



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Ποιότητα Εταιρικής Διακυβέρνησης και Χρηματοοικονομική Επίδοση

Quality of Corporate Governance and
Firm Performance

Τσικαλά Ραφαηλία

31/1/2017

ΠΜΣ «Χρηματοοικονομική και Τραπεζική» με κατεύθυνση στη
«Χρηματοοικονομική και Τραπεζική Διοικητική»
Επιβλέπουσα καθηγήτρια: Αντωνία Μπότσαρη
Επιτροπή Αξιολόγησης:
Αντζουλάτος Άγγελος - Απέργης Νικόλαος

Αφιερωμένη στους γονείς μου

Περιεχόμενα

Περίληψη	5
Abstract.....	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	7
Εισαγωγή.....	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	9
Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας	9
2.1. Εισαγωγή Στην Έννοια Της Εταιρικής Διακυβέρνησης	9
2.2. Συγκρούσεις Συμφερόντων - Αίτια Εμφάνισης Συγκρούσεων Μεταξύ Μετόχων Και Διοίκησης	17
2.3. Θεμελιώδεις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	18
2.4. Δικαιώματα Των Μετόχων Και Βασικές Λειτουργίες Της Ιδιοκτησίας	20
2.6. Ισότιμη Μεταχείριση Των Μετόχων	22
2.5. Ο Ρόλος Των Συμμετεχόντων Στην Εταιρική Διακυβέρνηση	23
2.7. Γνωστοποίηση Και Διαφάνεια	24
2.8. Ευθύνες Του Διοικητικού Συμβουλίου	25
2.9. Σύνθεση Διοικητικού Συμβουλίου Και Εταιρική Χρηματοοικονομική Απόδοση.....	27
2.9.1. Μέγεθος Του Διοικητικού Συμβουλίου	27
2.9.2. Η Ύπαρξη Γυναικών Σε Διοικητικά Συμβούλια.....	30
2.9.3. Εκτελεστικά Και Μη Εκτελεστικά Μέλη.....	31
2.9.4. Εξωτερικά/Ανεξάρτητα Μέλη.....	33
2.9.5. Δυαδικότητα (CEO Duality).....	34
2.9.6. Πως Λειτουργούν Οι Εταιρείες Του Ηνωμένου Βασιλείου	36
2.9.7. Αποτελέσματα Από Σχετικές Έρευνες	38
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	42
Μεθοδολογία.....	42

3.1. Μέθοδος.....	42
3.2. Δείγμα	44
3.3. Μεταβλητές Ελέγχου (Control Variables)	45
3.4. Μεταβλητές Απόδοσης	47
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	48
Εμπειρικά Αποτελέσματα.....	48
4.1. Χαρακτηριστικά Δείγματος	48
4.2. Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων	50
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	57
Συμπεράσματα.....	57
Βιβλιογραφία.....	59

Περιεχόμενα Πινάκων

Πίνακας 1 - Συνοπτική παρουσίαση προηγούμενων ερευνών	41
Πίνακας 2 - Summary Statistics, using the observations 1 - 75	48
Πίνακας 3 - ROA OLS.....	50
Πίνακας 4 - ROE OLS.....	52
Πίνακας 5 - Olshon Model OLS.....	53
Πίνακας 6 - Correlation Matrix.....	56
Πίνακας 7 - Εταιρείες για τις οποίες έγινε η μελέτη (75)	58

Περίληψη

Λέξεις κλειδιά: Εταιρική Διακυβέρνηση, Χρηματοοικονομική Επίδοση, Διοικητικό Συμβούλιο, Ανεξάρτητοι Διευθυντές, Δυαδικότητα

Η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι επί πολλά χρόνια το αντικείμενο ακαδημαϊκών και πολιτικών συζητήσεων σε όλο τον κόσμο. Παρά την έντονη συζήτηση, τα αποτελέσματα σχετικά με τις επιδράσεις των διαφόρων συστημάτων διακυβέρνησης στην απόδοση των εταιρειών είναι ανάμεικτα. Είναι γεγονός ότι η χάραξη των πολιτικών Εταιρικής Διακυβέρνησης καθορίζεται από παράγοντες που σχετίζονται άμεσα με την έννοια της απόδοσης. Ο σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εξετάσει τι εννοούμε όταν αναφερόμαστε στην έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης και ποια η σχέση της με την εταιρικής απόδοσης. Αρχικά, περιγράφονται σημαντικές μελέτες που πραγματεύονται την απόδοση της επιχείρησης σε σχέση με μηχανισμούς Εταιρικής Διακυβέρνησης. Συγκεκριμένα αναλύονται το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου, η ύπαρξη γυναικών σε Διοικητικά Συμβούλια, τα εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη, η ύπαρξη εξωτερικών/ανεξάρτητων μελών και τέλος η ύπαρξη της δυαδικότητας (CEO Duality). Για να αποδώσουμε την έννοια της απόδοσης χρησιμοποιήσαμε το ROA, το ROE και το Market Value. Με τη χρήση δύο μοντέλων χρησιμοποιώντας την Μέθοδο των Ελαχίστων Τετραγώνων προσπαθήσαμε να δείξουμε τι επίδραση έχουν οι μεταβλητές Εταιρικής Διακυβέρνησης πάνω στην αποδοτικότητα των εταιρειών. Η ανάλυση έγινε για το Ηνωμένο Βασίλειο και ως δείγμα χρησιμοποιήθηκαν οι 100 εταιρίες με την μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση (FTSE 100 UK). Το χρονικό διάστημα της μελέτης είναι το 2015.

Abstract

Keywords: Corporate Governance, Financial Performance, Board of Directors, Independent Directors, Duality

Corporate Governance is for many years the subject of academic and political debate around the world. Despite heated debate, the results on how different systems of governance affect Firm Performance are mixed. It is well known that the formulation of the Corporate Governance policies is determined by factors directly related to the concept of performance. The purpose of this study is to examine what is meant by the concept of Corporate Governance and what is the relationship between Corporate Governance and corporate performance. At first, we refer to important studies dealing with business performance in relation to corporate governance mechanisms. Specifically we analyze the size of the Board, the presence of women in the Boards, the executive and non-executive members, the existence of external / independent members and finally the existence of duality (CEO Duality). To ascribe the concept of performance we used the ROA, the ROE and the Market Value. By using two models, with the least squares method we tried to show the effect of Corporate Governance variables on the profitability of companies. The analysis was for the United Kingdom and as sample we used the 100 companies with the largest market capitalization (FTSE 100 UK). The study's period is 2015.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Εισαγωγή

Μια εταιρεία είναι μια νομική οντότητα η οποία είναι ξεχωριστή και διακριτή από τους ιδιοκτήτες της. Οι εταιρίες έχουν περισσότερα δικαιώματα και περισσότερες ευθύνες από ότι έχει ένα άτομο. Δηλαδή, μια εταιρία έχει το δικαίωμα να συνάπτει συμβάσεις, να δανείζει και να δανείζεται χρήματα, να ενάγει και να ενάγεται, να προσλαμβάνει εργαζομένους, να έχει δικά της περιουσιακά στοιχεία και να πληρώνει φόρους. Συχνά αναφέρεται ως «νομικό πρόσωπο». Μια εταιρεία, είναι ένας μηχανισμός ο οποίος δημιουργείται έτσι ώστε να επιτρέψει σε διαφορετικά μέρη να συνεισφέρουν κεφάλαιο, εξειδίκευση και εργασία προς το κοινό τους συμφέρον.

Η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι το σύστημα των κανόνων, των πρακτικών και των διαδικασιών με τις οποίες μια εταιρεία κατευθύνεται και ελέγχεται. Η Εταιρική Διακυβέρνηση περιλαμβάνει ουσιαστικά την εξισορρόπηση των συμφερόντων των πολλών ενδιαφερόμενων μερών μιας εταιρείας. Τέτοια μέρη είναι οι μέτοχοι, το Διοικητικό Συμβούλιο, η διοίκηση, οι χρηματοδότες, οι πελάτες, οι προμηθευτές, η κυβέρνηση και η κοινότητα. Εφόσον η Εταιρική Διακυβέρνηση παρέχει, το πλαίσιο για την επίτευξη των στόχων της εταιρείας αυτό υποδηλώνει περιλαμβάνει επίσης σχεδόν κάθε τομέα της διαχείρισης, από τα σχέδια δράσης και εσωτερικών ελέγχων μέχρι την μέτρηση των επιδόσεων και της εταιρικής αποκάλυψης.

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να εξεταστεί αυτή η σχέση μεταξύ των διάφορων μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης και της απόδοσης της επιχείρησης. Η ανάλυση για το Ηνωμένο Βασίλειο. Ως δείγμα χρησιμοποιήθηκαν οι 100 εταιρίες με την μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση (FTSE 100 UK). Το χρονικό διάστημα της μελέτης είναι το 2015. Τα στοιχεία που αφορούν τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης συλλέχθηκαν από το annual report κάθε επιχείρησης ενώ τα δεδομένα για την απόδοση συλλέχθηκαν από την βάση δεδομένων DataStream.

Η παρούσα μελέτη οργανώνεται ως εξής :

- Στο Κεφάλαιο 2, «Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας» αναλύονται όλες οι βασικές έρευνες που σχετίζονται με τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης.
- Στο Κεφάλαιο 3, περιγράφεται η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε στην παρούσα μελέτη.
- Στο Κεφάλαιο 4 παρουσιάζονται τα βασικά χαρακτηριστικά του δείγματος, τα αποτελέσματα της μελέτης και η ερμηνεία τους.
- Τέλος, στο Κεφάλαιο 5 παρουσιάζονται τα γενικά συμπεράσματα της μελέτης και γίνονται προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας

2.1. Εισαγωγή Στην Έννοια Της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η «Εταιρική Διακυβέρνηση» είναι ένα σύστημα κανόνων διοίκησης, ελέγχου και αξιολόγησης εισηγμένων εταιρειών στη χρηματιστηριακή αγορά. Η ύπαρξη της Εταιρικής Διακυβέρνησης γίνεται επιτακτική διότι 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. Η Εταιρική Διακυβέρνηση περιλαμβάνει ουσιαστικά την εξισορρόπηση των συμφερόντων των πολλών ενδιαφερόμενων μερών μιας εταιρείας.

Ο επενδυτής/μέτοχος συμμετέχει στα κέρδη της επιχείρησης χωρίς να αναλαμβάνει ευθύνη για τις λειτουργίες της. Ένας μέτοχος μπορεί να είναι ένα οποιοδήποτε πρόσωπο, μία εταιρεία ή ένα άλλο ίδρυμα που κατέχει τουλάχιστον μία μετοχή εκ των μετοχών της εταιρείας. Επειδή, οι μέτοχοι είναι οι "ιδιοκτήτες" της εταιρείας, θα είναι και εκείνοι οι οποίοι θα καρπωθούν τα οφέλη από τις επιτυχίες της εταιρείας με τη μορφή της αυξημένης απόδοσης των μετοχών. Αν η εταιρεία δεν έχει καλή απόδοση, οι μέτοχοι μπορούν να χάσουν τα χρήματα τους αφού η τιμή της μετοχής της μειώνεται. Σε αντίθεση με τους ιδιοκτήτες των ατομικών επιχειρήσεων, οι μέτοχοι δεν ευθύνονται προσωπικά για τα χρέη της εταιρείας και για άλλες οικονομικές υποχρεώσεις. Αυτό σημαίνει ότι αν η εταιρεία έχει πολύ κακή απόδοση, οι πιστωτές της δεν μπορούν να απαιτήσουν την καταβολή από τους μετόχους όπως θα μπορούσαν από τους ιδιοκτήτες των ιδιωτικών εταιρειών. Η Διοίκηση λειτουργεί την επιχείρηση χωρίς να είναι υπεύθυνη προσωπικά για να παρέχει τα κεφαλαία. Ένα Διοικητικό Συμβούλιο είναι μια ομάδα ατόμων που έχουν εκλεγεί ή που εκλέγονται για να ενεργούν ως εκπρόσωποι των μετόχων για να εφαρμόσουν την Εταιρική Διακυβέρνηση και να λαμβάνουν αποφάσεις για σημαντικά θέματα της εταιρείας. Σε γενικές γραμμές, το Διοικητικό Συμβούλιο

λαμβάνει αποφάσεις για λογαριασμό των μετόχων ως θεματοφύλακας και προφυλάσσει την οικονομική ευημερία της εταιρείας. Για να καθίσταται αυτό δυνατό, θεσπίζονται νόμοι οι οποίοι δίνουν στους μετόχους περιορισμένη ευθύνη καθώς και περιορισμένη ανάμειξη στις δραστηριότητες μιας εταιρείας. Με άλλα λόγια, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου έχουν τη νομική ευθύνη να αντιπροσωπεύουν τους μετόχους και να προστατεύουν τα συμφέροντά τους. Ως εκπρόσωποι των μετόχων, τα μέλη αυτά έχουν τόσο την εξουσία καθώς και την ευθύνη να δημιουργούν τις βασικές εταιρικές πολιτικές και να διασφαλίζουν ότι αυτές θα ακολουθούνται. Το Διοικητικό Συμβούλιο λοιπόν, έχει ευθύνη να εγκρίνει όλες τις αποφάσεις οι οποίες μπορεί να επηρεάσουν μακροπρόθεσμα την απόδοση της επιχείρησης. Αυτό σημαίνει ότι η επιχείρηση διακυβερνάται από το Διοικητικό Συμβούλιο το οποίο επιβλέπει το μάνατζμεντ, με βάση τα συμφέροντα των μετόχων. Επομένως, η Εταιρική Διακυβέρνηση αναφέρεται στη σχέση ανάμεσα σε αυτές τις τρεις ομάδες και στο πώς καθορίζουν την απόδοση και την πορεία της επιχείρησης.

Κατά τη διάρκεια της προηγούμενης δεκαετίας, μέτοχοι καθώς και άλλοι διάφοροι εταίροι έχουν ασκήσει κριτική στο ρόλο του Διοικητικού Συμβουλίου στις επιχειρήσεις. Ιδιαίτερα ανησυχητικό είναι το γεγονός ότι τα εσωτερικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου μπορεί να χρησιμοποιήσουν τη θέση τους ως προς δικό τους συμφέρον ενώ ταυτόχρονα τα εξωτερικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, συνήθως, δεν έχουν την αναγκαία γνώση, ανάμειξη, και ενθουσιασμό ώστε να κάνουν επαρκή έλεγχο και να παρέχουν καθοδήγηση στο μάνατζμεντ. Περιπτώσεις διαφθοράς και αμφισβητούμενων λογιστικών πρακτικών σε επιχειρήσεις όπως οι Enron, Global Crossing, WorldCom, Tyco και Qwest, οδήγησαν σε αυξημένο ενδιαφέρον γύρω από την Εταιρική Διακυβέρνηση.

Νέοι κανονισμοί οδήγησαν τα Διοικητικά Συμβούλια, να δίνουν μεγαλύτερη σημασία στις ευθύνες τους. Οι θεσμικοί επενδυτές έπαψαν πλέον να είναι παθητικοί μέτοχοι. Όλο ένα και περισσότερα εξωτερικά, ανεξάρτητα μέλη συμπεριλαμβάνονται πλέον στις εποπτικές επιτροπές και το ανώτατο μάνατζμεντ συνειδητοποίησε την μεγάλη αξία της συνεργασίας με τα Διοικητικά Συμβούλια.

Παρόλο που πάντα θα υπάρχουν «παθητικοί» μέτοχοι, «μη-ενεργά» Διοικητικά Συμβούλια και «εξουσιαστικοί» διευθύνοντες σύμβουλοι», η

γενικότερη πεποίθηση παραμένει ότι καλύτερη Εταιρική Διακυβέρνηση οδηγεί σε καλύτερη Επιχειρησιακή Απόδοση. Όμως, οι έρευνες που αποδεικνύουν μια τέτοια σύνδεση ξεκίνησαν σχετικά πρόσφατα ενώ ταυτόχρονα άρχισαν να διεξάγονται έρευνες που τα αποτελέσματα τους αντικρούουν την παραπάνω πεποίθηση. Ο στόχος της διατριβής είναι η αναζήτηση για την ύπαρξη σχέσης μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και Επιχειρησιακής Απόδοσης και η μελέτη της επίδρασης αυτής της Εταιρικής Διακυβέρνησης (π.χ. σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου και δομή ιδιοκτησίας) στην επίδοση της εταιρείας υπό την σκοπιά της χρηματιστηριακής αγοράς ή / και λογιστικών αποδόσεων. Γι'αυτό εξετάζονται και αναλύονται κάποιες από τις σημαντικότερες έρευνες που έχουν προσπαθήσει να αποδείξουν την παρουσία ή μη, κάποιας σύνδεσης, άμεσης ή έμμεσης μεταξύ τους. Με αυτόν τον τρόπο, μελετάται το κατά πόσο καλύτερη Εταιρική Διακυβέρνηση, από μόνη της, μπορεί ωφελήσει σημαντικά έναν οργανισμό ή μία επιχείρηση.

Η Εταιρική Διακυβέρνηση (Corporate Governance) αποτελεί τον ακρογωνιαίο λίθο για την οργάνωση αποτελεσματικών συστημάτων εσωτερικού ελέγχου στις σύγχρονες επιχειρήσεις. Την τελευταία δεκαετία αρκετοί επιχειρηματικοί κολοσσοί όπως η Enron, η WorldCom, η Parmalat, η Guinness, η Blue Arrow, η Polly Peck, η BCCI, το Maxwell Group, η τράπεζα Barings, κ.λ.π. κατέρρευσαν κάτω από το βάρος απατών, παρανομιών και ατασθαλιών. Ο αντίκτυπος της αποτυχίας των συγκεκριμένων εταιρειών στις οικονομίες των χωρών που δραστηριοποιούνταν ήταν ιδιαίτερα σημαντικός και με αρνητικές επιπτώσεις για όσους σχετίζονταν άμεσα ή έμμεσα με αυτές (stakeholders). Συγκεκριμένα, αρνητικά επηρεάστηκαν κυρίως οι μέτοχοι (shareholders), αλλά και οι λοιποί έχοντες συμφέροντα στις εταιρείες αυτές όπως είναι οι προμηθευτές, οι πελάτες, οι πιστωτές, οι εργαζόμενοι και οι κυβερνήσεις των χωρών που δραστηριοποιούνταν οι ανωτέρω αναφερόμενες επιχειρήσεις (κοινό χαρακτηριστικό των ανωτέρω το έννομο συμφέρον για την απρόσκοπτη και καλή λειτουργία των εταιρειών αυτών). Η αποτυχία των συγκεκριμένων οργανισμών αποδόθηκε εν πολλοίς στην ανεπάρκεια των Διοικητικών Συμβουλίων τους και στην έλλειψη οργανωμένων και αποτελεσματικών μηχανισμών ελέγχου από τις Διοικήσεις τους, συνοψίζοντας, από την ανεπάρκεια των 'Συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης'.

Παρακάτω παρουσιάζεται ο γενικά αποδεκτός ορισμός του συστήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης, τα δικαιώματα και οι υποχρεώσεις των μετόχων, αναφερόμενοι κυρίως στις εισηγμένες σε Χρηματιστήρια Αξιών επιχειρήσεις, καθώς και στον ρόλο των συνεργαζόμενων με την εταιρεία και των φορέων με έννομα συμφέροντα σε αυτές. Στη συνέχεια θα αναφερθούμε στον ρόλο που καλούνται να διαδραματίσουν τα Διοικητικά Συμβούλια των εισηγμένων σε χρηματιστηριακές αγορές επιχειρήσεων σύμφωνα με τις διεθνώς αποδεκτές καλές πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης (Basle Committee – 1999, Sarbanes-Oxley – 2002, Combined Code – 2003, OECD - 2005). Οι αναφορές στα Διοικητικά Συμβούλια μπορεί να αφορούν κυρίως εισηγμένες σε Χρηματιστήρια Αξιών επιχειρήσεις, εντούτοις η υιοθέτηση καλών πρακτικών λειτουργίας των Διοικητικών Συμβουλίων θα πρέπει να αποτελεί στόχο και των μη εισηγμένων σε Χρηματιστήρια Αξιών εταιρειών ώστε να ενισχύεται το περιβάλλον ελέγχου τους. Στη συνέχεια θα προχωρήσουμε στη διάκριση εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και τον ρόλο που καλούνται να διαδραματίσουν στην αποτελεσματική εφαρμογή των καλών πρακτικών Εταιρικής Διακυβέρνησης. Τέλος, θα προβούμε σε ανάλυση των αποτελεσμάτων της έρευνας για την Εταιρική Διακυβέρνηση των 100 Αγγλικών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών επιχειρήσεων με τη μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση.

Ο Adam Smith, το δέκατο όγδοο αιώνα, ήταν ένας από τους πρώτους οικονομολόγους που εξέφρασε την ανησυχία του για τη διακυβέρνηση των ανωνύμων εταιρειών:

"Οι διευθυντές των εν λόγω εταιρειών είναι και οι διαχειριστές των χρημάτων άλλων ανθρώπων εκτός των δικών τους, όμως δεν μπορεί να αναμένεται, ότι θα πρέπει να παρακολουθήσουν με την ίδια αγωνιώδη επαγρύπνηση με την οποία οι εταίροι σε μια ιδιωτική συμμετοχική συχνά παρακολουθήσουν τα δικά τους. Όπως και οι διαχειριστές των πλούσιων ανδρών, είναι ικανοί να εξετάσουν με προσοχή τις μικρές υποθέσεις, όχι όμως για την τιμή του κυρίου τους, και πολύ εύκολα μπορούν να απαλλάξουν στον εαυτό τους από το να έχουν αυτό. Η αμέλεια και η αφθονία, ως εκ τούτου, πρέπει να υπερισχύει πάντα, περισσότερο ή λιγότερο, στη διαχείριση των υποθέσεων της εν λόγω εταιρείας." (Adam Smith, Ο Πλούτος των Εθνών, 1776)

Πράγματι, ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας και του ελέγχου ήταν το κεντρικό θέμα των Adolf Berle και Gardiner Means (1932) οι οποίοι ήταν οι πρώτοι που ασχολήθηκαν με το εν λόγω αντικείμενο της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Ήταν εκείνοι οι οποίοι έθεσαν το κλασικό πρόβλημα της αντιπροσώπευσης (agency problem), δηλαδή το διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου σε μεγάλες επιχειρήσεις και τη διερεύνηση των συνεπειών. Μια σπουδαία μελέτη, η οποία έχει υποστηριχθεί από το μεγαλύτερο μέρος της πρόσφατης συζήτησης σχετικά με τις δομές Εταιρικής Διακυβέρνησης. Αυτοί πρότειναν ότι η εξέλιξη της σύγχρονης εταιρείας ήταν τέτοια που παρήγαγε μια κατάσταση κατά την οποία τα συμφέροντα των ιδιοκτητών και διαχειριστών διέφεραν. Η συνέπεια ήταν η παράδοση του ελέγχου του επενδυτή. Ένας διαχωρισμός από την μέχρι τότε γνώριμη και παραδοσιακή σχέση ιδιοκτησίας και μια απαίτηση για ένα εντελώς νέο ορισμό θεσμικού πλαισίου. Ένα τέτοιο πλαίσιο θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη το γεγονός ότι πρόσωπα διαφορετικά από εκείνα που έλεγχαν τον πλούτο θα μπορούν τώρα να διαμορφώσουν τη βιομηχανία και τις ατομικές επιχειρήσεις. Οι Berle και Means θεώρησαν αυτή την εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας υποστηρίζεται από τις εξής δύο εξελίξεις:

- Το εργοστασιακό σύστημα: αυτό αποτέλεσε τη βάση της βιομηχανικής επανάστασης και ήταν υπεύθυνο που έφερε μεγάλο αριθμό εργαζομένων κάτω από το πλαίσιο μιας ενιαίας διοίκησης.
- Η σύγχρονη εταιρεία: η έλευση της σύγχρονης επιχείρησης τοποθέτησε τον πλούτο πολλών ατόμων κάτω από τον ίδιο κεντρικό έλεγχο.

Το βασικό θέμα της Θεωρίας Αντιπροσώπευσης, η οποία εστιάζει στο εσωτερικό της επιχείρησης, είναι η κατανόηση της λήψης αποφάσεων και του ελέγχου σε επιχειρήσεις, όπου είναι δυνατό να υπάρξει σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα στον εντολέα (principal) που δίνει εντολές και τον αντιπρόσωπο (agent) που τις δέχεται. Η βασική σχέση αντιπροσώπευσης δημιουργείται μεταξύ της Διοίκησης και των μετόχων μιας επιχείρησης, όμως επεκτείνεται και στις σχέσεις ανάμεσα σε Διοίκηση, μετόχους, πιστωτές και συμμετέχοντες μιας επιχείρησης (πελάτες, εργαζόμενοι, κράτος κτλ).

Δύο βασικά προβλήματα είναι πιθανά να προκύψουν στη σχέση μεταξύ εντολέα και αντιπροσώπου σύμφωνα με τον Eisenhardt (1989). Το πρώτο πρόβλημα παρουσιάζεται όταν:

α) δημιουργείται σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ εντολέα και αντιπροσώπου και

β) είναι δύσκολος ο έλεγχος της Διοίκησης (αντιπρόσωπος) από την πλευρά των μετόχων (εντολέας), δηλαδή κατά πόσο η Διοίκηση επιδιώκει το συμφέρον των μετόχων και δεν εμφανίζονται φαινόμενα καιροσκοπισμού.

Οι δυνάμεις της αγοράς θα είχαν τη δυνατότητα να υποχρεώσουν τις επιχειρήσεις να ελαχιστοποιήσουν το κόστος τους και να υιοθετήσουν μηχανισμούς Εταιρικής Διακυβέρνησης σε μία ιδεατή κατάσταση, οι οποίοι θα τις διευκόλυναν στη συγκέντρωση εξωτερικών κεφαλαίων με το ελάχιστο δυνατό κόστος. Συνοπτικά, ο ανταγωνισμός θα οδηγούσε στην επίλυση του προβλήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Παρόλο, όμως, που ο ανταγωνισμός αποτελεί μια ισχυρή δύναμη, διατυπώνονται αμφιβολίες αναφορικά με το γεγονός ότι από μόνος του μπορεί να δώσει λύση στο πρόβλημα της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Το συγκεκριμένο σενάριο θα ήταν λογικό εάν οι επιχειρηματίες είχαν τη δυνατότητα για μίσθωση κεφαλαίου και εργασίας κάθε στιγμή σε τιμές ανταγωνιστικές, με αποτέλεσμα να μην τους απομένουν πόροι για διαχείριση. Όμως, στην πραγματικότητα το παραγωγικό κεφάλαιο είναι εξειδικευμένο και μακροχρόνια δεσμευμένο με αποτέλεσμα οι επιχειρηματίες να μην μπορούν να το μισθώνουν ανά πάσα στιγμή. Επομένως, οι χρηματοδότες χρειάζονται επιβεβαίωση ότι όντως θα πάρουν τα χρήματά τους πίσω με κάποια απόδοση. Αυτή τη διασφάλιση προσφέρουν οι μηχανισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης (Shleifer και Vishny, 1997).

Η σύναψη συμβολαίων ανάμεσα στις «αντιμαχόμενες» πλευρές είναι ο τρόπος αντιμετώπισης αυτού του προβλήματος. Στην ιδανική περίπτωση, οι επιχειρηματίες και οι χρηματοδότες θα υπέγραφαν ένα «ολοκληρωμένο» συμβόλαιο, το οποίο θα καθόριζε με ακρίβεια τις ενέργειες της Διοίκησης καθώς και τον τρόπο διανομής των κερδών. Στην πράξη, όμως, τέτοια ολοκληρωμένα συμβόλαια δεν είναι εφικτά. Δεν είναι δυνατόν να προβλεφθούν όλα τα γεγονότα που μπορεί να συμβούν στο μέλλον. Πάντως, κρίνεται αναγκαίο να οριστεί ποιος θα είναι υπεύθυνος για τη λήψη αποφάσεων (residual control rights) σε μία τέτοια περίπτωση.

Υποθετικά, από τη στιγμή που οι χρηματοδότες διαθέτουν τα κεφάλαιά τους θα μπορούσαν να αποφασίζουν οι ίδιοι κάθε φορά που κάτι απρόσμενο

συνέβαινε. Όμως, όπως έχουμε ήδη αναφέρει σε προηγούμενο σημείο, οι μέτοχοι δε διαθέτουν την πληροφόρηση ούτε τις απαραίτητες γνώσεις αλλά ούτε και το χρόνο για τη λήψη τέτοιων αποφάσεων. Αυτός είναι άλλωστε και ο βασικός λόγος για τον οποίο αναθέτουν την εξουσία στη Διοίκηση. Ως συνέπεια, οι μάντζερ συγκεντρώνουν τα περισσότερα δικαιώματα λήψης αποφάσεων (*residual control rights*) σε σύγκριση με τους μετόχους καθώς και τη διακριτική ευχέρεια διανομής κεφαλαίων.

Επιπροσθέτως, το γνωστό στη διεθνή βιβλιογραφία «πρόβλημα του ελεύθερου καβαλάρη» (*free rider problem*) παραχωρεί ακόμα περισσότερη ισχύ στους μάντζερ. Σε περιπτώσεις όπου υπάρχει πληθώρα επενδυτών, αυτοί συνεισφέρουν σε πολύ μικρό ποσοστό με τα κεφάλαιά τους, ενώ παράλληλα δεν κατέχουν την αναγκαία πληροφόρηση με αποτέλεσμα να μην ασκούν ούτε τα δικαιώματα ελέγχου που τους αναλογούν. Επίσης, ο κάθε μικροεπενδυτής θεωρεί ότι οι υπόλοιποι μικροεπενδυτές δεν ενδιαφέρονται, με αποτέλεσμα να μην συμμετέχουν καν στις συνελεύσεις (συμπεριφέρεται δηλαδή ως «ελεύθερος καβαλάρης»). Θεωρούν δηλαδή ότι δεν υπάρχει καμία περίπτωση να επηρεάσουν με κάποιο τρόπο τις ληφθείσες αποφάσεις, γεγονός που τους οδηγεί στην αδιαφορία.

Επίσης, η συμμετοχή του δικαστικού συστήματος είναι και αυτή περιορισμένη, ενισχύοντας ακόμα περισσότερο τα δικαιώματα λήψης αποφάσεων των μάντζερ. Σχεδόν σε ολόκληρο τον κόσμο, τα δικαστήρια επεμβαίνουν μόνο σε περιπτώσεις μαζικών παραβιάσεων των δικαιωμάτων των επενδυτών από τους μάντζερ. Ακόμα και στις Ηνωμένες Πολιτείες, όπου ο ρόλος των δικαστηρίων είναι περισσότερο ενεργός από οποιαδήποτε άλλη χώρα, τίθενται περιορισμοί στην επέμβαση των δικαστηρίων από τον κανόνα επιχειρηματικής κρίσης (*business judgment rule*).

Οι μάντζερ μπορούν και εκμεταλλεύονται τα κεφάλαια των επενδυτών, ζημιώνοντάς τους με διάφορους τρόπους. Πρώτον, σε πολλές περιπτώσεις η Διοίκηση μπορεί να προβεί σε κατάχρηση κεφαλαίων των επενδυτών. Για παράδειγμα, κάποιοι μάντζερ αποφασίζουν να ιδρύσουν ανεξάρτητες εταιρίες, οι οποίες τους ανήκουν προσωπικά. Στη συνέχεια πουλούν τα προϊόντα και περιουσιακά στοιχεία της κύριας επιχείρησης, την οποία και διοικούν, στις δικές τους ανεξάρτητες εταιρίες σε τιμές χαμηλότερες

σε σύγκριση πάντα με τις αντίστοιχες που επικρατούν στην αγορά. (Shleifer και Vishny, 1997).

Υπάρχουν περιπτώσεις όπου η Διοίκηση επιδιώκει την επέκταση/μεγέθυνση της επιχείρησης πέρα των λογικών ορίων. Αντί να διανεμηθούν για παράδειγμα τα κέρδη με τη μορφή μερισμάτων, επανατοποθετούνται σε καινούριες επενδύσεις ή δαπανούνται για επαναγορά μετοχών. Δηλαδή, οι μάνατζερ επιδιώκουν πρωτίστως προσωπικά οφέλη, όπως αύξηση της ισχύος τους, και όχι τα συμφέροντα των μετόχων, αφού επανεπένδυση κερδών σημαίνει μικρότερα κέρδη για την επιχείρηση.

Μια άλλη περίπτωση αναφέρεται στην προσπάθεια των μάνατζερ να παρατείνουν την ισχύ τους, συνεχίζοντας τη Διοίκηση της επιχείρησης ακόμα και όταν δε διαθέτουν πλέον τα κατάλληλα εφόδια που απαιτούν οι συνθήκες ανταγωνισμού (Shleifer και Vishny, 1989). Αυτή η συμπεριφορά είναι γνωστή ως «οχύρωση της Διοίκησης» (management entrenchment). Η ίδια συμπεριφορά υιοθετείται επίσης από τη Διοίκηση και σε περιπτώσεις πιθανής εξαγοράς. Ο λόγος για τον οποίο η Διοίκηση θα επιλέξει να αντισταθεί σε μία προσπάθεια εξαγοράς είναι επειδή υπάρχει η απειλή της «αντικατάστασης» και όχι επειδή δεν είναι συμφέρουσα η πρόταση για τους μετόχους. Αντίθετα, στην περίπτωση, που η Διοίκηση έχει οφέλη, όπως αρκετά μεγάλο ποσό αποζημίωσης, θα επιλέξει να μην αντισταθεί για ευνόητους λόγους.

Συμπερασματικά, αυτές οι συμπεριφορές της Διοίκησης δικαιολογούν στο έπακρον την προσεκτική επιλογή των επενδυτών αναφορικά με τη διάθεση των κεφαλαίων τους σε μία επιχείρηση, εφόσον δεν υπάρχει αμοιβαία εμπιστοσύνη μεταξύ των δύο πλευρών.

2.2. Συγκρούσεις Συμφερόντων - Αίτια Εμφάνισης Συγκρούσεων Μεταξύ Μετόχων Και Διοίκησης

Κύρια αιτία συγκρούσεων αποτελεί η αποφυγή του κινδύνου (risk aversion), η οποία έγκειται στις διαφορετικές αντιλήψεις των δύο πλευρών αναφορικά με την ανάληψη κινδύνου. Δηλαδή, οι δύο πλευρές επιθυμούν διαφορετικό τρόπο δράσης εξαιτίας της διαφορετικής τοποθέτησής τους απέναντι στον κίνδυνο. Δεν περιλαμβάνουν όλες οι εναλλακτικές επενδυτικές προτάσεις τον ίδιο βαθμό κινδύνου. Η διαφορετική συμπεριφορά των μάνατζερ έναντι του κινδύνου μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός ότι ο προσωπικός πλούτος του εξαρτάται κυρίως από το ανθρώπινο δυναμικό και τις μετοχές της επιχείρησης, δύο παράγοντες που επηρεάζονται από την επίδοση της επιχείρησης. Αυτό το γεγονός δεν επιτρέπει στους μάνατζερ τη διαφοροποίηση του κινδύνου, με αποτέλεσμα να τείνουν πολλές φορές να αποφεύγουν τον κίνδυνο περισσότερο από τους μετόχους και να αποδέχονται επενδύσεις, οι οποίες είναι ζημιογόνες και οδηγούν σε μείωση της συνολικής απόδοσης. Αντίθετα, οι μέτοχοι προτιμούν επενδύσεις με υψηλότερο βαθμό κινδύνου, αφού είναι γνωστό ότι τέτοιες επενδύσεις εξασφαλίζουν και μεγαλύτερη απόδοση.

Επιπροσθέτως, οι μέτοχοι έχουν τη δυνατότητα για επένδυση του πλούτου τους σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών διαφόρων επιχειρήσεων. Συνοπτικά, η Διοίκηση λαμβάνει υπόψη της το συνολικό κίνδυνο, ενώ οι μέτοχοι το τμήμα του συνολικού κινδύνου της μετοχής που δεν εξαλείφεται. Βέβαια, όταν ο πλούτος των μάνατζερ είναι κυρίως σε μορφή δικαιωμάτων, οι μάνατζερ μπορούν να κερδίσουν μεγάλα ποσά όταν η εταιρία επιτυγχάνει ή υπερβαίνει τους στόχους της, χωρίς όμως να μοιράζονται τις απώλειες όταν η εταιρία αποτυγχάνει, με αποτέλεσμα να λαμβάνουν αποφάσεις υψηλού ρίσκου.

Η τάση των διοικητικών στελεχών για παράταση της εξουσίας τους καθώς και οι διαφορετικοί χρονικοί ορίζοντες των δύο πλευρών μπορεί να αποτελέσει επίσης αιτία σύγκρουσης συμφερόντων. Οι μέτοχοι τοποθετούνται μακροπρόθεσμα σε μία επιχείρηση, ενώ ο χρονικός ορίζοντας των στελεχών της Διοίκησης είναι αρκετά πιο σύντομος αφού σχεδόν κάθε πέντε έτη

«ανανεώνονται». Ακόμη, ο τρόπος σύνδεσης των αμοιβών της Διοίκησης με τις πωλήσεις ή τα κέρδη της τρέχουσας ή τελευταίας χρήσης, οδηγεί τη Διοίκηση στην απόρριψη επενδυτικών σχεδίων που μειώνουν τα κέρδη βραχυπρόθεσμα και στην έγκριση επενδυτικών σχεδίων που αυξάνουν τα κέρδη βραχυπρόθεσμα, παρόλο που μακροπρόθεσμα τα μειώνουν. Η περίπτωση, όπου ο μεγαλομέτοχος είναι ταυτόχρονα και ανώτατο διοικητικό στέλεχος της επιχείρησης, δηλαδή Πρόεδρος ή Διευθύνων Σύμβουλος οδηγεί σε περιπτώσεις όπου αντίστοιχοι με αυτόν μέτοχοι αποφασίζουν την ανάληψη επενδυτικών σχεδίων για την επίτευξη προσωπικών τους επιδιώξεων και όχι για το συμφέρον της επιχείρησης.

2.3. Θεμελιώδεις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης

Οι Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ εγκρίθηκαν από τους Υπουργούς του ΟΟΣΑ το 1999 και από τότε έχουν γίνει διεθνές σημείο αναφοράς για τους φορείς χάραξης πολιτικής, επενδυτές, επιχειρήσεις και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη σε όλο τον κόσμο. Το 1999 λοιπόν ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ), με τον Κώδικα για την Εταιρική Διακυβέρνηση, δημοσίευσε τις βασικές αρχές που θα πρέπει να διέπουν κάθε ρύθμιση Εταιρικής Διακυβέρνησης ύστερα από πληθώρα συζητήσεων με διεθνείς οργανισμούς, διάφορες κυβερνήσεις και τον ιδιωτικό τομέα. Αυτές οι αρχές αποτελούν το θεμέλιο λίθο της Εταιρικής Διακυβέρνησης όλων των χωρών στις προσπάθειές τους για την εφαρμογή της σε ολόκληρο τον κόσμο. Σκοπός αυτών των αρχών είναι να συμβάλλουν στη βελτίωση του νομοθετικού και ρυθμιστικού πλαισίου των χωρών αναφορικά με την εφαρμογή της Εταιρικής Διακυβέρνησης και να παρέχουν συμβουλές/κατευθύνσεις προς όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη (νομοθέτες, επενδυτές, φορείς της αγοράς κτλ). Οι αρχές αυτές απευθύνονται σε όλες τις χώρες του κόσμου και όχι μόνο στις χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ. Λαμβάνοντας υπόψη την ύπαρξη οικονομικών, πολιτικών, νομοθετικών και κοινωνικών διαφορών από χώρα σε χώρα, ο ΟΟΣΑ προσέδωσε στις αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης μη δεσμευτικό χαρακτήρα προς διευκόλυνση κάθε χώρας στην εφαρμογή τους.

Όμως, οι έντονες εξελίξεις που σημειώθηκαν στον επιχειρηματικό κόσμο οδήγησαν στην ανάγκη για αναδιατύπωση των αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης, λαμβάνοντας υπ' όψιν τα νέα δεδομένα, ώστε να είναι σε θέση να ανταποκριθούν με πιο σωστό τρόπο στις σύγχρονες προκλήσεις καθώς και στις ανάγκες των επιχειρήσεων. Συνέπεια όλων αυτών αποτέλεσε η δημοσίευση αναθεωρημένων αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης από τον ΟΟΣΑ το 2004, οι οποίες παρουσιάζονται στις επόμενες παραγράφους (OECD, 2004).

Σύμφωνα με αυτή την αρχή το πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να προάγει διαφανείς και αποτελεσματικές αγορές, να είναι συμβατό με το νόμο και να εκφράζει με σαφήνεια τη διάκριση των ευθυνών μεταξύ των διαφόρων εποπτικών, ρυθμιστικών και εκτελεστικών αρχών. Το πλαίσιο αυτό θα πρέπει να αναπτυχθεί λαμβάνοντας υπόψη τις επιπτώσεις του στην απόδοση της οικονομίας, στην ακεραιότητα της αγοράς και στα κίνητρα που δημιουργεί αφενός μεν για τους διάφορους συμμετέχοντες της αγοράς, αφετέρου δε για την προώθηση διαφανών και αποτελεσματικών αγορών. Οι νομικές και ρυθμιστικές απαιτήσεις, οι οποίες επηρεάζουν τις πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να είναι σύμφωνες με το νόμο, διαφανείς και εφαρμοζόμενες. Η διάκριση των ευθυνών μεταξύ των διαφόρων αρχών θα πρέπει να εκφράζεται με σαφήνεια και να διασφαλίζει την εξυπηρέτηση του κοινού συμφέροντος. Τέλος, οι εποπτικές, ρυθμιστικές και εκτελεστικές αρχές θα πρέπει να έχουν την εξουσία, την ακεραιότητα και τους πόρους, ώστε να εκπληρώνουν τα καθήκοντά τους με επαγγελματικό και αντικειμενικό τρόπο. Οι αποφάσεις τους θα πρέπει να είναι έγκαιρες, διαφανείς και πλήρως αποσαφηνισμένες.

2.4. Δικαιώματα Των Μετόχων Και Βασικές Λειτουργίες Της Ιδιοκτησίας

Σύμφωνα με τη δεύτερη αρχή, το πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να προστατεύει και να διευκολύνει την άσκηση των δικαιωμάτων των μετόχων. Όλοι οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν την ευκαιρία να αποκτήσουν αποτελεσματική έννομη προστασία για παραβίαση των δικαιωμάτων τους. Ειδικότερα, τα βασικά δικαιώματα των μετόχων θα πρέπει να περιλαμβάνουν το δικαίωμα:

1. της διασφάλισης των μεθόδων καταγραφής της ιδιοκτησίας,
2. της μεταβίβασης των μετοχών,
3. της πρόσβασης σε σχετική και ουσιαστική πληροφόρηση για την επιχείρηση σε έγκαιρη και τακτική βάση,
4. της συμμετοχής και ψηφοφορίας στις γενικές συνελεύσεις των μετόχων,
5. της εκλογής και απομάκρυνσης των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και
6. της συμμετοχής στα κέρδη της επιχείρησης.

Επιπλέον, οι μέτοχοι θα πρέπει να είναι επαρκώς ενημερωμένοι, και να έχουν το δικαίωμα να εγκρίνουν και να συμμετέχουν σε αποφάσεις όσον αφορά σημαντικές εταιρικές αλλαγές, όπως: i) τροποποιήσεις σε κανόνες ή άρθρα σύστασης ή παρόμοια έγγραφα διακυβέρνησης της επιχείρησης, ii) έκδοση πρόσθετων μετοχών, iii) ασυνήθιστες συναλλαγές, όπως μεταβίβαση του συνόλου ή μέρους των περιουσιακών στοιχείων, που συνεπάγεται πώληση της επιχείρησης.

Επιπροσθέτως, αναγνωρίζεται στους μετόχους το δικαίωμα αποτελεσματικής συμμετοχής και ψηφοφορίας στις γενικές συνελεύσεις των μετόχων καθώς και ενημέρωσης αναφορικά με τους κανόνες που διέπουν τις γενικές συνελεύσεις, συμπεριλαμβανομένων και των διαδικασιών ψηφοφορίας. Δηλαδή, οι μέτοχοι θα πρέπει να ενημερώνονται έγκαιρα αναφορικά για την ημερομηνία, τον τόπο διεξαγωγής καθώς και για θέματα που θα συζητηθούν κατά τη διάρκεια των συνελεύσεων. Επιπλέον, θα πρέπει

να τους δίνεται το δικαίωμα να πραγματοποιούν ερωτήσεις στο Διοικητικό Συμβούλιο, να εισάγουν θέματα προς συζήτηση και να προτείνουν λύσεις μέσα σε λογικά πλαίσια. Ταυτόχρονα, απαραίτητη προϋπόθεση αποτελεί η διευκόλυνση της συμμετοχής των μετόχων στη συζήτηση εταιρικών θεμάτων, όπως η εκλογή νέων μελών καθώς και ο προσδιορισμός της πολιτικής αμοιβών των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και της Διοίκησης. Συγκεκριμένα, προτείνεται η ψήφος των μετόχων να έχει την ίδια βαρύτητα είτε παρευρίσκονται είτε απουσιάζουν από τη γενική συνέλευση.

Επίσης, απαιτείται η δημοσίευση οποιωνδήποτε κεφαλαιακών δομών και συμφωνιών που διευκολύνουν κάποιους μετόχους στην απόκτηση ποσοστού ελέγχου δυσανάλογου του κεφαλαίου που κατέχουν. Ένα ακόμα σημαντικό σημείο είναι να επιτραπεί στις αγορές εταιρικού ελέγχου να λειτουργούν με αποτελεσματικό και διαφανή τρόπο, ώστε αφενός οι μέτοχοι να γνωρίζουν τα δικαιώματά τους καθώς και σε ποιο βαθμό μπορούν να τα χρησιμοποιήσουν σε περιπτώσεις εξαγορών, συγχωνεύσεων ή πώλησης σημαντικού μέρους των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης και αφετέρου οι μηχανισμοί κατά των εξαγορών να μην χρησιμοποιούνται για την οχύρωση της Διοίκησης και του Διοικητικού Συμβουλίου έναντι της υποχρέωσής τους για λογοδοσία.

Ακόμα, θα πρέπει να διευκολύνεται η άσκηση των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας όλων των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων και των θεσμικών επενδυτών. Οι θεσμικοί θα πρέπει να δημοσιοποιούν τη στρατηγική τους όσον αφορά στην Εταιρική Διακυβέρνηση, τις διαδικασίες που προβλέπουν για την αξιοποίηση των δικαιωμάτων ψήφου τους καθώς και τον τρόπο αντιμετώπισης πιθανής σύγκρουσης συμφερόντων που επηρεάζει την αποδοτικότητα της επένδυσής τους. Τέλος, οι μέτοχοι, συμπεριλαμβανομένων και των θεσμικών επενδυτών, θα πρέπει να συμβουλευονται ο ένας τον άλλον για θέματα αναφορικά με τα βασικά τους δικαιώματα, όπως αυτά καθορίζονται από τις Αρχές, με εξαίρεση την περίπτωση κατάχρησής τους.

2.6. Ισότιμη Μεταχείριση Των Μετόχων

Σύμφωνα με αυτήν την αρχή το πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να διασφαλίζει την ισότιμη μεταχείριση των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων των μετόχων μειοψηφίας και των αλλοδαπών μετόχων.

Όλοι οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να αποκτούν αποτελεσματική αποζημίωση για την παραβίαση των δικαιωμάτων τους. Όλοι οι μέτοχοι της ίδιας σειράς/κατηγορίας θα πρέπει να αντιμετωπίζονται ως ίσοι, δηλαδή αναγνωρίζονται τα ίδια δικαιώματα σ' αυτούς που ανήκουν στην ίδια κατηγορία.

Όλοι οι επενδυτές θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα για πρόσβαση σε πληροφορίες όσον αφορά τα δικαιώματα που συνδέονται με όλες τις σειρές/τάξεις προτού προβούν στην αγορά. Οποιαδήποτε τροποποίηση στα δικαιώματα ψηφοφορίας θα πρέπει να πάρει την έγκριση από τις τάξεις που επηρεάζονται αρνητικά από αυτήν. Ειδικότερα, οι μέτοχοι μειοψηφίας θα πρέπει να προστατεύονται από καταχρήσεις εις βάρος τους από την πλευρά των μεγαλομετόχων και να αποζημιώνονται επαρκώς σε τέτοιες περιπτώσεις.

Επίσης, θα πρέπει να προβλέπεται η ψηφοφορία μέσω αντιπροσώπων με εξουσιοδότηση όπως και η ψηφοφορία εκτός συνόρων. Ταυτόχρονα, οι διαδικασίες για τις γενικές συνελεύσεις θα πρέπει να διαμορφώνονται με τέτοιο τρόπο, ώστε να επιτρέπουν την άσκηση των δικαιωμάτων όλων των μετόχων. Επιπροσθέτως, θα πρέπει να απαγορεύονται τόσο οι εσωτερικές συναλλαγές (insider trading) όσο και οι προσωπικές ενέργειες που οδηγούν σε κατάχρηση (self-dealing).

Τέλος, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και τα ανώτερα στελέχη θα πρέπει να ανακοινώνουν στο Συμβούλιο, εάν έχουν, είτε άμεσα είτε έμμεσα είτε για λογαριασμό τρίτων κάποιο υλικό συμφέρον σε οποιαδήποτε συναλλαγή που να επηρεάζει άμεσα την επιχείρηση.

2.5. Ο Ρόλος Των Συμμετεχόντων Στην Εταιρική Διακυβέρνηση

Σύμφωνα με αυτή την αρχή το πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να αναγνωρίζει τα δικαιώματα των συμμετεχόντων που κατοχυρώνονται από το νόμο ή μέσω αμοιβαίων συμφωνιών και να ενθαρρύνει την ενεργή συνεργασία ανάμεσα στις επιχειρήσεις και στους συμμετέχοντες, με σκοπό τη δημιουργία αξίας και εργασιακών θέσεων καθώς και τη διατήρηση οικονομικά ισχυρών επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, να υπάρχει σεβασμός για τα δικαιώματα των συμμετεχόντων είτε βάσει του νόμου είτε βάσει αμοιβαίων συμφωνιών. Στην περίπτωση παραβίασης των δικαιωμάτων των συμμετεχόντων που προστατεύονται από το νόμο θα πρέπει να προβλέπεται η δυνατότητα αποζημίωσής τους.

Όσον αφορά τους εργαζόμενους, προτείνεται η συμμετοχή τους στην Εταιρική Διακυβέρνηση μέσω ανάπτυξης ειδικών μηχανισμών βελτίωσης της αποδοτικότητας.

Επίσης, όσον αφορά τη συμμετοχή των συμμετεχόντων στην Εταιρική Διακυβέρνηση θα πρέπει να έχουν έγκαιρη και τακτική πρόσβαση σε αξιόπιστη πληροφόρηση αναφορικά με τις διαδικασίες στις οποίες συμμετέχουν.

Ακόμα, κρίνεται απαραίτητη η δυνατότητα για ελεύθερη επικοινωνία μεταξύ των συμμετεχόντων και του Συμβουλίου, ώστε να είναι σε θέση να συζητούν τους προβληματισμούς τους αναφορικά με παράνομες ή ανήθικες πρακτικές δίχως να ανησυχούν για περιορισμό των δικαιωμάτων τους.

Τέλος, το πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να συμπληρώνεται με ένα αποτελεσματικό και αποδοτικό πλαίσιο για περιπτώσεις πτώχευσης της επιχείρησης, καθώς και με την αποτελεσματική επιβολή των δικαιωμάτων των πιστωτών.

2.7. Γνωστοποίηση Και Διαφάνεια

Σύμφωνα με αυτή την αρχή το πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να διασφαλίζει ότι έγκαιρη και ακριβής γνωστοποίηση πραγματοποιείται για όλα τα ουσιαστικά θέματα που αφορούν την επιχείρηση, συμπεριλαμβανομένων της οικονομικής της κατάστασης, της απόδοσης της, της ιδιοκτησίας της και της διακυβέρνησής της. Ειδικότερα, η γνωστοποίηση θα πρέπει να περιλαμβάνει ουσιαστική πληροφόρηση σχετικά με:

1. τα οικονομικά και λειτουργικά αποτελέσματα της επιχείρησης,
2. τους εταιρικούς στόχους,
3. τα κυριότερα δικαιώματα ιδιοκτησίας και ψήφου,
4. την πολιτική αποδοχών των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και των ανώτερων στελεχών της Διοίκησης,
5. τις συναλλαγές των συνδεδεμένων επιχειρήσεων,
6. τους προβλεπόμενους παράγοντες κινδύνου,
7. διάφορα θέματα που αφορούν τους εργαζόμενους και λοιπούς συμμετέχοντες,
8. τις δομές και τις πολιτικές διακυβέρνησης.

Όσον αφορά τη διαδικασία της γνωστοποίησης προτείνεται η εφαρμογή υψηλής ποιότητας προτύπων λογιστικής, καθώς και η χρήση χρηματοοικονομικών και μη χρηματοοικονομικών μεταβλητών. Επίσης, προτείνεται η διεξαγωγή του ετήσιου ελέγχου να ανατίθεται σε έναν ανεξάρτητο, εξωτερικό και ικανό ελεγκτή, ο οποίος θα διαβεβαιώνει το Συμβούλιο και τους μετόχους για την εγκυρότητα των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης, ενισχύοντας με αυτόν τον τρόπο την αξιοπιστία τους. Τέλος, οι εξωτερικοί ελεγκτές θα πρέπει να είναι υπόλογοι μόνον απέναντι στους μετόχους, αναλαμβάνοντας την υποχρέωση απέναντι στην επιχείρηση να είναι επαγγελματίες κατά τη διεξαγωγή του ελέγχου.

2.8. Ευθύνες Του Διοικητικού Συμβουλίου

Σύμφωνα με την τελευταία αρχή το πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να διασφαλίζει την στρατηγική καθοδήγηση της επιχείρησης, τον αποτελεσματικό έλεγχο της Διοίκησης από το Διοικητικό Συμβούλιο και την υποχρέωση λογοδοσίας του Συμβουλίου απέναντι στην επιχείρηση και στους μετόχους. Τα μέλη του Συμβουλίου θα πρέπει να ενεργούν με καλή πίστη, με την απαιτούμενη επιμέλεια και σύμφωνα με το συμφέρον της επιχείρησης και των μετόχων καθώς και να είναι πλήρως ενημερωμένα πριν προβούν σε οποιαδήποτε ενέργεια. Σε περιπτώσεις όπου πιθανώς να επηρεάζονται διάφορες ομάδες των μετόχων από τις αποφάσεις του Συμβουλίου θα πρέπει το Συμβούλιο να μεταχειρίζεται όλους τους μετόχους με τον ίδιο τρόπο. Ακόμη, το Συμβούλιο θα πρέπει να εφαρμόζει υψηλής ηθικής πρότυπα και να λαμβάνει υπόψη του τα συμφέροντα των συμμετεχόντων. Ειδικότερα, το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να επιτελεί τις ακόλουθες βασικές λειτουργίες:

1. να αναθεωρεί και να καθοδηγεί την εταιρική στρατηγική, τα κύρια σχέδια δράσης, την πολιτική κινδύνου, τους ετήσιους προϋπολογισμούς και τα επιχειρηματικά σχέδια, να καθορίζει τους στόχους αποδοτικότητας, να ελέγχει το στάδιο της υλοποίησης και την εταιρική αποδοτικότητα και να επιβλέπει τις βασικές κεφαλαιακές δαπάνες, τις επενδύσεις και τις αποεπενδύσεις,
2. να ελέγχει την αποτελεσματικότητα των πρακτικών διακυβέρνησης της επιχείρησης και να προβαίνει στις απαιτούμενες αλλαγές,
3. να επιλέγει, να ανταμείβει, να ελέγχει και να αντικαθιστά, όταν είναι αναγκαίο, βασικά στελέχη, καθώς και να επιβλέπει το σχεδιασμό διαδοχής τους,
4. να ευθυγραμμίζει τις αποδοχές των διευθυντικών και διοικητικών στελεχών με τα μακροχρόνια συμφέροντα της επιχείρησης και των μετόχων,
5. να διασφαλίζει ότι οι διαδικασίες για την ανάδειξη των υποψηφίων και την τελική εκλογή των μελών του Συμβουλίου διακρίνονται από διαφάνεια,

6. να ελέγχει και να διαχειρίζεται πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ της Διοίκησης, των μελών του Συμβουλίου και των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων των περιπτώσεων κακής χρήσης των εταιρικών περιουσιακών στοιχείων και εκμετάλλευσης των συνδεδεμένων επιχειρήσεων,
7. να διασφαλίζει την ακεραιότητα των λογιστικών και χρηματοοικονομικών συστημάτων της επιχείρησης, συμπεριλαμβανομένου του ανεξάρτητου ελέγχου, και τη σωστή λειτουργία των διαφόρων συστημάτων ελέγχου, ιδιαίτερα των συστημάτων όσον αφορά τη διαχείριση κινδύνου, τον οικονομικό και λειτουργικό έλεγχο και της συμμόρφωσης με το νόμο και τις σχετικές διατάξεις.

Επίσης, το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να έχει τη δυνατότητα να ασκεί αντικειμενική κρίση επί των εταιρικών θεμάτων. Στην επίτευξη αυτού του στόχου συμβάλλουν η ύπαρξη ικανών ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών² (Non Executive Directors - NED) που είναι σε θέση να ασκήσουν ανεξάρτητη κρίση, ιδίως σε θέματα σύγκρουσης συμφερόντων, η ακριβής περιγραφή και γνωστοποίηση του σκοπού, της σύνθεσης και των διαδικασιών των διαφόρων επιτροπών που υπάγονται στο Διοικητικό Συμβούλιο καθώς και η προσωπική δέσμευση των μελών του Συμβουλίου στο ρόλο τους.

Τέλος, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να έχουν πρόσβαση σε σχετική, έγκαιρη και ακριβή πληροφόρηση, ώστε να μπορέσουν να ανταπεξέλθουν στις ευθύνες και στα καθήκοντά τους. (OECD 2015).

2.9. Σύνθεση Διοικητικού Συμβουλίου Και Εταιρική Χρηματοοικονομική Απόδοση

2.9.1.Μέγεθος Του Διοικητικού Συμβουλίου

Το Διοικητικό Συμβούλιό διαδραματίζει κεντρικό ρόλο στην Εταιρική Διακυβέρνηση των σύγχρονων επιχειρήσεων, και ως εκ τούτου, η κατανόηση αυτής της σχέσης είναι πολύ σημαντική για την κατανόηση της εταιρικής διακυβέρνησης. Μεγάλο μέρος της δημόσιας συζήτησης σχετικά με τη διάρθρωση του Διοικητικού Συμβουλίου έχει επικεντρωθεί στις πιέσεις που δέχονται οι μεγάλοι μεγέθους εταιρείες στον περιορισμό του μεγέθους τους. Υποστηρίζεται ότι αν και τα μεγαλύτερου μεγέθους Διοικητικά Συμβούλια διευκολύνουν αρχικά την διεκπεραίωση των βασικών λειτουργιών των επιχειρήσεων, έρχεται ένα σημείο όπου μεγαλύτερα Διοικητικά Συμβούλια υποφέρουν από προβλήματα συντονισμού και επικοινωνίας και ως εκ τούτου η αποτελεσματικότητα του Διοικητικού Συμβουλίου (και επομένως η απόδοση της εταιρείας) μειώνεται (Lipton & Lorsch 1992, Jensen, 1993).

Το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου είναι ένας σημαντικός καθοριστικός παράγοντας της εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης. Εξαιτίας του κόστους που δημιουργείται από το πρόβλημα αντιπροσώπευσης, το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου και η απόδοση σχετίζονται. Συγκεκριμένα, υπάρχουν κόστη που σχετίζονται με ένα μεγάλο Διοικητικό Συμβούλιο, τα οποία μπορεί να παρακωλύουν την αποτελεσματικότητα της διοίκησης.

Αρκετά επιστημονικά άρθρα που ασχολούνται με την εξάρτηση των πόρων πρεσβεύουν την άποψη ότι τα μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια θα πρέπει να συνδέονται με υψηλότερα επίπεδα εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης. Σύμφωνα με αυτή την άποψη, το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου μπορεί να είναι ένα μέτρο της ικανότητας ενός οργανισμού να δημιουργήσει συνδέσεις για την εξασφάλιση κρίσιμων πόρων. Όσο μεγαλύτερη δηλαδή, είναι η ανάγκη για εξωτερικές διασυνδέσεις τόσο μεγαλύτερο πρέπει να είναι το διοικητικό συμβούλιο (Pfeffer και Salancik 1978) .

Μία άλλη άποψη που δίνει εξήγηση στο γιατί τα μεγαλύτερα Διοικητικά Συμβούλια αναμένεται να συνδέονται με θετικά εταιρικά αποτελέσματα είναι η έρευνα της αλληλεπίδρασης των μελών του Διοικητικού συμβουλίου (για παράδειγμα, Bazerman & Schoorman 1983, Burt 1980). Υπάρχουν κάποιες αποδείξεις ότι οι αλληλεπιδράσεις των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου σχετίζονται με την αποτελεσματική απόκτηση κεφαλαίων. Ίσως αυτό συμβαίνει γιατί τα μεγαλύτερα Διοικητικά Συμβούλια παρέχουν περισσότερες πιθανότητες για τέτοιες αλληλεπιδράσεις.

Ακόμα, ένα μεγαλύτερο Διοικητικό Συμβούλιο με περισσότερα μέλη που είναι Διευθύνοντες σύμβουλοι άλλων εταιριών μπορεί να προσφέρει ένα σημαντικό επίπεδο συμβουλών υψηλής ποιότητας. Σύμφωνα με τους Lorsch και Mac Iver (1989), οι Διευθύνοντες Σύμβουλοι έχουν την πιο σχετική εμπειρία και εξειδίκευση για να είναι αποτελεσματικά μέλη του συμβουλίου. Αυτά τα μέλη κατανοούν τα πολύπλοκα προβλήματα της λειτουργίας μια μεγάλης επιχείρησης και παρέχουν τις καλύτερες συμβουλές και προτάσεις.

Δεν συμφωνούν ωστόσο όλοι οι ερευνητές ότι μεγάλα Διοικητικά Συμβούλια συνεπάγεται και μεγάλη απόδοση. Σύμφωνα με την βιβλιογραφία φαίνεται ως επί το πλείστον να υποστηρίζεται η άποψη ότι υπάρχει μια σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους του Διοικητικού Συμβουλίου και της εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης. Άρα, εφόσον τα μεγαλύτερα μεγέθους Διοικητικά Συμβούλια πράγματι "προκαλούν" χειρότερες αποδόσεις, τότε τα μεγαλύτερα Διοικητικά Συμβούλια θα αντιπροσωπεύουν αναποτελεσματική διακυβέρνηση που θα μπορούσε να ενδεχομένως να βελτιωθεί με "ένα μέγεθος που ταιριάζει σε όλους". Για παράδειγμα, σημαίνοντες επιστήμονες έχουν υποστηρίξει ότι το μέγεθος του σκάφους δεν πρέπει να είναι μεγαλύτερο από 8 ή 9 (Lipton & Lorsch, 1992, Jensen 1993) για όλες τις εταιρείες. Ο Jensen (1993) διατύπωσε ότι "Όταν τα Διοικητικά Συμβούλια είναι μεγαλύτερα των 7, 8 ατόμων τότε είναι λιγότερο πιθανό να λειτουργήσουν αποτελεσματικά και γίνεται ευκολότερο για τον Διευθύνων σύμβουλο (CEO), να τα ελέγξει". Επειδή σε αυτή την περίπτωση τα προβλήματα συντονισμού και τα διαδικαστικά προβλήματα ξεπερνούν τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν από το ότι υπάρχουν περισσότεροι άνθρωποι προς αξιοποίηση. Σε συμφωνία με αυτή την άποψη, οι Firstenberg και Malkiel (1994) διατύπωσαν ότι ένα διοικητικό συμβούλιο με 8 ή λιγότερα

μέλη “επιφέρει μεγαλύτερη εστίαση, συμμετοχή, πραγματική αλληλεπίδραση και συζήτηση”.

Ένας άλλος σημαντικός παράγοντας είναι η συνοχή της ομάδας. Έχει διαπιστωθεί ότι η συνοχή, η οποία είναι μεγαλύτερη για μικρότερες ομάδες ατόμων, σχετίζεται με την αποδοτικότητα της ομάδας. (Lipton & Lorsch 1992, Jensen 1993).

Επίσης, έχει παρατηρηθεί από πολλούς ερευνητές ότι το μεγάλο μέγεθος ενός Διοικητικού Συμβουλίου μπορεί να εμποδίσει σημαντικά την ικανότητα του να εισάγει και να εφαρμόσει στρατηγικές δράσεις. Αντίθετα, ένα μικρό Διοικητικό Συμβούλιο σχετίζεται με υψηλότερη απόδοση κεφαλαίων και υψηλότερη απόδοση πωλήσεων. Επομένως, όποια πλεονεκτήματα σχετίζονται με ένα μεγάλο Διοικητικό Συμβούλιο μπορεί να αντισταθμιστούν πλήρως από τη κακή επικοινωνία, συνεργασία και την μη αποτελεσματική διαδικασία λήψης αποφάσεων (Yermack 1996).

Όταν το Διοικητικό Συμβούλιο είναι μεγάλο και ποικίλο στη δομή του, οι εκτιμήσεις του για τα ανώτατα διοικητικά στελέχη χειραγωγούνται πιο εύκολα σύμφωνα με τον Mintzberg (1983). Θα μπορούσε να είναι αναμενόμενο ότι τα μεγάλα Διοικητικά Συμβούλια θα τείνουν να είναι πιο ποικίλα, πιο αμφιλεγόμενα και πιο κατακερματισμένα σε σύγκριση με τα μικρά. Σε τέτοιες περιπτώσεις, οι διευθύνοντες σύμβουλοι μπορεί να αποκτήσουν πλεονέκτημα στις σχέσεις εξουσίας με το Διοικητικό Συμβούλιο εφαρμόζοντας διάφορες τακτικές. Ωστόσο, άλλοι ερευνητές έχουν εκφράσει την ακριβώς αντίθετη άποψη για την σχέση μεταξύ των μεγάλων Δ.Σ και των διοικητικών στελεχών.

Έχει επίσης διατυπωθεί η άποψη ότι στα μεγαλύτερα συμβούλια αναπτύσσονται παρατάξεις και συμμαχίες μεταξύ των μελών τους, που οδηγούν τελικά σε σύγκρουση της ομάδας. Τέτοια δυναμική μπορεί να δυσκολέψει τη διαδικασία επίτευξης ομοφωνίας (Goodstein 1994).

2.9.2. Η Ύπαρξη Γυναικών Σε Διοικητικά Συμβούλια

Πρόσφατη βιβλιογραφία υποδεικνύει διάφορα επιχειρήματα ως προς το γιατί η μεγαλύτερη συμμετοχή των γυναικών στα διοικητικά συμβούλια έχει ως αποτελέσματα την καλύτερη λήψη αποφάσεων εντός της αίθουσας συνεδριάσεων και κατ'επέκταση στην καλύτερη επίδοση. Η παρουσία των γυναικών θα μπορούσε να βελτιώσει την απόδοση της ομάδας, επειδή πιο ποικιλόμορφες ομάδες μπορούν να εξετάσουν μεγαλύτερο φάσμα των προοπτικών και ως εκ τούτου να οδηγηθούν στην λήψη καλύτερων αποφάσεων. Αυτές οι καλύτερες αποφάσεις, στη συνέχεια, θα μπορούσαν τελικά να οδηγήσουν σε υψηλότερη επιχειρηματική αξία και σε υψηλότερες επιδόσεις για τις επιχειρήσεις (Burgess & Tharenou 2002, Singh & Vinnicombe 2004, Carter 2003).

Το υψηλότερο ποσοστό γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο δίνει επίσης ένα σημαντικό θετικό μήνυμα στους δυνητικούς υπαλλήλους της εκάστοτε εν λόγω εταιρίας. Επίσης, λειτουργεί θετικά ως προς την εικόνα της εταιρίας στην κοινωνία και γενικά στη φήμη της. Το υψηλότερο ποσοστό γυναικών εντός της εταιρείας και πόσο μάλλον στη διοίκηση αντικατοπτρίζει πολλές φορές την πολυμορφία της σχετικής αγοράς στην οποία απευθύνεται η κάθε εταιρεία. Κατά αυτόν τον τρόπο, η εταιρεία είναι σε καλύτερη θέση να εξυπηρετήσει και να διατηρήσει αυτή την αγορά (Carter 2003, Pfeffer & Salancik 1978, Donaldson & Davis 1991).

Συγκεκριμένα, έρευνες του θέματος της γυναικείας συμμετοχής σε Διοικητικό Συμβούλιο επιχειρήσεων και στη μέτρηση των χρηματοοικονομικών επιδόσεων των επιχειρήσεων όπως την απόδοση του ενεργητικού (Return on Assets), τη χρηματοοικονομική αποδοτικότητα (Return on Equity) δείχνουν ότι υπάρχει θετική συσχέτιση ανάμεσα στη συμμετοχή των γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο και στις χρηματοοικονομικές επιδόσεις. Όμως, ζητούμενο της μελέτης που πραγματοποιείται είναι όχι μόνο να εξετάσουμε εάν η γυναικεία συμμετοχή επηρεάζει ή όχι τις χρηματοοικονομικές επιδόσεις, να επιχειρήσουμε να προσδιορίσουμε τους παράγοντες από πλευράς διοίκησης που επηρεάζουν περισσότερο την επίδραση της συμμετοχής στις χρηματοοικονομικές.

2.9.3. Εκτελεστικά Και Μη Εκτελεστικά Μέλη

Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι ένα συλλογικό σώμα που θα πρέπει να ενεργεί προς το συμφέρον των μετόχων. Ένα Διοικητικό Συμβούλιο πρέπει να περιλαμβάνει ένα συνδυασμό Εκτελεστικών (Executives) και μη Εκτελεστικών (Non-Executives) διευθυντών για να δράσει ως προς το συμφέρον των μετόχων. Οι μη εκτελεστικοί διευθυντές στο διοικητικό συμβούλιο δεν θα να είναι σε θέση να ασκήσουν τα καθήκοντά τους αποτελεσματικά, εκτός και αν μπορούν να δρουν με ανεξαρτησία χωρίς περιορισμούς από τη διοίκηση. Τα μη εκτελεστικά μέλη είναι μέλη με λίγους, ή καθόλου, οικονομικούς δεσμούς με την εταιρεία. Δηλαδή, είναι τα μέλη του συμβουλίου που δεν ανήκουν ούτε και άνηκαν στην ανώτατη διοίκηση της επιχείρησης και επιπρόσθετα, δεν είναι στενοί συγγενείς του διευθύνοντα συμβούλου. Ένα σημαντικό σημείο προσοχής είναι ο ρόλος των μη εκτελεστικών μελών, στο να αναλαμβάνουν την παρακολούθηση της διοίκησης εκ μέρους των μετόχων.

Είναι λογικό να εννοείται ότι τα εκτελεστικά στελέχη ίσως να μην είναι ικανά να ελέγχουν τους εαυτούς τους ή να ελέγχουν την απόδοση του Διευθύνοντος Σύμβουλου (CEO), σε ένα εντελώς ανεξάρτητο πλαίσιο. Η καριέρα των εκτελεστικών στελεχών, σε τελική ανάλυση είναι στενά συνδεδεμένη με τον διευθύνων σύμβουλο και έτσι μπορεί να μην έχουν επαρκή κίνητρα για να επικρίνουν, να καταργήσουν ή να περιορίσουν την αμοιβή που καταβάλλεται στον διευθύνων σύμβουλο (Crystal 1992, Jensen 1993, Hart 1995). Αυτή η δυσκολία μπορεί να είναι ιδιαίτερα έντονη στις μικρές επιχειρήσεις όπου ο διευθύνων σύμβουλος (CEO) είτε ίδρυσε την επιχείρηση, είτε ανήκει στην ιδρυτική οικογένεια, ή κατέχει ένα μεγάλο μερίδιο μετοχών. Τα μικρότερα διοικητικά συμβούλια μπορεί ωστόσο να έχουν ένα μεγαλύτερο κίνητρο να παρακολουθούν την ανώτατη διοίκηση, παρόλο που η έρευνα του Morck (1988) δεν βρήκε ισχυρή σχέση μεταξύ του ποσού των ιδίων κεφαλαίων που ανήκουν σε μέλη του διοικητικού συμβουλίου και την αξία της επιχείρησης.

Υπάρχουν δύο σημαντικοί λόγοι για τους οποίους τα μη-εκτελεστικά μέλη (non executive directors) μπορεί να έχουν αρκετά κίνητρα να παρακολουθούν την ανώτατη διοίκηση. Πρώτον, θέλουν να σηματοδοτηθεί η

διοικητική τους ικανότητα στην εξωτερική αγορά εργασίας για στελέχη (Fama and Jensen 1983, Weisbach 1988). Η φήμη των μη-εκτελεστικών στελεχών (non executive directors) που δεν παρακολουθούν την διοικητική ομάδα αποτελεσματικά θα πληγεί και η πιθανότητα για περεταίρω πρόσληψη ως μη-εκτελεστικά στελέχη μειώνεται. Δεύτερον, τα μη-εκτελεστικά μέλη συχνά έχουν μεγάλη εμπειρία στη λήψη αποφάσεων έτσι ώστε να μπορούν να ελέγχουν τις δράσεις της ανώτατης διοίκησης (Fama and Jensen, 1983). Μπορούν να έχουν ως εκ τούτου το σχετικό ανθρώπινο δυναμικό για να παρακολουθεί την ομάδα διοίκησης με αποτελεσματικό τρόπο.

Υπάρχουν ωστόσο και πολλοί πειστικοί λόγοι για τους οποίους τα μη-εκτελεστικά μέλη (non executive directors) μπορεί να μην έχουν επαρκή κίνητρα για να παρακολουθούν την ανώτατη διοίκηση. Αρχικά, σε πολλές χώρες (για παράδειγμα στο Ηνωμένο Βασίλειο) η νομική δομή είναι τέτοια ώστε ο εκτελεστικός - μη εκτελεστικός διαχωρισμός είναι κάπως τεχνητός, δεδομένου ότι όλα τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου είναι συλλογικά υπεύθυνα για την εποπτεία των εργασιών της επιχείρησης. Επιπλέον, υπάρχει μια σαφής ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των εκτελεστικών και των μη-εκτελεστικών στελεχών. Τα εκτελεστικά μέλη είναι εργαζόμενοι πλήρους απασχόλησης στην επιχείρηση, σε αντίθεση με τα μη-εκτελεστικά που ξοδεύουν ένα μόνο μέρος του χρόνου τους στην επιχείρηση και μπορεί να εργάζονται για ένα πλήθος άλλων επιχειρήσεων. Αυτή η διαδικασία φαίνεται να δημιουργεί μια προκατάληψη πληροφοριών προς όφελος των εκτελεστικών μελών (inside directors) στο εσωτερικό σύστημα διακυβέρνησης. Επίσης, τα μη - εκτελεστικά μέλη μπορεί να μην έχουν αρκετά κίνητρα να μετακινήσουν στελέχη της επιχείρησης από την ανώτατη εκτελεστική ομάδα για την αντιμετώπιση της κακής απόδοσης της εταιρείας. Τα ίδια κεφάλαια που κατέχουν τα μη-εκτελεστικά μέλη είναι λίγα και έτσι η προθυμία τους για να σχολιάσουν κριτικά τα διευθυντικά λάθη που βλάπτουν την αξία των μετοχών μπορεί να είναι χαμηλή. Επιπλέον, η αμοιβή που λαμβάνεται από τα μη-εκτελεστικά μέλη, σε συνδυασμό με τις πιθανότητές τους για εκ νέου επιλογή τους ως μη εκτελεστικά μέλη του συμβουλίου, τείνουν να επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τις απόψεις του διευθύνοντος συμβούλου (CEO).

Δεδομένων των παραπάνω επιχειρημάτων, οι οικονομολόγοι διαφωνούν για το κατά πόσο τα μη εκτελεστικά μέλη (non executive directors) είναι χρήσιμα. Οι Demsetz (1983) και Hart (1983) δείχνουν ότι τα συμβούλια είναι περιττά επειδή οι αγορές παρέχουν ισχυρά κίνητρα για την ευθυγράμμιση των συμφερόντων των στελεχών και των μετόχων. Αυτοί που θεωρούν τα συμβούλια ένα σημαντικό μηχανισμό εταιρικής διακυβέρνησης, αναγνωρίζουν τον ρόλο των μη εκτελεστικών μελών στο να παρακολουθούν την διοίκηση και να παρέχουν σχετικές συμπληρωματικές γνώσεις. Παρ'όλα αυτά ο κυρίαρχος ρόλος που διαδραματίζουν πολλές φορές οι διευθύνοντες σύμβουλοι στην επιλογή των μη εκτελεστικών μελών προκαλεί ερωτήματα για την ικανότητα του μη εκτελεστικού μέλους να υποβάλει ανεξάρτητες κριτικές σχετικά με τις επιδόσεις της επιχείρησης.

2.9.4. Εξωτερικά/Ανεξάρτητα Μέλη

Ανεξάρτητοι διευθυντές είναι το πρόσωπα στα οποία έχει ανατεθεί η εκπροσώπηση των μετόχων καθώς επίσης και το ότι θα συνεισφέρουν στη μείωση των προβλημάτων του οργανισμού. Επίσης, ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης και οι ρυθμιστικές αρχές συνιστούν ότι για να είναι ισορροπημένη η σύνθεση των μελών ενός Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει και να υπάρχουν ανεξάρτητοι διευθυντές - Outside (Independent) Directors. Ωστόσο, η απλή συμμόρφωση με τις συστάσεις του Κώδικα της Εταιρικής Διακυβέρνησης και τις ρυθμιστικές αρχές δεν είναι αρκετή εάν οι ανεξάρτητοι διευθυντές αδυνατούν να ασκήσουν αποτελεσματικά τα καθήκοντά τους.

Σύμφωνα με μελέτες που έχουν διεξαχθεί σε λίγες χώρες, οι οποίες εξετάζουν το κατά πόσο η ύπαρξη ανεξάρτητων μελών στη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου και επιδρά στην απόδοση των εταιρειών τα αποτελέσματα έδειξαν μια μικτή σύνδεση μεταξύ της ύπαρξης των ανεξάρτητων διευθυντών και στην απόδοση των εταιρειών. Η ύπαρξη απλά και μόνο ανεξάρτητων διευθυντών στην σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου, δεν θα εξασφάλιζε την ενίσχυση της απόδοσης της επιχείρησης. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία (Dalton 1998), οι εξωτερικοί διευθυντές μπορεί παρ'ολ'αυτά να διαδραματίσουν θεμελιώδη ρόλο στον αποτελεσματικό έλεγχο που

ασκείται στα Διοικητικά Συμβούλια. Βασικό καθήκον τους είναι να παρακολουθούν τι είδους αποφάσεις λαμβάνει η διοίκηση πράγμα το οποίο συμβάλει στην καλύτερη απόδοση της εταιρείας. Οι ερευνητές που μελετούν το κατά πόσο τη λειτουργία παρακολούθησης του Διοικητικού Συμβουλίου επιδρά στην απόδοση των εταιριών έχουν υποστηρίξει ότι τα Διοικητικά Συμβούλια που αποτελούνται κυρίως από εσωτερικά στελέχη δεν είναι αυτόνομα και έχουν λιγότερα κίνητρα για να παρακολουθούν τη Διοίκηση (Weisbach 1988). Ωστόσο, Διοικητικά Συμβούλια τα οποία ως επί το πλείστον αποτελούνται από εξωτερικούς/ανεξάρτητους διευθυντές, πιστεύεται ότι παρακολουθούν καλύτερα τους Εκτελεστικούς Διευθυντές προκειμένου να έρθουν θετικά αποτελέσματα τόσο στην επίδοση της εταιρείας όσο και για το συμφέρον των μετόχων. Επίσης, οι ανεξάρτητοι διευθυντές είναι πολύ πιθανό να συνδέονται στενά με εξωτερικούς επενδυτές, με τέτοιο τρόπο που η προσέλκυση επενδυτικών κεφαλαίων καθίσταται πιο εύκολη.

2.9.5. Δυαδικότητα (CEO Duality)

Η ταύτιση των 2 ρόλων ή αλλιώς δυαδικότητα (CEO duality) αφορά την περίπτωση όπου ο Διευθύνων Σύμβουλος (CEO) της εταιρίας και ο πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου (Chairman) είναι το ίδιο πρόσωπο. Η ταύτιση των 2 ρόλων έχει προξενήσει το ενδιαφέρον πολλών ερευνητών καθώς θεωρείται ότι έχει σημαντικές επιπτώσεις στην απόδοση και στην εταιρική διακυβέρνηση. Υπάρχουν δύο απόψεις περί ύπαρξης ή μη της Δυαδικότητας. Υποστηρικτές της ταύτισης των 2 ρόλων ισχυρίζονται ότι μπορεί να οδηγήσει σε μεγάλη απόδοση για την εταιρία, καθώς επιτρέπει σαφή ηγεσία για τους σκοπούς της διαμόρφωσης και υλοποίησης της στρατηγικής. Αντίθετα, η μη-ταύτιση των ρόλων δημιουργεί προβλήματα. Πιο συγκεκριμένα μειώνεται η δύναμη των Διευθυνόντων Συμβούλων (CEOs) να παρέχουν αποτελεσματική ηγεσία στην εταιρία καθώς αυξάνεται η πιθανότητα οι δράσεις και οι προσδοκίες της διοίκησης και του διοικητικού συμβουλίου να έρχονται σε αντίθεση μεταξύ τους. Επίσης, η μη ύπαρξη δημιουργεί την πιθανότητα αντιπαράθεσης μεταξύ του προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου και Διευθύνοντος Συμβούλου.

Από την άλλη μεριά οι αντίπαλοι της δυαδικότητας υποστηρίζουν, ότι με αυτόν τον τρόπο περιορίζεται την ανεξαρτησία του συμβουλίου και μειώνεται η πιθανότητα το συμβούλιο να μπορεί να εκτελέσει σωστά την εποπτεία και τον κυβερνητικό του ρόλο. Σηματοδοτεί την απουσία διαχωρισμού μεταξύ των αποφάσεων του μάνατζμεντ και των αποφάσεων του ελέγχου, η επιχείρηση υποφέρει από τον ανταγωνισμό για επιβίωση. Καθιστά δύσκολο για τα ανασφαλή μέλη του συμβουλίου να είναι ειλικρινής όταν αξιολογούν την απόδοση της επιχείρησης.

Ακόμα, για να τονιστεί η σημαντικότητα της δυαδικότητας των ρόλων πρέπει να σημειωθεί ότι συχνά αναγνωρίζεται ως ένας πρωταρχικής σημασίας λόγος για σοβαρές ζημιές και πτώσεις μεγάλων. Η κακή απόδοση μιας εταιρίας σύμφωνα με την βιβλιογραφία προκύπτει από την αποτυχία της να προσαρμοστεί στις μεταβαλλόμενες προτιμήσεις των καταναλωτών, στην ανάδυση νέων και ισχυρών ανταγωνιστών, και στις όλο και περισσότερο αυστηρότερες απαιτήσεις ασφαλείας και περιβαλλοντικής προστασίας. Όμως οι επικριτές της δυαδικότητας πάνε ένα βήμα παραπέρα και υποστηρίζουν ότι ο Roger Smith, με την εξουσία που προέκυπτε από τον διπλό του ρόλο ως Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος, περιόρισε την εποπτεία που ασκούσε το διοικητικό συμβούλιο και την υιοθέτηση των κατάλληλων στρατηγικών για το μεταβαλλόμενο περιβάλλον. Ομοίως κατηγορήθηκε και ο Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος της IBM, για την δυσκολία του συμβουλίου να αξιολογήσει την απόδοση της διοίκησης και να ασκήσει ανεξάρτητη κριτική. Όπως διατύπωσαν ορισμένοι συγγραφείς, ο διπλός ρόλος και μάλιστα για μεγάλο διάστημα κάνει τους Διευθύνοντες Συμβούλους να υιοθετούν την στάση “ η δική μου εταιρία, το δικό μου συμβούλιο”.

Προσπαθώντας να συνδυάσουν τις δύο προοπτικές, οι Finkelstein και D’Aveni (1994) πρότειναν ένα μοντέλο της δυαδικότητας (duality) του Διευθύνοντος Συμβούλου. Υποστηρίζουν ότι η σχέση μεταξύ της δυαδικότητας του Διευθύνοντος Συμβούλου και της εγρήγορσης του συμβουλίου μεταβάλλεται ανάλογα με τις περιστάσεις. Το συμβούλιο που είναι σε εγρήγορση πιστεύει ότι η δυαδικότητα (duality) είναι λιγότερο επιθυμητή όταν η απόδοση της επιχείρησης είναι καλή και ο Διευθύνων Σύμβουλος κατέχει σημαντική άτυπη εξουσία. Η λογική για αυτή τη φαινομενικά παράδοξη θέση είναι ότι τα διοικητικά συμβούλια φοβούνται ότι η

δυναμικότητα (duality), υπό αυτές τις συνθήκες, περιορίζει την ικανότητά τους να εκπληρώσουν τον εποπτικό τους ρόλο.

Αυτό το εύρημα είναι ιδιαίτερα σημαντικό καθώς δείχνει ότι η εστίαση σε ένα μόνο παράγοντα στο πλέγμα εταιρικής διακυβέρνησης- απόδοσης της επιχείρησης, είναι απίθανο να οδηγήσει σε μετρήσιμες βελτιώσεις της εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης. Οι καθοριστικοί παράγοντες της απόδοσης της εταιρείας είναι εξαιρετικά πολύπλοκοι και αλληλένδετοι και δεν μπορεί να γίνει απομόνωση μίας μόνο μεταβλητής όπως είναι η δυναμικότητα.

2.9.6. Πως Λειτουργούν Οι Εταιρείες Του Ηνωμένου Βασιλείου

Οι εταιρίες από την Αγγλία ακολουθούσαν τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης : FRC Combined Code.

Σύμφωνα με αυτό το κώδικα FRC Combined Code κάθε εταιρεία θα πρέπει να διευθύνεται από ένα αποτελεσματικό Διοικητικό Συμβούλιο το οποίο είναι συλλογικά υπεύθυνο για την μακροπρόθεσμη επίδοση της εταιρείας. Θα πρέπει να υπάρχει σαφής διαχωρισμός των ευθυνών στους επικεφαλής της εταιρείας μεταξύ της λειτουργίας του διοικητικού συμβουλίου και της εκτελεστικής αρμοδιότητας για την λειτουργία των δραστηριοτήτων της εταιρείας. Κανένα άτομο δεν πρέπει να έχει απρόσκοπτη εξουσία λήψης αποφάσεων. Ο πρόεδρος είναι αρμόδιος για την ηγεσία του διοικητικού συμβουλίου και τη διασφάλιση της αποτελεσματικότητας σε όλες τις πτυχές του ρόλου του. Επίσης, αναφέρεται ότι ο πρόεδρος θα πρέπει να πληροί όλα τα κριτήρια περί ανεξαρτησίας που θεσπίζει ο κώδικας και δεν θα πρέπει να έχει και τον ρόλο του Διευθύνοντα Συμβούλου στην ίδια εταιρία (Duality).

Το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να περιλαμβάνει ένα κατάλληλο συνδυασμό εκτελεστικών και μη εκτελεστικών διευθυντών, έτσι ώστε κανένα πρόσωπο ή ομάδα προσώπων να μην μπορεί να κυριαρχεί στη λήψη αποφάσεων του συμβουλίου. Επιπρόσθετα, στο πλαίσιο του ρόλου τους ως μέλη του ενιαίου συμβουλίου, τα μη εκτελεστικά μέλη θα πρέπει να εποικοδομητικά να συμβάλουν στην ανάπτυξη προτάσεων για τη στρατηγική. Στο πλαίσιο του ρόλου τους ως μέλη ενός ενιαίου Διοικητικού Συμβουλίου, οι

μη εκτελεστικοί διευθυντές θα πρέπει εποικοδομητικά να αμφισβητούν και να βοηθούν στην δημιουργία προτάσεων σχετικά με στρατηγικές.

Επίσης, το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να είναι επαρκούς μεγέθους ώστε οι απαιτήσεις της επιχείρησης να μπορούν να ικανοποιηθούν και οι τυχόν αλλαγές στη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου ή των επιτροπών, να μπορούν να αντιμετωπιστούν χωρίς αδικαιολόγητη αναστάτωση. Παράλληλα, δεν θα πρέπει να είναι τόσο μεγάλο ώστε να είναι δυσκίνητο. Ακόμη, το Διοικητικό Συμβούλιο και οι επιτροπές του θα πρέπει να έχουν την κατάλληλη ισορροπία δεξιοτήτων, εμπειρίας, ανεξαρτησίας και γνώσης του αντικειμένου της εταιρείας, ώστε να μπορέσουν να αναλάβουν τις ευθύνες τους και να εκπληρώσουν τα καθήκοντα τους αποτελεσματικά. Επιπλέον, θα πρέπει να υπάρχει επίσημη, αυστηρή και διαφανής διαδικασία για το διορισμό νέων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να πληροφορείται εγκαίρως έτσι ώστε να μπορεί να εκπληρώσει τα καθήκοντά του. Επίσης, θα πρέπει να προβεί σε επίσημη και αυστηρή ετήσια αξιολόγηση των επιδόσεων του καθώς και των επιτροπών και των επιμέρους μελών. Τέλος, όλοι οι διευθυντές θα πρέπει να υποβάλλονται για επανεκλογή ανά τακτά χρονικά διαστήματα, με την σκοπό τη διατήρηση της απόδοσης.

2.9.7. Αποτελέσματα Από Σχετικές Έρευνες

Υποστηρίζεται συχνά ότι τα διοικητικά συμβούλια είναι περισσότερο ανεξάρτητα όταν η αναλογία των εξωτερικών διευθυντών τους αυξάνεται (John και Senbet 1998). Ωστόσο, ο Fosberg (1989) δεν βρίσκει καμία σχέση μεταξύ του ποσοστού των εξωτερικών διευθυντών και των διαφόρων μέτρων επιδόσεων (δηλαδή, τις πωλήσεις, τον αριθμό των εργαζομένων, και απόδοση των ιδίων κεφαλαίων). Οι Hermalin και Weisbach (1991) δεν βρίσκουν καμία συσχέτιση μεταξύ του ποσοστού των εξωτερικών διευθυντών και του Tobin's Q. Ο Bhagat και Black (2002) δεν βρίσκουν καμία σύνδεση μεταξύ του ποσοστού των εξωτερικών διευθυντών και του Tobin's Q, της απόδοσης των στοιχείων του ενεργητικού και των αποδόσεων των μετοχών. Αντίθετα, οι Baysinger και Butler (1985) και οι Rosenstein και Wyatt (1990) δείχνουν ότι η αγορά ανταμείβει τις επιχειρήσεις για το διορισμό εξωτερικών διευθυντών. Οι Brickley, Coles και ο Terry (1994) βρήκαν θετική σχέση μεταξύ του ποσοστού των εξωτερικών διευθυντών και την αντίδραση του χρηματιστηρίου σε εφαρμογές poison pills. Οι Anderson, Mansi και Reeb (2004) δείχνουν ότι το κόστος χρέους, όπως προσεγγίζεται από τα spreads των αποδόσεων των ομολόγων, είναι αντιστρόφως ανάλογη ως προς την ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου.

Έτσι, η σχέση μεταξύ του ποσοστού των εξωτερικών διευθυντών, μια προσέγγιση ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου, και η σταθερή απόδοση είναι μικτή. Μελέτες που χρησιμοποιούν στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων και του

Tobin's Q δεν βρίσκουν καμία σχέση μεταξύ της ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου και της σταθερής απόδοσης, ενώ εκείνα που χρησιμοποιούν αποδόσεις μετοχών ή αποδόσεις ομολόγων έχουν βρει μια θετική σχέση. Όπως οι Hermalin και Weisbach (1991) έτσι και οι Bhagat και Black (2002), δεν υπάρχει σχέση στο Tobin's Q και στην ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου, (στην πραγματικότητα, βρίσκουμε το αντίθετο), αλλά βρίσκουν ότι οι επιχειρήσεις με ανεξάρτητα συμβούλια έχουν υψηλότερες αποδόσεις ιδίων κεφαλαίων, τα υψηλότερα περιθώρια κέρδους, μεγαλύτερο μέρισμα και μεγαλύτερες επαναγορές μετοχών, γεγονός που υποδηλώνει ότι η

ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου συνδέεται με άλλα σημαντικά μέτρα της επιχείρησης απόδοσης εκτός από το Tobin's Q.

Ο περιορισμός του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου πιστεύεται ότι βελτιώνει την συνολική απόδοση της επιχείρησης, διότι τα οφέλη από μεγαλύτερα συμβούλια αυξημένης παρακολούθησης υπερκαλύπτονται από τη χειρότερη επικοινωνία και τη δυσκολία στη λήψη αποφάσεων των μεγαλύτερων ομάδων (Lipton και Lorsch 1992 & Jensen 1993). Οι Eisenberg, Sundgren και Wells (1998) έδειξαν ότι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου είναι κάτι που επηρεάζει την επίδοση της εταιρείας. Έδειξαν ότι υπάρχει μια σημαντική αρνητική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της κερδοφορίας σε ένα δείγμα μικρές και μεσαίες φινλανδικές επιχειρήσεις. Αντίστοιχα και ο Yermack (1996) τεκμηριώνει μια αντίστροφη σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της κερδοφορίας, της αξιοποίησης περιουσιακών στοιχείων, και του Tobin's Q. Ο Anderson et al. (2004) δείχνει ότι το κόστος του χρέους είναι χαμηλότερο για τα μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια, προφανώς επειδή οι πιστωτές βλέπουν ότι αυτές οι επιχειρήσεις έχουν πιο αποτελεσματική παρακολούθηση των λογιστικών διαδικασιών τους. Η ένταξη μεγαλύτερων αναλογίων εξωτερικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο κατά τον Beasley (1996), μειώνει σημαντικά την πιθανότητα απάτης των οικονομικών καταστάσεων. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι υπάρχει θετική επίδραση στην εταιρική επίδοση αφού όταν υπάρχουν περισσότερα τα εξωτερικά μέλη στο Διοικητικό Συμβούλιο μειώνεται η πιθανότητα απάτης στις οικονομικές της καταστάσεις. Ευρήματα των Hermalin και Weisbach (2003) έχουν δείξει ότι η εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση δεν έχει σχέση με τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου, αλλά το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου είναι αυτό που επηρεάζει και συγκεκριμένα αρνητικά εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση. Τόσο η σύνθεση και όσο και το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, σχετίζονται με τις αποφάσεις της εξεταστικής επιτροπής σχετικά με την αντικατάσταση Διευθύνων Σύμβουλους, εξαγορές, τα δηλητηριώδη χάπια, και εκτελεστική αποζημίωση. Συμβούλου σε σχέση με τις υπάρχουσες διευθυντές. Το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου επηρεάζει και αρνητικά την εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση.

<u>Παράγοντες</u>	<u>Επίδραση</u>	<u>Άρθρο</u>
	<u>Θετική-Αρνητική στην επίδοση</u>	
Η ύπαρξη ανεξάρτητων μελών στη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου και επιδρά στην απόδοση των εταιρειών.	Τα αποτελέσματα έδειξαν μια θετική σύνδεση μεταξύ της ύπαρξης των ανεξάρτητων διευθυντών και στην απόδοση των εταιρειών.	“Weisbach, M. (1988). Outside directors and CEO turnover”, Journal of Financial Economics, 20, 431-460.
Οι έρευνες του θέματος της γυναικείας συμμετοχής σε Διοικητικό Συμβούλιο επιχειρήσεων και στη μέτρηση των χρηματοοικονομικών επιδόσεων των επιχειρήσεων όπως την απόδοση του ενεργητικού (Return on Assets), τη χρηματοοικονομική αποδοτικότητα (Return on Equity) δείχνουν ότι το μεγαλύτερο ποσοστό γυναικών σε Δ.Σ. οδηγεί σε καλύτερη απόδοση.	Τα ευρήματα της έρευνας δείχνουν ότι υπάρχει θετική συσχέτιση ανάμεσα στη συμμετοχή των γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο και στις χρηματοοικονομικές επιδόσεις.	“Women board directors: Characteristics of the few. Journal of Business Ethics”, Burgess, Z., and Tharenou, P. (2002).
Η ένταξη μεγαλύτερων αναλογίων εξωτερικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο μειώνει σημαντικά την πιθανότητα απάτης των οικονομικών καταστάσεων.	Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι υπάρχει θετική επίδραση στην εταιρική επίδοση αφού όταν υπάρχουν περισσότερα τα εξωτερικά μέλη στο διοικητικό συμβούλιο μειώνεται η πιθανότητα απάτης στις οικονομικές της καταστάσεις .	“An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud”, Beasley, M. (1996),
Η εργασία αυτή εξετάζει τις επιπτώσεις του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου στις εταιρικές επιδόσεις σε μια σειρά ευρωπαϊκών οικονομιών. Έχει αποδειχθεί ότι τα μεγάλα διοικητικά συμβούλια μπορούν να καταστρέψουν την εταιρική αξία.	Τα οικονομετρικά στοιχεία σταθερών επιδράσεων δείχνουν ότι η επίδραση του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου σχετικά με την εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση είναι γενικά αρνητική .	“Board Size and Corporate Performance: Evidence from European Countries”, Conyon, M.J. and S.I. Peck (1998)

<p>Πρωτογενή ευρήματα έχουν δείξει ότι η εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση δεν έχει σχέση με τη Σύνοψη Διοικητικού Συμβουλίου, αλλά το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου είναι αυτό που επηρεάζει και συγκεκριμένα αρνητικά εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση. Τόσο η σύνθεση και όσο και το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου, σχετίζονται με τις αποφάσεις της εξεταστικής επιτροπής σχετικά με την αντικατάσταση Διευθύνων Σύμβουλος, εξαγορές, τα δηλητηριώδη χάπια, και εκτελεστική αποζημίωση. Συμβούλου σε σχέση με τις υπάρχουσες διευθυντές.</p>	<p>Το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου επηρεάζει και <u>αρνητικά</u> την εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση.</p>	<p>“Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature, Hermalin, B. and M. Weisbach (2003),</p>
<p>Παρά τις περιορισμένες εμπειρικές ενδείξεις, η δυαδικότητα (πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου και Διευθύνων Σύμβουλος να είναι το ίδιο άτομο) έχει κατηγορηθεί, σε πολλές περιπτώσεις, για τις μικρές αποδόσεις και την αποτυχία των επιχειρήσεων να προσαρμοστούν σε ένα μεταβαλλόμενο περιβάλλον. Εξετάζεται η σχέση μεταξύ της δυαδικότητας και της σταθερής απόδοσης μέσα από 3 κανάλια:</p> <p>i) Τις επιδράσεις των ανακοινώσεων για μεταβολών στην κατάσταση της δυαδικότητας,</p> <p>ii) Τα λογιστικά μέτρα της απόδοσης της λειτουργίας των επιχειρήσεων που έχουν αλλάξει τη δομή της δυαδικότητας τους,</p> <p>iii) και μακροπρόθεσμα μέτρα της απόδοσης για τις επιχειρήσεις που είχαν συνεπή μιας ιστορία δομής δυαδικότητας</p>	<p>Τα αποτελέσματά μας δείχνουν ότι:</p> <p>i) Η αγορά είναι <u>αδιάφορη</u> στις αλλαγές στο καθεστώς της δυαδικότητας μιας επιχείρησης</p> <p>ii) Υπάρχουν <u>λίγα στοιχεία</u> για το πώς λειτουργούν αλλαγές στην κατάσταση δυαδικότητα στις επιδόσεις.</p> <p>iii) Υπάρχουν <u>ασθενείς μόνο ενδείξεις</u> ότι η κατάσταση δυαδικότητας επηρεάζει τη μακροπρόθεσμη απόδοση.</p>	<p>“CEO Duality and Firm Performance: What is the Fuss?”, Baliga, B.R., Moyer, R.C. and R.M. Rao (1996)</p>

Πίνακας 1 - Συνοπτική παρουσίαση προηγούμενων ερευνών

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Μεθοδολογία

Η παρούσας διατριβή στοχεύει στην διερεύνηση του κατά πόσο τα στοιχεία των μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης που μελετώνται (Size of the Board of directors, percentage of women on board, percentage of non-executives, existence of independent directors, existence of duality) επηρεάζουν την απόδοση των επιχειρήσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο.

3.1. Μέθοδος

Το πως σχετίζεται η απόδοση της επιχείρησης και των μεταβλητών εταιρικής διακυβέρνησης εξετάστηκε με βάση την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS). Οι παλινδρομήσεις έγιναν χρησιμοποιώντας το πρόγραμμα Gretl, με την μέθοδο Cross Section. Δύο μοντέλα χρησιμοποιήθηκαν στην παρούσα έρευνα. Το υπ'αριθμόν (1) ένα μοντέλο είναι μια επέκταση του μοντέλου του Olshon δηλαδή το Market Value (χρηματιστηριακή αξία) πάνω στο Net Income καθαρά έσοδα) και στο Book Value of Equity (λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων) στο οποίο προστέθηκαν επιπλέον μεταβλητές που περιγράφουν την εταιρική διακυβέρνηση και αφορούν την εκάστοτε εταιρεία (μοντέλο 1). Στο συγκεκριμένο μοντέλο, η εξαρτημένη μεταβλητή είναι η χρηματιστηριακή αξία ενώ οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι τα καθαρά έσοδα της εταιρείας και η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας. Το υπ'αριθμόν (2) δύο μοντέλο το οποίο και παρατίθεται παρακάτω έχει ως εξαρτημένη μεταβλητή την απόδοση της εκάστοτε εταιρείας και ως ανεξάρτητες μεταβλητές, τις μεταβλητές Εταιρικής Διακυβέρνησης που μελετώνται (μοντέλο 2). Άρα, τα μοντέλα που προκύπτουν επομένως είναι τα εξής:

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta_1 * SBD_{i,t} + \beta_2 * NEX_{i,t} + \beta_3 * OUT_{i,t} + \beta_4 * DLY_{i,t} + \beta_5 * SIZE + \beta_6 * LEV_{i,t} + U_{i,t} \quad (1)$$

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta_1 * SBD_{i,t} + \beta_2 * NEX_{i,t} + \beta_3 * OUT_{i,t} + \beta_4 * DLY_{i,t} + \beta_5 * SIZE + \beta_6 * LEV_{i,t} + \beta_7 * NIPS + \beta_8 * BVPS + U_{i,t} \quad (2)$$

όπου,

Η εξαρτημένη μεταβλητή:

$Y_{i,t}$: η απόδοση της επιχείρησης i για το χρηματοοικονομικό έτος t , που στην περίπτωση μας είναι το 2015, η οποία αντιπροσωπεύει το ROA, το ROE και Market Value.

Οι ανεξάρτητες μεταβλητές :

1. SBD: Μέγεθος Διοικητικού συμβουλίου, με λογάριθμο
2. WOB: Ποσοστό των γυναικών προς το σύνολο των μελών του διοικητικού συμβουλίου
3. NEX: Ποσοστό των μη-εκτελεστικών προς το σύνολο των μελών του διοικητικού συμβουλίου
4. OUT: Ύπαρξη εξωτερικών μελών ως ανεξάρτητα μέλη στο διοικητικό συμβούλιο
5. DLY: Ύπαρξη δυαδικότητας

Οι μεταβλητές ελέγχου:

6. SIZE: Σύνολο ενεργητικού, με λογάριθμο
 7. LEV: Χρηματοοικονομική μόχλευση δηλαδή το πηλίκο των συνολικών χρεών προς το σύνολο του ενεργητικού με λογάριθμο
 8. NIPS: Καθαρά έσοδα ανά μετοχή
 9. BVPS: Λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή
- Και $U_{i,t}$: ο διαταρακτικός όρος της εξίσωσης που υποθέτουμε ότι είναι μια κανονική και ανεξάρτητη τυχαία μεταβλητή.

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία αναμένουμε ότι:

- Το μέγεθος Διοικητικού συμβουλίου θα έχει αρνητική επίδραση στην απόδοση των εταιρειών.
- Η ύπαρξη των γυναικών προς το σύνολο των μελών του διοικητικού συμβουλίου θα έχει θετική επίδραση στην απόδοση των εταιρειών .
- Η ύπαρξη των μη-εκτελεστικών προς το σύνολο των μελών του διοικητικού συμβουλίου θα έχει θετική επίδραση στην απόδοση των εταιρειών .
- Η ύπαρξη εξωτερικών μελών ως ανεξάρτητα μέλη στο διοικητικό συμβούλιο θα έχει θετική επίδραση στην απόδοση των εταιρειών .
- Η ύπαρξη δυαδικότητας θα έχει αρνητική επίδραση στην απόδοση των εταιρειών .

3.2. Δείγμα

Η μελέτη πραγματοποιήθηκε για το Ηνωμένο Βασίλειο, για το χρηματοοικονομικό έτος 2015. Επιλέχτηκε ο FTSE 100 του Λονδίνου με την μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση. Προκειμένου να είναι πιο συναφές το δείγμα, εξαιρέθηκαν 5 κατηγορίες εταιριών από τις επιλεγθείσες επιχειρήσεις της χώρας: i) τράπεζες, ii) χρηματοοικονομικοί οργανισμοί, iii) ασφαλιστικοί οργανισμοί, iv) επενδυτικές εταιρείες και v) εταιρίες real estate.

Τα δεδομένα που αφορούν την εταιρική διακυβέρνηση συλλέχθηκαν από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις κάθε εταιρίας, για το έτος 2015. Συγκεκριμένα, συλλέχθηκαν τα εξής στοιχεία από 75 annual reports:

1. Μέγεθος διοικητικού συμβουλίου
2. Αριθμός των γυναικών ως μέλη στο Διοικητικό Συμβούλιο
3. Αριθμός μη εκτελεστικών μελών
4. Ύπαρξη εξωτερικών μελών ως ανεξάρτητα μέλη στο διοικητικό συμβούλιο
5. Περίπτωση Δυαδικότητας (Duality)

Ο αριθμός των κοινών μετοχών που διαπραγματεύεται κάθε επιχείρηση (ordinary shares outstanding) για το 2015, το σύνολο του Ενεργητικού, το σύνολο του Παθητικού, τα καθαρά έσοδα ανά μετοχή, η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή, η μόχλευση καθώς και οι ετήσιες αποδόσεις των εταιριών συλλέχθηκαν από την βάση δεδομένων DataStream.

Παρακάτω θα παρατηρήσουμε ότι οι μεταβλητές Εταιρικής Διακυβέρνησης ως επί το πλείστον δεν έχουν στατιστική σημαντικότητα όπως περιμέναμε. Αυτό προέκυψε είτε λόγω του ότι το μέγεθος το δείγματος είναι μικρό είτε διότι η μελέτη έγινε για ένα μονάχα έτος. Ίσως εάν επεκτείναμε και το μέγεθος του σε περισσότερες εταιρείες και όχι μόνο στο FTSE 100 και τον χρονικό ορίζοντα να μας προέκυπταν τα αποτελέσματα που να συνάδουν με την βιβλιογραφία. Το γεγονός ότι δεν υπήρχε στις διάθεση μας βάση που να μας παρέχει αυτόματα τα δεδομένα, κατέστησε ανέφικτη την συλλογή περεταίρω δεδομένων. Αυτό συμβαίνει διότι έπρεπε για κάθε χρόνο να γίνεται δια χειρός συλλογή δεδομένων για την κάθε εταιρεία για το έτος 2015. Για τον χρόνο που είχαμε στη διάθεση μας θα ήταν αδύνατο να γίνει δια χειρός συλλογή δεδομένων για την κάθε εταιρεία για παραπάνω από έναν χρόνο.

3.3. Μεταβλητές Ελέγχου (Control Variables)

Στο μοντέλο της απόδοσης περιλαμβάνονται και τρεις επιπλέον μεταβλητές ως μεταβλητές ελέγχου, για να ελέγξουν για άλλους επιπλέον παράγοντες που πιθανόν να επηρεάζουν την απόδοση της επιχείρησης.

Το σύνολο ενεργητικού, με λογάριθμο, χρησιμοποιείται στο μοντέλο και είναι ένα μέτρο για το μέγεθος της επιχείρησης. Το μέγεθος της επιχείρησης επηρεάζει την απόδοση της τουλάχιστον με δυο τρόπους. Πρώτον, υπάρχει μια πιθανή επίδραση στην χρηματοδότηση, δεδομένου ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις είναι ευκολότερο να δημιουργήσουν εσωτερικά κεφάλαια και να έχουν πρόσβαση σε πόρους από εξωτερικές πηγές. Ένας μειωμένος περιορισμός χρηματοδότησης επιτρέπει στην επιχείρηση να κάνει μεγαλύτερη χρήση των κερδοφόρων έργων. Δεύτερον, οι οικονομίες κλίμακας που συνοδεύουν το μέγεθος δίνουν τη δυνατότητα στην επιχείρηση να

δημιουργήσει εμπόδια στην είσοδο των επιχειρήσεων με σχετικά ευεργετικά αποτελέσματα στις επιδόσεις.

Η χρηματοοικονομική μόχλευση έχει διατυπωθεί στο μοντέλο όπως εκφράζεται από την σχέση σύνολο Παθητικού προς σύνολο Ενεργητικού. Πρώτον, ελέγχει για τη δυνατότητα των δανειστών να ασκούν ουσιαστική επιρροή στη συμπεριφορά και τη λειτουργία της επιχείρησης και τη διαχείρισή της. Δεύτερον, το χρέος μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τη Διοίκηση για να επισημανθεί ότι έχει δεσμευτεί για την επίτευξη του επιπέδου των ταμειακών ροών που απαιτούνται για την επίτευξη των αποπληρωμών του χρέους.

Τα καθαρά έσοδα είναι το καθαρό εισόδημα το οποίο υπολογίζεται αφαιρώντας το κόστος της επιχειρηματικής δραστηριότητας από τα έσοδα, όπως τις αποσβέσεις, τους τόκους, τους φόρους και άλλα έξοδα. Ο αριθμός αυτός εμφανίζεται στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης της εταιρείας και αποτελεί σημαντικό μέτρο για το πόσο κερδοφόρα η εταιρεία για ένα χρονικό διάστημα. Οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τα καθαρά έσοδα για τον υπολογισμό των αποδοχών τους ανά μετοχή (EPS). Αναλυτές των επιχειρήσεων αναφέρονται συχνά σε καθαρό εισόδημα ως κατώτατη γραμμή, δεδομένου ότι είναι εισηγμένη στο κάτω μέρος της κατάστασης λογαριασμού αποτελεσμάτων. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, NI είναι γνωστό ως το κέρδος που αναλογεί στους μετόχους.

Η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή είναι ένας δείκτης που χωρίζει κοινή αξία της καθαρής θέσης από τον αριθμό των μετοχών κοινών μετοχών σε κυκλοφορία. Η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή είναι ένας παράγοντας που οι επενδυτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν για να καθορίσουν αν η τιμή μιας μετοχής είναι υποτιμημένη. Αν μια επιχείρηση μπορεί να αυξήσει λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή της, οι επενδυτές μπορούν να δουν το υλικό ως πιο πολύτιμο, και οι αυξήσεις των τιμών των μετοχών.

3.4. Μεταβλητές Απόδοσης

Όσον αφορά την απόδοση των εταιριών, καθώς πολλοί συγγραφείς έχουν διατυπώσει ότι ένας πιθανός λόγος της διαφορετικότητας των αποτελεσμάτων μεταξύ των ερευνών είναι τα διαφορετικά μέτρα απόδοσης που χρησιμοποιούνται, κρίθηκε σκόπιμο να εξεταστούν τρία διαφορετικά μέτρα σε αυτή την μελέτη, προκειμένου να ξεπεραστούν τέτοιοι περιορισμοί.

Αναλυτικότερα, συλλέχθηκαν τα εξής λογιστικά μέτρα απόδοσης:

1. Απόδοση Συνολικών Κεφαλαίων (ROA)

Είναι το μέτρο απόδοσης που έχει χρησιμοποιηθεί στις περισσότερες έρευνες για να περιγράψει την απόδοση της επιχείρησης σε σχέση με μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης.

2. Απόδοση Ίδιων Κεφαλαίων (ROE)

Αυτή η μεταβλητή μπορεί να δείξει τις επιδράσεις της εταιρικής διακυβέρνησης και εξετάζει εάν τα περιουσιακά στοιχεία έχουν χρησιμοποιηθεί αποτελεσματικά από την διοίκηση για την παραγωγή κερδών.

3. Market Value

Αυτή η μεταβλητή αποδίδει την χρηματιστηριακή αξία με δεδομένες τα καθαρά έσοδα της εταιρείας τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας και τις επιδράσεις της εταιρικής διακυβέρνησης.

Παρά το γεγονός ότι τα λογιστικά μέτρα απόδοσης ROA και ROE έχουν χρησιμοποιηθεί από πολλές έρευνες για την εταιρική διακυβέρνηση, έχουν δεχθεί και κριτική από πολλούς συγγραφείς. Ένα βασικό επιχείρημα είναι ότι τα εκτελεστικά μέλη έχουν κίνητρο να πάρουν τέτοιες αποφάσεις και να δηλώσουν τέτοιο εισόδημα που να επηρεάσουν τα λογιστικά μέτρα, όπως την απόδοση συνολικών κεφαλαίων, και τα συστατικά τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Εμπειρικά Αποτελέσματα

4.1. Χαρακτηριστικά Δείγματος

Πίνακας 2 - Summary Statistics, using the observations 1 - 75

Από το πρόγραμμα Gretl υπολογίστηκαν τα βασικά χαρακτηριστικά (Summary Statistics) όλων των μεταβλητών τα οποία παρατίθενται παρακάτω.

Πίνακας 2: Summary Statistics, using the observations 1 - 75

<u>Variable</u>	<u>Mean</u>	<u>Median</u>	<u>Minimum</u>	<u>Maximum</u>	<u>Std. Dev.</u>
SBD	10,27	10,00	4,00	15,00	1,97
WOB	0,27	0,25	0,09	0,50	0,09
NEX	0,57	0,62	0,00	1,00	0,22
OUT	0,71	1,00	0,00	1,00	0,46
DLY	0,01	0,00	0,00	1,00	0,12
SIZE	24.374.200,00	9.299.000,00	549.031,00	303.123.000,00	43.338.200,00
LEV	0,27	0,26	0,00	0,59	0,14
ROA	7,46	6,27	-17,96	39,93	8,07
ROE	21,15	15,43	-66,01	210,41	36,05
NI	480.795,00	407.600,00	- 4.346.970,00	8.422.000,00	1.689.510,00
BV	9.380.920,00	2.903.000,00	69.288,00	150.009.000,00	20.663.200,00
MV	1.6512,20	7.189,25	3.989,85	76.247,10	18.333,70

- SBD: Μέγεθος Διοικητικού συμβουλίου, με λογάριθμο
WOB: Ποσοστό των γυναικών προς το σύνολο των μελών του διοικητικού συμβουλίου
NEX: Ποσοστό των μη-εκτελεστικών προς το σύνολο των μελών του διοικητικού συμβουλίου
OUT: Ύπαρξη εξωτερικών μελών ως ανεξάρτητα μέλη στο διοικητικό συμβούλιο
DLY: Ύπαρξη δυαδικότητας
SIZE: Σύνολο ενεργητικού
LEV: Χρηματοοικονομική μόχλευση είναι το πηλίκο των συνολικών χρεών προς το σύνολο του ενεργητικού
ROA: Απόδοση Συνολικών Κεφαλαίων (ROA) εκφρασμένο σε ποσοστό
ROE: Απόδοση Ίδιων Κεφαλαίων (ROE) εκφρασμένο σε ποσοστό
NI: Καθαρά έσοδα

BV: Λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων
MV: Market value - Χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι το μέσο Διοικητικό Συμβούλιο αποτελείται από σχεδόν 10 μέλη καθώς επίσης, ότι το μικρότερο Διοικητικό Συμβούλιο του δείγματος αποτελείται από τέσσερα άτομα ενώ το μεγαλύτερο από δεκαπέντε.

Στη συνέχεια από τον πίνακα μπορούμε να δούμε ότι το μέσο ποσοστό γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο είναι 27% επί του συνόλου ενώ το μεγαλύτερο ποσοστό γυναικών επί του συνόλου που ανήκουν στο Διοικητικό Συμβούλιο των εταιρειών τις οποίες μελετάμε που συναντάμε στην παρούσα εργασία είναι 50% επί του συνόλου δηλαδή τα μισά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου είναι γυναίκες.

Παρακάτω φαίνεται ότι το μέσο ποσοστό μη εκτελεστικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο είναι 57% πράγμα το οποίο σημαίνει ότι τα μη εκτελεστικά μέλη είναι περισσότερα.

Αξίζει να τονίσουμε ότι η πλειοψηφία των εταιρειών συγκεκριμένα με ποσοστό 71% επί του συνολικού του δείγματος έχουν ως μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου ανεξάρτητους - εξωτερικούς διευθυντές.

Επίσης, αξίζει να σημειωθεί ότι μόνο το 1% των εταιρειών έχει δυαδικότητα δηλαδή το ίδιο πρόσωπο ως Chairman του Δ.Σ. και ως CEO.

4.2. Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων

Πίνακας 3: ROA OLS

Από το πρόγραμμα Gretl με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων εξετάζουμε το πως σχετίζεται η απόδοση Συνολικών Κεφαλαίων της επιχείρησης (ROA) ως ανεξάρτητη μεταβλητή και των μεταβλητών Εταιρικής Διακυβέρνησης ως ανεξάρτητες. Το μοντέλο που χρησιμοποιήσαμε είναι το παρακάτω και είναι απαλλαγμένο από ετεροσκεδαστικότητα.

$$ROA_{i,2015} = \alpha + \beta_1 * SBD_{,2015} + \beta_2 * NEX_{,2015} + \beta_3 * OUT_{2015,2015} + \beta_4 * DLY_{,2015} + \beta_5 * SIZE + \beta_6 * LEV_{,2015} + U_{,2}$$

015

Πίνακας 3 - ROA OLS

	<i>Coefficient</i>	<i>St. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	<i>Statistical Importance</i>
const	54,7353	21,9732	2,4910	0,0152	**
SBD	4,21977	3,13547	1,3458	0,1829	
WOB	2,59068	9,91357	0,2613	0,7946	
NEX	-0,162226	4,16276	-0,0390	0,9690	
OUT	-4,57511	2,44253	-1,8731	0,0654	*
DLY	-5,08584	3,25166	-1,5641	0,1225	
SIZE	-3,36373	1,09196	-3,0805	0,0030	***
LEV	-0,0541571	0,305925	-0,1770	0,8600	
R-squared	0,290064			Adjusted R-squared	0,215892
F(7, 67)	21.42950			P-value(F)	7.26e-15

SBD: Μέγεθος Διοικητικού συμβουλίου, με λογάριθμο

WOB: Ποσοστό των γυναικών προς το σύνολο των μελών του διοικητικού συμβουλίου

NEX:	Ποσοστό των μη-εκτελεστικών προς το σύνολο των μελών του διοικητικού συμβουλίου
OUT:	Ύπαρξη εξωτερικών μελών ως ανεξάρτητα μέλη στο διοικητικό συμβούλιο
DLY:	Ύπαρξη δυαδικότητας
SIZE:	Σύνολο ενεργητικού, με λογάριθμο
LEV:	Χρηματοοικονομική μόχλευση με λογάριθμο είναι το πηλίκο των συνολικών χρεών προς το σύνολο του ενεργητικού
ROA:	Απόδοση Συνολικών Κεφαλαίων (ROA)
ROE:	Απόδοση Ίδιων Κεφαλαίων (ROE)
NI:	Καθαρά έσοδα
BV:	Λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων
MV:	Market value - Χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας

Αρχικά, από τον παραπάνω πίνακα της παλινδρόμησης παρατηρούμε ότι η μεταβλητή SIZE η οποία αντιπροσωπεύει το σύνολο του Ενεργητικού της εταιρείας (Total Assets) επιδρά στο ROA και συγκεκριμένα αρνητικά με στατιστική σημαντικότητα 0,3%, Αυτό σημαίνει ότι όσο μεγαλύτερο το μέγεθος της εταιρείας τόσο χαμηλότερη είναι η απόδοση της και η κερδοφορία της, Αυτό στηρίζεται στο γεγονός ότι για τις μεγάλες εταιρείες τα περιθώρια ανάπτυξης στον κλάδο τους έχουν παγιωθεί και σύμφωνα με το νόμο της φθίνουσας απόδοσης το μεγάλο της μέγεθος επιδρά αρνητικά.

Επίσης, από τον παραπάνω πίνακα της παλινδρόμησης παρατηρούμε ότι η μεταβλητή OUT, η οποία αντιπροσωπεύει την ύπαρξη εξωτερικών μελών ως ανεξάρτητα μέλη στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας, επιδρά στο ROA και συγκεκριμένα αρνητικά με στατιστική σημαντικότητα 6,54%. Αναμέναμε να προκύψει το αντίθετο, διότι βάσει της βιβλιογραφίας η ύπαρξη των Outside Directors ως ανεξάρτητα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου οδηγεί σε υψηλότερες αποδόσεις διότι περιορίζουν την αυθαιρεσία των Executive Directors. Αυτό που αξίζει να τονίσουμε σε αυτό εδώ το σημείο είναι το κατά πόσο οι Outside (Independent) Directors έχουν τα κίνητρα να λειτουργήσουν ως effective monitors των Executive Directors και να συνεισφέρουν στην υψηλότερη απόδοση της εταιρείας. Σύμφωνα με την βιβλιογραφία οι αμοιβές των Outside (Independent) Directors είναι σχετικά χαμηλές πράγμα το οποίο σημαίνει ότι δεν δημιουργούνται για εκείνους αρκετά κίνητρα για επιτελέσουν σωστά το καθήκον στο πλαίσιο της θέσης τους και να αποτελεσματικοί. Το μοναδικό τους κίνητρο είναι διατηρήσουν μονάχα τη θέση τους χωρίς να δημιουργούν προβλήματα στις αποφάσεις των Executive Directors. Έτσι, δημιουργώντας μία καλή φήμη γύρω από το άτομο τους, να μπορούν να

διεκδικούν θέσεις σε άλλα Διοικητικά Συμβούλια. Ίσως λοιπόν στην περίπτωση μας να είναι αυτή η αιτία λόγω της οποίας μας προέκυψε αυτή η αρνητική επίδραση της ύπαρξης Outside (Independent) Directors στο Διοικητικό Συμβούλιο στην απόδοση των εταιρειών.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί το R Squared είναι 29% πράγμα το οποίο σημαίνει ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές εξηγούν κατά 29% την εξαρτημένη.

Πίνακας 4: ROE OLS

Από το πρόγραμμα Gretl με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων εξετάζουμε το πως σχετίζεται η απόδοση Συνολικών Ιδίων Κεφαλαίων της επιχείρησης (ROE) ως ανεξάρτητη μεταβλητή και των μεταβλητών Εταιρικής Διακυβέρνησης ως ανεξάρτητες, Το μοντέλο που χρησιμοποιήσαμε είναι το παρακάτω και είναι απαλλαγμένο από ετεροσκεδαστικότητα.

$$ROE_{i,2015} = \alpha + \beta_1 * SBD_{,2015} + \beta_2 * NEX_{,2015} + \beta_3 * OUT_{2015,2015} + \beta_4 * DLY_{,2015} + \beta_5 * SIZE + \beta_6 * LEV_{,2015} + U_{,2015}$$

Πίνακας 4 - ROE OLS

	<i>Coefficient</i>	<i>Std, Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	<i>Statistical Importance</i>
const	41,0613	96,7018	0,4246	0,6725	
SBD	30,2069	18,6831	1,6168	0,1106	
WOB	45,3565	58,5374	0,7748	0,4412	
NEX	-14,1233	15,5906	-0,9059	0,3682	
OUT	-5,43527	9,11503	-0,5963	0,5530	
DLY	-16,0427	13,4683	-1,1911	0,2378	
SIZE	-5,52012	4,63308	-1,1915	0,2377	
LEV	0,251613	1,43356	0,1755	0,8612	
R-	0.067095			Adjusted R-	-0.030372

squared	
F(7, 67)	1.253228

squared	
P-value(F)	0.286986

- SBD: Μέγεθος Διοικητικού συμβουλίου, με λογάριθμο
WOB: Ποσοστό των γυναικών προς το σύνολο των μελών του διοικητικού συμβουλίου
NEX: Ποσοστό των μη-εκτελεστικών προς το σύνολο των μελών του διοικητικού συμβουλίου
OUT: Ύπαρξη εξωτερικών μελών ως ανεξάρτητα μέλη στο διοικητικό συμβούλιο
DLY: Ύπαρξη δυαδικότητας
SIZE: Σύνολο ενεργητικού, με λογάριθμο
LEV: Χρηματοοικονομική μόχλευση με λογάριθμο είναι το πηλίκο των συνολικών χρεών προς το σύνολο του ενεργητικού
ROA: Απόδοση Συνολικών Κεφαλαίων (ROA)
ROE: Απόδοση Ίδιων Κεφαλαίων (ROE)
NI: Καθαρά έσοδα
BV: Λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων
MV: Market value - Χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας

Παρατηρούμε από τον παραπάνω πίνακα ότι καμία μεταβλητή της παλινδρόμησης φαίνεται να είναι στατιστικά σημαντική οπότε δεν είναι άνευ σημασίας να σχολιάσουμε κάτι για την παραπάνω παλινδρόμηση.

Πίνακας 5: Olshon Model OLS

Από το πρόγραμμα Gretl με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων εξετάζουμε το πως σχετίζεται το Market Value της επιχείρησης ως εξαρτημένη μεταβλητή και των μεταβλητών Εταιρικής Διακυβέρνησης ως ανεξάρτητες, Το μοντέλο που χρησιμοποιήσαμε είναι μια επέκταση του μοντέλου του Olshon και είναι το παρακάτω το οποίο είναι απαλλαγμένο από ετεροσκεδαστικότητα.

$$MVPS_{i,t} = \alpha + \beta_1 * SBD_{i,t} + \beta_2 * NEX_{i,t} + \beta_3 * OUT_{i,t} + \beta_4 * DLY_{i,t} + \beta_5 * SIZE + \beta_6 * LEV_{i,t} + \beta_7 * NIPS + \beta_8 * BVPS + U_{i,t}$$

Πίνακας 5 - Olshon Model OLS

	<i>Coefficient</i>	<i>Std, Error</i>	<i>T-Ratio</i>	<i>P-Value</i>	<i>Statistical Importance</i>
const	0,0937727	0,058768	1,5956	0,1154	*
SBD	0,00512529	0,00858427	0,5971	0,5525	

WOB	-0,00202364	0,0308629	-0,0656	0,9479	
NEX	-0,00193564	0,00897616	-0,2156	0,8299	
OUT	-0,000106116	0,00444566	-0,0239	0,9810	
DLY	-0,00704944	0,0106376	-0,6627	0,5099	
SIZE	-0,00581309	0,00331702	-1,7525	0,0844	*
LEV	0,0011536	0,00106743	1,0807	0,2838	
NIPS	0,0112612	0,00474231	2,3746	0,0205	**
BVPS	0,000332136	0,000377587	0,8796	0,3823	
R-Squared	0,412244			Adjusted R-Squared	0,330862
F(9, 65)	8,149374			P-value(F)	5,52e-08

- SBD: Μέγεθος Διοικητικού συμβουλίου, με λογάριθμο
- WOB: Ποσοστό των γυναικών προς το σύνολο των μελών του διοικητικού συμβουλίου
- NEX: Ποσοστό των μη-εκτελεστικών προς το σύνολο των μελών του διοικητικού συμβουλίου
- OUT: Ύπαρξη εξωτερικών μελών ως ανεξάρτητα μέλη στο διοικητικό συμβούλιο
- DLY: Ύπαρξη δυαδικότητας
- SIZE: Σύνολο ενεργητικού, με λογάριθμο
- LEV: Χρηματοοικονομική μόχλευση με λογάριθμο είναι το πηλίκο των συνολικών χρεών προς το σύνολο του ενεργητικού
- ROA: Απόδοση Συνολικών Κεφαλαίων (ROA)
- ROE: Απόδοση Ίδιων Κεφαλαίων (ROE)
- NI: Καθαρά έσοδα
- BV: Λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων
- MV: Market value - Χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας

Από τον παραπάνω πίνακα της παλινδρόμησης παρατηρούμε ότι η μεταβλητή SIZE η οποία αντιπροσωπεύει το σύνολο του Ενεργητικού της εταιρείας (Total Assets) επιδρά στο Market Value και μάλιστα αρνητικά με στατιστική σημαντικότητα 8%, Αυτό σημαίνει ότι όσο μεγαλύτερο το μέγεθος της εταιρείας τόσο χαμηλότερη είναι η απόδοση της και η κερδοφορία της, Αυτό όπως είπαμε και παραπάνω στηρίζεται στο γεγονός ότι για τις μεγάλες εταιρείες τα περιθώρια ανάπτυξης στον κλάδο τους έχουν παγιωθεί και σύμφωνα με το νόμο της φθίνουσας απόδοσης το μεγάλο της μέγεθος επιδρά αρνητικά.

Επίσης, από τον παραπάνω πίνακα της παλινδρόμησης παρατηρούμε ότι η μεταβλητή NIPS, η οποία αντιπροσωπεύει τα καθαρά έσοδα της

εταιρείας, επιδρά στη χρηματιστηριακή αξία (Market Value) και συγκεκριμένα θετικά με στατιστική σημαντικότητα 6,54%. Αυτό υποδεικνύει ότι αν το NIPS (καθαρό εισόδημα) της εταιρείας ανεβαίνει, η χρηματιστηριακή αξία θα αυξηθεί. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι, εφόσον υπάρχει εισροή κεφαλαίων και αυξάνονται τα καθαρά έσοδα, η εκάστοτε εταιρεία είναι σε θέση να επιλέξει είτε να διατηρήσει τα κεφάλαια που έχουν εισρεύσει είτε να τα επανεπενδύσει. Σε κάθε περίπτωση, ότι η εταιρεία αναπτύσσεται, και έτσι αναμένει να έχει επιπλέον αυξήσεις στο εισόδημα της στο μέλλον. Υπό αυτές τις συνθήκες, οι επενδυτές θα πληρώνουν περισσότερα ανά μετοχή και έτσι η χρηματιστηριακή της αξία αυξάνεται.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί το R Squared είναι 41,2% πράγμα το οποίο σημαίνει ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές εξηγούν κατά 29% την εξαρτημένη.

Πίνακας 6: Μέσα από το πρόγραμμα Gretl το κατασκευάστηκε Correlation Matrix όλων των μεταβλητών

Πίνακας 6 - Correlation Matrix

<u>SBD</u>	<u>WOB</u>	<u>NEX</u>	<u>OUT</u>	<u>DLY</u>	<u>SIZE</u>	<u>LEV</u>	<u>ROA</u>	<u>ROE</u>	<u>NIPS</u>	<u>BVPS</u>	<u>MVPS</u>	
1,0000	-0,1945	0,3792	-0,1695	0,0491	0,1554	-0,0309	0,0630	0,1037	0,0357	0,0084	0,0068	<u>SBD</u>
	1,0000	-0,1951	-0,0153	-0,1165	0,0518	0,1273	-0,0098	0,0908	0,1031	-0,1692	0,0227	<u>WOB</u>
		1,0000	0,0445	-0,0609	0,1860	0,1576	-0,0758	-0,0720	-0,0525	0,1451	-0,0460	<u>NEX</u>
			1,0000	-0,1804	-0,1930	0,1840	-0,1668	-0,0550	-0,2063	-0,0847	-0,0386	<u>OUT</u>
				1,0000	-0,1677	0,0315	0,0651	-0,0046	0,0047	-0,0230	0,0249	<u>DLY</u>
					1,0000	0,2761	-0,4544	-0,1507	-0,2457	0,2813	-0,3522	<u>SIZE</u>
						1,0000	-0,2126	-0,0569	-0,0380	-0,0602	-0,0071	<u>LEV</u>
							1,0000	0,6861	0,7669	-0,1402	0,3750	<u>ROA</u>
								1,0000	0,5760	-0,1604	0,2448	<u>ROE</u>
									1,0000	0,2041	0,5915	<u>NIPS</u>
										1,0000	0,1190	<u>BVPS</u>
											1,0000	<u>MVPS</u>

SBD: Μέγεθος Διοικητικού συμβουλίου, με λογάριθμο

WOB: Ποσοστό των γυναικών προς το σύνολο των μελών του διοικητικού συμβουλίου

NEX: Ποσοστό των μη-εκτελεστικών προς το σύνολο των μελών του διοικητικού συμβουλίου

OUT: Ύπαρξη εξωτερικών μελών ως ανεξάρτητα μέλη στο διοικητικό συμβούλιο

DLY: Ύπαρξη δυαδικότητας

SIZE: Σύνολο ενεργητικού, με λογάριθμο

LEV: Χρηματοοικονομική μόχλευση με λογάριθμο είναι το πηλίκο των συνολικών χρεών προς το σύνολο του ενεργητικού

ROA: Απόδοση Συνολικών Κεφαλαίων

ROE: Απόδοση Ίδιων Κεφαλαίων (ROE)

NI: Καθαρά έσοδα

BV: Λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων

MV: Market value - Εμπορική αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Συμπεράσματα

Σκοπός της παρούσας μελέτης ήταν να περιγραφούν οι αλληλεπιδράσεις μεταξύ των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης και απόδοσης μιας επιχείρησης. Για τον λόγο αυτό, εξετάστηκαν αρχικά σημαντικές μελέτες που περιέγραφαν την σχέση αυτή. Στη συνέχεια, εξετάστηκε κατά πόσο οι διάφοροι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζουν τις αποδόσεις των εταιριών της Αγγλίας. Το δείγμα των εταιριών αποτελείται από τις 100 εταιρείες με την μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση οι οποίες στη συνέχεια περιορίστηκαν σε 75 εταιρείες, εξαιρουμένων τραπεζών, χρηματοοικονομικών οργανισμών, ασφαλιστικών οργανισμών, επενδυτικών εταιριών και εταιριών real estate. Το εξεταζόμενο έτος για το δείγμα είναι το έτος 2015.

Σύμφωνα με τις παλινδρομήσεις, μέσω του προγράμματος της Gretl προέκυψαν μη στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα για τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης τα οποία δεν συνάδουν με τα αποτελέσματα της βιβλιογραφίας. Αυτό οφείλεται κυρίως στο ότι, είτε το μέγεθος το δείγματος ήταν μικρό είτε διότι η μελέτη έγινε για ένα μονάχα έτος. Ίσως εάν επεκτείναμε το μέγεθος του δείγματος σε περισσότερες εταιρείες και όχι μόνο στο FTSE 100 του Ηνωμένου Βασιλείου και τον χρονικό ορίζοντα, να μας προέκυπταν αποτελέσματα που να συνάδουν με την βιβλιογραφία. Το γεγονός ότι δεν υπήρχε στις διάθεση μας βάση που να μας παρέχει αυτόματα τα δεδομένα, κατέστησε ανέφικτη την συλλογή περαιτέρω δεδομένων διότι έπρεπε για κάθε χρόνο να γίνεται δια χειρός συλλογή για την κάθε εταιρεία για το έτος 2015. Για τον χρόνο που είχαμε στη διάθεση μας θα ήταν αδύνατο να γίνει δια χειρός συλλογή δεδομένων για την κάθε εταιρεία για παραπάνω από έναν χρόνο.

Τέλος, παρόλο που δεν επιβεβαιώθηκε από τα αποτελέσματα που μας προέκυψαν αξίζει να τονισθεί ότι, η Εταιρική Διακυβέρνηση συνδέεται άμεσα με την έννοια της απόδοσης όπως ακριβώς περιγράφεται από την βιβλιογραφία και όπως αναλύεται εκτενώς παραπάνω.

Πίνακας 7 - Εταιρείες για τις οποίες έγινε η μελέτη (75)

	<u>COMPANIES</u>		<u>COMPANIES</u>
1	ANGLO AMERICAN PLC	39	J SAINSBURY PLC
2	ANTOFAGASTA PLC	40	JOHNSON MATTHEY PLC
3	ASHTREAD GROUP PLC	41	KINGFISHER PLC
4	ASSOCIATED BRITISH	42	MARKS & SPENCER
5	ASTRAZENECA PLC	43	MEDICLINIC INTERNA
6	BABCOCK INT'L GROUP	44	MERLIN ENTERTAIN
7	BAE SYSTEMS	45	MICRO FOCUS INTL
8	BARRATT DEVELOPMENTS	46	MONDI PLC
9	BHP BILLITON PLC	47	NATIONAL GRID PLC
10	BP PLC	48	NEXT PLC
11	BRITISH AMERICAN TOB	49	PADDY POWER
12	BT GROUP PLC	50	PEARSON PLC
13	BUNZL PLC	51	PERSIMMON PLC
14	BURBERRY GROUP	52	RANDGOLD RESOURCES
15	CAPITA PLC	53	RECKITT BENC
16	CARNIVAL PLC	54	RELX PLC
17	CENTRICA PLC	55	RIO TINTO PLC
18	COCA COLA HBC AG	56	ROLLS-ROYCE
19	COMPASS GROUP PLC	57	ROYAL DUTCH SHELL
20	CRH PLC	58	ROYAL MAIL PLC
21	CRODA INTERNATIONAL	59	SEVERN TRENT PLC
22	DCC PLC	60	SHIRE PLC
23	DIAGEO PLC	61	SKY PLC
24	DIXONS CARPHONE PLC	62	SMITH & NEPHEW PLC
25	EASYJET PLC	63	SMITHS INDUSTRIES
26	EXPERIAN PLC	64	SSE PLC
27	FRESNILLO PLC	65	TAYLOR WIMPEY PLC
28	GKN PLC	66	TESCO PLC
29	GLAXOSMITHKLINE	67	THE SAGE GROUP PLC
30	GLENCORE PLC	68	TUI AG
31	HARGREAVES LANSD	69	UNILEVER PLC
32	HIKMA PHARMACEUTICAL	70	UNITED UTILITIES PLC
33	IAG SA	71	VODAFONE GROUP PLC
34	IMPERIAL BRANDS	72	WHITBREAD PLC
35	INFORMA PLC	73	WM. MORRISON SUPERMT
36	INTERCONTINENTAL	74	WOLSELEY PLC
37	INTERTEK GROUP	75	WPP PLC
38	ITV PLC		

Βιβλιογραφία

- Anderson R., S, Mansi, and D, Reeb, (2004), "*Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt*", Journal of Accounting and Economics 37 (September): 315-342,
- Baliga B,R., R,C, Moyer, and R,M, Rao (1996), "*CEO Duality and Firm Performance: What is the Fuss?*", Strategic Management Journal, 17: 41-53,
- Baysinger B., and H, Butler, (1985), "*Corporate governance and board of directors: Performance effects of changes in board composition*", Journal of Law, Economics and Organization 1 (Spring): 101-124,
- Beasley M, (1996), "*An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud*", The Accounting Review, 71, No 4 (October): 443-465,
- Berle A, and Means, G, C, (1932), "*The modern corporation and private property*", New York: MacMillan
- Bhagat S, and B, Black, (2002), "*The non-correlation between board independence and long-term firm performance*", Journal of Corporation Law 27 (Winter): 231-274,
- Brickley J, J, Coles and R, Terry, (1994), "*Outside directors and the adoption of poison pills*", Journal of Financial Economics 35 (June): 371-390,
- Burgess, Z., and Tharenou, P, (2002), "*Women board directors: Characteristics of the few*", Journal of Business Ethics, 37(1), 39–49,
- Carter, D, A., Simkins, B, J., & Simpson, W, G, (2003), "*Corporate governance, board diversity and firm value*", The Financial Review, 38, 44–53,
- Conyon M,J, and S,I, Peck (1998), "*Board Size and Corporate Performance: Evidence from European Countries*", The European Journal of Finance, 4: 291-304,
- Dalton D., R., Daily, C,M., Johnson, J,L, and A,E, Ellstrand (1999), "*Number of Directors and Firm Performance: A Meta-Analysis*", Academy of Management Journal, 42: 674-686,

- Dalton, D., Daily, C., Ellstrand, A., & Johnson, J. (1998). *Meta analytic review of board composition, leadership structure and financial performance*. Strategic Management Journal, 19, 269-290.
- Denis D,J, and A, Sharin (1999), “*Ownership and Board Structures in Publicly Traded Firms*”, *Journal of Financial Economics*, 52: 187-223,
- Eisenberg T,, Sundgren S, and M, Wells (1998), “*Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms*”, *Journal of Financial Economics*, Vol, 48: 35-54,
- Eisenhardt M, K, (1989), “*Agency theory: An assessment and review*”, *Academy of Management Review*, 14(1): 55-74,
- Fosberg R, (1989), “*Outside directors and managerial monitoring*”, *Akron Business and Economic Review* 20 (Summer): 24-32,
- G20/OECD Principles of Corporate Governance: 18-54,
- Hermalin B, and M, Weisbach (2003), “*Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey Of The Economic Literature*”, *FRB New York - Economic Policy Review* Vol, 9 (April): 7-26,
- Hermalin B, and M, Weisbach, (1991), “*The effects of board composition and direct incentives on firm performance*”, *Financial Management* 20 (Winter): 101-112,
- Jensen, M. C. (1993) *The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems*, *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- John K, and L, W, Senbet, (1998), “*Corporate governance and board effectiveness*”, *Journal of Banking and Finance* 22 (May): 371-403,
- Kaplan S,N, and D, Reishus (1990), “*Outside Directorships and Corporate Performance*”, *Journal of Financial Economics*, 27: 389-410,
- Kole S,R, (1995), “*Measuring Managerial Equity Ownership: A Comparison of Sources of Ownership Data*”, *Journal of Corporate Finance*, 1: 413-435,
- Lipton M,, and J, Lorsch, (1992), “*A modest proposal for improved corporate governance*”, *Business Lawyer* 59 (November): 59-77,
- Lipton, M. and Lorsch, J. W. (1992) *A modest proposal for improved corporate governance*, *Business Lawyer*, 48, 59- 77.

- Martin J, Conyon and Simon I, Peck (1998), " *Board size and corporate performance: evidence from European countries*", The European Journal of Finance, 4:3: 291-304,
- McConnell, J,J, and H, Servaes (1990), " *Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value*", Journal of Financial Economics, 27: 595-612,
- Mehran H, (1995), " *Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance*", Journal of Financial Economics, 38:163-184,
- Morck R,, Shleifer A, and R,W, Vishny (1988), " *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*", Journal of Financial Economics, 20: 293-315,
- Peasnell, K,V,, Pope, P,F and S, Young (2003), " *Managerial Equity Ownership and the Demand for Outside Directors*", European Financial Management, 9: 231-250,
- Pfeffer, J,, & Salancik, G, R, (1978), *The external control of organizations: A resource dependence perspective*, Stanford, CA: Stanford Business Books,
- Rosenstein S, and J,G, Wyatt (1990), " *Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth*", Journal of Financial Economics, 26: 175-191,
- Shivdasani, A, and D, Yermack (1999), " *CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis*", Journal of Finance, 54: 1829-1854.
- Shleifer A, and Vishny R, W,, (1989), " *Management entrenchment: The case of manager specific investments*", Journal of Financial Economics 25: 123-140.
- Shleifer A, and Vishny R, W,, (1997), " *A survey of Corporate Governance*", Journal of Finance, 52(2): 737-783.
- Short H, and K, Keasey (1999), " *Managerial Ownership and Performance of Firms: Evidence from the UK*", Journal of Corporate Finance, 5: 79-101.

- Singh, V., and Vinnicombe, S, (2004), *Why so few women directors in top UK boardrooms? Evidence and theoretical explanations*, Corporate Governance, 12(4), 479–489.
- Weisbach, M. (1988). "*Outside directors and CEO turnover*". Journal of Financial Economics, 20, 431-460.
- Yermack D, (1996), "*Higher market valuation for firms with a small board of directors*", Journal of Financial Economics 40 (February): 185-211.