



Πανεπιστήμιο Πειραιώς – Τμήμα Χρηματοοικονομικής &  
Τραπεζικής Διοικητικής – ΠΜΣ Χρηματοοικονομική & Τραπεζική  
Διοικητική

# Integrated Reporting & Εταιρική Διακυβέρνηση

Διπλωματική Εργασία

Εντίαν Τσάτσαϊ (ΜΧΑΝ 1927)

Επιβλέπουσα Καθηγήτρια: Σεράϊνα Αναγνωστοπούλου

Συνεπίβλεψη:

Εμμανουήλ Τσιριτάκης – Άγγελος Αντζουλάτος

ΑΘΗΝΑ, ΙΟΥΛΙΟΣ 2022

## Περίληψη

Το Integrated Reporting προέκυψε σαν ιδέα μετά από μια σειρά Reports, τα King Reports, τα οποία δημιουργήθηκαν με αφορμή την πολιτική κατάσταση του Απαρτχάιντ στη Νότια Αφρική, από την οποία κατάσταση η Εταιρική Διακυβέρνηση στη χώρα είχε οδηγηθεί σε πολύ χαμηλή ποιότητα και η εμπιστοσύνη των επενδυτών ανά τον κόσμο ουσιαστικά να είναι ανύπαρκτη με τις οικονομικές συνέπειες να είναι μεγάλες. Με αφορμή την καταπολέμηση της κατάστασης αυτής, στα συγκεκριμένα Reports οριζόταν ένα συγκεκριμένο πλαίσιο κανόνων που υποχρέωναν τις εταιρείες να εφαρμόζουν με σκοπό τη βελτίωση του επιπέδου Εταιρικής Διακυβέρνησης. Στο τρίτο κατά σειρά, λοιπόν, το King III προέκυψε η ιδέα της ενιαίας ολοκληρωμένης δημοσιοποίησης το 2010.

Σκοπός της εργασίας αυτής, λοιπόν, είναι να εξετάσει μέσα από ένα δείγμα 448 εταιρειών, οι οποίες διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια της Ευρωζώνης, για το διάστημα 2006-2020, εάν η ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζει θετικά την τάση των εταιριών να παρουσιάζουν ολοκληρωμένες αναφορές. Τα ευρήματα της εργασίας δείχνουν ότι όσο μεγαλύτερη είναι η ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης, εξετάζοντας ορισμένες μεταβλητές που σχετίζονται με αυτή τη ποιότητα, τόσο πιθανότερη είναι η υιοθέτηση του IR. Επίσης, θα δούμε την ολοένα αυξητική τάση αναγνώρισης της αξίας του IR τα τελευταία χρόνια, καθώς το ποσοστό των εταιριών ανά τον κόσμο αυξάνεται με γρήγορο ρυθμό. Και τέλος, αναφέρονται και οι προκλήσεις που αντιμετωπίζει η μετάβαση από τις παραδοσιακές ετήσιες οικονομικές εκθέσεις προς το IR.

## **Abstract**

Integrated Reporting was conceived as an idea after a series of Reports, the King Reports, which were conceived on the occasion of the political situation in South Africa. The political situation of apartheid led the Corporate Governance on a very low degree of quality and, essentially, the investors' trust worldwide to be held absent and the economic consequences to be detrimental. In order to fight this situation and improve the level of quality of Corporate Governance, it was defined on the aforementioned Reports, a specific framework of rules that mandated the companies to apply. In the third of these Reports, the King III, was conceived the idea of a fully and unified disclosure, which led to what we call Integrated Reporting, in 2010.

Thus, the purpose of this dissertation is to examine through a sample of 448 companies, whom stocks are traded on any European stock market within the period 2006-2020, whether the quality of Corporate Governance has a positive effect on the decision of companies to adopt Integrated Reporting. The results indicate that the higher the quality of Corporate Governance, examining various variables that relate with the level of its quality, the higher the probability of adoption of IR by the companies. Also, we will notice the ongoing rising trend of acknowledgment of the value of IR the last years, as the proportion of companies that have adopted IR is rising rapidly worldwide. Lastly, they are mentioned the challenges of the transition from the traditional annual reports towards IR.

# Περιεχόμενα

1. Εισαγωγή .....	1
2. Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας.....	4
2.1 Integrated Reporting .....	4
2.2 Εταιρική Διακυβέρνηση.....	9
3. Μεθοδολογία .....	19
4. Εμπειρικά Ευρήματα .....	22
5. Συμπεράσματα .....	27
Βιβλιογραφικές Αναφορές .....	i

# 1. Εισαγωγή

Το τελευταίο διάστημα μια ολοένα και μεγαλύτερη γκάμα ερευνητικών εργασιών έχει απασχοληθεί με το νέο καινοτόμο πρότυπο δημοσίευσης των ετήσιων οικονομικών στοιχείων των εταιρειών, το Integrated Reporting (IR). Χαρακτηριστικό είναι ότι από 2 άρθρα δημοσιευμένα με θέμα άμεσα σχετικό με το IR το 2012, φτάσαμε στις 25 το 2017 (Rinaldi et.al., 2018). Το ενδιαφέρον έχει προκύψει από το γεγονός ότι ολοένα και περισσότερες εταιρείες έχουν αναλάβει την πολιτική δημοσιοποίησης μέσω του IR, το οποίο σημαίνει ουσιαστικά ότι η πολιτική αυτή θα προσθέτει αξία στις εταιρείες αυτές για να υπάρχει αυτή η τάση. Χαρακτηριστικά η KPMG μέσα από την έρευνα της το 2020 έχει βρει ότι σχεδόν το ένα τέταρτο (22%) των 250 μεγαλύτερων εταιρειών σε όλο τον κόσμο έχουν ήδη αναλάβει την πολιτική του IR, μια αύξηση 8% από την προηγούμενη αντίστοιχη έρευνα το 2017. Χαρακτηριστικό είναι ότι σε όλο και περισσότερες χώρες αρχίζει να γίνεται γνωστό το IR, καθώς από το 2017 έως το 2020 αυξήθηκε σε Γαλλία, Ιαπωνία, Μαλαισία και Ινδία κατά 43%, 31%, 26% και 23% αντίστοιχα. (KPMG, 2020)

Το International Integrated Reporting Council (IIRC) ορίζει το IR ως “μια μέθοδο συνοπτικής και περιεκτικής επικοινωνίας ενός οργανισμού προς το εξωτερικό της περιβάλλον για το πως η στρατηγική και η διακυβέρνησή της, καθώς και η απόδοσή και οι προοπτικές της, οδηγούν στη δημιουργία αξίας βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα”. (IIRC, 2021) Στην ουσία, το IR είναι η σύζευξη σε ενιαία και συνοπτική μορφή των δύο κύριων μεθόδων δημοσίευσης, του CSR και των ετήσιων οικονομικών εκθέσεων. Η σπουδαιότητα του IR έγκειται στο ότι μπορεί πλέον να ενημερώνει όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη, όχι μόνο δηλαδή τους επενδυτές, που κατά βάση επικεντρώνονται στα οικονομικά στοιχεία, σε μια ενιαία δημοσίευση και όχι ξεχωριστά.

Καθώς, λοιπόν, η αξία μιας επιχείρησης δεν υπολογίζεται αποκλειστικά και μόνο από οικονομικά στοιχεία. Αλλά, λαμβάνονται υπόψη περαιτέρω μεταβλητές, όπως οι σχέσεις της με τους εργαζόμενους, τους πελάτες και το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται, αν δηλαδή η λειτουργία της το επιβαρύνει και αν οι πολιτικές κατά πόσο είναι θεμιτές ή όχι. Αν και το IR προέκυψε σχετικά πρόσφατα ως αφορμή την οικονομική κρίση του 2008, ωστόσο αποτελεί σαν πρακτική συνέχεια και μετεξέλιξη του CSR ως προς τη δημοσίευση, από τη πλευρά των εταιρειών, στοιχείων πέραν των αποκλειστικά οικονομικών.

Τις τελευταίες 3 δεκαετίες το CSR έχει γνωρίσει καθολική αναγνώριση της θετικής συμβολής που έχει σε μια εταιρεία, φτάνοντας σήμερα στο σημείο το 96% των 250 μεγαλύτερων εταιριών παγκοσμίως να δημοσιεύουν CSR από το αντίστοιχο 35% που ήταν το συγκεκριμένο ποσοστό το 1999. (KPMG, 2020) Και όπως έχει αναδειχτεί από έρευνες σε στελέχη εταιρειών, ο λόγος που έχουν υιοθετήσει το CSR είναι για να προστατεύσουν την υστεροφημία της εταιρείας τους. (Christensen, 2016) Αν και η θετική έκβαση του CSR επιβεβαιώνεται και εμπειρικά, που υποστηρίζουν την επιλογή των στελεχών. Καθώς, οι χρηματιστηριακές αγορές αντιμετωπίζουν θετικά τη δημοσιοποίηση CSR, όπου οι επενδυτές αναγνωρίζουν την αξία του CSR ως συμπληρωματική δημοσίευση που περιορίζει την ασυμμετρία πληροφόρησης και τους

βοηθά να πάρουν πιο αποτελεσματικές αποφάσεις. (Carnevale & Mazzuca, 2014) Πέραν τούτου, η δημοσίευση CSR από τη πλευρά των εταιρειών είναι ένδειξη φερεγγυότητας για τους επενδυτές και ασφάλεια ως προς το ότι οι εταιρείες δεν υποπίπτουν σε παραπτώματα ή παραβιάσεις. Ενώ, ακόμη και στην περίπτωση που τυχόν υποπέσουν σε παραβιάσεις, η δημοσίευση CSR προστατεύει τις εταιρείες από μια μεγαλύτερη πτώση της χρηματιστηριακής τους τιμής, λόγω της καλής υστεροφημίας, όπως αναφέραμε προηγουμένως. (Christensen, 2016) Σε συνέχεια των θετικών επιπτώσεων που έχει το CSR για τους επενδυτές, είναι ότι μειώνει την πιθανότητα μεγαλύτερης απόκλισης από τις προβλέψεις τους για την εταιρεία που αναλύουν με τις παραπάνω πληροφορίες που τους παρέχει το CSR. (Dhaliwal et.al., 2012) Εκτιμώντας θετικά, λοιπόν, οι επενδυτές τη θετική αυτή προσφορά, έχει βρεθεί εμπειρικά ότι όσο μεγαλύτερο είναι το επίπεδο ποιότητας του CSR, τόσο μεγαλύτερη αποτιμάται η χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας, με αποτέλεσμα να οδηγεί στην άνοδο της χρηματιστηριακής της τιμής. (de Klerk & de Villers, 2012) Επακόλουθο είναι το CSR να έχει θετική συσχέτιση με την εταιρική απόδοση και κερδοφορία. (Cho et.al., 2019) Ωστόσο, ανεξαρτήτων των θετικών επιπτώσεων του CSR είναι απαραίτητο οι εταιρείες να προχωρήσουν σε μια ανάλυση κόστους – ωφέλειας, καθώς η δημοσίευση CSR επιφέρει κόστη, όπως λ.χ. μέτρηση και επαλήθευση της κοινωνικής επίπτωσης της εταιρείας και διοικητικό κόστος συλλογής των δεδομένων αυτών. (Carnevale & Mazzuca, 2014)

Έτσι, λοιπόν, το αν οι εκάστοτε εταιρείες εφαρμόζουν CSR, το οποίο είναι άρρητα συνδεδεμένο με το IR – όπως θα δούμε στη συνέχεια από το εμπειρικό υπόδειγμα – είναι μέρος του συνόλου εκείνων των αποφάσεων της διοίκησης για να ικανοποιήσει και να κερδίσει την εμπιστοσύνη όλων των ενδιαφερόμενων μερών της. Το σύνολο αυτών των αποφάσεων απαρτίζουν την Εταιρική Διακυβέρνηση. Λαμβάνουμε υπόψη, λοιπόν, στην παρούσα εργασία, πέραν του CSR και άλλες μεταβλητές που καθορίζουν μια καλή Διακυβέρνηση στηριζόμενοι στην ήδη υπάρχουσα βιβλιογραφία.

Θέλουμε να ερευνήσουμε αν η απόφαση παροχής ολοκληρωμένης αναφοράς IR επηρεάζεται θετικά από τη Διακυβέρνηση μιας εταιρείας, ώστε να αιτιολογήσουμε ότι η τάση που παρατηρείται τα τελευταία χρόνια ως προς την όλο και αυξανόμενη υιοθέτηση του IR από τις εταιρείες, βασίζεται σε θεμελιώδεις αξίες, όπως είναι το επίπεδο Εταιρικής Διακυβέρνησης. Η έρευνα αυτή έχει σπουδαιότητα στο γεγονός ότι ενδεχομένως η τάση που παρατηρείται τα τελευταία χρόνια, να οδηγήσει στο σημείο οι ολοκληρωμένες αναφορές να αντικαταστήσουν τις γνωστές ετήσιες οικονομικές εκθέσεις, θέτοντας ένα νέο status quo. Σε ένα δείγμα συνολικών 448 εταιρειών των οποίων η μετοχή διαπραγματεύεται σε χρηματιστήρια της Ευρωζώνης για το διάστημα μεταξύ 2006-2020 χρησιμοποιούμε 2 υποδείγματα probit για τις ανάγκες της έρευνας, όπου ως εξαρτημένη μεταβλητή είναι το IR και ανεξάρτητη μεταβλητή η Εταιρική Διακυβέρνηση. Στο πρώτο υπόδειγμα η ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης μετριέται ως σκορ από τη βάση δεδομένων του Refinitiv, ενώ στο δεύτερο υπόδειγμα μετριέται μέσα από ορισμένες μεταβλητές που καθορίζουν το επίπεδο ποιότητάς της. Οι μεταβλητές αυτές είναι το Μέγεθος του Δ.Σ. (Board Size), ο αριθμός των Ανεξάρτητων/Μη Εκτελεστικών Μελών (Non-Executive Members), αν γίνεται διαχωρισμός του Διευθύνοντος Συμβούλου από τον Πρόεδρο του Διοικητικού Συμβουλίου (CEO Duality), η Πολυμορφία Φύλων (Gender Diversity), το επίπεδο δηλαδή παρουσίας των γυναικών στο Δ.Σ. και αν δημοσιοποιείται η έκθεση Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης. Στο πρώτο υπόδειγμα βρίσκουμε θετική συσχέτιση, όπως επίσης και στο δεύτερο υπόδειγμα οι μεταβλητές παρουσιάζουν θετική συσχέτιση με

το IR. Με εξαίρεση, το οποίο είναι και αναμενόμενο να έχουμε αρνητική συσχέτιση, είναι με τη μεταβλητή CEO Duality. Έτσι, λοιπόν, παρατηρούμε ότι το επίπεδο της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτελεί βασικό παράγοντα για την απόφαση παροχής ολοκληρωμένης αναφοράς. Ωστόσο, υπάρχουν ζητήματα που πρέπει να ξεπεραστούν. Ένα ζήτημα έγκειται, ωστόσο, στο γεγονός ότι κατά βάση οι εταιρείες διαφαίνεται μέσα από το δείγμα μας να μην προχωρούν στο διαχωρισμό της θέσης του Διευθύνοντος Συμβούλου από τον Πρόεδρο του Διοικητικού Συμβουλίου, η οποία αποτελεί εμπόδιο ως προς την απόφαση παροχής ολοκληρωμένης αναφοράς, όπως αντικατοπτρίζεται στα αποτελέσματα του δεύτερου υποδείγματος. Ενώ, τέλος ισχνή είναι η επίδραση της θετικής συσχέτισης που προσφέρει η παρουσία των γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο, καθώς η παρουσία και η επιρροή τους παραμένει ακόμη και σήμερα αδύναμη στο Δ.Σ. Μια ακόμη πρόκληση αποτελεί το γεγονός ότι το IR δεν έχει θεσμοθετηθεί ως υποχρεωτικό με συγκεκριμένους κανόνες και όρους ως προς το περιεχόμενο και δομή της. Κάτι το οποίο πρέπει να πράξει το IIRC ως αρμόδιος φορέας. Θα παρατηρήσουμε, λοιπόν, μέσα από την εργασία αυτή ότι αν και το IR γνωρίζει τα τελευταία χρόνια αναγνώριση με γεωμετρική πρόοδο. Ωστόσο, τα παραπάνω ζητήματα πρέπει να ξεπεραστούν.

Η εργασία οργανώνεται ως εξής. Στο επόμενο Κεφάλαιο αποτυπώνεται η σχετική βιβλιογραφία γύρω από το IR και την Εταιρική Διακυβέρνηση. Στο Κεφάλαιο 3 αναλύεται η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε για την έρευνα. Στο Κεφάλαιο 4 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της έρευνας. Και, τέλος, ολοκληρώνεται η παρούσα εργασία με τα συμπεράσματα και τον σχολιασμό και ερμηνεία των ευρημάτων.

## 2. Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας

### 2.1 Integrated Reporting

Οι επιχειρήσεις έχουν τη δυνατότητα στις μέρες μας μέσω της τεχνολογίας και του διαδικτύου να μεταδίδουν πληροφορίες τάχιστα στους χρηματοοικονομικούς τους αντισυμβαλλόμενους, ώστε να μπορέσουν να επιβιώσουν και να ευημερήσουν κάτω από την απειλή του ισχυρού ανταγωνισμού. Είναι καθοριστικό, πλέον, για τις εταιρείες, ώστε αυτές οι πληροφορίες να προβάλλουν μια αξιόπιστη εικόνα προς τα έξω στους επενδυτές και το καταναλωτικό της κοινό, ώστε να βγάλουν εις πέρας δύο βασικές της λειτουργίες, τη χρηματοδότηση των κόστη λειτουργίας τους και να κερδίσουν την εμπιστοσύνη των καταναλωτών για την αύξηση των εσόδων τους.

Και, συγχρόνως, με την έλευση της παγκοσμιοποίησης, η αλληλεξάρτηση μεταξύ των εταιρειών και των επενδυτών έχει γίνει ισχυρότερη από ποτέ, επηρεάζοντας η μία την άλλη. Αυτό ανήλθε στην επιφάνεια μετά την οικονομική κρίση του 2007, όπου μια κρίση στα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου στην Αμερική, οδήγησε σε κρίση παγκόσμια. Κατέστη ολοφάνερο ότι οι ετήσιοι ισολογισμοί από μόνοι τους δεν μπορούσαν πλέον να θεωρηθούν επαρκή για την ακέραια πληροφόρηση των ενδιαφερόμενων πλευρών μιας εταιρείας και να αποκαλύψουν την αληθινή και δίκαιη εικόνα της. Αν και, ωστόσο, παραμένουν ακόμη το βασικό κριτήριο για τους επενδυτές για να επενδύσουν ή όχι μέσω της τεχνικής ανάλυσης. Παρόλα αυτά, έχει πλέον ευρέως αναγνωριστεί ότι πολλές πτυχές από τις δραστηριότητες των εταιρειών δεν δημοσιοποιούνται στις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις. (Baboukardos & Korita, 2019)

Για να μπορέσει, λοιπόν, μια επιχείρηση να δημοσιεύσει και να προβάλλει μια αληθινή εικόνα των δραστηριοτήτων της, θα πρέπει οι χρηματοοικονομικές και οι μη πληροφορίες να συνδέονται μεταξύ τους. Αρχικώς, αυτή η έλλειψη σύνδεσης γεφυρωνόταν από τις ξεχωριστές εκθέσεις των ESG<sup>1</sup>. Ωστόσο, λόγω του πολύ μεγάλου όγκου πληροφοριών και πολυπλοκότητας των εκθέσεων αυτών, έχει ξεκινήσει την τελευταία δεκαετία μια πρωτοβουλία να ενοποιηθούν οι χρηματοοικονομικές πληροφορίες – οι γνωστές ετήσιες οικονομικές εκθέσεις – και οι μη χρηματοοικονομικές πληροφορίες – ESG εκθέσεις – σε μία ενιαία έκθεση. Γνωστή, πλέον ως Integrated Reporting (IR). (de Villers et.al., 2014)

Η πηγή και ρίζα της δημιουργίας της έννοιας του Integrated Reporting ήταν η πολιτική και κοινωνική κατάσταση στη Νότια Αφρική. Κάτω από την επιβολή του

---

<sup>1</sup> Το ESG Report είναι η δημοσιοποίηση 3 κατηγοριών κριτηρίων και της επίδρασης που έχουν για μια εταιρεία στην πρόσθετη αξία της (Added value). Τα 3 κριτήρια είναι: περιβαλλοντικά, κοινωνικά και εταιρικής διακυβέρνησης. Τα περιβαλλοντικά κριτήρια εξετάζουν τον τρόπο με τον οποίο μια επιχείρηση ενεργεί ως διαχειριστής του φυσικού περιβάλλοντος. Σεβασμός στο Περιβάλλον, αντιμετώπιση της Κλιματικής αλλαγής, ενεργειακή αποδοτικότητα, μεταξύ άλλων. Τα κοινωνικά κριτήρια εξετάζουν πώς διαχειρίζεται τις σχέσεις με τους εργαζόμενους, τους προμηθευτές, τους πελάτες και τις κοινότητες στις οποίες δραστηριοποιείται. Η εταιρική διακυβέρνηση ασχολείται με την ηγεσία της εταιρείας, την επιχειρηματική ηθική, τις αμοιβές των εκτελεστικών στελεχών, τις εργασιακές σχέσεις, τους εσωτερικούς ελέγχους, τη διαφάνεια, τη διαφθορά και τα δικαιώματα των μετόχων. (Investopedia.com)



αυταρχικού καθεστώτος του απαρτχάιντ, οι Νότιο Αφρικανικές εταιρείες είχαν αποκλειστεί από την παγκόσμια οικονομία και το διεθνές εμπόριο, εξαιτίας των κυρώσεων και των δασμών που είχαν επιβληθεί από τα Ηνωμένα Έθνη ως συνέπεια του καθεστώτος. Αυτό είχε ως έκβαση τις εταιρείες να υπολείπονται σε ανταγωνισμό και καινοτομία. Με την πτώση, λοιπόν, του απαρτχάιντ, οι εταιρείες της Νότιας Αφρικής δεν είχαν άλλη εναλλακτική από το να βελτιώσουν τις πρακτικές διακυβέρνησής τους και να το αποδείξουν έμπρακτα, ώστε να επιβιώσουν και να ευημερήσουν στις ανταγωνιστικές αγορές. Κάπως, έτσι, άρχισε να μετουσιώνεται στην πορεία σαν ιδέα το IR. (Vaughn & Ryan, 2006)

Τον Ιούλιο του 1993, λοιπόν, το Ινστιτούτο Διευθυντών της Νότιας Αφρικής (Institute of Directors of South Africa) πρότεινε στον πρώην Δικαστή του Ανώτατου Δικαστηρίου της Νότιας Αφρικής Merwyn King να ηγηθεί Επιτροπής πάνω στην Εταιρική Διακυβέρνηση, η οποία ήταν υπεύθυνη να αναδείξει εκείνες τις πρακτικές και αρχές που διαμορφώνουν μια σωστή διακυβέρνηση, τις οποίες οι εταιρείες δεν ήταν υπαγόμενες από τον νόμο να τις ακολουθήσουν, αλλά σαν κατευθυντήριες γραμμές. Οι πρακτικές αυτές δημοσιοποιήθηκαν σε μια σειρά από King Reports. Το 1994 δημοσιοποιήθηκε το πρώτο King Report (King I), το οποίο αποτελούσε και τον πρώτο Κώδικα Διακυβέρνησης στην Νότια Αφρική. Αφορούσε όλες τις εισηγμένες εταιρείες και ορισμένες δημόσιες επιχειρήσεις. Μερικές από τις οδηγίες αυτές, ενδεικτικά, είναι:

- Ο Πρόεδρος του ΔΣ να είναι ανεξάρτητος και να μη κατέχει και θέση Διευθύνοντος Συμβούλου (CEO). Αποφυγή δηλαδή του CEO Duality, το οποίο αναφέρεται παρακάτω
- Ισορροπία ανάμεσα στον αριθμό των ανεξάρτητων μελών και μη στο ΔΣ. Και, αναγκαία προϋπόθεση για την τήρηση της σωστής Διακυβέρνηση, ο ελάχιστος αριθμός μελών και των δύο κατηγοριών να είναι 2.
- Οι συνελεύσεις να γίνονται σε τακτική βάση και ιδανικότερα ανά τετράμηνο.
- Το ΔΣ πρέπει να έχει απόλυτο έλεγχο και γνώση στη διαχείριση των στρατηγικών αποφάσεων που παίρνονται. Όπως, επίσης, ο Διευθυντής πρέπει να κάνει γνωστό και να διατηρεί πρακτικά τον συναλλαγών στο Χρηματιστήριο και τους λόγους για την απόφασή του.
- Για να θεωρηθεί ένα μέλος ανεξάρτητο και να διατελέσει το ρόλο του, θα πρέπει να μην έχει οφέλη από τη λειτουργία του πέρα από τη προμήθεια που του παρέχεται για τις υπηρεσίες του. Να μην έχει την ιδιότητα εκτελεστικού μέλους ή αν ήταν στο παρελθόν να μην υφίσταται πλέον η σχέση του αυτή με την εταιρεία.
- Ξεχωριστή και ολοκληρωμένη δημοσίευση των αμοιβών όλων των μελών του ΔΣ, ανεξάρτητων και μη, συμπεριλαμβανομένου του Διευθυντή.
- Η εταιρεία πρέπει να δημοσιεύει και να διατηρεί Κώδικα Ηθικής, ο οποίος θα επιτηρείται και θα ελέγχεται σε περίπτωση που παραβιάζονται κανόνες της από εξωτερική Επιτροπή Ελέγχου, όπου Διευθυντής της επιτροπής αυτής θα είναι ανεξάρτητο μέλος για να διασφαλιστεί η αμεροληψία και ακεραιότητα της Επιτροπής στην ενδεχόμενη επιβολή κυρώσεων.

Σε περίπτωση μη συμμόρφωσης με ορισμένους από τους κανόνες, τότε η εταιρεία παροτρύνεται, χωρίς να είναι υποχρεωτικό, να κάνει γνωστό τους λόγους παρέκκλισής της. (IoDSA, 1994)

Στην τρίτη κατά χρονολογική σειρά report το 2009, το King III ήταν το κατώφλι του Integrated Reporting, καθώς εισάχθηκε για πρώτη φορά η ιδέα να δημοσιεύονται ενιαία οι ετήσιες ποσοτικές και ποιοτικές εκθέσεις των εταιρειών, καθώς το King II αναθεωρήθηκε ως λανθασμένη πρακτική να δημοσιεύονται ξεχωριστά. η ετήσια έκθεση και η έκθεση βιωσιμότητας (sustainability report). Και σε σύγκριση με τα προηγούμενα King Report, το τρίτο θα εφαρμοζόταν ανεξαιρέτως σε όλους τους οργανισμούς. (IoDSA, 2009)

Έτσι, λοιπόν, η ιδέα του IR τέθηκε σε εφαρμογή από το International Integrated Reporting Council (IIRC), το οποίο ιδρύθηκε τον Αύγουστο του 2010, με σκοπό να ενημερώσει και να διαδώσει τις βασικές αρχές και το περιεχόμενο που πρέπει να περιλαμβάνει ένα IR report. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται στην κήρυξη της ίδρυσής της, «Στόχος είναι η δημιουργία ενός Πλαισίου παγκόσμια αποδεκτού για τη βιωσιμότητα της λογιστικής απεικόνισης. Ένα Πλαίσιο, το οποίο ενώνει όλη τη χρηματοοικονομική, περιβαλλοντική, κοινωνική και εταιρικής διακυβέρνησης πληροφορία σε μορφή ξεκάθαρη, συνοπτική, συνεπή και συγκρίσιμη. Στόχος είναι η ανάπτυξη μιας πιο περιεκτικής και κατανοητής πληροφορίας για τη συνολική απόδοση ενός οργανισμού, μελλοντικά και αναδρομικά, για να καλύψει τις ανάγκες ενός αναδυόμενου και βιώσιμου παγκόσμιου οικονομικού μοντέλου». (IIRC, 2010) Ενώ, σύμφωνα με το ανανεωμένο πλαίσιο που δημοσιεύτηκε πρόσφατα, «ο πρωταρχικός σκοπός ενός Integrated Report είναι να εξηγήσει στους πάροχους κεφαλαίου, πως ένας οργανισμός δημιουργεί, συντηρεί ή διαβρώνει την αξία σε βάθος χρόνου. Ένα Integrated Report ωφελεί όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη, συμπεριλαμβανομένων των υπαλλήλων, πελατών, προμηθευτών, εταιρικών συναδέλφων, τοπικών κοινοτήτων και αρχών, που ενδιαφέρονται να γνωρίζουν τη δυνατότητα ενός οργανισμού να δημιουργεί αξία σε βάθος χρόνου. (IIRC, 2021) Αυτό επιβεβαιώνεται εμπειρικά από ο Serafeim, 2015, ο οποίος τα αποτελέσματα της έρευνας του υποδεικνύουν ότι οι εταιρείες που δημοσιεύουν Integrated Reports, έχουν και την τάση να προσελκύουν και να διατηρούν τους επενδυτές τους σε μακροχρόνιο ορίζοντα.

Ο αντίστοιχα ομόλογος οργανισμός που εποπτεύει τους κανόνες δημοσιοποίησης των λογιστικών καταστάσεων, το International Accounting Standards Board (IASB) έχει θεσπίσει συγκεκριμένους κανόνες και πρότυπα κάτω από τα οποία οι οικονομικές καταστάσεις πρέπει να δημοσιεύονται.<sup>2</sup> Από την άλλη πλευρά, το IIRC αναγνωρίζοντας την ποικιλομορφία διαφορετικών οργανισμών, δεν υποχρεώνει απαραίτητα τις εταιρείες που έχουν υιοθετήσει το IR να δημοσιεύουν κάτω από συγκεκριμένους κανονισμούς. Στόχος είναι να επιτευχθεί μια ισορροπία μεταξύ της ελευθερίας των εταιρειών στο ότι δημοσιεύουν και στη θέσπιση κάποιων ορίων πάνω σε αυτό, αναγνωρίζοντας τη διακύμανση μεταξύ των διάφορων εταιρειών με δυνατή, ωστόσο, ως ένα βαθμό τη δυνατότητα σύγκρισης μεταξύ των εταιρειών, επιτυγχάνοντας έτσι τις ανάγκες πληροφόρησης για την εξαγωγή συμπερασμάτων από τη πλευρά των ενδιαφερόμενων πλευρών. Για να επιτευχθούν αυτές οι ανάγκες

---

<sup>2</sup> Είναι τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (International Financial Reporting Standards – IFRS). Καθιερώθηκαν με σκοπό να δημιουργήσουν μια κοινή γλώσσα λογιστικής, ώστε οι λογιστικές καταστάσεις των επιχειρήσεων να είναι συνεπή και αξιόπιστα από εταιρεία σε εταιρεία και από χώρα σε χώρα. (Invsetopedia.com)

πληροφόρησης, το IIRC έχει θέσει κάποιες προϋποθέσεις ώστε ένα IR report να είναι συμβατό με τις οδηγίες του Πλαισίου. Το Πλαίσιο τις ορίζει ως Κατευθυντήριες Αρχές (Guiding Principles) και είναι:

- *Εστίαση στη Στρατηγική και Επικέντρωση στο Μέλλον.* Ένα IR πρέπει, δηλαδή να παρέχει γνώση της Στρατηγικής της εταιρείας και πως μέσω αυτής της Στρατηγικής θα μπορέσει να δημιουργήσει αξία, δίνοντας έμφαση στις ευκαιρίες και τα ρίσκα της αγοράς που δραστηριοποιείται.
- *Συνοχή Πληροφοριών.* Το IR πρέπει να παρέχει ξεκάθαρη εικόνα του συνδυασμού, της αλληλεπίδρασης και εξάρτησης μεταξύ των διάφορων παραγόντων που επηρεάζουν την ικανότητα της εταιρείας να δημιουργήσει πρόσθετη αξία.
- *Ενδιαφερόμενα Μέρη.* Να παρέχει εικόνα των σχέσεων της εταιρείας με τα ενδιαφερόμενα μέρη, δηλαδή κατά πόσο η εταιρεία αναγνωρίζει και κατανοεί τις ανάγκες τους και ανταποκρίνεται σε αυτές.
- *Συνοπτικότητα.* Το περιεχόμενο του πρέπει να είναι επαρκές αλλά και συνοπτικό, ώστε να παρέχει τις απαραίτητες πληροφορίες για τη στρατηγική, διακυβέρνηση και απόδοση ξεκάθαρα με τις λιγότερες δυνατό λέξεις, αποφεύγοντας τις περιττές πληροφορίες.
- *Αξιοπιστία.* Η αξιοπιστία της εγκυρότητας των πληροφοριών του IR ενισχύεται από μηχανισμούς, όπως εσωτερική και εξωτερική επιτροπή ελέγχου, ώστε να αποφευχθεί η μεροληψία.
- *Συνέπεια και Συγκρισιμότητα.* Το IR πρέπει να είναι συνεπές, περιλαμβάνοντας σταθερούς δείκτες απόδοσης ανά περίοδο. Και οι δείκτες αυτοί να επιτρέπουν τη σύγκριση με άλλες επιχειρήσεις.

Η επιρροή που έχει το IR από τη σχετικά χρονικά σύντομη επίδρασή του στις επιχειρήσεις, καθώς πρόκειται για μια καινοτόμο μέθοδο δημοσίευσης, έχει βρεθεί εμπειρικά να υφίσταται, άλλα και το αντίθετο.

Συγκεκριμένα, έχει βρεθεί ότι το IR βοηθάει τους ενδιαφερόμενους αναλυτές και επενδυτές να προβλέπουν με μικρότερη απόκλιση και σφάλμα τα κέρδη της εταιρείας, καθώς εμπειριούνται στο IR περαιτέρω πληροφορίες (non-financial information) αναγκαίες που δεν υπάρχουν στις καθιερωμένες οικονομικές καταστάσεις. Επομένως, λοιπόν, το IR βοηθάει στην πρόβλεψη της μελλοντικής απόδοσής της εταιρείας. Μετατρέποντάς το από μια θεωρητική προοπτική προσέγγισής του IR σε πιο πρακτική, το οποίο επηρεάζει τις προοπτικές των εταιρειών και τα πραγματικά τους μεγέθη. (Zhou et.al, 2017 – Lee & Yeo, 2016)

Ωστόσο, αυτή η έλλειψη κανονιστικού και νομικού πλαισίου που να υποχρεώνει τις επιχειρήσεις να δημοσιεύουν, όπως έχει γίνει στη Νότια Αφρική, έχει γίνει αντικείμενο κριτικής. Καθώς, δίνει την ευχέρεια στους ιδιοκτήτες τη δυνατότητα να μη δημοσιεύουν δραστηριότητες ή δείκτες απόδοσης, οι οποίες θεωρούν ότι δεν έχουν κάποια θετική ή και αρνητική επίδραση στη αξία της επιχείρησης, εφόσον το δικαιολογήσουν με ορισμένο νομικό υπόβαθρο. Κατ' αυτόν τον τρόπο, οι ιδιοκτήτες θα μπορούσαν να αποκρύψουν ζητήματα κοινωνικά ή περιβαλλοντικά ή εργασιακά, τα οποία θα ήταν ευαίσθητα για την κοινή γνώμη. Υπάρχει ο ισχυρισμός, λοιπόν, ότι αν το IIRC δεν ορίσει ένα συγκεκριμένο, νομικά οριοθετημένο, κάτω από το οποίο οι εταιρείες θα δημοσιεύουν το IR, όπως το IASB, τότε το IR δύσκολα θα θεσπιστεί ως

κυρίαρχη μορφή δημοσιοποίησης της οικονομικής κατάστασης των εταιρειών.  
(Flower, 2014)

## 2.2 Εταιρική Διακυβέρνηση

Η εταιρική διακυβέρνηση (corporate governance) ανήλθε στην επιφάνεια κυρίως μετά την οικονομική κρίση του 2008, όπου η απόλυτη φιλελευθεροποίηση της λειτουργίας των εταιριών είχε οδηγήσει τους ιδιοκτήτες να δρουν αποκλειστικά ως προς το δικό τους συμφέρον, αγνοώντας τα συμφέροντα των μετόχων.

Ωστόσο, το ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης ξεκίνησε να παρουσιάζεται από το 18<sup>ο</sup> και 19<sup>ο</sup> αιώνα, όταν πήρε μορφή ο θεσμός της Ανώνυμης Εταιρείας, καθώς πλέον ήταν δυνατό για εκατομμύρια μετόχους να επενδύσουν σε πολλές εταιρείες, μειώνοντας τον κίνδυνο τους σε περίπτωση πτώχευσης σε κάποια από τις επενδύσεις τους. Αυτή η εξέλιξη, ωστόσο, οδήγησε στην απόσχιση των ιδιοκτητών που παίρνουν τις αποφάσεις και των μετόχων που κεφαλαιοποιούν και αναμένουν κέρδη από τις επενδύσεις τους. Η εταιρική διακυβέρνηση τέθηκε με ξεκάθαρο τρόπο για πρώτη φορά μέσα από την εργασία των Berle & Means το 1932. (Λαζαρίδης, 2011)

Έτσι, λοιπόν, η αποτυχία ευθυγράμμισης των συμφερόντων μεταξύ στελεχών και μετόχων, δημοσιοποίησης και μεταφοράς πληροφοριών στους μετόχους, διαχείρισης κινδύνων, των μηχανισμών εποπτείας και επίβλεψης των λειτουργιών της εταιρείας, αποτελούν προβλήματα εταιρικής διακυβέρνησης. (Λαζαρίδης, 2011)

Ένας γνωστός ορισμός που έχει δοθεί από τον Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) είναι ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση ουσιαστικά πρόκειται για ένα σύνολο σχέσεων μεταξύ της διοίκησης της εταιρείας, του Διοικητικού Συμβουλίου, των μετόχων και κάθε ενδιαφερόμενου μέλους ως προς την εταιρεία. (OECD, 2004)

Ενώ, η Παγκόσμια Τράπεζα την ορίζει ως εκείνες τις λειτουργίες και δομές με τις οποίες οι εταιρείες διοικούνται και ελέγχονται. Ορίζει τις εταιρείες με καλή διακυβέρνηση ως υπεύθυνες που λογοδοτούν απέναντι στους μετόχους τους, πιο διαφανείς και αποτελεσματικές, το οποίο με τη σειρά του χτίζει εμπιστοσύνη, με αποτέλεσμα η ροή κεφαλαίων λόγω αυτής της εμπιστοσύνης να αυξάνεται και οι εταιρείες να αναπτύσσονται. (Παγκόσμια Τράπεζα, 2016)<sup>3</sup>

Ενώ ο Goergen αποδίδει τον εξής ορισμό: «το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης είναι ο συνδυασμός μηχανισμών που διασφαλίζουν ότι η διοίκηση διοικεί την επιχείρηση για να ωφελήσει ένα ή διάφορα ενδιαφερόμενα μέρη. Αυτά τα ενδιαφερόμενα μέρη μπορεί να είναι μέτοχοι, πιστωτές, προμηθευτές, πελάτες, εργαζόμενοι και άλλες ομάδες με τις οποίες η επιχείρηση συνεργάζεται». (Goergen, 2012)

---

<sup>3</sup> [https://web.worldbank.org/archive/website01563/WEB/IMAGES/CG\\_EAP\\_P.PDF?MOD=AJPERES](https://web.worldbank.org/archive/website01563/WEB/IMAGES/CG_EAP_P.PDF?MOD=AJPERES)

Οι βασικές θεωρίες της Εταιρικής διακυβέρνησης είναι τέσσερις:

- Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency Theory)

Αποτελεί την παλαιότερη και διαδεδομένη ακαδημαϊκά. Διατυπώθηκε αρχικά από τον Adam Smith (1776). Ουσιαστικά, αναφέρει ότι οι μέτοχοι λόγω έλλειψης γνώσεων και δεξιοτήτων, ή έλλειψης χρόνου ή και του μεγάλου κόστους διοίκησης και ελέγχου της εταιρείας αναθέτουν τη διοίκηση των εταιρειών σε επαγγελματίες αντιπροσώπους. (Λαζαρίδης, 2011) Ο διαχωρισμός αυτός εξουσιών οδηγεί στο πολύ γνωστό πρόβλημα αντιπροσώπευσης (agency problem). Καθώς, ο επαγγελματίας αντιπρόσωπος, ενδεχομένως, να αποφασίσει να διοικεί την επιχείρηση με βάση τα συμφέροντά του. Για να διασφαλίσει, λοιπόν, η εταιρεία την διαφάνεια και ακεραιότητα απέναντι στους μετόχους της, αναλαμβάνει τα λεγόμενα έξοδα αντιπροσώπευσης (agency costs), το οποίο αποτελείται από τρία συστατικά, τα έξοδα εποπτείας (παρακολούθηση των ενεργειών και παρέμβαση σε περίπτωση ανεπιθύμητων ενεργειών), τα έξοδα δέσμευσης (απόδειξη αξιοπιστίας του ιδιοκτήτη απέναντι στον μέτοχο μέσω επένδυσης στην ίδια του την εταιρεία) και η υπολειμματική αξία. (Goergen, 2012)

- Θεωρία Ενδιαφερομένων Μερών (Stakeholder theory)

Η θεωρία αυτή πηγάζει από την αναγνώριση της σημαντικότητας των επιρροών και της αλληλεξάρτησης από το άμεσο και έμμεσο περιβάλλον μιας εταιρείας. Υποστηρίζει ότι δεν προκύπτει κανένα όφελος από τη διάκριση των συμφερόντων μεταξύ της επιχείρησης ως οντότητας και των συμφερόντων που απαρτίζουν το περιβάλλον της, λ.χ. άμεσα ενδιαφερόμενοι είναι οι μέτοχοι, εργαζόμενοι – έμμεσα ενδιαφερόμενοι είναι το κράτος, οι τοπικές κοινωνίες που δραστηριοποιείται. Και, ότι, ουσιαστικά η επιχείρηση πρέπει να λάβει υπόψη και να εξισορροπήσει τα συμφέροντα όλων των κατηγοριών ενδιαφερόμενων μερών που επηρεάζονται από τη λειτουργία της. (Λαζαρίδης, 2011)

- Θεωρία της Επιτροπείας – Επιμελητείας (Stewardship theory)

Η θεωρία αυτή έρχεται ουσιαστικά σε σύγκρουση με αυτή της αντιπροσώπευσης, καθώς υπονοεί ότι η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ στελεχών και μετόχων είναι αναπόφευκτη και ότι η σύγκρουση αυτή δεν προέρχεται από τις ενέργειες των στελεχών αλλά από άλλους ενδογενείς παράγοντες. Η θεωρία αυτή δεν τύχει ευρείας αποδοχής για 3 λόγους. Πρώτον, στο γεγονός ότι με βάση τη θεωρία αυτή δεν απαιτείται καμία νομοθετική παρέμβαση στον τρόπο διακυβέρνησης των εταιρειών. Δεύτερον, απορρίπτει ότι ο κύριος στόχος των στελεχών είναι οι οικονομικές τους απολαβές. Και τρίτον, αναγνωρίζει ως τον μοναδικά αποτελεσματικό μηχανισμό εποπτείας το Διοικητικό Συμβούλιο. (Λαζαρίδης, 2011)

- Θεωρία της Ηγεμονίας της Διοίκησης (Managerial Hegemony Theory)

Η θεωρία αυτή υποστηρίζει ότι οι δομές μεταβίβασης εξουσίας, ελέγχου και εποπτείας έχουν στην ουσία ατονήσει και οδηγήσει στην επικράτηση και ηγεμονία των στελεχών. Η έλλειψη κινήτρου για την ανάληψη καθηκόντων από τους μετόχους της

εταιρείας, που θεωρούνται ότι είναι το κύριο ενδιαφερόμενο μέρος, έχει ως αποτέλεσμα την αποδυνάμωση της στρατηγικής τους συμμετοχής.

Τώρα θα εξετάσουμε τις μεταβλητές εκείνες που καθορίζουν την αποδοτικότητα της εταιρικής διακυβέρνησης μιας επιχείρησης.

### Μέγεθος Διοικητικού Συμβουλίου (Board Size)

Μια από τις μεταβλητές που καθορίζουν την αποτελεσματικότητα της εταιρικής διακυβέρνησης που έχει ασχοληθεί εκτεταμένα η βιβλιογραφία είναι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου (board size). Η βιβλιογραφία έχει δείξει ότι όσο μικρότερο είναι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, τόσο πιο αποδοτική είναι η επιχείρηση. (Mak and Kusnadi, 2005, Yermack, 1996, Eisenberg et.al., 1997; Guest, 2009). Επίσης, παρατηρούμε ότι το μέγεθος της εταιρείας δεν επηρεάζει την αρνητική αυτή συσχέτιση μεταξύ μεγέθους διοικητικού συμβουλίου και αποτελεσματικότητας, καθώς τόσο ο Guest και οι Eisenberg et.al, κατέληξαν στο ίδιο συμπέρασμα για δείγμα εταιρειών μεγάλου και μικρού μεγέθους αντίστοιχα. Επίσης, αποδεικνύεται το γεγονός ότι ένα σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου είναι η ενδεχόμενη αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής που ακολουθεί μια επιχείρηση. Καθώς, σε ενδεχόμενη αύξηση της αβεβαιότητας, οι επιχειρήσεις προχωρούν σε μείωση του μεγέθους του διοικητικού τους συμβουλίου (Ongsakul et.al, 2020).

Η αιτία που οι επιχειρήσεις προτιμούν τη μείωση του διοικητικού τους συμβουλίου είναι, ότι αν και καθώς η αύξηση της θα οδηγούσε σε μεγαλύτερη εμπειρία και ευκολία στην εποπτεία και παρακολούθηση των γίνεσθαι, ωστόσο, το όφελος αυτό θα επισκιαζόταν από τη δυσκολότερη επικοινωνία και χειρότερη λήψη αποφάσεων που επέρχεται με τη σύναψη μεγαλύτερου αριθμού ατόμων. (John & Senbet, 1998). Κατά συνέπεια, οι δυσκολίες στην επικοινωνία και στον συντονισμό καθώς το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου αυξάνεται θα οδηγήσει σε σύγκρουση συμφερόντων και σε πρόβλημα αντιπροσώπευσης (agency problems). (Eisenberg et.al. 1997).

Ωστόσο, ενδεικτικό του αμφιλεγόμενου της σχέσης μεταξύ μεγέθους διοικητικού συμβουλίου και εταιρικής απόδοσης, από την άλλη πλευρά έχουμε τον ισχυρισμό από τους Coniel et.al. (2018) ότι δεν ισχύει καθολικά για όλο τον τύπο εταιριών η αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους διοικητικού συμβουλίου και εταιρικής απόδοσης. Πιο συγκεκριμένα, για μεγάλες εταιρείες με πιο πολύπλοκη δομή και διαφοροποιημένες, οι οποίες δραστηριοποιούνται σε παραπάνω από ένα κλάδο, έχουν ανάγκη από μεγαλύτερο μέγεθος διοικητικού συμβουλίου. Το οποίο μεγαλύτερο μέγεθος διοικητικού συμβουλίου οδηγεί τις εταιρείες αυτού του είδους σε καλύτερη εταιρική απόδοση, όπως εξακριβώνεται από την εμπειρική τους έρευνα.

Επαφίεται ωστόσο στην εταιρεία ανεξαρτήτως αν είναι μεγάλη ή μικρή να αναγνωρίσει τον ιδανικό αριθμό μελών του διοικητικού συμβουλίου, όπου μεγιστοποιείται η συμβολή τους στη σωστή διακυβέρνηση. (Bennedsen et. al., 2008).

Καθώς, σε περίπτωση προσθήκης ενός ακόμη μέλους μετά από ένα καθορισμένο ιδανικό αριθμό μελών, ενέχει αρνητικό αποτέλεσμα. (Kathuria & Dash, 1999)

Στο ίδιο μήκος, είναι αμφίβολη και η σχέση του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου με την υιοθέτηση του Integrated Reporting. Καθώς, ενώ, έχει βρεθεί ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους και της υιοθέτησης εφαρμογής του Integrated Reporting. Αν και αυτό φαίνεται να ισχύει σε μεγαλύτερο βαθμό για τις μεσαίες και μεγάλες εταιρείες (Fiori et.al, 2016). Από την άλλη πλευρά, έχει ισχυριστεί ότι όσο μικρότερο είναι το board size, τόσο πιθανότερη είναι η εθελοντική δημοσίευση και το επίπεδο ποιότητας της μεγαλύτερο (Cerbioni & Parbonetti, 2016). Ενώ, τέλος, έχει δειχθεί επίσης, ότι ο αριθμός των μελών στο ΔΣ δεν έχει σημαντική συσχέτιση με την εθελοντική δημοσίευση (Omran et.al.,2021). Η πρώτη ανεξάρτητη μεταβλητή που θα συμπεριλάβουμε, λοιπόν, στο δεύτερο υπόδειγμα για να εξετάσουμε τι επίπτωση έχει στην απόφαση να υιοθετηθεί ή όχι το Integrated Reporting είναι το μέγεθος του ΔΣ.

### CEO Duality

Η επόμενη μεταβλητή που θα εξετάσουμε και έχει καταπιαστεί ενδελεχώς η βιβλιογραφία είναι το λεγόμενο CEO Duality. Ουσιαστικά πρόκειται όταν η θέση του Διευθύνοντος Συμβούλου και του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου να έχουν αναληφθεί από το ίδιο πρόσωπο. Η συγκεκριμένη πρακτική της Εταιρικής Διακυβέρνησης έχει γίνει αντικείμενο διαχωρισμού ανάμεσα στις 2 επικρατούσες θεωρίες, της Αντιπροσώπευσης (Agency) και της Επιτροπείας (Stewardship). Τα επιχειρήματα, λοιπόν, κατά της πρακτικής αυτής προέρχονται σε μεγάλο βαθμό από τη θεωρία Αντιπροσώπευσης. Από την οπτική αυτής της θεωρίας, οι υποστηρικτές της ισχυρίζονται ότι η πρακτική αυτή οδηγεί στον περιορισμό ή και εξάλειψη της ανεξαρτησίας, ακεραιότητας και αμεροληψίας στη λήψη αποφάσεων του διοικητικού συμβουλίου, καθώς δυσκολεύει η σωστή λειτουργία του εποπτικού της ρόλου. (Baliga et.al., 1996) Επίσης, ο Διευθύνων Σύμβουλος έχοντας τη δικαιοδοσία να εκλέγει στο Διοικητικό Συμβούλιο τα μέλη, θα μπορούσε να διορίσει μέλη τα οποία βρίσκονται πιο κοντά στον κύκλο επιρροής του με αποτέλεσμα τη κατά δυνατόν λιγότερη επιτήρησή του. Χωρίς την απαιτούμενη επιτήρηση, οι πολιτικές που θα ακολουθεί ο Διευθύνων Σύμβουλος θα οδηγούσαν σε χειρότερη εταιρική απόδοση. (Chahine & Tohme, 2009) Αντιθέτως, η θεωρία της Επιτροπείας θεωρεί ότι ο Διευθύνων Σύμβουλος λόγω της καλύτερης εικόνας των επενδυτικών ευκαιριών και προκλήσεων που αντιμετωπίζει η εταιρεία, θα μπορούσε να διοικήσει πιο άμεσα λαμβάνοντας στρατηγικές αποφάσεις προς τη σωστή κατεύθυνση άμεσα και αποτελεσματικά. (Yang & Zhao, 2014)

Καθώς, ωστόσο, η ευθυγράμμιση με τους κανόνες και τις οδηγίες του IIRC απαιτούν μεγαλύτερη διαφάνεια και εποπτεία, αναμένουμε να υπάρχει μια σαφής αρνητική συσχέτιση μεταξύ CEO Duality και IR, καθώς μέσω της πολιτικής CEO Duality θεωρούμε ότι ο Διευθύνων Σύμβουλος όταν θα έχει κίνητρο να αποκρύπτει πληροφορίες, οι οποίες είναι επιζήμιες για την εικόνα της επιχείρησης, θα είναι εφικτό και θα το πράττει, το οποίο είναι αντίθετο με την ιδεολογία του Integrated Reporting. Όντως, από εμπειρικές έρευνες έχει δειχθεί ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ CEO Duality και το μέγεθος των πληροφοριών που οι εταιρείες δημοσιεύουν. (Cerbioni & Parbonetti, 2017). Επίσης, ο Giannarakis (2014) έδειξε ότι το CEO Duality έχει



αρνητική συσχέτιση με τη δημοσίευση CSR. Εύλογο ήταν, ως εκ τούτου, αφού έχει βρεθεί η αρνητική σχέση με το CSR, το ίδιο να έχει βρεθεί εμπειρικά και με το IR. (Marrone, 2020)

### Μη-Εκτελεστικά/Ανεξάρτητα Μέλη (Non-Executive / Independent Directors)

Ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας και της διοίκησης (agency theory) επιτυγχάνεται μέσω της παρουσίας Μη-Εκτελεστικών Μελών, οι οποίοι λειτουργούν και αποφασίζουν ανεξάρτητα.

Η σύνθεση ενός διοικητικού συμβουλίου απαρτίζεται από εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη. Τα εκτελεστικά μέλη ασχολούνται με τις καθημερινές λειτουργίες και διοίκηση της επιχείρησης και διατηρούν κάποια μορφής εργασιακή σχέση με αυτήν. Ενώ, τα μη εκτελεστικά μέλη συνεισφέρουν με την αντικειμενικότητα και την εξειδίκευση τους στην αξιολόγηση και την εποπτεία των αποφάσεων της διοίκησης. Και η αμοιβή τους καθορίζεται από το χρόνο που διαθέτουν στις συνεδριάσεις, καθώς δεν αποτελούν μόνιμα μέλη της εταιρείας, και την εκπλήρωση των καθηκόντων τους. (Αγοράκη, 2010)<sup>4</sup>

Η αντικειμενικότητα και εξειδίκευση αυτή είναι που έχει παγιώσει την παρουσία μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο τα τελευταία χρόνια ως στοιχείο καλής διακυβέρνησης. Καθώς, όταν το διοικητικό συμβούλιο απαρτίζεται εξ'ολοκλήρου από εσωτερικά εκτελεστικά μέλη δημιουργείται σύγκρουση συμφερόντων με την αντικειμενική αξιολόγηση της απόδοσης της εταιρείας και εποπτεία της διοίκησης εκ μέρους της προστασίας των μετόχων να διακυβεύεται. (Kakabadse et.al., 2010)

Η απαρχή για την αυξανόμενη πίεση προς τις εταιρείες να απαρτίζονται περισσότερο από ανεξάρτητα μέλη συνέβη στις αρχές της δεκαετίας του '90 μετά το ξέσπασμα οικονομικών σκανδάλων. Στο Ηνωμένο Βασίλειο ακολούθησε μια σειρά από 3 κώδικες καλής διακυβέρνησης. Ο πρώτος κώδικας συντάχθηκε το 1992, το λεγόμενο Cadbury Report, στην οποία υποχρέωσε τις εισηγμένες εταιρείες να αυξήσουν τον αριθμό των μη εκτελεστικών μελών, αποτελούμενη τουλάχιστον από 3 στον αριθμό, και να ισχυροποιήσουν την εξουσία τους στις αποφάσεις της εταιρείας. Μετέπειτα, συντάχθηκε το λεγόμενο Greenbury Report το 1995, μετά από δημόσια κατακραυγή από τις αλόγιστες αυξήσεις των μισθών των εκτελεστικών μελών του ΔΣ. Πρότεινε ουσιαστικά τη δημιουργία και λειτουργία εντός της εταιρείας Επιτροπής Αμοιβών (Remuneration Committee), η οποία θα αποτελούνταν αποκλειστικά από μη εκτελεστικά μέλη. Τέλος, το 1998 το Hampel Report πρότεινε το ΔΣ να αποτελείται κατά πλειονότητα κατά τα δύο τρίτα από μη-εκτελεστικά μέλη και οι Επιτροπές υποψηφιοτήτων, αμοιβής και εποπτείας να αποτελούνται κυρίως από ανεξάρτητα μη-εκτελεστικά μέλη. (Clarke, 1998)

Στην Ελλάδα σύμφωνα με τον νόμο 4706/2020 περί Εταιρικής Διακυβέρνησης, το ΔΣ των εισηγμένων εταιρειών πρέπει να αποτελείται τουλάχιστον κατά το ένα τρίτο από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη και να απαρτίζεται από τουλάχιστον 2 ανεξάρτητα μη-εκτελεστικά μέλη σε κάθε περίπτωση. Επίσης, προτρέπει ότι ο

<sup>4</sup><https://www.sed.gr/library/agoraki.pdf>

Προέδρος του ΔΣ πρέπει να είναι μη εκτελεστικό μέλος. Σε περίπτωση μη συμμόρφωσης, ωστόσο, ο Αντιπρόεδρος πρέπει υποχρεωτικά να είναι μη εκτελεστικό μέλος. Για να θεωρηθεί ένα μέλος ανεξάρτητο, θα πρέπει να μην συντρέχουν κάποιιοι από τους παρακάτω λόγους:

- να κατέχει παραπάνω από το 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας
- να λαμβάνει πρόσθετη αμοιβή πέρα από αυτή του μισθού που του ορίζεται ως διευθυντή, όπως πρόσθετη αμοιβή που συνδέεται με βάση την απόδοσή του, καθώς και η λήψη πρόσθετων παροχών, όπως η συμμετοχή του στο συνταξιοδοτικό πρόγραμμα της εταιρείας
- να έχει ή είχε στα τελευταία 3 οικονομικά έτη πριν από το διορισμό του, οποιαδήποτε επιχειρηματική σχέση με την Εταιρεία ή πρόσωπο συνδεδεμένο με αυτήν ή σημαντικό μέτοχο που κατέχει ποσοστό συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον 10%
- να έχει υπηρετήσει στο ΔΣ της Εταιρείας ή σε οποιαδήποτε άλλη εταιρεία που έχει επιχειρηματικές διασυνδέσεις με την Εταιρεία για παραπάνω από 9 έτη πριν από την εκλογή του
- να έχει συγγενική σχέση με σημαντικό μέλος του ΔΣ που κατέχει σημαντικό ποσοστό μετοχών, τουλάχιστον 10% του μετοχικού κεφαλαίου. ([www.e-nomothesia.gr](http://www.e-nomothesia.gr))<sup>5</sup>

Η σημαντική συμβολή των μη-εκτελεστικών ανεξάρτητων μελών, όπως έχει αποδειχθεί εμπειρικά (Weisbach, 1988), έγκειται από το γεγονός ότι σε περίπτωση που η εταιρεία αποδίδει χειρότερα, είναι πιθανότερο σε ένα ΔΣ το οποίο αποτελείται κυρίως από μη-εκτελεστικούς να αντικατασταθεί ο Πρόεδρος του ΔΣ για την κακή απόδοση της εταιρείας απ' ότι σε ένα ΔΣ το οποίο αποτελείται κυρίως από εκτελεστικούς. Και συνήθως, η αλλαγή του Προέδρου ακολουθείται από καλύτερη απόδοση οικονομική της εταιρείας. Αν και η αλλαγή ενός μη αποδοτικού Προέδρου φαίνεται να έχει θετική επιρροή, η σταθερότητα ωστόσο των μελών που απαρτίζουν το Διοικητικό Συμβούλιο είναι απαραίτητη, καθώς η εμπειρική βιβλιογραφία προτρέπει ότι η σταθερότητα αυτή οδηγεί στη μείωση της μεταβλητότητας της κερδοφορίας της εταιρείας. (Pearce & Patel, 2018)

Η συσχέτιση μεταξύ της επιρροής που έχουν τα ανεξάρτητα μέλη στην εταιρική απόδοση, φαίνεται από την εμπειρική βιβλιογραφία να είναι συγκεχυμένη. Καθώς, οι Dahya & McConnell (2007) στο δείγμα εταιριών που πήραν από το Ηνωμένο Βασίλειο βρήκαν ότι πριν και μετά την εφαρμογή των οδηγιών του Cadbury Report υπήρξε θετική μεταβολή στο δείκτη Αποδοτικότητας Ενεργητικού (Return on Assets) και πιο συγκεκριμένα αυτή η μεταβολή προήλθε από τη μείωση των λειτουργικών εξόδων. Αυτή η μείωση είναι ουσιαστικά ένδειξη του ελέγχου που θα επέβαλλαν με την ακεραιότητά τους τα περισσότερα μη- εκτελεστικά μέλη που θα απάρτιζαν το ΔΣ μετά την εφαρμογή του Cadbury Report. Στο ίδιο μήκος κύματος, είναι και η εμπειρική έρευνα των Alvarado & Bravo (2017), οι οποίοι βρήκαν θετική συσχέτιση. Πιο συγκεκριμένα εξέτασαν 2 χαρακτηριστικά των ανεξάρτητων μελών: το σύνολο ετών της θητείας τους και τη θέση διευθυντή σε άλλες εταιρείες. Βρήκαν ότι όσο μεγαλύτερη η εμπειρία ενός διευθυντή, τόσο συμβάλλουν στη κερδοφορία. Ενώ, για ανεξάρτητα μέλη που διοικούν σε περισσότερο από 2 εταιρείες, η συμβολή τους δεν είναι θετική στη κερδοφορία λόγω φόρτου εργασίας. Οπότε, για να είναι θετική η επιρροή, μια

<sup>5</sup> <https://www.e-nomothesia.gr/kat-epikheireseis/nomos-4706-2020-phek-136a-17-7-2020.html>

εταιρεία πρέπει να προσλαμβάνει διευθυντές οι οποίοι δεν εργάζονται ήδη ως ανεξάρτητοι σε τουλάχιστον 2 εταιρείες.

Ενώ, αρνητική σχέση έχει βρεθεί, το οποίο είναι και αναμενόμενο, σε εταιρείες οι οποίες έχουν την τάση να έχουν υψηλή διακριτικότητα και να αποκρύπτουν ορισμένο όγκο πληροφοριών για την λειτουργία τους (James et. al., 2020). Την αρνητική σχέση ισχυρίζονται και οι Bhagat & Bolton (2008), οι οποίοι ισχυρίζονται ότι η πρόσληψη ανεξάρτητων μελών αποκλειστικά και μόνο για να βελτιώσουν την απόδοσή της εταιρείας δεν θα έχει αντίκτυπο, αυξάνοντας απλώς τα εταιρικά έξοδα. Ωστόσο, η ανεξαρτησία του ΔΣ έχει αντίκτυπο, όπως ισχυρίζονται, σε εταιρείες που ήδη έχουν λίγα έσοδα και θέλουν να πειθαρχήσουν τα ανώτερα μέλη της Διοίκησης. Ενώ, η αρνητική, ενδεχομένως, αυτή σχέση έχει αποδοθεί στο γεγονός ότι οι μη-εκτελεστικοί διευθυντές υστερούν στο ότι έχουν ασύμμετρη πληροφόρηση σε σχέση με τους εκτελεστικούς. Χωρίς να γνωρίζουν, λοιπόν, ζωτικής σημασίας πληροφορίες να μην μπορούν να παράσχουν τις υπηρεσίες τους στο έπακρο. Επίσης, αποδίδεται σε έλλειψη εμπειρίας και γνώσης για τη λειτουργία της συγκεκριμένης εταιρείας στην οποία είναι επιφορτισμένοι με τα καθήκοντά της, σε σχέση με τους εκτελεστικούς (Peng et. al, 2021).

Ενδεχομένως, για το λόγο αυτό, θα ήταν ιδανικό για τη κερδοφορία της εταιρείας, ώστε να επωφεληθεί στο μέγιστο από τη συμβολή τόσο των εκτελεστικών όσο και των μη-εκτελεστικών να ανακαλύψει το μίγμα εκείνο των 2 αυτών θεσμικών οργάνων που θα πρέπει να απαρτίζουν το ΔΣ. Σαφώς, η συμβολή των μη-εκτελεστικών είναι αδιαμφισβήτητη, ωστόσο ως ένα όριο. Καθώς, όπως δείχνει μια έρευνα πάνω σε Ευρωπαϊκές Τράπεζες το διάστημα 2002-2006 σχετικά με τη συμβολή των μη-εκτελεστικών στην απόδοση της εταιρείας, δεν είναι γραμμική. Πιο συγκεκριμένα, αν και με τη προσθήκη μη-εκτελεστικών έχει θετική επίπτωση στη κερδοφορία και στη μείωση των εξόδων, ωστόσο μετά από ένα συγκεκριμένο σημείο η προσθήκη επιπλέον μη-εκτελεστικών έχει τα αντίθετα αποτελέσματα. (Agoraki et.al., 2010)

Όσον αφορά για τη σχέση μεταξύ των μη -εκτελεστικών και του IR, οι εμπειρικές έρευνες έχουν βρει και σε αυτή τη περίπτωση τόσο θετική όσο και αρνητική συσχέτιση. Πιο συγκεκριμένα, οι Vitolla et.al. (2020) έχουν κάνει έρευνα πάνω στην επιρροή που έχει ο μεγαλύτερος αριθμός μη-εκτελεστικών στην ποιότητα του IR που δημοσιεύουν οι εταιρείες, το οποίο το αποδίδουν στο ότι όσο αυξάνεται το ποσοστό των μη-εκτελεστικών, τόσο μειώνεται η δυνατότητα των εκτελεστικών να προχωρήσουν σε καιροσκοπικές ενέργειες απόκρυψης σημαντικών πληροφοριών. Ενώ, από την άλλη, έχει βρεθεί εμπειρικά ότι το ποσοστό των μη- εκτελεστικών δεν έχει επιρροή στο κατά πόσο μια εταιρεία, που δημοσιεύει IR, συμμορφώνεται με τις οδηγίες του IIRC. (Hurghis, 2017)

### Πολυμορφία Φύλων (Gender Diversity)

Τα φυλετικά στερεότυπα, όπως και κάθε άλλο κοινωνικό στερεότυπο, πηγάζει από τη γενίκευση των αντιλήψεων και απόψεων που έχουμε για μια κοινωνική ομάδα ως προς τα άτομα που απαρτίζουν την ομάδα αυτή. (Bauer & Baltes, 2002) Το στερεότυπο ενεργοποιείται, λοιπόν, για κάποιο συγκεκριμένο άτομο από την αντίληψη που έχουμε στο παρελθόν για την ομάδα στην οποία ανήκει. Έτσι, και τα φυλετικά

στερεότυπα δημιουργούνται υποσυνείδητα εξαιτίας των πεποιθήσεων που έχουμε για τους άντρες και τις γυναίκες και το ρόλο που έχουν απέναντι στην κοινωνία. Έτσι, λοιπόν, μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του '80, υπήρχε βαθιά ριζωμένη στις ανεπτυγμένες χώρες – αν και ακόμη υπάρχει αλλά σε σαφέστερα μικρότερο βαθμό – η αντίληψη ότι η γυναίκα είναι αυτή που πρέπει να φροντίζει το νοικοκυριό και ο άντρας να είναι η κύρια πηγή εισοδήματος. Η αντίληψη, ωστόσο αυτή, είχε αρχίσει να αλλάζει όπως αποδείχτηκε εμπειρικά. Καθώς, από τυχαία δείγματα ερευνών βρέθηκε να ενστερνίζονται την ιδέα ότι και οι γυναίκες, ανεξαρτήτως του φύλου τους, μπορούν και κατέχουν υψηλές θέσεις εργασίας. (Eagly & Steffen, 1984)

Αυτή η τάση αλλαγής, λοιπόν, ως προς την αντιμετώπιση των γυναικών στον εργασιακό χώρο, άρχισε να απασχολεί τον επιχειρηματικό κόσμο και εκ τούτου να αποτελεί βαρόμετρο για την αξιολόγηση μιας καλής διακυβέρνησης από τη πλευρά των εταιρειών. Ενδεικτική είναι η εξέλιξη της εκπροσώπησης των γυναικών στο συνολικό εργατικό δυναμικό της Αυστραλίας, η οποία διπλασιάστηκε από τη δεκαετία του '50 μισό αιώνα αργότερα. (Ali et.al., 2007). Ενώ στη Νορβηγία, μια χώρα που ανέκαθεν υποστήριζε τα δικαιώματα των γυναικών, καθώς ήταν η πρώτη που έδωσε δικαίωμα ψήφου στις γυναίκες, έχει θεσπίσει οι γυναίκες να αποτελούν το 40% των διοικητικών θέσεων στο δημόσιο τομέα και στον ιδιωτικό τομέα, καθώς σε περίπτωση μη συμμόρφωσης, οι εταιρείες κινδυνεύουν νομικά να αποκλειστούν από το εγχώριο Χρηματιστήριο ή ακόμη και να διαλυθούν. (Casey et. al., 2011)

Σύμφωνα με τους Carter et.al. (2007), οι κύριοι λόγοι για την ύπαρξη πολυμορφίας<sup>6</sup> στο Δ.Σ., είναι:

1. Το γεγονός ότι σύμφωνα με την Θεωρία Αντιπροσώπευσης, η πολυμορφία συντελεί στην ενίσχυση της δυνατότητας του Δ.Σ. να επιτηρεί και ελέγχει τους Διευθυντές, λόγω της μεγαλύτερης ανεξαρτησίας
2. Βελτιώνεται η λήψη αποφάσεων, λόγω του πλουραλισμού από τις νέες προοπτικές, αυξημένη δημιουργικότητα και νέες καινοτόμες προσεγγίσεις ως προς τη λήψη αποφάσεων που φέρνει η ύπαρξη γυναικών και άλλων μειονοτήτων
3. Βελτιώνεται η πληροφόρηση από την έλευση πρόσθετης σημαντικής πληροφορίας, που μόνο οι μειονότητες αυτές μπορούν να κατέχουν
4. Ενισχύεται η εταιρική εικόνα, καθώς στέλνει θετικά σημάδια λειτουργίας στην αγορά εργασίας και εν γένει στην χρηματαγορά.

Για τους παραπάνω λόγους, λοιπόν, αναμένεται ότι η παρουσία γυναικών θα οδηγούσε σε καλύτερη διακυβέρνηση. Και ως εκ τούτου, σε καλύτερη απόδοση των εταιριών όσον αφορά την κερδοφορία τους. Όντως, λοιπόν, από τη εμπειρική βιβλιογραφία έχει βρεθεί ότι επηρεάζει θετικά την απόδοση των εταιριών, η παρουσία των γυναικών στο ΔΣ (Brahma et.al., 2018). Αυτή η θετική συσχέτιση οφείλεται στο γεγονός ότι οι γυναίκες, με τη συνεισφορά τους, επιφέρουν μειωμένο ρίσκο στη λήψη των αποφάσεων του ΔΣ (Perryman et.al., 2013). Ενώ, από έρευνες εμπειρικές, οι οποίες βρίσκουν αρνητική συσχέτιση, μια εξισορροπημένη εκπροσώπηση από τα δύο φύλα στο ΔΣ είναι απαραίτητη σε κάθε περίπτωση για λόγους κοινωνικούς, αν όχι απαραίτητα για οικονομικούς λόγους (Alvarez et.al., 2009). Επίσης, οι Provasi &

---

<sup>6</sup> Καταπιάνεται όχι μόνο με την πολυμορφία που πηγάζει από την ύπαρξη γυναικών, αλλά και άλλων μειονοτήτων, όπως των έγχρωμων. Για αυτό αναφέρεται γενικώς ως πολυμορφία (diversity).

Harasheh (2020), οι οποίοι και αυτή με τη σειρά τους βρίσκουν αρνητική σχέση στην οικονομική επίπτωση που μπορεί να έχουν οι γυναίκες σε μια εταιρεία. Ισχυρίζονται, ωστόσο, με βάση τα εμπειρικά τους ευρήματα, ότι επειδή οι γυναίκες έχουν μια ροπή προς το CSR και εν γένει την καλή εταιρική ευθύνη της εταιρείας ως προς το κοινωνικό σύνολο και τους μετόχους της ότι οι γυναίκες συνεισφέρουν κατά το μέγιστο στην εταιρική βιωσιμότητα, το οποίο τα τελευταία χρόνια, σύμφωνα πάντα με τη γνώμη τους έχει ενταθεί και με την έμφαση που έχει δοθεί στη σπουδαιότητα του IR και τη δημοσίευση και των μη οικονομικών στοιχείων μιας εταιρείας.

### Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη (Corporate Social Responsibility)

Ένα περαιτέρω τμήμα της Εταιρικής Διακυβέρνησης που το επηρεάζει είναι η ΕΚΕ (CSR). Οι ομοιότητες του CSR με την Ε.Δ. ουσιαστικά είναι πολλές. Σε σχέση με την Εταιρική Διακυβέρνηση, ωστόσο, το CSR συγκροτείται από εκείνες τις ηθικές πρακτικές που αντικατοπτρίζουν την ευθύνη που έχει μια εταιρεία απέναντι στο εξωτερικό της περιβάλλον (καταναλωτές, κοινωνία, περιβάλλον), που αποτελεί τη διαφορά με την ΕΔ, η οποία απευθύνεται κυρίως στο εσωτερικό της περιβάλλον και τους μετόχους της.

Με αφορμή την επίπτωση στο φυσικό περιβάλλον από τις μεγάλες οικολογικές καταστροφές που έχουν προκληθεί από τις εταιρείες, προέκυψε και η ανάγκη να επιβληθούν κανόνες και μέτρα ασφαλείας και να δοθούν κίνητρα στις επιχειρήσεις να λειτουργήσουν με τέτοιο τρόπο, ώστε να μην επιβαρύνουν το περιβάλλον και να αναπτύξουν δράσεις υπέρ του κοινωνικού συνόλου. Έτσι, λοιπόν, η άποψη ότι μια επιχείρηση έχει υποχρέωση μόνο απέναντι στους μετόχους της, έχει πάψει να ισχύει.

Είναι γνωστό ότι υπάρχει δυσκολία να αποδοθεί ένας ενιαίος και καθολικός ορισμός για την ΕΚΕ, λόγω του πολυσύνθετου χαρακτήρα της, καθώς υπάρχει διαφορετική κουλτούρα σε διάφορες περιοχές του κόσμου, διαφορετικό επίπεδο ανάπτυξης ενώ οι επιχειρήσεις λειτουργούν σε διαφορετικούς κλάδους. Ένας ορισμός που έχει αποδοθεί από το Ελληνικό Δίκτυο για την ΕΚΕ είναι «Η έννοια της ΕΚΕ περικλείει την ευθύνη κάθε επιχείρησης ή οργανισμού απέναντι στα ενδιαφερόμενα μέρη τα οποία επηρεάζει ή επηρεάζεται από αυτά μέσα από την άσκηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας».<sup>7</sup> Ενώ, οι Harjoto & Jo (2011) το ορίζουν ως το σύνολο εκείνων των λειτουργιών μιας επιχείρησης, με τις οποίες δεν είναι νομικά δεσμευμένη η επιχείρηση να τις αναλάβει. Ωστόσο, το πράττει καθώς έχουν ένα συνολικό θετικό αποτύπωμα στην τοπική κοινωνία και το περιβάλλον και βελτιώνει έτσι την εικόνα της επιχείρησης.

Τις τελευταίες δύο δεκαετίες το CSR έχει αποκτήσει τεράστια σημασία για μια επιχείρηση και αποτελεί ίσως το πιο ισχυρό μηχανισμό καλής διακυβέρνησης, τα οποία είναι 2 έννοιες αλληλένδετες και ισχυρά σχετιζόμενες. Καθώς, έχει αποδειχθεί ότι εταιρική διακυβέρνηση μεγάλης ποιότητας, ακολουθείται από πολιτικές φιλικές στο περιβάλλον και την κοινωνία. Οπότε, πιο πιθανό στην ανάληψη εθελοντικής

---

<sup>7</sup> [Τι είναι ΕΚΕ – CSR® Hellas \(csrhellas.org\)](http://www.csrhellas.org)

δημοσίευσης των πολιτικών αυτών μέσω του CSR. (Chan et.al., 2014) Ενώ, επίσης, έχει βρεθεί ότι το CSR έχει θετική συσχέτιση με την οικονομική επίδοση μιας εταιρείας. Αυτό, κατά πάσα πιθανότητα, οφείλεται στο ότι οι καταναλωτές αναγνωρίζοντας τις πολιτικές της επιχείρησης φιλικά προσκείμενες στη κοινωνία και το περιβάλλον, θα προτιμήσει να αγοράσει τα προϊόντα της. (Tsoutsoura, 2004 – Awaysheh et.al.,2020). Ωστόσο, αναγκαίο προαπαιτούμενο για την εγκυρότητα του CSR Report είναι η διασφάλιση της διαφάνειας και φερεγγυότητας της εταιρείας. Αυτό θα επιτευχθεί, εφόσον, το CSR Report ελέγχεται (audit) από εξωτερική Επιτροπή (external committee). Καθώς, ο κάθε ενδιαφερόμενος (stakeholder) θα μπορούσε να λάβει μεροληπτική ενημέρωση από μια επιχείρηση που δημοσιεύει άνευ ελέγχου το CSR Report της, αποκρύπτοντας, ενδεχομένως, ενέργειες αντίθετες με τους κανόνες του CSR και να δημοσιεύει αποκλειστικά και μόνο τις θετικές δραστηριότητες ως προς τη στάση της απέναντι στη κοινωνία και το περιβάλλον. Για το λόγο αυτό, λοιπόν, για τη θετική επίπτωση στα κέρδη τους, οι επιχειρήσεις πλέον διασφαλίζουν την εγκυρότητα των CSR Report τους μέσω Επιτροπής Ελέγχου. Ενώ, στη Νότια Αφρική, όπου θεμελιώθηκε και το Integrated Reporting, το ζήτημα παραπάνω έχει καθιστεί υποχρεωτικό. (Ackers & Eccles, 2015)

### 3. Μεθοδολογία

Για να εξετάσουμε, λοιπόν, τη σχέση της Εταιρικής Διακυβέρνησης με το Integrated Reporting θα χρησιμοποιήσουμε 2 υποδείγματα διωνυμικής παλινδρόμησης (binary regression). Ως εξαρτημένη μεταβλητή θα είναι το Integrated Reporting. Και ως ανεξάρτητη στο πρώτο υπόδειγμα θα είναι η ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης της εκάστοτε εταιρείας με τη μορφή ποσοστού ως σκορ, ενώ στο δεύτερο υπόδειγμα θα χρησιμοποιήσουμε ως ανεξάρτητες τις μεταβλητές εκείνες που καθορίζουν κατά πόσο μια εταιρεία ασκεί ποιοτική διακυβέρνηση, τις οποίες έχουμε αναφέρει παραπάνω. Ενώ, τέλος, και στα 2 υποδείγματα θα ληφθούν υπόψη ως μεταβλητές ελέγχου (control variables), εκείνες οι θεμελιώδεις ποσοτικές μεταβλητές που καθορίζουν την εύρυθμη λειτουργία μιας επιχείρησης, τις οποίες μεταβλητές αναφέρουμε παρακάτω. Το δείγμα μας απαρτίζεται από επιχειρήσεις εισηγμένες που δραστηριοποιούνται στην Ευρωζώνη και τα δεδομένα αφορούν το διάστημα από το 2006 ως το 2020. Για τις ανάγκες άντλησης των δεδομένων αξιοποιήθηκε η βάση δεδομένων Refinitiv. Έτσι, λοιπόν, από τις συνολικά 4653 εταιρείες που ήταν το αρχικό μας δείγμα, οι οποίες είναι εισηγμένες σε ευρωπαϊκό χρηματιστήριο, αρχική απαραίτητη προϋπόθεση για να συμπεριληφθούν οι παραπάνω εταιρείες στα υποδείγματα ελέγχου, ήταν οι εταιρείες αυτές να έχουν δημοσιευμένο στο Refinitiv database σκορ Εταιρικής Διακυβέρνησης με τη μορφή ποσοστού. Στη συνέχεια, επόμενη κατά προτεραιότητα προϋπόθεση στο Refinitiv ήταν αν οι εταιρείες έστω και για ένα έτος μεταξύ 2006-2020 έχουν δημοσιεύσει Integrated Reporting. Αφού έγινε λοιπόν η διαλογή στις εταιρείες που κάλυπταν την παραπάνω προϋπόθεση, το τελικό συνολικό δείγμα που αξιοποιήθηκε για τις ανάγκες της έρευνάς μας αποτελείται από 448 εταιρείες. Οι εταιρείες με ένδειξη Y στα αποτελέσματα εξόδου στο Refinitiv, το οποίο μεταφραζόταν ότι έχουν υιοθετήσει το IR, παίρνουν την τιμή 1 στο διωνυμικό μας υπόδειγμα, ενώ οι εταιρείες με ένδειξη N την τιμή 0. Μέσω, λοιπόν των διωνυμικών υποδειγμάτων, θα εξετάσουμε αν υπάρχει σχέση μεταξύ της τιμής 1 της εξαρτημένης μεταβλητής και των ανεξάρτητων μεταβλητών για να καταλήξουμε στα επιθυμητά συμπεράσματα.

Ένα βασικότατο κριτήριο καλής διακυβέρνησης είναι οι πληροφορίες που δημοσιεύει μια επιχείρηση. Και σύμφωνα με την οδηγία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (2014/95/EU), οι επιχειρήσεις θα πρέπει να δημοσιεύουν πληροφορίες που αφορούν τις πολιτικές, και αποτελέσματα των πολιτικών αυτών, γύρω από κοινωνικά και περιβαλλοντικά θέματα, όπως επίσης και από θέματα που αφορούν τη προστασία των εργαζομένων, ενέργειες για τη πάταξη της διαφθοράς και διατήρηση της πολυμορφίας στο ΔΣ. Αναγνωρίζοντας, πλέον, οι επιχειρήσεις τη σπουδαιότητα της πρόσφατης τάσης του Integrated Reporting, η οποία διευκολύνει τις επιχειρήσεις να κοινοποιούν μια ολιστική εικόνα της επιχείρησής τους, για το που βρίσκεται, που πηγαίνει και πως σκοπεύει μέσω της στρατηγικής της. Για το λόγο αυτό, πιστεύουμε ότι θα υπάρχει μια θετική επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης των εταιρειών και τα σημαντικά χαρακτηριστικά που διαμορφώνουν μια καλή διακυβέρνηση στην απόφαση να αναλάβουν την πρωτοβουλία του Integrated Reporting. Που αποτελεί η υπόθεση του πρώτου και δεύτερου υποδείγματος που θα εξεταστούν. Αυτή η υπόθεση ενισχύεται εμπειρικά από τους Wang et.al. (2020) όπου βρίσκουν ότι τόσο τα συνήθη χαρακτηριστικά διακυβέρνησης, όπως το Διοικητικό Συμβούλιο και Επιτροπή Ελέγχου

έχουν θετική επίδραση στην ποιότητα του Integrated Reporting, όσο και πιο καινοτόμα χαρακτηριστικά όπως η Επιτροπή Βιωσιμότητας (Sustainability Committee)<sup>8</sup> και Μη-Οικονομικά Μεγέθη Απόδοσης (Non-Financial Performance Measures).<sup>9</sup>

Όσον αφορά για τα χαρακτηριστικά Εταιρικής Διακυβέρνησης που έχουν αναφερθεί ως μεταβλητές που θα χρησιμοποιηθούν στο δεύτερο υπόδειγμα, το μέγεθος του συμβουλίου έχει βρεθεί να έχει θετική σχέση με την εθελοντική δημοσιοποίηση IR. (Girella et.al., 2019) Αν και αυτό ισχύει, σαφώς, για τις μεγάλες εταιρείες, όπως είδαμε προηγουμένως. (Fiori et.al., 2016). Όπου, λόγω του μεγαλύτερου μεγέθους, υπάρχει μεγαλύτερη ποικιλία ανθρώπων και διαφορετικών απόψεων που ενισχύουν τη βελτίωση γνώσεων πάνω στη μη-οικονομική δημοσιοποίηση στοιχείων. Στηριζόμενοι στη Θεωρία Αντιπροσώπευσης, όπως είδαμε προηγουμένως, πιστεύουμε ότι όταν ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου και ο Διευθύνων Σύμβουλος είναι το ίδιο πρόσωπο ( CEO Duality) θα πρέπει να έχει μια σαφής αρνητική σχέση με το IR. Και στην περίπτωση των ανεξάρτητων μελών, στηριζόμενοι και πάλι στη Θεωρία Αντιπροσώπευσης και από την έρευνα του Vitolla et.al. (2020) το μεγαλύτερο ποσοστό non-executive θα οδηγούσε σε πιο αποτελεσματική επιτήρηση της διοίκησης. Οπότε, θα περιμένουμε θετική σχέση μεταξύ του μεγαλύτερου αριθμού non-executive και της εφαρμογής του IR. Όσον αφορά για την επόμενη μεταβλητή, τη παρουσία των γυναικών στο ΔΣ, έχει βρεθεί εμπειρικά ότι οι γυναίκες έχουν θετική επιρροή στην υιοθέτηση του IR. Ενώ, τέλος, για το CSR αναμένουμε σαφώς μια θετική σχέση, καθώς, όπως το IR έτσι και το CSR αποτελεί μια εθελοντική πρωτοβουλία δημοσίευσης πληροφοριών για τον τρόπο λειτουργίας της επιχείρησης, πέραν των οικονομικών. Συνοπτικά, λοιπόν, όσον αφορά για το δεύτερο υπόδειγμα αναμένουμε, πέραν του CEO Duality, οι υπόλοιπες μεταβλητές να έχουν θετική σχέση με την ανάληψη του IR.

Τέλος, σε κάθε υπόδειγμα ελέγχου θα λάβουμε υπόψη κάποιους θεμελιώδεις μεταβλητές σαν μεταβλητές ελέγχου (control variables), οι οποίοι επηρεάζουν την εταιρική απόδοση. Πρώτη μεταβλητή είναι το μέγεθος (firm size) της εταιρείας, την οποία θα πάρουμε λογαριθμημένη την τιμή της. Το μέγεθος της εταιρείας επηρεάζει θετικά την εταιρική απόδοση, καθώς όσο μεγαλύτερη μια εταιρεία τόσο πιο ανταγωνιστική είναι στους πελάτες και προμηθευτές της, έχοντας μεγαλύτερους πόρους για χρηματοδότηση και επιτυγχάνοντας οικονομίες κλίμακος. (Valeiras et.al., 2016) Μια ακόμη σημαντική μεταβλητή είναι η κερδοφορία (profitability), καθώς μια χαμηλή κερδοφορία καθιστά δύσκολη για τους διαχειριστές την αποτελεσματική διανομή των πόρων της επιχείρησης και να διαχειριστούν τα οικονομικά και μη οικονομικά ζητήματα της επιχείρησης. Την υπολογίζουμε αν από τα καθαρά κέρδη διαιρέσουμε τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία (assets) της επιχείρησης. Ενώ, για να μετρήσουμε την ανάπτυξη (growth) μιας εταιρείας, θα λάβουμε υπόψη ως μονάδα μέτρησης τον δείκτη Χρηματιστηριακή Τιμή προς Λογιστική Αξία (Price to Book Value). (Maniora, 2017) Μια ακόμη μεταβλητή που θα λάβουμε υπόψη είναι η ρευστότητα (liquidity), η οποία εμπειρικά έχει βρεθεί να έχει θετική σχέση με την εταιρική απόδοση

<sup>8</sup> Τα μέλη της Επιτροπής είναι υπεύθυνα για τον έλεγχο της λειτουργίας της επιχείρησης, ώστε να έχει θετικές επιπτώσεις στο τοπικό περιβάλλον και την κοινωνία και να προτείνει στο ΔΣ πρακτικές βελτίωσης της λειτουργίας. Ο Διευθυντής της Επιτροπής αυτής πρέπει να είναι ανεξάρτητο μη-εκτελεστικό μέλος. ([Microsoft Word - 07.SUSTAINABILITY COMMITTEE CHARTER.docx \(crpower.com.hk\)](#))

<sup>9</sup> Παραδείγματα αυτών είναι η σχέση της εταιρείας με τους πελάτες/καταναλωτές, η φήμη της εταιρείας, ποιότητα προϊόντων ή υπηρεσιών. ([10 Examples of Non-Financial KPIs that Make Money Now – Dividends Diversify](#))



και αξία (Fang et.al., 2009). Και τελευταία μεταβλητή ελέγχου που θα λάβουμε υπόψη και επηρεάζει την εταιρική απόδοση είναι η μόχλευση (leverage), κατά πόσο δηλαδή η εταιρεία χρηματοδοτεί τη λειτουργία της με δανειακά κεφάλαια, και είναι ο λόγος μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων με τα δανειακά κεφάλαια. Εμπειρικά έχει βρεθεί ότι η μόχλευση έχει θετική επιρροή στην απόδοση. Ωστόσο, η σχέση αυτή είναι οριακή και μη μονότονη. Καθώς, από ένα σημείο και ύστερα η προσθήκη περαιτέρω και συσσώρευση κόστους σε δανειακή μορφή υπερβαίνει τα κέρδη (Cheng & Tzeng, 2014).

Όσον αφορά τα 2 υποδείγματα που θα εξετάσουμε, στηριζόμενοι στη σχετική εμπειρική βιβλιογραφία που έχουμε αναφερθεί προηγουμένως, οι 2 υποθέσεις ελέγχου των υποδειγμάτων διαμορφώνονται ως εξής:

**H1: Το επίπεδο Εταιρικής Διακυβέρνησης έχει θετική επιρροή στην απόφαση υιοθέτησης του IR.**

**H2: Οι μεταβλητές Εταιρικής Διακυβέρνησης, Μέγεθος Δ.Σ. (Board Size), Ανεξάρτητα/Μη Εκτελεστικά Μέλη (Non-Executive Members), Πολυμορφία Φύλων (Gender Diversity), Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη (CSR) έχουν θετική επιρροή στην απόφαση υιοθέτησης του IR, ενώ το CEO Duality αρνητική.**

Η ακόλουθη probit παλινδρόμηση χρησιμοποιείται για να εξετάσει την πρώτη υπόθεση:

$$IR = \beta_0 + \beta_1 CG + \beta_2 FS + \beta_3 PR + \beta_4 LD + \beta_5 GR + \beta_6 LV + \varepsilon$$

Ενώ για τη δεύτερη υπόθεση η ακόλουθη:

$$IR = \beta_0 + \beta_1 BS + \beta_2 NonEx + \beta_3 CEODuality + \beta_4 GD + \beta_5 CSR + \beta_6 CSRAud + \beta_7 FS + \beta_8 PR + \beta_9 LD + \beta_{10} GR + \beta_{11} LV + \varepsilon,$$

όπου

IR = Integrated Reporting – Ενιαία Ολοκληρωμένη Αναφορά  
CG = Corporate Governance – Εταιρική Διακυβέρνηση  
BS = Board Size – Μέγεθος Δ.Σ.  
NonEx = Non Executive Members – Ανεξάρτητα Μέλη  
GD = Gender Diversity – Πολυμορφία Φύλων  
CSRAud = CSR Audited – ΕΚΕ υπό εποπτεία  
FS = Firm Size – Μέγεθος Εταιρείας  
PR = Profitability – Κερδοφορία  
LD = Liquidity – Ρευστότητα  
GR = Growth – Ανάπτυξη  
LV = Leverage - Μόχλευση

## 4. Εμπειρικά Ευρήματα

Παρακάτω παρουσιάζουμε τον πίνακα περιγραφικής στατιστικής των μεταβλητών:

<u>Πίνακας 1</u> <sup>10</sup>	<i>Obs</i>	<i>Mean</i>	<i>Std Deviation</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>	<i>25% Percentile</i>	<i>Median</i>	<i>75% Percentile</i>
<i>Integrated Reporting</i>	<b>2129</b>	0,56						
<i>Corporate Governance</i>		52,35	23,18	1,19	98,30	2,79	53,92	97,33
<i>Board Size</i>				2,00	38,00	2,00	12,00	30,00
<i>CEO Duality</i>		0,30						
<i>Non-Executive Members</i>		89,04	13,16	0,00	100,00	81,82	92,86	100,00
<i>Gender Diversity</i>		10,13	11,49	0,00	66,67	0,00	7,69	16,67
<i>CSR Report</i>		0,82						
<i>CSR Report Audited</i>		0,80						
<i>Firm Size</i>		9,64	0,95	3,85	12,40	8,94	9,59	10,28
<i>Profitability</i>		0,05	0,09	-1,44	0,62	0,02	0,05	0,09
<i>Growth</i>		2,57	9,51	-98,73	620,83	1,03	1,72	2,89
<i>Liquidity</i>		1,67	2,27	0,00	135,03	1,02	1,36	1,86
<i>Leverage</i>		3,85	61,00	-1.144,48	4.413,00	0,97	1,65	3,30

Το δείγμα μας αποτελείται από 2129 συνολικές παρατηρήσεις. Καθώς, λοιπόν, η εξαρτημένη μεταβλητή μας, το *Integrated Reporting* λαμβάνει δυαδικές τιμές 1 ή 0 στις παρατηρήσεις μας, η μορφή παλινδρόμησης που χρησιμοποιείται για τις ανάγκες της έρευνας είναι η *probit*. Η τιμή 1 αναφέρεται όταν η εκάστοτε παρατήρηση του δείγματος χρησιμοποιεί ως μέθοδο δημοσίευσης το *IR* και 0 το αντίθετο.

Ενώ όσον αφορά τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Αρχής γενομένου, το *Corporate Governance* (Εταιρική Διακυβέρνηση) αποτυπώνεται ως ποσοστό επί τοις εκατό, το οποίο αντικατοπτρίζει το επίπεδο ποιότητας της. Το *Board Size* (Μέγεθος Δ.Σ.) αποτυπώνει το συνολικό αριθμό ατόμων που συγκροτούν το Δ.Σ. Το *CEO Duality* αποτυπώνει το κατά πόσο γίνεται διαχωρισμός της θέσης του Προέδρου του Δ.Σ. του Διευθύνοντος Συμβούλου, η οποία παίρνει τιμή 1 όταν γίνεται διαχωρισμός και τιμή 0 το αντίθετο. Το *Non-Executive Members* (Ανεξάρτητα Μέλη) αποτυπώνεται ως ποσοστό τοις εκατό των συνολικών θέσεων του Δ.Σ. που διακατέχονται από Ανεξάρτητα Μέλη. Το *Gender Diversity* αποτυπώνεται ως ποσοστό τοις εκατό των συνολικών θέσεων του Δ.Σ., τα οποία κατέχονται από γυναίκες. Τα *CSR Report/Audited* δείχνουν ποιες παρατηρήσεις δημοσιεύουν *CSR*, για αυτό και παίρνει δυαδικές τιμές 0 και 1.

<sup>10</sup> Οι μεταβλητές *Integrated Reporting*, *CEO Duality* και *Δημοσίευση CSR* παίρνουν δυαδικές τιμές, δηλαδή 0 ή 1. Αν δηλαδή εφαρμόζονται ή όχι από τις εταιρείες. Για το λόγο αυτό έχει συμπληρωθεί μόνο η μέση τιμή τους. Καθώς, οι υπόλοιποι στατιστικοί παράμετροι δεν έχουν κάποια χρηστική αξία. Για τον ίδιο λόγο παραλείπεται από το Μέγεθος Δ.Σ. η Μέση Τιμή και η Τυπική Απόκλιση, η οποία μεταβλητή παίρνει απόλυτους αριθμούς σαν αποτέλεσμα.

Τέλος, όσον αφορά τις υπόλοιπες μεταβλητές ελέγχου, το Firm Size (Μέγεθος Εταιρείας) λαμβάνεται λογαριθμημένη ως προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων (Total Assets) της κάθε παρατήρησης. Το Profitability (Κερδοφορία), δηλαδή η δυνατότητα της επιχείρησης να αποτυπώνει κέρδη από τη δραστηριότητά της, λαμβάνεται ως ο λόγος των λειτουργικών εσόδων προς σύνολο περιουσιακών στοιχείων. Η μεταβλητή Growth (Ανάπτυξη), δηλαδή οι προοπτικές αύξησης των κερδών μιας εταιρείας στο μέλλον, για να τη βρούμε χρησιμοποιήσαμε ως proxy τιμή το δείκτη Χρηματιστηριακή προς Λογιστική Αξία (Price to Book Value – P/B). Το Liquidity (Ρευστότητα), δηλαδή το μέγεθος ρευστού χρήματος που διαθέτει μια εταιρεία, λαμβάνεται ως ο λόγος Κυκλοφορούντων Περιουσιακών Στοιχείων προς Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις. Τέλος, το Leverage (Μόχλευση), η οποία μας δείχνει το επίπεδο δανεισμού μιας εταιρείας για να καλύψει τα λειτουργικά της έξοδα στρατηγικές επενδύσεις, λαμβάνεται ως ο λόγος των Συνολικών Υποχρεώσεων προς τα Περιουσιακά Στοιχεία.

Από τα παραπάνω δεδομένα, μπορούμε να εξάγουμε κάποια συμπεράσματα. Παρατηρούμε, λ.χ. ότι παραπάνω από τις μισές εταιρείες του δείγματός μας έχουν υιοθετήσει το IR, το οποίο αποτελεί αξιόλογη εξέλιξη αν λάβουμε υπόψη το σύντομο χρόνο που έχει μεσολαβήσει από την έναρξη του και το γεγονός ότι στην Ευρώπη, εθελούσια οι εταιρείες μπορούν να την εφαρμόσουν σε σχέση με τη Νότια Αφρική όπου θεσμοθετήθηκε υποχρεωτική. Με άλλα λόγια, είναι εμφανής η τάση πλέον που έχει διαμορφωθεί όλο και περισσότερες να υιοθετούν την πρακτική του IR, έχοντας αναγνωρίσει τις δυνατότητές της.

Παρατηρούμε, επίσης, ωστόσο, τη χαμηλή τιμή του *CEO Duality*, το οποίο σημαίνει ότι κατά βάση δεν γίνεται διαχωρισμός του Διευθύνοντα Συμβούλου και του Προέδρου του Δ.Σ., το οποίο όπως είδαμε από την εμπειρική βιβλιογραφία αποτελεί εμπόδιο για τη διαφάνεια και την ακεραιότητα του IR, όσων εταιρειών το έχουν υιοθετήσει, ενώ παράλληλα έχουν το ίδιο πρόσωπο για τις 2 αυτές θέσεις κύρους.

Θετικές ενδείξεις είναι το μεγάλο ποσοστό των ανεξάρτητων/μη εκτελεστικών που απαρτίζουν κατά βάση το Δ.Σ. των εταιρειών με μέση τιμή 89,04 και η μικρή απόκλιση της δημοσίευσης του CSR κάτω από εξωτερική εποπτεία ή μη (0,82 με 0,80). Ωστόσο, παρατηρείται χαμηλή τιμή στο *Gender Diversity* (10,13), το οποίο ουσιαστικά μας δείχνει ότι στις υψηλές θέσεις στις εταιρείες, μετά από τόσα χρόνια εξέλιξης της εταιρικής κουλτούρας, παραμένει ζήτημα κατά πόσο θα υπάρχει εξισορρόπηση μεταξύ των δύο φύλων και αν οι γυναίκες θα αντιμετωπισθούν ισάξια, με τα αποδεδειγμένα πλεονεκτήματα που επιφέρει αυτή η ισάξια αντιμετώπιση, όπως είδαμε προηγουμένως από την εμπειρική βιβλιογραφία.

Στον παρακάτω πίνακα εμφανίζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης της πρώτης υπόθεσης:

<i>Πίνακας 2<sup>11</sup></i>	<i>Εξαρτημένη Μεταβλητή: Integrated Reporting</i>	
<i>Ανεξάρτητες Μεταβλητές:</i>	<i>Συντελεστής</i>	<i>z-value</i>
<i>Corporate Governance</i>	0,012	4,93***
<i>Firm Size</i>	0,245	2,79**
<i>Profitability</i>	-0,098	-0,14
<i>Liquidity</i>	0,047	0,97
<i>Growth</i>	0,008	0,50
<i>Leverage</i>	0,010	0,93
<i>Pseudo R<sup>2</sup></i>	0,035	

Από τον παραπάνω πίνακα, παρατηρούμε ότι τα αποτελέσματα της πρώτης παλινδρόμησης ικανοποιούν την πρώτη υπόθεση ελέγχου, καθώς ο συντελεστής συσχέτισης είναι θετικός με z-value 4.93 και στατιστικά σημαντικό στο 1% επίπεδο, το οποίο μας δείχνει ότι όσο πιο αποδοτική είναι η Εταιρική Διακυβέρνηση τόσο πιο πιθανό είναι να έχει υιοθετηθεί το IR. Και παρατηρούμε επίσης, ότι μια σημαντική παράμετρος είναι το μέγεθος της εταιρείας, καθώς έχει ισχυρό θετικό συντελεστή συσχέτισης (0,245) με z-value 2.79 και στατιστικά σημαντικό στο 5% επίπεδο. Αυτό, ουσιαστικά μας δείχνει ότι όσο μεγαλύτερη είναι μια εταιρεία, τόσο πιο πιθανό είναι να αναληφθεί η πρωτοβουλία του IR.

<sup>11</sup> \*\*\* σημαίνει ότι η τιμή z-value έχει 1% στατιστική σημαντικότητα, \*\* 5% στατιστική σημαντικότητα

Στον παρακάτω πίνακα εμφανίζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης της δεύτερης υπόθεσης:

<i>Πίνακας 3<sup>12</sup></i>	<i>Εξαρτημένη Μεταβλητή: Integrated Reporting</i>	
<i>Ανεξάρτητες Μεταβλητές:</i>	<i>Συντελεστής</i>	<i>z-value</i>
<i>Board Size</i>	0,024	1,46
<i>Non-Executive Members</i>	0,022	3,88***
<i>CEO Duality</i>	-0,448	-3,17***
<i>Gender Diversity</i>	0,001	0,25
<i>CSR</i>	1,279	1,68*
<i>CSR Audited</i>	0,083	0,39
<i>Firm Size</i>	0,254	2,03**
<i>Profitability</i>	-1,211	-1,09
<i>Liquidity</i>	0,448	4,20***
<i>Growth</i>	0,025	0,93
<i>Leverage</i>	-0,001	-0,09
<i>Pseudo R<sup>2</sup></i>		0.058

Από τα παραπάνω αποτελέσματα καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι και σε αυτήν την περίπτωση της παλινδρόμησης ικανοποιείται και η δεύτερη υπόθεση ελέγχου, καθώς όπως αναμέναμε όλες οι μεταβλητές της Εταιρικής Διακυβέρνησης πλην του CEO Duality έχουν θετική συσχέτιση με τη μεταβλητή IR. Πιο συγκεκριμένα, με αρκετά πιο ισχυρή τη συσχέτιση με το CSR (1.279), το οποίο είναι επακόλουθο της άρρητης σχέσης που έχει το CSR με το IR. Ενώ, αρκετά ισχνή φαίνεται να είναι η επίδραση της Πολυμορφίας των Φύλων – Gender Diversity (0.001), λόγω προφανώς όπως είδαμε προηγουμένως, ότι η επιρροή των γυναικών στο Δ.Σ. παραμένει ελάχιστη λόγω της μικρής παρουσίας των γυναικών σε σχέση με τους άντρες.

<sup>12</sup> \*\*\* σημαίνει ότι η τιμή z-value έχει 1% στατιστική σημαντικότητα, \*\* 5% στατιστική σημαντικότητα, \*10% στατιστική σημαντικότητα

	<i>Integrated Governance Reporting Score</i>	<i>Board Size</i>	<i>Non-Executives Size</i>	<i>CEO Duality</i>	<i>Gender Diversity</i>	<i>CSR</i>	<i>CSR Audited</i>	<i>Size</i>	<i>Profitability</i>	<i>Liquidity</i>	<i>Growth</i>	
<i>Governance</i>	0,18											
<i>Score</i>												
<i>Board Size</i>	0,06	0,02										
<i>Non-Executives</i>	0,17	0,18	0,17									
<i>CEO Duality</i>	-0,13	-0,22	0,13	-0,25								
<i>Gender</i>	-0,001	0,13	0,02	-0,13	0,06							
<i>Diversity</i>												
<i>CSR</i>	0,05	0,06	0,02	-0,01	0,006	0,09						
<i>CSR Audited</i>	0,03	0,12	0,12	-0,06	0,05	0,14	0,16					
<i>Size</i>	0,06	0,27	0,56	0,23	0,15	0,02	-0,03	0,21				
<i>Profitability</i>	-0,02	-0,04	-0,07	-0,08	-0,02	0,009	0,05	-0,03	-0,11			
<i>Liquidity</i>	0,11	0,02	-0,22	0,04	-0,11	-0,11	0,004	-0,15	-0,29	0,15		
<i>Growth</i>	0,04	-0,04	-0,13	-0,01	-0,11	-0,03	0,04	-0,04	-0,18	0,34	0,16	
<i>Leverage</i>	0,03	-0,02	0,15	0,04	-0,04	-0,06	0,17	0,02	0,16	-0,12	-0,09	0,17

(Πίνακας Συσχέτισης)

Στον παραπάνω πίνακα παρουσιάζονται όλες οι συσχετίσεις μεταξύ των μεταβλητών. Και εδώ παρατηρούμε τη θετική συσχέτιση μεταξύ της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης και του IR. Επίσης, παρατηρούμε ότι οι συσχετίσεις μεταξύ των μεταβλητών έχουν χαμηλή τιμή, η οποία είναι ένδειξη ότι δεν υπάρχει ζήτημα πολυγραμμικότητας (multicollinearity).

## 5. Συμπεράσματα

Μετά την απρόβλεπτη οικονομική κρίση του 2008 και ειδικά πόσο απροετοίμαστος αποδείχτηκε ο οικονομικός κόσμος για να τον αντιμετωπίσει, ανέδειξε την έλλειψη της διαφάνειας των εταιρειών. Αυτό έχει φέρει στο προσκήνιο τη σπουδαιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης και κατά πόσο οι πολιτικές που ακολουθούν οι εταιρείες εναρμονίζονται με τους κανόνες και τα κριτήρια σωστής και υψηλής σε ποιότητα Διακυβέρνησης. Για το λόγο αυτό, δημιουργήθηκε η καινοτομία του Integrated Reporting από το International Integrated Reporting Council το 2010. Σκοπός του ήταν να βοηθήσει και να διευκολύνει τις εταιρείες να προβάλουν ολιστικά την εικόνα τους, μέσα από μια ενιαία ετήσια έκθεση που περιλαμβάνει τόσο τα οικονομικά της μεγέθη όσο και τα μη οικονομικά, δηλαδή, τον απαραίτητο επιδιωκόμενο θετικό αντίκτυπο που πρέπει να έχει η λειτουργία της απέναντι στο εξωτερικό της περιβάλλον. Έτσι, λοιπόν, τη τελευταία δεκαετία η αξία του IR έχει αναγνωριστεί πλέον από τις εταιρείες, το οποίο φαίνεται από τη σαφώς αυξητική τάση εφαρμογής της τη τελευταία δεκαετία.

Έχοντας συλλέξει ένα ικανοποιητικό δείγμα ευρωπαϊκών εισηγμένων εταιρειών για τη περίοδο 2006-2020, η εργασία αυτή είχε ως στόχο να αναδείξει την επιρροή που έχει η Εταιρική Διακυβέρνηση και τα χαρακτηριστικά της, στην απόφαση των εταιρειών να αναλάβουν και να υιοθετήσουν ως μέθοδο δημοσίευσης το IR. Καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι όσο πιο υψηλή σε ποιότητα είναι η Εταιρική Διακυβέρνηση, τόσο πιο πιθανή είναι η ανάληψη του IR, καταδεικνύοντας την τάση του μέλλοντος ως προς τον τρόπο δημοσίευσης. Ενδεχομένως, η τάση αυτή στο απώτερο μέλλον να οδηγήσει στην αντικατάσταση της δημοσίευσης των παραδοσιακών ετήσιων οικονομικών εκθέσεων και του CSR σε μια ενιαία μορφή. Προς το παρόν, αυτή η μετάβαση διαφαίνεται να έχει πραγματοποιηθεί κατά βάση από τις μεγάλες εταιρείες, όπως ανέδειξαν τα αποτελέσματα της έρευνας. Ωστόσο, εμπόδιο για τη περαιτέρω μετάβαση, αποτελεί το γεγονός ότι οι εταιρείες κατά μεγάλο ποσοστό δεν διαχωρίζουν τη θέση του Διευθύνοντος Συμβούλου και του Προέδρου του Δ.Σ., το οποίο αντίκειται στις κατευθυντήριες γραμμές σωστής και διαφανούς δημοσίευσης του IR από το IIRC. Ένα ακόμη εμπόδιο αποτελεί η ανισότητα ως προς τα δύο φύλα στις ανώτερες ηγετικές θέσεις, καταδεικνύοντας την ανέλιξη και στασιμότητα της εταιρικής κουλτούρας. Στερούμενες των θετικών αντικτύπων που έχει η παρουσία των γυναικών στο Δ.Σ για τις εταιρείες, καθώς παρατηρούμε ότι παρά την μικρή παρουσία των γυναικών στο Δ.Σ., η θετική συσχέτιση που προκύπτει από τα αποτελέσματα της έρευνας είναι ότι όσο μεγαλύτερη η συμβολή των γυναικών τόσο πιθανότερη είναι η υιοθέτηση του IR στη στρατηγική δημοσίευσης των εταιρειών.

Συμπερασματικά, λοιπόν, με αφορμή το πολιτικό καθεστώς στη Νότια Αφρική, η οποία ήταν η κοιτίδα της ιδέας του IR, αλλά και στη συνέχεια η αναγνώριση της αξίας του με αφορμή την πρόσφατη οικονομική κρίση, ανέδειξαν τις αδυναμίες και ελλείψεις για την αποτελεσματικότερη και απόλυτα διαφανή ενημέρωση των επενδυτών για την όσο δυνατόν καλύτερη προστασία τους. Αυτή η τάση αλλαγής προς το IR είναι πλέον εμφανής. Ωστόσο, για την ουσιαστικότερη έκβαση και μετάβαση στο IR, πιστεύουμε ότι η παρουσία των γυναικών στο Δ.Σ. θα πρέπει να αυξηθεί και να γίνει μεγαλύτερος διαχωρισμός του CEO Duality. Τέλος, η αρμόδια επιτροπή για το IR θα πρέπει να ορίσει ορισμένους βασικούς κανόνες ως προς τι πρέπει και τι δεν πρέπει να

περιλαμβάνει μια πρότυπη δημοσίευση του IR, ώστε να είναι ξεκάθαρο και να μην υπάρχει η δυνατότητα της υπεκφυγής πληροφοριών για προφανείς λόγους ωφέλειας από τη πλευρά των εταιρειών. Σε κάθε περίπτωση, ωστόσο, η τάση μετάβασης προς μια ενοποιημένη μορφή δημοσίευσης έχει ήδη ξεκινήσει και ενδεχομένως να αντικαταστήσει καθολικά τις παραδοσιακές οικονομικές εκθέσεις στο απώτερο μέλλον.



## Βιβλιογραφικές Αναφορές

Λαζαρίδης Θ. (2011), «Εταιρική Διακυβέρνηση Διεθνής Πρακτική και Ελληνική Εμπειρία», *Εκδόσεις Σοφία*

Ackers B. & Eccles N. S. (2015), "Mandatory corporate social responsibility assurance practices: The case of King III in South Africa", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 28 No. 4, pp. 515-550

Agoraki M. et.al. (2010), "The effect of board size and composition on bank efficiency", *International Journal of Banking Accounting and Finance*, Vol. 2, pp. 1-30

Ali M. et.al. (2007), "Workforce gender diversity: Is it a source of competitive advantage?"

Alvarado N. & Bravo F. (2017), "The effect of independent directors' characteristics on firm performance: Tenure and multiple directorships", *Research in International Business and Finance*, pp. 590-599

Alvarez I. et.al. (2009), "The Influence of Gender Diversity on Corporate Performance"

Awaysheh et.al. (2020), "On the Relation Between Corporate Social Responsibility and Financial Performance", *Strategic Management Journal*, Vol 41, pp. 965-987

Baboukardos & Kopita (2019), "Capital market consequences of Integrated Reporting: Evidence from research analysts", pp. 1-35

Baliga B. et.al. (1996), "Ceo Duality and Firm Performance: What's the fuss?", *Strategic Management Journal*, Vol. 17, pp. 41-53

Bauer C. & Baltes B. (2002), "Reducing the Effects of Gender Stereotypes on Performance Evaluations", *Sex Roles*, Vol. 47, pp. 465-476

Bennedsen M. et.al. (2008), "The Causal Effect of Board Size in The Performance of Small and Medium-Sized Firms", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32, pp. 1098-1109

Bhagat S. & Bolton B. (2008), "Corporate Governance and Firm Performance", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, pp. 257-273

Brahma S. et.al. (2018), "Board Gender Diversity and Firm Performance: The UK Evidence", *International Journey of Finance and Economics*, Vol. 26, pp. 5704-5719

Carnevale C. & Mazzuca M. (2014), "Sustainability report and bank valuation: evidence from European stock markets", *Business Ethics: A European Review*, Vol. 23, pp. 69-90

Carter D. et.al. (2007), "The Diversity of Corporate Board Committees and Firm Financial Performance", *Department of Finance, Oklahoma State University, Stillwater, OK, USA*

Casey C. et.al. (2011), "Gender Equality and Corporate Governance: Policy Strategies in Norway and New Zealand", *Gender, Work and Organization*, Vol. 18, pp. 613-630

Cerbioni F. & Parbonetti A. (2017), "Exploring the Effects of Corporate Governance on Intellectual Capital Disclosure: An Analysis of European Biotechnology Companies"

Chahine S. & Tohme N. (2009), "Is CEO Duality Always Negative? An Exploration of CEO Duality and Ownership Structure in the Arab IPO Context", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 17, pp. 123-141

Chan C. et.al. (2014), "Corporate Governance Quality and CSR Disclosures", *Journal of Business and Ethics*, Vol. 125, pp. 59-73

Cheng M. & Tzeng Z. (2014), "The Effect of Leverage on Firm Value and How the Firm Financial Quality Influence on This Effect", *World Journal of Management*, Vol. 3, pp. 30-53

Cho S. et.al. (2019), "Study on the Relationship between CSR and Financial Performance", *Sustainability*, pp. 1-26

Christensen D. (2016), "Corporate Accountability Reporting and High-Profile Misconduct", *The Accounting Review*, Vol. 91, pp. 377-399

Clarke T. (1998), "The Contribution of Non-Executive Directors to the Effectiveness of Corporate Governance", *Career Development International*, pp. 118-124

Dahya J. & McConnell J. (2007), "Board Composition, Corporate Performance, and the Cadbury Committee Recommendation", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42, pp. 535-564

de Klerk M. & de Villers C. (2012), "The value relevance of corporate responsibility reporting: South African evidence", *Meditari Accountancy Research*, Vol. 20, pp. 21-38

de Villers C. et.al. (2014), "Integrated Reporting: Insights, Gaps and An Agenda for Future Research", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 27, pp. 1042-1067

Dhaliwal D. et.al. (2012), "Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure", *The Accounting Review*, Vol. 87, pp. 723-759

Eagly A. & Steffen V. (1984), "Gender Stereotypes Stem from the Distribution of Women and Men into Social Roles", *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 46, pp. 735-754

- Eisenberg T. et. Al. (1997), "Larger board size and decreasing firm value in small firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 48, pp. 35-54
- Fang V. et.al. (2009), "Stock Market Liquidity and Firm Value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 94, pp. 150-169
- Fiori G. et.al. (2016), "Corporate Governance on Voluntary Disclosure: An Explanatory Study on The Adoption of Integrated Report", *Performance Measurement and Management Control: Contemporary Issues Studies in Managerial and Financial Accounting*, Vol. 31, pp. 83-108
- Flower J. (2015), "The International Integrated Reporting Council: A story of failure", *Critical Perspectives on Accounting*, Vol. 27, pp. 1-17
- Giannarakis G. (2014), "The Determinants Influencing the Extent of CSR Disclosure", *International Journal of Law and Management*, Vol. 56, pp. 393-416
- Girella L. et.al. (2019), "Exploring The Firm And Country Determinants of The Voluntary Adoption of Integrated Reporting", *Business Strategy And The Environment*, Vol. 28, pp. 1323-1340
- Goergen (2012), "International Corporate Governance", *Pearson Education*
- Guest P. (2009), "The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence from The UK", *The European Journal of Finance*, Vol. 15, pp. 385-404
- Harjoto M. & Jo H. (2011), "Corporate Governance and CSR Nexus", *Journal of Business Ethics*, Vol. 100, pp. 45-67
- Hurghis R. (2017), "Integrated Reporting And Board Features", *Audit Financiar*, Vol. 15, pp. 83-92
- IIRC (2021), "International Integrated Reporting Framework"
- IoDSA (1994), "The King Report on Corporate Governance",
- IoDSA (2009), "King Code of Governance Principles for South Africa"
- James H. et.al. (2020), "The Effectiveness of Board Independence in High-Discretion Firms", *The Quarterly Review of Economics and Finance*
- John K. & Senbet L. (1998), "Corporate Governance and Board Effectiveness", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 22, pp. 371-403
- Kakabadse N. et.al. (2010), "The Effectiveness of Non-Executive Directors in Chinese State-owned Enterprises", *Management Decision*, Vol. 48, pp. 1063-1079
- Kathuria V. & Dash S. (1999), "Board Size and Corporate Financial Performance: An Investigation"

KPMG (2020), "The KPMG Survey of Sustainability Reporting"

Lee K. & Yeo G. (2016), "The Association Between Integrated Reporting and Firm Valuation", *Quantitative Finance & Accounting*, Vol. 47, pp. 1221-1250

Mak Y. & Kusnadi Y. (2005), "Size Really Matters: Further Evidence on The Negative Relationship Between Board Size and Firm Value", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 13, pp. 301-318

Maniora J. (2017), "Is Integrated Reporting Really the Superior Mechanism for the Integration of Ethics into the Core Business Model? An Empirical Analysis", *Journal of Business & Ethics*, Vol. 140, pp. 755-786

Marrone A. (2020), "Corporate Governance Variables and Integrated Reporting", *International Journal of Business and Management*, Vol. 15, pp. 26-36

OECD (2004), "OECD Principles of Corporate Governance"

Omran M. (2021), "Integrated Reporting and Board Characteristics: Evidence From Top Australian Listed Companies", *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 22, pp. 732-758

Ongsakul V. et.al. (2021), "Do Firms Adjust Corporate Governance In Response To Economic Policy Uncertainty? Evidence From Board Size", *Finance Research Letters*, Vol. 39

Pearce J. & Patel P. (2018), "Board of Director Efficacy And Firm Performance Variability", *Long Range Planning*, Vol. 51, pp. 911-926

Peng H. et.al. (2021), "Corporate Governance, Technical Efficiency And Financial Performance: Evidence From Chinese Listed Tourism Firms", *Journal of Hospitality and Tourism Management*, Vol. 48, pp. 163-173

Perryman A. et.al. (2013), "Do Gender Differences Persist? An Examination of Gender Diversity on Firm Performance, Risk, And Executive Compensation", *Journal of Business Research*, Vol. 69, pp. 579-586

Provasi R. & Harasheh M. (2020), "Gender Diversity And Corporate Performance: Emphasis On Sustainability Performance", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 28, pp. 127-137

Rinaldi et.al. (2018), "Evaluating the integrated reporting journey: insights, gaps and agendas for future research", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol. 31, pp. 1294-1318

Serafeim G. (2015), "Integrated Reporting and Investor Clientele", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 27, pp. 34-51

Tsoutsoura M. (2004), "Corporate Social Responsibility and Financial Performance"

Valeiras E. et.al. (2016), "Firm Size and Financial Performance: Intermediate Effects of Indebtedness", *Agribusiness, An International Journal*, Vol. 32, pp. 454-465

Vaughn M. & Ryan L. (2006), "Corporate Governance In South Africa: A Bellwether For The Continent?", *Journal Compilation*, Vol. 14, pp. 504-512

Vitolla F. et.al. (2020), "The Role Of Board Of Directors In Intellectual Capital Disclosure After The Advent Of Integrated Reporting", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*

Wang R. et.al. (2020), "Corporate Governance, Integrated Reporting and the Use of Credibility-enhancing Mechanisms on Integrated Reports", *European Accounting Review*, Vol. 29, pp. 631-663

Weisbach M. (1988), "Outside Directors And Ceo Turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp.431-460

Yang T. & Zhao S. (2014), "CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 49, pp. 534-552

Yermack D. (1995), "Higher market valuation of companies with a small board of directors", *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, pp. 185-211

Zhou S. et. al. (2017), "Does Integrated Reporting Matter to the Capital Market?", *A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, Vol. 53, pp. 94-132