερων μετοχικών αποδόσεων και χρηματιστηριακών αποτιμήσεων, σημαντικότερης αποδοτικότητας αλλά και μεγαλύτερης ανάπτυξης των πωλήσεων τους σε σχέση με τις εταιρείες που παρουσιάζουν ασθενή βαθμό προστασίας των μετόχων.

Οι Erhardt *et al.* (2003) διερευνούν την επίδραση που μπορεί να ασκούν στην απόδοση μιας επιχείρησης τα δημογραφικά στοιχεία των μελών του διοικητικού της συμβουλίου. Το δείγμα της μελέτης αφορά σε 127 μεγάλες αμερικανικές επιχειρήσεις και χρησιμοποιούνται χρηματοοικονομικά στοιχεία (ROA) για τα έτη 1993 και 1998. Τα στοιχεία εταιρικής διακυβέρνησης που εξετάζονται είναι ο αριθμός γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο των εταιρειών καθώς και η ύπαρξη “μειονοτήτων”, δηλαδή ατόμων λατινικής ή άλλης καταγωγής. Η εμπειρική διερεύνηση καταλήγει στο ότι τα παραπάνω δημογραφικά στοιχεία συσχετίζονται θετικά με την απόδοση των επιχειρήσεων.

Οι Carter (2003) εξετάζουν την επίδραση της “ποικιλίας” στη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου μιας επιχείρησης στην απόδοση (Q του Tobin) των 1.000 εταιρειών του “Fortune” για το έτος 1997. Η ποικιλία προσδιορίζεται από τη συμμετοχή στο συμβούλιο γυναικών, Αφροαμερικανών, Ασιατών και Ισπανόφωνων. Η μελέτη βρίσκει ότι η αυξημένη συμμετοχή γυναικών ή ατόμων από μειονότητες στο διοικητικό συμβούλιο μιας εταιρείας συμβάλλει θετικά στην αποδοτικότητα της. Επιπλέον, η μελέτη αναδεικνύει ότι ο αριθμός των γυναικών και των ατόμων των μειονοτήτων που συμμετέχουν στη διοίκηση ενισχύεται αναλογικά με την αύξηση στο μέγεθος μιας επιχείρησης και στο μέγεθος του διοικητικού της συμβουλίου, ενώ αμβλύνεται όταν αυξάνει ο αριθμός των εσωτερικών συμβούλων που καταλαμβάνουν θέση στο συμβούλιο.

Οι Core *et al.* (2006) επανεξετάζουν το ζήτημα της επίδρασης του βαθμού προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων στις αποδόσεις των μετοχών και την αξία των αμερικανικών εταιρειών κατά τη δεκαετία του 1990 χρησιμοποιώντας επίσης το δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης των 24 αρχών των Gompers *et al.* (2003), αλλά το δείκτη απόδοσης του ενεργητικού (ROA) αντί του Q του Tobin ως μονάδα μέτρησης της απόδοσης των επιχειρήσεων. Σε αντίθεση με τους Gompers *et al.* (2003), οι Core *et al.* (2006) δεν βρίσκουν κάποια σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ του βαθμού προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων και των μετοχικών αξιών αλλά και των αποδόσεων των επιχειρήσεων. Με άλλα λόγια, επιχειρήσεις με ασθενή προστασία των μετόχων δεν συνεπάγεται ότι έχουν, επίσης, ασθενείς αποδόσεις.

Οι Adams και Ferreira (2009) μελετούν 1.939 εισηγμένες επιχειρήσεις στις ΗΠΑ κατά την περίοδο 1998-2003 προκειμένου να συμπεράνουν το κατά πόσον η παρουσία γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο αυτών των επιχειρήσεων ασκεί θετική επίδραση στην απόδοση τους. Το βασικό συμπέρασμα της μελέτης είναι ότι, σε αντίθεση με τον ευρέως αποδεκτή πεποίθηση περί της ευεργετικής παρουσίας των γυναικών στο διοίκηση, στην πραγματικότητα η συμμετοχή γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο συσχετίζεται αρνητικά με το δείκτη απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων (ROE) και το Q του Tobin.

Οι Miller και Triana (2009) διερευνούν το ζήτημα της φυλετικής ποικιλίας σε ένα διοικητικό συμβούλιο και την επίδραση στην απόδοση μιας επιχείρησης. Στην ανάλυση τους, οι συγγραφείς λαμβάνουν υπ' όψιν παραμέτρους φήμης και καινοτομίας που σχετίζονται με την επιλογή ατόμων για το διοικητικό συμβούλιο που προέρχονται από διάφορες φυλετικές ομάδες. Το δείγμα της μελέτης αφορά σε 500 εταιρείες του "Fortune". Τα εμπειρικά ευρήματα δείχνουν ότι η ανάθεση καθηκόντων διοίκησης μιας επιχείρησης σε άτομα με διαφορετική προέλευση συμβάλλει θετικά στη φήμη της και στην ανάληψη καινοτομικών πρωτοβουλιών, γεγονός το οποίο, με τη σειρά του, συμβάλλει, επίσης, θετικά στην απόδοση της επιχείρησης.

Οι Van Ness *et al.* (2010) εξετάζουν την επίδραση των χαρακτηριστικών του διοικητικού συμβουλίου στην απόδοση των επιχειρήσεων μέσα στο αυστηρό ρυθμιστικό πλαίσιο που επιβάλλει η νομοθεσία των Sarbanes-Oxley (SOX). Το δείγμα της μελέτης περιλαμβάνει τις 500 εταιρείες του βασικού αμερικανικού χρηματιστηριακού δείκτη Standard and Poor's (S&P) 500 για τα έτη 2006 και 2007. Τα εμπειρικά ευρήματα αναδεικνύουν ότι παράγοντες όπως ο διαχωρισμός του ρόλου του προέδρου από αυτόν του διευθύνοντος συμβούλου, η εμπειρία και ειδικευση των μελών του διοικητικού συμβουλίου, το μέγεθος του συμβουλίου καθώς και η διάρκεια της θητείας του διοικητικού συμβουλίου επηρεάζουν σημαντικά την απόδοση των επιχειρήσεων.

Οι Pathan και Faff (2013) διερωτώνται εάν στον τραπεζικό τομέα η δομή του διοικητικού συμβουλίου επηρεάζει πράγματι την απόδοση μιας τράπεζας. Χρησιμοποιώντας ένα ευρύ δείγμα αμερικανικών τραπεζικών επιχειρήσεων για την περίοδο 1997-2011, βρίσκουν ότι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου και ο σημαντικός βαθμός ανεξαρτησίας του συμβάλλουν θετικά στην απόδοση μιας τράπεζας. Περαιτέρω, σε σχέση με την παρουσία γυναικών στο συμβούλιο στην περίοδο που προηγήθηκε της εφαρμογής της νομοθεσίας Sarbanes-Oxley (1997-2002) βελτίωσε την αποδοτικότητα των τραπεζών. Εντούτοις, η θετική επίδραση εξαφανίστηκε κατά την περίοδο που ακολούθησε την εφαρμογή της παραπάνω νομοθεσίας (2003-2006), καθώς και στη διάρκεια της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης (2007-2011).

Ο Charas (2015) διερευνά μια ελαφρώς διαφορετική παράμετρο της επίδρασης του διοικητικού συμβουλίου στην απόδοση μιας επιχείρησης. Συγκεκριμένα, εξετάζει το κατά πόσον η αποτελεσματικότητα των μελών του διοικητικού συμβουλίου να λειτουργούν ομαδικά και η δυναμικότητα της συλλογικής λειτουργίας τους επηρεάζουν την κερδοφορία μιας επιχείρησης. Η μελέτη βασίζεται σε ερωτηματολόγια που απαντήθηκαν από 182 διοικητικά στελέχη διαφόρων αμερικανικών επιχειρήσεων. Τα συμπεράσματα της έρευνας είναι ότι η εμπειρία των διευθυντικών στελεχών, η κοινωνική τους δικτύωση και η ικανότητα τους να λειτουργούν διαδραστικά με τους συναδέλφους τους παίζουν σημαντικό ρόλο στην κερδοφορία μιας επιχείρησης. Μάλιστα, η προβλεπτική της απόδοσης ικανότητα της ομαδικής λειτουργίας των διοικητικών στελεχών είναι οχτώ φορές μεγαλύτερη από ότι είναι τα ατομικά δημογραφικά χαρακτηριστικά τους.

Οι Rutledge *et al.* (2016) χρησιμοποιούν ένα δείγμα από τις 100 επιχειρήσεις που συνθέτουν τον αμερικανικό χρηματιστηριακό δείκτη NASDAQ-100 για την περίοδο 2010-2014 προκειμένου να μελετήσουν την επίδραση στην απόδοση αυτών των επιχειρήσεων παραγόντων όπως ο βαθμός ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου και ο μη διαχωρισμός του προσώπου που υπηρετεί ως πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου και ως διευθύνοντας σύμβουλος. Η απόδοση εκτιμάται με τη χρήση του δείκτη κερδών πριν από τόκους και φόρους δια το συνολικό ενεργητικό της επιχείρησης. Τα αποτελέσματα της μελέτης δείχνουν ότι η ανεξαρτησία των μελών του διοικητικού συμβουλίου επιδρά θετικά στην απόδοση μιας επιχείρησης. Αντιθέτως, ο μη διαχωρισμός του προσώπου του προέδρου από αυτό του διευθύνοντος συμβούλου συσχετίζεται αρνητικά με την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης.

Οι Amore και Garofalo (2016) εξετάζουν την επίδραση που ασκεί η γυναικεία παρουσία στα διοικητικά συμβούλια των αμερικανικών τραπεζών, τόσο σε περιόδους έντονων ανταγωνιστικών πιέσεων όσο και σε περιόδους που ο ανταγωνισμός εξασθενεί. Η περίοδος

της μελέτης εκτείνεται από το 1994 μέχρι το 2006 και η απόδοση των τραπεζών εκτιμάται με βάση το δείκτη ROA. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι, σε περιόδους χαμηλής ανταγωνιστικής πίεσης, οι τράπεζες με γυναίκες στη διοίκηση τους αποδίδουν καλύτερα από τις τράπεζες χωρίς γυναίκες στα διοικητικά τους συμβούλια. Το αντίθετο, όμως, συμβαίνει σε περιόδους που η ένταση του ανταγωνισμού αυξάνει.

Οι Pan *et al.* (2018), τέλος, ασχολούνται με τον κλάδο των αμερικανικών επιχειρήσεων πληροφορικής. Ειδικότερα, συνθέτουν ένα δείγμα μελέτης αποτελούμενο από 583 εισηγμένες εταιρείες και εξετάζουν την περίοδο 1997-2013. Το αντικείμενο της έρευνας τους αφορά στην επίδραση που ασκεί η ανεξαρτησία των μελών του διοικητικού συμβουλίου στην απόδοση μιας επιχείρησης εντός ενός επιχειρηματικού περιβάλλοντος όπου χαρακτηρίζεται από έντονες απειλές εισόδου νέων ανταγωνιστών στον κλάδο, γεγονός το οποίο δεν είναι τόσο ισχυρό σε πολλούς άλλους επιχειρηματικούς κλάδους. Η απόδοση μετράται με το δείκτη κερδών προ αποσβέσεων δια το ενεργητικό μιας εταιρείας. Τα ευρήματα αναδεικνύουν μια θετική συσχέτιση μεταξύ του βαθμού ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου και της απόδοσης μιας επιχείρησης. Μάλιστα συμβούλια που περιέχουν μεγαλύτερο αριθμό ανεξάρτητων μελών δείχνουν ικανότερα να αντιμετωπίσουν τις απειλές από την είσοδο νέων ανταγωνιστών στον κλάδο.

3.4 ΕΡΕΥΝΕΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΥΠΟΛΟΙΠΟ ΚΟΣΜΟ

Για την Αυστραλία, η Bonn (2004) διερευνά τη σύνθεση των διοικητικών συμβουλίων των αυστραλιανών επιχειρήσεων και το κατά πόσον μπορεί να επηρεάσει την απόδοσή τους. Η απόδοση μιας επιχείρησης εκτιμάται με βάση το δείκτη αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων (ROE) και το δείκτη αγοραίας αξίας (κεφαλαιοποίησης) προς τη λογιστική αξία (ύψος ιδίων κεφαλαίων). Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η ύπαρξη μελών στο διοικητικό συμβούλιο που δεν ανήκουν στην εταιρεία (εξωτερικοί σύμβουλοι) και η παρουσία γυναικών στο συμβούλιο συνδέονται με θετικό τρόπο με την απόδοση μιας επιχείρησης. Από την άλλη πλευρά, το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου και η ηλικία των μελών του δεν δείχνουν να επηρεάζουν με κάποιο τρόπο την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης.

Για την Αυστραλία, επίσης, οι Wang *et al.* (2009) μελετούν τα χαρακτηριστικά των διοικητικών συμβουλίων 384 μεγάλων επιχειρήσεων για το έτος 2003 και τη διασύνδεση με την απόδοσή τους. Τρεις εναλλακτικές μορφές απόδοσης εξετάζονται, ήτοι η απόδοση του ενεργητικού (ROA), η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) και η απόδοση των μετοχών των επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο. Οι συγγραφείς δεν βρίσκουν κάποια σημαντική συσχέτιση

μεταξύ των χαρακτηριστικών του διοικητικού και της απόδοσης. Από την άλλη πλευρά, η ύπαρξη μετόχων με μεγάλα ποσοστά ιδιοκτησίας επί των επιχειρήσεων μπορεί να επηρεάσει τις επιχειρηματικές πρακτικές που ακολουθεί η διοίκηση προς όφελος των μετοχικών αποδόσεων για μια επιχείρηση.

Συνεχίζοντας με την Αυστραλία, ο Galbreath (2011) χρησιμοποιεί ένα δείγμα αποτελούμενο από 200 εταιρείες εισηγμένες στο Αυστραλιανό Χρηματιστήριο (ASX) για το έτος 2004 για να εξετάσει το εάν υπάρχει κάποια συσχέτιση μεταξύ της παρουσίας γυναικών σε διοικητικές θέσεις σε μια επιχείρηση και στη βιωσιμότητα μιας επιχείρησης. Τα αποτελέσματα υποστηρίζουν μερικώς μια θετική τέτοια σχέση. Επιπροσθέτως, τα εμπειρικά ευρήματα υποστηρίζουν μια ισχυρή θετική σχέση μεταξύ της παρουσίας γυναικών στα διοικητικά συμβούλια και στην οικονομική ανάπτυξη των επιχειρήσεων.

Σε μια τελευταία μελέτη για την Αυστραλία, οι Vafaei *et al.* (2015) ασχολούνται με τη ζήτηση της φυλετικής ποικιλίας στα διοικητικά συμβούλια και στην επίδραση που αυτή μπορεί να ασκεί στην απόδοση των επιχειρήσεων. Το δείγμα της μελέτης τους περιλαμβάνει 500 εισηγμένες επιχειρήσεις και το διάστημα που διερευνάται καλύπτει την περίοδο 2005-2011. Τα ευρήματα δείχνουν, κατ' αρχάς, ότι η γυναικεία παρουσία στα συμβούλια ενισχύεται, ειδικά προς το τελευταίο διάστημα της μελέτης (2010-2011). Περαιτέρω, τα αποτελέσματα αναδεικνύουν μια θετική συσχέτιση μεταξύ της γυναικείας παρουσίας στη διοίκηση και στην απόδοση των επιχειρήσεων.

Για την περίπτωση της Κίνας, οι Liu *et al.* (2014) εξετάζουν την επίδραση που ασκεί στην απόδοση η ανάληψη διοικητικών καθηκόντων από γυναίκες στις κινεζικές εισηγμένες εταιρείες για το διάστημα 1999-2011. Τα αποτελέσματα αναδεικνύουν μια θετική συσχέτιση μεταξύ της γυναικείας παρουσίας και της απόδοσης. Επιπροσθέτως, όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των γυναικών στο συμβούλιο (από τρεις και πάνω), τόσο θετικότερη είναι η επίδραση επί της απόδοσης μιας επιχείρησης. Οι περιπτώσεις που δεν ισχύει η παραπάνω σχέση αφορούν σε εταιρείες οι οποίες ελέγχονται από το κράτος.

Σε μια άλλη μελέτη για την κινεζική αγορά, οι Li και Chen (2018) επανεξετάζουν το ζήτημα της επιρροής που ασκούν οι γυναίκες που συμμετέχουν στο διοικητικό συμβούλιο μιας επιχείρησης στην απόδοση της σε συνδυασμό με το μέγεθος της επιχείρησης. Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα εισηγμένων επιχειρήσεων για την περίοδο 2007-2012, οι συγγραφείς δείχνουν ότι η ευρεία φυλετική διαφορετικότητα στο συμβούλιο επιδρά θετικά στην αποδοτικότητα μιας εταιρείας, με την προϋπόθεση ότι το μέγεθος της εταιρείας δεν ξεπερνά ένα βέλτιστο σημείο, το οποίο όταν ξεπερνιέται υπονομεύει τη θετική συσχέτιση μεταξύ φυλετικής ποικιλίας και απόδοσης.

Τέλος, οι Zhuang *et al.* (2018) διερευνούν ένα εναλλακτικό θέμα που αφορά στη σχέση του διοικητικού συμβουλίου και της απόδοσης μιας επιχείρησης στην Κίνα. Συγκεκριμένα, μελετούν την επίδραση που ασκεί η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου στην κοινωνικώς υπεύθυνη απόδοση των επιχειρήσεων. Τα χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου που εξετάζονται αφορούν στην πολιτική και ακαδημαϊκή εμπειρία των μελών του, την εμπειρία τους, είτε ακαδημαϊκής είτε εργασιακής φύσης, τις παραστάσεις τους εκτός της χώρας και ο φυλετικός πλουραλισμός στο συμβούλιο. Το δείγμα της μελέτης περιέχει στοιχεία για 839 επιχειρήσεις κατά την περίοδο 2008-2016. Η εμπειρική μελέτη αναδεικνύει μια θετική σχέση μεταξύ της πολιτικής και ακαδημαϊκής εμπειρίας των μελών του συμβουλίου αλλά και των παραστάσεων τους από το εξωτερικό με την κοινωνικώς υπεύθυνη απόδοση μιας επιχείρησης.

Για την Ταϊβάν, οι Chiang και Lin (2007) αναλύουν τη σχέση της ιδιοκτησιακής δομής και της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου μιας επιχείρησης με τη συνολική παραγωγικότητα της. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η δομή ιδιοκτησίας επηρεάζει πράγματι την παραγωγικότητα μιας εταιρείας, και ιδίως των μεγάλων επιχειρήσεων με πολυσχιδείς δραστηριότητες. Επιπλέον, τα ευρήματα της μελέτης δείχνουν ότι ένα μικρό και ευέλικτο διοικητικό συμβούλιο μπορεί να επιδρά θετικά στην παραγωγικότητα της επιχείρησης. Το ίδιο ισχύει και για το διαχωρισμό του προσώπου του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου από αυτό του διευθύνοντος συμβούλου.

Για την Ταϊβάν, επίσης, οι Chiang και Lin (2011) διερευνούν τη συσχέτιση μεταξύ των χαρακτηριστικών του διοικητικού συμβουλίου και της απόδοσης μιας επιχείρησης. Οι παράγοντες που λαμβάνονται υπ' όψιν είναι η ανάθεση του ρόλου του διευθύνοντος συμβούλου σε μετόχους που κατέχουν σημαντικό ποσοστό μιας εταιρείας ή που έχει ιδρύσει την εταιρεία και η παρουσία εξωτερικών συμβούλων στο συμβούλιο. Το δείγμα της έρευνας περιλαμβάνει 1.194 ντόπιες εταιρείες και το έτος της μελέτης είναι το 2008. Η έρευνα καταλήγει στο ότι η παρουσία ενός μεγάλου μετόχου στο “τιμόνι” της επιχείρησης αλλά και η παρουσία εξωτερικών συμβούλων στο συμβούλιο επιδρά ενισχυτικά στην αποδοτικότητα μιας επιχείρησης.

Για τη Μαλαισία, οι Haniffa και Hudaib (2006) αναλύουν τη σχέση της δομής εταιρικής διακυβέρνησης και απόδοσης 347 εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο της Κουάλα Λουμπούρ για το διάστημα 1996-2000. Η εμπειρική μελέτη δείχνει ότι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου και η κατοχή της μετοχικής πλειοψηφίας μιας επιχείρησης από πέντε μεγάλους επενδυτές έχουν μια στατιστικώς σημαντική σχέση με την απόδοση των μετοχών αλλά και με τη λογιστική απόδοση της επιχείρησης. Το ίδιο ισχύει και για την παρουσία συμβούλων με ποικίλα χαρακτηριστικά ως προς το φύλο ή την προέλευση και καταγωγή,

παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν, κυρίως, την απόδοση της μετοχής μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο. Από την άλλη πλευρά, παράγοντες όπως η δυαδικότητα στο ρόλο του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου και η κατοχή ποσοστού ιδιοκτησίας επί του μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης από στελέχη της διοίκησης επιδρούν θετικά στη λογιστική απόδοση μιας επιχείρησης.

Επίσης, για τη Μαλαισία, οι Kaur *et al.* (2015) εξετάζουν την επίδραση των χαρακτηριστικών του διοικητικού συμβουλίου μιας εταιρείας στην απόδοση της. Οι παράγοντες που διερευνώνται είναι το πλήθος των συνεδριάσεων του συμβουλίου, ο βαθμός ανεξαρτησίας των μελών του, το μέγεθος του συμβουλίου και οι γνώσεις των συμβούλων σε σχέση με θέματα λογιστικής. Το δείγμα περιλαμβάνει 700 εισηγμένες επιχειρήσεις, των οποίων η απόδοση υπολογίζεται με βάση το δείκτη αποδοτικότητας του ενεργητικού (ROA). Το έτος της μελέτης είναι το 2009. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η ανεξαρτησία του συμβουλίου δεν επηρεάζει την απόδοση. Αντιθέτως, το μέγεθος του συμβουλίου και η λογιστική εξειδίκευση των μελών του συσχετίζονται θετικά με το δείκτη ROA των Μαλαισιανών επιχειρήσεων. Η αντίθετη σχέση εντοπίζεται για τον αριθμό των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου, ο οποίος όσο αυξάνεται τόσο αρνητικότερη γίνεται η επίδραση του στην απόδοση μιας επιχείρησης.

Για την Κολομβία, οι Gómez και Betancourt (2017) διερευνούν τη σχέση της απόδοσης μιας επιχείρησης με το μέγεθος του διοικητικού της συμβουλίου, το βαθμό ανεξαρτησίας των μελών του και το πλήθος των συνεδριάσεων του συμβουλίου. Η απόδοση εκτιμάται με τους δείκτης απόδοσης του ενεργητικού και ιδίων κεφαλαίων, (ROA και ROE, αντίστοιχα). Το δείγμα περιέχει 90 εισηγμένες εταιρείες και η περίοδος της μελέτης εκτείνεται από το 2008 έως το 2014. Τα εμπειρικά ευρήματα δείχνουν, κατ' αρχάς, ότι υπάρχει ένα βέλτιστο μέγεθος για τις κολομβιανές επιχειρήσεις, το οποίο είναι μεταξύ έξι και δέκα μελών. Από την άλλη πλευρά, τα υπό εξέταση χαρακτηριστικά της ανεξαρτησίας του συμβουλίου και του αριθμού των συνεδριάσεων δεν δείχνουν να έχουν κάποια σημαντική σχέση με την απόδοση.

Ο Rashid (2018) μελετά το εάν η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου επηρεάζει την εταιρική απόδοση στο Μπαγκλαντές, χρησιμοποιώντας δεδομένα για 135 εισηγμένες εταιρείες στο χρηματιστήριο της Ντάκα για το διάστημα 2006-2011. Η απόδοση μετράται με το δείκτη ROA και το Q του Tobin, ενώ υπολογίζεται και η απόδοση της μετοχής κάθε επιχείρησης του δείγματος. Η μελέτη δείχνει την ανυπαρξία οποιασδήποτε σημαντικής συσχέτισης μεταξύ της ανεξαρτησίας των μελών του συμβουλίου και της απόδοσης.

Οι Adika *et al.* (2018) εξετάζουν τη συσχέτιση μεταξύ της απόδοσης των εισηγμένων εταιρειών στην Κένυα με την παρουσία μη εκτελεστικών μελών στα διοικητικά τους

συμβούλια αλλά και με την εθνικότητα των συμβούλων. Το δείγμα της μελέτης αφορά σε 45 εταιρείες για το διάστημα 2007-2013, ενώ η απόδοση μετράται με το δείκτη ROE. Τα αποτελέσματα καταλήγουν σε μια στατιστικώς σημαντική θετική επίδραση της ύπαρξης μη εκτελεστικών μελών στο συμβούλιο επί της απόδοσης μιας εταιρείας. Το ίδιο ισχύει και για τις περιπτώσεις που στο συμβούλιο συμμετέχουν μέλη που δεν είναι Κενυάτες, δηλαδή άτομα από ξένες χώρες που κομίζουν διαφορετικές εμπειρίες και παραστάσεις στη διοίκηση των επιχειρήσεων της Κένυας.

Για την περίπτωση της Νιγηρίας, οι Ujunwa *et al.* (2018) διερευνούν την επιρροή που μπορεί να ασκούν στην απόδοση 122 εισηγμένων εταιρειών για το διάστημα 1991-2008 παράγοντες όπως η εθνικότητα και εθνότητα των μελών του διοικητικού συμβουλίου μιας επιχείρησης, το φύλο των μελών του συμβουλίου και ο διαχωρισμός του προσώπου του προέδρου από αυτό του διευθύνοντος συμβούλου. Η απόδοση υπολογίζεται με το δείκτη ROA. Τα ευρήματα δείχνουν ότι η φυλετική διαφορετικότητα συνδέεται αρνητικά με την απόδοση. Αντιθέτως, η ύπαρξη μελών με διαφορετική εθνότητα δείχνει να παίζει κάποιο σχετικά σημαντικό θετικό ρόλο στην απόδοση μιας επιχείρησης.

Η επισκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας για τις τρίτες χώρες, πλην Ελλάδος, Ευρώπης και Ηνωμένων Πολιτειών, ολοκληρώνεται με την περίπτωση της Τουρκίας. Ο Kula (2005) ερευνά το κατά πόσον η δομή του διοικητικού συμβουλίου και οι ρόλοι των μελών του επηρεάζουν την απόδοση μιας επιχείρησης. Το δείγμα της μελέτης περιέχει 386, κυρίως, μικρές και μη εισηγμένες εταιρείες. Το κυριότερο εμπειρικό εύρημα της μελέτης αναδεικνύει ότι η δυαδικότητα στα πρόσωπα του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου επιδρά θετικά στην απόδοση των επιχειρήσεων.

Οι Kula και Tatoglu (2006), τέλος, μελετούν τη σχέση μεταξύ της απόδοσης μιας οικογενειακής επιχείρησης και τα χαρακτηριστικά της διαδικασίας λήψης αποφάσεων από το διοικητικό της συμβούλιο. Για τη συγκεκριμένη έρευνα, εστάλησαν σχετικά ερωτηματολόγια σε πλήθος οικογενειακών τουρκικών επιχειρήσεων και ελήφθησαν 386 απαντήσεις, εκ των οποίων χρησιμοποιήθηκαν τελικά οι 266 προκειμένου, βάσει της βιβλιογραφίας, να αξιολογηθούν 18 συλλογικά και 15 ατομικά χαρακτηριστικά των διοικητικών συμβούλων ως πιθανώς επιδραστικά της απόδοσης των επιχειρήσεων. Η μελέτη κατέληξε στο ότι η απόδοση επηρεάζεται από συλλογικά και ατομικά χαρακτηριστικά των μελών του συμβουλίου που σχετίζονται με την πρόσβαση στην πληροφόρηση, στην αποτελεσματικότητα του συμβουλίου στη λήψη αποφάσεων και στη πιστή τήρηση του καθήκοντος “θεματοφυλακής” των συμφερόντων των μετόχων της επιχείρησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ: ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ, ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται οι υποθέσεις που αποτελούν αντικείμενο της εμπειρικής διερεύνησης της παρούσας εργασίας αναφορικά με τη σχέση της αποδοτικότητας των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων και των χαρακτηριστικών των διοικητικών τους συμβουλίων. Εξετάζονται, επίσης, αντίστοιχες υποθέσεις που διερευνούν την επιρροή της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου στον κίνδυνο που παρουσιάζει μια επιχείρηση. Μαζί με τις ερευνητικές υποθέσεις, στο κεφάλαιο αυτό περιγράφεται η οικονομετρική μεθοδολογία που θα χρησιμοποιηθεί στην έρευνα μας και οι μεταβλητές που θα εξεταστούν κατά την εφαρμογή της μεθοδολογίας. Τέλος, περιγράφεται και το δείγμα των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρειών που θα αποτελέσουν το αντικείμενο της μελέτης μας.

4.1 ΣΥΝΘΕΣΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΗ

4.1.1 Ανάλυση των ερευνητικών υποθέσεων για την απόδοση

Αναφορικά με τη σχέση της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου και της απόδοσης μιας εταιρείας, εξετάζονται τέσσερις υποθέσεις. Η πρώτη υπόθεση λέει ότι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου μιας εταιρείας, δηλαδή ο αριθμός των μελών που το απαρτίζουν, σχετίζεται κατά κάποιον τρόπο με την απόδοση της, ενώ η εναλλακτική υπόθεση λέει ότι δεν σχετίζεται. Σχηματικά, η πρώτη βασική υπόθεση και η εναλλακτική της έχουν ως εξής:

H₀: Το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου σχετίζεται με την απόδοση μιας εταιρείας.

H₁: Το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου δεν σχετίζεται με την απόδοση μιας εταιρείας.

Όπως είδαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο, η διεθνής βιβλιογραφία δεν έχει καταλήξει σε μοναδικά συμπεράσματα σε σχέση με την επιρροή του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου στην απόδοση μιας επιχείρησης. Συνεπώς, και στην περίπτωση μας, δεν διατηρούμε κάποια συγκεκριμένη προσδοκία αναφορικά με την εκτίμηση της επίδρασης του

μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου στην απόδοση των ελληνικών επιχειρήσεων και μένει να προσδιοριστεί εμπειρικά το εάν υπάρχει τέτοια σχέση και προς ποια κατεύθυνση κινείται, δηλαδή εάν επηρεάζει θετικά, αρνητικά ή καθόλου.

Ακολουθώντας τη διεθνή βιβλιογραφία,⁶ η δεύτερη υπόθεση αφορά στην επιρροή που μπορεί να ασκεί η παρουσία γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο. Η βασική υπόθεση λέει ότι η παρουσία γυναικών επιδρά θετικά στην απόδοση ενώ η εναλλακτική υπόθεση λέει ότι η γυναικεία παρουσία δεν επιδρά θετικά στην απόδοση. Η βασική και εναλλακτική υπόθεση αναφορικά με την ανάληψη διοικητικών θέσεων από γυναίκες σχηματοποιούνται ως εξής:

H₀: Η παρουσία γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο σχετίζεται θετικά με την απόδοση μιας εταιρείας.

H₁: Η παρουσία γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο δεν σχετίζεται θετικά με την απόδοση μιας εταιρείας.

Μεταξύ άλλων ερευνητών, οι Liu *et al.* (2014) έχουν αναδείξει μια θετική συσχέτιση μεταξύ της απόδοσης και παρουσίας γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο μιας επιχείρησης στην Κίνα, πράγμα το οποίο υποστηρίζεται, επίσης, από τη θεωρία περί των καλών πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης. Εάν τα παραπάνω ισχύουν και για την Ελλάδα, θα πρέπει να αναμένουμε να ισχύει η βασική υπόθεση (*H₀*) παραπάνω.

Η τρίτη υπόθεση αφορά στο ρόλο που παίζει ο βαθμός ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου στην απόδοση μιας επιχείρησης. Η θεωρία της εταιρικής διακυβέρνησης υποστηρίζει ότι η παρουσία ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο μιας επιχείρησης ενδυναμώνει την αποτελεσματική εποπτική λειτουργία επί των αποφάσεων και δραστηριοτήτων των διευθυντικών στελεχών, προστατεύει τα συμφέροντα των μετόχων και μπορεί να συμβάλλει, επίσης, θετικά στην απόδοση της επιχείρησης.⁷ Βάσει αυτής της ανάλυσης, η βασική τρίτη υπόθεση λέει ότι η παρουσία μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο σχετίζεται θετικά με την απόδοση και σχηματοποιείται ως ακολούθως:

H₀: Η παρουσία μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο σχετίζεται θετικά με την απόδοση μιας εταιρείας.

⁶ Βλ. για παράδειγμα τους Liu *et al.* (2014).

⁷ Βλ. για παράδειγμα τον Busta (2007), ο οποίος δείχνει ότι τράπεζες με παρουσία μη εκτελεστικών μελών στα συμβούλια τους παρουσιάζουν καλύτερες αποδόσεις για τις χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης αλλά όχι για τις τράπεζες στο Ηνωμένο Βασίλειο.

H₁: Η παρουσία μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο δεν σχετίζεται θετικά με την απόδοση μιας εταιρείας.

Αν η θεωρητική προσέγγιση της εταιρικής διακυβέρνησης αλλά και τα εμπειρικά ευρήματα ορισμένων μελετών της διεθνούς βιβλιογραφίας ισχύουν και την περίπτωση της Ελλάδας, θα πρέπει η βασική υπόθεση (H_0) παραπάνω να επιβεβαιωθεί.

Η τελευταία υπόθεση που εξετάζεται αφορά στη σχέση μεταξύ της ταύτισης του προσώπου του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου με την απόδοση μιας επιχείρησης στην Ελλάδα. Οι καλές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης ισχυρίζονται ότι αυτά τα πρόσωπα και οι ρόλοι τους θα πρέπει να διαχωρίζονται. Από εμπειρικής απόψεως, οι Haniffa και Hudaib (2006) και ο Kula (2005) δείχνουν ότι η δυαδικότητα σχετίζεται θετικά με την απόδοση των μαλαισιανών και τουρκικών εταιρειών, αντίστοιχα.

Στη μελέτη μας χρησιμοποιούμε τον όρο μη δυαδικότητα, αναφερόμενοι στην ταύτιση του προσώπου του προέδρου του διοικητικού και αυτού του διευθύνοντος συμβούλου, όπως είναι αρκετά σύνηθες στην Ελλάδα, και βάσει της βιβλιογραφίας, η διατύπωση της βασικής υπόθεσης λέει ότι η μη δυαδικότητα σχετίζεται αρνητικά με την απόδοση. Η εναλλακτική υπόθεση λέει ότι η μη δυαδικότητα δεν σχετίζεται αρνητικά με την απόδοση μιας επιχείρησης. Η τέταρτη βασική υπόθεση και η εναλλακτικής της έχουν ως εξής:

H₀: Η μη δυαδικότητα στο πρόσωπο του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και αυτού του διευθύνοντος συμβούλου σχετίζεται αρνητικά με την απόδοση μιας εταιρείας.

H₁: Η μη δυαδικότητα στο πρόσωπο του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και αυτού του διευθύνοντος συμβούλου δεν σχετίζεται αρνητικά με την απόδοση μιας εταιρείας.

Εάν ισχύουν τα παραπάνω ευρήματα της διεθνούς βιβλιογραφίας και για την ελληνική περίπτωση, θα πρέπει η βασική υπόθεση (H_0) παραπάνω να απορριφθεί.

4.1.2 Οικονομετρικό υπόδειγμα για την απόδοση

Οι παραπάνω τέσσερις βασικές υποθέσεις διερευνώνται συνολικά με χρήση του ακόλουθου οικονομετρικού υποδείγματος διαστρωματικής παλινδρόμησης (cross-sectional regression):

$$\text{Perf} = \lambda_0 + \lambda_1(\text{Size}) + \lambda_2(\text{Female}) + \lambda_3(\text{Non-Exec}) + \lambda_4(\text{Non-Dual}) + u \quad (1)$$

όπου:

- Η εξαρτημένη μεταβλητή *Perf* αναφέρεται στην απόδοση των επιχειρήσεων.
- λ_0 είναι ο σταθερός όρος του υποδείγματος και αφορά στην επίδραση που μπορεί να ασκούν στην απόδοση των επιχειρήσεων άλλοι παράγοντες που δεν ενσωματώνονται στο οικονομετρικό μοντέλο που χρησιμοποιούμε.
- Η πρώτη ανεξάρτητη μεταβλητή *Size* αφορά στο μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, ήτοι στον αριθμό των μελών του.
- Η δεύτερη ανεξάρτητη μεταβλητή *Female* αναφέρεται στη γυναικεία παρουσία στα διοικητικά συμβούλια των ελληνικών επιχειρήσεων και εκφράζεται από τον αριθμό των γυναικών που καταλαμβάνουν θέσεις στα συμβούλια.
- Η τρίτη ανεξάρτητη μεταβλητή του υποδείγματος *Non-Exec* έχει να κάνει με την παρουσία ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στα διοικητικά συμβούλια και εκφράζεται από το πλήθος τέτοιων συμβούλων.
- Η τέταρτη ανεξάρτητη μεταβλητή *Non-Dual* αφορά στη μη δυαδικότητα στο πρόσωπο του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου. Η μεταβλητή αυτή είναι μια ψευδομεταβλητή, η οποία παίρνει την τιμή 1 όταν ο πρόεδρος και ο διευθύνοντας σύμβουλος σε μια επιχείρηση είναι το ίδιο πρόσωπο και 0 σε κάθε άλλη περίπτωση.
- u είναι τα κατάλοιπα της παλινδρόμησης.

Το υπόδειγμα θα εκτιμηθεί με βάση τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (Least Squares). Ανακεφαλαιωτικά, με βάση τις υποθέσεις που περιγράψαμε στο προηγούμενο τμήμα, για την εκτίμηση του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου δεν έχουμε κάποια συγκεκριμένη προσδοκία. Για την εκτίμηση της μεταβλητής που σχετίζεται με τη γυναικεία παρουσία στα συμβούλια αναμένουμε μιας στατιστικώς σημαντική και θετική εκτίμηση για το συντελεστή λ_2 του υποδείγματος. Το ίδιο ισχύει και για το συντελεστή λ_3 που αφορά στον αριθμό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών των διοικητικών συμβουλίων. Τέλος, για το συντελεστή λ_4 του υποδείγματος, αναμένουμε μια στατιστικώς σημαντική και αρνητική εκτίμηση προκειμένου να μην απορριφθεί η βασική υπόθεση που λέει ότι ο μη διαχωρισμός στα πρόσωπα του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου σχετίζεται αρνητικά με την απόδοση μιας εταιρείας.

4.1.3 Υπολογισμοί της απόδοσης

Στην παρούσα μελέτη χρησιμοποιούμε μια σειρά από διαφορετικές εκτιμήσεις της απόδοσης για μια επιχείρηση. Η πρώτη αφορά στην αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας του ενεργητικού, το γνωστό δείκτη ROA (Return on Assets) από τη διεθνή βιβλιογραφία. Υπολογίζουμε το δείκτη ROA με δύο τρόπους, έναν που λαμβάνει υπ' όψιν τα καθαρά κέρδη προ φόρων και έναν με τα καθαρά κέρδη μετά από τους φόρους. Οι δύο εναλλακτικοί δείκτες ROA παρουσιάζονται στους ακόλουθους τύπους:

$$ROA_1 = \frac{Κ.Κ.Π.Φ.}{ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ} * 100 \quad (2) \quad \text{και} \quad ROA_2 = \frac{Κ.Κ.Μ.Φ.}{ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ} * 100 \quad (3)$$

όπου, ο αριθμητής στον τύπο (2) *Κ.Κ.Π.Φ.* αναφέρεται στα καθαρά κέρδη προ φόρων μιας λογιστικής χρήσης, ο αριθμητής *Κ.Κ.Μ.Φ.* στον τύπο (3) αφορά στα καθαρά κέρδη μετά από τους φόρους σε μία χρήση, ενώ ο παρονομαστής είναι κοινός και για τους δύο τύπους και αφορά στο συνολικό ενεργητικό στις 31 Δεκεμβρίου κάθε χρήσης.

Η δεύτερη μορφή απόδοσης που χρησιμοποιούμε αφορά στον αριθμοδείκτη αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων, ήτοι το δείκτη ROE (Return on Equity). Ομοίως με τον δείκτη ROA, υπολογίζουμε δύο εναλλακτικές μορφές του ROE, μία με τα καθαρά κέρδη προ φόρων και μία με τα κέρδη μετά την αφαίρεση των φόρων. Οι δύο δείκτες ROE που υπολογίζονται φαίνονται στους παρακάτω τύπους:

$$ROE_1 = \frac{Κ.Κ.Π.Φ.}{Ι.Κ.} * 100 \quad (4) \quad \text{και} \quad ROE_2 = \frac{Κ.Κ.Μ.Φ.}{Ι.Κ.} * 100 \quad (5)$$

όπου, οι αριθμητές στους δύο τύπους είναι ίδιοι με παραπάνω, ενώ ο παρονομαστής είναι κοινός και για τους δύο τύπους και αφορά στο σύνολο των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων στις 31 Δεκεμβρίου κάθε χρήσης.

Στη συνέχεια, εκτιμούμε την απόδοση μιας επιχείρησης με το λόγο των κερδών της προς τις πωλήσεις της σε μια χρήση. Ο λόγος αυτός εκτιμά την ικανότητα μιας επιχείρησης να παράγει κέρδη μέσα από τις πωλήσεις αγαθών ή/και υπηρεσιών. Ο δείκτης αυτός είναι πολύ σημαντικός δείκτης της απόδοσης για μια επιχείρηση, διότι παρατηρείται, συχνά, το φαινόμενο εταιρείες με μεγάλο κύκλο εργασιών να μην καταφέρνουν να είναι κερδοφόρες, λόγω υψηλού παραγωγικού και λειτουργικού κόστους, μεγάλου δανεισμού και αντίστοιχου χρηματοοικονομικού κόστους ή άλλων παραγόντων. Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται όμοια με τους δείκτες ROA και ROE παραπάνω, δηλαδή με τα κέρδη προ και μετά από τους φόρους. Οι σχετικοί τύποι του δείκτη κερδών προς πωλήσεις είναι οι ακόλουθοι:

$$K/\Pi_1 = \frac{K.K.\Pi.\Phi.}{\Pi\Omega\Lambda\eta\varsigma\epsilon\iota\varsigma} * 100 \quad (6) \quad \text{και} \quad K/\Pi_2 = \frac{K.K.M.\Phi.}{\Pi\Omega\Lambda\eta\varsigma\epsilon\iota\varsigma} * 100 \quad (7)$$

Οι παραπάνω δείκτες της απόδοσης στηρίζονται σε λογιστικά μεγέθη. Στο τελευταίο μέρος της εξέτασης της σχέσης του διοικητικού συμβουλίου με την απόδοση των εταιρειών θα ασχοληθούμε με τη χρηματιστηριακή απόδοση μιας επιχείρησης, ήτοι με την απόδοση της μετοχής της στο ταμπλό του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Και σε αυτήν την περίπτωση, λαμβάνουμε υπ' όψιν μας δύο εναλλακτικές μορφές χρηματιστηριακής απόδοσης, εκ των οποίων η μία αφορά στη μέση ημερήσια απόδοση μιας μετοχής για ένα έτος ενώ η δεύτερη έχει να κάνει με τη συνολική απόδοση μιας μετοχής για ένα έτος. Οι δύο αυτές εκτιμήσεις της απόδοσης παρουσιάζονται στους ακόλουθους τύπους:

$$M.H.A. = \frac{T.K._1 - T.K._0}{T.K._0} * 100 \quad (8) \quad \text{και} \quad E.A. = \frac{T.K._{T.E.} - T.K._{E.E.}}{T.K._{E.E.}} * 100 \quad (9)$$

όπου, ο όρος *M.H.A.* αναφέρεται στη μέση ημερήσια απόδοση μιας μετοχής, ο όρος *T.K.₁* αναφέρεται στην τιμή κλεισίματος μιας μετοχής σε μία μέρα και ο όρος *T.K.₀* αφορά στην τιμή κλεισίματος της προηγούμενης ημέρας. Ο όρος *E.A.* παριστά την ετήσια απόδοση μιας μετοχής, ο όρος *T.K._{T.E.}* σχετίζεται με την τελευταία τιμή κλεισίματος της μετοχής για ένα έτος και ο όρος *T.K._{E.E.}* αναφέρεται στην πρώτη τιμή κλεισίματος της μετοχής κατά την έναρξη του έτους.

4.2 ΣΥΝΘΕΣΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

4.2.1 Ανάλυση των ερευνητικών υποθέσεων για τον κίνδυνο

Σε αναλογία με τις υποθέσεις που διατυπώθηκαν για τη σχέση των χαρακτηριστικών του διοικητικού συμβουλίου και της απόδοσης, διερευνώνται τέσσερις αντίστοιχες υποθέσεις για τον κίνδυνο. Η πρώτη υπόθεση ισχυρίζεται ότι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου μπορεί να επηρεάσει τον επενδυτικό κίνδυνο που παρουσιάζει μια εταιρεία. Η βασική αυτή υπόθεση και η εναλλακτική της έχουν ως εξής:

H₀: Το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου σχετίζεται με τον κίνδυνο μιας εταιρείας.

H₁: Το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου δεν σχετίζεται με τον κίνδυνο μιας εταιρείας.

Η δεύτερη υπόθεση σχετίζεται με την επίδραση της γυναικείας παρουσίας στο διοικητικό συμβούλιο μιας επιχείρησης στον κίνδυνο που αυτή παρουσιάζει ως επενδυτική επιλογή. Ακολουθώντας τη συλλογιστική για την απόδοση, η βασική υπόθεση λέει ότι η παρουσία γυναικών επιδρά θετικά στην μείωση του κινδύνου ενώ η εναλλακτική υπόθεση λέει ότι η γυναικεία παρουσία δεν επιδρά θετικά στη μείωση του κινδύνου. Η βασική και εναλλακτική υπόθεση αναφορικά με τη σχέση του κινδύνου και της γυναικείας παρουσίας στα διοικητικά συμβούλια έχουν ως εξής:

H₀: Η παρουσία γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο σχετίζεται θετικά με τη μείωση του κινδύνου μιας εταιρείας.

H₁: Η παρουσία γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο δεν σχετίζεται θετικά με τη μείωση του κινδύνου μιας εταιρείας.

Η τρίτη υπόθεση αφορά στο ρόλο που παίζει η παρουσία ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο μιας επιχείρησης στη διαμόρφωση του επενδυτικού κινδύνου για μια εταιρεία. Αν υποθέσουμε ότι η παρουσία ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο αποσοβεί την ανάληψη αποφάσεων υψηλού ρίσκου και μικρής, ενδεχομένως, απόδοσης από πλευράς των διευθυντικών στελεχών, τότε θα αναμέναμε κάτι τέτοιο να αξιολογείται θετικά από το επενδυτικό κοινό, το οποίο θα αντιμετωπίζει μια τέτοια επιχείρηση ως μια σχετικά ασφαλή επένδυση. Εν κατακλείδι, η τρίτη βασική υπόθεση λέει η παρουσία μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο σχετίζεται θετικά με τη μείωση του κινδύνου και σχηματοποιείται ως ακολούθως:

H₀: Η παρουσία μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο σχετίζεται θετικά με τη μείωση του κινδύνου μιας εταιρείας.

H₁: Η παρουσία μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο δεν σχετίζεται θετικά με τη μείωση του κινδύνου μιας εταιρείας.

Η τέταρτη και τελευταία υπόθεση που διερευνάται αφορά στη σχέση μεταξύ της μη δυαδικότητας στο πρόσωπο του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου με τον επενδυτικό κίνδυνο για μια ελληνική εισηγμένη εταιρεία. Αν ακολουθήσουμε τη συλλογιστική της εταιρικής διακυβέρνησης περί ανάγκης διαχωρισμού αυτών των προσώπων με σκοπό την καλύτερη προστασία των συμφερόντων των μετόχων, θα υποθέσουμε ότι η ταύτιση των προσώπων προέδρου και διευθύνοντος συμβούλου σχετίζεται

θετικά με τον κίνδυνο. Συνεπώς, η βασική υπόθεση λέει ότι η μη δυαδικότητα σχετίζεται θετικά με τον επενδυτικό κίνδυνο μιας εταιρείας ενώ η εναλλακτική υπόθεση λέει ότι η μη δυαδικότητα δεν σχετίζεται θετικά με τον κίνδυνο. Οι υποθέσεις αυτές σχηματικά παρουσιάζονται ως εξής:

H₀: Η μη δυαδικότητα στο πρόσωπο του προέδρου του διοικητικού συμβούλιου και αυτού του διευθύνοντος συμβούλου σχετίζεται θετικά με τον κίνδυνο μιας εταιρείας.

H₁: Η μη δυαδικότητα στο πρόσωπο του προέδρου του διοικητικού συμβούλιου και αυτού του διευθύνοντος συμβούλου δεν σχετίζεται θετικά με τον κίνδυνο μιας εταιρείας.

4.2.2 Οικονομετρικό υπόδειγμα για τον κίνδυνο

Οι παραπάνω τέσσερις βασικές υποθέσεις διερευνώνται συνολικά με χρήση του ακόλουθου οικονομετρικού υποδείγματος διαστρωματικής παλινδρόμησης (cross-sectional regression):

$$\text{Risk} = \lambda_0 + \lambda_1(\text{Size}) + \lambda_2(\text{Female}) + \lambda_3(\text{Non-Exec}) + \lambda_4(\text{Non-Dual}) + u \quad (10)$$

όπου η εξαρτημένη μεταβλητή *Risk* αναφέρεται στον κίνδυνο που εμφανίζει μια επιχείρηση ως επενδυτική επιλογή ενώ όλες οι άλλες μεταβλητές και συντελεστές του μοντέλου ορίζονται όπως και παραπάνω στο υπόδειγμα (1).

Το υπόδειγμα θα εκτιμηθεί με βάση τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (Least Squares). Βάσει της ανάλυσης του προηγούμενου τμήματος, για την εκτίμηση του συντελεστή μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου δεν έχουμε διαμορφώσει κάποια ορισμένη προσδοκία και μένει να προσδιοριστεί εμπειρικά. Για τη γυναικεία παρουσία στο διοικητικό συμβούλιο προσδοκούμε μιας στατιστικώς σημαντική και αρνητική εκτίμηση για το συντελεστή λ_2 του υποδείγματος (10), η οποία θα υποδεικνύει ότι όσο εντονότερη είναι η παρουσία γυναικών στη διοίκηση μιας επιχείρησης, τόσο μικρότερος θα πρέπει να είναι ο επενδυτικός κίνδυνος που αυτή παρουσιάζει. Το ίδιο ισχύει και για τη επίδραση της παρουσίας ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στα διοικητικά συμβούλια των επιχειρήσεων. Τέλος, σε αντίθεση με ότι αναμένουμε για την περίπτωση της απόδοσης, ο συντελεστής λ_4 του οικονομετρικού μοντέλου αναμένεται να είναι στατιστικώς σημαντικός και θετικός, προσδοκία που, αν επαληθευτεί, θα επιβεβαιώσει την άποψη ότι η ταύτιση των προσώπων προέδρου και διευθύνοντος συμβούλου δεν προστατεύει επαρκώς τα συμφέροντα των μετόχων και μπορεί να επιδράσει αυξητικά στη διαμόρφωση του επενδυτικού κινδύνου για μια εταιρεία.

4.2.3 Εκτιμήσεις του κινδύνου

Ο επενδυτικός κίνδυνος μιας εταιρείας εκτιμάται με δύο εναλλακτικούς τρόπους. Ο πρώτος αφορά στον υπολογισμό του κινδύνου ως την τυπική απόκλιση των ημερήσιων αποδόσεων της μετοχής μιας εταιρείας. Ο τρόπος αυτός υπολογισμού του κινδύνου είναι συνήθης στη βιβλιογραφία που αφορά στις αποδόσεις και τον κίνδυνο μετοχών, χρηματιστηριακών δεικτών, αμοιβαίων κεφαλαίων, κ.λπ., και παρουσιάζεται στους ακόλουθους τύπους:

$$\sigma^2 = E [(X-\mu)]^2 \quad (11) \quad \text{και} \quad \sigma = \sqrt{\sigma^2} \quad (12)$$

όπου, σ^2 είναι η διακύμανση της ημερήσιας απόδοσης μιας μετοχής X , μ είναι η μέση απόδοση της μετοχής αυτής, και σ είναι η ρίζα της διακύμανσης της απόδοσης της μετοχής, ήτοι η τυπική απόκλιση των ημερήσιων αποδόσεων, που είναι αντιπροσωπευτική του κινδύνου της μετοχής.

Η δεύτερη μορφή κινδύνου που χρησιμοποιείται στη μελέτη μας αφορά στο λεγόμενο συστηματικό κίνδυνο της μετοχής μιας εταιρείας. Ο συστηματικός κίνδυνος ή κίνδυνος της αγοράς αφορά στο ποσοστό της συνολικής διακύμανσης των αποδόσεων μιας μετοχής που οφείλεται σε οικονομικούς, πολιτικούς, κοινωνικούς και άλλους παράγοντες.⁸ Ένα παράδειγμα του συστηματικού κινδύνου αφορά στην πτώση των μετοχικών τιμών και αποδόσεων που ενεργοποιείται από μια καθοδική ή υφεσιακή κίνηση της οικονομίας σε μακροοικονομικό επίπεδο.

Ο συστηματικός κίνδυνος των μετοχών των εταιρειών εκτιμάται με βάση το ακόλουθο οικονομετρικό μοντέλο χρονολογικών σειρών (time series regression):

$$R_{s,t} = \alpha + \beta R_{m,t} + \varepsilon_{s,t} \quad (13)$$

όπου,

- $R_{s,t}$ είναι η ημερήσια απόδοση της εκάστοτε μετοχής (stock) στο χρόνο t .
- α είναι ο σταθερός όρος του υποδείγματος που δείχνει την επίδραση που ακούν στην απόδοση της μετοχής άλλοι παράγοντες πλην του προσδιοριστικού όρου (ανεξάρτητης μεταβλητής) του μοντέλου.
- β είναι ο συντελεστής του συστηματικού κινδύνου.

⁸ Στη θεωρία χαρτοφυλακίου, ο συνολικός κίνδυνος ενός χρεογράφου (π.χ. μιας μετοχής) αποτελείται από δύο τμήματα. Το ένα αφορά στο συστηματικό ή μη διαφοροποιήσιμο κίνδυνο και το δεύτερο στο μη συστηματικό ή διαφοροποιήσιμο κίνδυνο. Ο μη συστηματικός κίνδυνος μπορεί να μειωθεί, εάν σε ένα χαρτοφυλάκιο προσθέτουμε αρκετές μετοχές (διασπορά κινδύνου). Αντιθέτως, ο συστηματικός κίνδυνος που προέρχεται από την αγορά δεν μπορεί να διαφοροποιηθεί.

- $R_{m,t}$ είναι η ημερήσια απόδοση της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς, η οποία εκφράζεται από το Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.
- Ο όρος $\varepsilon_{s,t}$ αφορά στα κατάλοιπα της παλινδρόμησης.

Το υπόδειγμα θα εκτιμηθεί με βάση τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (Least Squares) και αναμένονται στατιστικώς σημαντικές και θετικές εκτιμήσεις για το συντελεστή β του συστηματικού κινδύνου.

Σημειώνεται ότι όσο εγγύτερα στη μονάδα βρίσκονται οι εκτιμήσεις του βήτα, οι μετοχές θεωρούνται ότι κινούνται παρομοίως με την αγορά και παρουσιάζουν αντίστοιχο κίνδυνο. Όσο μεγαλύτερες από τη μονάδα είναι οι εκτιμήσεις του συντελεστή συστηματικού κινδύνου, τόσο πιο επικίνδυνη θεωρείται μια μετοχή σε σχέση με την αγορά, ενώ το αντίθετο συμβαίνει όταν οι εκτιμήσεις του βήτα υπολείπονται της μονάδας.

4.3 ΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Στη μελέτη μας χρησιμοποιούμε ένα δείγμα 45 εταιρειών που είναι εισηγμένες στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Η περίοδος της μελέτης εκτείνεται από το έτος 2015 έως και το 2016.

Προκειμένου να συμπεριλάβουμε μια εταιρεία στο δείγμα μας θέσαμε ως απαραίτητο κριτήριο αυτή να έχει χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση στις 21/6/2019 (ημερομηνία τελικής επιλογής του δείγματος μας) μεγαλύτερη των 30 εκ. ευρώ. Το κριτήριο αυτό τέθηκε ως ενδεικτικό του μεγέθους των επιχειρήσεων με την υπόθεση ότι όσο μεγαλύτερη είναι μια εταιρεία, τόσο “πλουσιότερη” είναι η σύνθεση του διοικητικού της συμβουλίου και, άρα, πιο άξια διερεύνησης.

Με βάση την έρευνα που διενεργήσαμε στην ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών,⁹ στις 21/6/2019 βρέθηκαν πενήντα εταιρείες που πληρούσαν το κριτήριο της κεφαλαιοποίησης των 30 εκ. ευρώ και πλέον. Ένα επιπλέον βασικό κριτήριο που θέσαμε ήταν η δημοσίευση από την πλευρά αυτών των πενήντα επιχειρήσεων πλήρων ετήσιων οικονομικών καταστάσεων για κάθε έτος της περιόδου μελέτης. Βάσει του κριτηρίου αυτού, αναγκαστήκαμε να απορρίψουμε από το δείγμα μας πέντε εταιρείες που δεν περιείχαν στον διαδικτυακό τους τόπο οικονομικές καταστάσεις και για τα τέσσερα έτη της μελέτης μας. Μεταξύ των εταιρειών που αποκλείστηκαν ήταν και η Coca Cola 3E, η οποία δεν έχει αναρτημένες οικονομικές καταστάσεις στην ιστοσελίδα της για όλη την περίοδο μελέτης.

⁹ Βλ. www.helex.gr

Ο Πίνακας 1 παρουσιάζει το δείγμα των εταιρειών που χρησιμοποιούμε στην εμπειρική διερεύνηση της σχέσης διοικητικού συμβουλίου και απόδοσης καθώς και της σχέσης διοικητικού συμβουλίου και κινδύνου στην ελληνική αγορά. Ο πίνακας περιλαμβάνει

Πίνακας 1: Δείγμα της Μελέτης

Ο πίνακας αυτός παρουσιάζει το δείγμα των ελληνικών επιχειρήσεων που χρησιμοποιείται στην εμπειρική μελέτη. Συγκεκριμένα, ο Πίνακας παρουσιάζει για κάθε εταιρεία το σύμβολο της μετοχής της στο Χρηματιστήριο Αθηνών, το όνομα της, τον κλάδο του Χρηματιστηρίου Αθηνών στον οποίο κατατάσσεται και την κεφαλαιοποίηση της κατά την 21/6/2019, βάσει της οποίας επιλέχθηκε κάθε εταιρεία προκειμένου να συμπεριληφθεί στο δείγμα της μελέτης.

A/A	Σύμβολο	Όνομα Εταιρείας	Κλάδος	Κεφάλαιο ποίηση @ 21/6/2019 (εκ. €)
1	ΟΤΕ	ΟΤΕ Α.Ε.	Σταθερή Τηλεφωνία	5.840,86
2	ΟΠΑΠ	ΟΠΑΠ ΑΕ	Τυχερά Παιχνίδια	3.188,41
3	ΕΛΠΕ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.	Πετρέλαιο & Φυσικό Αέριο	2.686,53
4	ΜΟΗ	ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛ. ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΑΕ	Διυλιστήρια	2.539,15
5	ΜΠΕΛΑ	JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	Παιχνίδια	2.283,08
6	ΜΥΤΙΑ	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΩΝ	Διαφοροποιημένες Βιομηχανίες	1.453,20
7	ΤΙΤΚ	ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΤΙΤΑΝ	Οικοδομ/κά Υλικά & Εξαρτήματα	1.286,96
8	ΤΕΝΕΡΓ	ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Α.Β.Ε.Τ.Ε.	Εναλλακτικός Ηλεκτρισμός	803,13
9	ΕΥΔΑΠ	Ε.ΥΔ.Α.Π. Α.Ε.	Υδρευση	745,50
10	ΕΛΧΑ	ΕΛΒΑΛΧΑΛΚΟΡ Α.Ε.	Μη Σιδηρούχα Μέταλλα	667,93
11	ΛΑΜΔΑ	LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε.	Συμ/χές & Ανάπτυξη Ακ. Περ.	656,91
12	ΑΡΑΙΓ	ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ	Αεροπορικές Εταιρείες	591,33
13	ΣΑΡ	ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	Είδη Προσωπικής Φροντίδας	571,60
14	ΓΕΚΤΕΡΝΑ	ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ Α.Ε. ΣΥΜ/ΧΩΝ, ΑΚΙΝΗΤΩΝ, ΚΑΤΑΣΚ.	Κατασκευές	549,18
15	ΟΛΠ	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	Υπηρεσίες Μεταφορών	540,00
16	ΔΕΗ	ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΥ ΑΕ	Συμβατικός Ηλεκτρισμός	412,96
17	ΛΑΜΨΑ	ΛΑΜΨΑ Α.Ε.ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ	Ξενοδοχεία	410,19
18	ΕΛΛΑΚΤΩΡ	ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.	Κατασκευές	327,45
19	ΟΛΘ	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΘΕΣ/ΚΗΣ Α.Ε.	Υπηρεσίες Μεταφορών	295,34
20	ΟΤΟΕΛ	AUTOHELLAS Α.Τ.Ε.Ε.	Ταξίδια & Τουρισμός	290,69
21	ΑΤΤΙΚΑ	ΑΤΤΙΚΑ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	Ταξίδια & Τουρισμός	287,02
22	ΦΡΑΚ	FOURLIS Α.Ε.ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	Διαρκή Καταναλωτικά Αγαθά	268,36
23	ΚΟΥΕΣ	QUEST ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.	Υπηρεσίες Ηλ. Υπολογιστών	226,36
24	ΑΝΕΜΟΣ	ΕΛ.ΤΕΧ. ΑΝΕΜΟΣ Α.Ε.	Εναλλακτικός Ηλεκτρισμός	192,61
25	ΙΑΤΡ	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	Ιατρικές Υπηρεσίες	183,88
26	ΙΑΣΩ	ΙΑΣΩ	Ιατρικές Υπηρεσίες	179,81
27	ΚΡΙ	ΚΡΙ-ΚΡΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε.	Τρόφιμα	177,23
28	ΙΚΤΙΝ	ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	Οικ/κά Υλικά & Εξαρτήματα	141,33
29	ΚΑΡΤΖ	ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.	Υλικά Συσκευασίας	102,76
30	ΠΛΑΙΣ	ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε.	Υλικό Υπολογιστών	92,28
31	ΟΛΥΜΠ	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε.	Κατασκευή Κατοικιών	91,15
32	ΠΛΑΘ	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜ/ΧΩΝ Α.Ε.Ε.	Εξειδικευμένα Χημικά	90,54
33	ΦΛΕΞΟ	FLEXORACK Α.Ε.Β.Ε.Π.	Υλικά Συσκευασίας	79,11
34	ΙΝΛΟΤ	ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.	Τυχερά Παιχνίδια	64,20
35	ΜΛΣ	MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε.	Λογισμικό	62,33
36	ΝΗΡ	ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘ/ΓΕΙΕΣ Α.Ε.	Γεωργία & Αλιεία	61,74
37	ΚΑΜΠ	REDS Α.Ε. ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ & ΥΠΗΡΕΣ.	Συμ/χές & Ανάπτυξη Ακ. Περ.	59,73
38	ΕΛΤΟΝ	ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ Α.Ε.Β.Ε.	Βασικά Χημικά	43,44
39	ΦΡΙΓΟ	FRIGOGLASS Α.Β.Ε.Ε.	Μηχανήματα Βιομ/κού Εξοπλ.	42,30
40	ΠΡΟΦ	PROFILE Α.Ε.Β.Ε. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	Υπηρεσίες Ηλ. Υπολογιστών	41,34
41	ΑΒΑΞ	ΑΒΑΞ Α.Ε.	Κατασκευές	41,31
42	ΠΑΠ	ΠΑΠΟΥΤΣΑΝΗΣ ΑΒΕΕ ΚΑΤΑΝ/ΩΝ ΑΓΑΘΩΝ	Είδη Προσωπικής Φροντίδας	41,19
43	ΙΝΚΑΤ	ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤ. Α.Ε.ΤΕΧΝ. ΕΡΓ. & ΜΕΤ.ΚΑΤ.	Κατασκευές	37,79
44	ΜΟΤΟ	ΜΟΤΟΔΥΝΑΜΙΚΗ Α.Ε.Ε.	Εξειδικευμένο Λιανικό Εμπόριο	37,15
45	ΚΑΝΑΚ	ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ ΑΒΕΕ	Τρόφιμα	32,70
Μέσος Όρος				640,40

για κάθε εταιρεία το σύμβολο της μετοχής της στο Χρηματιστήριο Αθηνών, το όνομα της, τον κλάδο του Χρηματιστηρίου Αθηνών στον οποίο κατατάσσεται και την κεφαλαιοποίηση της κατά την 21/6/2019.

Το δείγμα καλύπτει μια ποικιλία κλάδων του Χρηματιστηρίου Αθηνών, αν και δεν περιλαμβάνονται καθόλου τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες. Η μη ενασχόληση με τον ευρύτερο χρηματοοικονομικό κλάδο του Χρηματιστηρίου Αθηνών ήταν αποτέλεσμα σκόπιμης επιλογής, προκειμένου η μελέτη μας να είναι αντίστοιχη και συγκρίσιμη με παρόμοιες εργασίες της διεθνούς βιβλιογραφίας για την Ελλάδα και το εξωτερικό, οι οποίες, συνήθως, μελετούν τις τράπεζες και τις ασφαλιστικές εταιρείες διακριτά από τις επιχειρήσεις της πραγματικής οικονομίας.

Σε όρους κεφαλαιοποίησης, η μεγαλύτερη εταιρεία του δείγματος μας είναι ο ΟΤΕ ενώ η μικρότερη είναι η εταιρεία ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ ΑΒΕΕ, που δραστηριοποιείται στον κλάδο των τροφίμων και, συγκεκριμένα, στον κλάδο των ειδών ζαχαροπλαστικής και αρτοποιίας. Η μέση κεφαλαιοποίηση των εταιρειών του δείγματος μας στις 21/6/2019 ισούταν με 640 εκ. ευρώ περίπου.

Ο Πίνακας 2 (χρησιμοποιούνται τρεις επιμέρους υπό-πίνακες για λόγους χώρου) παρουσιάζει τα βασικά λογιστικά μεγέθη των εταιρειών του δείγματος (από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις) για κάθε έτος της περιόδου μελέτης ξεχωριστά. Περιλαμβάνει, επίσης, τους μέσους όρους των λογιστικών μεγεθών για όλη την εξεταζόμενη περίοδο 2015-2018.

Τα λογιστικά μεγέθη που εμφανίζονται στον πίνακα είναι το ύψος του ενεργητικού κάθε εταιρείας, το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων, ο κύκλος εργασιών (καθαρές πωλήσεις), τα κέρδη προ φόρων, τα καθαρά κέρδη μετά τους φόρους, και το ύψος των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες. Τα στοιχεία του πίνακα παρουσιάζονται σε εκ. ευρώ.

Το μέσο ύψος του ενεργητικού των εταιρειών του δείγματος για την τετραετία 2015-2018 ισούται με 1,6 δις ευρώ περίπου. Στα επιμέρους έτη της μελέτης, το μέσο ύψος του ενεργητικού δεν παρουσιάζει σημαντική διακύμανση. Εννοείται ότι το ενεργητικό της μέσης ελληνικής επιχείρησης απέχει σημαντικά από το 1 δις ευρώ. Εντούτοις, οι μέσοι όροι επηρεάζονται από το ενεργητικό των πολύ μεγάλων ελληνικών επιχειρήσεων, όπως ο ΟΤΕ, ο ΟΠΑΠ, η ΔΕΗ, τα ΕΛΠ, η ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ, κ.λπ..

Το μέσο ύψος των ιδίων κεφαλαίων των υπό εξέταση εταιρειών στο διάστημα 2015-2018 ανέρχεται σε 549 εκ. ευρώ. Παρομοίως με το ενεργητικό, τα ίδια κεφάλαια της μέσης ελληνικής επιχείρησης δεν παρουσιάζουν σημαντική μεταβλητότητα μεταξύ των διαδοχικών ετών της περιόδου μελέτης.

Πίνακας 2: Λογιστικά Μεγέθη

Ο πίνακας αυτός παρουσιάζει τα βασικά λογιστικά μεγέθη των εταιρειών του δείγματος κατά την περίοδο 2015-2016, όπως προκύπτουν από τις δημοσιευμένες ετήσιες οικονομικές καταστάσεις τους. Τα λογιστικά μεγέθη που παρουσιάζονται είναι το ύψος του ενεργητικού κάθε εταιρείας, το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων, ο κύκλος εργασιών (καθαρές πωλήσεις), τα κέρδη προ φόρων, τα καθαρά κέρδη μετά τους φόρους, και το ύψος των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες. Τα στοιχεία παρουσιάζονται σε εκ. ευρώ.

Υπό-πίνακας: 2.1										
A/A	Ενεργητικό					Ίδια Κεφάλαια				
	2015	2016	2017	2018	M.O.	2015	2016	2017	2018	M.O.
1	7.460,20	7.571,60	7.102,20	6.699,90	7.208,48	2.609,20	2.651,70	2.589,40	2.574,70	2.606,25
2	1.708,83	1.767,68	1.798,21	1.749,92	1.756,16	1.161,82	1.035,28	759,46	759,54	929,02
3	8.028,58	7.188,82	7.160,08	6.997,43	7.343,73	1.790,27	2.141,64	2.371,57	2.394,73	2.174,55
4	2.568,04	2.863,10	2.895,15	2.847,48	2.793,44	603,81	824,06	1.018,88	1.112,22	889,74
5	1.090,33	1.209,41	1.259,58	1.362,10	1.230,36	797,21	915,59	961,67	1.058,47	933,24
6	2.899,40	3.108,42	3.218,22	3.335,00	3.140,26	1.230,34	1.284,25	1.430,99	1.561,05	1.376,66
7	2.948,75	2.789,78	2.595,47	2.896,93	2.807,73	1.705,29	1.552,82	1.369,67	1.471,29	1.524,77
8	919,67	1.045,13	1.603,32	1.646,27	1.303,60	346,78	355,23	378,75	391,13	367,97
9	1.577,10	1.551,84	1.532,62	1.533,81	1.548,84	966,94	904,77	942,03	949,23	940,74
10	3.505,73	3.626,21	3.684,07	4.045,69	3.715,42	1.174,84	1.148,24	1.229,22	1.304,62	1.214,23
11	731,40	706,07	976,71	1.045,86	865,01	360,61	355,07	377,38	434,62	381,92
12	620,30	581,61	594,43	182,43	494,69	190,17	214,50	196,52	209,08	202,57
13	265,96	282,16	306,35	354,70	302,29	167,41	184,03	201,44	224,63	194,38
14	260,80	3.084,49	4.093,76	4.009,85	2.862,22	562,37	598,51	768,16	729,00	664,51
15	367,98	360,74	363,92	395,13	371,94	174,32	177,59	185,90	208,95	186,69
16	17.314,59	17.135,4	15.358,2	14.112,72	15.980,24	5.911,56	5.945,39	5.610,54	3.943,08	5.352,64
17	114,81	132,01	182,52	221,72	162,77	83,25	84,95	93,74	99,48	90,36
18	4.021,91	3.878,61	3.550,58	3.225,20	3.669,07	1.031,23	892,42	860,19	652,01	858,96
19	140,85	150,83	155,28	169,59	154,14	127,09	135,46	137,85	150,64	137,76
20	457,57	492,29	737,84	811,00	624,67	154,75	156,86	282,06	287,96	220,41
21	708,65	694,04	679,35	864,15	736,55	376,23	401,59	402,92	410,58	397,83
22	418,45	419,03	241,43	424,15	375,76	157,62	163,61	167,87	173,75	165,71
23	347,12	338,86	326,61	333,89	336,62	167,84	165,96	128,73	140,17	150,67
24	328,58	352,59	409,34	490,65	395,29	122,38	132,72	139,69	155,78	137,64
25	370,24	368,66	361,46	359,47	364,96	58,85	60,76	63,34	71,78	63,68
26	338,96	337,27	337,71	281,33	323,82	99,68	102,35	123,48	141,86	116,84
27	69,71	76,32	82,42	90,01	79,62	40,94	45,19	49,51	55,83	47,87
28	81,15	80,91	85,86	118,32	91,56	31,81	31,04	36,01	47,26	36,53
29	157,24	167,94	198,33	234,53	189,51	101,92	110,39	125,63	132,94	117,72
30	138,69	147,33	155,00	153,65	148,67	84,12	86,39	90,30	93,12	88,48
31	504,83	499,42	575,37	489,22	517,21	303,10	295,45	349,68	296,72	311,24
32	264,53	289,49	304,71	320,23	294,74	129,24	122,79	137,48	141,62	132,78
33	83,80	91,99	102,18	110,38	97,09	49,21	53,99	61,60	67,74	58,13
34	1.169,30	1.061,09	1.021,86	944,07	1.049,08	207,38	196,49	89,79	34,45	132,03
35	35,31	44,68	48,99	50,61	44,90	22,59	23,89	25,58	25,80	24,46
36	371,21	374,37	402,56	391,57	384,93	121,19	132,12	156,13	148,74	139,54
37	4.021,91	3.878,61	3.550,76	3.225,20	3.669,12	1.031,23	892,42	860,19	652,01	858,96
38	88,26	88,60	94,69	92,66	91,05	47,44	49,59	50,40	51,79	49,80
39	524,71	440,46	390,83	396,10	438,03	-0,42	-95,85	-42,27	-42,96	-45,38
40	29,89	37,02	37,12	35,88	34,98	16,69	17,27	18,15	18,58	17,67
41	1.311,03	1.304,96	1.237,89	1.116,44	1.242,58	177,41	115,78	110,10	88,80	123,02
42	34,77	35,11	36,11	39,36	36,34	17,65	17,61	17,91	18,37	17,88
43	719,34	729,72	789,55	779,32	754,48	281,73	273,33	270,30	263,11	272,12
44	23,77	25,91	24,26	66,68	35,15	8,23	9,07	8,59	11,01	9,23
45	22,45	23,77	24,81	25,11	24,04	17,76	19,03	20,62	20,63	19,51
M.O.	1.547,43	1.596,75	1.580,54	1.545,51	1.557,58	583,39	586,90	592,26	559,87	548,70
Min	22,45	23,77	24,26	25,11	24,04	-0,42	-95,85	-42,27	-42,96	-45,38
Max	17.314,59	17.135,4	15.358,2	14.112,72	15.980,24	5.911,56	5.945,39	5.610,54	3.943,08	5.352,64

Πίνακας 2: Λογιστικά Μεγέθη (συνέχεια)

Υπό-πίνακας: 2.2

Α/Α	Κύκλος Εργασιών					Κέρδη προ Φόρων				
	2015	2016	2017	2018	Μ.Ο.	2015	2016	2017	2018	Μ.Ο.
1	2.134,20	2.150,60	2.149,40	2.133,60	2.141,95	246,50	252,40	272,70	413,40	296,25
2	4.257,32	4.229,97	4.422,90	4.390,86	4.325,26	299,59	236,92	193,12	215,90	236,38
3	7.302,94	6.679,92	7.994,69	9.769,16	7.936,68	38,96	465,67	519,79	368,93	348,34
4	7.060,22	6.356,86	7.843,48	9.491,50	7.688,01	302,85	428,76	450,30	355,40	384,33
5	582,55	637,56	681,43	753,30	663,71	136,95	165,13	173,47	197,86	168,35
6	1.382,87	1.246,09	1.526,72	1.526,51	1.420,55	108,79	85,28	181,61	166,92	135,65
7	1.397,82	1.509,15	1.505,80	1.490,10	1.475,72	42,14	63,53	63,23	82,56	62,86
8	198,61	225,56	276,54	292,05	248,19	30,39	36,29	57,02	62,41	46,53
9	324,25	328,85	327,34	322,41	325,71	56,32	41,32	66,47	80,27	61,10
10	44,04	49,16	87,18	79,38	64,94	-36,78	6,76	56,84	95,61	30,61
11	921,71	891,53	933,32	961,06	926,90	-14,61	3,39	-22,66	75,68	10,45
12	3.274,74	3.112,65	3.721,31	4.406,19	3.628,72	81,10	50,02	58,04	73,78	65,73
13	278,76	329,02	299,68	344,00	312,86	22,91	23,61	34,67	38,78	29,99
14	971,77	1.163,48	1.185,53	1.402,70	1.180,87	18,82	93,62	153,45	60,82	81,68
15	99,88	103,50	111,53	132,93	111,96	9,77	11,04	21,19	42,33	21,08
16	5.735,66	5.257,20	4.967,46	4.741,88	5.175,55	-106,61	169,16	4.696,90	5.590,71	2.587,54
17	51,52	52,38	62,73	66,71	58,34	1,55	3,11	12,13	15,67	8,11
18	1.533,08	1.942,41	1.865,75	1.857,29	1.799,63	-53,90	-37,78	39,74	-25,76	-19,42
19	50,88	48,06	54,23	58,53	52,93	24,51	21,08	12,47	24,73	20,70
20	141,24	161,43	340,63	470,38	278,42	24,03	21,35	41,39	55,19	35,49
21	277,63	268,61	271,54	365,40	295,80	33,40	20,96	1,55	17,69	18,40
22	414,44	428,07	434,06	448,49	431,26	2,52	7,70	14,53	18,47	10,80
23	253,41	388,28	436,45	497,68	393,95	1,88	17,30	15,08	24,06	14,58
24	40,06	45,19	49,68	60,16	48,77	12,05	15,04	12,81	18,40	14,58
25	158,09	167,35	169,27	182,75	169,36	-16,25	6,76	5,80	9,41	1,43
26	109,27	116,51	114,16	99,26	109,80	-2,57	4,68	6,20	19,67	6,99
27	66,95	66,57	79,25	94,23	76,75	4,30	8,16	9,89	14,24	9,15
28	36,08	35,70	51,73	60,45	45,99	4,36	3,70	14,60	22,21	11,22
29	72,34	77,61	100,48	182,61	108,26	9,90	11,99	24,14	9,90	13,98
30	271,99	282,99	286,10	308,86	287,48	9,35	6,55	7,29	6,10	7,32
31	42,12	28,92	22,01	22,53	28,89	-13,37	-8,65	-17,88	-12,52	-13,10
32	289,40	291,90	318,51	322,73	305,63	13,28	18,33	13,83	10,01	13,86
33	61,20	70,25	81,52	84,49	74,37	5,74	7,60	10,37	9,87	8,40
34	1.235,47	1.323,59	930,60	870,83	1.090,12	47,89	4,75	-10,28	-2,16	10,05
35	21,40	25,38	23,10	20,96	22,71	2,22	2,24	1,78	1,38	1,91
36	172,73	170,31	180,62	197,08	180,19	68,06	7,86	23,31	-14,65	21,14
37	1.533,08	1.942,41	1.865,75	1.857,29	1.799,63	-53,90	-37,78	39,74	-25,76	-19,42
38	104,82	113,52	126,92	132,71	119,49	3,62	3,61	4,59	5,11	4,23
39	453,88	413,20	386,05	417,30	417,61	-34,87	-29,26	50,33	13,10	-0,17
40	9,41	9,29	11,56	13,83	11,02	0,98	0,55	1,40	1,70	1,16
41	456,20	541,19	673,08	582,51	563,24	0,91	-58,30	-2,36	-10,19	-17,49
42	15,61	18,03	20,78	24,24	19,67	0,05	0,12	0,54	1,06	0,44
43	377,10	401,66	397,13	470,70	411,65	-7,66	2,14	4,17	6,84	1,37
44	45,88	50,09	54,50	59,48	52,49	0,38	0,92	1,08	0,19	0,64
45	18,08	18,58	19,74	20,18	19,15	2,62	2,99	3,13	3,00	2,93
Μ.Ο.	1.006,43	995,36	1.075,64	1.176,20	1.042,23	72,68	90,80	202,92	220,79	105,25
Min	9,41	9,29	11,56	13,83	11,02	-106,61	-58,30	-22,66	-25,76	-19,42
Max	7.302,94	6.679,92	7.994,69	9.769,16	7.936,68	302,85	465,67	4.696,90	5.590,71	2.587,54

Το μέσο ύψος των πωλήσεων των ελληνικών επιχειρήσεων, όπως φαίνεται στον Υπό-πίνακα 2.2, ισούται με 1.04 δις ευρώ. Οι μικρότερες πωλήσεις επιτεύχθηκαν, κατά μέσο όρο, το έτος 2016 ενώ το 2018 ήταν η καλύτερη χρονιά με τις μέσες πωλήσεις των ελληνικών

επιχειρήσεων να φτάνουν στα 1.18 δις ευρώ περίπου, ίσως λόγω της τυπικής ολοκλήρωσης των προγραμμάτων διάσωσης (μνημονίων) της ελληνικής οικονομίας.

Πίνακας 2: Λογιστικά Μεγέθη (συνέχεια)

Υπό-πίνακας: 2.3

Α/Α	Κέρδη μετά από Φόρους					Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες				
	2015	2016	2017	2018	Μ.Ο.	2015	2016	2017	2018	Μ.Ο.
1	128,70	84,00	22,80	165,90	100,35	943,20	1.025,10	800,60	995,50	941,10
2	209,90	172,86	131,54	145,30	164,90	387,42	298,26	244,93	253,11	295,93
3	45,03	328,74	383,92	214,71	243,10	459,71	-333,53	442,94	502,93	268,01
4	204,98	297,85	313,56	254,71	267,77	281,40	466,17	300,96	326,39	343,73
5	104,84	121,26	131,01	151,10	127,05	128,91	111,71	103,87	164,48	127,24
6	75,70	61,24	157,75	140,16	108,71	-68,28	47,98	214,17	161,96	88,96
7	35,30	127,33	44,30	55,98	65,73	219,51	296,22	226,09	261,28	250,78
8	17,45	21,38	37,12	47,05	30,75	63,07	28,25	151,48	137,29	95,02
9	43,66	24,05	43,43	47,91	39,76	64,41	48,52	68,31	112,29	73,38
10	-63,40	-6,96	83,79	85,85	24,82	130,70	66,71	168,24	163,68	132,33
11	-22,10	-3,18	-43,69	61,01	-1,99	-0,75	1,33	28,43	-1,75	6,82
12	54,25	34,25	38,56	50,84	44,47	54,30	37,55	101,56	67,57	65,24
13	18,53	19,44	31,35	33,41	25,69	12,04	10,24	27,80	10,57	15,16
14	-4,25	45,82	94,79	35,84	43,05	175,16	311,18	7,62	96,44	147,60
15	8,38	6,70	11,29	27,88	13,56	15,48	2,60	32,73	55,48	26,57
16	-102,52	67,52	237,72	-903,84	-175,28	1.161,80	1.190,68	176,81	1.087,94	904,31
17	1,25	1,92	8,77	12,39	6,08	11,31	11,40	16,43	9,09	12,06
18	-90,36	-96,80	-9,61	-95,58	-73,09	33,53	159,51	137,85	46,90	94,45
19	17,92	14,08	7,24	17,15	14,10	12,78	16,67	20,60	21,78	17,96
20	15,22	15,40	31,63	38,81	25,26	-57,36	80,36	30,25	46,17	24,86
21	33,18	20,25	1,25	17,27	17,99	60,66	45,82	30,57	82,15	54,80
22	0,25	6,01	10,04	14,29	7,65	27,02	19,85	22,04	33,93	25,71
23	-0,84	6,28	5,91	20,03	7,85	22,39	30,70	20,63	52,44	31,54
24	7,34	10,43	9,78	16,22	10,94	15,86	22,47	33,22	27,61	24,79
25	-15,77	3,53	2,69	10,82	0,32	12,89	9,78	-1,53	20,02	10,29
26	7,81	2,72	10,51	11,68	8,18	18,30	16,08	17,13	20,55	18,02
27	3,84	6,24	7,34	10,12	6,88	7,89	8,52	-3,47	-7,56	1,35
28	2,21	0,81	9,02	16,62	7,16	2,55	5,17	14,81	12,55	8,77
29	0,57	8,44	16,65	7,37	8,26	5,81	6,91	14,17	6,33	8,31
30	6,74	4,48	4,90	3,86	4,99	7,27	-0,39	11,99	1,25	5,03
31	-13,54	-8,16	-16,12	-7,16	-11,24	0,73	-4,65	2,07	2,90	0,26
32	10,02	13,66	10,81	8,03	10,63	19,18	19,17	19,25	14,18	17,94
33	3,69	5,18	7,39	7,10	5,84	1,33	8,01	8,93	9,71	7,00
34	-20,68	44,87	-6,02	26,96	11,28	113,78	168,10	154,03	88,56	131,12
35	2,02	2,22	1,83	1,60	1,92	3,40	5,88	2,15	7,38	4,70
36	60,06	10,92	23,36	-12,60	20,43	5,88	4,77	20,07	16,80	11,88
37	-90,36	-96,80	-9,61	-95,58	-73,09	33,53	159,51	137,85	46,90	94,45
38	2,70	2,65	3,36	3,49	3,05	1,57	1,51	-0,24	1,23	1,02
39	-58,32	-48,77	34,90	-0,76	-18,24	-3,08	28,28	-33,36	40,69	8,13
40	0,89	0,59	1,02	1,26	0,94	2,96	1,10	0,73	2,93	1,93
41	-37,64	-43,17	-10,55	-26,30	-29,42	-15,85	-21,60	-32,41	-14,00	-20,97
42	-0,41	-0,05	0,42	1,11	0,27	0,46	0,72	2,44	3,64	1,82
43	-4,01	-6,02	-1,11	-2,31	-3,36	-52,19	53,76	36,63	-29,54	2,16
44	0,39	0,94	1,13	-0,04	0,61	1,00	1,14	1,13	2,09	1,34
45	1,76	2,09	2,20	2,14	2,05	2,78	0,78	1,82	2,71	2,02
Μ.Ο.	56,86	71,79	84,68	57,39	24,37	137,81	140,96	126,07	151,79	97,44
Min	-102,52	-96,80	-43,69	-903,84	-175,28	-68,28	-333,53	-33,36	-29,54	-20,97
Max	209,90	328,74	383,92	254,71	267,77	1.161,80	1.190,68	800,60	1.087,94	941,10

Ο μέσος όρος των κερδών προ φόρων για το διάστημα 2015-2018 ανέρχεται στα 105 εκ. ευρώ περίπου, ενώ, όπως φαίνεται στον Υπό-πίνακα 2.2, ο μέσος όρος των κερδών προ φόρων υπήρξε αφενός θετικός για κάθε μεμονωμένο έτος της υπό εξέτασης περιόδου και αφ' εταίρου παρουσίασε μια σταθερά αυξητική τάση από τα 73 εκ. ευρώ στο έτος 2015 στα 221 εκ. ευρώ στο 2018.

Θετικοί υπήρξαν και οι μέσοι όροι των καθαρών κερδών μετά από φόρους καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο. Το μέσο μέγεθος των κερδών αυτών της περιόδου ισούται με 24 εκ. ευρώ, ποσό σημαντικά χαμηλότερο από το μέσο όρο των κερδών προ φόρων.¹⁰ Περαιτέρω, θετικοί και με αυξητική τάση υπήρξαν οι μέσοι ετήσιοι όροι των καθαρών κερδών μετά από τους φόρους για το διάστημα 2015-2017. Τέλος, στο έτος 2018, τα καθαρά κέρδη της μέσης ελληνικής επιχείρησης υπήρξαν θετικά επίσης αλλά σημαντικά μικρότερα από αυτά της προηγούμενης χρήσης (57 εκ. ευρώ για το 2018 έναντι 85 εκ. ευρώ για το 2017), πολύ κοντά στο χαμηλό της συνολικής περιόδου του 2015.

Το τελευταίο λογιστικό μέγεθος που παρουσιάζεται στον Υπό-πίνακα 2.3 αφορά στις λειτουργικές ταμειακές ροές των επιχειρήσεων, όπως αυτή περιλαμβάνεται στην κατάσταση ταμειακών ροών που δημοσιεύουν οι εταιρείες στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις τους. Το μέγεθος αυτό είναι εξόχως σημαντικό διότι δείχνει την ικανότητα μιας επιχείρησης να “παράγει χρήμα” προκειμένου να μπορεί να καλύπτει τις λειτουργικές της ανάγκες.

Ο μέσος όρος των λειτουργικών ταμειακών ροών υπήρξε σταθερά θετικός σε όλη τη διάρκεια της περιόδου 2015-2018 αλλά και ετησίως. Η καλύτερη επίδοση επετεύχθη στο 2018, έτος που θυμίζουμε ότι εμφάνισε και το μεγαλύτερο κύκλο εργασιών αλλά και κερδών προ φόρων. Ο συνδυασμός των τριών αυτών μεγεθών δείχνει μια σαφή εικόνα βελτίωσης της κλίματος για τις ελληνικές επιχειρήσεις μετά την ολοκλήρωση των μνημονίων με τους διεθνείς δανειστές της ελληνικής οικονομίας, της δραστηκής χαλάρωση των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων (capital controls) αλλά και της εντονότερης στροφής των ελληνικών εταιρειών προς το εξωτερικό με σημαντικά αυξημένη εξαγωγική δραστηριότητα.¹¹

¹⁰ Η ποσοστιαία διαφορά μεταξύ του μέσου όρου των κερδών προ φόρων (105 εκ. ευρώ) και των κερδών μετά από φόρους (24 εκ. ευρώ) ισούται με 77% περίπου. Αν και ο φορολογικός συντελεστής των φορολογητέων εισοδημάτων των εταιρειών παρέμεινε σταθερός στο 29% καθ' όλη την περίοδο της μελέτης, η διαφορά μεταξύ καθαρών κερδών προ και μετά από φόρους ξεπερνά κατά πολύ το 29% λόγω, προφανώς, της επίδρασης της αναβαλλόμενης φορολογίας που απαιτείται να υπολογίζεται στην κατάσταση αποτελεσμάτων από τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς, βάσει των οποίων συντάσσονται υποχρεωτικά οι οικονομικές καταστάσεις των εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

¹¹ Βλ. “Πεκόν εξαγωγών το 2018, αισιοδοξία και για το 2019”, Εφημερίδα Καθημερινή, 3/1/2019 (διαθέσιμο στο <https://www.kathimerini.gr>).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ: ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης επί της σχέσης των χαρακτηριστικών του διοικητικού συμβουλίου των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων και της απόδοσης και του κινδύνου τους για το διάστημα 2015-2018. Στο πρώτο τμήμα του κεφαλαίου αναλύονται οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας, οι οποίοι υπολογίζονται με τη χρήση λογιστικών μεγεθών από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών. Κατόπιν, παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις των χρηματιστηριακών αποδόσεων των μετοχών των εταιρειών και του κινδύνου τους. Η οικονομετρική ανάλυση των ημερήσιων χρηματιστηριακών αποδόσεων ακολουθεί. Στη συνέχεια παρατίθενται στοιχεία για τη σύνθεση των διοικητικών συμβουλίων των εταιρειών του δείγματος. Ακολούθως, αναλύονται τα αποτελέσματα του διαστρωματικού οικονομετρικού υποδείγματος που αφορά στη σχέση της απόδοσης με τα χαρακτηριστικά της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου. Το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με την παρουσίαση των αντίστοιχων αποτελεσμάτων για τη σχέση κινδύνου και διοικητικού συμβουλίου.

5.1 ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ

Στον Πίνακα 3 παρουσιάζονται οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας των εξεταζόμενων εταιρειών για κάθε έτος της περιόδου 2015-2018, οι οποίοι θα χρησιμοποιηθούν στην συνέχεια της εμπειρικής διερεύνησης ως αντιπροσωπευτικοί της λογιστικής απόδοσης μιας επιχείρησης. Συγκεκριμένα, στον πίνακα παρουσιάζονται οι δύο εναλλακτικοί δείκτες απόδοσης του ενεργητικού (ROA1 και ROA2), αντιστοίχως οι δύο δείκτες απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων (ROE1 και ROE2), ο δείκτης καθαρών κερδών προ φόρων δια πωλήσεις, και ο δείκτης καθαρών κερδών μετά από τους φόρους δια πωλήσεις.

Ο μέσος ROA1 του δείγματος για το διάστημα 2015-2018 είναι θετικός και ισούται με 5,16%. Θετικοί είναι και οι μέσοι όροι για κάθε χρήση ξεχωριστά, με το μεγαλύτερο μέσο όρο να εμφανίζεται στο 2018 και να ισούται με 6,97%. Η “υπεροχή” του 2018 έναντι των προηγούμενων ετών της περιόδου μελέτης δεν μας εκπλήσσει διότι, όπως είδαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο, το μέσο ενεργητικό των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων παράμεινε σχετικά σταθερό καθ’ όλη την περίοδο μελέτης ενώ τα κέρδη προ φόρων εκτινάχθηκαν στο 2018 συγκριτικά με τα πρώτα δύο χρόνια της εξεταζόμενης περιόδου. Ένα άλλο στοιχείο που αξίζει αναφοράς είναι το ότι η πλειοψηφία των εταιρειών παρουσιάζουν

θετικό μέσο ROA1 περιόδου (μόνο πέντε εταιρείες παρουσιάζουν αρνητικό μέσο όρο περιόδου) ενώ και η πλειοψηφία των μεμονωμένων ετήσιων δεικτών είναι επίσης θετική.

Πίνακας 3: Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Ο Πίνακας αυτός παρουσιάζει τους αριθμοδείκτες αποδοτικότητας των εταιρειών του δείγματος. Οι αριθμοδείκτες που παρουσιάζονται είναι οι: Κέρδη προ Φόρων/Ενεργητικό (ROA1), Κέρδη μετά από Φόρους/Ενεργητικό (ROA2), Κέρδη προ Φόρων/Ιδια Κεφάλαια (ROE1), Κέρδη μετά από Φόρους/Ιδια Κεφάλαια (ROE2), Κέρδη προ Φόρων/Πωλήσεις, και Κέρδη μετά από Φόρους/Πωλήσεις.

Υπό-πίνακας: 3.1										
A/A	Κέρδη προ Φόρων/Ενεργητικό (ROA1)					Κέρδη μετά από Φόρους/Ενεργητικό (ROA2)				
	2015	2016	2017	2018	M.O.	2015	2016	2017	2018	M.O.
1	3,304	3,334	3,840	6,170	4,110	1,725	1,109	0,321	2,476	1,392
2	17,532	13,403	10,740	12,338	13,460	12,283	9,779	7,315	8,303	9,390
3	0,485	6,478	7,260	5,272	4,743	0,561	4,573	5,362	3,068	3,310
4	11,793	14,975	15,554	12,481	13,758	7,982	10,403	10,831	8,945	9,586
5	12,560	13,654	13,772	14,526	13,683	9,615	10,026	10,401	11,093	10,326
6	3,752	2,744	5,643	5,005	4,320	2,611	1,970	4,902	4,203	3,462
7	1,429	2,277	2,436	2,850	2,239	1,197	4,564	1,707	1,932	2,341
8	3,304	3,472	3,556	3,791	3,569	1,897	2,046	2,315	2,858	2,359
9	3,571	2,663	4,337	5,233	3,945	2,768	1,550	2,834	3,124	2,567
10	-1,049	0,186	1,543	2,363	0,824	-1,808	-0,192	2,274	2,122	0,668
11	-1,998	0,480	-2,320	7,236	1,208	-3,022	-0,450	-4,473	5,833	-0,230
12	13,074	8,600	9,764	40,443	13,287	8,746	5,889	6,487	27,868	8,989
13	8,614	8,368	11,317	10,933	9,921	6,967	6,890	10,233	9,419	8,498
14	7,216	3,035	3,748	1,517	2,854	-1,630	1,485	2,315	0,894	1,504
15	2,655	3,060	5,823	10,713	5,668	2,277	1,857	3,102	7,056	3,646
16	-0,616	0,987	30,582	39,615	16,192	-0,592	0,394	1,548	-6,404	-1,097
17	1,350	2,356	6,646	7,067	4,982	1,089	1,454	4,805	5,588	3,735
18	-1,340	-0,974	1,119	-0,799	-0,529	-2,247	-2,496	-0,271	-2,964	-1,992
19	17,401	13,976	8,031	14,582	13,429	12,723	9,335	4,663	10,113	9,148
20	5,252	4,337	5,610	6,805	5,681	3,326	3,128	4,287	4,785	4,044
21	4,713	3,020	0,228	2,047	2,498	4,682	2,918	0,184	1,998	2,442
22	0,602	1,838	6,018	4,355	2,874	0,060	1,434	4,159	3,369	2,036
23	0,542	5,105	4,617	7,206	4,331	-0,242	1,853	1,809	5,999	2,332
24	3,667	4,266	3,129	3,750	3,688	2,234	2,958	2,389	3,306	2,768
25	-4,389	1,834	1,605	2,618	0,392	-4,259	0,958	0,744	3,010	0,088
26	-0,758	1,388	1,836	6,992	2,159	2,304	0,806	3,112	4,152	2,526
27	6,168	10,692	12,000	15,820	11,492	5,509	8,176	8,906	11,243	8,641
28	5,373	4,573	17,004	18,771	12,254	2,723	1,001	10,505	14,047	7,820
29	6,296	7,139	12,172	4,221	7,377	0,363	5,026	8,395	3,142	4,359
30	6,742	4,446	4,703	3,970	4,924	4,860	3,041	3,161	2,512	3,356
31	-2,648	-1,732	-3,108	-2,559	-2,533	-2,682	-1,634	-2,802	-1,464	-2,173
32	5,020	6,332	4,539	3,126	4,702	3,788	4,719	3,548	2,508	3,607
33	6,850	8,262	10,149	8,942	8,652	4,403	5,631	7,232	6,432	6,015
34	4,096	0,448	-1,006	-0,229	0,958	-1,769	4,229	-0,589	2,856	1,075
35	6,287	5,013	3,633	2,727	4,254	5,721	4,969	3,735	3,161	4,276
36	18,335	2,100	5,790	-3,741	5,492	16,180	2,917	5,803	-3,218	5,307
37	-1,340	-0,974	1,119	-0,799	-0,529	-2,247	-2,496	-0,271	-2,964	-1,992
38	4,102	4,074	4,847	5,515	4,646	3,059	2,991	3,548	3,766	3,350
39	-6,646	-6,643	12,878	3,307	-0,039	-11,115	-11,073	8,930	-0,192	-4,164
40	3,279	1,486	3,772	4,738	3,316	2,978	1,594	2,748	3,512	2,687
41	0,069	-4,468	-0,191	-0,913	-1,408	-2,871	-3,308	-0,852	-2,356	-2,368
42	0,144	0,342	1,495	2,693	1,211	-1,179	-0,142	1,163	2,820	0,743
43	-1,065	0,293	0,528	0,878	0,182	-0,557	-0,825	-0,141	-0,296	-0,445
44	1,599	3,551	4,452	0,285	1,821	1,641	3,628	4,658	-0,060	1,735
45	11,670	12,579	12,616	11,947	12,188	7,840	8,793	8,867	8,523	8,527
M.O.	4,156	4,053	6,085	6,974	5,161	2,398	2,700	3,776	4,136	3,204

Min	-6,646	-6,643	-3,108	-3,741	-2,533	-11,115	-11,073	-4,473	-6,404	-4,164
Max	18,335	14,975	30,582	40,443	16,192	16,180	10,403	10,831	27,868	10,326

Ο ROA2 συμπεριφέρεται παρόμοια με τον ROA1. Ειδικότερα, ο μέσος ROA2 για το διάστημα 2015-2018 είναι θετικός και ισούται με 3,20%, είναι δηλαδή αρκετά μικρότερος από τον μέσο ROA1. Όλοι οι ετήσιοι μέσοι όροι είναι, επίσης, θετικοί με το μεγαλύτερο να εμφανίζεται στο 2018 και να ανέρχεται στο 4,14%. Όσον αφορά στις εταιρείες, μόνο οχτώ εξ αυτών παρουσιάζουν αρνητικούς μέσους όρους περιόδου, ενώ και η πλειοψηφία των ετήσιων δεικτών ROA2 των εταιρειών του δείγματος είναι θετικοί.

Συνδυαστικά, τα αποτελέσματα των δεικτών αποδοτικότητας του ενεργητικού των εταιρειών που μελετούμε αναδεικνύουν μια ικανοποιητική λειτουργική απόδοση για τις ελληνικές επιχειρήσεις. Και αυτό διότι κατάφεραν να παραμείνουν θετικοί παρ' όλες τις δυσμενείς συνθήκες που επικρατούσαν στην ελληνική αγορά λόγω της παρατεταμένης οικονομικής κρίσης, της μείωσης της αγοραστικής δύναμης των καταναλωτών λόγω, μεταξύ άλλων, και της υπερφορολόγησης των ελληνικών νοικοκυριών, επαγγελματιών και επιχειρήσεων αλλά και της γενικότερης αβεβαιότητας στο ελληνικό οικονομικό και επιχειρηματικό περιβάλλον.

Προχωρώντας στην ανάλυση των λογιστικών αποδόσεων, ο Υπό-πίνακας 3.2 δείχνει ότι ο μέσος δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων με βάση τα κέρδη προ φόρων (ROE1) για την εξεταζόμενη περίοδο είναι θετικός και ισούται με 11% περίπου, όντας παραπάνω από διπλάσιος του αντίστοιχου δείκτη αποδοτικότητας ενεργητικού. Δεδομένου ότι ο αριθμητής και των δύο δεικτών είναι κοινός, η σύγκριση ROA1 και ROE1 μπορεί να υπονοεί ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις είναι σημαντικά μοχλευμένες.¹² Περαιτέρω, οι μέσοι όροι των ετών είναι θετικοί με εξαίρεση αυτόν του 2015 που είναι σημαντικά αρνητικός.¹³ Τέλος, όσον αφορά τους δείκτες των επιμέρους εταιρειών, βλέπουμε στον Υπό-πίνακα 3.2 ότι μόλις τέσσερις εταιρείες έχουν αρνητικούς μέσους όρους περιόδου, ενώ η συντριπτική πλειοψηφία των ετήσιων δεικτών των εταιρειών είναι θετικοί.

Παρόμοια είναι η εικόνα και του δείκτη ROE2. Ο μέσος δείκτης περιόδου είναι θετικός αλλά χαμηλότερος του μέσου δείκτη ROE1. Οι μέσοι ετήσιοι δείκτες είναι θετικοί με την

¹² Διαθέτουμε στοιχεία από τους δημοσιευμένους ισολογισμούς των εταιρειών του δείγματος που δείχνουν ότι το μέσο ύψος δανεισμού για την περίοδο 2015-2018 ανέρχεται στα 425 εκ. ευρώ περίπου, γεγονός το οποίο επιβεβαιώνει τον ισχυρισμό μας για σημαντική μόχλευση των ελληνικών επιχειρήσεων κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

¹³ Αν κοιτάξουμε τους δείκτες ROE1 των εταιρειών ξεχωριστά για το έτος 2015, θα δούμε ότι η πλειοψηφία εξ αυτών είναι θετικοί. Ο μέσος όρος επηρεάζεται, όμως, αρνητικά από το δείκτη της εταιρείας FRIGOGLOSS A.B.E.E., που είναι εξόχως αρνητικός. Αν αφαιρέσουμε την τιμή της εταιρείας αυτής, ο μέσος ROE1 των υπολοίπων εταιρειών καθίσταται θετικός και ισούται με 8,80%.

εξαίρεση ξανά του 2015. Μόνο επτά εταιρείες έχουν αρνητικό μέσο ROE2 για την εξεταζόμενη περίοδο, ενώ η πλειοψηφία των ετήσιων δεικτών των εταιρειών είναι θετικοί.

Πίνακας 3: Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας (συνέχεια)

Υπό-πίνακας: 3.2										
A/A	Κέρδη προ Φόρων/Ίδια Κεφάλαια (ROE1)					Κέρδη μετά από Φόρους/Ίδια Κεφάλαια (ROE2)				
	2015	2016	2017	2018	M.O.	2015	2016	2017	2018	M.O.
1	9,447	9,518	10,531	16,056	11,367	4,933	3,168	0,881	6,443	3,850
2	25,786	22,885	25,429	28,425	25,444	18,066	16,697	17,320	19,130	17,750
3	2,176	21,744	21,918	15,406	16,019	2,515	15,350	16,188	8,966	11,179
4	50,157	52,030	44,196	31,954	43,196	33,948	36,144	30,775	22,901	30,095
5	17,179	18,035	18,038	18,693	18,039	13,151	13,244	13,623	14,275	13,614
6	8,842	6,640	12,691	10,693	9,854	6,153	4,769	11,024	8,979	7,897
7	2,471	4,091	4,616	5,611	4,123	2,070	8,200	3,234	3,805	4,311
8	8,763	10,216	15,055	15,956	12,645	5,032	6,019	9,801	12,029	8,357
9	5,825	4,567	7,056	8,456	6,495	4,515	2,658	4,610	5,047	4,226
10	-3,131	0,589	4,624	7,329	2,521	-5,396	-0,606	6,817	6,580	2,044
11	-4,051	0,955	-6,005	17,413	2,736	-6,129	-0,896	-11,577	14,038	-0,521
12	42,646	23,319	29,534	35,288	32,448	28,527	15,967	19,621	24,316	21,953
13	13,685	12,829	17,211	17,264	15,429	11,069	10,563	15,563	14,873	13,216
14	3,347	15,642	19,976	8,343	12,292	-0,756	7,656	12,340	4,916	6,478
15	5,605	6,217	11,399	20,258	11,291	4,807	3,773	6,073	13,343	7,263
16	-1,803	2,845	83,716	141,785	48,341	-1,734	1,136	4,237	-22,922	-3,275
17	1,862	3,661	12,940	15,752	8,975	1,502	2,260	9,356	12,455	6,729
18	-5,227	-4,233	4,620	-3,951	-2,261	-8,762	-10,847	-1,117	-14,659	-8,509
19	19,286	15,562	9,046	16,417	15,026	14,100	10,394	5,252	11,385	10,235
20	15,528	13,611	14,674	19,166	16,102	9,835	9,818	11,214	13,478	11,460
21	8,878	5,219	0,385	4,309	4,625	8,819	5,042	0,310	4,206	4,522
22	1,599	4,706	8,656	10,630	6,517	0,159	3,673	5,981	8,224	4,616
23	1,120	10,424	11,714	17,165	9,677	-0,500	3,784	4,591	14,290	5,210
24	9,846	11,332	9,170	11,812	10,593	5,998	7,859	7,001	10,412	7,948
25	-27,613	11,126	9,157	13,110	2,246	-26,797	5,810	4,247	15,074	0,503
26	-2,578	4,573	5,021	13,866	5,983	7,835	2,658	8,511	8,233	7,001
27	10,503	18,057	19,976	25,506	19,114	9,380	13,808	14,825	18,126	14,372
28	13,706	11,920	40,544	46,995	30,714	6,948	2,610	25,049	35,167	19,600
29	9,714	10,861	19,215	7,447	11,876	0,559	7,646	13,253	5,544	7,017
30	11,115	7,582	8,073	6,551	8,273	8,012	5,186	5,426	4,145	5,640
31	-4,411	-2,928	-5,113	-4,219	-4,209	-4,467	-2,762	-4,610	-2,413	-3,611
32	10,275	14,928	10,060	7,068	10,438	7,753	11,125	7,863	5,670	8,006
33	11,664	14,077	16,834	14,570	14,450	7,498	9,594	11,997	10,481	10,046
34	23,093	2,417	-11,449	-6,270	7,612	-9,972	22,836	-6,705	78,258	8,544
35	9,827	9,376	6,959	5,349	7,809	8,942	9,293	7,154	6,202	7,850
36	56,160	5,949	14,930	-9,849	15,150	49,559	8,265	14,962	-8,471	14,641
37	-5,227	-4,233	4,620	-3,951	-2,261	-8,762	-10,847	-1,117	-14,659	-8,509
38	7,631	7,280	9,107	9,867	8,494	5,691	5,344	6,667	6,739	6,124
39	-8.302,38	-30,527	119,068	30,493	0,375	-13.885,7	-50,882	82,564	-1,769	40,194
40	5,872	3,185	7,713	9,150	6,565	5,333	3,416	5,620	6,781	5,320
41	0,513	-50,354	-2,144	-11,475	-14,217	-21,216	-37,286	-9,582	-29,617	-23,915
42	0,283	0,681	3,015	5,770	2,461	-2,323	-0,284	2,345	6,042	1,510
43	-2,719	0,783	1,543	2,600	0,503	-1,423	-2,202	-0,411	-0,878	-1,235
44	4,617	10,143	12,573	1,726	6,934	4,739	10,364	13,155	-0,363	6,609
45	14,752	15,712	15,179	14,542	15,018	9,910	10,983	10,669	10,373	10,507
M.O.	-175,897	7,400	15,468	14,868	10,996	-303,924	4,456	9,222	8,337	7,264
Min	-8.302,38	-50,354	-11,449	-11,475	-14,217	-13.885,7	-50,882	-11,577	-29,617	-23,915
Max	56,160	52,030	119,068	141,785	48,341	49,559	36,144	82,564	78,258	40,194

Πίνακας 3: Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας (συνέχεια)

Υπό-πίνακας: 3.3										
A/A	Κέρδη προ Φόρων/Πωλήσεις					Κέρδη μετά από Φόρους/Πωλήσεις				
	2015	2016	2017	2018	M.O.	2015	2016	2017	2018	M.O.
1	11,550	11,736	12,687	19,376	13,831	6,030	3,906	1,061	7,776	4,685
2	7,037	5,601	4,366	4,917	5,465	4,930	4,087	2,974	3,309	3,812
3	0,533	6,971	6,502	3,776	4,389	0,617	4,921	4,802	2,198	3,063
4	4,290	6,745	5,741	3,744	4,999	2,903	4,685	3,998	2,684	3,483
5	23,509	25,900	25,457	26,266	25,365	17,997	19,019	19,226	20,058	19,142
6	7,867	6,844	11,895	10,935	9,549	5,474	4,915	10,333	9,182	7,653
7	3,015	4,210	4,199	5,541	4,260	2,525	8,437	2,942	3,757	4,454
8	15,301	16,089	20,619	21,370	18,748	8,786	9,479	13,423	16,110	12,390
9	17,369	12,565	20,306	24,897	18,759	13,465	7,313	13,268	14,860	12,207
10	-83,515	13,751	65,198	120,446	47,136	-143,960	-14,158	96,111	108,151	38,220
11	-1,585	0,380	-2,428	7,875	1,127	-2,398	-0,357	-4,681	6,348	-0,215
12	2,477	1,607	1,560	1,674	1,811	1,657	1,100	1,036	1,154	1,226
13	8,219	7,176	11,569	11,273	9,586	6,647	5,908	10,461	9,712	8,211
14	1,937	8,047	12,944	4,336	6,917	-0,437	3,938	7,996	2,555	3,646
15	9,782	10,667	18,999	31,844	18,828	8,390	6,473	10,123	20,973	12,111
16	-1,859	3,218	94,553	117,901	49,995	-1,787	1,284	4,786	-19,061	-3,387
17	3,009	5,937	19,337	23,490	13,901	2,426	3,666	13,981	18,573	10,422
18	-3,516	-1,945	2,130	-1,387	-1,079	-5,894	-4,983	-0,515	-5,146	-4,061
19	48,172	43,862	22,995	42,252	39,108	35,220	29,297	13,351	29,301	26,639
20	17,014	13,226	12,151	11,733	12,747	10,776	9,540	9,286	8,251	9,073
21	12,030	7,803	0,571	4,841	6,220	11,951	7,539	0,460	4,726	6,082
22	0,608	1,799	3,347	4,118	2,504	0,060	1,404	2,313	3,186	1,774
23	0,742	4,456	3,455	4,834	3,701	-0,331	1,617	1,354	4,025	1,993
24	30,080	33,282	25,785	30,585	29,895	18,323	23,080	19,686	26,961	22,432
25	-10,279	4,039	3,426	5,149	0,844	-9,975	2,109	1,589	5,921	0,189
26	-2,352	4,017	5,431	19,817	6,366	7,147	2,335	9,206	11,767	7,450
27	6,423	12,258	12,479	15,112	11,922	5,736	9,374	9,262	10,740	8,964
28	12,084	10,364	28,223	36,741	24,397	6,125	2,269	17,437	27,494	15,569
29	13,685	15,449	24,025	5,421	12,913	0,788	10,875	16,570	4,036	7,630
30	3,438	2,315	2,548	1,975	2,546	2,478	1,583	1,713	1,250	1,736
31	-31,743	-29,910	-81,236	-55,570	-45,344	-32,146	-28,216	-73,239	-31,780	-38,906
32	4,589	6,280	4,342	3,102	4,535	3,462	4,680	3,394	2,488	3,478
33	9,379	10,819	12,721	11,682	11,295	6,029	7,374	9,065	8,403	7,853
34	3,876	0,359	-1,105	-0,248	0,922	-1,674	3,390	-0,647	3,096	1,035
35	10,374	8,826	7,706	6,584	8,410	9,439	8,747	7,922	7,634	8,454
36	39,403	4,615	12,906	-7,434	11,732	34,771	6,412	12,933	-6,393	11,338
37	-3,516	-1,945	2,130	-1,387	-1,079	-5,894	-4,983	-0,515	-5,146	-4,061
38	3,454	3,180	3,616	3,851	3,540	2,576	2,334	2,647	2,630	2,553
39	-7,683	-7,081	13,037	3,139	-0,041	-12,849	-11,803	9,040	-0,182	-4,368
40	10,414	5,920	12,111	12,292	10,526	9,458	6,351	8,824	9,111	8,530
41	0,199	-10,773	-0,351	-1,749	-3,105	-8,251	-7,977	-1,567	-4,515	-5,223
42	0,320	0,666	2,599	4,373	2,237	-2,627	-0,277	2,021	4,579	1,373
43	-2,031	0,533	1,050	1,453	0,333	-1,063	-1,499	-0,280	-0,491	-0,816
44	0,828	1,837	1,982	0,319	1,219	0,850	1,877	2,073	-0,067	1,162
45	14,491	16,093	15,856	14,866	15,300	9,735	11,249	11,145	10,605	10,705
M.O.	4,654	6,840	10,832	13,692	9,494	0,611	3,740	6,808	8,018	5,549
Min	-83,515	-29,910	-81,236	-55,570	-45,344	-143,960	-28,216	-73,239	-31,780	-38,906
Max	48,172	43,862	94,553	120,446	49,995	35,220	29,297	96,111	108,151	38,220

Η συμπεριφορά των δεικτών κερδών προς πωλήσεις στον Υπό-πίνακα 3.3 προσομοιάζει με αυτήν του δείκτη ROA και του δείκτη ROE. Συγκεκριμένα, ο μέσος δείκτης καθαρών κερδών προ φόρων προς πωλήσεις για την εξεταζόμενη περίοδο ισούται με 9,49%, ενώ ο αντίστοιχος δείκτης καθαρών κερδών μετά από τους φόρους δια τις πωλήσεις ισούται με 5,55%. Οι μέσοι ετήσιοι όροι είναι όλοι θετικοί και για τις δύο εναλλακτικές μορφές του δείκτη, με τις μεγαλύτερες τιμές να εμφανίζονται στο έτος 2018. Τέλος, αναφορικά με τις επιμέρους επιδόσεις των εταιρειών, τα αποτελέσματα στον Υπό-πίνακα 3.3 δείχνουν ότι η πλειοψηφία των επιχειρήσεων παρουσιάζουν θετικούς δείκτες κερδών προς πωλήσεις, είτε αυτοί είναι οι ετήσιοι δείκτες είτε οι μέσοι όροι της περιόδου.

5.2 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Οι χρηματιστηριακές αποδόσεις και ο κίνδυνος των μετοχών των εταιρειών του δείγματος παρουσιάζονται στον Πίνακα 4. Ο πίνακας περιέχει τη μέση ημερήσια απόδοση με βάση τις ημερήσιες τιμές κλεισίματος κάθε μετοχής, την ετήσια απόδοση κάθε μετοχής με βάση τις τιμές κλεισίματος την πρώτη και την τελευταία μέρα κάθε έτους, τον κίνδυνο κάθε μετοχής, ως η τυπική απόκλιση των ημερήσιων αποδόσεων, τη μέση ημερήσια υπερβάλλουσα απόδοση της μετοχής, η οποία ισούται με τη διαφορά μεταξύ της απόδοσης κάθε μετοχής και της απόδοσης του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, την αντίστοιχη ετήσια υπερβάλλουσα απόδοση της μετοχής, και τον αντίστοιχο υπερβάλλον κίνδυνο της μετοχής.

Η μέση ημερήσια απόδοση του δείγματος για το διάστημα 2015-2018 είναι θετική και ισούται με 0,08%. Αντιστοίχως θετική είναι και η μέση συνολική χρηματιστηριακή απόδοση της εξεταζόμενης περιόδου, η οποία ανέρχεται στο 70,66%. Σε ετήσια βάση, οι μέσες ημερήσιες αποδόσεις των μετοχών του δείγματος είναι θετικές για τα τρία πρώτα έτη της περιόδου μελέτης και οριακά θετικές για το 2018. Στην περίπτωση των συνολικών ετήσιων αποδόσεων, οι μέσες τιμές τους είναι αρνητικές για τα έτη 2015 και 2018 και σημαντικά θετικές για τα έτη 2016 και 2017 (ιδίως για το 2017 η μέση συνολική απόδοση του έτους ισούται με 53,67%).

Αναφορικά με τον επενδυτικό κίνδυνο της κάθε εταιρείας, ο Υπό-πίνακας 4.2 παρουσιάζει μια μέση τυπική απόκλιση των ημερήσιων αποδόσεων της τάξεως του 2,93%. Η πιο “επικίνδυνη” χρονιά υπήρξε το 2015, με μέση τυπική απόκλιση των αποδόσεων που ανήλθε στο 3,76%. Θυμίζουμε ότι το πρώτο εξάμηνο του 2015 χαρακτηρίστηκε από την κυβερνητική αλλαγή μετά τις εκλογές του Ιανουαρίου και τη μεγάλη αβεβαιότητα σχετικά με το μέλλον της Ελλάδας στην Ευρωζώνη.

Ένας ακόμη έλεγχος που διενεργείται σχετικά με τη χρηματιστηριακή απόδοση και τον κίνδυνο των μετοχών των εταιρειών του δείγματος είναι η σύγκριση τους με τις αντίστοιχες τιμές για το Γενική Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Πίνακας 4: Χρηματιστηριακές Αποδόσεις και Κίνδυνος

Ο Πίνακας αυτός παρουσιάζει τη μέση ημερήσια απόδοση κάθε μετοχής, την ετήσια απόδοση κάθε μετοχής με βάση τις τιμές κλεισίματος την πρώτη και την τελευταία μέρα κάθε έτους, τον κίνδυνο κάθε μετοχής, ως η τυπική απόκλιση των ημερήσιων αποδόσεων, τη μέση ημερήσια υπερβάλλουσα απόδοση της μετοχής, ήτοι τη διαφορά μεταξύ της απόδοσης κάθε μετοχής και της απόδοσης του Γενικού Δείκτη του Χ.Α., την αντίστοιχη ετήσια υπερβάλλουσα απόδοση της μετοχής, και τον αντίστοιχο υπερβάλλον κίνδυνο της μετοχής.

Υπό-πίνακας: 4.1										
Α/Α	Μέση Ημερήσια Απόδοση Μετοχής					Ετήσια Απόδοση Μετοχής				
	2015	2016	2017	2018	2015-18	2015	2016	2017	2018	2015-18
1	0,073	0,012	0,108	-0,060	0,032	-1,176	-1,326	27,778	-18,563	1,818
2	0,023	0,043	0,097	-0,117	0,011	-12,809	16,667	24,260	-28,685	-18,245
3	0,093	0,068	0,230	0,003	0,099	6,596	8,068	72,172	-4,156	94,723
4	0,249	0,129	0,157	0,068	0,148	52,374	31,000	40,254	10,294	221,593
5	0,153	0,204	0,013	-0,045	0,079	15,614	56,875	-0,468	-14,631	51,609
6	-0,051	0,243	0,168	-0,072	0,076	-22,090	68,498	48,981	-21,189	55,139
7	0,016	0,119	0,022	-0,055	0,026	-7,365	23,889	3,573	-14,437	1,946
8	0,181	0,071	0,197	0,105	0,138	28,108	14,248	58,160	20,683	196,976
9	-0,019	0,069	0,056	-0,077	0,008	-20,886	11,600	12,793	-20,761	-20,886
10	0,059	0,267	0,518	-0,003	0,215	-14,107	46,690	207,865	-12,456	285,580
11	0,124	0,097	0,162	-0,062	0,079	10,989	15,663	44,958	-17,630	56,593
12	0,015	-0,007	0,115	-0,030	0,024	-6,821	-8,394	28,705	-11,298	0,682
13	0,005	0,190	0,276	0,059	0,136	-22,449	50,000	93,450	3,896	144,898
14	0,184	0,006	0,068	-0,013	0,058	29,720	-6,667	16,717	-6,624	37,009
15	0,184	0,006	0,068	-0,013	0,058	29,720	-6,667	16,717	-6,624	37,009
16	-0,021	-0,060	-0,077	-0,114	-0,069	-30,090	-28,465	-32,990	-37,788	-76,685
17	-0,019	0,005	0,002	0,029	0,005	-5,556	0,118	0,000	7,059	1,111
18	-0,027	-0,051	0,189	-0,068	0,012	-32,870	-22,695	47,273	-25,952	-42,407
19	0,050	-0,112	0,146	0,024	0,027	1,474	-25,192	39,627	0,395	6,947
20	0,132	0,089	0,291	-0,013	0,125	12,629	10,677	99,115	-5,983	137,069
21	0,145	0,327	0,247	-0,053	0,167	-4,031	64,312	71,765	-20,530	130,326
22	0,043	0,156	0,158	-0,120	0,060	-10,450	36,919	43,070	-27,817	24,544
23	-0,055	0,262	0,183	0,156	0,142	-18,361	68,256	49,272	42,085	203,373
24	0,041	0,147	0,238	0,004	0,110	-3,824	33,780	75,538	-5,346	121,324
25	-0,068	0,050	0,395	-0,127	0,067	-23,750	-6,103	129,921	-29,577	25,000
26	-0,064	0,039	0,573	0,111	0,172	-29,741	-9,846	237,919	24,099	159,698
27	0,036	0,033	0,185	0,151	0,104	2,703	1,579	60,963	38,889	129,730
28	-0,010	-0,090	0,453	0,331	0,177	-13,821	-25,962	186,452	93,249	272,358
29	0,116	0,055	0,114	0,119	0,101	23,934	11,111	21,429	19,811	108,197
30	-0,095	-0,037	0,048	-0,026	-0,026	-24,339	-10,588	9,474	-10,000	-33,333
31	0,027	0,182	0,235	0,015	0,118	-18,107	25,132	68,776	-7,362	76,402
32	0,243	0,226	0,101	-0,149	0,102	53,333	65,468	28,378	-34,655	110,556
33	0,197	0,121	0,268	0,139	0,181	29,907	-0,673	84,483	30,841	227,103
34	0,045	-0,031	0,068	-0,307	-0,059	2,632	-13,675	6,792	-62,757	-61,842
35	-0,040	0,040	0,029	0,046	0,020	-9,888	8,290	6,049	9,302	14,746
36	0,104	0,476	0,240	-0,094	0,184	-16,854	121,333	54,971	-37,687	87,640
37	-0,154	0,104	0,411	0,069	0,115	-40,828	1,329	142,623	6,667	57,791
38	0,050	-0,005	0,200	-0,026	0,055	3,266	-10,265	66,052	-10,662	36,824
39	0,094	-1,030	0,145	-0,193	-0,255	1,070	-95,082	-29,167	-50,472	-98,128
40	0,066	-0,008	0,215	0,260	0,136	5,957	-16,729	48,723	67,406	156,809
41	-0,164	0,192	0,314	-0,242	0,031	-50,168	20,561	97,165	-51,538	-36,364
42	-0,179	0,054	0,175	0,294	0,094	-45,538	-5,301	43,575	89,251	29,396
43	-0,117	0,344	0,322	0,003	0,145	-35,623	27,022	17,188	-10,798	10,594

44	0,469	0,255	0,283	0,191	0,295	94,366	-18,116	8,193	18,486	149,765
45	0,031	0,140	0,127	0,104	0,102	-1,975	28,151	36,802	21,687	104,557
M.O.	0,048	0,075	0,190	0,004	0,081	-2,647	12,344	53,674	-2,264	70,657
Min	-0,179	-1,030	-0,077	-0,307	-0,255	-50,168	-95,082	-32,990	-62,757	-98,128
Max	0,469	0,476	0,573	0,331	0,295	94,366	121,333	237,919	93,249	285,580

Πίνακας 4: Χρηματιστηριακές Αποδόσεις και Κίνδυνος (συνέχεια)

Υπό-πίνακας: 4.2										
A/A	Κίνδυνος Μετοχής					Μέση Ημερήσια Υπερβάλλουσα Απόδοση Μετοχής				
	2015	2016	2017	2018	2015-18	2015	2016	2017	2018	2015-18
1	3,984	2,266	1,223	1,757	2,471	0,151	-0,016	0,015	0,039	0,044
2	4,113	2,363	1,244	1,620	2,522	0,101	0,015	0,003	-0,017	0,023
3	3,599	2,531	1,616	1,741	2,459	0,171	0,040	0,136	0,103	0,111
4	3,448	1,901	1,617	2,118	2,336	0,327	0,100	0,063	0,168	0,160
5	4,219	2,324	1,886	1,924	2,704	0,231	0,176	-0,080	0,055	0,091
6	3,517	2,663	1,331	1,961	2,468	0,027	0,215	0,074	0,028	0,088
7	3,200	2,197	1,532	1,522	2,184	0,094	0,091	-0,071	0,045	0,038
8	3,765	1,884	1,451	1,370	2,272	0,260	0,043	0,104	0,205	0,150
9	4,137	2,227	1,411	1,641	2,524	0,059	0,041	-0,038	0,023	0,020
10	4,998	4,346	3,101	2,845	3,887	0,137	0,239	0,424	0,097	0,227
11	3,935	2,374	1,891	1,732	2,581	0,202	0,069	0,069	0,038	0,092
12	3,080	2,182	1,358	1,747	2,154	0,094	-0,035	0,021	0,070	0,036
13	4,830	2,323	1,503	2,357	2,951	0,083	0,162	0,182	0,159	0,148
14	3,687	2,147	1,178	1,365	2,262	0,262	-0,022	-0,026	0,087	0,070
15	3,687	2,147	1,178	1,365	2,262	0,262	-0,022	-0,026	0,087	0,070
16	5,268	3,381	3,636	3,198	3,907	0,058	-0,088	-0,171	-0,014	-0,057
17	1,146	1,007	0,566	0,594	0,855	0,059	-0,023	-0,092	0,129	0,017
18	5,473	3,536	2,518	2,764	3,691	0,051	-0,080	0,096	0,032	0,024
19	2,939	1,756	1,418	1,634	1,991	0,129	-0,140	0,053	0,124	0,039
20	3,969	2,728	2,059	1,568	2,688	0,211	0,061	0,197	0,087	0,137
21	5,756	4,468	3,102	2,253	4,056	0,223	0,299	0,154	0,047	0,179
22	4,327	2,562	1,680	1,776	2,737	0,122	0,128	0,064	-0,020	0,072
23	2,713	2,736	2,122	1,750	2,355	0,024	0,234	0,090	0,256	0,154
24	3,395	1,958	2,026	1,787	2,343	0,120	0,119	0,144	0,104	0,122
25	3,301	3,387	2,864	2,239	2,975	0,011	0,022	0,302	-0,027	0,079
26	4,372	4,101	3,975	2,794	3,845	0,015	0,011	0,479	0,211	0,184
27	2,210	2,335	1,284	1,590	1,893	0,115	0,005	0,092	0,251	0,116
28	3,388	2,765	2,491	2,851	2,881	0,068	-0,118	0,360	0,431	0,189
29	1,944	1,600	2,732	2,532	2,254	0,194	0,027	0,020	0,219	0,113
30	2,451	1,524	1,541	1,564	1,790	-0,017	-0,065	-0,046	0,074	-0,014
31	4,849	3,530	2,266	2,801	3,447	0,106	0,154	0,141	0,115	0,130
32	3,185	2,063	1,783	1,721	2,236	0,321	0,198	0,008	-0,049	0,114
33	3,981	4,392	2,489	2,504	3,427	0,276	0,093	0,174	0,239	0,193
34	2,583	2,368	2,119	3,864	2,820	0,123	-0,059	-0,026	-0,207	-0,047
35	1,137	1,274	0,876	1,144	1,115	0,038	0,012	-0,064	0,146	0,033
36	6,113	5,570	3,328	4,216	4,888	0,182	0,448	0,147	0,006	0,196
37	4,057	4,433	3,412	2,749	3,707	-0,075	0,076	0,318	0,169	0,128
38	2,685	2,301	1,738	1,802	2,148	0,129	-0,033	0,107	0,074	0,068
39	4,214	5,990	7,130	3,873	5,512	0,172	-1,058	0,051	-0,093	-0,243
40	2,825	2,634	2,767	2,880	2,774	0,144	-0,036	0,121	0,360	0,148
41	5,355	4,192	2,961	2,788	3,915	-0,085	0,163	0,221	-0,142	0,043
42	4,350	3,914	3,681	2,542	3,661	-0,100	0,026	0,081	0,394	0,106
43	4,030	7,262	5,596	2,991	5,252	-0,039	0,316	0,229	0,103	0,158
44	5,954	8,136	5,930	5,038	6,369	0,547	0,227	0,189	0,291	0,307
45	2,807	2,870	1,901	1,898	2,399	0,109	0,112	0,033	0,204	0,115
M.O.	3,755	3,037	2,345	2,239	2,933	0,126	0,047	0,096	0,104	0,093
Min	1,137	1,007	0,566	0,594	0,855	-0,100	-1,058	-0,171	-0,207	-0,243
Max	6,113	8,136	7,130	5,038	6,369	0,547	0,448	0,479	0,431	0,307

Η ημερήσια υπερβάλλουσα απόδοση της μέσης μετοχής για την εξεταζόμενη περίοδο είναι θετική και ισούται με 0,093%. Οι μέσες ετήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι, επίσης,

Πίνακας 4: Χρηματιστηριακές Αποδόσεις και Κίνδυνος (συνέχεια)

Υπό-πίνακας: 4.3										
A/A	Ετήσια Υπερβάλλουσα Απόδοση Μετοχής					Υπερβάλλον Κίνδυνος Μετοχής (διαφορά τυπικών αποκλίσεων ημερήσιων αποδόσεων μετοχής και Γ.Δ.)				
	2015	2016	2017	2018	2015-18	2015	2016	2017	2018	2015-18
1	23,325	-4,952	3,689	6,508	28,478	0,885	0,262	0,150	0,500	0,491
2	11,692	13,041	0,172	-3,614	8,414	1,014	0,359	0,171	0,363	0,541
3	31,098	4,443	48,083	20,915	121,383	0,500	0,527	0,543	0,484	0,478
4	76,875	27,374	16,165	35,365	248,252	0,349	-0,103	0,544	0,861	0,356
5	40,115	53,249	-24,556	10,440	78,269	1,120	0,320	0,813	0,667	0,723
6	2,412	64,872	24,893	3,882	81,799	0,418	0,659	0,258	0,704	0,487
7	17,137	20,263	-20,516	10,634	28,606	0,101	0,193	0,459	0,265	0,204
8	52,609	10,623	34,071	45,754	223,636	0,666	-0,120	0,378	0,113	0,292
9	3,615	7,974	-11,296	4,310	5,774	1,038	0,223	0,338	0,384	0,544
10	10,395	43,064	183,776	12,616	312,240	1,899	2,342	2,028	1,588	1,907
11	35,490	12,037	20,869	7,441	83,253	0,836	0,370	0,818	0,475	0,601
12	17,680	-12,019	4,616	13,773	27,342	-0,019	0,178	0,285	0,490	0,173
13	2,052	46,374	69,361	28,967	171,558	1,731	0,319	0,430	1,100	0,971
14	54,221	-10,292	-7,372	18,447	63,669	0,588	0,143	0,105	0,108	0,282
15	54,221	-10,292	-7,372	18,447	63,669	0,588	0,143	0,105	0,108	0,282
16	-5,589	-32,091	-57,078	-12,717	-50,025	2,169	1,377	2,563	1,941	1,927
17	18,946	-3,508	-24,089	32,130	27,771	-1,953	-0,997	-0,507	-0,663	-1,125
18	-8,369	-26,321	23,184	-0,881	-15,748	2,374	1,532	1,445	1,507	1,711
19	25,975	-28,818	15,538	25,466	33,607	-0,160	-0,248	0,345	0,377	0,011
20	37,131	7,051	75,026	19,088	163,729	0,870	0,724	0,986	0,311	0,708
21	20,471	60,687	47,676	4,541	156,986	2,657	2,464	2,029	0,996	2,076
22	14,052	33,294	18,982	-2,746	51,204	1,228	0,558	0,607	0,519	0,757
23	6,140	64,630	25,183	67,156	230,033	-0,386	0,732	1,049	0,493	0,375
24	20,678	30,154	51,449	19,725	147,983	0,296	-0,046	0,953	0,530	0,363
25	0,751	-9,729	105,833	-4,506	51,660	0,202	1,383	1,791	0,982	0,995
26	-5,240	-13,472	213,831	49,170	186,358	1,273	2,097	2,902	1,537	1,864
27	27,204	-2,047	36,874	63,960	156,390	-0,889	0,331	0,211	0,333	-0,088
28	10,680	-29,587	162,363	118,320	299,018	0,289	0,761	1,418	1,594	0,901
29	48,436	7,485	-2,660	44,882	134,857	-1,155	-0,404	1,659	1,275	0,273
30	0,163	-14,214	-14,615	15,071	-6,674	-0,648	-0,480	0,468	0,307	-0,191
31	6,394	21,507	44,688	17,709	103,062	1,750	1,526	1,193	1,544	1,467
32	77,835	61,842	4,290	-9,584	137,215	0,086	0,059	0,710	0,464	0,256
33	54,408	-4,299	60,394	55,912	253,763	0,882	2,388	1,416	1,247	1,447
34	27,133	-17,301	-17,296	-37,686	-35,182	-0,516	0,364	1,046	2,607	0,840
35	14,614	4,665	-18,039	34,373	41,406	-1,962	-0,730	-0,197	-0,113	-0,866
36	7,647	117,708	30,882	-12,615	114,300	3,014	3,566	2,255	2,959	2,907
37	-16,327	-2,297	118,534	31,738	84,451	0,958	2,429	2,339	1,492	1,727
38	27,767	-13,890	41,963	14,409	63,484	-0,414	0,297	0,665	0,545	0,167
39	25,571	-98,708	-53,255	-25,401	-71,469	1,115	3,986	6,057	2,616	3,532
40	30,459	-20,354	24,635	92,478	183,468	-0,274	0,630	1,694	1,623	0,794
41	-25,667	16,935	73,076	-26,467	-9,704	2,256	2,188	1,888	1,531	1,935
42	-21,037	-8,927	19,487	114,323	56,056	1,251	1,910	2,608	1,285	1,680
43	-11,121	23,396	-6,901	14,273	37,254	0,931	5,258	4,523	1,734	3,271
44	118,868	-21,742	-15,896	43,557	176,425	2,855	6,132	4,857	3,781	4,388
45	22,527	24,525	12,714	46,758	131,217	-0,292	0,866	0,828	0,641	0,419
M.O.	21,854	8,719	29,586	22,807	97,316	0,656	1,032	1,272	0,983	0,952
Min	-25,667	-98,708	-57,078	-37,686	-71,469	-1,962	-0,997	-0,507	-0,663	-1,125
Max	118,868	117,708	213,831	118,320	312,240	3,014	6,132	6,057	3,781	4,388

θετικές όπως είναι και η πλειοψηφία των ετήσιων υπερβαλλουσών αποδόσεων των εταιρειών.

Παρόμοια είναι και η εικόνα στην περίπτωση των ετήσιων υπερβαλλουσών αποδόσεων και της συνολικής υπερβάλλουσας απόδοσης της περιόδου υπό εξέταση.

Συνολικά τα παραπάνω αποτελέσματα δείχνουν ότι κατά την περίοδο 2015-2018 οι εξεταζόμενες μετοχές κινήθηκαν καλύτερα από το Γενική Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Συνεπώς ένα χαρτοφυλάκιο ενεργητικής διαχείρισης που θα περιείχε μετοχές από το δείγμα μας πιθανότατα θα είχε προσφέρει καλύτερες επιδόσεις σε σχέση με ένα αμοιβαίο κεφάλαιο παθητικό διαχείρισης που θα ακολουθούσε το Γενικό Δείκτη του Χ.Α..

Τέλος, όσον αφορά στον κίνδυνο των μετοχών συγκριτικά με τον κίνδυνο της αγοράς, όπως αυτή εκφράζεται από το Γενικό Δείκτη του Χ.Α., ο Υπό-πίνακας 4.3 δείχνει ότι ο μέσος υπερβάλλον κίνδυνος της περιόδου είναι ίσος με 0,95%. Δηλαδή, η μέση μετοχή είναι σημαντικά πιο επικίνδυνη από το Γενικό Δείκτη κατά 1% περίπου. Συνεπώς, η υπερβάλλουσα απόδοση των μετοχών που επετεύχθη παραπάνω, δεν έγινε χωρίς κόστος αλλά πραγματοποιήθηκε με την ανάληψη μεγαλύτερου επενδυτικού κινδύνου.

5.3 ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Τα αποτελέσματα του οικονομετρικού μοντέλου των ημερήσιων αποδόσεων των μετοχών του δείγματος επί των αντίστοιχων αποδόσεων του Γενικού Δείκτη παρουσιάζονται στον Πίνακα 5. Ο πίνακας περιέχει τη σταθερά (α) του υποδείγματος παλινδρόμησης, το συστηματικό κίνδυνο κάθε μετοχής (β), τις στατιστικές ελέγχου (T -stat) που ελέγχουν τη στατιστική σημαντικότητα κάθε εκτίμησης ξεχωριστά, και το συντελεστή προσδιορισμού (R^2), ο οποίος αξιολογεί την ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος.

Οι μέσες εκτιμήσεις του σταθερού όρου του υποδείγματος είναι θετικές για όλα τα έτη της περιόδου μελέτης όπως και για το σύνολο της εξεταζόμενης περιόδου. Εντούτοις, με εξαίρεση κάποιες μεμονωμένες εκτιμήσεις, η πλειοψηφία εξ αυτών είναι στατιστικά μη σημαντικές. Συνεπώς, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι το εφαρμοζόμενο υπόδειγμα δεν μπορεί να αναδείξει την πιθανή επίδραση άλλων παραγόντων στη χρηματιστηριακή απόδοση των μετοχών του δείγματος.

Από την άλλη πλευρά, οι εκτιμήσεις του συστηματικού κινδύνου (συντελεστής βήτα) είναι θετικές και, με ελάχιστες εξαιρέσεις, στατιστικά σημαντικές με πιθανότητα 10% ή μεγαλύτερη. Το μέσο β της περιόδου 2015-2018 ισούται με 0,57, γεγονός που δείχνει ότι οι μετοχές των εισηγμένων εταιρειών του δείγματος υπήρξαν λιγότερο επικίνδυνες από την αγορά σε όρους συστηματικού κινδύνου (και όχι συνολικού κινδύνου όπως αυτός υπολογίζεται με βάση την τυπική απόκλιση των ημερήσιων αποδόσεων, ο οποίος είδαμε ότι υπερέβαινε αυτόν του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.). Το πιο μικρό μέσο ετήσιο β εμφανίζεται στο 2017 και

ισούται με 0,49 ενώ το μεγαλύτερο στο 2015 και είναι ίσο με 0,59. Θυμίζουμε ότι στο ίδιο έτος είχαμε και τη μεγαλύτερη τυπική απόκλιση των ημερήσιων αποδόσεων.

Πίνακας 5: Οικονομετρική Ανάλυση Χρηματιστηριακών Αποδόσεων

Ο Πίνακας αυτός παρουσιάζει τα αποτελέσματα της απλής παλινδρόμησης της απόδοσης της μετοχής κάθε εταιρείας επί της απόδοσης του Γενικού Δείκτη του Χ.Α. για κάθε έτος ξεχωριστά αλλά και για ολόκληρη την περίοδο της μελέτης. Στον πίνακα παρουσιάζονται η σταθερά (α) του υποδείγματος, το συστηματικό κίνδυνο κάθε μετοχής (β), τις στατιστικές ελέγχου (T -stat), οι οποίες ελέγχουν τη σημαντικότητα κάθε εκτίμησης, και το συντελεστή R^2 , ο οποίος αξιολογεί την ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος.

Υπό-πίνακας: 5.1										
A/A	2015					2016				
	α	T -stat	β	T -stat	R^2	α	T -stat	β	T -stat	R^2
1	0,151	0,900	1,001 ^v	18,419	0,607	-0,009	-0,082	0,740 ^v	13,593	0,428
2	0,103	0,582	1,022 ^v	17,899	0,593	0,022	0,186	0,749 ^v	12,928	0,404
3	0,164	1,101	0,915 ^v	18,962	0,620	0,042	0,391	0,947 ^v	17,828	0,563
4	0,305	1,715	0,716 ^v	12,457	0,414	0,113	1,140	0,539 ^v	10,838	0,322
5	0,227	1,121	0,953 ^v	14,537	0,490	0,189	1,436	0,525 ^v	7,987	0,205
6	0,021	0,152	0,921 ^v	20,569	0,658	0,216 ^z	1,846	0,959 ^v	16,413	0,522
7	0,065	0,384	0,633 ^v	11,494	0,375	0,103	0,862	0,567 ^v	9,486	0,267
8	0,250	1,433	0,880 ^v	15,577	0,524	0,056	0,569	0,531 ^v	10,760	0,319
9	0,054	0,270	0,934 ^v	14,521	0,489	0,053	0,434	0,549 ^v	8,938	0,244
10	0,143	0,573	1,078 ^v	13,333	0,447	0,243	0,959	0,864 ^v	6,825	0,159
11	0,182	0,844	0,737 ^v	10,575	0,337	0,078	0,634	0,681 ^v	11,035	0,330
12	0,066	0,415	0,643 ^v	12,585	0,419	-0,024	-0,211	0,623 ^v	10,962	0,327
13	0,103	0,541	1,260 ^v	20,369	0,653	0,168	1,526	0,772 ^v	14,018	0,443
14	0,246	1,336	0,796 ^v	13,362	0,448	-0,014	-0,135	0,707 ^v	13,805	0,436
15	0,246	1,336	0,796 ^v	13,362	0,448	-0,014	-0,135	0,707 ^v	13,805	0,436
16	0,088	0,425	1,382 ^v	20,723	0,661	-0,097	-0,704	1,297 ^v	18,899	0,591
17	-0,021	-0,268	0,183 ^z	1,933	0,244	0,003	0,046	0,277 ^w	2,449	0,271
18	0,087	0,418	1,456 ^v	21,613	0,680	-0,083	-0,485	1,136 ^v	13,226	0,415
19	0,090	0,540	0,508 ^v	9,398	0,286	-0,117	-1,075	0,187 ^v	3,435	0,256
20	0,157	0,607	0,315 ^v	3,761	0,060	0,083	0,487	0,206 ^w	2,402	0,228
21	0,162	0,423	0,225 ^z	1,810	0,015	0,317	1,131	0,335 ^w	2,390	0,226
22	0,128	0,692	1,078 ^v	18,026	0,596	0,138	0,988	0,660 ^v	9,483	0,267
23	-0,032	-0,188	0,281 ^v	5,029	0,310	0,254	1,497	0,292 ^v	3,437	0,356
24	0,107	0,736	0,842 ^v	17,839	0,591	0,131	1,300	0,573 ^v	11,386	0,344
25	-0,061	-0,274	0,188 ^z	1,933	0,592	0,043	0,203	0,238 ^w	2,238	0,199
26	-0,074	-0,253	0,132 ^z	1,988	0,388	0,036	0,138	0,122	0,936	0,253
27	0,061	0,456	0,314 ^v	7,269	0,194	0,023	0,166	0,350 ^v	4,953	0,403
28	0,008	0,036	0,234 ^v	3,252	0,459	-0,095	-0,546	0,183 ^w	2,108	0,177
29	0,117	0,896	0,190 ^z	1,912	0,216	0,056	0,551	0,313 ^z	1,924	0,153
30	-0,066	-0,455	0,370 ^v	7,844	0,219	-0,041	-0,438	0,155 ^v	3,281	0,318
31	0,086	0,300	0,750 ^v	8,105	0,230	0,175	0,789	0,249 ^w	2,246	0,200
32	0,277	1,421	0,429 ^v	6,813	0,174	0,218	1,739	0,297 ^v	4,741	0,434
33	0,211	0,795	0,175 ^w	2,039	0,185	0,117	0,421	0,134	0,963	0,374
34	0,079	0,539	0,442 ^v	9,288	0,282	-0,044	-0,324	0,479 ^v	6,973	0,164
35	-0,027	-0,397	0,174 ^v	8,006	0,226	0,030	0,454	0,374 ^v	11,460	0,347
36	0,142	0,355	0,485 ^v	3,765	0,605	0,441	1,397	1,257 ^v	7,970	0,205
37	-0,130	-0,489	0,303 ^v	3,526	0,535	0,100	0,355	0,143	1,020	0,420
38	0,054	0,300	0,148 ^z	1,918	0,303	-0,008	-0,053	0,101	1,383	0,392
39	0,159	0,703	0,625 ^v	4,312	0,368	-1,046 ^w	-2,802	0,569 ^v	3,050	0,363
40	0,089	0,495	0,294 ^v	5,050	0,388	-0,012	-0,070	0,142 ^z	1,903	0,260
41	-0,076	-0,277	1,117 ^v	12,561	0,418	0,170	0,687	0,772 ^v	6,241	0,136
42	-0,168	-0,576	0,140 ^z	1,906	0,200	0,049	0,197	0,197 ^z	1,961	0,180
43	-0,084	-0,329	0,416 ^v	5,012	0,402	0,325	0,717	0,658 ^w	2,901	0,329
44	0,457	1,144	0,148 ^z	1,904	0,395	0,240	0,468	0,539 ^v	2,106	0,276
45	0,037	0,196	0,179 ^z	1,960	0,316	0,134	0,745	0,227 ^w	2,525	0,252

M.O.	0,093	0,459	0,596	9,523	0,401	0,061	0,387	0,509	7,094	0,315
Min	-0,168	-0,576	0,132	1,810	0,015	-1,046	-2,802	0,101	0,936	0,136
Max	0,457	1,715	1,456	21,613	0,680	0,441	1,846	1,297	18,899	0,591
^v : Στατιστικά σημαντικό στο 1%, ^w : Στατιστικά σημαντικό στο 5%, ^z : Στατιστικά σημαντικό στο 10%.										

Πίνακας 5: Οικονομετρική Ανάλυση Χρηματιστηριακών Αποδόσεων (συνέχεια)

Υπό-πίνακας: 5.2										
A/A	2017					2018				
	α	$T\text{-stat}$	β	$T\text{-stat}$	R^2	α	$T\text{-stat}$	β	$T\text{-stat}$	R^2
1	0,060	0,866	0,516 ^v	8,017	0,205	0,035	0,421	0,950 ^v	14,567	0,462
2	0,048	0,683	0,517 ^v	7,863	0,199	-0,038	-0,463	0,792 ^v	12,235	0,377
3	0,161	1,795	0,737 ^v	8,857	0,240	0,084	0,930	0,809 ^v	11,318	0,342
4	0,114	1,165	0,454 ^v	4,990	0,091	0,137	1,116	0,696 ^v	7,123	0,170
5	-0,052	-0,471	0,696 ^v	6,803	0,157	0,040	0,391	0,850 ^v	10,484	0,308
6	0,120	1,561	0,506 ^v	7,047	0,166	0,031	0,330	1,027 ^v	13,749	0,434
7	-0,026	-0,282	0,512 ^v	6,054	0,128	-0,003	-0,029	0,529 ^v	7,632	0,191
8	0,147	1,738	0,541 ^v	6,894	0,160	0,149	1,864	0,438 ^v	6,885	0,161
9	0,002	0,026	0,572 ^v	7,632	0,190	-0,016	-0,171	0,610 ^v	8,309	0,218
10	0,424 ^w	2,295	1,005 ^v	5,856	0,121	0,115	0,746	1,184 ^v	9,646	0,274
11	0,107	0,946	0,591 ^v	5,620	0,113	0,015	0,167	0,770 ^v	10,589	0,312
12	0,069	0,865	0,492 ^v	6,660	0,151	0,043	0,451	0,724 ^v	9,586	0,271
13	0,223 ^w	2,557	0,562 ^v	6,910	0,161	0,146	1,096	0,868 ^v	8,210	0,214
14	0,031	0,446	0,393 ^v	6,039	0,128	0,042	0,558	0,550 ^v	9,223	0,256
15	0,031	0,446	0,393 ^v	6,039	0,128	0,042	0,558	0,550 ^v	9,223	0,256
16	-0,172	-0,778	1,006 ^v	4,904	0,667	0,039	0,241	1,534 ^v	11,875	0,363
17	-0,003	-0,092	0,321 ^w	2,167	0,273	0,034	0,904	0,149 ^z	1,929	0,263
18	0,096	0,663	0,996 ^v	7,398	0,180	0,025	0,154	0,927 ^v	7,305	0,178
19	0,117	1,342	0,307 ^v	3,764	0,538	0,059	0,588	0,345 ^v	4,330	0,425
20	0,283 ^w	2,170	0,362 ^z	1,927	0,301	0,016	0,161	0,282 ^v	3,648	0,511
21	0,242	1,229	0,261 ^z	1,978	0,208	-0,021	-0,146	0,329 ^w	2,934	0,337
22	0,118	1,153	0,419 ^v	4,385	0,395	-0,064	-0,614	0,563 ^v	6,820	0,158
23	0,149	1,127	0,363 ^w	2,951	0,305	0,191	1,773	0,350 ^v	4,078	0,631
24	0,186	1,512	0,550 ^v	4,800	0,566	0,056	0,532	0,523 ^v	6,221	0,135
25	0,356 ^z	1,983	0,419 ^w	2,510	0,201	-0,105	-0,743	0,219 ^z	1,944	0,269
26	0,580 ^w	2,299	0,273 ^z	1,912	0,250	0,121	0,679	0,102 ^z	1,919	0,209
27	0,165 ^w	2,055	0,222 ^w	2,982	0,317	0,203 ^w	2,195	0,518 ^v	7,053	0,168
28	0,427 ^w	2,721	0,281 ^z	1,924	0,166	0,391 ^w	2,229	0,597 ^v	4,289	0,307
29	0,084	0,489	0,319 ^z	1,990	0,157	0,138	0,861	0,189 ^z	1,981	0,235
30	0,013	0,139	0,371 ^v	4,216	0,327	0,009	0,094	0,354 ^v	4,655	0,568
31	0,200	1,412	0,375 ^w	2,849	0,564	0,088	0,524	0,733 ^v	5,474	0,108
32	0,071	0,636	0,328 ^v	3,176	0,336	-0,104	-1,004	0,450 ^v	5,470	0,108
33	0,263	1,666	0,191 ^z	1,950	0,171	0,138	0,863	0,139 ^z	1,972	0,208
34	-0,006	-0,048	0,786 ^v	6,846	0,158	-0,181	-0,807	1,254 ^v	7,019	0,166
35	-0,003	-0,053	0,341 ^v	7,256	0,175	0,078	1,142	0,319 ^v	5,881	0,123
36	0,145	0,728	1,016 ^v	5,470	0,107	-0,048	-0,180	0,458 ^w	2,165	0,324
37	0,374	1,741	0,396 ^z	1,983	0,155	0,115	0,673	0,463 ^v	3,405	0,448
38	0,173	1,597	0,287 ^w	2,844	0,263	0,010	0,091	0,362 ^v	4,101	0,375
39	0,035	0,079	0,360 ^w	2,812	0,308	-0,189	-0,767	0,366 ^z	1,865	0,341
40	0,134	0,810	0,866 ^v	5,627	0,113	0,310	1,729	0,494 ^v	3,468	0,464
41	0,232	1,301	0,882 ^v	5,320	0,102	-0,161	-0,973	0,818 ^v	6,229	0,136
42	0,123	0,533	0,556 ^w	2,590	0,262	0,359 ^w	2,346	0,657 ^v	5,400	0,106
43	0,275	0,777	0,510 ^z	1,951	0,196	0,092	0,520	0,891 ^v	6,342	0,140
44	0,319	0,849	0,384 ^w	2,098	0,482	0,225	0,703	0,337 ^z	1,926	0,271
45	0,111	0,924	0,168 ^w	2,035	0,224	0,126	1,052	0,219 ^w	2,303	0,310
M.O.	0,146	1,013	0,493	4,575	0,240	0,062	0,506	0,584	6,284	0,281
Min	-0,172	-0,778	0,026	1,912	0,091	-0,189	-1,004	0,102	1,865	0,106
Max	0,580	2,721	1,016	8,857	0,667	0,391	2,346	1,534	14,567	0,631

^v: Στατιστικά σημαντικό στο 1%, ^w: Στατιστικά σημαντικό στο 5%, ^z: Στατιστικά σημαντικό στο 10%.

Πίνακας 5: Οικονομετρική Ανάλυση Χρηματιστηριακών Αποδόσεων (συνέχεια)

Υπό-πίνακας: 5.3					
A/A	2015-2018				
	α	$T\text{-stat}$	β	$T\text{-stat}$	R^2
1	0,043	0,773	0,890 ^v	31,674	0,509
2	0,022	0,378	0,888 ^v	30,313	0,487
3	0,110 ^w	2,014	0,899 ^v	32,685	0,524
4	0,155 ^w	2,477	0,646 ^v	20,388	0,300
5	0,089	1,271	0,810 ^v	22,928	0,352
6	0,087	1,604	0,911 ^v	33,384	0,535
7	0,033	0,557	0,595 ^v	19,956	0,291
8	0,146 ^w	2,568	0,716 ^v	24,873	0,390
9	0,017	0,268	0,772 ^v	23,697	0,367
10	0,227 ^w	2,141	1,030 ^v	19,184	0,275
11	0,088	1,271	0,715 ^v	20,411	0,301
12	0,032	0,563	0,635 ^v	22,366	0,340
13	0,149 ^w	2,191	1,039 ^v	30,275	0,486
14	0,066	1,174	0,716 ^v	25,023	0,393
15	0,066	1,174	0,716 ^v	25,023	0,393
16	-0,053	-0,579	1,345 ^v	29,000	0,465
17	0,005	0,183	0,190 ^z	1,925	0,293
18	0,028	0,322	1,283 ^v	29,521	0,474
19	0,032	0,537	0,391 ^v	13,151	0,151
20	0,128	1,516	0,266 ^v	6,224	0,384
21	0,170	1,317	0,254 ^v	3,886	0,153
22	0,071	1,030	0,866 ^v	25,033	0,393
23	0,146 ^z	1,993	0,298 ^v	8,057	0,628
24	0,118	1,978	0,717 ^v	23,737	0,368
25	0,069	0,727	0,170 ^v	3,540	0,277
26	0,172	1,390	0,334 ^z	1,905	0,296
27	0,108 ^z	1,893	0,337 ^v	11,741	0,125
28	0,180 ^z	1,976	0,263 ^v	5,710	0,326
29	0,101	1,399	0,258 ^z	1,974	0,216
30	-0,022	-0,407	0,312 ^v	11,460	0,119
31	0,125	1,197	0,590 ^v	11,209	0,115
32	0,106	1,578	0,390 ^v	11,442	0,119
33	0,183	1,666	0,136 ^w	2,450	0,262
34	-0,052	-0,626	0,563 ^v	13,395	0,156
35	0,024	0,737	0,254 ^v	15,749	0,204
36	0,193	1,285	0,727 ^v	9,595	0,387
37	0,119	1,011	0,287 ^v	4,837	0,236
38	0,057	0,827	0,113 ^v	3,271	0,211
39	-0,246	-1,438	0,700 ^v	8,092	0,363
40	0,139	1,606	0,317 ^v	7,233	0,351
41	0,043	0,391	0,981 ^v	17,785	0,246
42	0,096	0,828	0,240 ^v	4,077	0,169
43	0,152	0,920	0,538 ^v	6,455	0,412
44	0,295	1,445	0,387 ^z	1,974	0,239
45	0,104	1,361	0,140 ^v	3,609	0,261
M.O.	0,087	1,078	0,569	15,116	0,319
Min	-0,246	-1,438	0,113	1,905	0,115
Max	0,295	2,568	1,345	33,384	0,628

^v: Στατιστικά σημαντικό στο 1%, ^w: Στατιστικά σημαντικό στο 5%, ^z: Στατιστικά σημαντικό στο 10%.

5.4 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ

Ο Πίνακας 6 περιγράφει τα χαρακτηριστικά της σύνθεσης των διοικητικών συμβουλίων των εταιρειών του δείγματος μας. Συγκεκριμένα, παρουσιάζονται ο αριθμός των μελών του Δ.Σ., ο αριθμός των μελών που είναι άνδρες, ο αριθμός των μελών που είναι γυναίκες, ο αριθμός των εκτελεστικών μελών, ο αριθμός των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών, και η μη δυαδικότητα στο πρόσωπο του προέδρου του Δ.Σ. και του διευθύνοντος συμβούλου, όπου η τιμή 1 αντιστοιχεί σε καταφατική απάντηση στην ερώτηση εάν ο πρόεδρος και ο διευθύνων σύμβουλος είναι το ίδιο πρόσωπο.

Σύμφωνα με τα δεδομένα του πίνακα, το διοικητικό συμβούλιο της μέσης ελληνικής εισηγμένης επιχείρησης κατά την περίοδο 2015-2018 αποτελούταν από 10 άτομα. Το μικρότερο μέγεθος συμβουλίου αντιστοιχούσε σε 6 άτομα, ενώ το μεγαλύτερο συμβούλιο απαρτιζόταν από 17 μέλη. Ο Υπό-πίνακας 6.1 δείχνει, επίσης, ότι το μέσο μέγεθος των διοικητικών συμβουλίων δεν μεταβλήθηκε ιδιαίτερα κατά τη διάρκεια της περιόδου μελέτης, με εξαίρεση την περίπτωση των ΕΛΠΕ, των οποίων το διοικητικό συμβούλιο μειώθηκε από τα 22 μέλη το 2015, στα 15 μέλη, κατά μέσο όρο, για τα υπόλοιπα τρία εξεταζόμενα έτη.

Περαιτέρω, τα στοιχεία δείχνουν ότι τα διοικητικά συμβούλια των ελληνικών επιχειρήσεων κυριαρχούνται από άντρες. Σε ένα μέσο μέγεθος διοικητικού συμβουλίου των 10 ατόμων για την περίοδο 2015-2018, μόνο ένα μέλος είναι γυναίκα. Η αντρική κυριαρχία παραμένει αμετάβλητη καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου μελέτης. Η ισχνή γυναικεία παρουσία στα διοικητικά συμβούλια είναι, πιθανώς, δηλωτική της αδυναμίας των γυναικών να επηρεάσουν ουσιαστικά την απόδοση και τον κίνδυνο των εταιρειών στον οποίον τα διοικητικά συμβούλια συμμετέχουν.

Η αντίθετη εικόνα ισχύει για την περίπτωση της παρουσίας ανεξάρτητων μελών στα συμβούλια. Συγκεκριμένα, για την περίοδο 2015-2018, ο μέσος αριθμός των εκτελεστικών μελών είναι 4 ενώ ο μέσος αριθμός των μη εκτελεστικών μελών είναι 6. Με βάση αυτά τα νούμερα, συμπεραίνουμε ότι τα διοικητικά συμβούλια των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων χαρακτηρίζονται, κατά μέσο όρο, από μεγάλο βαθμό ανεξαρτησίας.

Συνεπώς, εάν ισχύει η θεωρητική άποψη περί της ευεργετικής παρουσίας των ανεξάρτητων μελών στην απόδοση μιας επιχείρησης, θα πρέπει στο επόμενο τμήμα της μελέτης να συναντήσουμε στατιστικά σημαντικές και θετικές εκτιμήσεις της μεταβλητής που αφορά στον αριθμό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών.

Τέλος, όσον αφορά στην ταύτιση του προσώπου του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και αυτού του διευθύνοντος συμβούλου μιας εταιρείας, τα δεδομένα στον Υπό-

πίνακα 6.2 δείχνουν ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις είναι αρκετά “υπάκουες” στις επιταγές των αρχών καλής εταιρικής διακυβέρνησης. Συγκεκριμένα, μόνο το 40% των εταιρειών (18/45) έχουν πρόεδρο στο διοικητικό τους συμβούλιο που λειτουργεί και ως διευθύνων σύμβουλος.

Πίνακας 6: Χαρακτηριστικά Διοικητικού Συμβουλίου

Ο Πίνακας αυτός παρουσιάζει τα χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου κάθε εταιρείας του δείγματος για κάθε έτος. Παρουσιάζονται ο αριθμός των μελών του Δ.Σ., ο αριθμός των μελών που είναι άνδρες, ο αριθμός των μελών που είναι γυναίκες, ο αριθμός των εκτελεστικών μελών, ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών, και η μη δυαδικότητα στο πρόσωπο του προέδρου του Δ.Σ. και του διευθύνοντος συμβούλου, όπου η τιμή 1 της μεταβλητής σημαίνει ότι πρόεδρος και διευθύνοντας σύμβουλος είναι το ίδιο πρόσωπο.

Υπό-πίνακας: 6.1															
Α/Α	Μέγεθος Δ.Σ.					Άνδρες					Γυναίκες				
	2015	2016	2017	2018	M.O.	2015	2016	2017	2018	M.O.	2015	2016	2017	2018	M.O.
1	11	12	12	13	12	10	11	11	11	11	1	1	1	2	1
2	12	13	14	14	13	12	13	14	14	13	0	0	0	0	0
3	22	15	14	16	17	22	15	14	16	17	0	0	0	0	0
4	11	11	11	11	11	10	10	10	10	10	1	1	1	1	1
5	7	9	8	8	8	5	7	5	6	6	2	2	3	2	2
6	9	8	7	11	9	8	7	6	9	8	1	1	1	2	1
7	15	15	15	15	15	13	11	11	11	12	2	4	4	4	4
8	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	0	0	0	0	0
9	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	0	0	0	0	0
10	12	12	12	17	13	12	12	12	12	12	0	0	0	5	1
11	9	8	10	11	10	8	7	9	10	9	1	1	1	1	1
12	12	12	12	11	12	12	12	12	11	12	0	0	0	0	0
13	8	8	8	9	8	7	7	7	8	7	1	1	1	1	1
14	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	0	0	0	0	0
15	13	11	11	10	11	11	11	11	10	11	2	0	0	0	1
16	10	9	11	11	10	10	9	10	10	10	0	0	1	1	1
17	9	9	9	10	9	8	8	8	8	8	1	1	1	2	1
18	11	11	10	9	10	10	10	9	7	9	1	1	1	2	1
19	10	11	9	9	10	10	11	9	9	10	0	0	0	0	0
20	9	9	9	8	9	7	7	7	6	7	2	2	2	2	2
21	7	7	7	7	7	6	7	7	7	7	1	0	0	0	0
22	9	9	9	9	9	7	7	7	7	7	2	2	2	2	2
23	9	9	9	9	9	8	8	8	8	8	1	1	1	1	1
24	9	9	8	8	9	8	8	7	7	8	1	1	1	1	1
25	7	7	7	7	7	7	7	6	5	6	0	0	1	2	1
26	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	0	0	0	0	0
27	7	5	5	5	6	7	5	5	5	6	0	0	0	0	0
28	8	7	7	7	7	5	4	4	4	4	3	3	3	3	3
29	8	8	9	9	9	6	6	7	7	7	2	2	2	2	2
30	6	6	6	6	6	5	5	5	5	5	1	1	1	1	1
31	11	14	12	13	13	6	7	5	7	6	5	7	7	6	6
32	9	11	11	11	11	9	11	11	11	11	0	0	0	0	0
33	6	6	9	9	8	4	4	6	6	5	2	2	3	3	3
34	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	0	0	0	0	0
35	8	8	9	10	9	8	8	9	10	9	0	0	0	0	0
36	9	9	9	9	9	6	6	6	6	6	3	3	3	3	3
37	11	11	10	9	10	10	10	9	7	9	1	1	1	2	1
38	6	6	6	8	7	3	3	3	6	4	3	3	3	2	3
39	10	9	9	9	9	9	9	9	9	9	1	0	0	0	0
40	7	7	7	7	7	6	6	6	6	6	1	1	1	1	1
41	10	10	10	8	10	8	8	8	7	8	2	2	2	1	2
42	6	6	6	7	6	5	5	5	6	5	1	1	1	1	1
43	7	7	6	7	7	7	7	6	7	7	0	0	0	0	0
44	10	10	10	7	9	9	9	9	6	8	1	1	1	1	1
45	8	7	7	7	7	6	5	5	5	5	2	2	2	2	2
MO	10	9	9	10	10	9	8	8	8	8	1	1	1	1	1

Min	6	5	5	5	6	3	3	3	4	4	0	0	0	0	0
Max	22	15	15	17	17	22	15	14	16	17	5	7	7	6	6

Πίνακας 6: Χαρακτηριστικά Διοικητικού Συμβουλίου (συνέχεια)

Υπό-πίνακας: 6.2															
A/A	Εκτελεστικά Μέλη (εξαρτημένα)					Μη Εκτελεστικά Μέλη (ανεξάρτητα)					Μη Λαοδικότητα Προέδρου και Δ.Σ.				
	2015	2016	2017	2018	M.O.	2015	2016	2017	2018	M.O.	2015	2016	2017	2018	M.O.
1	2	2	2	2	2	9	10	10	11	10	1	1	1	1	1
2	2	3	3	3	3	10	10	11	11	11	1	1	1	1	1
3	8	8	8	8	8	15	7	6	8	9	0	0	0	0	0
4	6	6	6	6	6	5	5	5	5	5	1	1	1	1	1
5	4	5	5	5	5	3	4	3	3	3	0	0	0	0	0
6	2	2	2	3	2	7	6	5	8	7	1	1	1	1	1
7	7	7	7	6	7	8	8	8	9	8	0	0	0	0	0
8	6	6	5	5	6	3	3	4	4	4	0	0	0	0	0
9	2	2	2	2	2	11	11	11	11	11	0	0	0	0	0
10	5	5	6	5	5	7	7	6	12	8	0	0	0	0	0
11	1	1	1	1	1	8	7	9	10	9	0	0	0	0	0
12	3	3	3	2	3	9	9	9	9	9	0	0	0	0	0
13	4	4	4	4	4	4	4	4	5	4	0	0	0	0	0
14	7	7	7	3	6	5	5	5	9	6	0	0	0	0	0
15	3	2	2	1	2	10	9	9	9	9	1	1	1	1	1
16	2	2	2	2	2	8	7	9	9	8	1	1	1	1	1
17	2	2	2	3	2	7	7	7	7	7	0	0	0	0	0
18	6	6	4	1	4	5	5	6	8	6	0	0	0	0	0
19	3	3	1	2	2	7	8	8	7	8	0	0	0	0	0
20	6	6	6	5	6	3	3	3	3	3	0	0	0	0	0
21	3	3	3	3	3	4	4	4	4	4	0	0	0	0	0
22	4	4	4	3	4	5	5	5	6	5	0	0	0	0	0
23	5	5	5	5	5	4	4	4	4	4	0	0	0	0	0
24	3	3	2	1	2	6	6	6	7	6	1	1	1	1	1
25	3	3	3	2	3	4	4	4	5	4	0	0	0	0	0
26	7	7	7	7	7	6	6	6	6	6	0	0	0	0	0
27	4	2	2	2	3	3	3	3	3	3	1	1	1	1	1
28	4	4	4	4	4	4	3	3	3	3	1	1	1	1	1
29	5	5	5	5	5	3	3	4	4	4	1	1	1	1	1
30	2	2	2	2	2	4	4	4	4	4	1	1	1	1	1
31	7	7	6	5	6	3	7	6	8	6	0	0	0	0	0
32	4	4	4	3	4	5	7	7	8	7	1	1	1	1	1
33	3	3	4	4	4	3	3	5	5	4	1	1	1	1	1
34	2	2	2	3	2	7	7	7	6	7	0	0	0	0	0
35	3	3	3	4	3	5	5	6	6	6	1	1	1	1	1
36	1	1	1	2	1	8	8	8	7	8	0	0	0	0	0
37	6	6	6	1	5	5	5	4	8	6	0	0	0	0	0
38	3	3	3	5	4	3	3	3	3	3	1	1	1	1	1
39	2	1	1	1	1	8	8	8	8	8	0	0	0	0	0
40	4	4	4	4	4	3	3	3	3	3	1	1	1	1	1
41	5	5	5	4	5	5	5	5	4	5	1	1	1	1	1
42	3	3	3	4	3	3	3	3	3	3	0	0	0	0	0
43	2	1	1	3	2	5	6	5	4	5	0	0	0	0	0
44	2	3	3	3	3	8	7	7	4	7	0	0	0	0	0
45	3	2	2	2	2	7	5	5	5	6	1	1	1	1	1
MO	4	4	4	3	4	6	6	6	6	6					
Min	1	1	1	1	1	3	3	3	3	3					
Max	8	8	8	8	8	15	11	11	12	11					

5.5 ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΘΕΣΗΣ Δ.Σ.

Τα αποτελέσματα της διαστρωματικής παλινδρόμησης της απόδοσης των 45 εταιρειών του δείγματος επί των χαρακτηριστικών της σύνθεσης των διοικητικών τους συμβουλίων παρουσιάζονται στον Πίνακα 7. Στον πίνακα παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις των μεταβλητών του υποδείγματος, οι στατιστικές ελέγχου (*T-stat*), που αξιολογούν τη σημαντικότητα κάθε

Πίνακας 7: Οικονομετρική Ανάλυση Αποδόσεων και Χαρακτηριστικών του Διοικητικού Συμβουλίου

Ο Πίνακας αυτός παρουσιάζει τα αποτελέσματα της πάνελ παλινδρόμησης της απόδοσης των επιχειρήσεων του δείγματος επί των χαρακτηριστικών της σύνθεσης του διοικητικού τους συμβουλίου. Η απόδοση υπολογίζεται με έξι εναλλακτικές μεθόδους, ήτοι με τον αριθμοδείκτη κέρδη προ φόρων δια ενεργητικό (ROA1), τον αριθμοδείκτη κέρδη μετά από φόρους δια ενεργητικό (ROA2), τον αριθμοδείκτη κέρδη προ φόρων δια ίδια κεφάλαια (ROE1), τον αριθμοδείκτη κέρδη μετά από φόρους δια ίδια κεφάλαια (ROE2), το λόγο κερδών προ φόρων δια πωλήσεις, το λόγο κέρδη μετά από φόρους δια πωλήσεις, τη μέση ημερήσια απόδοση της μετοχής κάθε εταιρείας και την αντίστοιχη ετήσια απόδοση της μετοχής. Τα χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου που χρησιμοποιούνται ως ανεξάρτητες μεταβλητές είναι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου (αριθμός συμβούλων), α αριθμός των γυναικών στο συμβούλιο, ο αριθμός των μη εκτελεστικών (ανεξάρτητων) μελών του συμβουλίου και η μη δυαδικότητα στα πρόσωπα του προέδρου και του διευθύνοντος. Η τελευταία μεταβλητή παίρνει την τιμή 1 όταν πρόεδρος και διευθύνοντας σύμβουλος είναι το ίδιο πρόσωπο και 0 όταν δεν είναι. Στον πίνακα παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις των μεταβλητών, οι στατιστικές ελέγχου (*T-stat*), που ελέγχουν τη στατιστική σημαντικότητα κάθε εκτίμησης ξεχωριστά, και ο συντελεστής προσδιορισμού (R^2), αναφορικά με την ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος παλινδρόμησης.

ROA1					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	3,657	2,025	1,806	0,073	ΣΗΜ. 10%
SIZE	-0,108	0,282	-0,383	0,703	
FEMALE	-0,338	0,371	-0,910	0,364	
NONEXECUTIVE	0,276	0,297	0,929	0,354	
NONDUALITY	3,583	1,000	3,583	0,000	ΣΗΜ. 1%
R-squared	0,083				
ROA2					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	3,330	1,454	2,291	0,023	ΣΗΜ. 5%
SIZE	-0,020	0,202	-0,097	0,923	
FEMALE	-0,215	0,266	-0,806	0,422	
NONEXECUTIVE	-0,059	0,213	-0,278	0,781	
NONDUALITY	1,778				
R-squared	0,042				

ROE1					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	-101,999	198,787	-0,513	0,609	
SIZE	24,244	27,669	0,876	0,382	
FEMALE	-7,095	36,409	-0,195	0,846	
NONEXECUTIVE	-32,826	29,195	-1,124	0,262	
NONDUALITY	97,724	98,188	0,995	0,321	
R-squared	0,012				

ROE2					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	-171,562	332,062	-0,517	0,606	
SIZE	40,744	46,219	0,882	0,379	
FEMALE	-11,113	60,820	-0,183	0,855	
NONEXECUTIVE	-56,619	48,769	-1,161	0,247	
NONDUALITY	152,850	164,018	0,932	0,353	
R-squared	0,011				
PROFIT/SALES1					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	5,244	6,453	0,813	0,418	
SIZE	-0,722	0,898	-0,804	0,423	
FEMALE	-1,712	1,182	-1,448	0,149	
NONEXECUTIVE	1,660	0,948	1,751	0,082	ΣHM. 10%
NONDUALITY	6,874	3,187	2,157	0,032	ΣHM. 5%
R-squared	0,064				
PROFIT/SALES2					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	5,873	5,996	0,979	0,329	
SIZE	-0,478	0,835	-0,572	0,568	
FEMALE	-1,092	1,098	-0,994	0,322	
NONEXECUTIVE	0,619	0,881	0,703	0,483	
NONDUALITY	2,650	2,962	0,895	0,372	
R-squared	0,016				
DAILYRETURN					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	0,104	0,052	2,001	0,047	ΣHM. 5%
SIZE	0,010	0,007	1,435	0,153	
FEMALE	0,007	0,010	0,704	0,483	
NONEXECUTIVE	-0,022	0,008	-2,834	0,005	ΣHM. 1%
NONDUALITY	-0,007	0,026	-0,287	0,775	
R-squared	0,059				

ANNUALRETURN					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	18,267	14,129	1,293	0,198	
SIZE	3,903	1,967	1,985	0,049	ΣΗΜ. 5%
FEMALE	0,675	2,588	0,261	0,795	
NONEXECUTIVE	-7,031	2,075	-3,388	0,001	ΣΗΜ. 1%
NONDUALITY	1,910	6,979	0,274	0,785	
R-squared	0,070				

Το υπόδειγμα panel data εφαρμόζεται ξεχωριστά για τις έξι εναλλακτικές μορφές λογιστικής απόδοσης (ROA1, ROA2, ROE1, ROE2, Κέρδη προ φόρων/πωλήσεις και Κέρδη μετά από φόρους/πωλήσεις) και τις δύο εναλλακτικές μορφές χρηματιστηριακής απόδοσης (μέση ημερήσια απόδοση και ετήσια απόδοση).

Στην περίπτωση του δείκτη ROA1, οι εκτιμήσεις για το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, του αριθμού των γυναικών στα διοικητικά συμβούλια και του αριθμού των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών είναι στατιστικά μη σημαντικές. Βάσει αυτών των αποτελεσμάτων μπορούμε να καταλήξουμε στο ότι οι παράγοντες αυτοί που αφορούν στη σύνθεση των διοικητικών συμβουλίων δεν μπορούν να επηρεάσουν την απόδοση των επιχειρήσεων.

Ουσιαστικά τα ευρήματά μας αυτά είναι σύμφωνα με την υπάρχουσα βιβλιογραφία, η οποία έχει αναδείξει ότι η υιοθέτηση πρακτικών καλής εταιρικής διακυβέρνησης, όπως η αυξημένη γυναικεία παρουσία στα διοικητικά συμβούλια και η ενισχυμένη παρουσία ανεξάρτητων μελών, κατά κανόνα, δεν συμβάλλουν στην ενδυνάμωση της λογιστικής απόδοσης των επιχειρήσεων. Κάτι αντίστοιχο ισχύει και για το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου.

Αντιθέτως από το μέγεθος του συμβουλίου και την παρουσία γυναικών και ανεξάρτητων μελών σε αυτό, η μη δυαδικότητα στο πρόσωπο του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου δείχνει να παίζει κάποιο σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της απόδοσης. Στον Πίνακα ROA1 βλέπουμε ότι, σε αντίθεση με τις προσδοκίες μας, οι εκτιμήσεις της μεταβλητής της μη δυαδικότητας είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές, δείχνοντας ότι η κατοχή της θέσης του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου από το ίδιο πρόσωπο λειτουργεί θετικά για την απόδοση μιας επιχείρησης.

Παρόμοια αποτελέσματα λαμβάνουμε και για τον δείκτη ROA2. Δηλαδή, οι εκτιμήσεις των μεταβλητών του μεγέθους, του αριθμού των γυναικών και των ανεξάρτητων μελών είναι

μη σημαντικές όπως και για τη μεταβλητή της μη δυαδικότητας η οποία δεν παρουσιάζει κάποια σημαντικότητα.

Στην περίπτωση του δείκτη ROE 1 και ROE 2, παρατηρούμε στον Πίνακα 7 ότι όλες οι εκτιμήσεις είναι θετικές αλλά δεν παρουσιάζουν κάποια στατιστική σημαντικότητα.

Κάποιο ενδιαφέρον δείχνει να παρουσιάζουν η ύπαρξης μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο καθώς επίσης και η μη διαδυσκολία στο πρόσωπο του προέδρου και του διευθύνοντα συμβούλου στην περίπτωση του δείκτη κερδών προς πωλήσεις. Ειδικότερα, στην περίπτωση του επιμέρους δείκτη των καθαρών κερδών προ φόρων δια τις πωλήσεις, το υπόδειγμα φανέρωσε θετικές και στατιστικά σημαντικές εκτιμήσεις αναφορικά με την παρουσία μη εκτελεστικών μελών και της απόδοσης της επιχείρησης. Οι εκτιμήσεις της μεταβλητής της μη δυαδικότητας είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές, δείχνοντας ότι η κατοχή της θέσης του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου από το ίδιο πρόσωπο λειτουργεί θετικά για την απόδοση μιας επιχείρησης.

Αντίθετα, στην περίπτωση του δείκτη καθαρών κερδών μετά από φόρους προς πωλήσεις δεν παρατηρείται κάποια στατιστικά σημαντική εκτίμηση.

Τα αποτελέσματα αυτά παρέχουν κάποιες ενδείξεις της πιθανώς αρνητικής επίδρασης τόσο αναφορικά με το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου όσο και της παρουσίας των γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο μιας επιχείρησης σε κόντρα με τη θεωρητική προσέγγιση των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης.

Παρόμοια αρνητικός δείχνει να είναι ο ρόλος των ανεξάρτητων με εκτελεστικών μελών για τις χρηματιστηριακές αποδόσεις. Ειδικότερα, στην περίπτωση της μέσης ημερήσιας απόδοσης, έχουμε στατιστικά σημαντικές και αρνητικές εκτιμήσεις. Παρομοίως, στην περίπτωση της συνολικής απόδοσης, παρατηρούμε στον Πίνακα στατιστικά σημαντικές και αρνητικές εκτιμήσεις. Αντίθετα παρατηρούνται θετικές και στατιστικά σημαντικές εκτιμήσεις αναφορικά με τον αριθμό των μελών του διοικητικού συμβουλίου. Τα αποτελέσματα αυτά ανατρέπουν κατά κάποιον τρόπο τους ισχυρισμούς της θεωρίας περί εταιρικής διακυβέρνησης ότι η αυξημένη παρουσία ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών σε ένα διοικητικό συμβούλιο μπορεί να έχει θετικές επιδράσεις για μια επιχείρηση, οι οποίες μπορούν να μεταφραστούν σε αυξημένες αποδόσεις για την επιχείρηση, είτε αυτές είναι λογιστικές είτε χρηματιστηριακές αποδόσεις της μετοχής της εταιρείας.

5.6 ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΚΑΙ ΣΥΝΘΕΣΗΣ Δ.Σ.

Οι εκτιμήσεις της πάνελ παλινδρόμησης που μελετά τη σχέση της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου και του κινδύνου που παρουσιάζει μια εταιρεία ως επενδυτική επιλογή εμφανίζονται στον Πίνακα 8. Θυμίζουμε ότι ο κίνδυνος εκτιμάται με δύο διαφορετικούς τρόπους. Ο πρώτος αφορά στην τυπική απόκλιση των ημερήσιων αποδόσεων της μετοχής κάθε εταιρείας. Ο δεύτερος αναφέρεται το συστηματικό κίνδυνο της μετοχής κάθε εταιρείας, ο οποίος εκτιμήθηκε με την απλή γραμμική παλινδρόμηση των ημερήσιων αποδόσεων κάθε εταιρείας με τις αντίστοιχες αποδόσεις του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Όσον αφορά στην τυπική απόκλιση, είναι άξιο αναφοράς το γεγονός ότι οι εκτιμήσεις του σταθερού όρου του υποδείγματος είναι όλες υψηλά θετικές και στατιστικά σημαντικές με 1% πιθανότητα. Αυτό δείχνει ότι υπάρχουν άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν τον κίνδυνο μιας μετοχής, όπως για παράδειγμα τα θεμελιώδη λογιστικά μεγέθη της εταιρείας, οι οποίοι δεν ενσωματώνονται στο χρησιμοποιούμενο υπόδειγμα διότι αυτό εξετάζει την επίδραση στον κίνδυνο των χαρακτηριστικών του διοικητικού συμβουλίου.

Περαιτέρω, για το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου έχουμε συνολικά πέντε αρνητικές εκτιμήσεις, εκ των οποίων μόνο μία είναι στατιστικά σημαντική. Τα ευρήματα αυτά παρέχουν κάποιες ενδείξεις για το ότι όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος του συμβουλίου, τόσο μικρότερος είναι ο επενδυτικός κίνδυνος που εμφανίζει μια επιχείρηση. Εντούτοις, η έλλειψη ικανούς στατιστικής σημαντικότητας δεν επιτρέπει την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων.

Για τη μεταβλητή του αριθμού των γυναικών έχουμε μόνο μια στατιστικά σημαντική εκτίμηση, η οποία είναι θετική. Συνεπώς, δεν μπορούμε να καταλήξουμε σε κάποιο ισχυρό συμπέρασμα που να λέει ότι η γυναικεία παρουσία ασκεί κάποια επιρροή στον κίνδυνο μιας εταιρείας. Το ίδιο ισχύει και για τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη, διότι οι εκτιμήσεις της σχετικής μεταβλητής είναι όλες στατιστικά ασήμαντες.

Αντιθέτως, στην περίπτωση της μεταβλητής της μη δυαδικότητας στα πρόσωπα του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου έχουμε τέσσερις στις πέντε αρνητικές και σημαντικές εκτιμήσεις, ενώ και η πέμπτη εκτίμηση, που δεν είναι σημαντική, είναι, επίσης, αρνητική.

Με βάση αυτά τα ευρήματα καταλήγουμε να συμπεράνουμε ότι, κόντρα προς τις προσδοκίες μας, η ταύτιση του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου με το πρόσωπο του διευθύνοντος συμβούλου επιδρά θετικά όχι μόνο στην απόδοση, όπως είδαμε στο προηγούμενο τμήμα, αλλά και στον επενδυτικό κίνδυνο μιας εταιρείας, αφού συμβάλλει στη μείωση του, όπως φαίνεται από τις αρνητικές εκτιμήσεις της σχετικής ψευδομεταβλητής.

Αναφορικά με το συστηματικό κίνδυνο, οι εκτιμήσεις του οικονομετρικού υποδείγματος που εμφανίζονται στον Πίνακα 8, δεν είναι αξιόλογες από στατιστικής και οικονομικής απόψεως. Συνεπώς, δεν μπορούμε να ισχυριστούμε ότι υπάρχει κάποιας μορφής αξιόλογη σχέση μεταξύ του συστηματικού κινδύνου της μετοχής μιας εταιρείας και των εξεταζόμενων χαρακτηριστικών του διοικητικού της συμβουλίου.

Πίνακας 8: Οικονομετρική Ανάλυση Κινδύνου και Χαρακτηριστικών του Διοικητικού Συμβουλίου

Ο Πίνακας αυτός παρουσιάζει τα αποτελέσματα μιας άνω παλινδρόμησης του κινδύνου των επιχειρήσεων του δείγματος επί των χαρακτηριστικών της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου των επιχειρήσεων. Ο κίνδυνος εκτιμάται με δύο εναλλακτικές μεθόδους, ήτοι με την τυπική απόκλιση των ημερήσιων αποδόσεων της μετοχής κάθε εταιρείας και με το συστηματικό της κίνδυνο που εκτιμήθηκε με την απλή γραμμική παλινδρόμηση των ημερήσιων αποδόσεων κάθε εταιρείας με τις αντίστοιχες αποδόσεις του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Τα χαρακτηριστικά της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου που χρησιμοποιούνται ως ανεξάρτητες μεταβλητές είναι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου (αριθμός συμβούλων), ο αριθμός των γυναικών που συμμετέχουν στο συμβούλιο, ο αριθμός των μη εκτελεστικών (ανεξάρτητων) μελών του συμβουλίου και η μη δυαδικότητα στα πρόσωπα του προέδρου και του διευθύνοντος. Η τελευταία μεταβλητή παίρνει την τιμή 1 όταν πρόεδρος και διευθύνοντας σύμβουλος είναι το ίδιο πρόσωπο και 0 όταν δεν είναι. Στον πίνακα παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις των μεταβλητών, οι στατιστικές ελέγχου (T-stat), που ελέγχουν τη στατιστική σημαντικότητα κάθε εκτίμησης ξεχωριστά, και ο συντελεστής προσδιορισμού (R^2), αναφορικά με την ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος παλινδρόμησης.

RISK (ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΗΜΕΡΗΣΙΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ)					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	3,660	0,423	8,659	0,000	ΣΗΜ. 1%
SIZE	-0,090	0,059	-1,534	0,127	
FEMALE	0,054	0,077	0,693	0,490	
NONEXECUTIVE	0,049	0,062	0,782	0,435	
NONDUALITY	-0,758	0,209	-3,630	0,000	ΣΗΜ. 1%
R-squared	0,073				
BETA					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	0,180	0,093	1,921	0,056	ΣΗΜ. 10%
SIZE	0,020	0,013	1,554	0,122	
FEMALE	-0,007	0,017	-0,399	0,691	
NONEXECUTIVE	0,030	0,014	2,218	0,028	ΣΗΜ. 5%
NONDUALITY	0,000	0,046	0,003	0,997	
R-squared	0,144				

Οι εκτιμήσεις της πάνελ παλινδρόμησης που μελετά τη σχέση της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου και του κινδύνου που παρουσιάζει μια εταιρεία ως επενδυτική επιλογή εμφανίζονται στον Πίνακα 8. Θυμίζουμε ότι ο κίνδυνος εκτιμάται με δύο διαφορετικούς τρόπους. Ο πρώτος αφορά στην τυπική απόκλιση των ημερήσιων αποδόσεων της μετοχής κάθε εταιρείας. Ο δεύτερος αναφέρεται το συστηματικό κίνδυνο της μετοχής κάθε εταιρείας, ο οποίος εκτιμήθηκε με την απλή γραμμική παλινδρόμηση των ημερήσιων αποδόσεων κάθε εταιρείας με τις αντίστοιχες αποδόσεις του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Όσον αφορά στην τυπική απόκλιση, είναι άξιο αναφοράς το γεγονός ότι οι εκτιμήσεις του σταθερού όρου του υποδείγματος είναι όλες υψηλά θετικές και στατιστικά σημαντικές με 10% πιθανότητα. Αυτό δείχνει ότι υπάρχουν άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν τον κίνδυνο μιας μετοχής, όπως για παράδειγμα τα θεμελιώδη λογιστικά μεγέθη της εταιρείας, οι οποίοι δεν ενσωματώνονται στο χρησιμοποιούμενο υπόδειγμα διότι αυτό εξετάζει την επίδραση στον κίνδυνο των χαρακτηριστικών του διοικητικού συμβουλίου.

Περαιτέρω, για το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου έχουμε αρνητική εκτίμηση, αλλά είναι μη στατιστικά σημαντική. Τα ευρήματα αυτά παρέχουν κάποιες ενδείξεις για το ότι όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος του συμβουλίου, τόσο μικρότερος είναι ο επενδυτικός κίνδυνος που εμφανίζει μια επιχείρηση. Εντούτοις, η έλλειψη ικανούς στατιστικής σημαντικότητας δεν επιτρέπει την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων.

Για τη μεταβλητή του αριθμού των γυναικών έχουμε μια μη στατιστικά σημαντική εκτίμηση, η οποία είναι θετική. Συνεπώς, δεν μπορούμε να καταλήξουμε σε κάποιο ισχυρό συμπέρασμα που να λέει ότι η γυναικεία παρουσία ασκεί κάποια επιρροή στον κίνδυνο μιας εταιρείας. Το ίδιο ισχύει και για τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη, διότι οι εκτιμήσεις της σχετικής μεταβλητής είναι όλες στατιστικά ασήμαντες.

Αντιθέτως, στην περίπτωση της μεταβλητής της μη δυαδικότητας στα πρόσωπα του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου παρατηρούμε μια αρνητική αλλά στατιστικά σημαντική εκτίμηση.

Με βάση αυτά τα ευρήματα καταλήγουμε να συμπεράνουμε ότι, κόντρα προς τις προσδοκίες μας, η ταύτιση του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου με το πρόσωπο του διευθύνοντος συμβούλου επιδρά θετικά όχι μόνο στην απόδοση, όπως είδαμε στο προηγούμενο τμήμα, αλλά και στον επενδυτικό κίνδυνο μιας εταιρείας, αφού συμβάλλει στη μείωση του, όπως φαίνεται από τις αρνητικές εκτιμήσεις της σχετικής ψευδομεταβλητής.

Αναφορικά με το συστηματικό κίνδυνο, οι εκτιμήσεις του οικονομετρικού υποδείγματος που εμφανίζονται στον Πίνακα beta, δεν είναι αξιόλογες από στατιστικής και οικονομικής απόψεως εκτός από αυτήν που αναφέρεται στην παρουσία μη εκτελεστικών μελών στο

διοικητικό συμβούλιο μια επιχείρησης. Στη συγκεκριμένη μεταβλητή παρατηρούμε μια θετική και στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ της παρουσίας μη εκτελεστικών μελών και του συστηματικού κινδύνου της μετοχής.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην παρούσα εργασία ασχολούμαστε με το κατά πόσον τα χαρακτηριστικά της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου μιας επιχείρησης μπορεί να επηρεάσουν με κάποιον τρόπο την απόδοση της. Το ζήτημα αυτό έχει απασχολήσει εκτενώς τη διεθνή βιβλιογραφία και πλήθος ερευνών έχουν προσπαθήσει να απαντήσουν στο ερώτημα αυτό προσφέροντας ανάμικτες απαντήσεις. Υπάρχουν δηλαδή μελέτες που δείχνουν ότι πράγματι το διοικητικό συμβούλιο παίζει κάποιο ρόλο στη διαμόρφωση της απόδοσης μιας εταιρείας. Υπάρχουν, όμως, και μελέτες που απορρίπτουν αυτήν την ιδέα. Ειδικότερα, για την Ελλάδα, η πλειοψηφία των ερευνών του παρελθόντος έχουν δείξει ότι τα χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου μιας επιχείρησης, μάλλον, δεν μπορούν να ασκήσουν κάποια σημαντική επίδραση στη διαμόρφωση της απόδοσης.

Μαζί με τη σχέση διοικητικού συμβουλίου και απόδοσης, στην παρούσα εργασία εξετάζουμε και την αντίστοιχη σχέση της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου με τον επενδυτικό κίνδυνο που εμφανίζει μια εταιρεία. Σύμφωνα με τη γνώση μας, το θέμα αυτό δεν έχει εξεταστεί στη σχετική βιβλιογραφία.

Πριν στραφούμε στα κύρια ερευνητικά ζητήματα της μελέτης μας, περιγράψαμε την έννοια και τα χαρακτηριστικά της ανώνυμης εταιρείας, το ρόλο και τα καθήκοντα του διοικητικού της συμβουλίου, τη λειτουργία και τις αποφάσεις της γενικής συνέλευσης των μετόχων μιας ανώνυμης εταιρείας, τη σύγκρουση συμφερόντων που παρατηρείται συχνά μεταξύ της διοίκησης μιας εταιρείας και τους ιδιοκτήτες/μετόχους της καθώς και τις προβλέψεις του υπάρχοντος νομικού πλαισίου στην Ελλάδα για το ζήτημα της σύγκρουσης συμφερόντων.

Στη συνέχεια περιγράψαμε τέσσερις κύριες θεωρητικές προσεγγίσεις στη διοίκηση των επιχειρήσεων, οι οποίες έχουν να κάνουν με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης, τη θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών, τη θεωρία της επιτροπείας ή επιμελητείας και τη θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης.

Στο επόμενο κεφάλαιο της εργασίας μας περιγράψαμε τα βασικά ευρήματα της διεθνούς βιβλιογραφίας σχετικά με το κύριο ζήτημα της μελέτης μας, δηλαδή την επίδραση του διοικητικού συμβουλίου στην απόδοση μιας επιχείρησης. Χωρίσαμε το κεφάλαιο σε τέσσερα τμήματα. Το πρώτο αφορά στις έρευνες που έχουν γίνει για την Ελλάδα, το δεύτερο αναφέρεται στην υπόλοιπη Ευρώπη, το τρίτο στις Ηνωμένες Πολιτείες και το τέταρτο αναλύει την υπάρχουσα βιβλιογραφία για τον υπόλοιπο κόσμο. Συνοπτικά, τα ευρήματα της διεθνούς βιβλιογραφίας είναι μικτά, δηλαδή σημαντικό πλήθος μελετών αναδεικνύουν τη σημαντική επιρροή που ασκεί η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου στην απόδοση μιας επιχείρησης ενώ άλλες μελέτες δεν βρίσκουν κάποια ουσιαστική επιρροή.

Στο τέταρτο κεφάλαιο περιγράψαμε τις βασικές υποθέσεις της εμπειρικής μας μελέτης και τη μεθοδολογία που ακολουθήσαμε. Οι υποθέσεις μας αφορούσαν, κατ' αρχάς, στη σχέση της απόδοσης με το μέγεθος του διοικητικού, την παρουσία γυναικών και ανεξάρτητων μελών στο συμβούλιο και την ταύτιση του προσώπου του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου. Αντίστοιχες υποθέσεις εξετάστηκαν και για τον κίνδυνο που εμφανίζει μια επιχείρηση ως επενδυτική επιλογή. Εκπονήσαμε τη μελέτη μας με δεδομένα για ένα δείγμα 45 ελληνικών εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών για την περίοδο 2015-2018.

Στην έρευνα μας χρησιμοποιήσαμε διάφορες εναλλακτικές μορφές της λογιστικής και χρηματιστηριακής απόδοσης των μετοχών των εξεταζόμενων εταιρειών. Λάβαμε υπ' όψιν μας, επίσης, δύο διαφορετικούς τύπους επενδυτικού κινδύνου. Από την άλλη πλευρά, τα χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου που εξετάστηκαν ήταν το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, δηλαδή ο αριθμός των μελών του, ο αριθμός των γυναικών που καταλαμβάνουν θέση στα συμβούλια, ο αριθμός των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών που συμμετέχουν στα διοικητικά συμβούλια, και η μη δυαδικότητα προέδρου και διευθύνοντος συμβούλου, ήτοι η ταύτιση του προσώπου του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου μιας εταιρείας με αυτό του διευθύνοντος συμβούλου της.

Τα εμπειρικά μας αποτελέσματα μας έδειξαν, κατ' αρχάς, ότι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου δεν ασκεί κάποια σημαντική επιρροή στην απόδοση και τον κίνδυνο μιας εταιρείας. Τα ευρήματα για την απόδοση δεν είναι καινούρια στη σχετική βιβλιογραφία για την Ελλάδα. Αντιθέτως, η εμπειρική μας μελέτη ανέδειξε κάποιες ενδείξεις μιας αρνητικής επίδρασης στην απόδοση από τη γυναικεία παρουσία στο διοικητικό συμβούλιο μιας εταιρείας.

Αντίστοιχες ενδείξεις υπήρξαν και για την παρουσία ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο, με την επίδραση του παράγοντα αυτού να είναι σημαντικά αρνητική επί της απόδοσης της μετοχής μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο.

Τα ευρήματα, τέλος, σχετικά με την επιρροή της ταύτισης του προσώπου του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και αυτού του διευθύνοντος συμβούλου στην απόδοση και τον κίνδυνο μας εξέπληξαν κατά κάποιον τρόπο. Ενώ είχαμε υποθέσει ότι η άσκηση των καθηκόντων του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου από το ίδιο πρόσωπο θα πρέπει να έχει αρνητικές συνέπειες για την απόδοση και τον κίνδυνο, ήτοι θα έχουμε μικρότερη απόδοση και μεγαλύτερο κίνδυνο, τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ακριβώς το αντίστροφο. Δηλαδή, τα αποτελέσματα παρείχαν ισχυρές ενδείξεις μιας θετικής συσχέτισης του παράγοντα της μη δυαδικότητας και της απόδοσης και μιας αρνητικής συσχέτισης του ίδιου παράγοντα με τον επενδυτικό κίνδυνο που παρουσιάζει μια επιχείρηση. Με άλλα λόγια, όταν οι θέσεις του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου σε μια επιχείρηση καταλαμβάνονται από το ίδιο πρόσωπο, τότε η επιχείρηση έχει καλύτερες πιθανότητες να επιτύχει μεγαλύτερη απόδοση και μικρότερο επενδυτικό κίνδυνο.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

ASTbooks, 2018, “Ανώνυμες Εταιρείες, Ν. 4548/2018”, ASTbooks Εκδόσεις Λογιστικής Νομικής Ενημέρωσης, Αθήνα.

Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης, 2013, “Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης για τις Εισηγμένες Εταιρείες”, Σύνδεσμος Ελλήνων Βιομηχάνων (<http://www.sev.org.gr>).

Ηλιόκαυτος, Δ., 2006, “Πρακτικός Οδηγός Ανωνύμων Εταιρειών”, Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα.

Λιονταρή, Κ., 2008, “Ανώνυμες Εταιρείες”, Εκδόσεις Πάμισσος, Αθήνα.

Παναγιώτου, Π., 2013, “Το Νέο Δίκαιο της Ομόρρυθμης και Ετερόρρυθμης Εταιρείας. Νομοθετικά και Ερμηνευτικά Προβλήματα της Αναθεώρησης με το Ν. 4072/12”, Εκδόσεις Νομικής Βιβλιοθήκης, Αθήνα.

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

Adams, R.B. and Ferreira, D., 2009, “Women in the Boardroom and their Impact on Governance and Performance”, *Journal of Financial Economics* 94(2), pp. 291-309.

Adika, R.M., Maru, L., Mugambi, G.K.M., 2018, “Effect of Board Composition on Performance of Firms listed in the Nairobi Securities Exchange”, *The Strategic Journal of Business and Change Management* 5(2), pp. 1072-1087.

Agoraki, M-E.K., Delis, M.D., and Staikouras, P.K., 2010, “The Effect of Board Size and Composition on Bank Efficiency’, *International Journal of Banking, Accounting and Finance* 2(4), pp.357-386.

Alchian, A., and Demsetz, H., 1972, “Production, Information Costs, and Economic Organization”, *The American Economic Review* 62, pp. 777-795.

Amore, M.D., and Garofalo, O., 2016, “Executive Gender, Competitive Pressures, and Corporate Performance”, *Journal of Economic Behavior and Organization* 131(Part A), pp. 308-327.

Arosa, B., Iturralde, T., and Maseda, A., 2013, “The Board Structure and Firm Performance in SMEs: Evidence from Spain”, *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa* 19, pp. 127-135.

Balta, M.-E.N., Woods, A., and Dickson, K., 2012, “The Role Environment and Boards of Directors’ Characteristics on Innovation: An Empirical Evidence of Greek Listed Firms”, *Corporate Ownership and Control* 9(4-4), pp. 429-440.

Bauer, R., Giinster, N., and Otten, R., 2004, “Empirical Evidence on corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance”, *Journal of Asset Management* 5(2), pp. 91-104.

Belhaj, S., and Mateus, C., 2016, “Corporate Governance Impact on Bank Performance: Evidence from Europe”, *Corporate Ownership and Control* 13(4), pp. 583-597.

Bennouri, M., Chtioui, T., Nagati, H., and Nekhili, M., 2018, “Female Board Directorship and Firm Performance: What really Matters?”, *Journal of Banking and Finance* 88, pp. 267-291.

Berle, A., and Means, G., 1932, “The Modern Corporation and Private Property”, Transaction Publishers, United States.

Bhagat, S., and Black, B., 1999, “The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance”, *The Business Lawyer* 54(3), pp. 921-963.

Bhagat, S., and Black, B., 2002, “The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance”, *Journal of Corporation Law* 27, pp. 231-273.

Bonn, I., 2004, “Board Structure and Firm Performance: Evidence from Australia”, *Journal of Management and Organization* 10(1), pp. 14-24.

Busta, I., 2007, “Board Effectiveness and the Impact of the Legal Family in the European Banking Industry, FMA European Conference, Barcelona, Spain.

Carter, D.A., Simkins, B.J., and Simpson, W.G., 2003, “Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value”, *Financial Review* 38(1), pp. 33-53.

Chalevas, C., and Tzovas, C., 2016, “Do Stock Prices Reflect Regulatory Reforms in the Corporate Governance Mechanisms? The Case of Greece”, *Corporate Ownership and Control* 13(2-2), pp. 419-431.

Charas, S., 2015, “Improving Corporate Performance by Enhancing Team Dynamics at the Board Level”, *International Journal of Disclosure and Governance* 12(2), pp. 107-131.

Chiang, H.-T., and Lin, M.-C., 2011, “Examining Board Composition and Firm Performance”, *International Journal of Business and Finance Research* 5(3), pp. 15-27.

Chiang, M.-H., and Lin, J.-H., 2007, “The Relationship between Corporate Governance and Firm Productivity: evidence from Taiwan's manufacturing firms”, *Corporate Governance: An International Review* 15(5), pp. 768-779.

Chitayat, G., 1985, “Working relationships between the Chairman of the Boards of Directors and the CEO”, *Management International Review* 25, pp. 65- 70.

Constantatos, A.-F., 2018, “Corporate Governance Mechanisms in Greece and their Effect on Earnings Management and Firm Performance”, PhD Thesis, The University of Stirling.

Core, J., Guay, W., and Rusticus, T., 2006, “Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations”, *Journal of Finance* 61(2), pp. 655-687.

Davis, J.H., Schoorman, F.D., and Donaldson, L., 1997, “Toward a Stewardship Theory of Management”, *Academy of Management Review* 22, pp. 20- 47.

Dimitropoulos, E.P., and Asteriou, D., (2010), “The Effect of Board Composition on the Informativeness and Quality of Annual Earnings. Empirical Evidence from Greece”, *Research in International Business and Finance* 24, pp. 190-205.

Drakos, A.A., and Bekiris, F.V., 2010, “Endogeneity and the Relationship between Board Structure and Firm Performance: A Simultaneous Equation Analysis for the Athens Stock Exchange”, *Managerial and Decision Economics* 31(6), pp. 387-401.

Donaldson, L., 1990, “The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory”, *Academy of Management Review* 15, pp. 369-381.

Donaldson, L., and Davis J.H., 1991, “Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns”, *Australian Journal of Management* 16(1), pp. 49-65.

Dulewicz, V., and Herbert P., 2004, “Does the composition and practice of Board Bear Any Relationship to the Performance of their Companies?”, *Corporate Governance: An International Review* 12(3), pp. 263-280.

Erhardt, N.L., Werbel, J.D., and Shrader, C., 2003, “Board Director Diversity and Firm Financial Performance”, *Corporate Governance: An International Review* 11(2), pp. 102-111.

Fama, E.F., 1980, “Agency Problems and the Theory of the Firm”, *Journal of Political Economy* 88(2), pp. 288-307.

Fama, E.F., and Jensen, M.C., 1983, “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics* 26(2), pp. 301-325.

Franks, J.R., and Mayer, C., 1995, “Ownership and Control”, in *Trends in Business Organization: Do Participation and Cooperation Increase Competitiveness?*, Ed. Horst Siebert. J.C.B. Mohr (Paul Siebeck) Tübingen.

Freeman, R.E., 1984, “Strategic Management: A Stakeholder Approach”, Harpercollins Publishers, United States.

Galbreath, J., 2011, "Are there Gender-Related Influences on Corporate Sustainability? A Study of Women on Boards of Directors", *Journal of Management and Organization* 17(1), pp. 17-38.

Georgantopoulos, A.G., and Filos, I., 2017, "Board Structure and Bank Performance: Evidence for the Greek Banking Industry during Crisis Period", *International Journal of Economics and Financial Issues* 7(1), pp. 56-67.

Gómez, J.M., and Betancourt, G.G., 2017, "Effect of the Board of Directors on Firm Performance", *International Journal of Economic Research* 14(6), pp. 349-361.

Gompers, P., Ishii, J. and Metrick, A., 2003, "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics* 118(1), pp. 107-156.

Guest, P.M., 2009, "The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence from the UK", *European Journal of Finance* 15(4), pp. 385-404.

Haniffa, R., and Hudaib, M., 2006, "Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies", *Journal of Business Finance and Accounting* 33(7-8), pp. 1034-1062.

Hung, H., 1998, "A Typology of the Theories of the Roles of Governing Boards", *Corporate Governance: An International Review* 6, pp. 101-111.

Ionascu, M., Ionascu, I., Sacarin, M., and Minu, M., 2018, "Women on Boards and Financial Performance: Evidence from a European Emerging Market", *Sustainability* 10, pp. 1-18.

Jensen, M.C., and Meckling, W., 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3(4), pp. 305-360.

Jensen, M.C., 2001, "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function", Working Paper, Harvard Business School.

Kaur, J.S., Kaur, S., and Cooper, B.J., 2015, "Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from Malaysian Public Listed Firms", *Journal of Economics, Business and Management* 3(2), pp. 239-243.

Kavin, H., and Kiel, C.G., 2004, "The Role of the Board in Firm Strategy: Integrating Agency and Organizational Control Perspectives", *Corporate Governance: An International Review* 12(4), pp. 500-521.

Kostant, P.C., 1999, "Exit, Voice and Loyalty in the Course of Corporate Governance and Counsel's Changing Role", *Journal of Socio-Economics* 28, pp. 203-247.

Koufopoulos, D.N., and Balta, M.-E.N., 2006, "Board Configuration and Performance in Greece: An empirical Investigation", *Corporate Ownership and Control* 3(4), pp. 9-23.

Koufopoulos, D., Zoumbos, V., Argyropoulou, M., and Motwani, J., 2008, "Top Management Team and Corporate Performance: A Study of Greek Firms", *Team Performance Management* 14(7/8), pp. 340-363.

Kula, V., 2005, "The Impact of the Roles, Structure and Process of Boards on Firm Performance: Evidence from Turkey", *Corporate Governance: An International Review* 13(2), pp. 265-276.

Kula, V., and Tatoglu, E., 2006, "Board Process Attributes and Company Performance of Family-Owned Business in Turkey", *Corporate Governance: The International Journal of Effective Board Performance* 6(5), 624-634.

Kyriazopoulos, G., 2017, "Corporate Governance and Firm Performance in Periods of Financial Distress", *Corporate Ownership and Control* 14(3-1), pp. 209-222.

Li, H., and Chen, P., 2018, "Board Gender Diversity and Firm performance: The Moderating Role of Firm Size", *Business Ethics: A European Review Volume* 27(4), PP. 294-308.

Liu, Y., and Wei, Z., and Xie, F., 2014, "Do Women Directors Improve Firm Performance in China?", *Journal of Corporate Finance* 28, 169-184.

Lorsch, J.W., and MacIver, E., 1989, "Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards", Harvard Business School Press, United States.

Mace, M.L.G., 1971, "Directors: Myth and Reality", School of Business Administration, Harvard University, United States.

Marinova, J., Plantenga, J., and Remery, C., 2010, "Gender Diversity and Firm Performance: Evidence from Dutch and Danish Boardrooms), Working Paper, Tjalling C. Koopmans Research Institute, Utrecht University, The Netherlands.

Martin, J-G.C., and Herrera, B., 2018, "Boards of Directors: Composition and Effects on the Performance of the Firm", *Economic Research* 31(1), pp. 1015-1041.

Miller, T., and Triana, M. D.-C., 2009, "Demographic Diversity in the Boardroom: Mediators of the Board Diversity-Firm Performance Relationship", *Journal of Management Studies* 46(5), pp. 755-786.

Mitroff, I.. 1983, "Stakeholders of the Organizational Mind", Jossey-Bass Publications, United States.

Monks, R.A.G., 2002, "Creating value Through Corporate Governance", *Corporate Governance: An International Review* 10(3), pp. 116-123.

Müller, V.-O., 2014, "The Impact of Board Composition on the Financial Performance of FTSE100 Constituents", *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 109, pp. 969-975.

Muth, M.M., and Donaldson, L., 1998, "Stewardship Theory and Board Structure: A Contingency Approach", *Corporate Governance: An International Review* 6, pp. 5-28.

Oxelheim, L., and Randoy, T., 2003, "The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value", *Journal of Banking and Finance* 27, pp. 2369-2392.

Pan, Y., Huang, P. and Gopal, A., 2018, "Board Independence and Firm Performance in the IT Industry: The Moderating Role of New Entry Threats", *MIS Quarterly Journal* 42(3), pp. 979-999.

Pasaribu, P., 2017, "Female Directors and Firm Performance: Evidence from UK Listed Firms", *International Journal of Business* 19(2), pp. 145-166.

Pathan, S., and Faff, R., 2013, "Does Board Structure in Banks Really Affect their Performance? *Journal of Banking and Finance* 37(5), pp. 1573-1589.

Quinn, D.P., και Jones, T.M., 1995, "An Agent Morality View of Business Policy", *Academy of Management Review* 20(1), pp. 22-42.

Rashid, A., 2018, "Board Independence and Firm Performance: Evidence from Bangladesh", *Future Business Journal* 4, pp. 34-49.

Rose, G., 2007, "Does Female Board Representation Influence Firm Performance? The Danish Evidence", *Corporate Governance: An International Review* 15, pp. 404-413.

Rutledge, R.W., Khondkar K.E., and Siyu., L., 2016, "The Effects of Board Independence and CEO Duality on Firm Performance: Evidence from the NASDAQ-100 Index with Controls for Endogeneity", *Journal of Applied Business and Economics* 18(2), pp. 49-71.

Shleifer, A., and Vishny, R.W. (1997), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance* 52(2), pp. 737-783.

Smith, A., 1776, "An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations", W. Strahan and T. Cadell Publications, United Kingdom.

Stiles, P., 2001, "The Impact of the Board on Strategy: An Empirical Examination", *Journal of Management Studies* 38, pp. 627-650.

Syriopoulos, T., and Tsatsaronis, M., 2009, "Corporate Governance and Firm Performance: The Case of the Greek Shipping Firms), IAME Conference, 24-26 June 2009, Copenhagen, Denmark.

Tsifora, E., and Eleftheriadou, P., (2007), “Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance: Evidence from Greek Manufacturing Sector”, *Management of International Business and Economic Systems* 1, pp. 181-211.

Ujunwa, A., Nwakoby, I., and Ogechukwu Ugbam, C.O., 2012, “Corporate Board Diversity and Firm Performance: Evidence from Nigeria”, *Corporate Ownership and Control* 9(2), pp. 216-225.

Vafaei, A., Ahmed, K., and Mather, P., 2015, “Board Diversity and Financial Performance in the Top 500 Australian Firms”, *Australian Accounting Review* 25(4), pp. 413-427.

Vance, S.C., 1983, “Corporate Leadership: Boards, Directors, and Strategy”, McGraw-Hill Publications, United States.

Van Ness, R.K., Miesing, P., and Kang, J., 2010, “Board of Director Composition and Financial Performance in a Sarbanes-Oxley World”, *Academy of Business and Economics Journal* 10(5), pp. 56-74.

Veklenko, K., 2016, “The Impact of Board Composition on the Firm’s Performance in Continental Europe”, Working Paper, University of Twente, The Netherlands.

Wang, Y., Young, A., and Chaplin, S., 2009, “Is there an Optimal Board Size?”, *Corporate Board: Role, Duties and Composition* 5(1), pp. 6-14.

Williamson, O.E., 1988, “Corporate Finance and Corporate Governance”, *Journal of Finance* 43(3), pp. 567-591.

Zhuang, Y., Chang, X., and Lee, Y., 2018, “Board Composition and Corporate Social Responsibility Performance: Evidence from Chinese Public Firms”, *Sustainability* 10, pp. 1-12.