

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ  
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ  
ΑΘΗΝΩΝ**



**ATHENS UNIVERSITY  
OF ECONOMICS  
AND BUSINESS**

## **ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**



### **ΤΙΤΛΟΣ**

«Η επιρροή του βαθμού συμμόρφωσης στις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων , στη συμμόρφωση στις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης»

**ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ ΜΑΡΙΕΤΑ**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΧΡΗΣΤΟΣ ΤΖΟΒΑΣ**

«Εργασία υποβληθείσα στο Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης»

**ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2016**

**Εγκρίνουμε την εργασία της**

**ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ ΜΑΡΙΕΤΑ**

**[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]**

**[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**

**ΤΖΟΒΑΣ ΧΡΗΣΤΟΣ**

**[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]**

**[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**

**ΔΕΜΟΙΡΑΚΟΣ ΕΥΘΥΜΙΟΣ**

**[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]**

**[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**

**ΣΙΟΥΓΛΕ ΓΕΩΡΓΙΑ**

**ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2016**

## **ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

**ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ ΜΑΡΙΕΤΑ**

**[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**

## **ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ**

<b><u>ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ.....</u></b>	<b><u>6</u></b>
--------------------------------	-----------------

<b><u>ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....</u></b>	<b><u>7</u></b>
-----------------------------	-----------------

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ «ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ»**

1.1 Έννοια Εταιρικής Διακυβέρνησης .....	9
1.2 Σκοπός Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	10
1.3 Ιστορική αναδρομή Εταιρικής Διακυβέρνησης .....	10
1.4 Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης .....	12
1.5 Αναγκαιότητα Εταιρικής Διακυβέρνησης .....	14
1.6 Οι βασικότερες ειδικές πρακτικές για εισηγμένες επιχειρήσεις .....	16

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ**

2.1 Υπόθεση H1 .....	23
2.2 Υπόθεση H2 .....	28
2.3 Υπόθεση H3 .....	31
2.4 Υπόθεση H4 .....	33

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΔΕΙΓΜΑ - ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ**

3.1 Δείγμα .....	35
3.2 Πηγή Δεδομένων.....	36
3.3 Μεθοδολογία .....	39

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ**

4.1 Αποτελέσματα .....	45
4.2 Περιγραφική στατιστική μεταβλητών.....	58

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ**

5.1 Σύνοψη αποτελεσμάτων σχετικά με τη συμμόρφωση στις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	63
---	----

5.2 Περιορισμοί της μελέτης - προτάσεις για μελλοντική έρευνα.....	64
--	----

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

• Αναφορές	
○ Ελληνική.....	66
○ Ξενόγλωσση.....	66
• Νόμοι- Ρυθμιστικά κείμενα.....	68
• Ηλεκτρονικές πηγές.....	69

## **Ευχαριστίες...**

Η τεράστια σημασία των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων και των νόμων περί Εταιρικής Διακυβέρνησης αλλά και ο πολύπλοκος συνδυασμός αυτών στις μέρες μας καθώς και το ενδιαφέρον της αγοράς, των αναλυτών, των λογιστών, των νομοθετών, των επενδυτών, των πιστωτών αλλά και η προσωπική μου επιθυμία, αποτέλεσαν κινητήριο δύναμη για τη μελέτη του συγκεκριμένου θέματος.

Με την ολοκλήρωση της παρούσας εργασίας επιθυμώ να εκφράσω τις ευχαριστίες μου σε ορισμένους ανθρώπους. Αρχικά, θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντά μου καθηγητή κ. Τζόβα Χρήστο που προσπάθησε να μου μεταδώσει τόσο την γνώση όσο και το πνεύμα για τη συνεχή επιστημονική βελτίωση και εξέλιξη. Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένειά μου για την αμέριστη ηθική και υλική υποστήριξη.

## **Περίληψη**

Η παγκοσμιοποίηση, το πλήρες άνοιγμα των εθνικών αγορών, ο τεράστιος ανταγωνισμός και οι επιλογές των επενδυτών καθιστούν επιτακτική την ανάγκη οι εταιρίες να είναι κατάλληλα εξοπλισμένες ώστε να μπορέσουν να ανταπεξέλθουν στον διεθνή ανταγωνισμό και παράλληλα να διατηρήσουν και να προωθήσουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών, τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό. Σημαντικό όπλο για την επίτευξη των στόχων αυτών είναι η εφαρμογή της “Εταιρικής Διακυβέρνησης”. Η περίοδος που διανύουμε είναι μια περίοδος κρίσης της εμπιστοσύνης των επενδυτών απέναντι στις πολυμετοχικές εταιρείες αλλά και γενικότερα έναντι του χρηματιστηριακού θεσμού. Η Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί επιτακτική ανάγκη για την επιβίωση, την υγιή ανάπτυξη μιας εταιρείας και την ανατροπή του κλίματος της καχυποψίας, της απαξίωσης που δημιουργήθηκε ύστερα από μια σειρά εταιρικών σκανδάλων και χρεοκοπιών εταιρειών κολοσσών. Σύμφωνα με τους Thirunadi and Huang (2011) η επιτροπή ελέγχου αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους μηχανισμούς της Εταιρικής Διακυβέρνησης στον απόηχο των οικονομικών σκανδάλων

**Σκοπός:** Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι να εξεταστεί αν η υιοθέτηση των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζεται από τον βαθμό συμμόρφωσης των εταιρειών στα Δ.Λ.Π ,όπως και από άλλα χαρακτηριστικά των εταιριών. Συγκεκριμένα από τη κερδοφορία της επιχείρησης , από το βαθμό μόχλευσης και από το μέγεθός της.

**Μεθοδολογία:** Για την εκπόνηση της συγκεκριμένης μελέτης χρησιμοποιήθηκαν τέσσερεις (4) μονοπαραγοντικές δοκιμές παλινδρόμησης με τη χρήση πέντε (5) αριθμοδεικτών. Συγκεκριμένα:

- 1) Ο αριθμοδείκτης C, σκοπός του οποίου είναι να μετρήσει το βαθμό συμμόρφωσης των εταιριών στις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Για τον υπολογισμό του C δημιουργήθηκε ένας πίνακας ελέγχου (checklist) βασισμένος στις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης και υιοθετώντας τη «διχοτόμο» προσέγγιση.
- 2) Ο αριθμοδείκτης DLP, ο οποίος μετράει το βαθμό συμμόρφωσης των εταιριών στις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις των Διεθνών Λογιστικών

Προτύπων. Για τον υπολογισμό του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη χρησιμοποιήθηκε ένας πίνακας ελέγχου (checklist) βασιζόμενος στις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις που προβλέπονται από τα σε ισχύ Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (Δ.Λ.Π). Για τον παρόν αριθμοδείκτη υιοθετήθηκε η «διχοτόμος» προσέγγιση.

- 3) Ο αριθμοδείκτης μόχλευσης LEV, ο αριθμοδείκτης μεγέθους SIZE και ο αριθμοδείκτης κερδοφορίας ROE, προκειμένου να διερευνηθεί ποιά χαρακτηριστικά επιχείρησης μπορεί να σχετίζονται με το βαθμό συμμόρφωσης στην Εταιρική Διακυβέρνηση

Έτσι προκύπτουν τα μονοπαραγοντικά μοντέλα:

- $C = a_0 + a_1 DLP + e$
- $C = b_0 + b_1 SIZE + e$
- $C = c_0 + c_1 ROE + e$
- $C = d_0 + d_1 LEV + e$

Το δείγμα περιλαμβάνει είκοσι-μια (21) εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρίες, που διαπραγματεύονται στην κύρια αγορά. Το δείγμα αυτό προσδιορίστηκε από τον κλάδο πρώτων υλών και τον κατασκευαστικό κλάδο κατά το έτος 2015.

**Ευρήματα:** Συνοψίζοντας τα ευρήματα της παρούσας μελέτης, προκύπτει ότι η συμμόρφωση στην Εταιρική Διακυβέρνηση συσχετίζεται θετικά και σημαντικά με τη συμμόρφωση των εταιριών με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων. Δηλαδή ο βαθμός συμμόρφωσης στα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (Δ.Λ.Π) μπορεί να επηρεάσει σημαντικά το βαθμό συμμόρφωσης των εταιριών στις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Επιπλέον από τα ευρήματα των μονοπαραγοντικών δοκιμών προέκυψε θετική και στατιστικά σημαντική συσχέτιση με την κερδοφορία της οικονομικής μονάδας, μόνο αν λάβουμε υπόψη μας εκτός από τις ειδικές πρακτικές για εισηγμένες εταιρίες που ταυτίζονται με τη νομοθεσία και τις ειδικές πρακτικές που υπερβαίνουν τη νομοθεσία. Αρνητική αλλά μη στατιστικά σημαντική είναι η σχέση μεταξύ βαθμού συμμόρφωσης στις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης και βαθμού μόχλευσης της εταιρίας. Τέλος, δεν βρέθηκαν στοιχεία που να υποστηρίζουν ότι υπάρχει συσχέτιση μεταξύ μεγέθους εταιρίας και βαθμού συμμόρφωσης με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης.



## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ «ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ»**

### **1.1 Έννοια «Εταιρικής Διακυβέρνησης»**

Η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης καθορίζεται με διάφορους τρόπους και μπορεί να καλύπτει ολόκληρο το πλαίσιο των δραστηριοτήτων που έχουν σχέση με την αύξηση της αποτελεσματικότητας των εταιριών και τους διαφορετικούς κλάδους στους οποίους δραστηριοποιείται καθεμία από αυτές. Κατά καιρούς έχουν προταθεί διάφοροι ορισμοί από ακαδημαϊκούς και ερευνητές.

Σύμφωνα με τους Larcker et al (2004) η «*Εταιρική Διακυβέρνηση*» είναι οι μηχανισμοί που επηρεάζουν τις αποφάσεις των managers όταν υπάρχει διαχωρισμός ιδιοκτησίας και ελέγχου. Μερικοί από αυτούς τους μηχανισμούς είναι το διοικητικό συμβούλιο, οι θεσμικοί επενδυτές και οι λειτουργίες της αγοράς για τον εταιρικό έλεγχο.

Σύμφωνα με τις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ), η εταιρική διακυβέρνηση αρθρώνεται ως ένα σύστημα σχέσεων ανάμεσα στη Διοίκηση της εταιρείας, το Διοικητικό Συμβούλιο (ΔΣ), τους μετόχους της και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη· συνιστά τη δομή μέσω της οποίας προσεγγίζονται και τίθενται οι στόχοι της εταιρείας, εντοπίζονται οι βασικοί κίνδυνοι που αυτή αντιμετωπίζει κατά τη λειτουργία της, προσδιορίζονται τα μέσα επίτευξης των εταιρικών στόχων, οργανώνεται το σύστημα διαχείρισης κινδύνων και καθίσταται δυνατή η παρακολούθηση της απόδοσης της Διοίκησης κατά τη διαδικασία εφαρμογής των παραπάνω.

Ένας κοινά αποδεκτός ορισμός είναι ο ακόλουθος (Τραυλός Ν. Γ., 2002) :

«Εταιρική Διακυβέρνηση είναι το σύνολο νομικών, θεσμικών και εθιμικών ρυθμίσεων, οι οποίες πρέπει να χαρακτηρίζουν τη δραστηριότητα κυρίως στον εισηγμένων στα χρηματιστήρια εταιριών, αλλά όχι μόνο αυτών. Απαντά δε, στα ερωτήματα ποιος και πώς ελέγχει τις δραστηριότητες των εταιριών, καθώς και σε ποιους κατανέμονται τα οφέλη, αλλά και οι κίνδυνοι που απορρέουν από την εταιρική δραστηριότητα».

## **1.2 Σκοπός Εταιρικής Διακυβέρνησης**

Σκοπός της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η ενίσχυση του εποπτικού ρόλου του διοικητικού συμβουλίου, η εξασφάλιση επαρκούς ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου στη λήψη αποφάσεων, η υιοθέτηση διαφάνειας και έγκυρης πληροφόρησης, καθώς επίσης και η προστασία των μικρομετόχων. Στο πλαίσιο της ορθής Εταιρικής Διακυβέρνησης, η ισότιμη μεταχείριση των μετόχων και η συστηματική ενημέρωσή τους, ενισχύουν την εμπιστοσύνη τους προς τις επιχειρήσεις και την κεφαλαιαγορά.

Η Εταιρική Διακυβέρνηση αποβλέπει στην ικανοποίηση τριών βασικών αρχών όσον αφορά τις δραστηριότητες της επιχείρησης και του διοικητικού συμβουλίου:

- συνέπεια
- λογοδοσία
- διαφάνεια

Ο ρόλος που καλείται να διαδραματίσει η Εταιρική Διακυβέρνηση, είναι η εξισορρόπηση μεταξύ των οικονομικών και κοινωνικών στόχων, μεταξύ των προσωπικών, ατομικών και ευρύτερων επιχειρηματικών στόχων και συμφερόντων. Για το λόγο αυτό χρειάζεται στενή συνεργασία καθώς και αμοιβαία εμπιστοσύνη και διαφάνεια (Mertzanis, 2001) μεταξύ εταιρείας, μετόχων και stakeholders (πιστωτές, χρηματοοικονομικούς αναλυτές, εποπτικές Αρχές κ.ά.).

## **1.3 Ιστορική αναδρομή Εταιρικής Διακυβέρνησης**

Η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης δεν είναι καινούργια, αλλά χάνεται στα βάθη της ιστορίας. Η εμφάνιση του καπιταλισμού αποτέλεσε την αρχή για την εμφάνιση συστημάτων ελέγχου και εξειδίκευσης της παραγωγής που παραπέμπουν σε συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης.

Ο Πλάτωνας μίλησε για τη ανάγκη εξειδίκευσης της παραγωγής με απώτερο σκοπό την αύξηση της απόδοσης στην παραγωγική διαδικασία “Για τον σκοπό τούτο πρέπει καθένας να τοποθετηθεί στην κατάλληλη θέση, σε εκείνη που του ταιριάζει, γιατί σε αυτήν θα μπορέσει να αναπτύξει την αξιότερη του ικανότητα” (Η κοινωνική φιλοσοφία των αρχαίων Ελλήνων-Κων/νου Τσάτσου, σελ.134). Παρόμοιες αναφορές

βρίσκουμε και σε άλλους λαούς όπως στους εβραίους αλλά και στους κινέζους που θεωρείται πως αυτοί πρώτοι εφάρμοσαν την έννοια του management. Στις δεκαετίες του '70 και '80 υπήρξε έντονος ο προβληματισμός σχετικά με την αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση στις Η.Π.Α. Κινητήριος δύναμη για την ενασχόληση και την εφαρμογή της Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτέλεσαν οικονομικά σκάνδαλα που ξέσπασαν την δεκαετία του '90.

Ο όρος εταιρική Διακυβέρνηση δεν είναι σύγχρονος , όπως δεν είναι σύγχρονη ούτε η σημασία του για την οργάνωση της εξουσίας και της διαχείρισης μιας επιχείρησης . Σύγχρονη είναι η προσπάθεια της εκ βαθέων αναδιοργάνωσης και του επανακαθορισμού της υπό το πρίσμα των επιχειρηματικών εξελίξεων των τελευταίων ετών. Η απόπειρα αυτή μπορεί να υποστηριχθεί ότι ξεκινάει το 1992 με την έκδοση του κώδικα «Cadbury» που εξέδωσε το London Stock Exchange. Η σχετική Επιτροπή εξέδωσε τον Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς (Code of Best Practice) ο οποίος αποτέλεσε το πρότυπο των σχετικών πρωτοβουλιών σε αρκετές χώρες.

Με τον Ν.2190/1920 έγινε η εισαγωγή βασικών κανόνων διακυβέρνησης εταιριών. Στη χώρα μας οι σχετικές πρωτοβουλίες ξεκίνησαν με την έκδοση της «Γαλάζιας Βίβλου» το 1999 από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Δυο χρόνια μετά (2001) ο ΣΕΒ συντάσσει Γενικές Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης. Τον επόμενο χρόνο ψηφίστηκε ο νόμος 3016/2002 περί εταιρικής διακυβέρνηση.

Ο Νόμος 3016/2002 αποτελεί τις πρώτες θεσμοθετημένες αρχές εταιρικής διακυβέρνησης στο ελληνικό περιβάλλον και επιβάλλει για πρώτη φορά σε όλες τις εισηγμένες επιχειρήσεις την υιοθέτηση μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης:

- Τη συμμετοχή ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο ΔΣ
- την οργάνωση ενός ανεξάρτητου τμήματος εσωτερικού ελέγχου
- την υιοθέτηση εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας

Ακολουθεί ο Ν. 3693/2008 ο οποίος επιβάλλει τη σύσταση επιτροπών έλεγχου , όπως και σημαντικές υποχρεώσεις γνωστοποίησης όσο αναφορά στο ιδιοκτησιακό καθεστώς και τη διακυβέρνηση μιας εταιρίας. Με τον Ν. 3884/2010 επιβάλλονται επιπλέον υποχρεώσεις γνωστοποιήσεων που αφορούν τους μετόχους στο πλαίσιο της προετοιμασίας της Γενικής τους Συνέλευσης. Ο Ν.3873/2010 ενσωματώνει στη

ελληνική έννομη τάξη την οδηγία 2006/46 /EC και υποχρεώνει τις εισηγμένες εταιρίες να συμπεριλάβουν στην ετήσια οικονομική έκθεση την δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης.

Με πρωτοβουλία του ΣΕΒ, το 2011, αναπτύσσεται ο κώδικας «συμμόρφωσης ή εξήγησης» που θεσπίζει πρότυπα βέλτιστων πρακτικών διακυβέρνησης για τις ελληνικές εταιρίες. Το 2012 η ΕΧΑΕ και ο ΣΕΒ ιδρύουν το Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΣΕΔ), το οποίο μελετά και υλοποιεί δράσεις και ενέργειες, συντάσσει προτάσεις και διοργανώνει διαβουλεύσεις για την προαγωγή των αρχών της Εταιρικής Διακυβέρνησης, με κάθε πρόσφορο μέσο. Το Δεκέμβριο του 2012 δημοσιεύεται το σχέδιο δράσης της Ευρωπαϊκής Ένωσης και με αυτό επιβεβαιώνεται το πλαίσιο «συμμόρφωσης ή εξήγησης». Τέλος τον Οκτώβριο του 2013 δημοσιεύεται ο Αναθεωρημένος Κώδικας Εταιρικής διακυβέρνησης.

#### **1.4 Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης**

Το σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης εξειδικεύει τη διάρθρωση των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων μεταξύ των διαφορετικών συμμετεχόντων σε μια εταιρεία, όπως το Διοικητικό Συμβούλιο, τα ανώτατα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη, οι μέτοχοι και οι άλλοι ενδιαφερόμενοι μέσα ή έξω από την εταιρεία (stakeholders).

Η αναγκαιότητα θέσπισης συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης πηγάζει από τη σχέση εντολέα - εντολοδόχου (principal - agent) που υφίσταται κυρίως ανάμεσα σε μετόχους και διευθυντικά στελέχη, μετόχους και πιστωτές και μεγαλομετόχους και μικρομετόχους. Σε κάθε σύστημα που ο εντολέας παραχωρεί αρμοδιότητες σε κάποιον άλλο φορέα, τον εντολοδόχο, να αναλαμβάνει πρωτοβουλίες και δραστηριότητες επ' ονόματι του, τα συμφέροντα του εντολοδόχου συνήθως αποκλίνουν από τα συμφέροντα του εντολέα (Τραυλός, 2004 ).

Δεν υπάρχει κάποιο ενιαίο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζεται από όλες τις χώρες. Ωστόσο, εμφανίζονται δύο είδη συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης (Shleifer & Vishny, 1997):

- το αγγλοσαξονικό μοντέλο Εταιρικής Διακυβέρνησης
- το σύστημα των σχέσεων που ισχύει στις περισσότερες χώρες του ΟΟΣΑ

### **Αγγλοσαξονικό μοντέλο Εταιρικής Διακυβέρνησης**

Το μοντέλο αυτό θεωρεί πολύ σημαντικό το ρόλο των μεγάλων θεσμικών επενδυτών, οι οποίοι ενδιαφέρονται για τις υψηλές αποδόσεις, την αναγνωρισμένη ανωτερότητα των δικαιωμάτων των επενδυτών μέσω του επιχειρηματικού νόμου, την προστασία των δικαιωμάτων της μειοψηφίας και τις απαιτήσεις για τη διαφάνεια των εταιρικών συναλλαγών.

Κύρια χαρακτηριστικά είναι η ύπαρξη μεγάλων και υψηλής ρευστότητας κεφαλαιαγορών, μεγάλη διασπορά στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών και η ύπαρξη ενεργητικής αγοράς εταιρικού ελέγχου (επιθετικές εξαγορές). Η συνεχής αγοραπωλησία των μετοχών δίνει το δικαίωμα στους μετόχους να εκλεγούν στο Δ.Σ. της εταιρίας.

Πολλές φορές, οι επενδυτές πωλούν τις μετοχές τους σε μια προσπάθεια να συνεντίσουν τα διοικητικά συμβούλια. Οι επενδυτές που δεν έχουν έλεγχο έχουν αυξημένη εμπιστοσύνη στις εταιρίες, βάσει της θεσμοθέτησης που υπάρχει. Οι πληροφορίες που δίνονται στους επενδυτές είναι πλήρεις και οι επιχειρήσεις χρηματοδοτούνται βραχυπρόθεσμα από τις τράπεζες αλλά και από ίδια κεφάλαια.

Η αδυναμία των μετόχων να παρακολουθούν αποτελεσματικά τη λειτουργία της εκτελεστικής διοίκησης, καθιστά την κεφαλαιαγορά τον κυριότερο μηχανισμό πειθαρχίας της εκτελεστικής διοίκησης. Όταν η τελευταία δεν επιτυγχάνει αποτελεσματικά τα συμφέροντα των μετόχων, αυτοί με τη σειρά τους επιλέγουν τη μαζική έξοδο από τη μετοχή της εταιρείας, επιφέροντας άμεση πτώση της τιμής της και δίνοντας έτσι σήμα προς την εκτελεστική διοίκηση να μεταβάλει τις πολιτικές της και να τις ευθυγραμμίσει με άλλες που να προάγουν τα συμφέροντά τους. Παράλληλα οι επιχειρήσεις εκτίθενται στην απειλή των επιθετικών εξαγορών.

### **Μοντέλο που ισχύει στις περισσότερες χώρες του ΟΟΣΑ**

Το δεύτερο σύστημα διακυβέρνησης είναι το σύστημα των σχέσεων που ισχύει στις περισσότερες χώρες του ΟΟΣΑ, μεγάλες και πιο μικρές. Ο έλεγχος των εταιρικών γίνεται από τράπεζες, άλλες επιχειρήσεις και οικογένειες, ενώ υπάρχει στενή επικοινωνία ανάμεσα σε αυτές τις διαφορετικές ομάδες.

Οι κεφαλαιαγορές είναι συνήθως μικρές και χαμηλής ρευστότητας, υπάρχει υψηλή συγκέντρωση της μετοχικής ιδιοκτησίας ή των δικαιωμάτων ψήφου ενώ το πρόβλημα «εντολέα-εντολοδόχου» εμφανίζεται ως η συγκρουσιακή σχέση μεταξύ ισχυρών μεγαλομετόχων με μετόχους μειοψηφίας. Οι μεγαλομέτοχοι αναπτύσσουν συνήθως και άλλες σχέσεις με την εταιρεία έχοντας τη δυνατότητα να επικοινωνούν άμεσα μεταξύ τους και να συναποφασίζουν για τον τρόπο παρακολούθησης και ελέγχου της εκτελεστικής διοίκησης.

Οι περιπτώσεις επιθετικών εξαγορών είναι περιορισμένες. Η ύπαρξη μακροχρόνιων και συναινετικών σχέσεων στο εσωτερικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης ενθαρρύνει την ανάπτυξη μεγαλύτερης εμπιστοσύνης, αφοσίωσης και δέσμευσης μεταξύ της εκτελεστικής διοίκησης και των διαφόρων εταιρειών. Ωστόσο, η υποβαθμισμένη παρουσία της χρηματιστηριακής αγοράς και του θεσμού του venture capital, μειώνουν τις δυνητικές πηγές κεφαλαίων για τις καινοτόμες νεοϊδρυθείσες επιχειρήσεις (Ξανθάκης, Τσιπούρη και Σπανός, 2008). Οι μετοχές δεν πωλούνται και αγοράζονται συχνά από τις παραπάνω ομάδες, ενώ οι επιχειρήσεις ανήκουν σε πιο μικρές κεφαλαιαγορές.

Το σύστημα αυτό υποστηρίζει ότι οι πελάτες και οι προμηθευτές της επιχείρησης μπορούν να κατέχουν μετοχές, ενώ οι εργαζόμενοι θεωρούνται σημαντικός παράγοντας στην ομαλή λειτουργία της επιχείρησης. Το σημαντικότερο ρόλο επιτελούν οι τράπεζες μιας και δεν υπάρχουν μεγάλες κεφαλαιαγορές. Οι επιχειρήσεις επιλέγουν ποιες πληροφορίες θα δημοσιεύσουν. Η Ελλάδα αποτελεί ένα παράδειγμα σύνδεσης της εταιρίας και της οικογένειας και πολλές φορές οι τράπεζες ζητούν εγγυήσεις από την οικογενειακή περιουσία και όχι από την εταιρική περιουσία.

## **1.5 Αναγκαιότητα Εταιρικής Διακυβέρνησης**

Το “agency problem” οφείλεται στο διαχωρισμό της ιδιοκτησίας από την διοίκηση. Η ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ του εντολέα και του εντολοδόχου έδωσε πλεονέκτημα στη διοίκηση (εντολοδόχος) η οποία έχει επιτύχει να ασκεί έλεγχο στις σημαντικότερες υποθέσεις μιας επιχείρησης.

Κάτω από αυτές τις συνθήκες έχει αμφισβητηθεί ότι το κίνητρο της διοίκησης είναι να μεγιστοποιήσει την αξία της επιχείρησης, ενώ έχει υποστηριχθεί ότι τα μέλη της

διοίκησης θα προσπαθήσουν να επιτύχουν το προσωπικό τους όφελος ακόμα και σε βάρος άλλων ενδιαφερόμενων μερών.

Για παράδειγμα αν ο αρμόδιος διευθυντής ήταν κοντά στη συνταξιοδότηση ίσως να μην διέθετε πηγές για την «έρευνα και ανάπτυξη» προκειμένου στη συγκεκριμένη χρήση να υπάρχουν περισσότερα κέρδη με απώτερο σκοπό την αύξηση των bonus του, ακόμα και αν αυτό μακροπρόθεσμα φέρει αρνητικά αποτελέσματα στην επιχείρηση. Επιπλέον η διοίκηση θα μπορούσε να «χειραγωγήσει» τους λογαριασμούς των οικονομικών καταστάσεων προκειμένου, η επιχείρηση να δείχνει μια καλύτερη εικόνα από την πραγματική της οικονομική θέση.

Κάτω από αυτές τις συνθήκες οι μέτοχοι μιας επιχείρησης όπως και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη, θα θελήσουν να υιοθετηθούν από τις επιχειρήσεις μηχανισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης, προκειμένου να εμποδίσουν τη διοίκηση να προκαλέσει μια μείωση της αξίας της επιχείρησης (Watts and Zimmerman, 1986). Σύμφωνα με τους John E. Core et al (1998), το agency problem είναι πιο αυξημένο σε επιχειρήσεις με ασθενέστερους μηχανισμούς εταιρικής Διακυβέρνησης.

Μια σειρά από μελέτες έχουν δείξει ότι οι αποφάσεις των επενδυτών επηρεάζονται από το βαθμό στον οποίο μια επιχείρηση εφαρμόζει την εταιρική διακυβέρνηση. Διαπιστώθηκε ότι οι επενδυτές έχουν την τάση να επενδύουν σε επιχειρήσεις όπου εφαρμόζονται κανονισμοί εταιρικής διακυβέρνησης, επειδή πιστεύουν ότι τα συμφέροντά τους προστατεύονται πιο αποτελεσματικά σε αυτές τις επιχειρήσεις (Constantinos Chalevas, Christos Tzovas, 2010).

Ομοίως, οι πιστωτές οι οποίοι θέλουν να εξασφαλίσουν ότι η επιχείρηση θα είναι σωστή απέναντι στις δανειακές της υποχρεώσεις (τον τόκο και το κεφάλαιο) είναι πιο πρόθυμοι να παράσχουν κεφάλαια σε μια επιχείρηση όταν υιοθετεί τον κώδικα Εταιρικής διακυβέρνησης. Σε αυτό το πλαίσιο, μπορεί να υποστηριχθεί ότι όταν μια εταιρεία υιοθετεί μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης είναι πιο πιθανόν ότι θα αντλήσει κεφάλαια με χαμηλότερο κόστος.

Συγκεκριμένα, έρευνα της εταιρίας συμβούλων McKinsey (2000), στην οποία χρησιμοποιήθηκε δείγμα 200 θεσμικών επενδυτών από όλο τον κόσμο, έφτασε στο ερευνητικό αποτέλεσμα ότι το 75% των επενδυτών λαμβάνουν σοβαρά υπόψη τους το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης και τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα μιας

επιχείρησης προκειμένου να πάρουν επενδυτικές αποφάσεις. Επιπλέον σε ποσοστό 80% οι θεσμικοί επενδυτές φαίνεται να είναι πιο πρόθυμοι να πληρώσουν υψηλότερες τιμές για μετοχές εταιρειών που εφαρμόζουν ισχυρούς μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης σε σχέση με εταιρίες που δεν διαφυλάσσουν στον ίδιο βαθμό τους επενδυτές τους.

Ένα άλλο γεγονός που καταστεί την Εταιρική Διακυβέρνηση επιτακτική ανάγκη είναι ότι στην εποχή που διανύουμε οι συγκρούσεις συμφερόντων στις πολυμετοχικές εταιρείες επιδεινωθήκαν και δημιουργήθηκαν νέα πεδία τριβής μεταξύ των ενδιαφερόμενων ομάδων. Αυτό είχε ως συνέπεια να οδηγηθούμε στην αναζήτηση νέων τρόπων - μεθόδων με τους οποίους θα εποπτεύονται οι διοικήσεις και θα ρυθμίζονται οι σχέσεις μεταξύ των ομάδων που έχουν συμφέροντα σε μια εισηγμένη εταιρεία (μέτοχοι, διοικητικό συμβούλιο, διοικητικά στελέχη, εργαζόμενοι, πιστωτές, κράτος, κ.α.).

## **1.6 Οι βασικότερες ειδικές πρακτικές για εισηγμένες επιχειρήσεις**

### **Νόμος 3016/2002**

*Αρχικά ο Νόμος 3016/2002 αποτελεί τις πρώτες θεσμοθετημένες αρχές εταιρικής διακυβέρνησης στο Ελληνικό περιβάλλον.*

- **Όσον αφορά το Διοικητικό Συμβούλιο:** πρώτη υποχρέωση και καθήκον των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου κάθε εισηγμένης σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά εταιρίας είναι η διαρκής επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρίας.
  - Ο νόμος 3016/ 2002 επιβάλλει τη συμμετοχή τουλάχιστον δύο (2) ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο .
  - Επιπλέον, πρέπει τουλάχιστον το 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών του Διοικητικού συμβουλίου να αποτελείται από μη εκτελεστικά μέλη, συμπεριλαμβανομένου του αριθμού των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών.
- **Επιβάλλεται η υιοθέτηση εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας.** Ο εσωτερικός κανονισμός λειτουργίας καταρτίζεται με απόφαση του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας και περιλαμβάνει:
  - τη σύνθεση των υπηρεσιών της εταιρίας



- τα αντικείμενά τους
- τη σχέση των υπηρεσιών μεταξύ τους και με τη διοίκηση.

Επιπλέον αναγράφονται ρητά οι αρμοδιότητες των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου, η διαδικασία που εφαρμόζει η εταιρία στη πρόσληψη και αξιολόγηση των διευθυντικών στελεχών. Αναγράφονται οι διαδικασίες παρακολούθησης:

αα) των συναλλαγών που πραγματοποιούν τα πρόσωπα που απασχολεί η εταιρία τα οποία έχουν πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες σε κινητές αξίες της εταιρείας ή συνδεδεμένων επιχειρήσεων, εφόσον οι κινητές αξίες είναι υπό διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά,

ββ) άλλων οικονομικών δραστηριοτήτων των προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα σε εταιρία και οι οποίες σχετίζονται με την εταιρία και τους βασικούς πελάτες ή προμηθευτές.

Στον εσωτερικό κανονισμό Εταιρικής Διακυβέρνησης αναγράφονται οι διαδικασίες δημόσιας γνωστοποίησης των συναλλαγών των προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα στην εταιρία και των προσώπων που έχουν στενό δεσμό με αυτά τα πρόσωπα, καθώς και άλλων προσώπων για τα οποία η εταιρία έχει υποχρέωση γνωστοποίησης σύμφωνα με την νομοθεσία. Τέλος, αναγράφονται οι κανόνες που διέπουν τις συναλλαγές μεταξύ συνδεδεμένων εταιρειών, την παρακολούθηση των συναλλαγών αυτών και την κατάλληλη γνωστοποίησή τους στα όργανα και τους μετόχους της εταιρείας.

➤ **Επιβάλλεται η σύνθεση ενός ανεξάρτητου τμήματος εσωτερικού ελέγχου.**

Το παρόν τμήμα θα πρέπει να αποτελείται από όσο το δυνατόν περισσότερα ανεξάρτητα μέλη. Αυτό το τμήμα είναι πολύ σημαντικό για την επίτευξη των επιδιώξεων της Εταιρικής Διακυβέρνησης αφού κύρια αρμοδιότητά του είναι ο έλεγχος των πεπραγμένων του Διοικητικού Συμβουλίου και των μεγαλομετόχων έτσι ώστε να προστατεύεται το συμφέρον της επιχείρησης. Σκοπός του εσωτερικού ελέγχου είναι να βοηθήσει τη Διοίκηση να πετύχει τους στόχους της κατά τον αποδοτικότερο τρόπο για την επιχείρηση. Ως εσωτερικός έλεγχος νοείται το σύνολο των οργανωτικών μεθόδων και διαδικασιών που εφαρμόζονται απ 'τη διοίκηση της επιχείρησης προκειμένου

να εξασφαλίζεται η εύρυθμη και αποδοτική της λειτουργία. Το σύνολο των μέτρων και διαδικασιών που θεσπίζει η διοίκηση της επιχείρησης χαρακτηρίζεται ως «Σύστημα Εσωτερικού Ελέγχου», βασικός σκοπός του οποίου είναι να βοηθήσει τη Διοίκηση να πετύχει τους στόχους της κατά τον αποδοτικότερο τρόπο για την επιχείρηση. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις έχουν την υποχρέωση για τη δημιουργία του τμήματος εσωτερικού ελέγχου, το οποίο θα είναι υπεύθυνο, μεταξύ άλλων, για την παρακολούθηση της εφαρμογής του εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας της επιχείρησης.

- Κάθε εταιρία οφείλει να διαθέτει **υπηρεσία εξυπηρέτησης μετόχων** η οποία θα έχει την ευθύνη της άμεσης και ισότιμης πληροφόρησης των μετόχων της εταιρίας καθώς και της εξυπηρέτησής τους σχετικά με την άσκηση των δικαιωμάτων τους με βάση το νόμο και το καταστατικό.
- Επιπλέον, οφείλει να διαθέτει υπηρεσία εταιρικών ανακοινώσεων στην οποία ανατίθεται η αρμοδιότητα συμμόρφωσης της εταιρίας με τις υποχρεώσεις που προβλέπονται στα άρθρα 10 έως και 13 του Ν. 3340/2005 και στις αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που εκδίδονται κατ' εξουσιοδότηση αυτών.
- Σύμφωνα με το άρθρο 3 παρ. 2 του Ν. 3016/2002, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφασίζει για **θέματα που αφορούν τις κάθε είδους αμοιβές** που καταβάλλονται στα διευθυντικά στελέχη της εταιρίας, τους εσωτερικούς ελεγκτές της καθώς και τη γενικότερη πολιτική των αμοιβών της εταιρίας. Το σύνολο των αμοιβών και των τυχόν αποζημιώσεων των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου αναφέρεται σε χωριστή κατηγορία στο προσάρτημα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων.

## **Κοινοτικός Νόμος 2190/1920**

- Ορίζει ως ανώτερη **θητεία** για τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου τα έξι (6) χρόνια.
- Σύμφωνα με τον Κ.Ν. 2190/1920, κάθε **αμοιβή** επί των κερδών που χορηγείται στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, θα πρέπει να υπολογίζεται από το υπόλοιπο των καθαρών κερδών μετά την αφαίρεση των κρατήσεων για τακτικό αποθεματικό και του απαιτούμενου ποσού πριν τη διανομή του υποχρεωτικού μερίσματος που προβλέπεται στο άρθρο 3 του ΑΝ 148/1967.

Κάθε άλλη αμοιβή ή αποζημίωση που δεν καθορίζεται από το καταστατικό και χορηγείται σε σύμβουλο, θεωρείται ότι βαρύνει την εταιρία, μόνο εάν εγκριθεί από την τακτική Γενική Συνέλευση. Αυτή δύναται να μειωθεί από το δικαστήριο εάν θεωρηθεί υπέρογκη και αν διαφώνησαν με αυτή την απόφαση μέτοχοι που εκπροσωπούν το 1/10 του εταιρικού κεφαλαίου.

## **Νόμος 3693/2008**

Η εταιρία υποχρεούται να **συστήσσει και να διατηρεί Επιτροπή Ελέγχου**, που αποτελείται από δύο (2) τουλάχιστον μη εκτελεστικά μέλη και ένα ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος του οργάνου διοίκησης της.

## **Νόμος 3873/2010**

*Ένας στόχος του Κώδικα είναι η βελτίωση της πληροφόρησης και η δημιουργία ενός προσβάσιμου και κατανοητού συστήματος αναφοράς για εισηγμένες ελληνικές εταιρείες. Ο Ν. 3873/2010 ενσωματώνει στη ελληνική έννομη τάξη την οδηγία 2006/46 /EC και υποχρεώνει τις εισηγμένες εταιρίες να συμπεριλάβουν στην ετήσια οικονομική έκθεση την δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης.*

- Η δήλωση αυτή θα πρέπει κατ' ελάχιστον να παρέχει πληροφορίες για τις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζει η εταιρεία επιπλέον των προβλέψεων του νόμου, συμπεριλαμβανομένης της περιγραφής των κύριων χαρακτηριστικών των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων και εσωτερικού ελέγχου σε σχέση με τη διαδικασία σύνταξης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων.
- Η δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να περιέχει αναφορά στο συγκεκριμένο κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζει η εταιρεία και, στο βαθμό που η εταιρεία αποφασίζει να αποκλίνει από ορισμένα μέρη του σχετικού Κώδικα ή να μην εφαρμόσει κάποιες από τις διατάξεις του, να αιτιολογεί τους λόγους της απόκλισης ή της μη εφαρμογής.
- Δημοσιοποίηση στη Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης της σύνθεσης του Διοικητικού συμβουλίου , των ονομάτων των μελών του , καθώς και των επιτροπών του και προσδιορισμός των ανεξάρτητων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Επιπλέον, θα πρέπει να δημοσιεύει στη Δήλωση Εταιρικής

Διακυβέρνησης τον τρόπο λειτουργίας του διοικητικού συμβουλίου και τυχόν άλλων διοικητικών, διαχειριστικών ή εποπτικών οργάνων ή επιτροπών της εταιρείας.

- 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. Στη Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να αναγράφεται το ποσοστό εκπροσώπησης κάθε φύλλου.
- Πληροφοριακά στοιχεία για τον τρόπο λειτουργίας της γενικής συνέλευσης των μετόχων και τις βασικές εξουσίες της, καθώς και περιγραφή των δικαιωμάτων των μετόχων και του τρόπου άσκησης τους.
- Τα παρακάτω πληροφοριακά στοιχεία εφόσον η εταιρεία υπάγεται στην οδηγία 2004/25/EK σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς:
  1. τις σημαντικές άμεσες ή έμμεσες συμμετοχές
  2. τους κατόχους κάθε είδους τίτλων που παρέχουν ειδικά δικαιώματα ελέγχου και περιγραφή των εν λόγω δικαιωμάτων
  3. τους κάθε είδους περιορισμούς στο δικαίωμα ψήφου, τις προθεσμίες άσκησης των δικαιωμάτων ψήφου, ή συστήματα στα οποία, με τη συνεργασία της εταιρείας, τα χρηματοπιστωτικά δικαιώματα που απορρέουν από τίτλους διαχωρίζονται από την κατοχή των τίτλων
  4. τους κανόνες όσον αφορά τον διορισμό και την αντικατάσταση μελών του συμβουλίου καθώς και όσον αφορά την τροποποίηση του καταστατικού
  5. τις εξουσίες των μελών του συμβουλίου, ιδίως όσον αφορά τη δυνατότητα έκδοσης ή επαναγοράς μετοχών.

## **Αναθεωρημένος Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης Οκτώβριος 2013 - Ειδικές πρακτικές που υπερβαίνουν την ισχύουσα νομοθεσία Επιτροπές:**

- Λειτουργία επιτροπής αμοιβών και επιτροπή ανάδειξης υποψήφιων μελών του Δ.Σ . Το ΔΣ θα πρέπει να συστήσει μία ή δύο ξεχωριστές επιτροπές που να προϊστανται στη διαδικασία υποβολής υποψηφιοτήτων για εκλογή στο ΔΣ και να προετοιμάζουν προτάσεις προς το ΔΣ όσον αφορά τις αμοιβές των

εκτελεστικών μελών και των βασικών ανώτατων στελεχών. Ο προσδιορισμός των αμοιβών, των εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου θα γίνεται βάση τις αμοιβές των εργαζομένων της εταιρίας και του ομίλου. Στη δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να δημοσιεύεται το έργο τους, ο αριθμός συνεδριάσεων που πραγματοποίησαν μέσα στο έτος και η σύνθεσή τους.

- Η επιτροπή ελέγχου θα πρέπει να αποτελείται κατά πλειοψηφία από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη.
- Σύγκλιση της επιτροπής ελέγχου τουλάχιστον 4 φορές τον χρόνο και συνάντηση με τον τακτικό ελεγκτή τουλάχιστον δύο φορές τον χρόνο χωρίς παρουσία μελών της διοίκησης.

#### Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ)

- Όσον αφορά τη σύσταση του Διοικητικού Συμβουλίου, θα πρέπει να αποτελείται από επτά (7) έως (15) μέλη, δύο (2) τουλάχιστον μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να έχουν την ιδιότητα των εκτελεστικών μελών. Σύμφωνα με το νομοθετημένο πλαίσιο ο Κ.Ν 2190/1920 ορίζει τον ελάχιστο αριθμό σύστασης του Διοικητικού Συμβουλίου σε τρία (3) μέλη ενώ σύμφωνα με τον Ν. 3016/2002 ορίζεται ότι θα πρέπει τα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου να αποτελούν τουλάχιστον το 1/3 του συνολικού του αριθμού.
- Το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να αποτελείται κατά πλειοψηφία από μη εκτελεστικά μέλη, συμπεριλαμβανομένου των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών.
- Τουλάχιστον το 1/3 των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου (Δ.Σ) θα πρέπει να έχει την ιδιότητα των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών (σύμφωνα με τον Ν.3016/2002 θα πρέπει να υπάρχουν τουλάχιστον 2 ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη στο Διοικητικό Συμβούλιο).
- Προτείνεται στη θέση του Προέδρου να υπάρχει διαφορετικό πρόσωπο από αυτό στη θέση του διευθύνοντος Συμβούλου της εταιρείας και αν ο πρόεδρος είναι εκτελεστικό μέλος ή το ίδιο πρόσωπο με τον Διευθύνον Σύμβουλο τότε ο αντιπρόεδρος να είναι ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος.

- Δημοσίευση στη Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης τη διάρκεια θητείας των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και του εταιρικού γραμματέα. Μέγιστη θητεία των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου ορίζεται στα τέσσερα(4) χρόνια.
- Δημοσιοποίηση στη Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης σύντομα βιογραφικά των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και του εταιρικού γραμματέα.
- κάθε επιχείρηση που διαπραγματεύεται στη Δημόσια αγορά θα πρέπει να έχει έναν ικανό, εξειδικευμένο και έμπειρο εταιρικό γραμματέα που κύρια αρμοδιότητά του είναι η υποστήριξη του Διοικητικού Συμβουλίου κατά την άσκηση του έργου.
- Θα πρέπει να δημοσιεύεται στην Δήλωση ο αριθμός των συνεδριάσεων που πραγματοποιείται μέσα στο έτος κάθε επιτροπής και ο αριθμός των συνεδριάσεων που κάθε μέλος παρίσταται.
- Επιβάλλεται αξιολόγηση του Διοικητικού Συμβουλίου ως συλλογικού οργάνου και των άλλων επιτροπών κάθε δύο (2) χρόνια με συγκεκριμένη διαδικασία, λήψη μέτρων για αντιμετώπιση αδυναμιών και ατομική αξιολόγηση για τον Πρόεδρο.
- Συνοπτική περιγραφή στη Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης της διαδικασίας αξιολόγησης των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και των επιτροπών της εταιρίας.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ**

### **2.1 Υπόθεση H1**

**Ο βαθμός συμμόρφωσης με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης έχει θετική και σημαντική συσχέτιση με το βαθμό συμμόρφωσης των εταιριών, με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις των Διεθνών λογιστικών Προτύπων.**

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων συντάσσονται και δημοσιεύονται, για να παρέχουν πληροφορίες σχετικά με την οικονομική θέση, την αποδοτικότητα και τις μεταβολές της οικονομικής θέσης, ώστε οι χρηστές των οικονομικών καταστάσεων να μπορούν να λάβουν ορθές οικονομικές αποφάσεις.

Η υιοθέτηση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΔΛΠ) επιδιώκει την επίτευξη αξιόπιστων οικονομικών πληροφοριών από τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες, με απώτερο σκοπό την προστασία των επενδυτών.

Οι λογιστικές καταστάσεις αποτελούν τη σημαντικότερη πηγή πληροφόρησης. Μέσω αυτών παρέχονται όλα τα απαραίτητα στοιχεία που χρειάζεται να γνωρίζει κάθε ενδιαφερόμενο μέρος για την οικονομική μονάδα προκειμένου να λάβει σωστές οικονομικές αποφάσεις. Οι λογιστικές καταστάσεις αποτελούνται από τον ισολογισμό, την κατάσταση αποτελεσμάτων την κατάσταση μεταβολών των Ιδίων Κεφαλαίων και τη κατάσταση ταμειακών ροών. Στις καταστάσεις εμφανίζονται τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας, οι πηγές προέλευσης των κεφαλαίων της όπως και τα οικονομικά αποτελέσματα από τη δραστηριότητά της.

Ωστόσο, για να υπάρχει ολοκληρωμένη εικόνα για την οντότητα θα πρέπει να δημοσιεύονται πέρα από τις οικονομικές καταστάσεις και άλλες πληροφορίες, οι οποίες περιλαμβάνονται στους απολογισμούς που καταρτίζουν οι επιχειρήσεις όπως και σε άλλα εξωλογιστικά δεδομένα. Έτσι οι σημειώσεις που συνοδεύουν τις οικονομικές καταστάσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των τελευταίων και μελετώνται προσεκτικά κατά τη διάρκεια αξιολόγησης και ανάλυσης των δεδομένων της οντότητας προκειμένου να παρθεί μια οικονομική απόφαση.

Με την δημοσίευση των απαιτούμενων από τα σε ισχύ Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (Δ.Λ.Π) εξασφαλίζεται ότι όλες οι απαραίτητες πληροφορίες για τη λήψη οικονομικών αποφάσεων από μέρος των χρηστών των οικονομικών καταστάσεων

δεν στηρίζονται σε υποθέσεις αλλά σε συγκεκριμένα στοιχεία, με αποτέλεσμα να μειώνεται, στα πλαίσια του εφικτού, η αβεβαιότητα ως προς το αποτέλεσμα που ενυπάρχει σε όλες τις οικονομικές αποφάσεις.

Ωστόσο, από την μεριά της διοίκησης υπάρχουν πολλά κίνητρα που μπορεί να την ωθήσουν στο να δώσει παραπλανητική εικόνα της οικονομικής θέσης της οντότητας. Η δύναμη της διοίκησης πηγάζει από την ασυμμετρία πληροφόρησης και τον έλεγχο που ασκεί πάνω στα σοβαρά θέματα της επιχείρησης. Η διοίκηση παρακινούμενη, λοιπόν, από τα προσωπικά της συμφέροντα και φιλοδοξίες όπως είναι η επιδίωξη μεγαλύτερων bonus, η καλύτερη φήμη, η εξασφάλιση της θέσης τους στην εταιρία μπορεί να θελήσουν να παρουσιάσουν υψηλότερα έσοδα με το να «χειραγωγήσουν» τα κέρδη ή να αποκρύψουν ουσιώδη στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις.

Εδώ έρχεται ο ρόλος της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Μέσω αυτής επιδιώκεται η υπεύθυνη οργάνωση, λειτουργία, διοίκηση και έλεγχος μιας εταιρείας, με απώτερο σκοπό την αποθάρρυνση της διοίκησης από το να επηρεάσει ουσιωδώς τις οικονομικές καταστάσεις έτσι ώστε να επιτευχθεί μεγαλύτερη διαφάνεια στον τομέα της οικονομικής δραστηριότητας και της επανάκτησης της εμπιστοσύνης των μετόχων και των πιστωτών που είχε κλονιστεί από τα πολλά οικονομικά σκάνδαλα που ξέσπασαν σε μεγάλους κολοσσούς.

Σύμφωνα με τους Thiruvadi and Huang (2011), η επιτροπή ελέγχου αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους μηχανισμούς της Εταιρικής Διακυβέρνησης στον απόηχο των οικονομικών σκανδάλων. Όταν ο εσωτερικός έλεγχος λειτουργεί σωστά τότε υπάρχουν λιγότερες πιθανότητες η διοίκηση να προσπαθήσει να χειραγωγήσει τους λογαριασμούς των οικονομικών καταστάσεων ή να αποκρύψει ουσιώδη στοιχεία από αυτούς και έτσι οι δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις θα απεικονίζουν την ακριβοδίκαιη οικονομική θέση της επιχείρησης, όπου αυτός είναι και ο απώτερος σκοπός της εφαρμογής των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων.

Ο Νόμος επιβάλλει τη σύσταση επιτροπής ελέγχου σε όλες τις εισηγμένες εταιρείες. Ο Κώδικας προτείνει τη σύσταση επιτροπής ελέγχου, η οποία αποτελείται στην πλειοψηφία της από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ. Η πρόταση αυτή βελτιώνει το καθεστώς εταιρικού ελέγχου των εισηγμένων εταιρειών στην Ελλάδα, το οποίο χαρακτηρίζεται από την κυριαρχία των μεγαλομετόχων, καθώς ενισχύει το αίσθημα ασφάλειας των μετόχων μειοψηφίας, επιβάλλοντας την ανεξάρτητη εποπτεία



του συστήματος και της μονάδας εσωτερικού ελέγχου, συμπεριλαμβανομένου και του ελέγχου της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης.

Είναι γεγονός ότι η αποτελεσματικότητα της επιτροπής ελέγχου μπορεί να επηρεαστεί από μια σειρά παραγόντων όπως είναι το μέγεθός της και το ποσοστό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών που την απαρτίζουν. Σύμφωνα με τους Al-Matar et al (2014) μια επιτροπή ελέγχου μικρού μεγέθους είναι αναποτελεσματική γιατί υπάρχει έλλειψη σε ποικιλία γνώσεων. Ο Klein (2002) με την ερευνητική του μελέτη αποκαλύπτει ότι όσο υψηλότερος ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών στην επιτροπή ελέγχου τόσο είναι λιγότερο πιθανόν η εμφάνιση της πρακτικής διαχείρισης κερδών, και άρα τόσο πιο ψιλό το επίπεδο και η ποιότητα των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων.

Μπορεί να υποστηριχθεί ότι ένας άλλος σημαντικός, αποτρεπτικός παράγοντας από τη «χειραγώγηση» ή απόκρυψη ουσιωδών στοιχείων από τις δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις είναι η συμμετοχή ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ). Όταν στο Διοικητικό Συμβούλιο συμμετέχουν ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη προωθείται η συμμόρφωση των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου (Δ.Σ) με τους νόμους και αυτό γιατί τα ανεξάρτητα μέλη δεν συνδέονται με την εταιρία ή με πρόσωπα που συνδέονται με αυτή και επιπλέον, δεν αναμένουν μια επιπλέον αποζημίωση για τις υπηρεσίες που προσφέρουν στην επιχείρηση.

Επομένως δεν έχουν κανένα κίνητρο να αποφύγουν την εκπλήρωση των νομικών υποχρεώσεων (Constantinos Chalevas, Christos Tzovas, 2010). Επιπλέον τα ανεξάρτητα μέλη φαίνεται να ανησυχούν πολύ για τη φήμη τους λόγω κυρίως του ανταγωνισμού στην αγορά εργασίας και σαν συνέπεια θα έχουν ένα ισχυρό κίνητρο να ασκούν πιο αυστηρό έλεγχο και να πιέσουν την διοίκηση να συμμορφωθεί με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (Δ.Λ.Π).

Σύμφωνα με τις ερευνητικές αποκαλύψεις της Chtourou et al (2001), ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο είναι θετικά συσχετιζόμενος με τη μείωση της χειραγώγησης των κερδών και επομένως τη μείωση της χειραγώγησης των οικονομικών καταστάσεων. Άρα μπορεί να ειπωθεί ότι όσο πιο ισχυροί είναι οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζονται, τόσο πιο ψηλό το επίπεδο

συμμόρφωσης με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (Δ.Λ.Π)

Άλλες έρευνες όπως αυτή του Klein (2002) αποκαλύπτουν ότι οι πιστωτές μιας επιχείρησης θεωρούν ότι η συμμετοχή ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο αυξάνει την αξιοπιστία των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων.

Επιπλέον, μπορεί να υποστηριχθεί ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση συσχετίζεται θετικά με τη συμμόρφωση στα σε ισχύ Δ.Λ.Π και λόγω της απαίτησής της για αξιολόγηση τόσο του Διοικητικού Συμβουλίου σαν σύνολο όσο και του προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου ξεχωριστά και ατομικά κάθε τουλάχιστον δυο χρόνια.

Είναι κοινώς αποδεκτό ότι οι μεγάλες και οι αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, σε τακτά χρονικά διαστήματα αξιολογούν τον τρόπο διεκπεραίωσης των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων προκειμένου να βρουν και να διορθώσουν λάθη και αδυναμίες ώστε να εξασφαλίσουν συστηματική και συνεχή βελτίωση της απόδοσης . Με βάση αυτό το πλαίσιο το Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ) δε θα πρέπει να αποτελεί εξαίρεση. Μια τακτική αξιολόγηση θα βοηθήσει να βρεθούν τα δυνατά σημεία και οι αδυναμίες των μελών του Δ.Σ και έτσι να επιτευχθεί βελτίωση της αποτελεσματικότητας του Διοικητικού Συμβουλίου με απώτερο σκοπό να επιτευχθεί ένας πιο αποτελεσματικός έλεγχος ως προς τη διοίκηση της εταιρίας η οποία είναι υπεύθυνη για την πλήρη συμμόρφωση με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων(Δ.Λ.Π) .

Σύμφωνα με τον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης του Οκτωβρίου του 2013 οι επιχειρήσεις θα πρέπει να φτιάξουν μια επιτροπή αμοιβών η οποία θα αποτελείται μόνο από μη εκτελεστικά μέλη και κυρίως ανεξάρτητα. Βασική αρμοδιότητα των μελών της επιτροπής είναι ο καθορισμός των αμοιβών των μελών του Δ.Σ. Ο καθορισμός των αμοιβών θα πρέπει να χαρακτηρίζεται από αντικειμενικότητα, διαφάνεια καθώς και επαγγελματισμό και να είναι απαλλαγμένος από συγκρούσεις συμφερόντων.

Προκειμένου να επιτευχθεί διαφάνεια στην ανάδειξη υποψήφιων μελών του Δ.Σ, απαλλαγμένη από οποιαδήποτε συμφέροντα, όπως και φιλικές σχέσεις, ο Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης (Ε.Κ.Ε.Δ) καταστεί απαραίτητη τη δημιουργία

επιτροπής ανάδειξης υποψηφίων μελών του Δ.Σ η οποία θα αποτελείται μόνο από μη εκτελεστικά μέλη και κυρίως ανεξάρτητα ώστε να επιτευχθεί διαφάνεια σε αυτή τη διαδικασία.

Τα ανεξάρτητα μέλη δεν έχουν συμφέροντα από την επιχείρηση ή από πρόσωπα που συνδέονται με αυτήν οπότε μια τέτοια επιτροπή είναι πιο πιθανόν να κινείται με γνώμονα αντικειμενικά στοιχεία όπως εμπειρία των μελών, ικανότητα, γνώσεις και άρα τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και των άλλων επιτροπών θα ήταν οι πλέον κατάλληλοι για αυτή τη θέση και σαν φυσικό επακόλουθο θα ασκούσαν αποτελεσματικότερο έλεγχο στη διοίκηση η οποία κάτω από αυτές τις συνθήκες θα ήταν πιο πρόθυμη να συμμορφωθεί με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις που επιτάσσουν τα σε ισχύ Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα(Δ.Λ.Π) .

Τέλος, σύμφωνα με την έρευνα των Arnt Verriest et al (2013), οι εταιρίες εμφανίζουν ετερογένεια και στη συμμόρφωση και στη ποιότητα των γνωστοποιήσεων, αφού κάποιες δεν συμμορφώνονται ούτε με τις ελάχιστες απαιτούμενες γνωστοποιήσεις. Τα αποτελέσματα της έρευνας αποκαλύπτουν ότι υπάρχει θετική συσχέτιση, δηλαδή οι ισχυρότεροι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης οδηγούν σε μεγαλύτερη συμμόρφωση των εταιριών με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις του Δ.Λ.Π 39.

Η μελέτη των Eugene C.M. Cheng and Stephen M. Courtenay (2006), είχε σκοπό να εξετάσει τη συσχέτιση μεταξύ του Διοικητικού Συμβουλίου και του επιπέδου της εθελοντικής γνωστοποίησης. Τα ευρήματα αποκαλύπτουν ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ ποσοστού ανεξάρτητων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου με το επίπεδο εθελοντικής γνωστοποίησης. Ωστόσο, το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου και η δυαδικότητα του Διευθύνοντα Συμβούλου δε σχετίζονται με το επίπεδο της εθελοντικής γνωστοποίησης. Η έρευνα αποκαλύπτει στοιχεία που δείχνουν ότι επιχειρήσεις που το Διοικητικό τους Συμβούλιο αποτελείται κατά πλειοψηφία από ανεξάρτητα μέλη έχουν σημαντικά υψηλότερα επίπεδα εθελοντικής γνωστοποίησης από τις επιχειρήσεις με ανάλογο αριθμό εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο.

Συνοψίζοντας, προκύπτει ότι ο σκοπός των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων συνδέεται άμεσα με τον σκοπό της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Η πλήρης συμμόρφωση της διοίκησης της εταιρίας με τις γνωστοποιήσεις που επιτάσσονται

από τα σε ισχύ Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την αποτελεσματικότητα και το επίπεδο των μηχανισμών της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Επομένως θα ήταν λογικό να γίνει η υπόθεση ότι η συμμόρφωση με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης έχει ισχυρή θετική συσχέτιση με τη συμμόρφωση με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (Δ.Λ.Π). Μπορούμε να υποστηρίξουμε η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι άρρητα συνδεδεμένη με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (Δ.Λ.Π).

## 2.2 Υπόθεση H2

**Ο βαθμός συμμόρφωσης στην Εταιρική Διακυβέρνηση συσχετίζεται θετικά και σημαντικά με την κερδοφορία της επιχείρησης.**

Σύμφωνα με την agent theory οι μέτοχοι (εντολέας) και η διοίκηση (εντολοδόχος) χαρακτηρίζονται από αυτοτέλεια. Έτσι οι πράξεις της διοίκησης μπορεί να υποκινούνται από την επίτευξη των προσωπικών τους συμφερόντων, όπου στις περισσότερες περιπτώσεις έρχονται σε σύγκρουση με αυτά των μετόχων. Κατά κύριο λόγο, στόχος της διοίκησης δεν είναι η επίτευξη της μεγιστοποίησης της αξίας της εταιρίας. Έτσι έχει υποστηριχθεί ότι το επίπεδο της ποιότητας της διαχείρισης δεν είναι στο προβλεπόμενο επίπεδο.

Ως “ποιότητα διαχείρισης” ορίζεται η ικανότητα των διευθυντικών των επιχειρήσεων να χρησιμοποιήσουν αποτελεσματικά τα κεφάλαια που τους έχουν ανατεθεί, έτσι ώστε η απόδοση του υπενδεδυμένου κεφαλαίου να υπερβεί το κόστος του κεφαλαίου (Constantinos Chalevas, Christos Tzovas, 2010).

Σκοπός των μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης είναι να προφυλάξει τα συμφέροντα των μετόχων, αυτό επιτυγχάνεται μέσω του διοικητικού συμβουλίου και των διάφορων επιτροπών. Το Διοικητικό Συμβούλιο αποσκοπεί στην βελτίωση της αποτελεσματικότητας της διαχείρισης. Ένα διοικητικό συμβούλιο το οποίο αποτελείται από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη, μη εκτελεστικά μέλη και εκτελεστικά μέλη θα μπορούσε να θεωρηθεί πιο αποτελεσματικό και επαρκώς εξοπλισμένο για την αντιμετώπιση σύνθετων προβλημάτων που μπορεί να προκύψουν. Τα ανεξάρτητα μέλη αναμένεται να προσεγγίσουν από διαφορετική σκοπιά τα διάφορα προβλήματα τα οποία μπορεί να προκύψουν (Nemeth, 1986). Η

διαφορά των απόψεων που ενδέχεται να υπάρχει μεταξύ των ανεξάρτητων και μη ανεξάρτητων μελών μπορεί να οδηγήσει σε μια πιο εμπειριστατωμένη ανάλυση και τελικά στην αντιμετώπιση κάθε προβλήματος με τον πιο αποτελεσματικό τρόπο και να οδηγήσει στη λήψη βέλτιστων αποφάσεων, μελλοντικά κερδοφόρων για την οντότητα.

Επιπρόσθετα, τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου (Δ.Σ) μη παρακινούμενα από άλλα συμφέροντα ή μη αποσκοπώντας σε επιπλέον αποζημιώσεις, είναι ευκολότερο να κινούνται με γνώμονα τον επαγγελματισμό και την αντικειμενικότητα και έτσι αναμένεται να ασκήσουν πιο αυστηρό έλεγχο στη διοίκηση με απώτερο σκοπό την αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Επομένως, μπορεί να υποστηριχθεί ότι η αποτελεσματικότητα της εταιρίας και άρα ο δείκτης κερδοφορίας μιας επιχείρησης έχει θετική συσχέτιση με τη σύσταση του Διοικητικού Συμβουλίου (όσο περισσότερα ανεξάρτητα μέλη τόσο πιο αποτελεσματική-κερδοφόρα μια επιχείρηση).

Η κερδοφορία της επιχείρησης επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες όπως για παράδειγμα η επίδοση του Διοικητικού Συμβουλίου αλλά και των επιτροπών της εταιρίας. Η επίδοση αυτών εξαρτάται από τις γνώσεις τους και την επαγγελματική τους εμπειρία.

Σύμφωνα με τις τροποποιητικές διατάξεις του Ελληνικού κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΚΕΔ) του Οκτωβρίου του 2013 το Διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να χαρακτηρίζεται και από ποικιλομορφία ως προς το φύλο καθώς και ποικιλομορφία δεξιοτήτων, απόψεων, ικανοτήτων, γνώσεων, προσόντων και εμπειρίας, που να ανταποκρίνονται στους εταιρικούς στόχους.

Στην περίπτωση που το διοικητικό συμβούλιο περιλαμβάνει μέλη που έχουν την απαραίτητη γνώση και εμπειρία τότε είναι πιο πιθανή η χρήση των κατάλληλων κριτηρίων για την αρχική επιλογή και επακόλουθη αξιολόγηση των διευθυντών των διαφόρων τμημάτων της επιχείρησης. Κατά συνέπεια η επιχείρηση θα απασχολεί σε καίριες θέσεις εκείνους που συμβάλλουν, μέσα από τις αποφάσεις και τις ενέργειές τους, στη μεγιστοποίηση της αξία της επιχείρησης.

Από τον ΕΣΕΔ προτείνεται στη θέση του Προέδρου να υπάρχει διαφορετικό πρόσωπο από αυτό στη θέση του διευθύνοντος Συμβούλου της εταιρείας και εάν ο πρόεδρος είναι εκτελεστικό μέλος ή το ίδιο πρόσωπο με τον Διευθύνοντα Σύμβουλο τότε ο αντιπρόεδρος να είναι ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος. Σύμφωνα με το Working paper, Harvard Law School υπήρξαν τεκμήρια που υποστήριξαν την άποψη ότι ο διαχωρισμός του Διευθύνοντα Συμβούλου με τις αρμοδιότητες του προέδρου συσχετίζεται θετικά με την λειτουργική απόδοση της εταιρίας. Ως συνέπεια των παραπάνω προκύπτει ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση έχει θετική συσχέτιση με τη κερδοφορία της επιχείρησης.

Στα ίδια ερευνητικά πορίσματα κατέληξε και η έρευνα που πραγματοποίησαν οι Humera Khatab et al (2011). Η έρευνα έγινε για να διαπιστωθεί η συσχέτιση μεταξύ μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης και της αποτελεσματικότητας της εταιρίας. Τα δεδομένα αφορούσαν τις χρήσεις 2005-2009 για 20 εισηγμένες εταιρίες. Η αποτελεσματικότητα των εταιριών υπολογίστηκε με βάση τους δείκτες ROA, ROE. Τα ερευνητικά αποτελέσματα έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις με ισχυρούς μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης είναι πιο αποτελεσματικές και πιο κερδοφόρες από αυτές που δεν έχουν εφαρμόσει μηχανισμούς Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Σε αντίθετα αποτελέσματα από αυτά, έφτασαν οι Rob Bauer et al (2003), των οποίων τα ερευνητικά πορίσματα δείχνουν αρνητική συσχέτιση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης και του Return on equity (R.O.E).

Στην κερδοφορία των επιχειρήσεων παίζουν μεγάλο ρόλο και εξωτερικοί παράγοντες όπως το νομικό περιβάλλον. Η έρευνα των Leora F. Klapper, Inessa Love (2004), αποδεικνύει ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση έχει μεγαλύτερη σημασία σε χώρες με ασθενές νομικό περιβάλλον. Επίσης, η ίδια έρευνα αποκαλύπτει ότι οι ισχυρότεροι μηχανισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης έχουν θετική συσχέτιση με την καλύτερη απόδοση της εταιρίας αλλά και την αξία της (operating performance and market valuation).

Τέλος, όταν μια νέα τροποποίηση ήδη υπάρχοντος νόμου ή ένας νέος νόμος αναμένεται να αυξήσει το κόστος για μια εταιρία, αναμένεται ότι οι πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις θα έχουν υψηλότερα ποσοστά συμμόρφωσης από τις λιγότερο

κερδοφόρες επιχειρήσεις και αυτό γιατί θα έχουν τους απαιτούμενους πόρους τους οποίους θα μπορούν να διαθέσουν ώστε να συμμορφωθούν με τον νέο νόμο ή την τροποποίηση σε αντίθεση με τις λιγότερο κερδοφόρες οντότητες οι οποίες μπορεί να έχουν έλλειψη διαθέσιμων πόρων προκειμένου να συμμορφωθούν.

Συνοψίζοντας, προκύπτει ότι ο βαθμός συμμόρφωσης των εταιριών με τις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης εξηγείται σε μεγάλο βαθμό και από την κερδοφορία της οντότητας. Δηλαδή, όσο πιο κερδοφόρα η επιχείρηση τόσο πιο υψηλό το προσδοκώμενο επίπεδο συμμόρφωσης με την Εταιρική Διακυβέρνηση.

### **2.3 Υπόθεση H3**

**Ο βαθμός συμμόρφωσης στις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι υψηλότερος για μεγάλες επιχειρήσεις.**

Το μέγεθος μιας επιχείρησης, ανεξάρτητα από τον τρόπο με τον οποίο μετράται (π.χ. το σύνολο του ενεργητικού, πωλήσεων κύκλου εργασιών, τον αριθμό των μετοχών), είναι μια μεταβλητή που μπορεί να εξηγήσει, σε σημαντικό βαθμό, την ποιότητα των γνωστοποιήσεων και της συμμόρφωσης της επιχείρησης.

Οι οικονομικές καταστάσεις των μεγαλύτερων επιχειρήσεων είναι πιο πιθανό να εξεταστούν και να αναλυθούν διεξοδικά από τους οικονομικούς αναλυτές και τους μετόχους. Ως αποτέλεσμα, οι μεγάλες επιχειρήσεις δέχονται μεγάλη πίεση ως προς τη συμμόρφωσή τους με το νόμο. Επιπλέον, είναι πιθανόν οι μεγάλες επιχειρήσεις να θελήσουν να εισαχθούν στην δημόσια αγορά και ως προϋπόθεση οφείλουν να συμμορφωθούν με τις ελάχιστες απαιτήσεις τις οποίες καθορίζει η επιτροπή κεφαλαιοποίησης (Konstantinos Vasilacopoulos, Apostolos Ballas, Christos Tzovas, 2010).

Σύμφωνα με την έρευνα της Grant Thornton (2012), οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις συμμορφώνονται περισσότερο με τις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Επιπρόσθετα, οι Pernilla Linden, Zoltan Matolcsy (2004) μέσω της έρευνάς τους βρήκαν στοιχεία που δείχνουν ότι ο βαθμός συμμόρφωσης της εταιρίας στις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης έχει σημαντική σχέση με το μέγεθος της εταιρίας, ενώ δεν βρήκαν αποδεικτικά στοιχεία για σημαντική σχέση μεταξύ του βαθμού συμμόρφωσης και την απόδοσης της επιχείρησης.

Η έρευνα των LL Eng , YT Mak (2003) αποδεικνύει ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις συμμορφώνονται περισσότερο με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Δηλαδή υπάρχει μια θετική συσχέτιση μεταξύ μεγέθους της εταιρίας και της συμμόρφωσης στις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις.

Τέλος , οι αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις και δη οι πολυεθνικές χρειάζονται συνεχή άντληση υπέρογκων κεφαλαίων προκειμένου να εξασφαλίσουν βιωσιμότητα αλλά και περεταίρω ανάπτυξη καθιστώντας αναγκαία γι αυτές την εύρεση νέων επενδυτών, οι οποίοι με τη σειρά τους ενδιαφέρονται να μάθουν πώς η επιχείρηση χρησιμοποιεί τις πηγές της. Σαν αποτέλεσμα οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν ισχυρό κίνητρο να συμμορφωθούν με τις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Υπάρχει η πεποίθηση ότι οι αποφάσεις των επενδυτών επηρεάζονται από το βαθμό στον οποίο μια επιχείρηση εφαρμόζει την εταιρική διακυβέρνηση. Διαπιστώθηκε ότι οι επενδυτές έχουν την τάση να επενδύουν σε επιχειρήσεις όπου εφαρμόζονται κανονισμοί εταιρικής διακυβέρνησης επειδή πιστεύουν ότι τα συμφέροντά τους προστατεύονται πιο αποτελεσματικά σε αυτές τις επιχειρήσεις. Ομοίως, οι πιστωτές είναι πιο πρόθυμοι να παράσχουν κεφάλαια σε μια επιχείρηση όταν υιοθετεί τον κώδικα Εταιρικής διακυβέρνησης. Επομένως η επιχείρηση είναι πιο πρόθυμη να συμμορφωθεί με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης προκειμένου να προσελκύσει περισσότερους επενδυτές.

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι η συμμόρφωση με την Εταιρική Διακυβέρνηση εξηγείται έως κάποιο βαθμό από το μέγεθος της επιχείρησης. Κάτω από αυτές τις συνθήκες αναμένεται να υπάρξει θετική και σημαντική συσχέτιση μεταξύ μεγέθους επιχείρησης και συμμόρφωσης με την Εταιρική Διακυβέρνηση. Με άλλα λόγια όσο μεγαλύτερο το μέγεθος της οικονομικής μονάδας τόσο υψηλότερο αναμένεται το επίπεδο συμμόρφωσής της με την Εταιρική Διακυβέρνηση.



## 2.4 Υπόθεση H4

**Ο βαθμός συμμόρφωσης με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης συσχετίζεται θετικά και σημαντικά με τη μόχλευση της επιχείρησης**

Συμφώνα με τους Jensen and Meckling (1976), agency relationship είναι μια σύμβαση όπου ο κύριος (principal) αναθέτει μια υπηρεσία στον αντιπρόσωπο (agent) για να την εκτελέσει γι αυτόν. Μαζί με την υπηρεσία πρέπει να του μεταβιβάσει και εξουσία λήψης αποφάσεων και έτσι δημιουργείται το agency problem.

Σύμφωνα με την agency theory και τα δύο μέρη χαρακτηρίζονται από ιδιοτέλεια και άρα υποκινούνται από τα προσωπικά τους συμφέροντα. Τα συμφέροντα των δυο μερών έρχονται πολλές φορές σε σύγκρουση. Όταν μια επιχείρηση έχει υψηλά επίπεδα μόχλευσης, η κύρια πηγή χρηματοδότησή της είναι οι πιστωτές. Οι πιστωτές ενδιαφέρονται να εξασφαλίσουν ότι θα πάρουν πίσω το κεφάλαιο με το οποίο χρηματοδότησαν την επιχείρηση και τους τόκους που αναλογούν στο κεφάλαιο.

Λόγω της αναγκαιότητας των κεφαλαίων που οι επιχειρήσεις αντλούν από τα πιστωτικά ιδρύματα, προκειμένου να εξασφαλίσουν τη βιωσιμότητα τους και την περαιτέρω ανάπτυξή τους, οι πιστωτές αποκτούν μεγάλη δύναμη, ως προς τις επιχειρήσεις και τα κατάλληλα κίνητρα ώστε να ασκήσουν στις οντότητες που χρηματοδοτούν μεγάλη πίεση ως προς τη συμμόρφωση τους στις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης (ένας από τους σκοπούς της είναι να προστατέψει τα δικαιώματα των πιστωτών). Επομένως σύμφωνα με την agency theory οι πιστωτές των επιχειρήσεων με υψηλό επίπεδο μόχλευσης έχουν ισχυρά κίνητρα να παρακινήσουν τις επιχειρήσεις να συμμορφωθούν με τις απαιτήσεις της Εταιρικής διακυβέρνησης. Επιπλέον, τέτοιες επιχειρήσεις τείνουν να είναι πιο κερδοφόρες αλλά και πιο επικίνδυνες και οι πιστωτές έχουν μεγαλύτερη εξουσία στη χρηματοοικονομική δομή τους (Oliveira et al, 2011). Σύμφωνα με την έρευνα του Humera Khatab et al (2011) υπάρχουν στοιχεία που αποκαλύπτουν θετική συσχέτιση μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και της μόχλευσης.

Σύμφωνα με την έρευνα του Joshua Abor (2007), αποκαλύπτονται στοιχεία τα οποία δείχνουν στατιστικά σημαντικές και θετικές συσχετίσεις μεταξύ κεφαλαιακής

διάρθρωσης, μεγέθους του Διοικητικού Συμβουλίου και σύνθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου. Τα αποτελέσματα φανερώνουν ότι οι εισηγμένες επιχειρήσεις της Γκάνας επιδιώκουν υψηλή πολιτική χρέους με μεγαλύτερο μέγεθος Διοικητικού Συμβουλίου, υψηλότερο ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών και μεγαλύτερη ποικιλομορφία των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Τα αποτελέσματα δείχνουν επίσης αρνητική (αν και στατιστικά ασήμαντη) σχέση μεταξύ της θητείας του Διοικητικού Συμβουλίου και της κεφαλαιακής διάρθρωσης, γεγονός που υποδηλώνει ότι προτιμούν χαμηλότερα επίπεδα χρέους προκειμένου να μειώσουν τη πίεση που συνδέεται με υψηλό χρέος.

Σε αντίθεση με τα παραπάνω, τα ερευνητικά πορίσματα κάποιων μελετών όπως των LL Eng, YT Mak (2003) αποκαλύπτουν ότι επιχειρήσεις με μικρότερο χρέος άρα με μικρότερη μόχλευση συμμορφώνονται περισσότερο με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Τα ευρήματα αποκαλύπτουν ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης και της πιστοληπτικής ικανότητας.

Συμφώνα με τα παραπάνω αποδεικνύεται ότι υπάρχει θετική και σημαντική συσχέτιση μεταξύ του βαθμού μόχλευσης και της συμμόρφωσης με τις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης και αυτό κυρίως επειδή αναμένεται πως όσο αυξάνεται ο βαθμός μόχλευσης και άρα το χρέος για μια εταιρία τόσο αυξάνεται η πίεση εκ μέρους των πιστωτών για μεγαλύτερη συμμόρφωση με τις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης προκειμένου να διασφαλιστούν τα συμφέροντα τους.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΔΕΙΓΜΑ - ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ**

### **3.1 Δείγμα**

Το δείγμα περιλαμβάνει είκοσι-μία (21) εταιρίες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών για το οικονομικό έτος 2015. Το δείγμα περιλαμβάνει τις εισηγμένες εταιρίες δύο κλάδων:

- A. κατασκευαστικός κλάδος
- B. κλάδος πρώτων υλών.

Από τις εικοσιπέντε (25) εισηγμένες επιχειρήσεις του κατασκευαστικού κλάδου στο δείγμα συμπεριλαμβάνονται οι δεκαπέντε (15). Από το δείγμα αφαιρείται μία (1) που συγχωνεύτηκε και επομένως το έτος 2015 δε δημοσίευσε ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, δυο (2) που είναι προς διαγραφή από το Χρηματιστήριο Αθηνών , και επτά (7) που βρίσκονται υπό επιτήρηση.

Από τις δεκατέσσερις (14) εισηγμένες επιχειρήσεις που ανήκουν στον κλάδο των πρώτων υλών, στο δείγμα συμπεριλαμβάνονται οι έξι (6). Αφαιρούνται οι τέσσερις (4) οι οποίες βρίσκονται υπό επιτήρηση, οι τρεις (3) οι οποίες συγχωνεύτηκαν και ως εκ τούτου δεν δημοσίευσαν ετήσιες οικονομικές καταστάσεις για το έτος 2015 και άλλη μια (1) για την οποία δεν υπήρχαν δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις.

Άρα από το σύνολο των (39) εισηγμένων επιχειρήσεων για τους δυο κλάδους, αφαιρούνται οι δεκαοκτώ (18) και ως εκ τούτου στο δείγμα συμπεριλαμβάνονται οι υπόλοιπες είκοσι-μία (21) επιχειρήσεις. Οι επιχειρήσεις αυτές παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα καθώς και η διαδικασία που ακολουθήθηκε για την επιλογή τους.

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Εισηγμένες εταιρίες κατασκευαστικού κλάδου	25
Μείον (-)	
εταιρίες που συγχωνεύτηκαν	1
εταιρίες προς διαγραφή	2
εταιρίες υπό επιτήρηση	7
σύνολο εισηγμένων εταιριών που δεν περιλαμβάνονται στο δείγμα	10

Εισηγμένες εταιρίες του κλάδου των πρώτων υλών	14
Μείον (-)	
εταιρίες που συγχωνεύτηκαν	3
εταιρίες που δεν βρέθηκαν δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις	1
εταιρίες υπό επιτήρηση	4
σύνολο εισηγμένων εταιριών που δεν περιλαμβάνονται στο δείγμα	8

σύνολο εισηγμένων εταιριών που περιλαμβάνονται στο δείγμα κατασκευαστικού κλάδου	15
Πλέον (+)	
σύνολο εισηγμένων εταιριών που περιλαμβάνονται στο δείγμα του κλάδου των πρώτων υλών	6
<b>Σύνολο εταιρειών δείγματος</b>	<b>21</b>

### 3.2 Πηγή Δεδομένων

#### Εταιρική Διακυβέρνηση

Για τις εταιρίες που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα η μοναδική πηγή πληροφοριών σχετικά με την Εταιρική Διακυβέρνηση είναι οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις. Επομένως, για την υλοποίηση της μελέτης χρησιμοποιήθηκαν ποιοτικά στοιχεία από τις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις των εταιριών για το έτος 2015 και αφορούσαν τη συμμόρφωση των εταιριών στις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Συγκεκριμένα, χρησιμοποιήθηκαν ποιοτικά χαρακτηριστικά τα οποία και συλλέχτηκαν από την Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης που είναι αναπόσπαστο κομμάτι της ετήσιας οικονομικής έκθεσης των εισηγμένων επιχειρήσεων και αφορά το έτος 2015.

## **Αριθμοδείκτες κερδοφορίας, μεγέθους και μόχλευσης**

Για τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών (κερδοφορίας, μόχλευσης και μεγέθους) χρησιμοποιήθηκαν ποσοτικά χαρακτηριστικά, τα οποία επίσης συλλέχτηκαν και υπολογίστηκαν με βάση τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις των εισηγμένων εταιριών του 2015.

### **Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (Δ.Λ.Π)**

Υπάρχουν πολλοί μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση της συμμόρφωσης των εταιριών στις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων. Μια από τις πιο συνηθισμένες είναι ερωτηματολόγια τα οποία θα απαντηθούν από ειδικούς (πχ. Ελεγκτές).

Μια άλλη προσέγγιση είναι να χρησιμοποιηθούν πίνακες ελέγχου (checklist) οι οποίοι θα περιλαμβάνουν όλες τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις των (Δ.Λ.Π) και στην συνέχεια μέσω των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων εξετάζεται το ποσοστό συμμόρφωσης της κάθε εταιρίας ξεχωριστά. Ωστόσο, προκύπτει ένα σημαντικό ζήτημα προκειμένου να βαθμολογηθεί σωστά μια επιχείρηση ως προς τη συμμόρφωσή της με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις των (Δ.Λ.Π). Το ζήτημα αφορά τις πληροφορίες που δεν έχει γνωστοποιήσει η εκάστοτε επιχείρηση.

Συγκεκριμένα, θα πρέπει να εξεταστεί το κατά πόσο ή όχι η συγκεκριμένη απαιτούμενη γνωστοποίηση έχει εφαρμογή στην εν λόγω εταιρία. Γι αυτό το λόγο θα πρέπει να εξετάζεται διεξοδικά η κάθε ετήσια οικονομική κατάσταση των εταιριών που συμπεριλαμβάνεται στο δείγμα. Παραδείγματος χάρη, τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα προτάσσουν μια σειρά από απαιτούμενες γνωστοποιήσεις που αφορούν τα περιουσιακά στοιχεία που αποκτήθηκαν μέσω leasing. Επιχειρήσεις που δεν έχουν μισθωμένα περιουσιακά στοιχεία είναι λογικό να μην έχουν ανάλογες γνωστοποιήσεις στις ετήσιες οικονομικές τους καταστάσεις. Κατά τη διενέργεια μιας έρευνας για να διαπιστωθεί η συμμόρφωση μιας εταιρίας με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις των Δ.Λ.Π, υπάρχουν ζητήματα σχετικά με το αν η επιχείρηση πρέπει να γνωστοποιήσει κάποια πληροφορικά στοιχεία ή όχι και επομένως απαιτείται η κρίση από πλευράς του ερευνητή.

Για τη μέτρηση του βαθμού συμμόρφωσης χρησιμοποιούνται συνήθως δυο προσεγγίσεις οι οποίες είναι:

- η «Διχοτόμος» προσέγγιση
- η «μερική συμμόρφωση - μη σταθμισμένη μέθοδος»

Συμφώνα με τη «διχοτόμο» προσέγγιση δίνεται ίδια βαρύτητα σε όλες τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις των σε ισχύ Δ.Λ.Π και ως εκ τούτου δίνεται περισσότερη βαρύτητα στα πρότυπα που απαιτούν περισσότερες γνωστοποιήσεις ενώ με τη δεύτερη προσέγγιση «μερική συμμόρφωση - μη σταθμισμένη μέθοδος», δίνεται η ίδια βαρύτητα σε όλα τα πρότυπα.

Σύμφωνα με τα ερευνητικά πορίσματα του Tsalavoutas et al (2010), οι δύο αυτές προσεγγίσεις δίνουν πολύ διαφορετικά αποτελέσματα ως προς το βαθμό συμμόρφωσης της κάθε εταιρίας με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (Δ.Λ.Π). Υποστηρίζεται ότι η ταυτόχρονη εφαρμογή και των δύο προσεγγίσεων οδηγεί σε πιο αξιόπιστο αποτέλεσμα ως προς το βαθμό συμμόρφωσης .

Κατά τη διενέργεια της παρούσας εργασίας και λόγω περιορισμένου χρόνου, χρησιμοποιήθηκε η «διχοτόμος» προσέγγιση. Αυτή η προσέγγιση απεικονίζει τη συμμόρφωση ως τιμή ενός δείκτη συμμόρφωσης για κάθε επιχείρηση του δείγματος. Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται διαιρώντας τις γνωστοποιήσεις που είχε συμπεριλάβει η εταιρία στην ετήσια έκθεση της με τον αριθμό των συνολικών γνωστοποιήσεων που θα έπρεπε η εκάστοτε εταιρία να είχε συμπεριλάβει στην ετήσια οικονομική της έκθεση.

Για κάθε στοιχείο που πρέπει να γνωστοποιηθεί σύμφωνα με τα σε ισχύ Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα υπάρχουν τρεις περιπτώσεις:

- A. η επιχείρηση έπρεπε να κάνει τη γνωστοποίηση και την έκανε
- B. η επιχείρηση έπρεπε να είχε γνωστοποιήσει το στοιχείο αλλά δεν το έκανε
- C. κάποιο στοιχείο πληροφόρησης δεν γνωστοποιήθηκε από την εταιρία, διότι δεν είχε εφαρμογή για την συγκεκριμένη εταιρία.

Όπως αναφέραμε και πιο πάνω με αυτή τη προσέγγιση δίδεται ίση βαρύτητα σε όλα τα στοιχεία που πρέπει να δημοσιευθούν – γνωστοποιηθούν με βάση τα σε ισχύ Δ.Λ.Π. Κατά συνέπεια δίνεται βαρύτητα στα πρότυπα που απαιτούν περισσότερες γνωστοποιήσεις. Δεδομένου ότι ορισμένα πρότυπα απαιτούν ένα μεγάλο αριθμό στοιχείων που πρέπει να γνωστοποιούνται, ενώ για άλλα πρότυπα απαιτείται να

γνωστοποιηθούν λιγότερα στοιχεία, τα πρότυπα που απαιτούν περισσότερες γνωστοποιήσεις στοιχείων δεν αντιμετωπίζονται ισότιμα με αυτά τα πρότυπα που απαιτούν λιγότερες γνωστοποιήσεις (Al- Shiab, 2003).

### 3.3 Μεθοδολογία

Σκοπός αυτής της μελέτης είναι να προσδιορίσει τους παράγοντες που εξηγούν τη συμμόρφωση των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Όπως αναλύθηκε παραπάνω ο βαθμός συμμόρφωσης των επιχειρήσεων του δείγματος υπολογίστηκε με τη «διχοτόμο» προσέγγιση.

Η στατιστική ανάλυση πραγματοποιήθηκε για ένα μεμονωμένο έτος, το έτος 2015. Χρησιμοποιήθηκε μονοπαραγοντική δοκιμή για να εξεταστεί η σχέση μεταξύ του δείκτη συμμόρφωσης και κάθε άλλης μεμονωμένης ανεξάρτητης μεταβλητής. Ειδικότερα εξετάστηκε η σχέση μεταξύ βαθμού συμμόρφωσης των επιχειρήσεων με:

- i. τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης με τη συμμόρφωση στις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις των Δ.Λ.Π (που υπολογίστηκε με το δείκτη συμμόρφωσης υιοθετώντας τη «διχοτόμο» προσέγγιση),
- ii. τη κερδοφορία (η οποία υπολογίστηκε με βάση το Return-On-Equity (ROE)),
- iii. τη μόχλευση (η οποία υπολογίστηκε με το δείκτη συνολικό χρέος/ Ίδια κεφάλαια),
- iv. το μέγεθος της εταιρίας (υπολογίζεται σε συνάρτηση με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων).

Για να προσδιοριστεί κατά πόσο η συμμόρφωση με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις σχετίζεται με τις προαναφερθείσες ανεξάρτητες μεταβλητές, ορίζονται τα ακόλουθα μοντέλα.

#### Μονοπαραγοντικά μοντέλα:

- $C = a_0 + a_1 DLP + e$
- $C = b_0 + b_1 SIZE + e$
- $C = c_0 + c_1 ROE + e$
- $C = d_0 + d_1 LEV + e$

όπου,

C: δείκτης που μετράει το βαθμό συμμόρφωσης των εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο Αθηνών στις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης

SIZE: Μέγεθος Επιχείρησης

ROE: Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων

LEV: Μόχλευση

DLP: Δείκτης που μετράει το βαθμό συμμόρφωσης των εταιριών στις απαιτούμενες από τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (Δ.Λ.Π) γνωστοποιήσεις.

$a_0, b_0, c_0, d_0$ : σταθερές των συναρτήσεων παλινδρόμησης.

$a_1, b_1, c_1, d_1$ : συντελεστές που ορίζουν τη γραμμική συσχέτιση της συνάρτησης.

e: Τα κατάλοιπα της γραμμικής παλινδρόμησης.

Για την έρευνα αυτή ακολουθήθηκαν δύο προσεγγίσεις :

1. για τον υπολογισμό του C λαμβάνονται υπόψη μόνο οι απαιτήσεις των ειδικών πρακτικών για εισηγμένες οικονομικές μονάδες που ταυτίζονται με το νομοθετικό πλαίσιο (VAR1),
2. για τον υπολογισμό της C λαμβάνονται υπόψη όλες οι ειδικές πρακτικές για εισηγμένες οικονομικές μονάδες, δηλαδή αυτές που ταυτίζονται με τη νομοθεσία αλλά και αυτές που υπερβαίνουν τη νομοθεσία (VAR2).

#### **Ειδικές πρακτικές που ταυτίζονται με το Νομοθετικό Πλαίσιο**

$$VAR_1 = MHEK\_DS + ANEX\_DS + POS\_AN + ESWT + EE + EE\_APAIT + THHT\_DS + AN\_KED + EPIP\_ED + ESWT\_KIN + GS + DS + APOKL\_X + DHM\_PR\_EX + POS\_MHEK + POIK$$

**Επακόλουθα:**  $C1 = VAR1/16$

**Λαμβάνονται υπόψη οι ειδικές πρακτικές που υπερβαίνουν το νόμο και αυτές που ταυτίζονται με τη νομοθεσία**

$$VAR_2 = MHEK\_DS + ANEX\_DS + POS\_AN + ESWT + AR\_DS + PL\_DS + POS\_MHEK + EKT\_DS + THHT\_DS\_YPER + ET\_GR + POIK + ANT\_DS + SYN\_DS + PAR\_DS + EE + EE\_APAIT + SYN\_EE + AXIOL + E\_AM + E\_YPO + BIOG\_DS + AN\_KED + EPIP\_ED + ESWT\_KIN + GS + DS + APOKL\_M + DHM\_PR\_EX + EKTH\_AM + ANEX\_DS\_YPER + DED\_THHT\_DS + EE\_YPER + AR\_EE\_YPER$$

**Επακόλουθα:**  $C2 = VAR2/33$



όπου,

- MHEK\_DS → Εκφράζει την απαίτηση του Νόμου 3016/2002, σύμφωνα με την οποία τουλάχιστον το 1/3 των μελών του Δ.Σ (Διοικητικού Συμβουλίου) θα πρέπει να αποτελείται από μη εκτελεστικά μέλη.
- ANEX\_DS → Εκφράζει τη συμμόρφωση των επιχειρηματικών μονάδων στην απαίτηση του νόμου ως προς την ύπαρξη τουλάχιστον δύο (2) ανεξάρτητων μελών στο Δ.Σ (Διοικητικό Συμβούλιο).
- POS\_AN → Εκφράζει το ποσοστό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ (Διοικητικού Συμβουλίου).
- ESWT → Απεικονίζει την ύπαρξη ή όχι τμήματος εσωτερικού ελέγχου.
- AR\_DS → Εκφράζει τη συμμόρφωση των εταιριών με την απαίτηση, η οποία υπερβαίνει τη νομοθεσία, σύμφωνα με την οποία το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να αποτελείται από επτά (7) έως δεκαπέντε (15) μέλη.
- PL\_DS → Αντιπροσωπεύει τη συμμόρφωση των εταιρειών με την ειδική πρακτική η οποία υπερβαίνει τη νομοθεσία, σύμφωνα με την οποία το Δ.Σ (Διοικητικό Συμβούλιο) θα πρέπει κατά πλειοψηφία να αποτελείται από μη εκτελεστικά μέλη.
- POS\_MHEK → Εκφράζει το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών που υπάρχουν στο Δ.Σ (Διοικητικό Συμβούλιο).
- EKT\_DS → Είναι παράγοντας που μετράει αν στο Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ) υπάρχουν τουλάχιστον δύο (2) εκτελεστικά μέλη, όπως απαιτείται από τον ΕΣΕΔ.
- THHT\_DS → Παράγοντας που μετράει αν η θητεία των μελών του Δ.Σ (Διοικητικού Συμβουλίου) είναι στα προβλεπόμενα όρια του νόμου. Ο νόμος προβλέπει μέχρι 6 χρόνια.
- ET\_GR → Εκφράζει την ύπαρξη ή όχι εταιρικού γραμματέα στις οικονομικές μονάδες.
- POIK → Εκφράζει την ύπαρξη ποικιλομορφίας μέσα στο Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ).
- ANT\_DS → Παράγοντας που μετρά τη συμμόρφωση των εισηγμένων εταιριών με την ειδική πρακτική που υπερβαίνει τη νομοθεσία, σύμφωνα με την οποία ο αντιπρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου (Δ.Σ) θα πρέπει να

χαρακτηρίζεται ως ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος, αν ο πρόεδρος είναι εκτελεστικό μέλος ή εκτός από πρόεδρος είναι και Διευθύνοντας Σύμβουλος.

- SYN\_DS → Είναι ο παράγοντας που εκφράζει αν στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης κάθε εταιρίας, γνωστοποιήθηκε ο αριθμός συνεδριάσεων που πραγματοποίησε το Διοικητικό Συμβούλιο κατά τη διάρκεια του έτους.
- PAR\_DS → Είναι ο παράγοντας που εκφράζει αν δημοσιεύτηκε στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης ο αριθμός συνεδριάσεων που παρευρέθη το κάθε μέλος του Δ.Σ (Διοικητικού Συμβουλίου) κατά τη διάρκεια του έτους.
- EE → Παράγοντας που εκφράζει την ύπαρξη ή όχι Επιτροπή Ελέγχου στην οικονομική μονάδα.
- EE\_APAIT → Είναι ο παράγοντας που εκφράζει αν η οικονομική μονάδα συμμορφώνεται με της απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης σχετικά με την Επιτροπή Ελέγχου (η επιτροπή ελέγχου πρέπει να αποτελείται τουλάχιστον από δύο (2) μη εκτελεστικά μέλη και ένα (1) ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος).
- SYN\_EE → Είναι παράγοντας που εκφράζει αν στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης γνωστοποιήθηκε ο αριθμός συνεδριάσεων που πραγματοποίησε η Επιτροπή Ελέγχου κατά τη διάρκεια του έτους.
- AXIOL → Αφορά την ύπαρξη συγκεκριμένης διαδικασίας Αξιολόγησης των μελών του Δ.Σ και των άλλων επιτροπών.
- E\_AM → Παράγοντας που εκφράζει τη συμμόρφωση της επιχειρηματικής μονάδας σχετικά με την επιτροπή αμοιβών (δηλαδή αν υπάρχει Επιτροπή αμοιβών και αν δημοσιεύεται στη δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης το έργο της, ο αριθμός συνεδριάσεων των μελών μέσα στο έτος και αν αποτελείται από 3 μέλη).
- E\_YPO → Παράγοντας που εκφράζει τη συμμόρφωση της οικονομικής μονάδας σχετικά με την επιτροπή ανάδειξης υποψήφιων μελών (δηλαδή αν υπάρχει Επιτροπή ανάδειξης υποψήφιων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, αν δημοσιεύεται στη δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης το έργο της, ο αριθμός συνεδριάσεων των μελών μέσα στο έτος και αν αποτελείται από 3 μέλη).

- BIOG\_DS → Παράγοντας που εκφράζει αν στη Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης υπάρχουν τα βιογραφικά των μελών του Δ.Σ (Διοικητικού Συμβουλίου).
- AN\_KED → Είναι ο παράγοντας που εκφράζει αν στη Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης γίνεται αναφορά στον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης στον οποίο υπάγεται η εταιρεία ή τον οποίο έχει αποφασίσει αυτοβούλως να εφαρμόζει, καθώς και αν γνωστοποιεί τον τόπο με τον οποίο είναι διαθέσιμο στο κοινό το σχετικό κείμενο.
- EPIP\_ED → Είναι ο παράγοντας που εκφράζει αν στην Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης έγινε αναφορά στις πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης που εφαρμόζει η οικονομική μονάδα επιπλέον των προβλέψεων του νόμου, καθώς και παραπομπή στον τόπο όπου τις έχει δημοσιοποιήσει.
- ESWT\_KIN → Εκφράζει αν έγινε η απαιτούμενη, από την Εταιρική Διακυβέρνηση, περιγραφή των κύριων χαρακτηριστικών των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων της εταιρείας σε σχέση με τη διαδικασία σύνταξης των οικονομικών καταστάσεων.
- GS → Είναι ο παράγοντας που μετράει αν έχουν γνωστοποιηθεί στη Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης όλα τα απαιτούμενα πληροφοριακά στοιχεία για τον τρόπο λειτουργίας της γενικής συνέλευσης των μετόχων και τις βασικές εξουσίες της, καθώς και περιγραφή των δικαιωμάτων των μετόχων και του τρόπου άσκησης τους.
- DS → Είναι ο παράγοντας που δηλώνει αν οι επιχειρηματικές μονάδες πραγματοποίησαν όλες τις απαραίτητες γνωστοποιήσεις, σχετικά με τη σύνθεση και τον τρόπο λειτουργίας του Διοικητικού Συμβουλίου, στη Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης.
- APOKL\_X → Είναι παράγοντας που μετράει το βαθμό συμμόρφωσης των οικονομικών μονάδων ως προς τη γνωστοποίηση των αποκλίσεων από τον Κώδικα της Εταιρικής Διακυβέρνησης τον οποίο έχουν υιοθετήσει, καθώς και αν στη γνωστοποίηση αυτή έχει συμπεριληφθεί ο λόγος της κάθε απόκλισης (όταν ελέγχονται μόνο οι ειδικές πρακτικές για εισηγμένες επιχειρήσεις οι οποίες ταυτίζονται με τη νομοθεσία).
- APOKL\_M → Εκφράζει το ποσοστό των αποκλίσεων της εταιρίας που δήλωσε ότι αποκλίνει και εξήγησε τους λόγους της απόκλισης (όταν

συμπεριλαμβάνονται και οι ειδικές πρακτικές για εισηγμένες εταιρίες οι οποίες ξεπερνάμε τη νομοθεσία).

- DHM\_PR\_EX → Ο παράγοντας αυτός εκφράζει τη γνωστοποίηση των απαιτούμενων πληροφοριακών στοιχείων εφόσον η εταιρεία υπάγεται στην οδηγία 2004/25/EK σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς .
- EKTH\_AM → Παράγοντας που εκφράζει την ύπαρξη ή όχι έκθεσης αμοιβών στη Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης.
- ANEX\_DS\_YPER → Είναι ο παράγοντας που μετρά αν τουλάχιστον το 1/3 των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου (Δ.Σ) χαρακτηρίζονται ως ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη (ειδική πρακτική που υπερβαίνει τον νομοθεσία).
- THHT\_DS\_YPER → Είναι ο παράγοντας που μετράει τη συμμόρφωση με μια ακόμα ειδική πρακτική που υπερβαίνει τη νομοθεσία και ορίζει πως μέγιστη θητεία για τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να είναι τα τέσσερα (4) χρόνια.
- DED\_THHT\_DS → Εκφράζει την ειδική πρακτική που υπερβαίνει τη νομοθεσία η οποία ορίζει ότι πρέπει στη Δήλωση της Εταιρικής Διακυβέρνησης να αναγράφεται ο χρόνος θητείας των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.
- EE\_YPER → Παράγοντας σχετικά με την Επιτροπή Ελέγχου. Ορίζει ότι η Επιτροπή Ελέγχου θα πρέπει να αποτελείται κατά πλειοψηφία από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη.
- AR\_EE\_YPER → Παράγοντας που εκφράζει αν οι συνεδριάσεις της Επιτροπής Ελέγχου, οι οποίες έλαβαν χώρα μέσα στη περίοδο ήταν τουλάχιστον τέσσερεις (4).

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ**

### **4.1 Αποτελέσματα**

Πραγματοποιήθηκε ανάλυση παλινδρομήσεων για όλες τις εταιρίες του δείγματος για το έτος 2015 με βάση τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων και με διορθωμένα ως προς την ετεροσκεδαστικότητα σφάλματα ώστε να εξασφαλιστεί προστασία από την τελευταία που ίσως υπάρχει στα κατάλοιπα του υποδείγματος. Παρακάτω παρουσιάζονται οι πίνακες αποτελεσμάτων για κάθε παλινδρόμηση, όπως αυτά εξάγονται από το πρόγραμμα STATA. Σημειώνεται ότι η στατιστική σημαντικότητα για όλες τις παλινδρομήσεις είναι το 5%.

Οι συντελεστές παλινδρόμησης δείχνουν τη συσχέτιση (θετική/ αρνητική) της ανεξάρτητης με την εξαρτημένη μεταβλητή. Τα t-statistics, Prob(P>|t|) μας αποκαλύπτουν κατά πόσο είναι στατιστικά σημαντική η κάθε μεταβλητή. Όταν Prob(P>|t|) είναι μικρότερη του 5% τότε θεωρούμε ότι η εξεταζόμενη μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική, δηλαδή εξηγεί ως ένα βαθμό την εξαρτημένη μεταβλητή. Το R-square είναι πάντα μεταξύ 0% και 100%:

- 0% υποδεικνύει ότι το μοντέλο δεν εξηγεί καθόλου τη μεταβλητότητα των δεδομένων απόκρισης γύρω από τη μέση τιμή.
- 100% υποδεικνύει ότι το μοντέλο εξηγεί όλη τη μεταβλητότητα των δεδομένων απόκρισης γύρω από την μέση τιμή (όλα τα δεδομένα πέφτουν πάνω στην προσαρμοσμένη γραμμή παλινδρόμησης).

Σε γενικές γραμμές, όσο υψηλότερη είναι η R-square, τόσο πιο αντιπροσωπευτικό είναι το μοντέλο. Με άλλα λόγια, το  $R^2$  είναι το ποσοστό της μεταβλητότητας που ερμηνεύεται από το μοντέλο που επιλέχθηκε.

### **Υπόθεση H1**

Για να εξετάσουμε την υπόθεση H1, δηλαδή να εξετάσουμε κατά πόσο η συμμόρφωση με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης εξηγείται από τη συμμόρφωση με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, διενεργήσαμε δυο μονοπαραγοντικές δοκιμές για τις οποίες

χρησιμοποιήθηκε ως εξαρτημένη μεταβλητή ο δείκτης συμμόρφωσης της Εταιρικής Διακυβέρνησης (C) και ως ανεξάρτητη μεταβλητή ο δείκτης συμμόρφωσης των Δ.Λ.Π (DLP), όπου:

**DLP:** Αριθμοδείκτης συμμόρφωσης με βάση τη «διχοτόμο» προσέγγιση. Είναι ο συνολικός βαθμός συμμόρφωσης σχετικά με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (Δ.Λ.Π).

$$DLP = T/M, 0 \leq DLP \leq 1$$

όπου:

T → είναι ο συνολικός αριθμός των στοιχείων που γνωστοποίησε η επιχείρηση.

M → είναι ο μέγιστος αριθμός γνωστοποιήσεων που έχουν εφαρμογή για την επιχείρηση και θα έπρεπε να έχουν γνωστοποιηθεί.

Το C είναι ένας δείκτης συμμόρφωσης ο οποίος υπολογίστηκε διαιρώντας από τις γνωστοποιήσεις που πραγματοποίησε κάθε εταιρία το έτος 2015 (VAR) τον αριθμό των γνωστοποιήσεων που θα έπρεπε να είχε πραγματοποιήσει αν είχε πλήρη συμμόρφωση με την Εταιρική Διακυβέρνηση (υπολογισμός με βάση τη «διχοτόμο» προσέγγιση).

Αρχικά η έρευνα εκπονήθηκε χωρίς να συμπεριληφθούν στον υπολογισμό του δείκτη οι επιπρόσθετες ειδικές πρακτικές που υπερβαίνουν τον νόμο. Ο πρώτος δείκτης συμμόρφωσης είναι ο C1 και η παλινδρόμηση είναι:

$$C1 = a_0 + a_1 DLP + e$$

### Linear regression a

Number of obs = 21

F (1, 19) = 19.82

Prob > F = 0.0003

R-squared = 0.5106

Adj R-squared = 0.4848

Root MSE = 0.06228

C1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
DLP	1.349858	.3031803	4.45	0.000	.7152946	1.984422
_cons	-.3395338	.2432095	-1.40	0.179	-.8485772	.1695096

Λαμβάνοντας υπόψη μόνο τις ειδικές πρακτικές που ταυτίζονται με την νομοθεσία, παρατηρείται η ύπαρξη θετικής συσχέτισης μεταξύ της συμμόρφωσης στις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης (C1) και τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (DLP), καθώς ο συντελεστής λαμβάνει θετική τιμή (1.349858).

Επιπλέον, από τα αποτελέσματα διαπιστώνουμε ότι υπάρχει και στατιστικά σημαντική συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών, καθώς  $t\text{-statistic}=4,45$  και  $P>|t|=0,00$ . Επίσης παρατηρείται ότι  $R^2=0.4848$ , επομένως το 48,48% της συνολικής μεταβλητότητας εξηγείται από το μοντέλο που επιλέχθηκε.

Λαμβάνοντας υπόψη και τις ειδικές πρακτικές που ταυτίζονται με το νόμο και τις ειδικές πρακτικές που υπερβαίνουν τη νομοθεσία το μοντέλο είναι:

$$C2 = a_0 + a_1 DLP + e$$

#### Linear regression b (regress C2 DLP)

Number of obs = 21

F(1, 19) = 11.07

Prob > F = 0.0035

R-squared = 0.3682

Adj R-squared = 0.3349

Root MSE = 0.09541

C2	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
DLP	1.545415	.4644445	3.33	0.004	.5733216	2.517509
_cons	-.628464	.3725748	-1.69	0.108	-1.408272	.151344

Πραγματοποιώντας την παλινδρόμηση με τη διαφορά ότι λαμβάνονται υπόψη και οι ειδικές πρακτικές που υπερβαίνουν τη νομοθεσία, παρατηρείται ότι η συσχέτιση μεταξύ του βαθμού συμμόρφωσης στις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης και του βαθμού συμμόρφωσης στις απαιτήσεις των Δ.Λ.Π είναι και πάλι θετική και στατιστικά σημαντική.

Συγκεκριμένα ο συντελεστής λαμβάνει θετική τιμή (1.545415) και  $t\text{-statistic}=3.33$  και  $P>|t|=0,004$ . Δηλαδή η συμμόρφωση με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις των

Διεθνών Λογιστικών προτύπων εξηγεί, ως ένα βαθμό, τη συμμόρφωση στις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Επίσης παρατηρείται ότι  $R^2 = 0.3349$ , επομένως το 33,49% της συνολικής μεταβλητότητας εξηγείται από το μοντέλο που επιλέχθηκε.

Συνεπώς προκύπτουν στοιχεία τα οποία υποστηρίζουν την υπόθεση H1, σύμφωνα με την οποία αναμενόταν θετική και στατιστικά σημαντική συσχέτιση μεταξύ του βαθμού συμμόρφωσης στις απαιτήσεις των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων και το βαθμό συμμόρφωσης στις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Αυτό ίσως εξηγείται από το γεγονός ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση και τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα είναι δυο έννοιες άρρηκτα συνδεδεμένες, των οποίων οι σκοποί επιτυγχάνονται σε έναν ικανοποιητικό βαθμό μόνο εφόσον οι οικονομικές οντότητες λάβουν σοβαρά υπόψη τους και συμμορφωθούν και με τα σε ισχύ Δ.Λ.Π (Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα) και με τους νόμους περί Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Για την αντιμετώπιση της πολυπλοκότητας του επιχειρησιακού περιβάλλοντος, θεωρήθηκε απαραίτητη η δημιουργία των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, ούτως ώστε οι οικονομικές οντότητες να μην παρουσιάζουν μεγάλες αποκλίσεις στον τρόπο λειτουργίας τους. Η υποχρεωτική εφαρμογή των ΔΛΠ από τις ανώνυμες εταιρείες, των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο Αθηνών, είχε απώτερο σκοπό την επίτευξη μεγαλύτερης διαφάνειας στην παρουσίαση των οικονομικών πληροφοριών.

Η υιοθέτηση των ΔΛΠ οδήγησε στη μείωση του κόστους κεφαλαίου (μετοχικού ή δανειακού) και στην ευκολότερη πρόσβαση σε χρηματιστήρια του εξωτερικού και δυνατότητα εισαγωγής σε μια ενιαία αγορά κεφαλαίου στην ΕΕ, ενώ ταυτόχρονα δίνει κίνητρα για επαναξιολόγηση εσωτερικών διαδικασιών, συστημάτων αλλά και της στρατηγικής της οικονομικής μονάδας.

Από την άλλη μεριά οι Αρχές του ΟΟΣΑ υπογραμμίζουν το ρόλο της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην προώθηση της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων, όσον αφορά αφενός στην αποτελεσματικότητα της εσωτερικής οργάνωσης και αφετέρου στο χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου.



Τέλος, η αυξημένη διαφάνεια που προάγει η Εταιρική Διακυβέρνηση έχει ως αποτέλεσμα τη βελτίωση της διαφάνειας στο σύνολο της οικονομικής δραστηριότητας των ιδιωτικών επιχειρήσεων αλλά και των δημόσιων οργανισμών και θεσμών (ΟΟΣΑ, 2004), με συνέπεια ο σκοπός της Εταιρικής Διακυβέρνησης και των Διεθνών Λογιστικών προτύπων να είναι άρρηκτα συνδεδεμένος.

## **Υπόθεση Η2**

Με σκοπό να διερευνηθεί η υπόθεση Η2, δηλαδή να εξεταστεί εάν η κερδοφορία μιας οικονομικής οντότητας εξηγεί τη συμμόρφωση των εταιριών με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης, χρησιμοποιήθηκε μονοπαραγοντικό μοντέλο με ανεξάρτητη μεταβλητή το ROE (δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων) και ως εξαρτημένη μεταβλητή το C.

Ο αριθμοδείκτης ROE μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία τα κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης απασχολούνται σε αυτήν. Παρέχει ενδείξεις για το πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιεί η διοίκηση τους πόρους που προσφέρονται από τους μετόχους. Επιπλέον, συγκρίνοντας την τιμή αυτής της μεταβλητής με το κόστος των Ιδίων κεφαλαίων, παρέχεται μια ένδειξη για την ικανότητα της διοίκησης να αυξήσει την αξία της επιχείρησης και τη δημιουργία μεγαλύτερων αποδόσεων για τους μετόχους. Τέλος, αποτελεί τον βασικό δείκτη τον οποίο η διοίκηση μιας εταιρείας σε περίπτωση θετικού αποτελέσματος τείνει να προβάλλει με τον πιο επιφανή τρόπο στον ετήσιο απολογισμό χρήσης.

*Return-On-Equity (ROE) = καθαρά κέρδη μετά φόρων για την περίοδο t/ συνολική αξία Ιδίων κεφαλαίων για την περίοδο t,*

όπου: t=2015

Αρχικά η έρευνα πραγματοποιήθηκε χωρίς να συμπεριληφθούν στον υπολογισμό του δείκτη οι επιπρόσθετες ειδικές πρακτικές που υπερβαίνουν τον νόμο, ως εκ τούτου ο πρώτος δείκτης συμμόρφωσης είναι ο C1 και η παλινδρόμηση είναι:

$$C1 = c_0 + c_1 ROE + e$$

Εκτελώντας την παλινδρόμηση μέσω του προγράμματος STATA, προκύπτουν τα εξής αποτελέσματα:

### Linear regression (regress C1 ROE)

Number of obs = 21

F (1, 19) = 0.50

Prob > F = 0.4885

R-squared = 0.0256

Adj R-squared = -0.0257

Root MSE = 0.08788

C1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ROE	.0441587	.0625139	0.71	0.489	-.0866844	.1750018
_cons	.7462666	.0202727	36.81	0.000	.7038353	.7886978

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα από την γραμμική παλινδρόμηση προκύπτει ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του βαθμού συμμόρφωσης με την Εταιρική Διακυβέρνηση και της κερδοφορίας αφού ο συντελεστής λαμβάνει θετική τιμή (0.0441587) αλλά στατιστικά μη σημαντική συσχέτιση αφού t- statistic =0,71 και  $P>|t|=0,489$ , ενώ  $R^2=0.0257$ . Άρα το 2,57% της συνολικής μεταβλητότητας εξηγείται από το μοντέλο που επιλέχθηκε.

Με βάση τα παραπάνω δεν προκύπτουν στοιχεία τα οποία να υποστηρίζουν ότι η κερδοφορία της εταιρίας μπορεί να εξηγήσει τη συμμόρφωση της με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις. Άρα δεν προκύπτουν στοιχεία που να υποστηρίζουν την υπόθεση H2, σύμφωνα με την οποία αναμενόταν θετική και σημαντική συσχέτιση μεταξύ βαθμού κερδοφορίας επιχείρησης και επίπεδο γνωστοποιήσεων.

Το παραπάνω είναι πιθανό να οφείλεται στο γεγονός ότι ανεξάρτητα με τη κερδοφορία κάθε επιχείρησης, οι περισσότερες σε μεγάλο βαθμό έχουν συμμορφωθεί με τις ελάχιστες απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης προκειμένου να εισαχθούν στη Κεφαλαιαγορά.

Αν τώρα στις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις ληφθούν υπόψη οι επιπρόσθετες ειδικές πρακτικές που υπερβαίνουν τη νομοθεσία και εκτελεστεί η μονοπαραγοντική παλινδρόμηση, διαπιστώνεται ότι τα αποτελέσματα παρουσιάζουν σημαντική μεταβολή. Στην περίπτωση αυτή προκύπτει το ακόλουθο μοντέλο παλινδρόμησης:

$$C2=c_0+c_1ROE+e$$

Εκτελώντας την παλινδρόμηση μέσω του προγράμματος STATA, προκύπτουν τα εξής αποτελέσματα:

**Linear regression (regress C2 ROE)**

Number of obs = 21

F( 1, 19) = 3.63

Prob > F = 0.0721

R-squared = 0.1603

Adj R-squared = 0.1161

Root MSE = 0.10999

C2	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ROE	.149013	.0782409	1.90	0.072	-.0147472	.3127731
_cons	.6249921	.0253728	24.63	0.000	.5718862	.6780981

Τα αποτελέσματα που εξάγονται από το STATA αποδεικνύουν στατιστικά σημαντική και θετική συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών. Συγκεκριμένα, θετική συσχέτιση λόγω της θετικής τιμής του συντελεστή (0.149013) και στατιστικά σημαντική συσχέτιση λόγω t-statistic=1,90, ενώ  $R^2=0.1161$ . Άρα το 11,61% της συνολικής μεταβλητότητας εξηγείται από το μοντέλο που επιλέχθηκε.

Προκύπτουν στοιχεία τα οποία υποστηρίζουν ότι η κερδοφορία της εταιρίας μπορεί να εξηγήσει, μερικώς, τη συμμόρφωση της με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις οι οποίες απαιτούνται από την Εταιρική Διακυβέρνηση και επομένως υποστηρίζουν την υπόθεση H2, σύμφωνα με την οποία αναμενόταν θετική και σημαντική συσχέτιση μεταξύ της κερδοφορίας επιχείρησης και του επιπέδου γνωστοποιήσεων για την Εταιρική Διακυβέρνηση.

Το παραπάνω είναι πιθανό να οφείλεται στο γεγονός ότι οι πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις έχουν τους πόρους να πραγματοποιήσουν αλλαγές οι οποίες εμπεριέχουν κόστη για τις επιχειρήσεις. Τέτοιες αλλαγές θα μπορούσαν να αφορούν αλλαγές στη σύσταση και τον αριθμό του Διοικητικού Συμβουλίου όπως και τη δημιουργία νέων επιτροπών (επιτροπή αμοιβών). Επιπλέον, η εφαρμογή της Εταιρικής Διακυβέρνησης εξασφαλίζει μεγαλύτερη διαφάνεια και αυξάνει την εμπιστοσύνη των επενδυτών και των πιστωτών προκειμένου να επιτευχθεί περεταίρω ανάπτυξη και κερδοφορία.

Τα αποτελέσματα παρέχουν ισχυρές ενδείξεις υπέρ της θεωρίας που αφορά το πολιτικό κόστος, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι επιχειρήσεις με μεγάλη πολιτική προβολή θα έχουν ένα κίνητρο να αποκαλύψουν περισσότερες πληροφορίες για να δικαιολογήσουν το επίπεδο των κερδών τους.

### Υπόθεση H3

Για την διερεύνηση της υπόθεσης H3 (επίδραση του μεγέθους της επιχείρησης στη συμμόρφωση με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης), πραγματοποιήθηκε μονοπαραγοντική δοκιμή με ανεξάρτητη μεταβλητή το SIZE και με εξαρτημένη μεταβλητή το δείκτη συμμόρφωσης των επιχειρήσεων στις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης (C).

Ο υπολογισμός του αριθμοδείκτη SIZE υπολογίζεται με βάση το λογάριθμο της συνολικής αξίας των στοιχείων του ενεργητικού στο τέλος της χρήσης t (t=2015) και  $SIZE = \log$  της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού στο τέλος της χρήσης t.

Για την διερεύνηση της υπόθεσης H3 θα πραγματοποιηθούν δύο παλινδρομήσεις.

- i. Παλινδρόμηση a: Λαμβάνοντας υπόψη μόνο τις ειδικές πρακτικές που ταυτίζονται με τη νομοθεσία, όπου  $C1 = b_0 + b_1 SIZE + e$
- ii. Παλινδρόμηση b: Λαμβάνοντας υπόψη και τις ειδικές πρακτικές που ταυτίζονται με το νόμο και τις ειδικές πρακτικές που υπερβαίνουν τη νομοθεσία, όπου  $C2 = b_0 + b_1 SIZE + e$

### Linear regression a (regress C1 SIZE)

Number of obs = 21

F( 1, 19) = 0.26

Prob > F = 0.6148

R-squared = 0.0136

Adj R-squared = -0.0383

Root MSE = 0.08842

C1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	-.0081082	.0158458	-0.51	0.615	-.0412739	.0250575
_cons	.8008991	.1174394	6.82	0.000	.5550956	1.046703

Με βάση τον παραπάνω πίνακα προκύπτει το συμπέρασμα πως δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική συσχέτιση μεταξύ της συμμόρφωσης με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης και του μεγέθους της εταιρίας. Δηλαδή δεν προκύπτουν στοιχεία τα οποία να υποστηρίζουν ότι το μέγεθος της εταιρίας μπορεί να εξηγήσει τη συμμόρφωση της με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις και επομένως δεν είναι δυνατή η υποστήριξη της υπόθεσης H3, σύμφωνα με την οποία αναμενόταν θετική και σημαντική συσχέτιση μεταξύ μεγέθους επιχείρησης και υψηλότερο επίπεδο γνωστοποιήσεων.

Συγκεκριμένα, το μοντέλο που επιλέχθηκε εξηγεί το 3,83% της συνολικής μεταβλητότητας ( $R^2=0.0383$ ) και η συσχέτιση των συγκεκριμένων μεταβλητών είναι αρνητική (-0.0081082) αν και όχι στατιστικά σημαντική αφού  $t\text{-statistic} = -0,51$  και  $P>|t|= 0,615$ .

Αν τώρα στις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις ληφθούν υπόψη, πέρα από τις ειδικές πρακτικές για τις εισηγμένες επιχειρήσεις, και οι επιπρόσθετες ειδικές πρακτικές που υπερβαίνουν τη νομοθεσία, τότε η μονοπαραγοντική παλινδρόμηση (παλινδρόμηση b) παρουσιάζει μικρές διαφορές με την πρώτη.

#### **Linear regression b (regress C2 SIZE)**

Number of obs = 21

F( 1, 19) = 0.18

Prob > F = 0.6803

R-squared = 0.0091

Adj R-squared = -0.0430

Root MSE = 0.11948

C2	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	-.0089609	.0214122	-0.42	0.680	-.0537772	.0358554
_cons	.6748325	.1586942	4.25	0.000	.3426817	1.006983

Αρχικά, με αυτό το υπόδειγμα μπορεί να εξηγηθεί το 4,3% της συνολικής μεταβλητότητας ( $R^2=0.0430$ ). Παρατηρείται ότι τα ευρήματα αυτής της μελέτης δεν δείχνουν στατιστικά σημαντική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους της εταιρίας και της

συμμόρφωσής τους με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης ( $t$ -statistic=-0,42,  $P>|t|=0,680$ ). Επίσης υπάρχει αρνητική, αν και μη σημαντική συσχέτιση, αφού ο συντελεστής παίρνει τη τιμή -0.0089609.

Τα αποτελέσματα έρχονται σε αντίθεση με την υπόθεση  $H3$  κάτι το οποίο μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι στα χρόνια της κρίσης ακόμα και μεγάλες επιχειρήσεις μπορεί να μην έχουν τους πόρους που πρέπει να διαθέσουν ώστε να συμμορφωθούν πλήρως με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις.

Τέλος, μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι στην Ελλάδα η μετοχική σύνθεση των περισσότερων επιχειρήσεων χαρακτηρίζεται από ένα υψηλό επίπεδο συγκέντρωσης. Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι ιδιοκτήτες συμμετέχουν ενεργά στη διοίκηση των εταιρειών τους καταλαμβάνοντας σημαντικές θέσεις εντός της οικονομικής μονάδας.

Αυτό επιφέρει σαν φυσικό επακόλουθο, η διοίκηση της εταιρίας να έχει μια πιο άμεση επικοινωνία με τους ιδιοκτήτες οι οποίοι μπορούν να γνωρίζουν τις σημαντικότερες υποθέσεις της επιχείρησης και την πραγματική οικονομική της θέση εκ των έσω. Υπό αυτές τις συνθήκες, δεν υπάρχουν ισχυρά κίνητρα, για τις επιχειρήσεις, να εφαρμόσουν ισχυρούς μηχανισμούς Εταιρικής Διακυβέρνησης και να επιτύχουν υψηλό επίπεδο γνωστοποιήσεων.

Όσο για την αρνητική συσχέτιση μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι οι μικρότερες επιχειρήσεις απαλλάσσονται από κάποιες απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης σε αντίθεση με τις μεγαλύτερες οικονομικές μονάδες. Έτσι στις ημέρες μας, όπου η οικονομική κρίση ταλανίζει όλες τις οικονομικές μονάδες (μεγάλες και μικρές), καθιστώντας αδύνατη τη διάθεση των πόρων τους προκειμένου να συμμορφωθούν στις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης, αναπόφευκτα οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν μικρότερη συμμόρφωση αναλογικά με τις μικρότερες εξαιτίας του γεγονότος ότι οι απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης για τις δεύτερες είναι πιο περιορισμένες.

#### Υπόθεση Η4

Με σκοπό να εξεταστεί η Η4, δηλαδή η επίδραση του βαθμού μόχλευσης της επιχείρησης στη συμμόρφωση με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης, χρησιμοποιήθηκε μονοπαραγοντικό μοντέλο με ανεξάρτητη μεταβλητή το LEV (δείκτης μόχλευσης) και ως εξαρτημένη μεταβλητή το δείκτη συμμόρφωσης (C).

Ο δείκτης μόχλευσης υπολογίστηκε διαιρώντας τις συνολικές δανειακές υποχρεώσεις (βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις+μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις) της κάθε επιχείρησης, με τη συνολική αξία των Ιδίων Κεφαλαίων στο τέλος της χρήσης 2015. Ο δείκτης μόχλευσης υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο:

*Debt To Equity (LEV)=(βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις+μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις)/ Σύνολο Ιδίων κεφαλαίων.*

Οι εταιρείες βασίζονται σε ένα μείγμα των ιδίων κεφαλαίων και δανείων προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητές τους. Ο αριθμοδείκτης μόχλευσης εκφράζει τί ποσοστό του κεφαλαίου της επιχείρησης προέρχεται από χρέος. Συνήθως, όσο μικρότερο το χρέος τόσο μικρότερη και η πίεση για την επιχείρηση. Αν το debt to equity ratio είναι μεγάλο σε σχέση με το ratio του κλάδου τότε αυτό δείχνει ότι η επιχείρηση έχει μεγάλο χρέος και ίσως να μην είναι ικανή να ανταπεξέλθει στις δανειακές υποχρεώσεις της σε μακροπρόθεσμη βάση.

Μεγάλο χρέος μπορεί να είναι επικίνδυνο για την εταιρεία και τους επενδυτές της. Αν τα επίπεδα χρέους αφεθούν ανεξέλεγκτα είναι πιθανόν οι εταιρείες να οδηγηθούν σε πιστωτική υποβάθμιση. Από την άλλη πλευρά, πολύ λίγα χρέη μπορεί επίσης να εγείρουν ερωτήματα. Εάν οι ενέργειες μιας εταιρείας μπορούν να δημιουργήσουν ένα υψηλότερο ποσοστό απόδοσης από το επιτόκιο των δανείων της, τότε το χρέος βοηθά να τροφοδοτήσουν την ανάπτυξη των κερδών. Μια απροθυμία ή αδυναμία να δανειστεί μπορεί να είναι ένα σημάδι ότι τα λειτουργικά περιθώρια είναι απλά πολύ σφιχτά.

Άρα ο δείκτης μόχλευσης δίνει πληροφορίες για τη μακροχρόνια φερεγγυότητα της

επιχείρησης. Υπό τις συνθήκες αυτές, δίνει πληροφορίες για τη βιωσιμότητα της επιχείρησης σε μακροχρόνια βάση.

Για την διενέργεια της δοκιμής χρησιμοποιήθηκαν δυο μοντέλα παλινδρόμησης:

- i. Παλινδρόμηση a: Ελήφθησαν υπόψη μόνο οι ειδικές πρακτικές που ταυτίζονται με τη νομοθεσία, όπου  $C1 = d_0 + d_1 LEV + e$
- ii. Παλινδρόμηση b: Λαμβάνοντας υπόψη και τις ειδικές πρακτικές που ταυτίζονται με το νόμο και τις ειδικές πρακτικές που υπερβαίνουν τη νομοθεσία, όπου  $C2 = d_0 + d_1 LEV + e$

### Linear regression a (regress C1 LEV)

Number of obs = 21

F( 1, 19) = 0.09

Prob > F = 0.7709

Adj R-squared = -0.0478

Root MSE = 0.08882

C1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LEV	-.0054704	.0185196	-0.30	0.771	-.0442324	.0332916
_cons	.7461255	.0246586	30.26	0.000	.6945144	.7977365

Με βάση τον παραπάνω πίνακα το υπόδειγμα μπορεί να εξηγήσει το 4,78% της συνολικής μεταβλητότητας ( $R^2=0.0478$ ). Προκύπτει ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ των δυο μεταβλητών, ο συντελεστής λαμβάνει αρνητική τιμή (-0.0054704) και δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική συσχέτιση μεταξύ της συμμόρφωσης με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης και του βαθμού μόχλευσης της επιχείρησης (t-statistic=-0,30 και  $P>|t|=0,771$ ).

Επομένως δεν προκύπτουν στοιχεία τα οποία να υποστηρίζουν ότι το επίπεδο χρέους της εταιρίας μπορεί να εξηγήσει τη συμμόρφωση της με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης με συνέπεια να μην υποστηρίζουν την υπόθεση H4, σύμφωνα με την οποία αναμενόταν θετική και στατιστικά σημαντική συσχέτιση μεταξύ των δύο μεταβλητών.



Αν τώρα στις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις ληφθούν υπόψη και οι επιπρόσθετες ειδικές πρακτικές που υπερβαίνουν τη νομοθεσία τότε η μονοπαραγοντική παλινδρόμηση (παλινδρόμηση b) παρουσιάζει ελαφρώς διαφοροποιημένα αποτελέσματα.

### Linear regression b (regress C2 LEV)

Number of obs =21

F( 1, 19) = 1.35

Prob > F = 0.2601

R-squared = 0.0662

Adj R-squared = 0.0171

Root MSE = 0.11599

C2	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LEV	-.0280726	.0241833	-1.16	0.260	-.0786888	.0225436
_cons	.632428	.0321997	19.64	0.000	.5650332	.6998228

Προκύπτει μια αρνητική συσχέτιση, αν και όχι σημαντική, μεταξύ μόχλευσης και συμμόρφωσης. Συγκεκριμένα ο συντελεστής λαμβάνει αρνητική τιμή (-0.0280726) και το t–statistic το οποίο δείχνει αν η συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών είναι σημαντική ισούται με 1,16. Το γεγονός αυτό αποκαλύπτει ότι η συσχέτιση των μεταβλητών δεν είναι στατιστικά σημαντική, δηλαδή η συμμόρφωση με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης δεν εξηγείται από το βαθμό μόχλευσης της εκάστοτε επιχείρησης. Άρα και αυτό το συμπέρασμα είναι αντίθετο με την υπόθεση H4, ενώ το υπόδειγμα μπορεί να εξηγήσει το 1,71% της μεταβλητότητας.

Η μη στατιστικά σημαντική συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι στην Ελλάδα οι κύριοι πάροχοι των κονδυλίων για τις επιχειρήσεις είναι οι τράπεζες. Οι τράπεζες έχουν αναπτύξει μια στενή σχέση με πολλές εταιρείες, ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις κατέχουν μέρος του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας. Επομένως σε πολλές περιπτώσεις μπορούν να λάβουν άμεσα όλες τις σχετικές οικονομικές πληροφορίες εκ των έσω, χωρίς να χρειάζεται να στηρίζονται στα δημοσιευμένα στοιχεία.

Εξαιτίας αυτής της πραγματικότητας θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι οι πιστωτές δεν έχουν ισχυρό κίνητρο να ασκήσουν πίεση για εφαρμογή πιο ισχυρών μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης. Η αρνητική συσχέτιση μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός ότι σε περιόδους ύφεσης οι επιχειρήσεις παρατηρούν σημαντική συρρίκνωση στα έσοδα τους.

Συγκεκριμένα, με βάση τη **Θεωρία Διάρθρωσης Κεφαλαίων** η χρήση ξένων κεφαλαίων προκαλεί το λεγόμενο χρηματοοικονομικό πλεονέκτημα (financial leverage). Όσο μεγαλύτερος είναι ο δανεισμός και ο τζίρος μιας επιχείρησης τόσο αυξάνονται τα κέρδη των μετόχων. Οπότε με τον αυξημένο δανεισμό οι μέτοχοι αναλαμβάνουν μικρότερο ρίσκο και επιπλέον όταν η επιχείρηση αναπτύσσεται απολαμβάνουν αυξημένα κέρδη .

Όμως, στην αντίθετη περίπτωση που υπάρχει μείωση εσόδων (όπως συμβαίνει σε περίοδο ύφεσης), η ζημία για τους μετόχους είναι δυσανάλογα μεγαλύτερη.

Επιπλέον, όσο αυξάνεται ο βαθμός μόχλευσης της επιχείρησης μπορεί να συνεπάγεται ότι τα επίπεδα χρέους έχουν αφεθεί ανεξέλεγκτα με αποτέλεσμα να είναι πιθανό οι εταιρείες να οδηγηθούν σε πιστωτική υποβάθμιση ή και να μην μπορέσουν να ανταπεξέλθουν στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις, με αποτέλεσμα να οδηγηθούν τελικά σε χρεοκοπία και αναπόφευκτα οι μέτοχοι να χάσουν τα κεφάλαια που συνεισέφεραν στην οικονομική μονάδα. Έτσι, είναι πιθανό όσο αυξάνονται τα επίπεδα μόχλευσης μιας οικονομικής μονάδας αυτή να είναι λιγότερο πρόθυμη να συμμορφωθεί στις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις.

## 4.2 Περιγραφική Στατιστική Μεταβλητών

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	s/mean
C1	21	.741623	.0867735	.438125	.8755357	0,117
C2	21	.6093223	.1169916	.424632	.8793939	0,192

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: summarize C1, C2

- Λαμβάνεται ως παράγοντας η ποικιλομορφία.
- C1: δηλώνει το βαθμό συμμόρφωσης όταν λαμβάνονται υπόψη οι ειδικές πρακτικές που ταυτίζονται με τη νομοθεσία.

- C2: δηλώνει το βαθμό συμμόρφωσης όταν λαμβάνονται υπόψη εκτός των ειδικών πρακτικών που ταυτίζονται με τη νομοθεσία και οι πρακτικές που υπερβαίνουν τη νομοθεσία.

Παρατηρείται ότι στο υπό εξέταση δείγμα η μέση τιμή συμμόρφωσης με την Εταιρική Διακυβέρνηση, όταν λαμβάνονται υπόψη μόνο οι ειδικές πρακτικές για εισηγμένες εταιρίες οι οποίες ταυτίζονται με τη νομοθεσία, είναι περίπου 74% ενώ αν ληφθούν υπόψη και οι ειδικές πρακτικές που υπερβαίνουν τη νομοθεσία ο μέσος βαθμός συμμόρφωσης με τις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης πέφτει στο 61% περίπου. Επισημαίνεται ότι το αποτέλεσμα βγήκε με βάση τη «διχοτόμο» προσέγγιση.

Παρατηρείται ότι στο υπό εξέταση δείγμα η επιχείρηση με το χαμηλότερο ποσοστό συμμόρφωσης ανέρχεται στο 44% χωρίς τις ειδικές πρακτικές που υπερβαίνουν τη νομοθεσία, ο οποίος βαθμός συμμόρφωσης πέφτει κι άλλο (42%) αν ληφθούν υπόψη και αυτές που υπερβαίνουν τη νομοθεσία.

Το χαμηλό ποσοστό συμμόρφωσης ως προς τις γνωστοποιήσεις, είναι πιθανό να οφείλεται σε διάφορους παράγοντες. Για παράδειγμα, σημαντικό ρόλο παίζουν οι συνεχόμενες τροποποιήσεις που γίνονται τα τελευταία χρόνια στο πεδίο της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Επιπλέον, ο κλάδος των κατασκευών έχει πληγεί ιδιαίτερα μέσα στην περίοδο της κρίσης, καθώς παρατηρείται σημαντική μείωση εσόδων, δημιουργώντας μεγάλη ανασφάλεια και πολλά προβλήματα βιωσιμότητας τα οποία ίσως να κατέστησαν τις επιχειρήσεις ανήμπορες να διαθέσουν πόρους προκειμένου να συμμορφωθούν με τις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Τέλος παρατηρούμε ότι ο μέγιστος βαθμός συμμόρφωσης στο υπό εξέταση δείγμα είναι περίπου 87,5%, όταν δεν ληφθούν υπόψη οι ειδικές πρακτικές που υπερβαίνουν τη νομοθεσία, ενώ αν συμπεριληφθούν, παρατηρούμε ότι ο βαθμός συμμόρφωσης δεν αλλάζει σημαντικά, καθώς αυξάνεται ελάχιστα φτάνοντας το 88%.

## ΠΑΡΑΓΟΝΤΑΣ ΠΟΙΚΙΛΟΜΟΡΦΙΑΣ

Στο δείγμα των 21 ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων μόνο μια (1) επιχείρηση συμμορφώθηκε επί το πλείστο με την απαίτηση της ποικιλομορφίας.

Επομένως, μόλις το 4,76% του δείγματος συμμορφώθηκε με την απαίτηση. Ένα ποσοστό της τάξεως του 23,81% αναφέρει ότι δεν έχει συμμορφωθεί ή ότι θα προσπαθήσει για την εφαρμογή της απαίτησης από την δημιουργία του επόμενου Διοικητικού Συμβουλίου, ενώ ένα ποσοστό της τάξεως του 71,43% ούτε συμμορφώνεται ούτε αναφέρει την απόκλισή του.

Συμπερασματικά με βάση τα παραπάνω, σε περίπτωση μη επιλογής του συγκεκριμένου παράγοντα, ο βαθμός συμμόρφωσης με τις απαιτήσεις της εταιρικής διακυβέρνησης θα είχε διαμορφωθεί διαφορετικά.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	S/mean
C3	21	.7756888	.0803739	.4673333	.8674286	0,104
C4	21	.626879	.1196598	.4379086	.906875	0,191

ΠΙΝΑΚΑΣ 2: summarize C3, C4

Όπου:

- Δεν λαμβάνεται υπόψη ο παράγοντας της ποικιλομορφίας.
- C3: δηλώνει το βαθμό συμμόρφωσης όταν λαμβάνονται υπόψη οι ειδικές πρακτικές που ταυτίζονται με τη νομοθεσία.
- C4: δηλώνει το βαθμό συμμόρφωσης όταν λαμβάνονται υπόψη εκτός των ειδικών πρακτικών που ταυτίζονται με τη νομοθεσία και οι πρακτικές που υπερβαίνουν τη νομοθεσία.

Αναλυτικά, παρατηρώντας τον πίνακα 2 βλέπουμε πως αν δεν ληφθεί καθόλου υπόψη ο παράγοντας της ποικιλομορφίας, η συμμόρφωση με τις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης θα παρουσιάσει μέση τιμή συμμόρφωσης περίπου 77,5% χωρίς τις ειδικές πρακτικές που υπερβαίνουν τη νομοθεσία, δηλαδή παρατηρείται μια αύξηση της τάξεως του 4,6%, ενώ λαμβάνοντας υπόψη και τις παραπάνω πρακτικές ο μέσος βαθμός συμμόρφωσης θα μειωθεί στο 62,7%, δηλαδή μια αύξηση 2,9%.

Μέγιστος (86,7%) και ελάχιστος (46,7%) βαθμός συμμόρφωσης παρατηρείται όταν λαμβάνονται υπόψη οι ειδικές πρακτικές που ταυτίζονται με τη νομοθεσία.

Σε σύγκριση με την περίπτωση όπου λήφθηκε υπόψη ο παράγοντας της ποικιλομορφίας υπάρχει μια μείωση 1% και αύξηση 6,7%, ενώ αν ληφθούν υπόψη, εκτός από τις πρακτικές που ταυτίζονται με τη νομοθεσία, και οι ειδικές πρακτικές που την υπερβαίνουν, ο μέγιστος μέσος βαθμός συμμόρφωσης θα αυξηθεί στο 90,7% (αύξηση της τάξεως του 3,1%), ενώ η ελάχιστη συμμόρφωση θα φτάσει στο 43,8% (αύξηση της τάξεως του 3,1%).

### **ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ (S) (DEVIATION)**

Ως τυπική απόκλιση ορίζεται η τετραγωνική ρίζα της διακύμανσης. Η σημασία της τυπικής απόκλισης είναι μεγάλη, επειδή αποτυπώνει την διασπορά των τιμών της μεταβλητής γύρω από τη μέση τιμή. Χάρη σε αυτή μπορούμε να διακρίνουμε αν οι τιμές της μεταβλητής απέχουν σημαντικά από τον μέσο όρο. Όσο μικρότερη είναι η τιμή της τυπικής απόκλισης, τόσο ο μέσος όρος αποτελεί αντιπροσωπευτικό στατιστικό μέτρο για την κατανομή της μεταβλητής.

Λόγω του μικρού μεγέθους του δείγματος, για να εξεταστεί αν το δείγμα είναι αντιπροσωπευτικό του μεγέθους που εξετάζεται ή αν περιέχει ακραίες τιμές υπολογίζεται το πηλίκo της τυπικής απόκλισης (S) δια το μέσο όρο (mean).

Θεωρείται πως αν το πηλίκo κυμαίνεται από 0,1 και κάτω τότε το δείγμα δεν περιέχει ακραίες τιμές. Όσο το πηλίκo  $s/\text{mean}$  πλησιάζει τη μονάδα, τόσο το δείγμα θεωρείται “κακό”, λόγω της ύπαρξης ακραίων τιμών.

Στην περίπτωση που εξετάζεται και λαμβάνονται υπόψη οι ειδικές πρακτικές που ταυτίζονται με το νόμο, προκύπτει ότι:

- $S/\text{mean}=0,117$  (παράγοντας της ποικιλομορφίας)
- $S/\text{mean}=0,104$  (χωρίς να ληφθεί υπόψη ο παράγοντας ποικιλομορφίας)

Στην περίπτωση που συμπεριληφθούν και οι πρακτικές που υπερβαίνουν τη νομοθεσία:

- $S/\text{mean}=0,192$  (παράγοντας της ποικιλομορφίας)
- $S/\text{mean}=0,191$  (χωρίς να ληφθεί υπόψη ο παράγοντας ποικιλομορφίας)

Άρα μπορεί να υποστηριχτεί ότι το δείγμα δεν περιέχει ακραίες τιμές που μπορεί να καταστήσουν την έρευνα αναξιόπιστη.

### **5.1 Σύνοψη αποτελεσμάτων σχετικά με τη συμμόρφωση στις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης**

Από τα αποτελέσματα των παραπάνω παλινδρομήσεων φαίνεται πως οι ανεξάρτητες μεταβλητές που εξηγούν – επηρεάζουν το βαθμό συμμόρφωσης στις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι :

- A. Όταν λαμβάνουμε υπόψη μας μόνο τις ειδικές πρακτικές που ταυτίζονται με τη νομοθεσία τότε ο βαθμός συμμόρφωσης στις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης επηρεάζεται από τον βαθμό συμμόρφωσης με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (DLP). Ο συντελεστής  $R^2$  που φανερώνει την επεξηγηματική ικανότητα των παραπάνω παλινδρομήσεων κυμαίνεται σε διάστημα από 0,0257 έως 0,4848. Άρα το υπόδειγμα που χρησιμοποιήθηκε ερμηνεύει ανά περίπτωση ερμηνεύει το 2,57% έως το 48,48% της μεταβλητότητας της συμμόρφωσης στις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης.
- B. Όταν λαμβάνουμε υπόψη μας εκτός από τις ειδικές πρακτικές που ταυτίζονται με τη νομοθεσία και τις πρακτικές που υπερβαίνουν τη νομοθεσία, τότε ο βαθμός συμμόρφωσης στις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης επηρεάζεται από το βαθμό συμμόρφωσης με τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (DLP) και το δείκτη κερδοφορίας των οικονομικών μονάδων. Ο συντελεστής  $R^2$  που φανερώνει την επεξηγηματική ικανότητα των παραπάνω παλινδρομήσεων κυμαίνεται σε διάστημα από 0,0171 έως 0,3349. Άρα το υπόδειγμα που χρησιμοποιήθηκε ερμηνεύει ανά περίπτωση το 1,71% έως 33,49% της μεταβλητότητας της συμμόρφωσης στις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

## 5.2 Περιορισμοί της μελέτης – προτάσεις για μελλοντική έρευνα

### Περιορισμοί μελέτης

Κατά τη διάρκεια της έρευνας καταβλήθηκε κάθε προσπάθεια προκειμένου τα αποτελέσματα να είναι έγκυρα. Παρά ταύτα και με δεδομένο τον περιορισμένο χρόνο εκπόνησης της διπλωματικής εργασίας, η έρευνα περιέχει κάποιους περιορισμούς:

- το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε είναι μικρό (περιλαμβάνει 21 εισηγμένες επιχειρήσεις).
- το δείγμα περιλαμβάνει επιχειρήσεις μόνο από δύο (2) κλάδους (κατασκευαστικό κλάδο και κλάδο πρώτων υλών).
- στον υπολογισμό του δείκτη συμμόρφωσης με τις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης, δεν συμπεριλήφθηκε κάθε παράγοντας που ίσως επηρέαζε τα αποτελέσματα του βαθμού συμμόρφωσης στην Εταιρική Διακυβέρνηση.

### Προτάσεις για μελλοντική έρευνα

Η παρούσα εργασία επικεντρώνεται στην επιρροή που ασκεί ο βαθμός συμμόρφωσης στα Δ.Λ.Π και κάποια συγκεκριμένα χαρακτηριστικά επιχειρήσεων (κερδοφορία, μόχλευση, μέγεθος) στον βαθμό συμμόρφωσης των επιχειρήσεων στις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Κατά τη διεξαγωγή της συγκεκριμένης μελέτης δημιουργήθηκαν κάποιοι προβληματισμοί που θα μπορούσαν να αποτελέσουν βάση για περαιτέρω διερεύνηση στο μέλλον.

- Μελέτη των παραγόντων της Εταιρικής Διακυβέρνησης που οι οικονομικές μονάδες είναι λιγότερο πρόθυμες να συμμορφωθούν
- Διερεύνηση των αιτιών που οδηγούν σε χαμηλή συμμόρφωση ορισμένων απαιτήσεων της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Επιπλέον, στην εργασία αυτή δεν εξαντλήθηκε η διερεύνηση όλων των απαιτήσεων της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Θέματα που θα μπορούσαν να διερευνηθούν στο μέλλον είναι τα εξής:

Διαμόρφωση του βαθμού συμμόρφωσης στις απαιτήσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης αν λαμβάνονταν υπόψη οι ακόλουθοι παράγοντες:



- Αν από το Δ.Σ έχουν υιοθετηθεί πολιτικές διαχείρισης συγκρούσεων συμφερόντων ανάμεσα στα μέλη του ή σε πρόσωπα στα οποία το Δ.Σ έχει αναθέσει κάποιες από τις εξουσίες του. Υιοθέτηση διαδικασιών έγκαιρης και επαρκούς γνωστοποίησης στο Δ.Σ των συγκρούσεων συμφερόντων των μελών του σε συναλλαγές μεταξύ συνδεδεμένων μερών ή άλλη ενδεχόμενη σύγκρουση συμφερόντων με την εταιρία ή τις θυγατρικές της.
- Ύπαρξη ημερολογίου συνεδριάσεων και δωδεκάμηνου (12) προγράμματος δράσης.
- Ύπαρξη προγραμμάτων εισαγωγικής ενημέρωσης μελών Δ.Σ και προγραμμάτων διαρκούς επιμόρφωσης των μελών του Δ.Σ.
- Εφαρμογή του δικαιώματος των μελών του Δ.Σ για χρήση ανεξάρτητων συμβούλων με δαπάνες της εταιρίας.
- Παροχή επαρκών πόρων στις επιτροπές του Δ.Σ για την εκπλήρωση των καθηκόντων τους και την πρόσληψη εξωτερικών συμβούλων.
- Πραγματοποίηση περιοδικών συναντήσεων των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ χωρίς την παρουσία των εκτελεστικών μελών, με σκοπό την αξιολόγηση επίδοσης και τον καθορισμό των αμοιβών των εκτελεστικών μελών του Δ.Σ.
- Ρητή απαγόρευση περίληψης bonus , stock options ή αποζημιώσεων με βάση την απόδοση στις αμοιβές των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ.
- Ανάρτηση στον ισότοπο της εταιρίας, εντός 5 ημερών από τη Γ.Σ, περίληψη των πρακτικών.
- Δημοσιοποίηση καταλόγου υποψήφιων μελών Δ.Σ και των βιογραφικών τους στον ισότοπο της εταιρίας, 20 ημέρες πριν τη Γ.Σ, τόσο στην ελληνική όσο και στην αγγλική γλώσσα.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### **ΑΝΑΦΟΡΕΣ**

- **Ελληνικές**

- Τραυλός, Ν. Γ. (2002), Πρωτοβουλίες βελτίωσης και εμπειρικά πορίσματα, στο ένθετο «Το στοίχημα της Εταιρικής Διακυβέρνησης - Οι ρυθμίσεις του σχεδίου νόμου, η διεθνής εμπειρία και οι απόψεις των ειδικών», Οικονομικός Ταχυδρόμος 13.4.2002 σ.σ. 67-69.
- Ν. Γ. Τραυλός, «Εταιρική Διακυβέρνηση: Έννοιες και Εμπειρικά Πορίσματα», Οικονομικός Ταχυδρόμος, 1/2/2003.
- Η κοινωνική φιλοσοφία των αρχαίων Ελλήνων του Κωνσταντίνου Τσάτσου ,χρονολογία έκδοσης 2005,σελ134 εκδότης ΕΣΤΙΑ.

- **Ξενόγλωσσες**

- John E. Core, Robert W. Holthausen, David F. Larcker, 1998 «Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance» Journal of Financial Economics 51, pp. 371– 406.
- Constantinos Chalevas, Christos Tzovas, 2010 "The effect of the mandatory adoption of corporate governance mechanisms on earnings manipulation, management effectiveness and firm financing: Evidence from Greece", Managerial Finance, Vol. 36 Iss: 3, pp.257 – 277.
- Klein 2002 “Audit committee, board of director characteristics, and earnings management” Journal of Accounting and Economics Volume 33, Issue 3, August 2002, pp. 375–400.
- Sheela Thiruvadi, Hua- Wei Huang, 2011 "Audit committee gender differences and earnings management", Gender in Management: An International Journal, Vol. 26 Iss: 7, pp.483 – 498.
- Al-Matar, Ebrahim Mohammed, Al-Swidi, Abdullah Kaid, Bt Fadzil, Faudziah Hanim, 2014 «The Effect of board of directors’ characteristics, audit committee characteristics and executive committee characteristics on firm performance in Oman: An Empirical Study» Asian Social Science 10.11 , pp.149-171.

- Raymond Leung, Joe Ilsever, 2013 «Review of evidence between corporate governance and mandatory IFRS adoption from the perspective of agency theory and information asymmetry» *Universal Journal of Accounting and Finance*: vol.1(3), pp.85-94.
- Todd Mitton, 2002 «A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis» και δημοσιεύτηκε *Journal of Financial Economics* 64, pp. 215–241.
- Sung Wook Joh, 2003 «Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis» *Journal of Financial Economics* 68, pp.287–322.
- Todd Mitton, 2002 «A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis» *Journal of Financial Economics* 64, pp. 215–241.
- Leora F. Klapper, Inessa Love, 2004 «Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets» *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, Iss. 5, pp. 703–728.
- Peter Klein, Daniel Shapiro and Jeffrey Young, 2005 «Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian evidence» First published: *journal Corporate Governance An International Review*, Vol.13, Iss. 6, pp. 769-784.
- Rob Bauer, Nadja Gunster, Roger Otten, 2004 «Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance» *Journal of Asset Management*, vol.5 pp. 91-104.
- Humera Khattab, Maryam Masood, Khalid Zaman, Sundas Saleem and Bilal Saeed, 2011 «Corporate Governance and Firm Performance: A Case study of Karachi Stock Market» *International Journal of Trad, Economics and Finance*, vol 2, No 1, pp.39-43.
- Arnt Verriest , Ann Gaeremynck and Daniel B. Thornton, 2013 «The Impact of Corporate Governance on IFRS Adoption Choices» *journal European Accounting Review*, vol22, pp. 39-77.
- Konstantinos Vasilacopoulos, Apostolos Ballas , Christos Tzovas, 2010 «An Empirical Investigation of Greek Firms' Compliance to

IFRS Disclosure Requirements», International journal of Managerial and Financial Accounting, Vol. 2, pp. 1-29.

- Pernilla Linden, Zoltan Matolcsy, 2004 «Corporate Governance Scoring Systems: What Do They Tell Us?», Journal: Australian Accounting Review, Vol. 14, Iss. 32, pp. 9-16.
- LL Eng , YT Mak, “Corporate governance and voluntary disclosure” Journal of Accounting and Public Policy July–August 2003, Vol.22, Iss.4, Pages 325–345.
- J. Oliveira, L Lima Rodrigues, C. Russell, 2011 «Risk- related disclosures by non- finance companies: Portuguese practices and disclosure characteristics», Managerial Auditing Journal, Vol. 26, No 9, pp.817-839.
- Eugene C.M. Cheng and Stephen M. Courtenay, 2006 «Board Composition, Regulatory Regime and Voluntary Disclosure», The International Journal of Accounting, Vol. 41, Iss. 3 Pages 262–289.
- Joshua Abor, 2007 "Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms", Corporate Governance: The international journal of business in society, Vol. 7 Iss: 1, pp.83 – 92.
- Nemeth, Charlan J., 1986 «Differential contributions of majority and minority influence.» Psychological Review, Vol 93(1), pp. 23-32.
- Michael C. Jensen, William H. Meckling, 1976 «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure», Journal of Financial Economics, Vol. 3, Iss.4, pp. 305-360.

### **NOMOI –ΠΥΘΜΙΣΤΙΚΑ ΚΕΙΜΕΝΑ**

- Νόμος 3016/2002
- ΣΕΒ Σύνδεσμος επιχειρήσεων Βιομηχανιών  
[www.sev.org.gr/Uploads/pdf/KED\\_TELIKO\\_JAN2011.pdf](http://www.sev.org.gr/Uploads/pdf/KED_TELIKO_JAN2011.pdf)
- ΕΚΕΔ Ελληνικός κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης
- Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς [www.hcmc.gr](http://www.hcmc.gr)

## **ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ**

- [www.helex.gr](http://www.helex.gr)
- [www.capital.gr](http://www.capital.gr)
- [www.euro2day.gr](http://www.euro2day.gr)
- [www.e-forologia.gr](http://www.e-forologia.gr)