



ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

ΤΜΗΜΑ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

«ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ ΚΑΙ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ»

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Η Επίδραση της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Αποδοτικότητα:
Η περίπτωση των εταιρειών του δείκτη FTSE Large Cap του ΧΑΑ.**

Επιμέλεια: Ιωάννης Ευαγγέλου
(Α.Μ. 7116Μ017)

Εξεταστική Επιτροπή:

Ομ. Καθηγητής	Α. Τσάμης	Επιβλέπων
Αν. Καθηγητής	Ι. Φίλος	Μέλος Συμβουλευτικής Επιτροπής
Ομ. Καθηγητής	Α. Αποστόλου	Μέλος Συμβουλευτικής Επιτροπής

Αθήνα, Μάρτιος 2018

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Με την ευκαιρία της ολοκλήρωσης της παρούσας διπλωματικής εργασίας, θα ήθελα να ευχαριστήσω ορισμένους ανθρώπους που με βοήθησαν, με κάθε τρόπο, να την φέρω εις πέρας.

Πρώτα από όλα, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Τσάμη Αναστάσιο, Ομότιμο Καθηγητή του Παντείου Πανεπιστημίου, για την άψογη συνεργασία μας και την συνεχή καθοδήγησή του κατά την εκπόνηση της εργασίας, καθώς και για την ευκαιρία που μου έδωσε να ασχοληθώ με το θέμα αυτό.

Επιπλέον, θα ήθελα να ευχαριστήσω την κα. Αγοράκη Μαρία Ελένη για την υποστήριξή που μου παρείχε όποτε την χρειάστηκα στα πλαίσια της ερευνητικής μου προσπάθειας.

Ένα μεγάλο ευχαριστώ αξίζει στην σύζυγο μου, Λήδα, η οποία ήταν συνεχώς πλάι μου σε όλη τη διάρκεια του μεταπτυχιακού προγράμματος, υποστηρίζοντάς με, δίνοντας μου κουράγιο, βάζοντας ένα δικό μου στόχο ακόμη και πάνω από τις δικές της επιδιώξεις και επιθυμίες. Σε ευχαριστώ για όλα.

Τέλος, είμαι πραγματικά ευγνώμων στους γονείς μου, οι οποίοι σε όλη μου τη ζωή, μου δίνουν κουράγιο και δύναμη.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η εφαρμογή σωστών πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί στρατηγικό πλεονέκτημα για τις επιχειρήσεις που στοχεύουν σε μακροπρόθεσμα οικονομικά οφέλη και παράλληλα προστατεύουν τόσο τα ενδιαφέροντα των μετόχων όσο και των άλλων ενδιαφερομένων αλλά και της κοινωνίας γενικότερα. Υπό την έννοια αυτή, η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση ανέδειξε με τον καλύτερο τρόπο το ζήτημα της μη συνετής διαχείρισης των κεφαλαίων των μετόχων αλλά και των άλλων επενδυτών από τα ανώτατα διοικητικά στελέχη των επιχειρήσεων και ιδιαίτερα αυτά των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων.

Η παρούσα εργασία εστιάζει στο θέμα της εφαρμογής της εταιρικής διακυβέρνησης στο χώρο των Ελληνικών επιχειρήσεων, αναγνωρίζοντας τόσο τη σημασία της εταιρικής διακυβέρνησης στην διαμόρφωση θετικού επενδυτικού κλίματος όσο και τον πρωτεύοντα ρόλο που διαδραματίζουν οι επιχειρήσεις στην στήριξη και την ανάπτυξη της οικονομίας.

Έχουν γίνει πολυάριθμες έρευνες και εργασίες για τη διερεύνηση της σχέσης μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης και της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων διεθνώς, και τα τελευταία χρόνια αναπτύχθηκε το θέμα αυτό και στην Ελλάδα. Η βιβλιογραφία, υποστηρίζει ότι, οι σωστές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης μειώνουν σημαντικά τους κινδύνους για τους επενδυτές και βελτιώνουν τη χρηματοοικονομική εταιρική απόδοση.

Ο σκοπός της παρούσας έρευνας είναι να εντοπίσει κατά πόσο υπάρχει σχέση μεταξύ των μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης με την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων και την προσέλκυση επενδυτών, καθώς και να αναλύσει τους σημαντικότερους παράγοντες που επηρεάζονται από την εφαρμογή της, χρησιμοποιώντας το μοντέλο συσχέτισης OLS (fixed assets within estimator) πάνω σε δείκτες οι οποίοι εκφράζουν την σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου και σε διάφορα χρηματοοικονομικά μέτρα.

Η μελέτη περίπτωσης αφορά τις εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών που συνθέτουν το δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης (FTSE Large Cap), για την περίοδο 2011-2016, και τα εμπειρικά αποτελέσματα, αν και κατάφεραν να εντοπίσουν κάποια θετική σχέση εταιρικής διακυβέρνησης και αποδοτικότητας, δεν επαλήθευσαν τη βιβλιογραφία λόγω της χαμηλής ερμηνευτικότητας των υποδειγμάτων που αναλύθηκαν. Τέλος, αξίζει να αναφερθεί ότι η κατανόηση της έννοιας της εταιρικής διακυβέρνησης μέσα από τη θεωρητική προσέγγιση και μέσα από τη βιβλιογραφική ανασκόπηση, συντελεί σημαντικά στην αποτελεσματικότερη διοίκηση των επιχειρήσεων.

Λέξεις κλειδιά: Εταιρική Διακυβέρνηση, Σύνθεση Διοικητικού Συμβουλίου, Εταιρική Χρηματοοικονομική Αποδοτικότητα, Επενδύσεις.

ABSTRACT

The implementation of best corporate governance practices constitutes strategic advantage for the corporations, which focus on long term economic benefits. Alongside, these practices protect the interests of shareholders, stakeholders and the society's in general. In this respect, the recent financial crisis showed the importance of the sensible management of shareholders' capital and all the other investors from the senior executives of the corporations and especially from those of the financial institutions.

This dissertation focuses on the implementation of corporate governance in Greek companies, recognizing the importance of corporate governance in the formation of a positive investment climate and the primary role that companies play in the economy's support and development.

Numerous projects and studies have been done to investigate the relationship between corporate governance and business efficiency internationally, and in recent years, this issue has also evolved in Greece. The existing literature argues that good corporate governance practices greatly reduce investor risks and improve corporate financial performance.

The purpose of this research is to detect whether there is a link between corporate governance's mechanisms and the business efficiency and the attraction of investors, and to analyze the major factors influenced by its implementation, using the OLS model (Fixed Assets within estimates) on indicators that reflect the composition of the Board of Directors and various financial measures.

The case study concerns the listed companies on the Athens Stock Exchange that compose the FTSE Large Cap for the period 2011-2016, and the empirical results, although they have managed to identify some positive link between corporate governance and firm performance, didn't accomplish do the same with the literature, due to the low interpretability of the models analyzed. Finally, it is worth mentioning that understanding the concept of corporate governance through the theoretical approach and through the literature review, contributes significantly to the more efficient management of enterprises.

Keywords: Corporate Governance, Board Composition, Firm Performance, Investment.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	1
ΠΕΡΙΛΗΨΗ	2
ABSTRACT	3
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	4
ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ	7
ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ	8
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	9
ΜΕΡΟΣ Α΄- ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ	14
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 - Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ	14
1.1. Ορισμός της Εταιρικής Διακυβέρνησης	14
1.2. Ιστορικό της Εταιρικής Διακυβέρνησης	16
1.3. Λόγοι Αύξησης Ενδιαφέροντος	19
1.4. Η Σημασία της ΕΔ	20
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 – ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΣΕΓΓΙΣΗ ΚΑΙ ΒΑΣΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΕΔ	23
2.1. Συνοπτική Παρουσίαση των Σχολών Σκέψης – Θεωριών ΕΔ	23
2.1.1. Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency theory)	23
2.1.2. Θεωρία Ενδιαφερομένων Μερών (Stakeholder Θεωρία)	25
2.1.3. Θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας (Stewardship theory)	27
2.1.4. Θεωρία της Ηγεμονίας της Διοίκησης (Managerial hegemony theory)	29
2.2. Δομές και Μηχανισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης	30
2.2.1. Ύπαρξη μεγαλομετόχου – μεγαλομετόχων (blockholders)	32
2.2.2. Ταυτότητα των μετόχων.	33
2.2.3. Διευθυντική ιδιοκτησία (managerial ownership)	34
2.2.4. Θεσμικοί επενδυτές (institutional shareholders).	35
2.2.5. Διοικητικό συμβούλιο – ανεξάρτητοι διευθυντές (independent directors).	35
2.2.6. Μηχανισμοί αγορών	38
2.2.7. Τραπεζική Χρηματοδότηση.....	41
2.3. Συνοπτική παρουσίαση των συστημάτων ΕΔ	42
2.3.1. Γενικά	42
2.3.2. Αγγλοσαξονικό σύστημα.....	43

2.3.3. Ευρωπαϊκό – Ηπειρωτικό Μοντέλο	44
2.3.4. Το Ιαπωνικό μοντέλο	44
2.4. Πηγές Προβλημάτων ΕΔ	46
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 – Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	48
3.1. Γενικές Παρατηρήσεις.....	48
3.2. Ιστορική Εξέλιξη του Νομικού Πλαισίου της ΕΔ.....	49
3.3. Διάφορες Μελέτες και Έρευνες για την ΕΔ στην Ελλάδα.....	53
3.4. Λόγοι που Εισήχθη η ΕΔ στην Ελλάδα.....	55
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 – ΕΠΙΣΚΟΠΙΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ.....	57
4.1. Χαρακτηριστικά της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς	57
4.2. Πορεία Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς 2011-2016	59
4.2.1. Χρηματιστηριακή Αξία Εισηγμένων Εταιρειών	59
4.2.2. Ο Γενικός Δείκτης Τιμών του ΧΑ και Χρηματιστηριακοί Δείκτες.....	60
4.2.3. Αξία Συναλλαγών	61
4.2.4. Συμμετοχή επενδυτών στο Χρηματιστήριο Αθηνών	62
4.2.5. Εταιρικοί Μετασχηματισμοί στην Κεφαλαιαγορά	65
3. Νέες Προοπτικές το 2017.....	67
4.3.1. Οι Χρηματιστηριακοί Δείκτες το 2017	68
4.3.2. Οι Μετοχές της Υψηλής Κεφαλαιοποίησης.....	68
4.3.3. Κέρδη και Χρηματικές Διανομές.....	69
4.3.4. Νέες Μερίδες.....	69
ΜΕΡΟΣ Β΄ - ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ – ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ 71	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 – ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ – ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΠΗΓΩΝ	
– ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	71
5.1. Μεταβλητές Ανάλυσης – Στοιχεία Έρευνας.....	71
5.1.1. Επιλογή Μεταβλητών	71
5.1.2. Μετασχηματισμός Μεταβλητών	71
5.2. Επιλογή Δείγματος και Μέθόδου Συλλογής Δεδομένων	72
5.3. Δεδομένα και μεθοδολογία ανάλυσης.....	73
5.4. Στατιστικά Πακέτα Λογισμικού που Χρησιμοποιήθηκαν	74
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 – ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΚΑΙ	
ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ ΕΔ – ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ - ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ.....	75
6.1. Περιγραφή των Εξεταζόμενων Μεταβλητών.....	75
6.1.1. Ανεξάρτητες Μεταβλητές	75

6.1.2. Εξαρτημένες Μεταβλητές - Μέτρα αποδοτικότητας - κερδοφορίας.....	80
6.1.3. Μεταβλητές ελέγχου	84
6.1.4. Διάκριση Χρηματοοικονομικών και Μη Εταιριών	84
6.2. Μέθοδος Οικονομετρικής Εκτίμησης Υποδείγματος	84
6.3. Τελική Παρουσίαση του Οικονομετρικού Μοντέλου.....	85
6.4. Αποτελέσματα Ερευνών της Σχέσης ΕΔ και Αποδοτικότητας των Επιχειρήσεων. ..	87
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 – ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	90
7.1. Περιγραφική στατιστική ανάλυση.....	90
7.2. Χρονική Κατανομή των Μεταβλητών	93
7.3. Συμπεράσματα.....	98
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 – ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ.....	99
8.1. Περιγραφή της Ανάλυσης.....	99
8.2. Αποτελέσματα Παλινδρόμησης.....	99
8.3. Έλεγχοι Στατιστικής Σημαντικότητας των Ανεξάρτητων Μεταβλητών	100
8.4. Έλεγχοι Ερμηνευτικότητας.....	102
8.5. Συμπεράσματα.....	102
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9 – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	104
9.1. Περιληπτική ανασκόπηση και αποτελέσματα έρευνας	104
9.2. Περιορισμοί στην έρευνα	105
9.3. Προτάσεις για μελλοντικές έρευνες	106
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	108
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ	116
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ I: Συνοδευτική Επιστολή-Ερωτηματολόγιο	116
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ II: Εταιρείες Δείγματος.....	123
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ III: Αποτελέσματα Διαστρωματικής Ανάλυσης Παλινδρόμησης.....	124

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1. Ταξινόμηση Συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης	45
Πίνακας 2. Συγκεντρωτικά στοιχεία Χρηματιστηρίου Αθηνών, 2008-2016	60
Πίνακας 3. Βασικοί δείκτες μετοχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, 2015-2016.....	61
Πίνακας 4. Συμμετοχή επενδυτών στο σύνολο των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών, 30.12.2016.....	63
Πίνακας 5. Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου εισηγμένων εταιριών, 2010-2016.....	63
Πίνακας 6. Λογισμικά πακέτα και μεθοδολογίες.....	74
Πίνακας 7. Descriptive Statistics.....	90
Πίνακας 8. Συχνότητες μεταβλητών ΕΔ	92
Πίνακας 9. Χρονική Κατανομή των Μεταβλητών ΕΔ	93
Πίνακας 10. Μέσος αριθμός μελών Δ.Σ.	94
Πίνακας 11. Μέσοι Όροι Μεταβλητών Χρηματοοικονομικής Απόδοσης	95
Πίνακας 12. Αποτελέσματα Μεθόδου OLS	100
Πίνακας 13. Κατάλογος Εισηγμένων Εταιρειών στο ΧΑΑ (Δείκτης FSTE-20)	123
Πίνακας 14. ROA OLS.....	124
Πίνακας 15. ROE OLS.....	124
Πίνακας 16. P/E OLS.....	125
Πίνακας 17. DPS OLS.....	125
Πίνακας 18. SHARE_YIELD OLS.....	125
Πίνακας 19. PSR OLS.....	126
Πίνακας 20, DIV_YIELD OLS	126
Πίνακας 21. EPS OLS	127
Πίνακας 22. CAPITALIZATION OLS.....	127

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ

Γράφημα 1. Διεθνείς πρωτοβουλίες μεταρρύθμισης των συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	18
Γράφημα 2. Οι δομές εταιρικής διακυβέρνησης μίας εταιρείας.....	31
Γράφημα 3. Σχέσεις μεταξύ των μελών του Δ.Σ. και των Μηχανισμών ΕΔ.....	38
Γράφημα 4. Δημόσια προσφορά μετοχών χωρίς εισαγωγή προς διαπραγμάτευση, 2011-2016.....	64
Γράφημα 5. Σύνολο αντληθέντων κεφαλαίων από εκδόσεις μετοχικών τίτλων (εκατ. ευρώ), 2011-2016	65
Γράφημα 6. Συγχωνεύσεις εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιριών, 2007-2016.....	66
Γράφημα 7. Εισηγμένες εταιρίες και όμιλοι εισηγμένων εταιριών σε διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αθηνών, 2007-2016.....	67
Γράφημα 8. Ποσοστά Μελών – Ανεξάρτητων Μελών – Αριθμός Γυναικών.....	94
Γράφημα 9. Αριθμοδείκτες (1) του Δείκτη FTSE Large Cap, 2011-2016	96
Γράφημα 10. Αριθμοδείκτες (2) του Δείκτη FTSE Large Cap, 2011-2016	96
Γράφημα 11. Απόδοση Μετοχών του Δείκτη FTSE Large Cap, 2011-2016	97
Γράφημα 12. Κεφαλαιοποίηση του Δείκτη FTSE Large Cap, 2011-2016	97

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η πρόσφατη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση που ακολούθησε την κατάρρευση κολοσσιαίων τραπεζικών οργανισμών (π.χ. Lehman Brothers) αποδίδεται, μεταξύ άλλων, κυρίως στα ανεπαρκή συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης και στο χαλαρό εποπτικό πλαίσιο (Mulbert, 2010, Yeoh, 2010). Σε μία εργασία του Kirkpatrick (2009) συνοψίζονται τα σημαντικότερα συμπεράσματα από την ανάλυση της οικονομικής κρίσης. Ο Kirkpatrick (2009), υποστηρίζει ότι η κρίση προήλθε σε μεγάλο βαθμό από αδυναμίες και αποτυχίες της Εταιρικής διακυβέρνησης. Οι αδυναμίες και αποτυχίες δεν είναι τυχαίες στην εμφάνισή τους, αλλά έχουν περισσότερο συστημικό χαρακτήρα. Η αποτυχία των συστημάτων ευθυγράμμισης συμφερόντων μεταξύ στελεχών και μετόχων, διαχείρισης κινδύνων, των μηχανισμών εποπτείας και επίβλεψης των λειτουργιών της εταιρίας, συμμόρφωσης, δημοσιοποίησης και μεταφοράς πληροφοριών στους μετόχους και στα πρόσωπα ή όργανα διοίκησης, είναι προβλήματα εταιρικής διακυβέρνησης. Ο Kirkpatrick (2009) υποστηρίζει ότι ενώ η αποτυχία αυτών των συστημάτων μπορεί να μην είναι η αιτία της κρίσης, η αποτυχία τους ή οι αδυναμίες τους, όμως, είχαν ως αποτέλεσμα την μη ανάσχεση και την εντατικοποίηση της κρίσης. Η Εταιρική Διακυβέρνηση βρίσκεται στον πυρήνα του προβλήματος και της λύσης. Η διαμόρφωση νέων αρχών, μηχανισμών, πρακτικών και ρυθμίσεων (νομοθετικών και μη), προσαρμοσμένων στις νέες συνθήκες και δομές είναι το ζητούμενο της ακαδημαϊκής έρευνας.

Η Εταιρική Διακυβέρνηση (ΕΔ) ως αντικείμενο έρευνας από τους ακαδημαϊκούς και ενασχόλησης από τους επαγγελματίες του επιχειρηματικού κόσμου και τα ρυθμιστικά νομοθετικά σώματα παγκοσμίως, έχει διακυμάνσεις, όσον αφορά τον βαθμό εστίασης και βάρος που δίνεται στο αντικείμενο. Το θέμα – πρόβλημα της ΕΔ δεν είναι καινούργιο για τον Αγγλοσαξονικό κόσμο. Παρατηρήσεις και σχόλια για το αντικείμενο της ΕΔ κάνει πρώτος ο Adam Smith, χωρίς να αναφέρει τον όρο, στο "The Wealth of Nations" στα τέλη του 18ου αιώνα, κάνοντας την εισαγωγή της έννοιας ενός αόρατου μηχανισμού που μπορεί να ρυθμίζει τα πάντα. Οι Berle and Means (1932) είναι οι πρώτοι που δημιουργήσαν ένα πλαίσιο θεωρητικής και εμπειρικής έρευνας, μελετώντας τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας με τον έλεγχο-εποπτεία της εταιρίας. Το τρίτο κύμα για την ανάπτυξη του γνωστικού πεδίου ήρθε στις αρχές της δεκαετίας του '70 με την εργασία των Jensen and Meckling (1976) οι οποίοι αναδομούν και συστηματοποιούν την θεωρία της αντιπροσώπευσης και υποστηρίζουν ότι η θεωρία αυτή αφορά την ιδιοκτησιακή δομή της εταιρίας. Το τέταρτο κύμα έλαβε χώρα στα τέλη της δεκαετίας του '80, ενώ το τελευταίο κύμα παρατηρήθηκε στις αρχές του 2000. Υπάρχει ένα κοινό χαρακτηριστικό στα κύματα αυτά της μελέτης και ανάδειξης του θέματος της ΕΔ. Όλα τα κύματα έλαβαν χώρα μετά από μία μεγάλη κρίση ή μεταβολή του τρόπου του επιχειρείν.

Εκτός του ζητήματος του χρόνου, το πρόβλημα, η ποιότητα και τα χαρακτηριστικά της ΕΔ δεν είναι σταθερά από χώρα σε χώρα. Ερευνητές όπως οι Weimer and Pape (1999) προσπαθούν να δημιουργήσουν ομάδες χαρακτηριστικών που να περιγράφουν συστήματα ΕΔ και με αυτό τον τρόπο

να κατατάξουν μία χώρα σε ένα σύστημα ή στο άλλο. Η διαμόρφωση συστημάτων και η κατάταξη βοηθά σημαντικά στην, πολιτική, πολιτισμική, νομική και ηθική αντιμετώπιση του ζητήματος της ΕΔ. Το κεντρικό ζήτημα ΕΔ σε κάθε σύστημα είναι διαφορετικό. Στο Αγγλοσαξονικό σύστημα ο διαχωρισμός ιδιοκτησίας και ελέγχου θέτει ως κεντρικό ζήτημα την ευθυγράμμιση των συμφερόντων μεταξύ των επαγγελματικών στελεχών και των μετόχων, ενώ στο Ευρωπαϊκό Ηπειρωτικό το κεντρικό ζήτημα είναι η προστασία του μικρομετόχου.

Το ζήτημα της ΕΔ δεν αφορά μόνο την οργανωσιακή επιστήμη, αλλά είναι περισσότερο σύνθετο. Η νομική, χρηματοοικονομική, ελεγκτική, λογιστική, οργανωσιακή, διοικητική, πληροφοριακή, ηθική, πολιτισμική και επικοινωνιακή διάσταση μεταξύ άλλων αποτελούν στοιχεία ενός δυναμικού περιβάλλοντος που ακόμη και η έννοια της επιχείρησης και η αποστολή της αποτελούν μέχρι σήμερα αντικείμενο ζωνής αντιπαράθεσης. Ζητήματα όπως: ο περιορισμός των συγκρούσεων μέσα στην εταιρία, τα χαρακτηριστικά που θα πρέπει να έχει η επιχείρηση για να μεγιστοποιηθεί η αξία της, ο προσδιορισμός των δικαιούχων της αξίας αυτής, ο προσδιορισμός του ιδιοκτήτη της επιχείρησης, τα δικαιώματα των άλλων ενδιαφερομένων μερών εκτός των μετόχων που ζητούν συμμετοχή στην διοίκηση ή απαιτούν την δημιουργία στρατηγικής που να λαμβάνει υπόψη και τις δικές τους επιδιώξεις και συμφέροντα, είναι στο πυρήνα της μελέτης της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 2000, στην Ελλάδα όπως και στις περισσότερες Ευρωπαϊκές ώρες δεν υπήρχαν επαρκώς ανεπτυγμένοι μηχανισμοί ούτε και νομικό – θεσμικό πλαίσιο, που να διασφαλίζουν και να προστατεύουν τα συμφέροντα των επενδυτών (Shleifer και Vishny, 1997, La-Porta κ.α., 1998). Οι πρόσφατες χρηματοοικονομικές κρίσεις με κορυφαίες αυτές στα ασιατικά χρηματιστήρια, αλλά και τα εταιρικά σκάνδαλα που ακολούθησαν, ώθησαν πολλές χώρες, συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας, στη δημιουργία θεσμικών και νομοθετικών πλαισίων που κατοχυρώνουν θεσμικά και νομοθετικά μηχανισμούς που προάγουν τη διαφάνεια στη διοίκηση και διαχείριση της επιχείρησης και των κεφαλαίων της. Στην Ελλάδα, το ζήτημα της ΕΔ τέθηκε στα τέλη της δεκαετίας του '90. Η εξάρτηση των επιχειρηματιών από δανειακά κεφάλαια, η υποτονική κεφαλαιαγορά και οι μικρές σχετικά ταχύτητες εισαγωγής καινοτομιών στην οργάνωση και διοίκηση των εταιριών παραμένουν σταθερές του επιχειρηματικού περιβάλλοντος στην μεταπολεμική Ελλάδα.

Η σύνδεση της χώρας με την Ευρωπαϊκή Ένωση επέφερε την ανάγκη για την δημιουργία ενός επιχειρηματικού περιβάλλοντος που να παρουσιάζει τα ίδια δομικά χαρακτηριστικά (κυρίως στο επίπεδο της ρύθμισης και του νομικού πλαισίου της αγοράς, του ανταγωνισμού, του εμπορικού και εταιρικού δικαίου). Η ολοένα και αυξανόμενη διασύνδεση των οικονομιών επέφερε και την διασύνδεση των εταιριών. Ο εντεινόμενος ανταγωνισμός για την απόκτηση κεφαλαίων δημιούργησε την ανάγκη για την ύπαρξη αναπτυγμένων, καλά ρυθμιζόμενων κεφαλαιαγορών με ένα κοινό σύνολο κανόνων και μεθόδων. Η υιοθέτηση των Διεθνών Προτύπων

Χρηματοοικονομικής Παρουσίασης (ΔΠΧΠ, International Financial Reporting Standards) είναι ένα παράδειγμα επιβολής ή υιοθέτησης κοινών κανόνων.

Η δημιουργία ενός πλήρους συστήματος κανόνων και μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης είναι ιδιαίτερα σημαντική και για τον ιδιωτικό τομέα μιας οικονομίας. Σύμφωνα με την Παγκόσμια Τράπεζα (World Bank, 2001), η ορθή διακυβέρνηση των επιχειρήσεων είναι πηγή ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος και σημαντικός παράγοντας για την οικονομική και κοινωνική πρόοδο μιας χώρας. Η θέσπιση και εφαρμογή ενός πλαισίου κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης συμβάλλει στην ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών, στην καινοτόμο επιχειρηματική δράση και άρα συμβάλλει στην οικονομική ανάπτυξη, μέσα από κανόνες και συνθήκες διαφάνειας. Η έλλειψη νομοθετικού πλαισίου που να προστατεύει τους επενδυτές, κάνει την εξεύρεση ικανών εξωτερικών κεφαλαίων δύσκολη για τις επιχειρήσεις.

Η υιοθέτηση μηχανισμών και κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης δε θα πρέπει να αντιμετωπίζεται ως ένα ακόμη σημείο τριβής μεταξύ του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα, ούτε ως ένας ακόμη νόμος που επιφέρει επιπλέον κόστος για τις επιχειρήσεις. Αποτελεί βήμα για τη δημιουργία κλίματος εμπιστοσύνης ανάμεσα στην κοινωνία και τον επιχειρηματικό κόσμο, που όχι μόνο μπορεί να φέρει σημαντικές βελτιώσεις στις οικονομίες των πλουσίων χωρών αλλά και να δημιουργήσει ανάπτυξη και θεσμικές αλλαγές σε αναπτυσσόμενες οικονομίες που περνάνε κρίση (Mitton, 2002). Η εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να δώσει σε μια εταιρεία μακροχρόνιο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, έναντι των ανταγωνιστών της, μέσω της δημιουργίας σταθερών σχέσεων τόσο με τους μετόχους της και τους προμηθευτές κεφαλαίων της όσο και τους υπόλοιπους κοινωνικούς εταίρους και συμμετόχους (*stakeholders*).

Σε ότι αφορά τις Ελληνικές εταιρείες, η εταιρική διακυβέρνηση είναι σε θέση να προσφέρει τα απαραίτητα εκείνα εφόδια και επιχειρηματικές πρακτικές, που θα τις βοηθήσουν να αντιμετωπίσουν τις προκλήσεις του σύγχρονου επιχειρηματικού και κοινωνικού περιβάλλοντος.

Κεντρικός στόχος της παρούσας έρευνας είναι να εξετασθεί η επίδραση που έχουν συγκεκριμένοι παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης και ειδικότερα η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου, στην αποδοτικότητα και στις επενδύσεις των εισηγμένων στο χρηματιστήριο ελληνικών εταιρειών του δείκτη FTSE Large Cap.

Πιο συγκεκριμένα οι επιμέρους στόχοι της έρευνας αυτής είναι οι εξής:

- Η αποτύπωση με τη βοήθεια ερωτηματολογίου της εφαρμογής των αρχών και μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα την περίοδο της κρίσης, καθώς και την αξιολόγηση της συμβολής τους στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων και την προσέλκυση επενδύσεων από τις ίδιες τις επιχειρήσεις.

- Η διερεύνηση με τη βοήθεια συναρτήσεων των σχέσεων μεταξύ αποδοτικότητας – κερδοφορίας των εισηγμένων εταιρειών, εξετάζοντας τη

δομή του διοικητικού συμβουλίου και την ύπαρξη γυναικών ως μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης.

- Η διερεύνηση της επίδρασης του διαχωρισμού προέδρου και διευθύνοντος συμβούλου στην αποδοτικότητα – κερδοφορία των εταιρειών, και του ρόλου του διευθύνοντος συμβούλου στο διοικητικό συμβούλιο.

Η προσέγγιση του θέματος γίνεται, λαμβάνοντας υπ' όψιν ότι δεν υπάρχει ένας μοναδικός και αποδεκτός ορισμός ενός αποτελεσματικού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης. Το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης που χαρακτηρίζει τις επιχειρήσεις μιας χώρας πρέπει να εξετάζεται στα πλαίσια του κοινωνικού και χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος στο οποίο αυτές λειτουργούν, λαμβάνοντας υπόψη τις διαφορές ανάμεσα στους βιομηχανικούς κλάδους, αλλά και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των εταιρειών.

Η διάρθρωση της παρούσης εργασίας έχει ως εξής:

Στο **πρώτο κεφάλαιο** παρουσιάζεται συνοπτικά η έννοια και οι ορισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης, και η σημασία που έχει στη σύγχρονη οικονομική πραγματικότητα τόσο για τις επιχειρήσεις όσο και για την οικονομία και την κοινωνία. Αναφέρονται ακόμη συνοπτικά το ιστορικό της ΕΔ και οι λόγοι για τους οποίους αυξήθηκε το ακαδημαϊκό ενδιαφέρον για ενασχόληση.

Στο **δεύτερο κεφάλαιο** αναλύεται το θεωρητικό υπόβαθρο των βασικών θεωριών, υπό το πρίσμα των οποίων προσεγγίζεται το πρόβλημα της εταιρικής διακυβέρνησης. Αναφέρονται οι δομές και οι μηχανισμοί που χρησιμοποιεί η εταιρική διακυβέρνηση και οι τρόποι με τους οποίους αυτοί λειτουργούν για την επίλυση του προβλήματος του διαχωρισμού ιδιοκτησίας και ελέγχου και την μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης μέσα στην επιχείρηση. Ακόμη αναλύονται τα κύρια συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης (*Αγγλοσαξονικό, Ευρωπαϊκό και Ιαπωνικό*) και η επίδραση που έχουν στις επιλογές των εταιρειών σε ότι αφορά επενδύσεις και στρατηγικές.

Η εξέλιξη της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα μελετάται στο **τρίτο κεφάλαιο**, όπου παρουσιάζεται και το νομικό και θεσμικό πλαίσιο της ΕΔ στη χώρα μας. Τέλος, παρατίθενται μελέτες και έρευνες που πραγματοποιήθηκαν στην Ελλάδα, και εντοπίζονται οι λόγοι για τους οποίους εισήχθη η εφαρμογή των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα.

Στο **τέταρτο κεφάλαιο** περιγράφονται τα χαρακτηριστικά της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς. Ακόμη, εξετάζεται η πορεία της μέσα από βασικά οικονομικά μεγέθη και δείκτες, ώστε να παρουσιάσουμε την εικόνα της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς, στη βάση της οποίας ανήκει και η κατηγορία των εταιρειών που θα αποτελέσει το δείγμα για την έρευνα μας.

Η μεθοδολογία της έρευνας παρουσιάζεται στο **πέμπτο κεφάλαιο**, όπου επίσης αναλύεται η επιλογή του δείγματος, καθώς και οι πηγές και τα στατιστικά πακέτα που θα βοηθήσουν στη διαδικασία της ανάλυσης.

Στο **έκτο κεφάλαιο** γίνεται ο προσδιορισμός του οικονομετρικού μοντέλου που κατασκευάσαμε, και περιγράφονται οι μεταβλητές που λειτουργούν ως δείκτες για τη μέτρηση της αποδοτικότητας των μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης, αλλά και οι χρηματοοικονομικές μεταβλητές που επηρεάζουν τόσο την απόδοση της επιχείρησης, όσο και το ενδιαφέρον των επενδυτών. Εξετάζονται τα χρησιμοποιούμενα από την βιβλιογραφία μέτρα αποδοτικότητας και η σχέση τους με τους μηχανισμούς της εταιρικής διακυβέρνησης. Τέλος, στο κεφάλαιο αυτό διατυπώνονται και οι υποθέσεις που θα εξετασθούν.

Στο **έβδομο κεφάλαιο** παρουσιάζονται τα περιγραφικά στατιστικά αποτελέσματα με τη χρήση μέσων όρων, συχνοτήτων και χρονικών κατανομών τόσο των ανεξάρτητων όσο και των εξαρτημένων μεταβλητών των συναρτήσεων του οικονομετρικού μοντέλου, που αφορούν τους μηχανισμούς της ΕΔ και τα μέτρα αποδοτικότητας για το σύνολο των εταιρειών του δείκτη FTSE Large Cap.

Η εκτίμηση των συναρτήσεων αποδοτικότητας του έκτου κεφαλαίου, αλλά και η εξέταση των παραγόντων που επιδρούν στην κερδοφορία της επιχείρησης είναι το αντικείμενο του **όγδοου κεφαλαίου**. Οι συναρτήσεις εκτιμώνται με τη χρήση παλινδρόμησης διαχρονικών και διαστρωματικών στοιχείων (*panel data*), που αφορούν την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων και τους μηχανισμούς της ΕΔ, προκειμένου να ελεγχθεί η ύπαρξη μη γραμμικής σχέσης ανάμεσα στις μεταβλητές αυτές. Σε αυτό το κεφάλαιο γίνεται η παρουσίαση και συζήτηση των αποτελεσμάτων ανάλυσης της παλινδρόμησης.

Τα συμπεράσματα της παρούσας διπλωματικής εργασίας παρουσιάζονται στο **ένατο** και τελευταίο κεφάλαιο, όπου γίνεται μια συνοπτική ανασκόπηση της θεωρητικής και εμπειρικής ανάλυσης. Επίσης, αναφέρονται οι ερευνητικοί περιορισμοί που επηρέασαν την διεξαγωγή της παρούσας διατριβής και τέλος κατατίθενται προτάσεις για μελλοντικές έρευνες.

ΜΕΡΟΣ Α΄ - ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 - Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

1.1. Ορισμός της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η Εταιρική Διακυβέρνηση (corporate governance) έχει γίνει αντικείμενο πολλών συζητήσεων μεταξύ ακαδημαϊκών και ανωτάτων στελεχών επιχειρήσεων, εξαιτίας της κρισιμότητας της στον καθορισμό της συγκριτικής θέσης των επιχειρηματικών μονάδων στην παγκόσμια οικονομική κυριαρχία, αλλά και της σπουδαιότητας της στη διαδικασία της οικονομικής ανάπτυξης.

Υπάρχουν πολλοί ορισμοί και απόψεις για το τι είναι Εταιρική Διακυβέρνηση (ΕΔ), μερικοί από αυτούς παρατίθενται παρακάτω. Η πληθώρα αυτών που είναι διαθέσιμοι, είναι ενδεικτικό στοιχείο της πολυπλοκότητας και της δυναμικής του ζητήματος.

Σύμφωνα με την Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency Theory,) η Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί έναν τρόπο να προσεγγιστεί και να επιλυθεί το βασικό πρόβλημα του "εντολέα-εντολοδόχου", πώς δηλαδή θα επιλεγούν οι ικανότεροι διαχειριστές της εταιρείας (εντολοδόχοι), και κυρίως με ποιο τρόπο θα είναι αξιόπιστοι και θα λογοδοτούν στους μετόχους-επενδυτές αυτής (εντολείς). Καθώς οι ιδιοκτήτες (μέτοχοι) και οι διαχειριστές της εταιρείας μπορούν να έχουν διαφορετικά και αλληλοσυγκρουόμενα συμφέροντα, ο κλάδος της Εταιρικής Διακυβέρνησης οφείλει να διασφαλίζει ότι τα συμφέροντα αυτά ευθυγραμμίζονται, κατά το δυνατό, ώστε να επιτυγχάνεται το άριστο επίπεδο αποτελεσματικότητας και κερδοφορίας (Jensen and Meckling, 1976).

Ο Williamson (1985) ορίζει ένα σύστημα διακυβέρνησης ως 'ένα πολύπλοκο σύστημα περιορισμών που σχηματίζουν την μετέπειτα διαπραγμάτευση της διανομής των ωφελειών που δημιουργούνται κατά την διάρκεια μιας οικονομικής σχέσης - συναλλαγής'. Ο ίδιος συγγραφέας (Williamson 1988) εξειδικεύει τον ορισμό αυτό σε ότι αφορά τις εταιρείες, ως την εξεύρεση μηχανισμών που ελαττώνουν την εκμετάλλευση και τον καιροσκοπισμό των εμπλεκόμενων στην εταιρεία μερών, οδηγώντας την σε πιο αποδοτικά επίπεδα επενδύσεων και κατανομής πόρων.

Σύμφωνα με το Center for Economic and Policy Studies (CEPS, 1995) ως εταιρική διακυβέρνηση ορίζεται το σύστημα *δικαιωμάτων, διαδικασιών και ελέγχων* που διαμορφώνεται από εσωτερικούς και εξωτερικούς προς την εταιρεία παράγοντες, με αντικειμενικό σκοπό την προστασία των συμφερόντων όλων των συμμετόχων (*stakeholders*) της επιχείρησης από τη διοίκηση αυτής.

Ο Hart (1995) ορίζει την εταιρική διακυβέρνηση ως τους μηχανισμούς εκείνους που διαμορφώνουν και καθοδηγούν τη λήψη αποφάσεων της επιχείρησης, στις περιπτώσεις εκείνες που δεν προβλέπονται από το αρχικό

συμβόλαιο, που διέπει τις σχέσεις των εμπλεκομένων στην εταιρεία προσώπων.

Οι Shleifer και Vishny (1997) ορίζουν την εταιρική διακυβέρνηση ως τους μηχανισμούς εκείνους, με τους οποίους οι χρηματοδότες των επιχειρήσεων εξασφαλίζουν την απολαβή επιστροφών – αποδόσεων για τα κεφάλαια που θα επενδύσουν.

Οι Gillan και Starks (1998) αναφέρουν ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί ένα σύστημα κανόνων, νόμων και άλλων παραγόντων με τους οποίους μπορούν να ελέγχουν την διαχείριση των εταιρειών.

Ο Sir Adrian Cadbury (1999) αναφέρεται στην εταιρική διακυβέρνηση ως ένα σύστημα μηχανισμών που επιφέρει την ισορροπία μεταξύ των οικονομικών και κοινωνικών στόχων αλλά και μεταξύ των ατομικών και κοινών στόχων, που ενθαρρύνει την σωστή κατανομή των πόρων μιας επιχείρησης, καθώς και την απονομή ευθυνών για την διαχείριση αυτών των πόρων. Η Παγκόσμια Τράπεζα (World Bank, 1999) προσεγγίζει την υπό εξέταση έννοια, από την πλευρά της εταιρείας, ως μέσο για την αύξηση της αξίας της, λαμβάνοντας υπ' όψιν τις χρηματοοικονομικές, νομικές και άλλες συμβολαιακές της υποχρεώσεις. Από την πλευρά της πολιτικής δίνεται έμφαση στην ενίσχυση της διαφάνειας στις διαδικασίες διοίκησης, με παράλληλη εξασφάλιση του καταλογισμού ευθυνών για τις αποφάσεις που λαμβάνονται.

Ο ΟΟΣΑ (2004) ορίζει ως Εταιρική Διακυβέρνηση το σύστημα με το οποίο οι εταιρείες παρακολουθούνται και ελέγχονται. Το σύστημα αυτό, εξειδικεύει τη διάρθρωση των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων μεταξύ των διαφορετικών συμμετεχόντων σε μία εταιρεία, όπως το Διοικητικό Συμβούλιο, τα ανώτατα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη, τους μετόχους (shareholders) και άλλους εταίρους (stakeholders) ,π.χ. εργαζόμενοι, προμηθευτές, μακροχρόνιοι πελάτες, τοπική κοινωνία και άλλοι.

Σύμφωνα με την Πράσινη Βίβλο «Το ενωσιακό πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης» που συστάθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το 2011, η Εταιρική Διακυβέρνηση ορίζεται παραδοσιακά ως το σύστημα με το οποίο διοικούνται και ελέγχονται οι εταιρείες και ως ένα σύνολο σχέσεων μεταξύ της διεύθυνσης μιας εταιρείας, του διοικητικού της συμβουλίου, των μετόχων της και των λοιπών ενδιαφερομένων μερών. Το πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης των εισηγμένων εταιρειών στην Ευρωπαϊκή Ένωση είναι ένας συνδυασμός νομοθεσίας και μη δεσμευτικών κανόνων («soft law»), που περιλαμβάνει συστάσεις και κώδικες Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Συνοψίζοντας τους παραπάνω ορισμούς εξάγεται, πως εταιρική διακυβέρνηση είναι το πλαίσιο εκείνο των κανόνων, ρυθμίσεων, υποχρεώσεων και μηχανισμών που προάγουν τη διαφάνεια κατά τη λήψη αποφάσεων, ελαχιστοποιούν τις συγκρούσεις ανάμεσα στους εμπλεκόμενους φορείς μιας εταιρείας, και μειώνουν το κόστος αντιπροσώπευσης, τόσο στο εσωτερικό της, όσο και στις σχέσεις της με την

κοινωνία, και πρέπει να λαμβάνουν υπ' όψιν τους οι διευθυντές της κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων και εκτέλεσης πολιτικών της εταιρείας.

1.2. Ιστορικό της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Το πρόβλημα ή ζήτημα της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι τόσο παλιό όσο η εταιρεία περιορισμένης ευθύνης και η ανώνυμη εταιρεία. Ο θεσμός του νομικού προσώπου ως φορέα ίδρυσης και λειτουργίας μιας επιχείρησης έφερε επανάσταση στον τρόπο του επιχειρείν και είναι ένας από τους παράγοντες που οδήγησαν στην ταχύτητα οικονομική ανάπτυξη από τον 18ο αιώνα και μετά.

Η ανώνυμη εταιρεία προσέφερε δυο πλεονεκτήματα. Το πρώτο ήταν ότι ο μέτοχος δεν ταυτιζόταν με την εταιρεία. Ο μέτοχος έγινε φορέας χρηματοδότησης. Με αυτόν τον τρόπο ο κάτοχος κεφαλαίου θα μπορούσε να επενδύσει σε περισσότερες από μία επιχειρήσεις και έτσι να μειώσει τον κίνδυνο (εάν μία επιχείρηση είναι ζημιογόνα, δεν κινδυνεύει το σύνολο των κεφαλαίων της, αλλά μόνο το τμήμα που έχει επενδυθεί σε αυτήν). Το δεύτερο πλεονέκτημα είναι ότι με αυτό τον τρόπο μπορεί να γίνει ευκολότερα συσσώρευση κεφαλαίου.

Σήμερα υπάρχουν επιχειρήσεις με εκατομμύρια μετόχους. Αυτή η εξέλιξη οδήγησε στην αποδέσμευση του μετόχου από την υποχρέωση-δικαίωμα της διοίκησης ή της λήψης απόφασης και δημιούργησε το πρόβλημα του ελέγχου των προσώπων που πλέον λαμβάνουν τις αποφάσεις. Η οργανωτική δομή ως αποτέλεσμα άλλαξε. Θεσμοθετήθηκαν η Γενική Συνέλευση των Μετόχων και το Διοικητικό Συμβούλιο ως όργανα ελέγχου και σχεδιασμού στρατηγικής. Η μετοχή έγινε από μόνη της εμπορεύσιμο αγαθό και οι κεφαλαιαγορές αναπτύχθηκαν. Η ταχύτητα και ο όγκος μετακίνησης κεφαλαίων στην πορεία του χρόνου αυξήθηκε ταχύτατα.

Από την αρχή του 20ου αιώνα η διαχείριση της μετοχικής ιδιότητας έγινε με βάση την αρχή της διαχειριστικής αυτονομίας και όχι με την αρχή της δημοκρατικής μεταχείρισης των μετόχων (με την έννοια της ίσης συμμετοχής στην διοικητική λειτουργία και στην διαδικασία λήψης απόφασης). Η έμφαση στην διαχειριστική αυτονομία οφείλεται στην ανάγκη για την αριστοποίηση της διοικητικής λειτουργίας και την αμεσότητα λήψης απόφασης. Η συμμετοχή με βάση τον αριθμό μετοχών (1 μετοχή - 1 ψήφος) και όχι με βάση την ιδιότητα του μετόχου (1 μέτοχος – μία ψήφος) και η ταυτόχρονη διασπορά των μετοχικών τίτλων, μειώνει σημαντικά την παρέμβαση των μικρομετόχων στην διακυβέρνηση των εταιριών και αυξάνει την δυνατότητα των επαγγελματικών στελεχών να λειτουργούν με βάση τα δικά τους συμφέροντα και όχι αυτά των μετόχων (Adams and Ferreira, 2007).

Η εργασία των Berle και Means (1932) θεωρείται ως η πρώτη που έθεσε με ξεκάθαρο τρόπο το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης των ιδιοκτητών στην διοίκηση ή την συμμετοχή τους σε αυτήν. Σύμφωνα με τους

Berle και Means (1932) ο ρόλος του ιδιοκτήτη έχει αλλάξει από ενεργά συμμετέχων στην διακυβέρνηση της εταιρίας σε παθητικός παρατηρητής. Καθώς η ιδιοκτησία διαχέεται, ο έλεγχος περιορίζεται. Ο εταιρικός πλούτος τυγχάνει διαχείρισης με μικρότερη ή ακόμη και ελάχιστη συμμετοχή των ιδιοκτητών. Η ιδιοκτησία, πλέον, συμβολίζεται από τον τίτλο μετοχικής ιδιοκτησίας και η εξουσία και η διοικητική λειτουργία έχει μετατεθεί σε μία ομάδα επαγγελματικών διοικητικών στελεχών.

Η δεκαετία του 1970 αποτέλεσε μία νέα αρχή για την συζήτηση του θέματος εταιρικής διακυβέρνησης. Η συζήτηση (μετά από αυτήν του 1930 και της μεγάλης κρίσης του 1929) ξεκίνησε, εκ νέου, λόγω έντονων προβλημάτων στην εταιρική σταθερότητα και την εμφάνιση σκανδάλων και προβλημάτων στην λειτουργία των εταιριών. Το πρόβλημα της ΕΔ τις τελευταίες δεκαετίες λόγω των θεμελιωδών αλλαγών στην ιδιοκτησιακή δομή των επιχειρήσεων, που επιτεύχθηκε μέσα από την ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών και την ολοένα και μεγαλύτερη συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών στα μετοχικά σχήματα των επιχειρήσεων παγκοσμίως, και επανήλθε στο προσκήνιο της ακαδημαϊκής έρευνας, της εταιρικής, θεσμικής - νομικής, πολιτικής, αλλά και κοινωνικής προσοχής.

Η συζήτηση αναζωπυρώθηκε υπό το φως το λογιστικών και ηθικών σκανδάλων του αρχών της δεκαετίας του 2000. Και στις τρεις (3) αυτές περιόδους συζήτησης του προβλήματος έχουν διαμορφωθεί αρκετές σχολές σκέψης και έχουν τροποποιηθεί σημαντικά τα δεδομένα της οικονομίας και της λειτουργίας της αγοράς (π.χ. αύξηση κινητικότητας κεφαλαίου, μείωση του βαθμού ελέγχου των εταιριών, αυξημένος ρόλος θεσμικών επενδυτών, κλπ.).

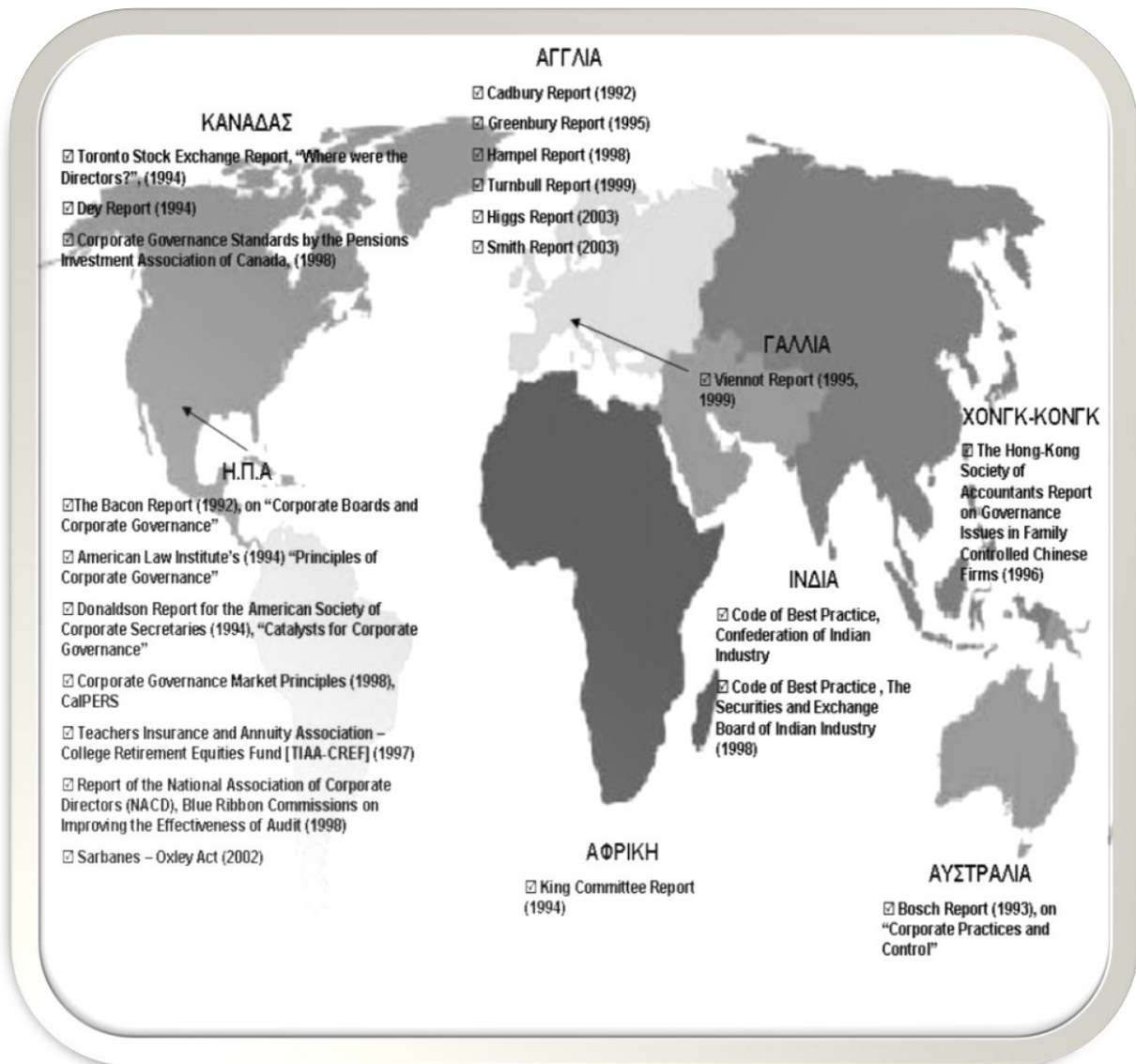
Ενδεικτικό της έμφασης που δίνεται στο πρόβλημα αυτό είναι η ενασχόληση του ΟΟΣΑ (1999, 2004) με την έκδοση αρχών και οδηγιών για την εταιρική διακυβέρνηση, η ψήφιση νόμων, ακόμα και στις Ηνωμένες Πολιτείες που ήταν υπέρ της φιλελευθεροποίησης της αγοράς και της έλλειψης ρύθμισης (Sarbanes – Oxley Act), εθελοντικών κωδίκων (Cadbury το 1992 στο Ηνωμένο Βασίλειο) και της ολοένα και διογκούμενης ακαδημαϊκής συζήτησης. Πολλοί διεθνείς οργανισμοί και εγχώριοι φορείς, ανά τον κόσμο, διατυπώνουν μια σειρά από αρχές καλής Εταιρικής Διακυβέρνησης, που, σε εθελοντική βάση, συστήνεται προς τις επιχειρήσεις να υιοθετήσουν. Η πλειοψηφία των κωδικών εφαρμόζει μια ενιαία αντιμετώπιση βασικών ζητημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης χωρίς όμως να λείπουν διαφορετικές συστάσεις σε επιμέρους ζητήματα. Η ποικιλία αυτών των συστάσεων προέρχεται από το διαφορετικό νομικό και θεσμικό πλαίσιο κάθε χώρας, την διαφορετική εταιρική κουλτούρα κ.α. Στη συνέχεια, αναφέρονται οι σημαντικότεροι κώδικες των χωρών μελών της Ε.Ε.:

- Γερμανία (German Panel Report).
- Βέλγιο (Cardon Report).
- Γαλλία (Vienot I and II; Lévy-Lang Report).
- Ελλάδα (Capital Market Commission Report).
- Ιρλανδία (IAIM Guidelines).
- Ιταλία (Draghi Report).

- Ολλανδία (Peters Code).
- Πορτογαλία (CMVM Recommendations).
- Ισπανία (Report of the Special Committee).
- Βρετανία (Cadbury Report, Hampel Report, Greenbury Report, Combined Code)

(Πηγή: “The Globalization of Corporate Governance”, 2001, Weil, Gotshal & Manges LLP, New York).

Γράφημα 1. Διεθνείς πρωτοβουλίες μεταρρύθμισης των συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης



Πηγή: Ασήθας, Δ. Κ. (2005). Εταιρική διακυβέρνηση: η ενσωμάτωση της διεθνούς εμπειρίας στην ελληνική πραγματικότητα

1.3. Λόγοι Αύξησης Ενδιαφέροντος

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η εταιρική διακυβέρνηση συγκέντρωσε ενδιαφέρον τα τελευταία χρόνια λόγω των οικονομικών κρίσεων στα τέλη της δεκαετίας του '90 και των σκανδάλων στις αρχές του 21^{ου} αιώνα (χαρακτηριστικότερα παραδείγματα η ENRON και η WorldCom). Αυτή η αναταραχή προκάλεσε δομικές αλλαγές στο οικονομικό περιβάλλον γεγονός που έπαιξε σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της εταιρικής διακυβέρνησης. Σε αυτά τα δέκα περίπου χρόνια, η εταιρική διακυβέρνηση πέρασε μια σχετικά ήρεμη περίοδο (μέχρι το 2006) κατά τη διάρκεια της οποίας δόθηκε η δυνατότητα μέσα από την οικονομική ευημερία που επικρατούσε να μελετηθούν οι κατάλληλες δομές και να εφαρμοστούν σε ένα μεγάλο μέρος των εταιριών. Η επόμενη διετία όμως (2007-2008) αποτέλεσε το πρώτο σοβαρό και δύσκολο τεστ για την νέα πραγματικότητα στον επιχειρηματικό κόσμο. Η τραπεζική κρίση που είχε αντίκτυπο σε όλους τους κλάδους δοκίμασε τις αντοχές των δομών εταιρικής διακυβέρνησης και την αποτελεσματικότητά τους. Ο συναγερμός δεν έχει λήξει αλλά κατά τα φαινόμενα οδεύουμε σε εκτόνωση της κρίσης (το συγκεκριμένο σχόλιο δεν αφορά την Ελλάδα, την οποία η κρίση χτύπησε κάπως καθυστερημένα αλλά με μεγαλύτερη μανία).

Ο Stijn Claessens (2006) αναφέρει τους σημαντικότερους λόγους για τους οποίους το πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης άρχισε να ενδιαφέρει όλο και περισσότερους ερευνητές αλλά και επιχειρηματίες:

- η διαδικασία ιδιωτικών επενδύσεων που βασίζεται στην αγορά και ευνοείται από την καλή εταιρική διακυβέρνηση είναι πλέον πιο σημαντική στις περισσότερες οικονομίες. Η ιδιωτικοποίηση πλέον έχει θέσει ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης σε κλάδους που προηγουμένως βρίσκονταν στα χέρια κρατικών οργανισμών. Οι επιχειρήσεις αναζητούν κεφάλαια στις αγορές και οργανισμοί κάθε είδους έχουν εισαχθεί στις χρηματιστηριακές αγορές.
- η μεταφορά κεφαλαίων μεταξύ χωρών και ο έλεγχος χρήσης των κεφαλαίων έχουν γίνει πιο πολύπλοκες λόγω του όγκου των κεφαλαίων που αφορούν αλλά και εξαιτίας παραγόντων όπως η τεχνολογική πρόοδος, η απελευθέρωση και το άνοιγμα των αγορών και η απελευθέρωση του εμπορίου.
- ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών έχει αναβαθμιστεί λόγω του συνεχώς αυξανόμενου μεγέθους των εταιριών και του ρόλου των οικονομικών διαμεσολαβητών.
- το τοπικό και διεθνές οικονομικό περιβάλλον έχει μεταβληθεί σε μεγάλο ποσοστό κυρίως όσον αφορά τις νομοθετικές διατάξεις που ισχύουν. Ισχυρά εδραιωμένες αντιλήψεις έχουν αποκαθλωθεί και αντικατασταθεί με νέες γεγονόσ που δημιούργησε κάποια κενά τα οποία η εταιρική διακυβέρνηση καλείται να καλύψει.
- η διεθνής οικονομική σύγκληση είναι καθ' οδών με αποτέλεσμα να αυξηθούν οι ροές κεφαλαίων και εμπορίου μεταξύ των χωρών. Απαιτείται λοιπόν μια κοινή κατεύθυνση, στο μέτρο του δυνατού, από όλες τις χώρες που έχουν ενεργό ρόλο στη νέα παγκόσμια

αγορά. Για το λόγο αυτό, ήδη υπάρχουν συζητήσεις για παγκόσμια σύγκληση και εναρμονισμό.

Ένας ακόμα λόγος που αναφέρεται από τον Stijn Claessens είναι η άμεση επίδραση που έχει η εταιρική διακυβέρνηση στην ανάπτυξη και κερδοφορία μιας επιχείρησης. Υποστηρίζει ότι διευκολύνεται η πρόσβαση σε εξωτερικές πηγές δανεισμού που σημαίνει αύξηση επενδύσεων και υψηλότερη ανάπτυξη. Επίσης, το κόστος του κεφαλαίου μειώνεται, πράγμα που οδηγεί σε βελτιωμένη αξιολόγηση της επιχείρησης. Επιπλέον, βελτιώνεται η λειτουργική απόδοση της επιχείρησης μέσω της καλύτερης διασποράς πόρων και της καλύτερης διοίκησης. Τέλος καλύτερη διακυβέρνηση σημαίνει καλύτερες σχέσεις με τα εμπλεκόμενα μέρη που έχει θετική επίπτωση στις κοινωνικές και εργατικές σχέσεις της επιχείρησης, στο περιβάλλον αλλά και στη μείωση της διαφθοράς.

1.4. Η Σημασία της ΕΔ

Η εταιρική διακυβέρνηση έχει σημαντικές επιπτώσεις στην αναπτυξιακή προοπτική μίας οικονομίας και στην εταιρική ανάπτυξη. Οι επιπτώσεις εντοπίζονται, τόσο στο μικρο-οικονομικό επίπεδο, όσο και στο μακρο-οικονομικό. Οι σωστές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης μειώνουν σημαντικά τους κινδύνους για τους επενδυτές και βελτιώνουν την χρηματοοικονομική εταιρική απόδοση. «Ο ανταγωνισμός πλέον είναι αμεσότερος, εντονότερος και βασίζεται περισσότερο στις ικανότητες των επιχειρήσεων παρά στους χειρισμούς των κυβερνήσεων σε μακροοικονομικό επίπεδο. Οι προκλήσεις, οι ευκαιρίες και οι απειλές που αντιμετωπίζουν πλέον οι επιχειρήσεις έχουν ξεπεράσει τα στενά τοπικά όρια της μέχρι πρόσφατα προστατευμένης οικονομίας. Πλέον δεν υφίστανται τοπικές, ασφαλείς ή κλειστές αγορές, όπου μία παραδοσιακή επιχείρηση θα μπορεί να εφαρμόζει εσαεί επιτυχημένες πρακτικές που απέδωσαν στο παρελθόν» (Λαζαρίδης, 2009).

Ειδικά σε μία εποχή αυξανόμενου ανταγωνισμού και αυξημένης κίνησης κεφαλαίων η εταιρική διακυβέρνηση έχει αναχθεί σε θεμελιώδες στοιχείο που επηρεάζει τον εταιρικό ανταγωνισμό των εταιριών (Maher and Andersson, 1999, Spanos, 2005). Σε μία εμπειρική μελέτη που έγινε από τους Felton, Hudnut και Heeckeren (1996) παρουσιάστηκε το συμπέρασμα ότι οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να πληρώσουν κατά μέσο όρο 11% υπεραξία για επιχειρήσεις που θεωρούν ότι έχουν καλή εταιρική διακυβέρνηση (Heracleous, 2001).

Η ΕΔ συσχετίζεται έμμεσα ή άμεσα με τον μηχανισμό χρηματοδότησης της εταιρίας. Οι Chen et al. (2003) στην εμπειρική τους έρευνα σχετικά με την σύνδεση των μηχανισμών δημοσιοποίησης της Ε.Δ. απέδειξαν ότι οι μηχανισμοί αυτοί έχουν αυξητική επίδραση στην κόστος μετοχικού κεφαλαίου. Η επίδραση των μηχανισμών μη δημοσιοποίησης είναι μεγαλύτερη από αυτή των μηχανισμών που δημοσιοποιούν πληροφορίες. Η συσχέτιση αυτή αναδεικνύει την επίδραση που έχει το πλαίσιο της ΕΔ στην διαμόρφωση της βασικών χρηματοοικονομικών

μεγεθών που ενδιαφέρουν τον επενδυτή-μέτοχο, τα επαγγελματικά στελέχη και στην διαμόρφωση της πρωτογενούς και δευτερογενούς κεφαλαιαγοράς.

Η αποσύνδεση της ιδιότητας της ιδιοκτησίας από το βάρος της διοίκησης μπορεί να αυξήσει σημαντικά την κινητικότητα του κεφαλαίου και να προσδώσει αυξημένη διάρκεια ζωής στην επιχείρηση, αφού πλέον, δεν εξαρτάται από την βιολογική ικανότητα επιβίωσης του ιδιοκτήτη της. Έτσι, ο κεφαλαιούχος μπορεί εύκολα να επιλέξει εύκολα την επιλογή της εξόδου (exit) από την επιλογή της τυφλής πίστης (loyalty) ή την επιλογή της κοστοφόρας συμμετοχής στην διοίκηση (voice) (Hirschman, 1970).

Η επιλογή της εξόδου είναι εύκολη και χωρίς κόστος για τον επενδυτή στην περίπτωση που υπάρχει αναπτυσσόμενη, μεγάλη και βαθειά κεφαλαιαγορά. «Ο παθητικός επενδυτής αγοράζει μετοχικά μερίδια και ψηφίζει στις εταιρικές εκλογές, αλλά είναι παθητικός, υπό την έννοια ότι δεν είναι ανταγωνιστής για τον έλεγχο της εταιρίας» (Harris and Raviv, 1988). Οι επενδυτές αυτοί δεν ενδιαφέρονται για την διοίκηση της επιχείρησης ή τις μακροχρόνιες προοπτικές της, αλλά κυρίως για την βραχυχρόνια μεταβλητότητα της τιμής της μετοχής ή / και το ετήσιο μέρισμα. Η επιλογή της εξόδου είναι ιδιαίτερα ελκυστικά για τους μετόχους που δεν έχουν την θέληση, την δυνατότητα ή την διαπραγματευτική δύναμη για την αποτελεσματική συμμετοχή τους στην διοίκηση (voice) ή για αυτούς που η τυφλή εμπιστοσύνη δεν είναι αποδεκτή (λόγω της διάχυτης αμφισβήτησης της αξιοπιστίας των πληροφοριών σχετικά με τις δραστηριότητες και την ανάπτυξη της εταιρίας ή των προσώπων που την διοικούν).

Ο κεφαλαιούχος θα επιλέξει την εταιρία που ιστορικά έχει καλά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα, σύστημα διοίκησης που να εξασφαλίζει την διαφάνεια στην λήψη των αποφάσεων και έχει προοπτικές ανάπτυξης. Υπό αυτό το πρίσμα η ΕΔ παίζει σημαντικό ρόλο στην επιλογή της εταιρίας στην οποία θα επενδύσει ο κεφαλαιούχος. Ο Bradley (2004) πιστεύει ότι τα πρόσφατα σκάνδαλα (Enron, WorldCom, κλπ.) οδήγησαν τον επενδυτή να αντιληφθεί την ΕΔ ως ξεχωριστή κατηγορία κινδύνου που απαιτεί την προσοχή τους και σε ορισμένες περιπτώσεις και την προσοχή των ειδικών. Οι εταιρίες που έχουν καλύτερο επίπεδο ΕΔ θα πρέπει να παρουσιάζουν μικρότερο επενδυτικό κίνδυνο.

Μία από τις βασικές αρχές τις ΕΔ είναι η ίση μεταχείριση των μετόχων και η διαφάνεια στην λειτουργία της επιχείρησης (OECD, 2004). Το βασικότερο πρόβλημα, μέχρι σήμερα στις κεφαλαιαγορές, όσον αφορά την λήψη της απόφασης για την επένδυση ή όχι σε μία χώρα και σε μία εταιρεία, είναι η ποσότητα και ποιότητα των πληροφοριών σχετικά με την χώρα και την εταιρία. Το σύστημα της ΕΔ προσδιορίζει την ποιότητα και την ποσότητα πληροφοριών που θα είναι διαθέσιμες για την λήψη της απόφασης και συνεπώς ο μη συστημικός κίνδυνος που αντιμετωπίζουν οι επενδυτές μπορεί να ελαχιστοποιηθεί.

Επιπλέον, έχει υποστηριχθεί, ότι οι εταιρίες που έχουν καλύτερα συστήματα ΕΔ είναι και αυτές που έχουν καλύτερα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα και καλύτερες πιθανότητες επιβίωσης. Σε μία μελέτη που

έχουν διεξάγει οι Gompers, Ishii και Metrick (2001) βρήκαν μία σχέση μεταξύ της ΕΔ και της μετοχικής απόδοσης. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της μελέτης, εάν είχαν ακολουθήσει μία επενδυτική στρατηγική αγοράς των μετοχικών τίτλων που διαθέτουν ισχυρά συστήματα προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων και πώλησης των μετοχών των εταιριών που δεν έχουν τόσο ισχυρά δικαιώματα θα είχαν υπεραποδόσεις της τάξης του 8,5% κατά έτος. Οι μέτοχοι είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν ένα υπερτίμημα για την ΕΔ γιατί θεωρούν ότι οι εταιρίες που έχουν καλό σύστημα ΕΔ παρουσιάζουν μικρότερο κόστος κεφαλαίου και μικρότερη διακύμανση των τιμών των μετοχών. Συνεπώς, η ΕΔ μπορεί να μπορούσε να χαρακτηριστεί δείκτης ασφάλειας και εγγύησης της επιτυχίας της επένδυσης, μακροχρόνια.

Από την άλλη, υπάρχει ένα ερώτημα το οποίο είναι βασικό για τον βασικό μέτοχο και ιδιοκτήτη της επιχείρησης, ιδιαίτερα στις περιπτώσεις όπου ο μέτοχος ελέγχει πλήρως την εταιρία. Γιατί να υποστεί ένα σύνολο κανόνων, διαδικασιών και υποχρεώσεων που στην ουσία μειώνουν σημαντικά την εξουσία του και την ευελιξία του στην λήψη αποφάσεων και αυξάνουν το κόστος λειτουργίας της, ενώ παράλληλα αυτό μπορεί να μειώσει το ανταγωνιστικό πλεονέκτημά της; Από αυτή την οπτική η ΕΔ είναι αντικίνητρο για την ένταξη της επιχείρησης στην κεφαλαιαγορά. Τα κίνητρα είναι: α) ο ιδιοκτήτης θα το κάνει γιατί με αυτό τον τρόπο μειώνει το κόστος κεφαλαίου (μέσω της κεφαλαιαγοράς) και β) ότι οι επιχειρήσεις χρειάζονται την πλουραλιστική ηγεσία και τις διαδικασίες, τους κανόνες και τις υποχρεώσεις διότι η επιχείρηση δεν μπορεί να μην λογοδοτεί στην κοινωνία και το άμεσο περιβάλλον της.

Οι εταιρίες και οι αγορές αναγνωρίζουν την ανάγκη για ένα σταθερό και αποτελεσματικό σύστημα ΕΔ. Η δημιουργία και η λειτουργία ενός συστήματος ΕΔ δεν είναι χωρίς κόστος. «Οι εταιρίες επενδύουν στις τεχνολογίες ΕΔ με διάφορους τρόπους όπως π.χ. η αύξηση του αριθμού των ανεξάρτητων μελών Δ.Σ., βελτίωση των λογιστικών – χρηματοοικονομικών συστημάτων και επένδυση σε ευρεία κλίμακα συστήματα ανάπτυξης διοίκησης που κάνουν την τρέχουσα ανώτατη διοίκηση ευκολότερο να αντικατασταθεί» (Hu and Noe, 2001). Από την άλλη πλευρά, το κόστος της εταιρικής διακυβέρνησης είναι ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες αντίστασης στην ανάπτυξη και εφαρμογή συστημάτων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 – ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΣΕΓΓΙΣΗ ΚΑΙ ΒΑΣΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΕΔ

2.1. Συνοπτική Παρουσίαση των Σχολών Σκέψης – Θεωριών ΕΔ

Η παρούσα παράγραφος δεν έχει ως σκοπό την ολοκληρωμένη παρουσίαση των θεωριών ΕΔ, αλλά φιλοδοξεί να καταγράψει τα βασικά σημεία κάθε θεωρίας, έτσι ώστε αυτές οι θεωρίες να μπορέσουν να αποτελέσουν σημεία αναφοράς στην συζήτηση για τα επιμέρους θέματα που θα καλυφθούν στα επόμενα κεφάλαια.

Στη διεθνή βιβλιογραφία έχουν παρουσιασθεί αρκετές σχολές σκέψης ή θεωρίες που προσπαθούν να απαντήσουν στα βασικά ερωτήματα:

- Ποιος και πως διοικεί την εταιρεία;
- Πως θα μειωθούν οι άτυπες συγκρούσεις και τριβές εντός της εταιρίας;
- Ποιο σύστημα διοίκησης και οργάνωσης μεγιστοποιεί τα αποτελέσματα της εταιρίας;
- Ποιοι είναι οι μηχανισμοί ΕΔ που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν και ποιοι οι περιορισμοί τους και οι δυνατότητές τους;
- Ποια είναι τα όρια της εταιρίας;

Ερωτήματα όπως τα παραπάνω, προβλημάτισαν την ακαδημαϊκή κοινότητα και τους επαγγελματίες του κλάδου έντονα. Από τους προβληματισμούς και τον διάλογο τις τελευταίες δεκαετίες προέκυψαν συγκροτημένες σχολές σκέψης.

Στις επόμενες παραγράφους παρουσιάζονται τα βασικά σημεία κάθε σχολής. Από όλες τις σχολές οι βασικότερες, όσον αφορά την συχνότητα εμφάνισης στα διεθνή επιστημονικά περιοδικά και συνέδρια, αλλά και όσον αφορά την πρακτική θέση και στάση που υιοθετούν οι ίδιες οι εταιρίες είναι η θεωρία της αντιπροσώπευσης (agency theory), η θεωρία των ενδιαφερομένων μερών (stakeholder) και η θεωρία της εποπτείας. Στην παρουσίαση των θεωριών, πλην των πρώτων δύο, που θα γίνει στις επόμενες παραγράφους η ανάλυση τους θα γίνει συγκριτικά με τις δύο πρώτες.

2.1.1. Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency theory)

Η θεωρία της αντιπροσώπευσης προσδιορίζει την επιχείρηση σαν ένα πλέγμα συμβολαίων ανάμεσα στους μετόχους, τους εργαζομένους, τους προμηθευτές, τους πελάτες, αλλά και όλους όσους επηρεάζονται από την λειτουργία της επιχείρησης έμμεσα ή άμεσα. Η θεωρία της αντιπροσώπευσης σχετίζεται με την δυνατότητα των μετόχων να βεβαιωθούν ότι οι αντιπρόσωποί τους εκπληρώνουν τις υποχρεώσεις που τους έχουν αναθέσει. Η ευαισθησία τους στο θέμα αυτό πηγάζει από το γεγονός ότι οι μελλοντικές τους απαιτήσεις - ως μετόχων - από την εταιρεία θα ικανοποιηθούν τελευταίες – αφού πρώτα έχουν ικανοποιηθεί οι

απαιτήσεις όλων των άλλων (εργαζόμενοι, φόροι, πιστωτές κλπ) (Shleifer & Vishny, 1997).

Πρώτοι οι Berle & Means (1932) περιέγραψαν τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας (ownership) και του ελέγχου (control) που είναι υπαρκτή στην διοικητική και οργανωτική δομή των σύγχρονων μεγάλων επιχειρήσεων (corporations). Συγκεκριμένα, προσδιόρισαν τρεις βασικές λειτουργίες που παραδοσιακά αφορούσαν τον ιδιοκτήτη μιας επιχείρησης: α) το ενδιαφέρον για την εξέλιξη της επιχείρησης, β) τη δύναμη πάνω στην επιχείρηση και γ) την εκτελεστική απόφαση όσον αφορά την επιχείρηση (Berle & Means 1932). Μέσα στην εταιρική οργανωτική και διοικητική δομή, αυτές οι λειτουργίες μπορούν να χωριστούν, δημιουργώντας τις προϋποθέσεις και τις δυνατότητες για συγκρούσεις συμφερόντων και ταυτόχρονα την ανάγκη για τη δημιουργία δομών σωστής εταιρικής διακυβέρνησης.

Μια από τις συγκρούσεις που εξετάστηκαν συγκεκριμένα από τους Berle & Means ήταν η πιθανή σύγκρουση μεταξύ των μετόχων και των εχόντων την διοικητική και διαχειριστική ευθύνη (management). Όταν το ιδιοκτησιακό καθεστώς μιας επιχείρησης είναι διαμοιρασμένο σε πολλούς μετόχους, τότε ο έλεγχος της εταιρίας στηρίζεται συχνά στους έχοντες την διαχειριστική ευθύνη, οι οποίοι έχουν ένα αναλάβει το καθήκον αυτό απέναντι στην εταιρία και έμμεσα στους μετόχους (Berle & Means 1932).

Η θεωρία της αντιπροσώπευσης (agent theory) εξετάζει την επιχείρηση ακριβώς υπό το πρίσμα της σύγκρουσης των δύο αυτών μερών. Από την μία πλευρά είναι οι ιδιοκτήτες (shareholders) του περιουσιακού στοιχείου (asset) και από την άλλη οι αντιπρόσωποί τους (agents), στους οποίους οι πρώτοι παραχωρούν τον έλεγχο και την αξιοποίηση του περιουσιακού αυτού στοιχείου, έναντι προσυμφωνημένης αμοιβής. Οι αντιπρόσωποι είναι τα ανώτατα διοικητικά στελέχη (top managers) που έχουν τις εξειδικευμένες γνώσεις και ικανότητες για την βέλτιστη αξιοποίηση του περιουσιακού στοιχείου, τις οποίες δεν έχουν οι εντολείς τους (shareholders).

Επομένως, τα ανώτατα στελέχη είναι σε θέση να υλοποιούν αποφάσεις που επηρεάζουν την αξία άρα και τις αποδόσεις που απολαμβάνουν οι ιδιοκτήτες από την χρήση του περιουσιακού στοιχείου – συντελεστή παραγωγής. Μεταξύ των δύο αυτών μερών δημιουργείται μια σχέση αντιπροσώπευσης (agency relationship) η οποία ορίζεται ως “ένα συμβόλαιο όπου ένα ή περισσότερα άτομα (principals), προσλαμβάνουν ένα αντιπρόσωπο (agent) για να τους παρέχει υπηρεσίες, που περιλαμβάνει και την μεταβίβαση ορισμένων αρμοδιοτήτων λήψεως αποφάσεων” (Jensen & Meckling, 1976)

Οι συγκρούσεις μεταξύ των ανώτατων διευθυντών και των μετόχων, όταν οι πρώτοι ενεργούν προς όφελος προσωπικών ενδιαφερόντων και να παραβαίνουν τις υποχρεώσεις τους απέναντι στην επιχείρηση, σύμφωνα με την υπάρχουσα βιβλιογραφία σχετικά με την θεωρία της αντιπροσώπευσης, μπορεί να οδηγήσουν σε σημαντικές οικονομικές απώλειες όσον αφορά

τόσο τον πλούτο των μετόχων αλλά και την αξία της εταιρίας (Fama (1980), Fama & Jensen (1983), Jensen & Meckling (1976), Williamson (1988)).

Αυτές οι οικονομικές απώλειες μπορεί να είναι το αποτέλεσμα των καιροσκοπικών ενεργειών των διοικούντων διευθυντών που ξοδεύουν πόρους της εταιρίας προς ίδιο όφελος, ή μπορούν να είναι το αποτέλεσμα κακής διαχείρισης με συνέπεια την μη επίτευξη του εταιρικού στόχου δηλαδή την μεγιστοποίηση των κερδών. (Alchian & Demsetz (1972), Jensen & Meckling (1976)).

Παρόλο αυτούς τους κινδύνους κακής διαχείρισης ο έλεγχος των επιχειρήσεων συνεχίζει να είναι στα χέρια μιας μικρής ομάδας διευθυντών αφού θεωρείται ότι είναι πιο αποτελεσματικός και αποδοτικός από το να είναι στο σύνολο των μετόχων (Alchian & Demsetz 1972). Λαμβάνοντας υπόψη τις αδυναμίες που δημιουργούνται σε μια επιχείρηση από το χωρισμό της ιδιοκτησίας και του ελέγχου, ακαδημαϊκοί και ερευνητές έχουν προσδιορίσει οργανωτικές δομές που είναι ικανές να ελέγξουν τις ενέργειες των διοικούντων ώστε να περιορίσουν τις απώλειες λόγω κακής διαχείρισης και να εξασφαλίσουν έτσι την βιωσιμότητα της επιχείρησης. Οι δομές αυτές αφορούν τόσο την σύνθεση του Δ.Σ. και των διάφορων επιτροπών του όσο και τους μηχανισμούς ελέγχου που πρέπει να υπάρχουν σε μία επιχείρηση.

2.1.2. Θεωρία Ενδιαφερομένων Μερών (Stakeholder Θεωρία)

Η θεωρία ενδιαφερομένων μερών άρχισε να εξελίσσεται σταδιακά από τα μέσα της δεκαετίας του 1970. Η κύρια ανάγκη για τη διαμόρφωση της συγκεκριμένης θεωρίας προήλθε από την αναγνώριση της μεγάλης σημασίας των επιρροών, της αλληλεξάρτησης και της δύναμης της εταιρίας από το εσωτερικό καθώς και το εξωτερικό περιβάλλον της. Μια δεύτερη αίτια που οδήγησε στη διαμόρφωση της θεωρίας αυτής είναι ότι ορισμένοι από τους μηχανισμούς της εταιρικής διακυβέρνησης που αναφέρθηκαν προηγουμένως ήταν αναποτελεσματικοί.

Η θεωρία ενδιαφερόμενων μερών έχει αντίθετα χαρακτηριστικά απ' ότι εκείνα της θεωρίας αντιπροσώπευσης. Η πρώτη λαμβάνει υπόψη της ένα ευρύτερο φάσμα εμπλεκόμενων πλευρών περισσότερο, παρά την εστίαση στους μετόχους. Συνέπεια της εστίασης στους μετόχους είναι ότι η διατήρηση της αξίας των μετοχών είναι επιτακτικής σημασίας, ενώ όταν αναφέρεται σε ένα ευρύτερο φάσμα ενδιαφερόμενων πλευρών λαμβάνονται υπόψη κατά κύριο λόγο οι υπάλληλοι, οι πελάτες, οι προμηθευτές, οι πιστωτές, η κυβέρνηση και η τοπική κοινωνία. Αυτό σημαίνει ότι η εστίαση στους μετόχους από αυτονόητη μετατρέπεται σε ελάχιστος σημασίας.

Ο όρος 'ενδιαφερόμενο μέρος' πρωτοεμφανίστηκε το 1963 και αρχικός ορισμός του ήταν 'η/οι ομάδα/ες αυτές που χωρίς την υποστήριξη τους ο οργανισμός θα σταματούσε τη λειτουργία του'. Ο Freeman όμως στο έργο του το 1984 θεωρώντας ότι ο ορισμός αυτός έχει διευρυνθεί σημαντικά τον διαφοροποίησε, αναφέροντας ότι τα ενδιαφερόμενα μέρη πλέον είναι όλοι εκείνοι που επηρεάζουν, είτε επηρεάζονται από τα αποτελέσματα και

τους στόχους ενός οργανισμού. Η διεύρυνση όμως του ορισμού και οι δυσκολίες που παρουσίαζε εν γένει η θεωρία αποτέλεσε μεγάλο αντικείμενο συζήτησης για πολλά έτη μεταξύ των ακαδημαϊκών. Η αντιπαράθεση ήταν κυρίως για το ποια ενδιαφερόμενα μέρη θα είχαν το δικαίωμα να απαιτήσουν τη συμμετοχή στη διοίκηση ή την επίδραση στη διαμόρφωση των στρατηγικών στόχων καθώς και το καθορισμό των ορίων της εταιρίας.

Οι (Mayer & Franks, 1994) έδωσαν τη λύση σε αυτή την αντιπαράθεση προσδιορίζοντας τα 'εσωτερικά μέρη' δηλαδή τους μεγάλους μετόχους και τα μέλη της οικογένειας. Από την άλλη πλευρά τα 'εξωτερικά μέρη' ήταν για παράδειγμα τα επαγγελματικά στελέχη και τα ενδιαφερόμενα μέρη και ανάλογα με την επίδραση που ασκούσαν τους κατηγοριοποίησαν στα αντίστοιχα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης.

Μια άλλη σημαντική εξέλιξη έφερε στην επιφάνεια ο Jensen με το έργο του το 2001, υποδεικνύοντας ότι η κλασική θεωρία ενδιαφερομένων μερών αμφισβητεί ότι οι διευθυντές μιας επιχείρησης θα έπρεπε να λαμβάνουν υπόψη τα συμφέροντα όλων των ενδιαφερομένων μερών σε αυτή καθώς οι θεωρητικοί δεν εξέφραζαν σαφή άποψη για το κατά πόσο οι συμβιβασμοί των ενδιαφερομένων μερών όσον αφορά τα συμφέροντα τους θα επιτυγχάνονταν. Αυτό οφείλετο στη μη ύπαρξη μετρήσιμων στόχων και προοπτικών και είχε ως αποτέλεσμα οι μάνατζερ να μην είναι σε θέση να ελέγχονται για τις όποιες πράξεις τους (Jensen, 2001). Παρ' όλα αυτά ο Jensen ήταν υπέρ της μεγιστοποίησης της αξίας των μετοχών, διαδικασία πανομοιότυπη με αυτή της θεωρίας ενδιαφερομένων μερών.

Αναλυτικότερα, είναι γεγονός ότι η θεωρία ενδιαφερομένων μερών μπορεί να λάβει πολλούς εννοιολογικούς χαρακτηρισμούς και αυτό οφείλεται στις πολυάριθμες κοινωνικές και οργανωτικές διαφορές που παρουσιάστηκαν. Είναι ένα πλέγμα που περικλείει θεωρίες προερχόμενες από τη παράδοση, έως την ηθική, τα οικονομικά και το δίκαιο. Η βάση της βρίσκεται στο μέγεθος των εταιριών που είναι όλο και μεγαλύτερο και την άρρηκτα συνδεδεμένη σχέση που έχουν με τη κοινωνία κάτι που σημαίνει ότι πρέπει να είναι υπόλογοι όχι μόνο στα ενδιαφερόμενα μέρη αλλά και σε όλους τους τομείς της κοινωνίας. Ένα σημαντικό στοιχείο που είναι κοινό σε όλους τους ορισμούς που δόθηκαν στη θεωρία ενδιαφερομένων μερών είναι ότι έχει να κάνει με το 'εξωτερικό' μέρος και τη σχέση της εταιρίας εν γένει, με αυτό. Δεν είναι μόνο τα ενδιαφερόμενα μέρη που επηρεάζονται από τις εταιρίες αλλά και αυτά την επηρεάζουν αντίστοιχα, κατά κάποιο τρόπο.

Πολλοί υποστηρικτές της θεωρίας ενδιαφερομένων μερών θεωρούν ότι πέρα από τους μετόχους, υπαλλήλους, πελάτες κλπ που αναφέρθηκαν παραπάνω θα έπρεπε να συμπεριληφθούν σε αυτούς και το περιβάλλον ή ακόμη και οι επόμενες γενεές. Η σχέση μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών και της εταιρίας είναι μια σχέση ανταλλαγής, όπου η ομάδα των ενδιαφερομένων μερών προμηθεύει τις εταιρίες συνεισφέροντας κατ' οιοδήποτε τρόπο περιμένοντας την ίδια στιγμή να ικανοποιηθούν τα συμφέροντα τους. Στενά συνδεδεμένη με τη θεωρία ενδιαφερομένων μερών είναι η εταιρική κοινωνική ευθύνη η οποία μεταβάλλεται σε ολοένα και περισσότερο σημαντικό ζήτημα για τις επιχειρήσεις στο σημερινό ασταθές

κοινωνικό και πολιτικό περιβάλλον. Ολοένα και περισσότερες εταιρίες αναλαμβάνουν να βελτιώσουν τις συμπεριφορές τους απέναντι στα ενδιαφερόμενα μέρη λειτουργώντας με ένα κοινωνικά περισσότερο υπεύθυνο τρόπο. Αυτή τους η δράση προέρχεται από τη πίστη ότι οι εταιρίες έχουν την ηθική υποχρέωση να λειτουργούν με απόλυτα ηθικό τρόπο. Επί του πρακτέου αυτό σημαίνει ότι οι εταιρίες θα πρέπει να συμπεριφέρονται με τρόπο κοινωνικά υπεύθυνο, εξυπηρετώντας τα συμφέροντα όλων των ενδιαφερομένων μερών. Οι Jones και Quinn στο έργο τους το 1995 παρέθεσαν τέσσερα ισχυρά επιχειρήματα όσον αφορά τις αρχές ηθικής που θα έπρεπε να τηρούνται για να εφαρμόζεται σωστά η θεωρία. Αυτές ήταν: να αποφεύγονται τα ψέματα, να γίνεται σεβαστή η αυτονομία όλων, να τηρούνται οι συμφωνίες και τέλος να αποφεύγονται οι επιζήμιες πράξεις έναντι των υπολοίπων. Πάνω σε αυτές τις αρχές βασίστηκε η δημιουργία του όρου 'ηθική του αντιπροσώπου', οπου πλέον θα έπρεπε ο αντιπρόσωπος πρωτίστως να εκτελεί τα καθήκοντα του με τρόπο ηθικό και έπειτα αφού τηρεί αυτή τη δέσμευση να στραφεί στο στόχο του που είναι η μεγιστοποίηση της απόδοσης των επενδύσεων (Jones & Quinn, 1995).

2.1.3. Θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας (Stewardship theory)

Η θεωρία της εποπτείας έχει σημαντικές διαφορές με την θεωρία της αντιπροσώπευσης. Η σημαντικότερη από όλες είναι ότι αναγνωρίζει άλλα, πλην του καιροσκοπισμού, κίνητρα για τις ενέργειες των στελεχών (Davis et al., 1997; Donaldson και Davis, 1991). Η θεωρία της επιμελητείας (stewardship) υπονοεί ότι δεν υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των στελεχών-αντιπροσώπων και των ιδιοκτητών-εντολέων και για να είναι επιτυχής μία οργάνωση απαιτείται μία δομή στην οποία να επιτρέπεται ο συντονισμός να γίνεται περισσότερο αποδοτικά (Dulewicz και Herbert, 2004). Η άποψη ότι τα στελέχη μπορεί να κινούνται από άλλα κίνητρα, πλην των οικονομικών, δίνει έμφαση στα στοιχεία της ευθύνης και των ηθικών κινήτρων. Όπως ο Donaldson (1990, σελ. 375) υποστηρίζει τα στελέχη κινητοποιούνται «από μία ανάγκη να επιτύχουν, να απολάβουν την ικανοποίηση που ενσωματώνεται από την επιτυχή εκτέλεση των εγγενώς προκλητικών εργασιών, να ασκήσουν ευθύνη και εξουσία και να αποκτήσουν αναγνώριση από τους συναδέλφους τους και τα αφεντικά».

Το μεγάλο πρόβλημα που θέτει η θεωρία της επιμελητείας είναι το πρόβλημα της σχεδίασης μίας οργανωτικής δομής που να διευκολύνει τα ευθυγραμμισμένα με τα συμφέροντα των μετόχων στελέχη να μεγιστοποιήσουν την ευχέρεια λήψης απόφασης και ανάληψης δράσης από τα στελέχη, έτσι ώστε αυτά να επιτύχουν τους εταιρικούς στόχους (Chitayat, 1985; Donaldson και Davis, 1991). Έτσι, ο έλεγχος και η εποπτεία, που παίζουν σημαντικό ρόλο στις άλλες θεωρίες, στην θεωρία της επιμελητείας δεν έχουν την ίδια σημαντικότητα. Ενώ στην θεωρία της αντιπροσώπευσης το βασικό πρόβλημα είναι η ευθυγράμμιση των συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των στελεχών και στην θεωρία των ενδιαφερομένων μερών, η αναζήτηση της ισορροπίας μεταξύ των συμφερόντων όλων των μερών, στην θεωρία της επιμελητείας τα προβλήματα αυτά σε μεγάλο βαθμό απουσιάζουν

και το πρόβλημα της ΕΔ θα λυθεί εάν ενδυναμωθούν τα στελέχη (Donaldson και Davis, 1991).

Κεντρικό ρόλο στην θεωρία αυτή, για την άσκηση της εποπτείας και της παρακολούθησης του έργου των στελεχών, έχει το Διοικητικό Συμβούλιο (Hung, 1998; Stiles, 2001). Μία ακόμη διαφορά είναι ότι προτείνει το συμβούλιο να μην απαρτίζεται από ανεξάρτητα και μη εκτελεστικά μέλη, αλλά περισσότερο από εκτελεστικά μέλη ή μέλη που έχουν άμεση σχέση με την εταιρία γιατί έτσι επιτυγχάνεται ο «εμπλουτισμός» των γνώσεων και δεξιοτήτων, αλλά ακόμη και της σύνδεσης – πίστης με την εταιρία, που απαιτούνται για την επιτυχία στο στρατηγικό επίπεδο (Muth and Donaldson, 1998).

Το κύριο πλεονέκτημα της θεωρίας της επιμελητείας είναι ότι δεν παρουσιάζει το κενό της θεωρίας της αντιπροσώπευσης, όσον αφορά τα κίνητρα συμπεριφοράς των στελεχών και ότι λαμβάνει υπόψη της την κουλτούρα της επιχείρησης, ως παράγοντα επηρεασμού της συμπεριφοράς και της απόδοσης των στελεχών. Με αυτό τον τρόπο δεν υπάρχει ο ηθικός κίνδυνος, αφού το στέλεχος θα προσπαθήσει να εκτελέσει όσο καλύτερα μπορεί τα καθήκοντά του, αλλά ούτε και το πρόβλημα της επιζήμιας επιλογής διότι από την φύση του το στέλεχος θα εκτελέσει τα καθήκοντά του και μάλιστα όσο καλύτερα μπορεί.

Η θεωρία της επιμελητείας αντίθετα με την θεωρία των ενδιαφερομένων μερών, δίνει μεγαλύτερη έμφαση στην εμπιστοσύνη και στα άτυπα-μη ρητά συμβόλαια ως μηχανισμούς ΕΔ. Τα σαφή – θεσμικά κατοχυρωμένα συμβόλαια, θεωρείται ότι περιορίζουν σημαντικά την ευελιξία των στελεχών να δράσουν. Αν και πιο νέα, η θεωρία της επιτροπείας είναι από τις θεωρίες που δεν έχουν τύχει σημαντικής αποδοχής από την ακαδημαϊκή, αλλά περισσότερο από την νομοπαρασκευαστική και ρυθμιστική-εποπτική κοινότητα. Η πρώτη αιτία εδράζεται κυρίως στο γεγονός ότι με βάση αυτή την θεωρία δεν απαιτείται καμία ρύθμιση ή νομοθετική παρέμβαση στον τρόπο διακυβέρνησης των εταιριών. Η δεύτερη αιτία είναι ότι η θεωρία απορρίπτει το γεγονός ότι η κύρια κινητήρια δύναμη των στελεχών-αντιπροσώπων είναι οι οικονομικές τους απολαβές. Η τρίτη αιτία είναι ότι αναγνωρίζει ως τον μοναδικά αποτελεσματικό μηχανισμό εποπτείας το Διοικητικό Συμβούλιο. Η κριτική που ασκείται στα Δ.Σ. και την απορύθμιση των αγορών συμπεριλαμβάνει και την θεωρία της επιμελητείας.

Αν και η οπτική γωνία της θεωρίας, όσον αφορά τα κίνητρα των αντιπροσώπων και την ευθυγράμμιση των συμφερόντων είναι ενδιαφέρουσα, η θεωρία της επιμελητείας δεν μπορεί να εξηγήσει τα φαινόμενα κακοδιαχείρισης διαφθοράς ή ηθικής κατάπτωσης που παρουσιάστηκαν τα τελευταία δέκα έτη. Το γεγονός, όμως, που πραγματικά μειώνει την αξία της θεωρίας αυτής είναι ότι δεν μπορεί να προτείνει μία εναλλακτική πρακτική λύση. Για αυτό η θεωρία της επιμελητείας μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως αναλυτικό εργαλείο και μόνο.

2.1.4. Θεωρία της Ηγεμονίας της Διοίκησης (Managerial hegemony theory)

Μία από τις σημαντικότερες θεωρίες που δεν έχουν τύχει όμως ιδιαίτερης προσοχής είναι αυτή της Ηγεμονίας της Διοίκησης. Η θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης (Mace, 1971; Vance, 1983; Lorsch and MacIver, 1989) ή των στελεχών υποστηρίζει ότι οι οργανωσιακές δομές, οι δομές μεταβίβασης εξουσίας, ελέγχου και εποπτείας έχουν στην ουσία ατονήσει ή έχουν μειωμένη αποδοτικότητα και οδηγεί στην ηγεμονία των στελεχών. Αυτό είναι το αποτέλεσμα της ανεπάρκειας της σχέσης αντιπροσώπευσης και της επιχειρησιακής ηθικής να επιβάλλουν κανόνες που να διευκολύνουν τα άλλα ενδιαφερόμενα μέρη και ακόμη περισσότερο τους μετόχους να αναλάβουν τα καθήκοντά τους, δηλαδή τις υποχρεώσεις τους και τα δικαιώματά τους. Η έλλειψη κινήτρου για την ανάληψη καθηκόντων από τους μετόχους της εταιρίας, που θεωρούνται ότι είναι το κύριο ενδιαφερόμενο μέρος, έχει ως αποτέλεσμα την αποδυνάμωση της στρατηγικής τους συμμετοχής και υιοθέτηση της στρατηγικής της πίστης ή αυτής της εξόδου από την επιχείρηση (Gunther, 2002; Monks, 2002b, Kostant, 1999).

Μία ακόμη επιλογή είναι η εναπόθεση των ελπίδων των μετόχων και των άλλων ενδιαφερομένων μερών στην νομική κατοχύρωση των δικαιωμάτων τους μέσω του σχεδιασμού και της επιβολής διαδικασιών ελέγχου και εποπτείας. Όμως «η διαδικασία έχει υπερισχύσει έναντι της κοινής λογικής και ο αποτέλεσμα είναι η ηγεμονία του Διευθύνοντα Συμβούλου που προμηνύει σημαντικές αλλαγές στον ρόλο των επιχειρήσεων στην κοινωνία» (Monks, 2002). Οι μέτοχοι αποδεδμεύονται από την ιδιοκτησία τους και αυτό οδηγεί στην έλλειψη πραγματικού ελέγχου.

Σύμφωνα με τους Kavin και Kiel (2004) τα θεσμοθετημένα όργανα ελέγχου και σχεδιασμού στρατηγικής, όπως είναι αυτό του Διοικητικού Συμβουλίου είναι μία νομική φαντασία που κυριαρχείται από τα στελέχη. Τα Διοικητικά Συμβούλια που κυριαρχούνται από τα επαγγελματικά στελέχη δεν είναι σε θέση, λόγω της σύγκρουσης των συμφερόντων και της ταύτισης του ρόλου του ελεγχόμενου με του ελεγκτή, να δημιουργήσουν προϋποθέσεις περιορισμού της ευχέρειας των στελεχών για την λήψη δράσης που να αντιβαίνει στα συμφέροντα των μετόχων. Για αυτό και περιορίζονται σε έναν παθητικό ρόλο επιβεβαίωσης των αποφάσεων που έχουν ληφθεί από άλλα όργανα της εταιρίας, θεσμοθετημένα και μη.

Η θεωρία αυτή έρχεται σε σύγκρουση και με την θεωρία των ενδιαφερομένων μερών. Υποστηρίζει ότι δεν υπάρχει «εταιρική δημοκρατία», αλλά μέσα από τις συγκρούσεις συμφερόντων προκύπτει μία ηγεμονεύουσα ομάδα. Η ομάδα αυτή συγκεντρώνει όλα τα πλεονεκτήματα (πληροφορία, γνώση των λειτουργιών και των εργασιών, κίνητρο για συμμετοχή στην διοίκηση, γνώση του περιβάλλοντος, κλπ.)

Ενδείξεις της ηγεμονίας των επαγγελματικών στελεχών (διοίκησης) είναι τα φαινόμενα της εξαπάτησης και του επενδυτικού κοινού και της ρευστοποίησης εκατομμυρίων δολαρίων σε μετοχές, δικαιώματα

προαίρεσης, κοκ. από ανώτατα στελέχη εταιριών λίγο πριν από την κατάρρευσή τους (για την παρουσίαση τέτοιων περιπτώσεων, όπως αυτές της Global Crossing και της Enron βλ. Gunther, 2002). Η δυνατότητα ελέγχου της πληροφορίας, των διαδικασιών εντός της επιχείρησης και της έλλειψης αποτελεσματικού εσωτερικού και εξωτερικού ελέγχου οδήγησε σε αυτά τα φαινόμενα.

Η σημασία αυτής της θεωρίας έγκειται στο γεγονός ότι οι νομοθέτες, παγκοσμίως, αναγνώρισαν την ερμηνευτική της δύναμη και υιοθέτησαν πολλές από τις προτάσεις που αυτή προέβαλε ως αντιστάθμισμα στην ηγεμονία των επαγγελματικών στελεχών. Η τοποθέτηση ικανού αριθμού ανεξαρτήτων μελών στο Δ.Σ. που έχει τύχει σχεδόν παγκόσμιας αποδοχής ως καλή πρακτική ΕΔ είναι μία από τις αποδείξεις της επιρροής της θεωρίας αυτής.

Η θεωρία της ηγεμονίας των στελεχών εστιάζει την προσοχή της σε ένα πρόβλημα που αφορά την ΕΔ των χωρών που ανήκουν στο αγγλοσαξονικό μοντέλο ΕΔ. Στις υπόλοιπες χώρες οι μέτοχοι, τουλάχιστον οι κύριοι μέτοχοι και οι θεσμικοί, συμμετέχουν ενεργά στην διοίκηση της εταιρίας. Τέλος, δίνει έμφαση στα ασαφή συμβόλαια ως μηχανισμό ΕΔ, διότι αυτά μπορούν να συμπεριλάβουν, ευέλικτα και δυναμικά, τις κοινωνικές και ανθρώπινες σχέσεις και εστιάζουν περισσότερο στην ουσία παρά στον τύπο.

Οι λόγοι που οδήγησαν στην υποβάθμιση της θεωρίας αυτής είναι:

- Η οξύτητα της σύγκρουσης μεταξύ της θεωρίας της αντιπροσώπευσης και αυτής των ενδιαφερομένων μερών.
- Η σύγκρισή της με αυτή της θεωρίας της αντιπροσώπευσης, με την οποία παρουσιάζει αρκετές ομοιότητες.
- Το γεγονός ότι αναπτύχθηκε κατά το χρονικό διάστημα που αδιαμφισβήτητος ηγέτης στην θεωρία ήταν η φιλελεύθερη σχολή σκέψης που προέβαλε έντονα της θεωρία της αντιπροσώπευσης.
- Εστιάζει περισσότερο στο αποτέλεσμα της σχέσης αντιπροσώπευσης των μετόχων από τα επαγγελματικά στελέχη και όχι στην σχέση αυτή καθαυτή.

2.2. Δομές και Μηχανισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης

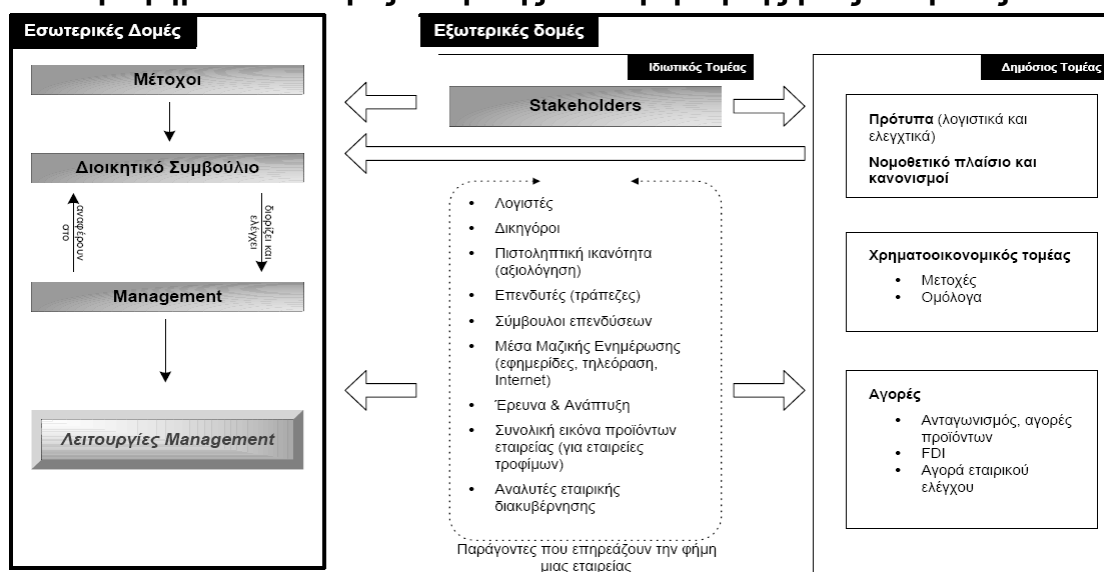
Όπως έχει ήδη αναφερθεί η εταιρική διακυβέρνηση ασχολείται με την εξεύρεση μηχανισμών που θα διασφαλίσουν τους μετόχους – επενδυτές μιας επιχείρησης, ότι θα αποκομίσουν ικανοποιητικές αποδόσεις για τα κεφάλαια που τοποθέτησαν στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης. Η ύπαρξη ικανών μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης δημιουργεί τις

συνθήκες για την εμπέδωση κλίματος εμπιστοσύνης μεταξύ των μετόχων – επενδυτών και της διεύθυνσης της επιχείρησης, που διευκολύνει την εξεύρεση κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις και άρα και την πραγματοποίηση επενδύσεων.

Οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης που υιοθετεί μια επιχείρηση ή υποχρεώνεται νομικά να εφαρμόσει, επηρεάζονται από εσωτερικούς παράγοντες και δομές, που επιβάλλονται από την εσωτερική οργάνωση και δομή της εταιρείας, και από εξωτερικούς που επιβάλλονται από τις συνθήκες του οικονομικού περιβάλλοντος στο οποίο δραστηριοποιείται η εταιρεία. Οι εσωτερικές δομές οργάνωσης αναφέρονται στους μηχανισμούς εκείνους που λειτουργούν στο εσωτερικό της επιχείρησης. Οι μέτοχοι είναι στην κορυφή της πυραμίδας, μέσω της γενικής συνέλευσης των μετόχων. Εκλέγουν τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, και αποφασίζουν τη στρατηγική της επιχείρησης σε σημαντικά θέματα (εταιρικά γεγονότα) όπως συγχωνεύσεις – εξαγορές, αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, στρατηγικές συμμαχίες, αμοιβές διοικητικού συμβουλίου κλπ. Οι εξωτερικές δομές και μηχανισμοί που επηρεάζουν μια εταιρεία αναφέρονται τόσο στον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας όσο και στο δημόσιο. Στον ιδιωτικό τομέα κυρίαρχη θέση κατέχουν οι παράγοντες που επηρεάζουν την φήμη μιας εταιρείας (*reputational agents*), και οι συμμετοχοί – εμπλεκόμενα μέρη, ενώ στο δημόσιο τομέα περιλαμβάνεται το νομικό και θεσμικό πλαίσιο, αλλά και οι αγορές κεφαλαίων.

Σκοπός των δομών και των μηχανισμών είναι η άμβλυση της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και της διοίκησης της εταιρείας, μέσω του αποτελεσματικότερου ελέγχου των στελεχών αλλά και των ιδιοκτητών της, και συνεπώς η μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης, που δημιουργείται από το διαχωρισμό ιδιοκτησίας – ελέγχου, και άρα η αύξηση της αποδοτικότητας της εταιρείας.

Γράφημα 2. Οι δομές εταιρικής διακυβέρνησης μίας εταιρείας



Πηγή: Muir, R., & Saba, J. P. (1995). *Improving state enterprise performance: The role of internal and external incentives* (Vol. 23). World Bank Publications.

Ο Jensen (1993) επισημαίνει και αυτός τέσσερις κατηγορίες μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης οι οποίοι περιλαμβάνονται και στο προηγούμενο διάγραμμα. Συγκεκριμένα διακρίνει τους :

1. Νομικούς και θεσμικούς μηχανισμούς.
2. Μηχανισμούς εσωτερικού ελέγχου.
3. Μηχανισμούς εξωτερικού ελέγχου,
4. Μηχανισμούς που έχουν να κάνουν με τη λειτουργία και τον ανταγωνισμό των αγορών προϊόντων.

Οι Agrawal και Knoeber (1996), εξειδικεύουν τα παραπάνω αναφέροντας μια σειρά από 7 σημαντικούς μηχανισμούς μείωσης του κόστους αντιπροσώπευσης, τους οποίους και συσχετίζουν με την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης. Αυτοί είναι οι εξής:

1. Πακέτα μετοχών σε διευθυντές – στελέχη (διευθυντική ιδιοκτησία - managerial ownership)
2. Ύπαρξη μεγαλομετόχων.
3. Θεσμικοί επενδυτές, ασφαλιστικά ταμεία, τράπεζες κλπ.
4. Ποσοστό ανεξάρτητων διευθυντών στο διοικητικό συμβούλιο
5. Αγορά εργασίας των managers
6. Αγορά εταιρικού ελέγχου
7. Δανεισμός από τράπεζες (debt).

Στην συνέχεια αναλύονται οι κύριοι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης που αναφέρονται στη βιβλιογραφία και θα παρουσιαστούν οι τρόποι με τους οποίους συμβάλλουν στην επίλυση του προβλήματος αντιπροσώπευσης, την μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης (*agency cost*) και την αύξηση της αποδοτικότητας της εταιρείας μέσα από την εύρυθμη λειτουργία της.

2.2.1. Ύπαρξη μεγαλομετόχου – μεγαλομετόχων (blockholders)

Τα πλεονεκτήματα της ύπαρξης μεγαλομετόχων σε μια εταιρεία, πηγάζουν από την παραδοχή ότι λόγω του ύψους των κεφαλαίου που έχουν επενδύσει θα έχουν τα κίνητρα και τη δύναμη να προασπίσουν τα συμφέροντα τους, εξασφαλίζοντας τις αποδόσεις που προσδοκούν από την επένδυσή τους.

Η συγκέντρωση ιδιοκτησίας σε λιγότερα άτομα μπορεί να δώσει λύση στο πρόβλημα της συγκέντρωσης υπολειμματικών δικαιωμάτων ελέγχου (*residual control rights*), στους διευθυντές. Οι μέτοχοι μπορούν να ελέγξουν αποτελεσματικότερα τα στελέχη τους, καθώς έχουν την προσδοκία σημαντικών κερδών από την συμμετοχή τους στην διακυβέρνηση της επιχείρησης, λόγω του υψηλού ποσοστού συμμετοχής τους στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας. Εμπειρικές μελέτες (Yafeh και Yosha, 2003) δείχνουν τον περιορισμό της διακριτικής ευχέρειας που έχουν οι διευθυντές στην επιλογή δαπανηρών στρατηγικών που δεν αποδίδουν ανάλογα

αποτελέσματα, όπως διαφήμιση, έρευνα και ανάπτυξη (*sunk costs*), λόγω της ύπαρξης ατόμων με σημαντική συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης.

Υπάρχει όμως ο κίνδυνος οι μεγαλομέτοχοι να εξαναγκάσουν τους διευθυντές στην λήψη αποφάσεων, εις βάρος των μικρότερων μετόχων (μειοψηφίας). Προκειμένου οι διευθυντές, να έχουν ευνοϊκότερη αντιμετώπιση από τους μεγαλομετόχους της εταιρείας και να διασφαλίσουν την θέση τους, ευθυγραμμίζονται με τις θέσεις των μεγαλομετόχων. Αυτό ενισχύεται στις περιπτώσεις όπου οι μεγαλομέτοχοι κατέχουν μετοχές με αυξημένα δικαιώματα ψήφου, ή μέσω του ελέγχου της εταιρείας με πυραμιδοειδείς δομές. Η ύπαρξη μεγαλομετόχων οδηγεί τους μικρούς μετόχους να απέχουν από την ενεργή διακυβέρνηση της εταιρείας με το σκεπτικό ότι οι μεγαλομέτοχοι θα ασκήσουν αυτό το ρόλο, και άρα θα επωφεληθούν από τις πράξεις τους χωρίς οι ίδιοι να υποστούν το κόστος της επίβλεψης της διοίκησης. Σε αρκετές περιπτώσεις αυτή η συμπεριφορά των μικρομετόχων, οδηγεί στην εκμετάλλευση τους από τους μεγαλομετόχους, οι οποίοι προωθούν τα συμφέροντα τους εις βάρος των συμφερόντων των πρώτων. Ο βαθμός εκμετάλλευσης των μικρομετόχων από τους μεγαλομετόχους ως απώλεια πλούτου από τους πρώτους, παρά τη σημασία της από κοινωνική και οικονομική άποψη δεν έχει τύχει της ανάλογης προσοχής σε ερευνητικό επίπεδο. Οι σχετικές έρευνες εξετάζουν τη σχέση μεταξύ της αποδοτικότητας της εταιρείας και της ιδιοκτησίας της, ενώ κύριο χαρακτηριστικό της πλειοψηφίας των σχετικών ερευνών, είναι ότι αναφέρονται στις Η.Π.Α., γεγονός που αποτελεί ένδειξη του βαθμού σημαντικότητας που προσδίδεται στην εταιρική διακυβέρνηση στην Αμερική.

2.2.2. Ταυτότητα των μετόχων.

Η ταυτότητα των μετόχων είναι καθοριστικός παράγοντας για τον καθορισμό της συμπεριφοράς και των συμφερόντων που θα επιδιώξουν μέσα στην εταιρεία. Διαφορετικοί ιδιοκτήτες θα έχουν και διαφορετικές επιδιώξεις και απαιτήσεις για επιστροφές – αποδόσεις (*cash flow claims*), και άρα η ταυτότητα των μετόχων αποτελεί σημαντικό παράγοντα που επηρεάζει την αποδοτικότητα των εταιρειών (Gugler, 1997; Maher και Andersson, 2002).

Παράδειγμά αποτελούν οι τράπεζες, ή οι εταιρείες που έχουν μετοχές σε μια άλλη εταιρεία. Οι τράπεζες θα επιδιώξουν την αποπληρωμή των χρεών που έχει η εταιρεία προς αυτές, και ο επενδυτικός τους ορίζοντας είναι μεσο-μακροχρόνιος. Στην περίπτωση όπου ο μεγαλομέτοχος είναι εταιρεία, το πρόβλημα περιπλέκεται καθώς η εταιρεία αυτή αντιμετωπίζει και η ίδια πρόβλημα αντιπροσώπευσης (*agency problem*), το οποίο μεταφέρεται έμμεσα και στην διοίκηση της άλλης εταιρείας.

2.2.3. Διευθυντική ιδιοκτησία (managerial ownership)

Ο πιο απλός τρόπος για να επιλυθούν τα προβλήματα που δημιουργούνται από το διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου, είναι να γίνει ο ίδιος ο διευθυντής, ιδιοκτήτης συμμετέχοντας στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης. Αυτό είναι εφικτό δίνοντας στο διευθύνοντα σύμβουλο ένα μέρος του περιουσιακού στοιχείου που διαχειρίζεται και καθιστώντας ουσιαστικά μέτοχο και άρα ιδιοκτήτη – εντολέα. Οι μέτοχοι δίνουν στους διευθυντές (*managers*) ένα ποσοστό μετοχών, σαν ένα μέσο μείωσης του κόστους αντιπροσώπευσης (*agency costs*), ευθυγραμμίζοντάς τους έτσι με τα συμφέροντά τους.

Στην περίπτωση αυτή η σχέση αποδοτικότητας και διευθυντικής ιδιοκτησίας (*managerial ownership*) δεν είναι γραμμική, αλλά αναπαριστάται από μια αύξουσα στην αρχή συνάρτηση (σχέση), η οποία μετά από κάποιο ποσοστό ιδιοκτησίας γίνεται φθίνουσα (Morck κ. α., 1998; McConnell και Servaes, 1990; Himmelberg κ.α., 1999). Το μέτρο όμως δε μπορεί να εφαρμοστεί με την ίδια αποτελεσματικότητα, στην περίπτωση που ο ίδιος ο ιδιοκτήτης (μεγαλομέτοχος), ασκεί τη διεύθυνση της επιχείρησης. Το πρόβλημα της περιχαράκωσης συμφερόντων (*entrenchment*) από τους διευθυντές, υπάρχει στην περίπτωση αυτή, όπου οι μεγαλομέτοχοι ασκούν οι ίδιοι τη διοίκηση.

Ένας ακόμη τρόπος για να αντιμετωπιστούν και να περιοριστούν ωφελιμιστικές συμπεριφορές των διευθυντών, διασφαλίζοντας τη διατήρηση του συμβολαίου μεταξύ ιδιοκτητών και στελεχών, είναι η σύνδεση του ελέγχου των πράξεων και αποφάσεων των διευθυντών, αλλά και του καθορισμού των αμοιβών τους, με ένα μέτρο αποδοτικότητας. Τέτοια μέτρα αποδοτικότητας είναι η κερδοφορία της επιχείρησης (*EBITDA*), η πορεία της μετοχής, η αξία της εταιρείας, η αποδοτικότητα του μετοχικού κεφαλαίου (*ROE*), η αποδοτικότητα των περιουσιακών στοιχείων δηλαδή το σύνολο του ενεργητικού (*ROA*), και άλλα. Η χρήση τους γίνεται σε συνδυασμό και με άλλα κίνητρα (πακέτα αμοιβών - *bonus*, παραχώρηση μετοχών, δικαιωμάτων προαίρεσης, προνόμια όπως σπίτι, αυτοκίνητο, κλπ.). Αρμόδια για τον καθορισμό τους είναι η επιτροπή αμοιβών και παροχών, του διοικητικού συμβουλίου. Σε περίπτωση που οι διευθυντές δεν εναρμονίσουν την συμπεριφορά τους με τα συμφέροντα των μετόχων-ιδιοκτητών, σύμφωνα πάντα με τα μέτρα αποδοτικότητας που εξετάζονται, ή αν η πορεία της εταιρείας δεν ανταποκρίνεται στις προσδοκίες των μετόχων τότε η γενική συνέλευση των μετόχων, ή το διοικητικό συμβούλιο, μπορεί να ζητήσει την παραίτηση τους (Jensen και Meckling, 1976; Fama, 1980).

Βέβαια υπάρχει ο κίνδυνος οι διευθυντές να παραποιήσουν με λογιστικά τεχνάσματα τα χρηματοοικονομικά στοιχεία της εταιρείας, ώστε τα μέτρα αποδοτικότητας που χρησιμοποιούνται, να δίνουν μια αναληθή εικόνα. Ως τέτοια τεχνάσματα αναφέρονται η υπερεκτίμηση περιουσιακών στοιχείων, πωλήσεων, κερδών, ή η αποφυγή της πραγματικής αναφοράς στοιχείων όπως υποχρεώσεις, χρέη και ζημίες (Spathis, 2002).

Η εφαρμογή αυτού του μηχανισμού αν και δείχνει να αποτελεί ικανοποιητική λύση για τον περιορισμό αυτών των συμπεριφορών, εμπεριέχει ένα σημαντικό μειονέκτημα. Τη δυνατότητα δηλαδή να καθορίσουν οι ίδιοι οι διευθυντές το επίπεδο ιδιοκτησίας που θα έχουν στην εταιρεία, αλλά και τα συμβόλαια αμοιβών τους, επιτυγχάνοντας δυσανάλογες σε σχέση με τους στόχους που τίθενται απολαβές. Αυτό είναι σύνηθες σε εταιρείες με διοικητικά συμβούλια που κυριαρχούνται από εκτελεστικά στελέχη. Επίσης η λύση της χρήσης του μηχανισμού της διευθυντικής ιδιοκτησίας, δεν είναι εφικτή στην περίπτωση που η διεύθυνση της επιχείρησης ασκείται από το μεγαλομέτοχο, ή την οικογένεια που έχει την πλειοψηφία των μετοχών της εταιρείας όπως συμβαίνει στις περισσότερες ελληνικές επιχειρήσεις.

2.2.4. Θεσμικοί επενδυτές (institutional shareholders).

Η συμμετοχή θεσμικών επενδυτών στο μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρείας συμβάλλει και αυτή με τον τρόπο της στην μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης (*agency cost*). Οι θεσμικοί επενδυτές λόγω της επαγγελματικής τους ενασχόλησης με τις επενδύσεις, είναι σε θέση να ασχοληθούν ενεργά με τον έλεγχο της διοίκησης της επιχείρησης, καθώς διαθέτουν εξειδικευμένα στελέχη και συμμετέχουν με σημαντικά ποσοστά μετοχών στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας.

Αξιολογώντας όλα τα χρηματοοικονομικά στοιχεία μιας επιχείρησης, είναι σε θέση να πείσουν την επιχείρηση να αναλάβουν όλες εκείνες τις δράσεις και μέτρα που θα βελτιώσουν την αποδοτικότητα και κερδοφορία της, εξασφαλίζοντας σημαντικές αποδόσεις. Από τη δράση αυτή ωφελούνται τόσο οι μικρομέτοχοι της επιχείρησης αλλά και η ίδια η επιχείρηση. Οι θεσμικοί επενδυτές πέρα από το ότι παρέχουν τα απαραίτητα για επενδύσεις κεφάλαια για την πραγματοποίηση επενδύσεων, συμβάλλουν με την παροχή επαγγελματικών συμβουλών, αλλά και παρεμβάσεις στις γενικές συνελεύσεις και στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας, αν η συμμετοχή τους στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας είναι τόσο σημαντική.

Οι θεσμικοί επενδυτές προσελκύονται από την εφαρμογή κανόνων και μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης σε μια επιχείρηση, γεγονός που αποτελεί θετική εξέλιξη για μια επιχείρηση στην προσπάθεια της για εύρεση κεφαλαίων.

2.2.5. Διοικητικό συμβούλιο – ανεξάρτητοι διευθυντές (independent directors).

Σημαντικό ρόλο στην εταιρική διακυβέρνηση έχει το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας, το οποίο είναι υπεύθυνο για την δημιουργία και διατήρηση των αναγκαίων εκείνων διαδικασιών λήψεως αποφάσεων και ελέγχου προκειμένου μια εταιρεία να λειτουργεί αποτελεσματικά και να επιτυγχάνει τους στόχους της.

Ο ρόλος του διοικητικού συμβουλίου είναι να διοικεί την επιχείρηση, λαμβάνοντας αποφάσεις στρατηγικού σχεδιασμού, και ελέγχοντας το βαθμό στον οποίο η διοίκηση της εταιρείας επιτυγχάνει τους στόχους που τίθενται. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει ακόμη να συμβάλλουν στην άμβλυση των συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ των μετόχων της εταιρείας και των υπολοίπων εμπλεκόμενων μερών (*stakeholders*), αλλά και να ορίζει τις εσωτερικές διαδικασίες για την επίλυση των διαφορών που ανακύπτουν.

Παρά το γεγονός ότι το διοικητικό συμβούλιο εκλέγεται από τους μετόχους αυτό δε σημαίνει ότι είναι και αντιπροσωπευτικό των συμφερόντων. Ιδιαίτερα σε περιπτώσεις που ο μεγαλομέτοχος έχει την πλειοψηφία στη γενική συνέλευση της εταιρείας, το διοικητικό συμβούλιο θα λειτουργεί σύμφωνα με τα συμφέροντα του και όχι προασπίζοντας τα συμφέροντα του συνόλου των μετόχων. Ακόμη τα ποσοστά μετοχών που κατέχουν τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου είναι σημαντικός παράγοντας για τον τρόπο που διαφυλάσσονται τα συμφέροντα των μετόχων.

Σε ότι αφορά το διοικητικό συμβούλιο υπάρχει μια διαρκώς διογκούμενη πίεση για την υιοθέτηση ποιοτικών χαρακτηριστικών σε ότι αφορά την σύνθεση του και την ανάθεση δραστηριοτήτων στα πλαίσια λειτουργίας του. Ως τέτοια αναφέρονται ο διαχωρισμός μεταξύ των ρόλων του διευθύνοντος συμβούλου και του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου, η συμμετοχή περισσότερων ανεξάρτητων διευθυντών, η αξιολόγηση του διευθύνοντος συμβούλου από επιτροπή ανεξαρτήτων διευθυντών που θα συνεδριάζουν ξεχωριστά από το διοικητικό συμβούλιο.

Μια περίπτωση υπερβολικής συγκέντρωσης δύναμης, που μπορεί να οξύνει το πρόβλημα αντιπροσώπευσης, και να δυσχεράνει τον έλεγχο των αποφάσεων της διοίκησης της εταιρείας από το διοικητικό συμβούλιο είναι η σύμπτωση των ρόλων του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου. Η επιτροπή Cadbury (1992) συνέστησε το διαχωρισμό των ρόλων αυτών. Η επιλογή ενός ανεξάρτητου στελέχους ως πρόεδρου του διοικητικού συμβουλίου εμποδίζει τη συσσώρευση ισχύος σε ένα άτομο.

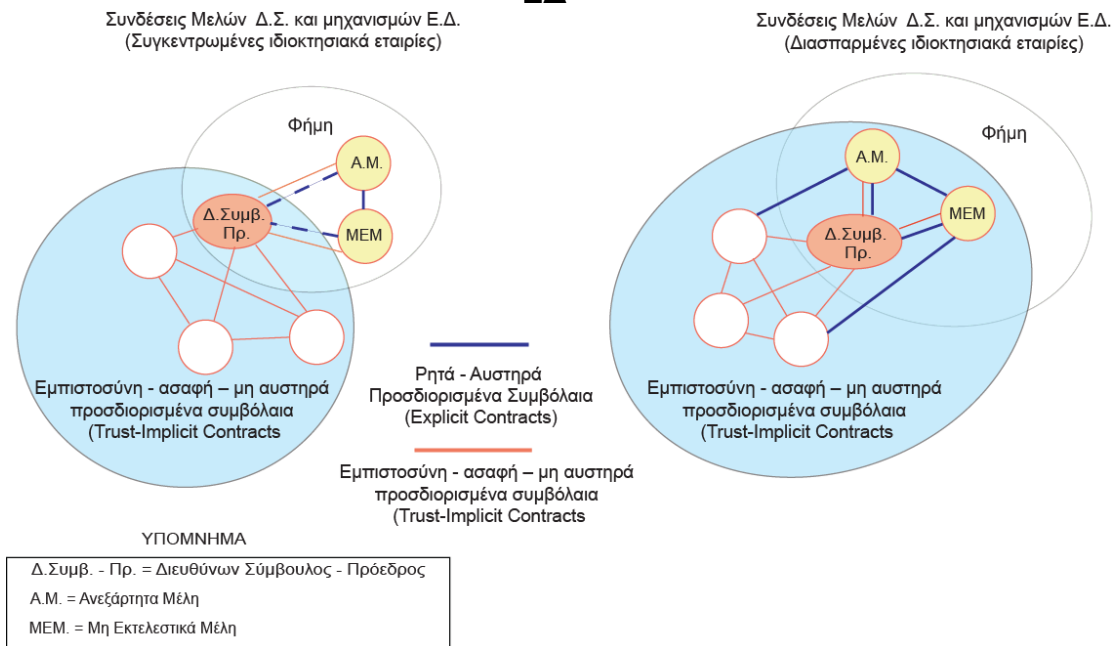
Σε ένα διοικητικό συμβούλιο σημαντικό ρόλο, παίζουν οι ανεξάρτητοι διευθυντές – μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Ως ανεξάρτητα μέλη ορίζονται τα μέλη αυτά που δεν λαμβάνουν μέρος στο management της επιχείρησης, δεν έχουν άμεση ή έμμεση εργασιακή σχέση με την εν λόγω εταιρεία, ούτε και με κάποιον από τους ιδιοκτήτες της επιχείρησης. Η έλλειψη εξάρτησης από τα εμπλεκόμενα μέρη τους δίνει τη δυνατότητα να λειτουργούν μεσολαβητικά σε συγκρούσεις συμφερόντων, προσφέροντας αντικειμενικές και εξειδικευμένες συμβουλές, συμβάλλοντας στην άμβλυση των εντάσεων μέσα στην εταιρεία. Τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου καλούνται να λειτουργήσουν ως ανεξάρτητοι κριτές-σύμβουλοι σε θέματα στρατηγικής, αποδοτικότητας, και διοίκησης. Με τις γνώσεις και την εμπειρία τους οφείλουν να συμμετέχουν ενεργά στις συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου και να συμβάλλουν με δημιουργική κριτική σε γόνιμες αντιπαραθέσεις, διαφυλάσσοντας τα συμφέροντα από

συμπεριφορές των διευθυντών ή των μεγαλομετόχων που μπορεί να αποβούν επιζήμιες για τα συμφέροντα τόσο της επιχείρησης όσο και των μετόχων της. Η σημασία των ανεξάρτητων διευθυντών τονίζεται και από την έκθεση της επιτροπής Cadbury (Cadbury Report, 1992), όπου δίνεται ιδιαίτερη σημασία στην επιλογή και διορισμό τους στο διοικητικό συμβούλιο μιας εταιρείας, με ανοιχτές και διαφανείς διαδικασίες, αλλά και τον τρόπο με τον οποίο αυτοί πρέπει να αξιοποιούνται προκειμένου να συμβάλλουν στην βελτίωση της απόδοσης της εταιρείας.

Ιδιαίτερα για μια μικρή ή μικρομεσαία επιχείρηση, όπως είναι οι περισσότερες επιχειρήσεις στην Ελλάδα, ο ρόλος τους είναι ακόμη σημαντικότερος καθώς ένα ανεξάρτητο μέλος του διοικητικού συμβουλίου, μπορεί να δώσει γνώσεις και εμπειρία πάνω σε θέματα για τα οποία η επιχείρηση, δεν θα μπορούσε να προσλάβει ένα στέλεχος μόνιμης απασχόλησης. Μια συνήθης πρακτική που συναντάται και στην Ελλάδα, είναι ο διορισμός εκτελεστικών στελεχών από άλλες επιχειρήσεις, ως ανεξάρτητα στελέχη. Αν και αυτό έχει σημαντικά πλεονεκτήματα, όπως η εμπειρία και η εισαγωγή γνώσεων από άλλους κλάδους της οικονομίας, είναι πολύ πιθανόν τα στελέχη αυτά να μην έχουν ικανό χρόνο προκειμένου να ασχοληθούν και με τη διοίκηση μιας άλλης επιχείρησης, ή ακόμη να υπάρξουν συγκρούσεις συμφερόντων λόγω των καθηκόντων τους στην επιχείρηση στην οποία είναι διοικητικά στελέχη (*executive directors*). Ακόμη η συμμετοχή πολλών ανεξαρτήτων στελεχών στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας, που δεν έχουν άμεση σχέση με την εταιρεία, ή εμπειρία στον κλάδο, μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα και κωλυσιεργίες στην διαδικασία λήψης αποφάσεων.

Παρά το σημαντικό ρόλο που καλούνται να διαδραματίσουν οι ανεξάρτητοι διευθυντές στη διοίκηση μιας επιχείρησης, ο ρόλος τους δεν αντιμετωπίζεται πάντα με την ανάλογη σπουδαιότητα από τις εταιρείες. Δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις όπου τα ανεξάρτητα στελέχη δεν έχουν πλήρη πρόσβαση σε όλα εκείνα τα στοιχεία που θα τους επιτρέψουν να συμβάλλουν παραγωγικά στην λήψη μιας απόφασης, ή όπου παραμερίζονται από τα εκτελεστικά στελέχη στην λήψη αποφάσεων (Monks, 1995). Δε λείπουν βεβαίως και οι περιπτώσεις όπου τα μη εκτελεστικά στελέχη διορίζονται όχι με βάση τα προσόντα τους, και τη δυνατότητα τους να προσφέρουν στην επιχείρηση, αλλά με βάση το βαθμό συναίνεσης τους στις αποφάσεις των διοικητικών στελεχών, ή των μεγαλομετόχων.

Γράφημα 3. Σχέσεις μεταξύ των μελών του Δ.Σ. και των Μηχανισμών ΕΔ



Πηγή: Λαζαρίδης, Θ. (2009). Η εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα.

Τέλος, προκειμένου να λειτουργήσει αποδοτικά το διοικητικό συμβούλιο και να συμβάλλει αποτελεσματικά στον αποδοτικό έλεγχο της επιχείρησης, πρέπει να υπάρχουν επιτροπές στις οποίες να έχουν την πλειοψηφία οι ανεξάρτητοι διευθυντές. Οι επιτροπές αυτές και οι αρμοδιότητες που θα έχουν είναι οι εξής:

- Επιτροπή εσωτερικού ελέγχου (*audit committee*): πρόκειται για την επιτροπή, η οποία επιβλέπει το έργο των εσωτερικών ελεγκτών της εταιρείας και την τήρηση του καταστατικού και του εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας της εταιρείας. Είναι η μόνη επιτροπή που η λειτουργία της κατοχυρώνεται νομικά από την ελληνική νομοθεσία.
- Επιτροπή Αμοιβών και Παροχών (*remuneration committee*): ορίζει τις απολαβές τα επιδόματα και τα προνόμια των managers της επιχείρησης ανάλογα με την απόδοση τους στην διοίκηση της εταιρείας.
- Επιτροπή απονομής υποψηφιοτήτων (*nomination committee*): αναλαμβάνει να προτείνει στην γενική συνέλευση τα μέλη εκείνα που θα εκλεγούν από αυτή ως μέλη του διοικητικού συμβουλίου.

2.2.6. Μηχανισμοί αγορών

Παράλληλα με τους προαναφερθέντες μηχανισμούς ελέγχου των διευθυντών λειτουργούν και οι μηχανισμοί της αγοράς, προϊόντων, εταιρικού ελέγχου (*corporate control*), και της εργασίας στελεχών (*managerial labor*). Η αποτυχία των αγορών ως μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης, αποτελεί το πιο ισχυρό επιχείρημα για παρεμβατική πολιτική από την πλευρά της κυβέρνησης και του κράτους.

Η αγορά των προϊόντων, ο ανταγωνισμός που συναντά μια επιχείρηση αλλά και η δομή της αγοράς στην οποία αυτή δραστηριοποιείται, παίζουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της συμπεριφοράς των στελεχών. Οι διευθυντές μιας επιχείρησης που βρίσκεται σε μια αγορά με έντονο ανταγωνισμό, θα εξυπηρετήσουν τα προσωπικά τους συμφέροντα, ισχυροποιώντας την εταιρείας τους στην αγορά, μειώνοντας έτσι τις πιθανότητες να χάσουν τη θέση τους.

Σε αυτήν την περίπτωση θα χρειαστεί να εφαρμόσουν στρατηγικές που θα δώσουν στην επιχείρηση πλεονέκτημα έναντι των ανταγωνιστών της, όπως διαφήμιση, έρευνα και ανάπτυξη, και άλλες στρατηγικές πωλήσεων και marketing, που αυξάνουν τις πωλήσεις αλλά όχι αναγκαστικά και τα κέρδη, και την αξία της επιχείρησης. Η προσπάθεια των στελεχών για συνεχή μεγέθυνση της επιχείρησης, με τη χρήση τέτοιων στρατηγικών, θα επιφέρει αύξηση του κόστους των προϊόντων, καθώς το οριακό κόστος από τη χρήση αυτών των στρατηγικών θα είναι μεγαλύτερο από την οριακή πρόσοδο που θα δημιουργούν. Ακόμη η ένταση στη χρήση αυτών των στρατηγικών έχει ως συνέπεια τη δημιουργία εμποδίων εισόδου, και εξόδου επιχειρήσεων από την αγορά, και συμβάλλει στη αύξηση της συγκέντρωσης μεριδίου αγοράς.

Η αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης μιας επιχείρησης, με την αύξηση της συγκέντρωσης στην αγορά, ισχυροποιεί τη θέση των στελεχών (ή των μεγαλομετόχων που ασκούν τη διοίκηση), και άρα και τη διακριτική ευχέρεια που απολαμβάνουν. Στην περίπτωση μάλιστα μονοπωλίου, η δύναμη αυτή γίνεται ακόμη μεγαλύτερη με σαφή αρνητικά αποτελέσματα για τους μετόχους της εταιρείας. Ακόμη σε μια ώριμη βιομηχανία, ή σε μια βιομηχανία χωρίς έντονο ανταγωνισμό, οι επιχειρήσεις είναι σε θέση να λειτουργούν για μεγάλο χρονικό διάστημα με χαμηλά κέρδη δαπανώντας πόρους και κονδύλια σε μη αποδοτικές επενδύσεις. Αυτό συνεπάγεται υψηλό κόστος αντιπροσώπευσης (Fama και Jensen, 1983), που αποβαίνει εις βάρος των μετόχων.

Συμπερασματικά, ο ανταγωνισμός στην αγορά προϊόντος περιορίζει την ασυδοσία των στελεχών απέναντι στους μετόχους, καθώς μια επιχείρηση που δεν ανταποκρίνεται στον ανταγωνισμό της είναι πιθανότερο να απολύσει τον υπεύθυνο για την κακή απόδοση διευθυντή. Ο ανταγωνισμός στην αγορά του προϊόντος όμως δεν μπορεί από μόνος του να επιλύσει τα προβλήματα που ανακύπτουν από την ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ μετόχων – στελεχών. Την άποψη αυτή υποστηρίζουν και οι Jensen και Meckling (1976), που σημειώνουν ότι η συμπεριφορά των στελεχών ή των επιχειρηματιών, σε ότι αφορά την αξία της επιχείρησης δεν εξαρτάται μόνο από το επίπεδο του ανταγωνισμού που αυτή αντιμετωπίζει τόσο στην αγορά προϊόντων, όσο και στην αγορά συντελεστών παραγωγής.

Η αγορά του εταιρικού ελέγχου (*corporate control market*), αναφέρεται στη δραστηριότητα εξαγορών και συγχωνεύσεων που λαμβάνουν χώρα σε μια οικονομία ή σε ένα κλάδο αυτής. Σημαντικό ρόλο παίζουν οι επιθετικές εξαγορές, οι οποίες σύμφωνα με τους Morck, Shleifer

και Vishny (1989) είναι το σημαντικότερο μέσο για την καθαίρεση διευθυντών που δεν ανταποκρίνονται στην αποστολή τους. Η εξαγορά μιας επιχείρησης οδηγεί στην άμεση συγκέντρωση της μετοχικής βάσης της επιχείρησης. Μια πτώση στην τιμή της μετοχής, λόγω των κακών επιδόσεων της εταιρείας στις πωλήσεις, ή στα κέρδη, θα έκανε την εταιρεία στόχο εξαγοράς. Ακόμη επιχειρήσεις που δεν λειτουργούν αποδοτικά μπορεί να γίνουν στόχος εξαγοράς από εταιρείες ή επενδυτές που πιστεύουν ότι μπορούν να κάνουν καλύτερη χρήση των περιουσιακών στοιχείων και των πόρων που διαθέτει η προς εξαγορά επιχείρηση, αυξάνοντας κατ' αυτόν τον τρόπο την αξία της.

Οι εξαγορές και η χρήση της αγοράς εταιρικού ελέγχου γενικότερα, είναι ένας πολύ ακριβός μηχανισμός 'σωφρονισμού' των στελεχών ή των μεγαλομετόχων, και βρίσκει εφαρμογή μόνο σε ακραίες περιπτώσεις κακής απόδοσης επιχειρήσεων. Οι διευθυντές και οι μεγαλομέτοχοι της επιχείρησης που εξαγοράζεται σε περίπτωση που αισθάνονται την απειλή απώλειας των προνομίων που απολαμβάνουν μπορούν να αντιδράσουν αυξάνοντας με αυτό τον τρόπο το κόστος για τους μετόχους και των δύο εταιρειών. Οι Franks και Mayers (1996), αναφέρουν ότι ιδιαίτερα στις επιθετικές εξαγορές το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας στόχος, αντιδρά στα σχέδια αναδιάρθρωσης της εταιρείας, που έχει ο αγοραστής για τη μετά την εξαγορά χρονική περίοδο. Τα κίνητρα που ωθούν τα στελέχη στην υιοθέτηση τέτοιων μέτρων, δεν είναι πάντα προς την κατεύθυνση της υπεράσπισης των συμφερόντων των μετόχων, αλλά στην διασφάλιση των προνομίων (perquisites) που απολαμβάνουν και την διασφάλιση της θέσης τους. Στην περίπτωση εξαγοράς μιας επιχείρησης, οι διευθυντές της, υπό τον φόβο απώλειας της θέσης τους προβαίνουν σε πράξεις όπως το *poison pill* προκειμένου να εμποδίσουν την εξαγορά της επιχείρησης, οι οποίες όμως ζημιώνουν τους μετόχους, καθώς μειώνουν την αξία της. Προκειμένου να ελαχιστοποιηθεί η σύγκρουση συμφερόντων που προκύπτει από μια τέτοια κατάσταση πολλές εταιρείες προσφέρουν στα στελέχη αυτά χρηματικές αποζημιώσεις, στην περίπτωση που λόγω της εξαγοράς χάσουν την δουλειά τους. Η βιβλιογραφία χαρακτηρίζει αυτές τις περιπτώσεις ως *golden parachute* (Brealey και Myers, 2000, σελ. 964). Οι διευθυντές έχουν τη δυνατότητα να διαπραγματευτούν την παραμονή στη θέση τους ή την εθελούσια αποχώρηση τους, κατά τις διαπραγματεύσεις για την επίτευξη ή όχι της εξαγοράς.

Μια εξαγορά μπορεί ακόμη να αυξήσει το κόστος αντιπροσώπευσης στην εταιρεία που κάνει την προσφορά, καθώς πολλές φορές οι διευθυντές εξαγοράζουν εταιρείες όχι με αντικειμενικά χρηματοοικονομικά κριτήρια αλλά τη γρήγορη μεγέθυνση της εταιρείας τους. Αυτό οδήγησε άλλωστε και σε ένα κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών την δεκαετία του '80 και '90 (Ουσταπασίδης και Κατσουλάκος, 1999).

Η θέση που κατέχει μια επιχείρηση στον κλάδο στον οποίον δραστηριοποιείται είναι σημαντικός παράγοντας για την απόφαση εξαγοράς της ή όχι. Στην περίπτωση όπου ο κλάδος παρουσιάζει αρνητικά αποτελέσματα, τότε η αγορά εταιρικού ελέγχου δεν μπορεί να λειτουργήσει (Morck, Shleifer και Vishny, 1989). Η σημασία της αγοράς εταιρικού ελέγχου

είναι μεγάλη για την Μεγ. Βρετανία, και τις ΗΠΑ, δηλαδή στο εξωτερικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης. Η αγορά εταιρικού ελέγχου για να επιτελέσει τη λειτουργία της απαιτεί ανεπτυγμένες αγορές κεφαλαίων με σημαντική ρευστότητα και εμπορευσιμότητα των μετοχών, κάτι που δεν υφίσταται σε μεγάλο βαθμό στην Ευρώπη και την Ελλάδα.

Η αγορά εργασίας στελεχών περιορίζει τη διακριτική ευχέρεια των στελεχών, καθώς αυτές θα έβλαπταν την φήμη τους, και θα αποτελούσε εμπόδιο σε μια καλή 'μεταγραφή' τους. Οι διευθυντές έχουν συμφέρον να αποδίδουν στους μετόχους σημαντικά κέρδη και επιστροφές στο κεφάλαιο που επένδυσαν, προκειμένου να αποκτήσουν καλή φήμη, που θα τους επιτρέψει την μετακίνηση τους σε μεγαλύτερη εταιρεία με καλύτερες αποδοχές, ή αν πρόκειται για μεγαλομέτοχο που ασκεί και τη διοίκηση να προσελκύσει νέους επενδυτές για μια μελλοντική αύξηση κεφαλαίου.

Η προσφορά αλλά και οι ανάγκες της επιχείρησης για εξειδικευμένα στελέχη, αποτελούν σημαντικό στοιχείο για την λειτουργία αυτού του μηχανισμού. Όσο μεγαλύτερη είναι η ανάγκη μιας εταιρείας για εξειδικευμένα στελέχη ενώ η προσφορά τους είναι περιορισμένη στην αγορά εργασίας, τόσο μεγαλύτερη είναι η διαπραγματευτική τους δύναμη στη σύναψη του συμβολαίου και των δικαιωμάτων (*residual control rights*) που απορρέουν από αυτό, κατά την πρόσληψη τους από την εταιρεία. Αυτό οδηγεί σε αύξηση της διακριτικής ευχέρειας που κατέχουν και αυξάνει την πιθανότητα απώλειας πλούτου – εισοδήματος για τους μετόχους.

Η λειτουργία αυτού του μηχανισμού εξαρτάται ακόμη σε μεγάλο βαθμό από την ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης και τον ρόλο των παραγόντων που επηρεάζουν την φήμη μιας εταιρείας και των εργαζομένων σε αυτή. Η ενεργός συμμετοχή τους στην διάδοση πληροφοριών σχετικά με την απόδοση και τις ικανότητες ενός υποψήφιου στελέχους, διασφαλίζουν τη σωστή ενημέρωση του διοικητικού συμβουλίου μιας εταιρείας για την επιλογή ενός νέου στελέχους, ή την αποπομπή κάποιου που δεν ανταποκρίνεται στις ανάγκες της εταιρείας (Farell και Whidbee, 2002), σε σύγκριση πάντα και με την απόδοση των υπολοίπων εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον κλάδο (Morck κ.α. 1989).

2.2.7. Τραπεζική Χρηματοδότηση

Η τραπεζική χρηματοδότηση μιας επιχείρησης, λειτουργεί ως μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης, αποτελώντας μοχλό πίεσης για την ορθολογικοποίηση των επενδυτικών αποφάσεων, που λαμβάνονται, καθώς το συμβόλαιο που συνάπτει η διοίκηση μιας επιχείρησης με μια τράπεζα είναι πιο πλήρες από ότι αυτό που υπογράφει με τους μετόχους. Οι δανειστές (τράπεζες) δηλαδή μιας επιχείρησης προστατεύονται νομικά πιο αποτελεσματικά από τους μετόχους, σε ότι αφορά την επιστροφή των κεφαλαίων που παρέχουν στην επιχείρηση, και είναι σε θέση να διασφαλίσουν πιο αποτελεσματικά τα συμφέροντα τους. Με τον τρόπο αυτό μειώνεται το κόστος αντιπροσώπευσης, και άρα αμβλύνονται τα προβλήματα που δημιουργούνται από την αυξημένη διακριτική ευχέρεια των

διευθυντών, καθώς αυτή περιορίζεται από τον ισχυρό έλεγχο που ασκείται από τις τράπεζες (Denis και Denis, 1993).

Το χρέος μιας επιχείρησης είναι ακόμη ανασταλτικός παράγοντας στην συμπεριφορά των διευθυντών να παραποιούν τις λογιστικές καταστάσεις, παρουσιάζοντας έτσι μια εικόνα για την επιχείρηση τους που δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα, όπως φαίνεται και από τους χρηματοοικονομικούς δείκτες, της επιχείρησης (Spathis, Doumpos και Zorounidis, 2002). Η έλλειψη επαρκών μηχανισμών και κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, μπορεί να δημιουργήσει σοβαρά προβλήματα εξωτερικής χρηματοδότησης στις επιχειρήσεις μιας χώρας. Και αυτό καθώς οι τράπεζες δεν είναι διατεθειμένες να χρηματοδοτήσουν μια επιχείρηση που δεν έχει υιοθετήσει κανόνες και μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης, δεδομένου ότι αυτό θα ανέβαζε την πιθανότητα προβληματικής εξυπηρέτησης των παρεχόμενων δανείων.

Υπάρχουν όμως και αρνητικές επιδράσεις από την εξάρτηση μιας επιχείρησης από τον τραπεζικό δανεισμό. Το κύριο κόστος που σχετίζεται με την εξάρτηση από τις τράπεζες, είναι ότι η επιχείρηση μπορεί να αποθαρρυνθεί από το να υλοποιήσει κερδοφόρες επενδύσεις. Οι δανειστές (τράπεζες) μπορεί να μην είναι πρόθυμοι να παρέχουν τα αναγκαία κεφάλαια στην επιχείρηση, είτε λόγω κακής πιστοληπτικής ικανότητας ή υπερδανεισμού, είτε λόγω του υψηλού κινδύνου, που κατά την τράπεζα μπορεί να μην είναι αποδεκτός για την πραγματοποίηση της επένδυσης.

Για αυτό το λόγο οι νέες επιχειρήσεις προτιμούν εναλλακτικές πηγές εξωτερικής χρηματοδότησης, όπως μέσω εκδόσεων μετοχών ή μέσω κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών (*venture capitals*), ιδιαίτερα στις περιπτώσεις όπου τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας είναι ως επί των πλείστον αύλα (όπως στις εταιρείες νέας οικονομίας). Επιχειρήσεις με μικρή διάρκεια λειτουργίας, καταφεύγουν σε άλλες πηγές χρηματοδότησης από αυτήν του τραπεζικού δανεισμού, ενώ οι μεγαλύτερες και 'ωριμότερες' εταιρείες, χρησιμοποιούν περισσότερο τον τραπεζικό δανεισμό.

2.3. Συνοπτική παρουσίαση των συστημάτων ΕΔ

2.3.1. Γενικά

Σε παγκόσμιο επίπεδο, η βιβλιογραφία αναγνωρίζει ότι υπάρχουν τέσσερα (4) πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης: Το αγγλοσαξονικό (*Εξωτερικό - outsider*), το γερμανικό, το λατινικό και το ιαπωνικό (Keenan and Aggestam, 2001). Οι διαφορές μεταξύ του γερμανικού και του λατινικού μοντέλου είναι σχετικά μικρές (ως βασικότερη είναι η εξωστρέφεια των κεφαλαιαγορών των χωρών του γερμανικού μοντέλου) και για αυτό και η ανάλυση που λαμβάνει χώρα στην διεθνή βιβλιογραφία τα καταγράφει ως ένα με τον τίτλο «Μοντέλο Ηπειρωτικής Ευρώπης» (*Ευρωπαϊκό/ Εσωτερικό - insider*). Οι διαφορές μεταξύ των υπολοίπων είναι σημαντικές και

εντοπίζονται, τόσο στο νομικό σύστημα των χωρών, όσο και στο οικονομικό, οργανωτικό – δομικό, αλλά και στο χρονικό επίπεδο.

Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης σε κάθε χώρα εξελίχθηκαν με διαφορετικό τρόπο μέσα από το κοινωνικό, οικονομικό, και πολιτικό περιβάλλον της κάθε χώρας, και σε ορισμένες περιπτώσεις ως απάντηση σε εταιρικά σκάνδαλα, ή οικονομικές κρίσεις. Οι διαφορές ανάμεσα στα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης που συναντώνται στην παγκόσμια οικονομία, έχουν να κάνουν με τα εσωτερικά χαρακτηριστικά των εταιρειών βαθμό διαχωρισμού ιδιοκτησίας έλεγχου (Mayer, 1996), αλλά και με τα εξωτερικά χαρακτηριστικά του οικονομικού περιβάλλοντος στο οποίο δραστηριοποιούνται. Τόσο τα εσωτερικά όσο και τα εξωτερικά αυτά χαρακτηριστικά θέτουν περιορισμούς στη λειτουργία των εταιρειών, σε ότι αφορά την ελευθερία στη λήψη αποφάσεων διοίκησης και επενδύσεων.

Στην πρώτη κατηγορία περιλαμβάνονται ο βαθμός διασποράς της μετοχικής βάσης, η ταυτότητα των ιδιοκτητών, η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου, και το βαθμό της ενεργής συμμετοχής των μετόχων στη διοίκηση της επιχείρησης (Karpoff, Malatesta και Walking, 1996). Στα εξωτερικά χαρακτηριστικά κατατάσσονται, η ένταση της στρατηγικής των συγχωνεύσεων – εξαγορών, οι τρόποι χρηματοδότησης στους οποίους καταφεύγουν συνήθως οι επιχειρήσεις, το νομικό πλαίσιο λειτουργίας των επιχειρήσεων και προστασίας των μετόχων, ο ανταγωνισμός που αντιμετωπίζει η επιχείρηση, η αγορά εταιρικού ελέγχου και εργασίας των στελεχών, η στάση των καταναλωτών και των υπόλοιπων συμμετόχων σε θέματα εταιρικής κοινωνικής ευθύνης, και άλλα.

Συνοψίζοντας, μπορούμε να αναφέρουμε ότι το εξωτερικό σύστημα χαρακτηρίζεται κυρίως από ισχυρούς εξωτερικούς περιορισμούς με σημαντικότερο αυτόν των συγχωνεύσεων – εξαγορών, και του νομικού πλαισίου για την προστασία των μετόχων, ενώ το εσωτερικό σύστημα χαρακτηρίζεται από ισχυρούς εσωτερικούς περιορισμούς με κυριότερο εκείνο που αναφέρεται στην υψηλή συγκέντρωση της μετοχικής βάσης και με μεγαλομετόχους που είναι συνήθως οικογένειες, ή τράπεζες.

2.3.2. Αγγλοσαξονικό σύστημα

Ο αγοραίος έλεγχος ή το Αγγλοσαξονικό σύστημα χαρακτηρίζεται από τα ακόλουθα γνωρίσματα:

1. Μεγάλη διασπορά στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών και αυξημένη κινητικότητα των μετόχων,
2. Απόκτηση σημαντικού ποσοστού του μετοχικού κεφαλαίου από τους θεσμικούς επενδυτές,
3. Αύξηση του ρόλου του διοικητικού συμβουλίου εξαιτίας του προβλήματος Αντιπροσώπευσης,
4. Ύπαρξη αναπτυσσόμενων κεφαλαιαγορών όπου εξασφαλίζουν τη δυνατότητα της αυξημένης μετοχικής κινητικότητας,

5. Ασφαλής καταγραφή και μεταφορά της ιδιοκτησίας, απόκτηση πληροφοριών για την εταιρεία, συμμετοχή και ψήφος στις Γενικές Συνελεύσεις Μετόχων, εκλογή και παύση μελών των Δ.Σ., συμμετοχή στα κέρδη της εταιρείας (ΟΟΣΑ,2004).

2.3.3. Ευρωπαϊκό – Ηπειρωτικό Μοντέλο

Ο έλεγχος των μεγάλων μετόχων ή το σύστημα της ηπειρωτικής Ευρώπης χαρακτηρίζεται από τα ακόλουθα γνωρίσματα:

1. Τράπεζες, εταιρίες και οικογένειες είναι οι μεγαλύτεροι μέτοχοι,
2. Γίνεται η υπόθεση ότι ο έλεγχος ασκείται από μεγάλους μετόχους,
3. Το Δ.Σ. ελέγχεται από εσωτερικά ή εξωτερικά μέλη που συνδέονται με τους μεγάλους μετόχους,
4. Οι κεφαλαιαγορές είναι σχετικά μη ρευστές και έχουν περιορισμένη ικανότητα ελέγχου,
5. Υπάρχουν άτυπα – μη ρητά (implicit) συμβόλαια και στενές προσωπικές σχέσεις εμπιστοσύνης μεταξύ των στελεχών,
6. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διατηρούν μακροχρόνιες σχέσεις δανειστή-δανειζόμενου και κατοχής μετοχών με τις εταιρίες.
7. Δεν υπάρχει μία ενεργός αγορά για έλεγχο, δηλαδή τα στελέχη δεν αντιμετωπίζουν προσφορές για εχθρικές εξαγορές,
8. Οι τράπεζες παίζουν κεντρικό ρόλο στην εταιρική διακυβέρνηση (λόγω της συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο) εξουσιοδοτήσεις που τους δίνονται από μικρούς επενδυτές και από την θέση των τραπεζιών στα Δ.Σ. των εταιριών (Kester, 1992; Baums, 1993; Cuervo, 2002).

2.3.4. Το Ιαπωνικό μοντέλο

Οι ιδιομορφίες του Ιαπωνικού μοντέλου είναι τέτοιες που το κάνουν να διαφέρει σημαντικά από τα άλλα πρότυπα συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης, παρουσιάζοντας τα εξής γνωρίσματα (Keenan and Aggestam, 2001):

1. Η ιδιοκτησία βασίζεται στο σύστημα keiretsu όπου ο κυρίαρχος μέτοχος είναι η κύρια τράπεζα. Οι τράπεζες κρατούν ένα αρκετά μεγάλο κομμάτι των μετοχών και χρηματοδοτεί τους υποστηρικτές όταν απαιτείται,
2. Ενεργός ο ρόλος της «οικογένειας» με την έννοια περισσότερο της φατρίας,
3. Οι αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές δεν παίζουν τον ίδιο ρόλο και δεν ρυθμίζουν το εσωτερικό περιβάλλον των εταιρειών όπως στις Αγγλοσαξονικές χώρες, επειδή θέτουν ως στόχο τη δημιουργία κερδών όχι στο επίπεδο της μεμονωμένης εταιρείας αλλά του συνόλου- ομίλου,
4. Οι τράπεζες στην Ιαπωνία δεν είναι μόνο μέτοχοι αλλά και συνέταιροι. Δεν είναι μόνο χρηματοδότες αλλά και σύμβουλοι. Το

γεγονός αυτό προκύπτει εξαιτίας της αντίληψης ότι βλέπουν τις παραγωγικές επιχειρήσεις ως το μοναδικό και αξιόπιστο τρόπο παραγωγής κερδών για αυτές, μακροχρόνια γι' αυτό και τις ενισχύουν.

Πίνακας 1. Ταξινόμηση Συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης

Χαρακτηριστικά	Αγγλοσαξονικό	Γερμανικό	Λατινικό	Ιαπωνικό
Προσανατολισμός	Αγορά	Αγορά	Δίκτυο	Αγορά
Χώρες	ΗΠΑ, ΗΒ, Καναδάς, Αυστραλία	Γερμανία, Ολλανδία, Ελβετία, Σουηδία, Αυστρία, Δανία, Νορβηγία, Φινλανδία	Γαλλία, Ιταλία, Ισπανία, Βέλγιο	Ιαπωνία
Έννοια της Επιχείρησης	Όργανο, Ιδιοκτησία από μετόχους	Θεσμική	Θεσμική	Θεσμική
Σύστημα Δ.Σ.	Ένα επίπεδο (εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη Δ.Σ.)	Δύο επίπεδα (εκτελεστικά μέλη και επιτροπή εποπτείας)	Προαιρετικό (Γαλλία), Γενικά ένα επίπεδο	Δ.Σ., γραφεία Αντιπροσωπευτικών μελών, ελεγκτών, de facto ενός επιπέδου
Βασικό ενδιαφερόμενο μέρος	Μέτοχοι	Βιομηχανικές τράπεζες (Γερμανία), Εργαζόμενοι και γενικώς ολιγαρχικές ομάδες	Συμμετοχές από Εταιρίες συμμετοχών, την κυβέρνηση και γενικά από ολιγαρχικές ομάδες	Εμπορικές τράπεζες, άλλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, υπάλληλοι και γενικά ολιγαρχικές ομάδες
Σημασία της κεφαλαιαγοράς στην εθνική οικονομία	Υψηλή	Μέση/Υψηλή	Μέση	Υψηλή
Ενεργή εξωτερική αγορά για τον εταιρικό έλεγχο	Ναι	Όχι	Όχι	Όχι
Συγκέντρωση ιδιοκτησίας	Χαμηλή	Μέση/Υψηλή	Υψηλή	Μέση/Χαμηλή
Εξάρτηση της αμοιβής των εκτελεστικών στελεχών από την απόδοση	Υψηλή	Χαμηλή	Μέση	Χαμηλή
Χρονικός ορίζοντας των οικονομικών σχέσεων	Βραχύ-χρόνιος	Μακροχρόνιος	Μακροχρόνιος	Μακροχρόνιος

Πηγή: Weimer, J. and Pape, J. (1999), "A Taxonomy of Systems of Corporate Governance".

2.4. Πηγές Προβλημάτων ΕΔ

Η σχετική βιβλιογραφία (Morck, Shleifer and Vishny , 1988; Claessens, Djankov and Lang, 2000; Claessens, Djankov, Fan and Lang 2002), αναφέρει τις παρακάτω μορφές σύγκρουσης συμφερόντων:

- **Συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών**

- ▼ Ανάλωση εταιρικών πόρων σε μη παραγωγικές υπηρεσίες και αγαθά (π.χ. πολυτελή γραφεία, κ.λπ.).

- ▼ Υπερβολική αποστροφή κινδύνου (risk aversion) εκ μέρους των διευθυντικών στελεχών. Συγκεκριμένα, ενώ οι μέτοχοι πολυμετοχικών επιχειρήσεων ενδιαφέρονται μόνο για εκείνο το τμήμα του συνολικού κινδύνου της μετοχής που δεν εξαλείφεται (συστηματικός κίνδυνος), τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν υπόψη τον συνολικό κίνδυνο. Η σχετική απόκλιση στο είδος κινδύνου που οι μέτοχοι και τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν υπόψη τους πηγάζει από τη δυνατότητα των πρώτων να επενδύουν τον πλούτο τους σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών διαφορετικών επιχειρήσεων. Αντιθέτως, τα επαγγελματικά διευθυντικά στελέχη, των οποίων το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου τους αποτελείται από τις αμοιβές τους από τη συγκεκριμένη επιχείρηση, αδυνατούν να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο. Έτσι, τα διευθυντικά στελέχη έχουν λόγους να απορρίπτουν κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τον συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης, και αντίστροφα, να αποδέχονται ζημιογόνα επενδυτικά σχέδια που οδηγούν σε μείωση του συνολικού κινδύνου.

- ▼ Έμφαση σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα λήψης επενδυτικών αποφάσεων. Στην έκταση που οι αμοιβές των διευθυντικών στελεχών βασίζονται στις πωλήσεις ή τα κέρδη της τρέχουσας ή της προηγούμενης χρήσης, τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρα να απορρίπτουν επενδυτικά σχέδια που μειώνουν τα κέρδη βραχυπρόθεσμα, παρότι συμβάλλουν στην κερδοφορία της επιχείρησης μακροπρόθεσμα. Απεναντίας, μπορεί να προκρίνουν επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τα βραχυπρόθεσμα κέρδη παρότι μειώνουν τα κέρδη μακροπρόθεσμα.

- **Συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και πιστωτών**

- ▼ Ανάλυση από την επιχείρηση επενδυτικών σχεδίων υψηλότερου επενδυτικού κινδύνου από ότι είχε αρχικά παρουσιαστεί στο επιχειρηματικό σχέδιο.

- ▼ Περαιτέρω δανειακή επιβάρυνση, μετά την έκδοση του αρχικού δανείου, πέρα από ότι είχε αρχικά προβλεφθεί.

▼ Άρνηση των μετόχων να συνεισφέρουν επιπλέον μετοχικό κεφάλαιο όταν η επιχείρηση αντιμετωπίζει χρηματοδοτικές δυσχέρειες.

- **Συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων**

Στις κεφαλαιαγορές της Ηπειρωτικής Ευρώπης, Ιαπωνίας και πολλών άλλων χωρών, το ιδιοκτησιακό καθεστώς των εισηγμένων σε χρηματιστήρια εταιρειών διαφέρει σημαντικά από το αντίστοιχο των ΗΠΑ και του Ηνωμένου Βασιλείου. Η βασική ειδοποιός διαφορά είναι η ύπαρξη, στις πρώτες χώρες, αρκετών εταιρειών οικογενειακής μορφής και η συνύπαρξη ενός μικρού αριθμού μεγαλομετόχων, που συνήθως αποτελούν και την κορυφαία διευθυντική ομάδα της επιχείρησης, με μία μεγάλη ομάδα μικρομετόχων. Σε αυτές τις κεφαλαιαγορές το πρόβλημα επικεντρώνεται κυρίως στη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των μεγαλομετόχων και μικρομετόχων, που μπορεί να πάρει τις εξής μορφές:

▼ Εκμετάλλευση των μικρομετόχων από τους μεγαλομετόχους μέσω καταχρηστικών συναλλαγών της επιχείρησης με επιχειρηματικά σχήματα που ελέγχει αποκλειστικά ο μεγαλομέτοχος.

▼ Ανάληψη δραστηριοτήτων άσχετων με τα συμφέροντα της επιχείρησης που ικανοποιούν προσωπικές επιδιώξεις του μεγαλομετόχου. Όπως προκύπτει από τα εμπειρικά πορίσματα αρκετών δημοσιευμένων ερευνητικών εργασιών, τα σχετικά προβλήματα σύγκρουσης συμφερόντων είναι εντονότερα στις περιπτώσεις που α) ο μεγαλομέτοχος είναι ταυτόχρονα και το ανώτατο διοικητικό/διευθυντικό στέλεχος της επιχείρησης (Πρόεδρος ΔΣ/Διευθύνων Σύμβουλος), και β) τα δικαιώματα ψήφου, άρα και ελέγχου της επιχείρησης, ξεπερνούν τη συμμετοχή του μεγαλομετόχου στη διανομή κερδών, όπως όταν υπάρχουν δύο σειρές μετοχών με διαφορετικά δικαιώματα ψήφου ή όταν ο μεγαλομέτοχος ελέγχει πολλές θυγατρικές εταιρείες μέσω πυραμοειδούς σχήματος.

Συμπερασματικά, η διεθνής βιβλιογραφία εντοπίζει σημαντικά προβλήματα στη λειτουργία των επιχειρήσεων τόσο στις περιπτώσεις μεγάλης διασποράς μετοχικού κεφαλαίου, όσο και στις περιπτώσεις συγκέντρωσης υψηλών ποσοστών μετοχικού κεφαλαίου σε λίγους μεγαλομετόχους. Συνεπώς, τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης που βασίζονται τόσο σε πολυμετοχικά σχήματα, όπως στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο, όσο και σε μεγαλομετόχους, όπως στην Ηπειρωτική Ευρώπη, την Ιαπωνία και αλλού, έχουν ανάγκη βελτίωσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 – Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

3.1. Γενικές Παρατηρήσεις

Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα παρόλο το ότι αποτέλεσε αντικείμενο ενδιαφέροντος των εποπτικών και θεσμικών φορέων, από τις αρχές τις δεκαετίας του 1990, δεν ήταν θέμα προτεραιότητας για την αγορά και τις επιχειρήσεις. Οι Florou και Galarniotis (2007) σημειώνουν ότι «οι ελληνικές εταιρίες ίσως να μην έχουν «πεισθεί» ακόμη από τα ωφέληματα της ΕΔ, αντίθετα, η ΕΔ μπορεί να ειδωθεί ως ένα «αναπόφευκτο κόστος».

Η διαφορετική αντιμετώπιση του θέματος της ΕΔ σε σχέση με τις άλλες Ευρωπαϊκές χώρες και ιδιαίτερα με τις χώρες που έχουν αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές σχετίζεται με την ανάπτυξη του επιχειρηματικού προτύπου στην Ελλάδα από τις αρχές του 20ου αιώνα. Έτσι, ενώ το θέμα στις αγγλοσαξονικές, κυρίως, αλλά και στις άλλες ανεπτυγμένες χώρες προέκυψε από την ανάγκη των επιχειρήσεων να βελτιώσουν την μετοχική αξία μέσω της βελτίωσης της «εικόνα» τους προς τους επενδυτές και την μείωση των τριβών και συγκρούσεων στο εσωτερικό τους περιβάλλον, στην Ελλάδα, η ΕΔ παρουσιάστηκε ως ανάγκη επιβαλλόμενη από την συμμετοχή της Ελλάδας στην Ε.Ε. και στην συνεπαγόμενη ανάγκη της για συμμόρφωση και σύγκλιση με τις ευρωπαϊκές νόρμες και κανόνες διακυβέρνησης των εταιριών. Άλλες δυνάμεις που οδήγησαν στην υιοθέτηση της ΕΔ ήταν η ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς και η αύξηση της σημασίας - συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών στην μετοχική σύνθεση των ελληνικών εισηγμένων εταιριών. Ενδεικτικό της κατάστασης είναι ότι ενώ στις αγγλοσαξονικές χώρες έχει υιοθετηθεί το «συμμορφώσου ή εξήγησε» (comply or explain) σχεδόν καθολικά, στην Ελλάδα (νομική υποχρέωση συμμόρφωσης) οι περισσότερες εταιρίες δεν παραθέτουν τους λόγους της μη συμμόρφωσης (Florou και Galarniotis, 2007).

Ο Μουζούλας (2003) χαρακτηρίζει αυτό το φαινόμενο της αντίστροφης κινητήριας δύναμης ως μιμητισμό, και σημειώνει ότι «δεν είχε προηγηθεί, όμως, η επιμόρφωση των φορέων ενάσκησης επιχειρηματικής δραστηριότητας, ώστε αυτοί να αντιληφθούν τις ευεργετικές συνέπειες της υιοθέτησης κανόνων ορθής ΕΔ. Η αβλεψία αυτή και η ιστορική διαφορετική πορεία επιχειρηματικής ανάπτυξης οδήγησαν σε μία σε σχετική αδιαφορία – ουδέτερη στάση ή ακόμη και αρνητική στάση ως προς την εταιρική διακυβέρνηση από την πλευρά των επιχειρήσεων, δηλαδή από την πλευρά αυτών που θα κληθούν να εφαρμόσουν τις αρχές και πρακτικές της ΕΔ και αυτών που θα έπρεπε να συμμετέχουν ενεργά στην μεταρρύθμιση του νομικού, θεσμικού πλαισίου, στην εύρυθμη λειτουργία της αγοράς και στην σταθερότητα της οργανωτικής δομής και λειτουργίας τους γιατί έχουν συμφέρον να το κάνουν. Ο φαύλος κύκλος μπορεί να διαρραγεί με ενεργές πολιτικές κινήτρων για τις επιχειρήσεις και την νομοθετική κατοχύρωση των δικαιωμάτων και υποχρεώσεων των ενδιαφερομένων μερών, αλλά κυρίως από την συνειδητοποίηση από την πλευρά των επιχειρηματιών ότι «η ανταγωνιστικότητα σχετίζεται με την πραγματική καινοτομία, την ευφυή διοίκηση, την επαφή με τις αγορές, την ταχύτητα αντίδρασης και την δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων» (Kantor, 2006).

Ένα από τα βασικότερα ενδιαφερόμενα μέρη και διαμορφωτής άποψης για την ΕΔ είναι ο Σύνδεσμος Βιομηχανιών Ελλάδος. Ο Σύνδεσμος προτείνει με έμφαση την εθελοντική εφαρμογή των κωδίκων και όχι την νομοθετική – ρυθμιστική και συνεπώς επιβαλλόμενη προσέγγιση της ΕΔ (Florou and Galarniotis, 2007).

Μία σημαντική διαφορά της Ελλάδας με τις άλλες ανεπτυγμένες χώρες της Ε.Ε., αλλά και του κόσμου εν γένει, είναι το γεγονός ότι στην Ελλάδα ο χρηματοπιστωτικός τομέας δεν διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στη διοίκηση της εταιρίας μέσω της μετοχικής συμμετοχής ή του δανεισμού, όπως συμβαίνει στο Γερμανικό και στο Ιαπωνικό μοντέλο αντίστοιχα. Προτιμά να είναι "σιωπηρός" - παθητικός μέτοχος της εταιρίας και πιθανόν αυτή η θέση και στάση να είναι προτιμότερη από τους μεγάλους μετόχους και τα διευθυντικά στελέχη. Η συμπεριφορά του χρηματοπιστωτικού κλάδου παρουσιάζει αρκετές ομοιότητες με αυτή ενός μικρομετόχου. Προτιμά την επιλογή της εξόδου και δεν ενδιαφέρεται για την ποιότητα της διαδικασίας λήψης απόφασης ή την συμμετοχή σε αυτήν.

Η ΕΔ θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ως παράγοντας εκτίμησης του μη συστημικού κινδύνου και έτσι να αξιολογηθεί η εταιρία καλύτερα. Με αυτό τον τρόπο η επιλογή της εξόδου δεν είναι το ίδιο ελκυστική και δεν παράγει οργανωτική – διοικητική αστάθεια (λόγω του μεγέθους της συμμετοχής των τραπεζών στην μετοχική σύνθεση) ή μεγάλες διακυμάνσεις στις μετοχικές αξίες.

3.2. Ιστορική Εξέλιξη του Νομικού Πλαισίου της ΕΔ

Στην Ελλάδα, η πρώτη προσπάθεια για την εισαγωγή της έννοιας της ΕΔ στο επιχειρηματικό γίνεσθαι έλαβε χώρα το έτος 1999 με την δημοσίευση της Γαλάζιας Βίβλου από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με τίτλο «Αρχές εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την Ενίσχυση της Αποτελεσματικότητας και του Ανταγωνιστικού Μετασχηματισμού της». Η Γαλάζια Βίβλος περιελάμβανε προτάσεις χωρίς δεσμευτικό χαρακτήρα, οι οποίες αφορούσαν αλλαγές σε τομείς όπως το Δ.Σ., τα μη Εκτελεστικά μέλη αυτού, τα διευθυντικά στελέχη, την ίση μεταχείριση των μετόχων, τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις αυτών, καθώς και την αξιοπιστία στην παροχή πληροφοριών από μέρους της επιχείρησης.

Το έτος 2000, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εξέδωσε την απόφαση 5/204/14.11.2000, με θέμα: «Κανόνες Συμπεριφοράς των Εταιριών που έχουν εισάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και των συνδεδεμένων με αυτές προσώπων». Βασικός στόχος της συγκεκριμένης απόφασης αποτελούσε η προστασία των μετόχων, μέσω της έγκαιρης ενημέρωσης γεγονότων (υποχρεώσεις γνωστοποίησης των εισηγμένων εταιρειών στους μετόχους και στο κοινό, γνωστοποίησης φημών ή ανεπιβεβαίωτων γεγονότων, διασφάλισης και τήρησης της εμπιστευτικότητας και του απορρήτου από μέρους της επιχείρησης σε κλειστό κύκλο στελεχών, προαναγγελία συγκεκριμένου τύπου συναλλαγών)

τα οποία θα μπορούσαν να επηρεάσουν την τιμή διαπραγμάτευσης των μετόχων στο ΧΑΑ, καθώς και η υιοθέτηση κανόνων (ενδεικτικών πρακτικών) στη λειτουργία των επιχειρήσεων (ύπαρξη εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας, τμήματος εσωτερικού ελέγχου, τμήματος εταιρικών ανακοινώσεων, τμήματος εξυπηρέτησης μετόχων), με σκοπό τη διαφάνεια και την αποτελεσματικότητα. Ως επιστέγασμα όλων αυτών, η απόφαση καθιστά υποχρεωτική τη δημοσίευση ετήσιου εταιρικού δελτίου απολογισμού, στο οποίο εκτός των οικονομικών καταστάσεων, συμπεριλαμβάνεται αναφορά στις πιο πάνω απαιτήσεις.

Το έτος 2002, θεσπίζεται ο Νόμος 3016/2002 «για την Εταιρική Διακυβέρνηση, Θέματα μισθολογίου και άλλες Διατάξεις», με τον οποίο ουσιαστικά έρχονται στο προσκήνιο πρακτικές ΕΔ, που, αν και σε πιο εξελιγμένη ήδη μορφή, εφαρμόζονται σε χώρες του εξωτερικού. Σύμφωνα με τη νομοθεσία, κάθε εταιρεία που είναι εισηγμένη ή θέλει να εισαχθεί στο ΧΑΑ, θα πρέπει να ακολουθεί τις εξής βασικές αρχές:

- Πρώτιστη υποχρέωση των μελών του Δ.Σ. είναι η διαρκής επιδίωξη της εταιρικής αξίας καθώς και η προάσπιση του εταιρικού συμφέροντος. Ρητή απαγόρευση προς όλα τα μέλη αποτελεί η επιδίωξη προσωπικών συμφερόντων.
- Τα μέλη του Δ.Σ. οφείλουν να γνωστοποιούν οποιαδήποτε ίδια συμφέροντα ανακύπτουν κατά την πορεία εκτέλεσης των καθηκόντων τους, τα οποία έρχονται σε σύγκρουση με τα συμφέροντα της εταιρείας.
- Το Δ.Σ. είναι υποχρεωμένο να συντάσσει κατ' έτος έκθεση, η οποία γνωστοποιείται στις εποπτικές αρχές, στην οποία να αναφέρονται αναλυτικά οι συναλλαγές της εταιρείας με τις επιχειρήσεις που είναι συνδεδεμένη.
- Τα μέλη του Δ.Σ. οφείλουν να διακρίνονται σε εκτελεστικά και μη εκτελεστικά με αναλογία 3 προς 1, ενώ στα μη εκτελεστικά μέλη πρέπει να περιλαμβάνονται τουλάχιστον 2 ανεξάρτητα μέλη, τα οποία κατά τη διάρκεια της θητείας τους δεν πρέπει να κατέχουν μετοχές σε ποσοστό μεγαλύτερο του 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας.
- Οι αμοιβές των μελών του Δ.Σ., καθώς και των διευθυντικών στελεχών, πρέπει να αποφασίζονται από το ίδιο το Δ.Σ. Εδικά για τα μη εκτελεστικά μέλη, οι αμοιβές τους θα πρέπει να συνδέονται με το χρόνο ασχολίας τους με εταιρικά ζητήματα, ενώ σε κάθε περίπτωση πρέπει να γνωστοποιούνται στο επενδυτικό κοινό, μέσω αναφοράς τους στο προσάρτημα των οικονομικών καταστάσεων.

- Κάθε εισηγμένη εταιρεία υποχρεούται να τηρεί και να ανανεώνει σε περίπτωση αλλαγών, τον εσωτερικό κανονισμό λειτουργίας της.
- Ορίζεται η υποχρέωση σύστασης και λειτουργίας υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου με σαφείς αρμοδιότητες.

Στα επόμενα έτη, η απόφαση 5/204/2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και ο Νόμος 3016/2002 τροποποιήθηκαν από επιμέρους αποφάσεις και διατάξεις νόμων (Νόμος 3091/2002, απόφαση ΕΚ 3/347/17.2.2005, Νόμος 3340/2005, απόφαση ΕΚ 3/348/19.7.2005, απόφαση ΕΚ 7/372/15.2.2006 και Νόμος 3693/2008), οι οποίες καθόριζαν με περισσότερες λεπτομέρειες θέματα που εμπíπτουν κυρίως σε χρηματοοικονομικές συναλλαγές.

Το έτος 2010, πραγματοποιήθηκε τομή στο νομικό πλαίσιο που διέπει την ΕΔ στη χώρα μας, με τους Νόμους 3873/2010 και 3884/2010, που ενσωμάτωσαν στην ελληνική έννομη τάξη τις Οδηγίες 2006/46/ΕΚ και 2007/63Κ της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι εισηγμένες εταιρείες στο ΧΑΑ υποχρεώνονται να συμπεριλαμβάνουν δήλωση στην ετήσια έκθεση διαχείρισης του Δ.Σ. περί των εφαρμοζόμενων πρακτικών ΕΔ, όπως αναφορά στον κώδικα ΕΔ τον οποίο αυτοβούλως εφαρμόζουν οι επιχειρήσεις ή αν δεν εφαρμόζουν, να ορίσουν τα σημεία και τους λόγους μη συμμόρφωσης, αναφορά στα χρησιμοποιούμενα μέσα δημοσιοποίησης του κώδικα και σε τυχόν εφαρμοζόμενες πρακτικές πέραν αυτών που αναφέρονται στον κώδικα, περιγραφή των κυριότερων χαρακτηριστικών του συστήματος εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων που εφαρμόζει η επιχείρηση, πληροφοριακά στοιχεία για τον τρόπο λειτουργίας της Γ.Σ. και των εξουσιών της, καθώς και τη σύνθεση και τον τρόπο λειτουργίας του Δ.Σ. και των επιτροπών του.

Το έτος 2011, μετά από τις εμπειρίες της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, αλλά και τη συνεχιζόμενη οικονομική κρίση στην Ελλάδα, με κοινή πρωτοβουλία των Ελληνικών Χρηματιστηρίων και του Συνδέσμου Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών (ΣΕΒ), εκδόθηκε ένας πρότυπος κώδικας ΕΔ, που ονομάστηκε «Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΚΕΔ)», του οποίου τις πρακτικές εφαρμόζουν αρκετές εισηγμένες επιχειρήσεις, ενώ άλλες βασίζονται στο πλαίσιο του προκειμένου να συνάξουν το δικό τους κώδικα ΕΔ.

Οι κυριότερες αλλαγές – προσθήκες που πρότεινε ο παραπάνω κώδικας είναι:

- Η ιδιότητα ενός μέλους ως εκτελεστικό ή μη εκτελεστικό, θ πρέπει να καθορίζεται από το Δ.Σ. και να επικυρώνεται από τη γενική συνέλευση των μετόχων.
- Υψηλότερη αναλογία μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών, προκειμένου να διασφαλιστεί επαρκής

ισορροπία ως προς τη σύνθεση του Δ.Σ. και υψηλό επίπεδο προστασίας από ενδεχόμενες συγκρούσεις συμφερόντων.

- Τα ανεξάρτητα μέλη του Δ.Σ. δεν πρέπει να συνδέονται με την εταιρεία ή τους μετόχους με σημαντικές συμμετοχές, ούτε άμεσα ούτε έμμεσα, μέσω συνδεδεμένων μερών.
- Όταν ο πρόεδρος είναι και διευθύνων σύμβουλος, προτείνεται ο διορισμός ανεξάρτητου αντιπροέδρου, για χάριν της ανεξαρτησίας της λειτουργίας του Δ.Σ. και την εταιρική πληροφόρηση των μελών (εκτελεστικών και μη εκτελεστικών).
- Εκλογή ή επανεκλογή των μελών του Δ.Σ. από τους μετόχους κάθε 4 χρόνια (και όχι 6).
- Προτείνεται πιο λεπτομερές και ολοκληρωμένο σύστημα οργάνωσης και σχεδιασμού των εργασιών του Δ.Σ.
- Αξιολόγηση του Δ.Σ. ως συλλογικού οργάνου και ατομική αξιολόγηση μόνο του προέδρου.
- Σύσταση επιτροπής ελέγχου κατά πλειοψηφία από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ.

Το έτος 2012, η ΕΧΑΕ (Ελληνικά Χρηματιστήρια ΑΕ) και ο ΣΕΒ, ως απόδειξη της δέσμευσής τους για την προώθηση των αρχών της χρηστής εταιρικής διακυβέρνησης, ίδρυσαν τον Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΣΕΔ), το οποίο ανέλαβε να μελετά και να υλοποιεί δράσεις και ενέργειες, να συντάσσει προτάσεις και να διοργανώνει διαβουλεύσεις για την προαγωγή των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης, με κάθε πρόσφορο μέσο.

Στο πλαίσιο των αρμοδιοτήτων του, το ΕΣΕΔ το έτος 2013, ανέλαβε την πρώτη αναθεώρηση του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης και την οριστικοποίηση της δεύτερης έκδοσής του. Σκοπός της αναθεώρησης είναι η ανασκόπηση της εφαρμογής του Κώδικα, η ενημέρωσή του σύμφωνα με τις εξελίξεις στις βέλτιστες πρακτικές και στο κανονιστικό πλαίσιο, καθώς και σύμφωνα με τις ανάγκες του ελληνικού επιχειρηματικού κόσμου.

Σημαντική προσθήκη επί της αρχής, στο προοίμιο του Κώδικα, αποτελεί ο καθορισμός του προτύπου της εξήγησης της μη συμμόρφωσης της εταιρείας με συγκεκριμένες ειδικές πρακτικές του Κώδικα. Εφεξής σε περίπτωση απόκλισης οι εισηγμένες θα πρέπει με κατανοητό και πειστικό τρόπο:

- να αναφέρουν στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης την εναλλακτική πρακτική που έχουν επιλέξει να υιοθετήσουν,
- να περιγράψουν τα μέτρα που έχουν λάβει προς ελαχιστοποίηση πρόσθετων κινδύνων καθώς και προς εξασφάλιση της συμμόρφωσης,
- να αναφέρουν κατά πόσον η απόκλιση είναι χρονικά περιορισμένη και πότε η εταιρεία προτίθεται να ευθυγραμμισθεί με τις διατάξεις του Κώδικα.

Οι υπόλοιπες τροποποιήσεις σε σχέση με την προηγούμενη έκδοση (Κώδικας ΣΕΒ – Μάρτιος 2011) αφορούν στις συναλλαγές συνδεδεμένων μερών, στην υιοθέτηση της αρχής της ποικιλομορφίας από το ΔΣ, στην αναβάθμιση του Εταιρικού Γραμματέα, στην ενημέρωση των μετόχων κατά τη ΓΣ της εταιρείας καθώς και γενικότερα στην επικοινωνία τους με το ΔΣ και την εταιρεία.

Η εφαρμογή ορισμένων ειδικών πρακτικών του Κώδικα που αναφέρονται στη δημοσιοποίηση των αμοιβών, είχε αναβληθεί κατά την έκδοση του Κώδικα το 2011, έως και το 2013. Αρχής γενομένης από τις δηλώσεις εταιρικής διακυβέρνησης του έτους 2013, οι εταιρείες υποχρεούνται να δημοσιοποιούν μόνο την πολιτική και τις αρχές της εταιρείας για τη διαμόρφωση των αμοιβών των εκτελεστικών μελών του ΔΣ, καθώς και τη μέθοδο αξιολόγησης της επίδοσης και υπολογισμού της μεταβλητής αμοιβής των μελών του ΔΣ, συμπεριλαμβανομένων των ποσοτικών και ποιοτικών κριτηρίων που έχουν ληφθεί υπόψη.

3.3. Διάφορες Μελέτες και Έρευνες για την ΕΔ στην Ελλάδα

Μέχρι σήμερα λίγες έρευνες έχουν γίνει όσον αφορά το θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα. Οικονομικοί αναλυτές, σύμβουλοι επιχειρήσεων και ακαδημαϊκοί προσπάθησαν αφενός να εξετάσουν τον βαθμό προσαρμογής των ελληνικών εταιρειών στις νομικές κατευθύνσεις του κανονιστικού πλαισίου και αφετέρου να προσδιορίσουν κριτήρια και παράγοντες μέτρησης της αποτελεσματικότητας της εταιρικής διακυβέρνησης.

Ο Μέκος (2002) συμπεραίνει ότι οι μικρομέτοχοι αλλά και οι θεσμικοί επενδυτές δεν έδωσαν μέχρι σήμερα σημασία σε «πολυτέλειες» όπως η ενασχόλησή τους με την εταιρική διακυβέρνηση (ιδιαίτερα όταν το Χρηματιστήριο έχει ανοδική πορεία) και προτείνει για την πλήρωση των θέσεων των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών του Δ. Σ. να γίνεται δημόσια προκήρυξη. Όπως επισημαίνει «δεν φαίνεται να είναι λογικό η ίδια εταιρεία που χρησιμοποιεί αγγελίες και συμβούλους επιχειρήσεων για να προσλάβει πωλητές και γραμματείς, να τοποθετεί τα μέλη του Δ.Σ. με βάση προσωπικές γνωριμίες».

Ο Αντωνιάδης (2004) στην έρευνά του για τις επιχειρήσεις του κλάδου των τροφίμων, εντοπίζει ότι όταν η διοίκηση της εταιρείας ασκείται από τους μεγαλομετόχους έχει αρνητική επίδραση στην αποδοτικότητα και προτείνει την πρόσληψη επαγγελματία διευθύνοντα συμβούλου. Παράλληλα προτείνει την εξέταση των χαρακτηριστικών του Δ.Σ. και τον βαθμό επίδρασής του στην λήψη αποφάσεων.

Ο Σπανός (2004) αναγνωρίζει την έλλειψη ικανοποιητικών μηχανισμών εφαρμογής εταιρικής διακυβέρνησης από τις εισηγμένες ελληνικές επιχειρήσεις και χαρακτηρίζει το Δ.Σ. ως ένα «παθητικό όργανο» που απλά συμφωνεί με τις αποφάσεις του Διευθύνοντα Συμβούλου (που συνήθως είναι ο μεγαλομέτοχος και ιδιοκτήτης της επιχείρησης).

Στην προσπάθειά τους να αξιολογήσουν την συμμόρφωση των Ελληνικών επιχειρήσεων προς τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης, οι Tsiourgi & Xanthakis (2004), υποστηρίζουν ότι βρίσκεται σε ικανοποιητικό βαθμό αν και αναγνωρίζουν τις αδυναμίες των ελληνικών επιχειρήσεων σε θέματα αποτελεσματικότητας των ανεξάρτητων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.

Μία έρευνα που έγινε το 2005 από το Πανεπιστήμιο Αθηνών σε συνεργασία με την εταιρεία Grant Thornton για την εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα, μεταξύ άλλων έδειξε ότι, μόλις τρεις στις δέκα επιχειρήσεις εφαρμόζουν πλήρως τις σχετικές διατάξεις και συστάσεις, ενώ μόνο δύο στις δέκα δημοσιοποιούν έκθεση συμμόρφωσης με το θεσμικό πλαίσιο. Η «συμμόρφωση ως προς το γράμμα αλλά όχι και ως προς το πνεύμα της εταιρικής διακυβέρνησης» αποτελεί επικρατούσα συμπεριφορά των εισηγμένων εταιρειών, συμπεραίνει η εν λόγω έρευνα.

Σε μια πιο εξειδικευμένη έρευνα αξιολόγησης της εταιρικής διακυβέρνησης των ελληνικών οικογενειακών επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α. (Spanos et al 2008) ανέδειξε την «φτωχή» παρουσία της εταιρικής διακυβέρνησης στις οικογενειακές επιχειρήσεις σε σχέση με τις μη οικογενειακές.

Οι Eriotis & Zisis (2008), σε ένα δείγμα 696 επιχειρήσεων κατά την περίοδο 1993-2002, θεωρούν ότι οι αμοιβές των μελών του Δ.Σ. λειτουργούν σαν «χαλαρός μηχανισμός υποκίνησης» όσον αφορά το ενδιαφέρον τους για την ένθερμη υποστήριξη των επιχειρηματικών θεμάτων.

Τα αποτελέσματα των παραπάνω ερευνών σχετικά με την όχι ουσιαστική εφαρμογή των καλών πρακτικών της εταιρικής διακυβέρνησης από τις ελληνικές επιχειρήσεις, αλλά και η αμφισβητούμενη αποτελεσματικότητά της, επιβεβαιώνονται και από τις αντίστοιχες αξιολογήσεις εξειδικευμένων οίκων του εξωτερικού (Εμμανουηλίδης, 2009). Στις 6 Μαρτίου 2005 δημοσιεύτηκε από τον αμερικάνικο οίκο αξιολογήσεων Governance Metrics International (GMI) η ετήσια έκθεσή του σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης με αξιολόγηση 3.220 επιχειρήσεων από 19 χώρες με αναπτυσσόμενες κεφαλαιαγορές. Η Ελλάδα κατέλαβε για δεύτερη συνεχή χρονιά την τελευταία θέση (την πρώτη θέση κατέλαβε η Μεγάλη Βρετανία).

Ανάμεσα στις 26 ελληνικές εταιρείες που αξιολόγησε η GMI περιλαμβάνονται και 10 ελληνικές τράπεζες που αντιπροσωπεύουν το 90% του συνόλου της τραπεζικής αγοράς. Αξίζει να σημειωθεί επίσης ότι από τις 10 επιχειρήσεις με την χαμηλότερη διαβάθμιση οι 7 ήταν ελληνικές (την υψηλότερη βαθμολογία πήραν 34 επιχειρήσεις από τις οποίες 27 ήταν Αμερικάνικες).

Ανεξάρτητα όμως από τα φτωχά μέχρι σήμερα αποτελέσματα από την εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα, οι προσπάθειες βελτίωσης των διαχειριστικών δομών της είναι συνεχείς και έντονες τόσο από τους ακαδημαϊκούς ερευνητές όσο και από τις επιχειρήσεις. Το γεγονός αυτό επιβεβαιώνεται και από το ότι, ο Σύνδεσμος Ελληνικών Βιομηχανιών (Σ.Ε.Β.) σε συνεργασία με την Σχολή Διοίκησης του Πανεπιστημίου του Brunel (UK) ίδρυσαν τον Ιανουάριο του 2007, το Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης (Ε.Π.Ε.Δ.) με στόχο να διαδώσει τις καλύτερες πρακτικές διακυβέρνησης και να συμβάλει στην ακαδημαϊκή έρευνα (Ε.Π.Ε.Δ. 2007).

3.4. Λόγοι που Εισήχθη η ΕΔ στην Ελλάδα

Η τελευταία εικοσαετία χαρακτηρίζεται ως ενεργή για την ελληνική κεφαλαιαγορά σε όρους εξελίξεων, μεταρρυθμίσεων, ενδιαφέροντος και προβληματισμού. Μέσα σε αυτό το διάστημα εγκαινιάστηκαν δύο νέες αγορές, το Χρηματιστήριο Παραγωγών Αθηνών που έδωσε την δυνατότητα στους επενδυτές να χρησιμοποιήσουν νέα προϊόντα κερδοσκοπίας και αντιστάθμισης και η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά στην οποία καταφεύγουν οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις για να αντλήσουν τα χρηματοδοτικά τους κεφάλαια. Παράλληλα τέθηκε σε λειτουργία το νέο ηλεκτρονικό σύστημα διαπραγμάτευσης αξιών ΟΑΣΗΣ που συνετέλεσε στην διαφάνεια των χρηματιστηριακών συναλλαγών και συγχρόνως ενισχύθηκαν ο ρόλος και οι αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που αποτελεί το εποπτικό όργανο της κεφαλαιαγοράς. Οι κανονιστικές δραστηριότητες της αφορούσαν κυρίως ζητήματα όπως η προστασία των επενδυτών, η δημιουργία κώδικα οδηγιών προς όλα τα εμπλεκόμενα μέρη της αγοράς, η διασφάλιση της διαφάνειας στην αγορά, η προστασία και η βελτίωση των συστημάτων συναλλαγών και εκκαθάρισης και τέλος η ευρύτερη διασφάλιση της ομαλότητας στην κεφαλαιαγορά (Αστήθας, 2005).

Παρά τις αργές αλλά θετικές εξελίξεις, η ελληνική κεφαλαιαγορά βρέθηκε στην δίνη ενός κύκλου αυτοεπιβεβαιούμενων προσδοκιών το β' εξάμηνο του 1999, όταν ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών παρουσίασε ετήσια άνοδο της τάξης του 102,20%. Εξαιτίας της ανόδου αυτής των τιμών των μετοχών των εισηγμένων εταιρειών, η συνολική κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, αυξήθηκε σε ετήσια βάση κατά 194,70% καθώς και η συνολική αξία των συναλλαγών. Την περίοδο εκείνη πολλές εταιρείες κατάφεραν να χρηματοδοτηθούν από την αγορά είτε με την εισαγωγή τους σε αυτή είτε με πραγματοποίηση αύξησης του μετοχικού τους κεφαλαίου μέσω αυτής.

Τα πιο πάνω δεδομένα δημιούργησαν τις απαραίτητες συνθήκες και προϋποθέσεις ώστε κύμα ιδιωτών και θεσμικών επενδυτών να κάνει μαζικά την είσοδό του στην αγορά τοποθετώντας τις οικονομίες του σε μετοχές των μικρών, μεσαίων και μεγάλων επιχειρήσεων προκαλώντας μεγάλη αύξηση στις τιμές των μετοχών των εταιρειών και της ρευστότητας της αγοράς το β' εξάμηνο του 1999. Αποτέλεσμα των πιο πάνω ενεργειών ήταν η δημιουργία μιας ψεύτικης εικόνας ευδαιμονίας και εύκολου πλουτισμού που δημιούργησε την πεποίθηση ότι είναι εφικτός σε ένα μεγάλο μέρος του ελληνικού πληθυσμού και έτσι οδήγησε σε περαιτέρω αύξηση της ζήτησης στην αγορά και ώθησε τις τιμές των μετοχών σε υψηλότερα επίπεδα. Και ενώ η θεωρία της αποτίμησης των μετοχικών τίτλων υποστηρίζει ότι η τρέχουσα τιμή μιας μετοχής είναι η προεξοφλημένη αξία των μελλοντικών ροών της, η διαρκής άνοδος των τιμών στο Ελληνικό Χρηματιστήριο ήταν αδικαιολόγητη, εκτός των οικονομικών θεωριών και δεδομένων και συνεπώς μη διατηρήσιμη. Νέοι επενδυτές συμμετείχαν στην αγοραπωλησία των μετοχών με στόχο την κερδοσκοπία και με την πίστη της νέας αύξησης των τιμών των μετοχών ώσπου η αγορά εξισορρόπησε την σημαντική απόκλιση μεταξύ των αγοραίων τιμών και των πραγματικών τιμών των μετοχών (των τιμών δηλ. που δικαιολογούνταν από τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη των εταιρειών).

Οι αρνητικές επιδόσεις του Χ.Α.Α. από το έτος 2000 έως το έτος 2002, οφείλεται στην πιο πάνω κερδοσκοπική τάση των επενδυτών ώσπου δεν απέμεινε κανείς να επιθυμεί να τοποθετήσει σε ακόμη υψηλότερα επίπεδα τιμών και οδηγήθηκαν στις μαζικές ρευστοποιήσεις. Ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χ.Α.Α., ο όγκος των συναλλαγών και η συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς σημείωσαν ραγδαία πτώση σε ποσοστό έως και 32,50%.

Το απαρχαιωμένο νομοθετικό πλαίσιο περί ανωνύμων εταιρειών του 1920 δεν μπορούσε πλέον να ρυθμίζει θέματα εταιρικού ενδιαφέροντος και λειτουργίας των εισηγμένων σε οργανωμένες αγορές εταιρειών. Με κινητήριο μοχλό τις παραπάνω εξελίξεις, ξεκίνησαν οι συζητήσεις για το θέμα των συστημάτων της Εταιρικής Διακυβέρνησης τόσο από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όσο και από το κράτος αποφασίζοντας να εισάγουν κανόνες, νομοθετικές ρυθμίσεις και κώδικες αρχών με σκοπό την προστασία των επενδυτών από την χειραγώγηση της αγοράς, την βελτίωση της διαφάνειας της αγοράς και τέλος την θεσμοθέτηση κατάλληλης επιχειρησιακής ηθικής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 – ΕΠΙΣΚΟΠΙΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

4.1. Χαρακτηριστικά της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς

Το γενικότερο οικονομικό, πολιτικό και κοινωνικό κλίμα που επικρατεί στην Ελλάδα είναι αυτό που αντικατοπτρίζει και τις ιδιαιτερότητες και ιδιομορφίες των ελληνικών επιχειρήσεων και της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Τα τελευταία 10-15 έτη πριν την οικονομική κρίση, η ελληνική οικονομία παρουσίασε ικανοποιητικούς ρυθμούς ανάπτυξης σε ποσοστό 3%-5% του ΑΕΠ, έγιναν σημαντικά έργα υποδομής και αξιόλογες επενδύσεις στον χώρο των Βαλκανίων, της Νότιο-Ανατολικής και της Ανατολικής Ευρώπης από μεγάλες ελληνικές εταιρείες. Παρά τον εξωστρεφή προσανατολισμό που επέδειξαν και την ανάπτυξη που γνώρισε ένα μεγάλο πλήθος ελληνικών επιχειρήσεων, η ελληνική όμως οικονομία συνέχισε και συνεχίζει να ταλανίζεται από δυσκαμψίες που δημιουργούν τα γραφειοκρατικά εμπόδια και οι πολιτικές παρεμβάσεις. Υποφέρει από την έλλειψη καινοτομίας και υγιούς ανταγωνισμού.

Η ελληνική κεφαλαιαγορά είναι μία μάλλον ρηχή αγορά η οποία χαρακτηρίζεται από έλλειψη ρευστότητας. Οι εταιρείες που μετέχουν σε αυτή είναι ελάχιστες, οι πραγματικά πολυμετοχικές στις οποίες η γενική συνέλευση των μετόχων θα μπορούσε να έχει καθοριστικό ρόλο και όχι απλά να αποτελεί ένα τυπικό τελετουργικό επιβαλλόμενο από τον νόμο, είναι λίγες. Το Ελληνικό Χρηματιστήριο αν και έχει από καιρό ενταχθεί στις αναπτυγμένες αγορές, χαρακτηρίζεται από μία μοναδικότητα όσον αφορά την σύνθεση των εισηγμένων σε αυτό εταιρειών. Το Ελληνικό Δημόσιο ως βασικός μέτοχος ελέγχει ένα μεγάλο ποσοστό της συνολικής κεφαλαιαγοράς του Χρηματιστηρίου. Το υπόλοιπο αποτελείται από εταιρείες καθαρά του ιδιωτικού τομέα οι οποίες όμως στην συντριπτική πλειοψηφία τους ελέγχονται και διοικούνται από πολύ μικρές και συμπαγείς μονάδες μετόχων οι οποίοι κατέχουν και την πλειοψηφία των μετοχών τους. Όσον αφορά το Δημόσιο, οι κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης αντιμετωπίζονται συχνά ως πολυτέλεια και όχι ως αυτονόητη και πρωταρχική υποχρέωση. Η μη εφαρμογή τους όμως πλήττει άμεσα τα συμφέροντα των μετόχων της μειοψηφίας. Το κράτος αδυνατεί να επιδείξει διάθεση απεμπλοκής του από την διοίκηση των μεγάλων εταιρειών του λεγόμενου Δημοσίου Τομέα, με αποτέλεσμα η διοίκηση των εταιρειών αυτών να απαρτίζεται από πολιτικά διοριζόμενα πρόσωπα που στις περισσότερες περιπτώσεις είτε είναι αναρμόδια είτε στερούνται παντελώς ικανοτήτων να διοικήσουν. Επίσης ο συνδικαλισμός με την δύναμη που έχει αποκτήσει, είναι σε θέση να επιβάλλει θέσεις υιοθετώντας στάσεις που απλά διευκολύνουν τους εργαζόμενους στην διατήρηση των κεκτημένων δικαιωμάτων τους αποκλείοντας έτσι τις εξελίξεις προς την ανάπτυξη της εθνικής μας οικονομίας.

Το δεύτερο μειονέκτημα της ελληνικής κεφαλαιαγοράς είναι η εσωτερική πληροφόρηση που είναι αποτέλεσμα τόσο του μικρού της μεγέθους όσο και της ύπαρξης των ολίγων κυρίαρχων παικτών οι οποίοι συμμετέχουν αλλά και διαμορφώνουν εταιρικές εξελίξεις και χρηματιστηριακές κινήσεις (Μέκος, 2003).

Φυσικό επακόλουθο των πιο πάνω φαινομένων υπήρξε η χρηματιστηριακή κρίση της διετίας 2000-2002 και η πρόσφατη γενικευμένη και παρατεταμένη οικονομική κρίση στη χώρα μας. Για την χρηματιστηριακή αυτή κρίση δεν ευθύνεται μόνο η έλλειψη κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης και η εσωτερική πληροφόρηση από τους λίγους αλλά ευθύνονται και άλλοι παράγοντες όπως είναι οι πολιτικές παρεμβάσεις, η χειραγώγηση των επενδυτών, η ανωριμότητα των επενδυτών και η οικονομική απληστία. Οι παράγοντες αυτοί επέβαλαν την λήψη μέτρων και την εφαρμογή μεταρρυθμίσεων προκειμένου να προστατευθούν οι επενδυτές, να αυξηθεί η διαφάνεια των συναλλαγών στην αγορά, να αποκατασταθεί η αξιοπιστία του θεσμού της κεφαλαιαγοράς και να επανακάμψει τέλος η εμπιστοσύνη των επενδυτών στο θεσμό αυτό.

Πολλές επιχειρήσεις στην Ελλάδα τη δεκαετία του 2000 αντιμετώπισαν την μαζική προσέλευση των μικροεπενδυτών με ανευθυνότητα και προσωπική ιδιοτέλεια, φροντίζοντας να ενισχύσουν την ατομική τους περιουσία και να προβούν σε κατά χρήσεις και εκδηλώσεις επίδειξης. Παρά το ότι τέτοιες συμπεριφορές τιμωρήθηκαν από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, δημιουργήθηκε στο ευρύ επενδυτικό κοινό η αίσθηση της παραπλάνησης, της αδιαφορίας και της εγκατάλειψης. Αυτό το κλίμα έπρεπε να διορθωθεί προκειμένου να μην διαταραχθεί το πλαίσιο εμπιστοσύνης ανάμεσα στις επιχειρήσεις και τους επενδυτές μακροπρόθεσμα, αλλά και να μην διαμορφωθεί στην ελληνική κοινωνία η καχύποπτη και εχθρική προκατάληψη κατά της επιχειρηματικότητας που θα υπονόμειαν την αναπτυξιακή δυναμική της χώρας μας. Έπρεπε να αντιστραφεί η καθοδική πορεία και να αρθεί η επενδυτική άπνοια και από την άλλη πλευρά να συνεχιστούν οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις με την ίδια ένταση και τους ίδιους ρυθμούς ανάπτυξης.

Οι Έλληνες θεσμικοί επενδυτές αδυνατούν να ασκήσουν μακροπρόθεσμη επενδυτική πολιτική γεγονός που τους αποτρέπει από το να αποκτήσουν συμμετοχές σε εταιρείες που θα τους εξασφαλίσουν κέρδη σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Οι συνταξιοδοτικοί οργανισμοί δεν έχουν αναλάβει το ρόλο που έχουν οι όμοιοί τους σε άλλες αγορές. Η ελληνική νομοθεσία είναι σε μεγάλο βαθμό απαγορευτική για τη διενέργεια επενδύσεων ευρείας κλίμακας σε εισηγμένες εταιρείες (Μουζούλας, 2003).

Απαιτείται λοιπόν ένα αυστηρό, διαφανές και κατανοητό πλαίσιο για την λειτουργία και τις αποφάσεις των εισηγμένων εταιρειών ώστε να αποκλειστούν οι επιπόλαιες και ανεύθυνες πρακτικές εφεξής. Ο κλονισμός της εμπιστοσύνης τόσο στις διεθνείς όσο και στην εγχώρια αγορά επέφερε την ανάγκη αναμόρφωσης της διακυβέρνησης των εισηγμένων εταιρειών και την ουσιαστικότερη συνολική εποπτεία των αγορών. Με την επέμβαση των κυβερνήσεων θα έπρεπε να θεσπιστούν αυστηρότεροι κανόνες και νέα ρυθμιστικά πλαίσια.

4.2. Πορεία Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς 2011-2016

4.2.1. Χρηματιστηριακή Αξία Εισηγμένων Εταιρειών

Στο τέλος του 2016, η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών εισηγμένων προς διαπραγμάτευση στην Αγορά Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών διαμορφώθηκε σε 45.101,80 εκατ. ευρώ, χαμηλότερη κατά 3,46% έναντι του 2015 οπότε ανήλθε σε 46.717,67 εκατ. Ευρώ, στο τέλος του 2014 ήταν 52.916,45 εκατ. ευρώ, χαμηλότερη κατά 20,44% της αντίστοιχης αξίας στο τέλος του 2013 που ήταν 66.514,89 εκατ. Ευρώ, ενώ στο τέλος του 2012, η συνολική κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων στο ΧΑ μετοχών, περιλαμβανομένων των διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων, ήταν 33.766,01 εκατ. ευρώ έναντι 26.783,43 εκατ. ευρώ το τέλος του 2011, σημειώνοντας ετήσια αύξηση κατά 26% έναντι μείωσης κατά 50,36% το 2011. Η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών της κύριας αγοράς κατά την 31.12.2016 ήταν 42.061,11 εκατ. ευρώ έναντι 43.674,92 εκατ. ευρώ το 2015, αντιστοιχώντας στο 93,26% της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας μετοχών του ΧΑ, σε 51.154,33 εκατ. ευρώ το 2014 έναντι 64.127,57 εκατ. ευρώ το 2013, σε 31.561,3 εκατ. ευρώ έναντι 24.577,0 εκατ. Ευρώ το 2011. Ο λόγος της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας ως προς το ΑΕΠ υποχώρησε κατά μια ποσοστιαία μονάδα και διαμορφώθηκε στο τέλος του 2016 σε 25,6% έναντι 26,6% το 2015, σε 29,7% έναντι 36,8% το 2013, 17,7% το 2012 και 12,9% το 2011.

Οι δέκα μετοχές με τη μεγαλύτερη χρηματιστηριακή αξία στο τέλος του 2016, ήταν οι εξής (σε παρένθεση το ποσοστό συμμετοχής στη συνολική κεφαλαιοποίηση): Coca Cola HBC AG (16,70%), ΟΤΕ (9,68%), ALPHA Τράπεζα (6,45%), ΟΠΑΠ (5,92%), Εθνική Τράπεζα (5,01%), Jumbo ΑΕΕ (4,53%), Τράπεζα Πειραιώς (4,03%), TITAN ανώνυμη Εταιρία Τσιμέντων (4,03%), ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ Διυλιστήρια Κορίνθου ΑΕ (3,21%) και Τράπεζα EUROBANK (4,81%). Οι εν λόγω δέκα μετοχές είχαν στο τέλος του 2016 χρηματιστηριακή αξία 28,36 δισ. ευρώ και συμμετείχαν με ποσοστό 62,69% στην συνολική κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών μετοχών. Αντίστοιχα, στο τέλος του 2015 οι δέκα μεγαλύτερες με βάση τη χρηματιστηριακή τους αξία μετοχές είχαν χρηματιστηριακή αξία 30,11 δισ. ευρώ και συμμετείχαν με ποσοστό 63,77% στη συνολική κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών μετοχών.

Η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών στην Εναλλακτική Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών ανήλθε σε 95,12 εκατ. ευρώ στο τέλος του 2016, μειωμένη κατά 12,05% σε σχέση με το 2015.

Πίνακας 2. Συγκεντρωτικά στοιχεία Χρηματιστηρίου Αθηνών, 2008-2016

	Χρηματιστηριακή Αξία Αγοράς Αξιών ΧΑ (εκατ. ευρώ)	Γενικός Δείκτης ΧΑ	Αριθμός Εισηγμένων Εταιριών	Κεφαλαιοποίηση ΧΑ (% ΑΕΠ)
2016	45.101,80	643,64	207	25,6%
2015	46.717,67	631,35	229	26,6%
2014	52.916,45	826,18	233	29,7%
2013	66.514,89	1162,68	251	36,8%
2012	33.766,01	907,9	265	17,7%
2011	26.783,43	680,42	242	12,9%
2010	53.958,39	1413,94	258	23,9%
2009	83.447,43	2196,16	270	35,1%
2008	68.121,25	1786,51	280	28,2%

Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
Σημ.: Το ΑΕΠ υπολογίζεται σε τρέχουσες αγοραίες τιμές

4.2.2. Ο Γενικός Δείκτης Τιμών του ΧΑ και Χρηματιστηριακοί Δείκτες

Στο τέλος του 2016, ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΤ/ΧΑ) έκλεισε στις 643,64 μονάδες, σημειώνοντας μικρή αύξηση κατά 1,95% σε σχέση με την τιμή κλεισίματος στο τέλος του 2015 (631,35), στις 826,18 μονάδες στο τέλος του 2014, σημειώνοντας μείωση κατά 28,94% σε σχέση με την τιμή κλεισίματος στο τέλος του 2013. Το 2012 ο Γενικός Δείκτης Τιμών του ΧΑ σημείωσε σημαντικές διακυμάνσεις. Κατά το πρώτο εξάμηνο επικράτησαν πτωτικές τάσεις οι οποίες οφείλονται στις αρνητικές επιπτώσεις πολιτικοοικονομικών παραγόντων που ενέτειναν την αβεβαιότητα της περιόδου, όπως η εξέλιξη της κρίσης χρέους στην ευρωζώνη, η επιδείνωση των χρηματοοικονομικών μεγεθών των τραπεζών από τη συμμετοχή τους στο πρόγραμμα ανταλλαγής κρατικών ομολόγων (PSI), η επιδείνωση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης της χώρας και των επενδυτικών προοπτικών αλλά και οι δύο διαδοχικές εκλογικές αναμετρήσεις. Κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2012, ο Γενικός Δείκτης Τιμών επέδειξε ανοδική τάση κλείνοντας στο τέλος του έτους στις 907,90 μονάδες έναντι 680,42 μονάδων στο τέλος του 2011, σημειώνοντας ετήσια αύξηση κατά 33,43%.

Κατά το 2016, οι βασικοί χρηματιστηριακοί δείκτες δεν κινήθηκαν προς την ίδια κατεύθυνση. Πτωτικά κινήθηκαν ο FTSE/ΧΑ-ΧΑΚ Τραπεζικός Δείκτης (-28,90%), ο δείκτης FTSE/ΧΑ Mid Cap (-7,69%) και ο FTSE/ΧΑ Large Cap (-5,05%). Ανοδικά κινήθηκαν ο δείκτης FTSE/ΧΑ Διεθνούς δραστηριοποίησης plus (+18,74%), ο δείκτης FTSE/ΧΑ Διεθνούς δραστηριοποίησης (+15,20), ο Ελληνικός Δείκτης Mid & Small Cap (+9,94%) και ο δείκτης FTSE/ΧΑ MID & SMALL CAP θεμελιωδών μεγεθών (+6,78%).

Μικτή εικόνα παρουσίασαν και οι κλαδικοί δείκτες το 2016. Συγκεκριμένα, τη μεγαλύτερη αύξηση σημείωσε ο δείκτης FTSE/ΧΑ Πρώτες Ύλες (+65,51%), ακολουθούμενος από τους δείκτες FTSE/ΧΑ Προσωπικά & Οικιακά Προϊόντα (+51,09%) FTSE/ΧΑ Πετρέλαιο & Αέριο (+24,32%) και FTSE/ΧΑ Κατασκευές & Υλικά (+20,05%). Τη μεγαλύτερη πτώση παρουσίασε ο δείκτης FTSE/ΧΑ Τραπεζών (-28,89%) και ακολούθησαν ο δείκτης FTSE/ΧΑ Βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες (-20,26%) και ο δείκτης FTSE/ΧΑ Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας (-9,47%). Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται η τιμή κλεισίματος και το ποσοστό ετήσιας μεταβολής βασικών δεικτών του Χρηματιστηρίου Αθηνών την 30.12.2016.

Πίνακας 3. Βασικοί δείκτες μετοχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, 2015-2016

Δείκτες Χρηματιστηρίου Αθηνών	Τιμή κλεισίματος 31.12.2015	Τιμή κλεισίματος 30.12.2016	Ετήσια μεταβ.
<i>Γενικός Δείκτης Τιμών</i>	631,35	643,64	1,95%
<i>FTSE/ΧΑ Large Cap</i>	1833,4	1740,86	-5,05%
<i>FTSE/ΧΑ MID cap</i>	816,44	753,69	-7,69%
<i>FTSE/ΧΑ Διεθνούς δραστηρ. Plus</i>	1.274,61	1.513,50	18,74%
<i>FTSE/ΧΑ MID&SMALL CAP θεμελιωδών Μεγεθών</i>	1.255,57	1.340,71	6,78%
<i>FTSE/ΧΑ Δείκτης Αγοράς</i>	449,96	427,09	-5,08%
<i>ΕΛΛΗΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ MID&SMALL CAP</i>	715,58	786,74	9,94%

Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

4.2.3. Αξία Συναλλαγών

Το 2016, η αξία συναλλαγών επί μετοχικών τίτλων στην Αγορά Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών ανήλθε σε 15,05 δισ. ευρώ, σημειώνοντας μείωση σε ετήσια βάση κατά 21,28%. Η μέση μηνιαία τιμή της διαμορφώθηκε στα 1,25 δισ. ευρώ, ενώ η υψηλότερη για το έτος τιμή (2,06 δισ. ευρώ) καταγράφηκε το μήνα Μάιο. Η αξία συναλλαγών επί μετοχών σε όλες τις κατηγορίες διαπραγμάτευσης ανήλθε σε 15,04 δισ. ευρώ, μικρότερη κατά 20,23% σε σχέση με το 2015. Η αξία συναλλαγών επί διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων ανήλθε σε 3,45 εκατ. ευρώ, μειωμένη κατά 56,60% σε σχέση με το 2015 και η αξία συναλλαγών επί τίτλων παραστατικών (warrants) ήταν 2,54 εκατ. ευρώ, μειωμένη κατά 98,99% σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Η αξία συναλλαγών στην Εναλλακτική Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών ανήλθε σε 1,91 εκατ. ευρώ, αυξημένη σε ετήσια βάση κατά 2,65%.

Το 2014, η αξία συναλλαγών σε μετοχικούς τίτλους στο ΧΑ ανήλθε σε 31,51 δισεκατ. ευρώ, σημειώνοντας σημαντική ετήσια αύξηση κατά 47,87%. Ενισχυμένη σε σχέση με τη μέση μηνιαία τιμή της για το έτος (2,63 δισεκατ. ευρώ) εμφανίζεται η αξία συναλλαγών κατά τους μήνες Μάιο (4,9 δισεκατ. ευρώ) και Ιούνιο (3,58 δισεκατ. ευρώ). Η αξία συναλλαγών επί μετοχών σε όλες τις κατηγορίες διαπραγματεύσεως ήταν 29,86 δισεκατ. ευρώ, υψηλότερη κατά 49,86% σε σχέση με το 2013, με την αξία συναλλαγών στην κύρια αγορά να παρουσιάζει τη μεγαλύτερη αύξηση (50,37%). Η αξία συναλλαγών επί διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων ανήλθε σε 15,35 εκατ. ευρώ, υψηλότερη κατά 47,6% σε σχέση με το 2013, και η αξία συναλλαγών επί τίτλων παραστατικών (warrants) ήταν 1,64 δισεκατ. ευρώ, υψηλότερη κατά 19,16% σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

Κατά το 2012, η συνολική αξία συναλλαγών στην αγορά κινητών αξιών του ΧΑ συνέχισε την πτωτική πορεία των περασμένων ετών και διαμορφώθηκε σε 12.924,01 εκατ. ευρώ, σημειώνοντας ετήσια μείωση κατά 37,6% έναντι μείωσης 41,08% το 2011. Η συνολική αξία συναλλαγών ήταν 35.131,16 εκατ. ευρώ το 2010, 50.886,82 εκατ. ευρώ το 2009 και 78.174,41 εκατ. ευρώ το 2008. Η αξία συναλλαγών επί μετοχών της Κύριας Αγοράς αντιστοιχούσε στο 99,65% της συνολικής αξίας συναλλαγών το 2012 σημειώνοντας μικρή ετήσια αύξηση έναντι ποσοστού 99,4% κατά το 2011. Η ετήσια αξία συναλλαγών επί μετοχών χαμηλής διασποράς και μετοχών υπό επιτήρηση σημείωσε ετήσια μείωση στο 0,02% της συνολικής αξίας συναλλαγών το 2012 έναντι μείωσης 0,3% το 2011. Η αξία συναλλαγών επί μεριδίων διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων σημείωσε ετήσια μείωση, αντιστοιχώντας στο 0,099% της συνολικής αξίας συναλλαγών το 2012 έναντι ποσοστού 0,11% το 2011. Η μέση ετήσια ρευστότητα της αγοράς διαμορφώθηκε σε 0,17% το 2012 έναντι 0,16% το 2011. Η μέση ρευστότητα στη Κύρια Αγορά ήταν 0,19% , ενώ στη κατηγορία των εταιριών χαμηλής διασποράς και υπό επιτήρηση διαμορφώθηκε στο 0,011% από 0,07% το 2011.

4.2.4. Συμμετοχή επενδυτών στο Χρηματιστήριο Αθηνών

Κατά το 2016, η συμμετοχή των ημεδαπών επενδυτών (περιλαμβανομένου του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας-ΤΧΣ) στη συνολική κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών διατηρήθηκε στο ίδιο επίπεδο σε σχέση με το 2015 (38,56% έναντι 38,55%), παρά το γεγονός ότι, σύμφωνα με τα στοιχεία συναλλαγών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, εμφανίστηκαν ως πωλητές με εκροές (διαφορά μεταξύ αξίας συναλλαγών πωλήσεων και αγορών) ύψους 913,29 εκατ. ευρώ. Η συμμετοχή των ιδιωτών ημεδαπών επενδυτών ανέρχεται στο 14,84% (5.831,38 εκατ. ευρώ) της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών έναντι 14,16% το 2015 (5.555,44 εκατ. ευρώ) και του ΤΧΣ στο 4,46% (1.753,58 εκατ. ευρώ) έναντι 6,08% το 2015 (2.384,18 εκατ. ευρώ), ως αποτέλεσμα της αναλογικά μικρότερης συμμετοχής του Ταμείου στην τρίτη ανακεφαλαιοποίηση των συστημικών τραπεζών. Η συμμετοχή των αλλοδαπών επενδυτών αυξήθηκε οριακά και αντιπροσωπεύει το 61,40% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών έναντι 60,27% το 2015. Το 2016 οι αλλοδαποί

επενδυτές εμφανίζονται ως αγοραστές.

Πίνακας 4. Συμμετοχή επενδυτών στο σύνολο των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών, 30.12.2016

	Μερίδες με υπόλοιπο		Κεφαλαιοποίηση	
	Αριθμός	Ποσοστό (%)	Αξία (εκατ. ευρώ)	Ποσοστό (%)
I. Ημεδαποί Επενδυτές	708.683	97,89	15.149,20	38,56
Ιδιώτες	702.533	97,04	5.831,38	14,84
Ιδιωτ. χρηματοοικονομικές εταιρείες	366	0,05	3.891,85	9,91
Ιδιωτ. μη κερδοσκοπικά ιδρύματα	638	0,09	270,78	0,69
Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις	2.403	0,33	2.857,11	7,27
Δημόσιος Τομέας	152	0,02	539,84	1,38
Λοιποί επενδυτές	2.575	0,36	4,64	0,01
Ταμείο Χρημ/κής Σταθερότητας	1	0,00	1.753,58	4,46
II. Αλλοδαποί Επενδυτές	14.982	2,07	24.120,32	61,40
Ιδιώτες	11.339	1,57	716,73	1,82
Ιδιωτ. χρηματοοικονομικές εταιρείες	2.724	0,38	17.039,89	43,37
Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις	799	0,11	5.233,69	13,32
Δημόσιος Τομέας & Οργανισμοί	66	0,00	1.075,52	2,74
Λοιποί επενδυτές	22	0,00	0,16	0,00
III. Λοιποί Επενδυτές	329	0,05	16,44	0,04
Σύνολο I+II+III	723.994	100,00	39.285,96	100,00

Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών

Στον Πίνακα 5 παρουσιάζονται στοιχεία σχετικά με το πλήθος των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου από εισηγμένες εταιρίες που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 2010-2016 καθώς και το αντίστοιχο ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων.

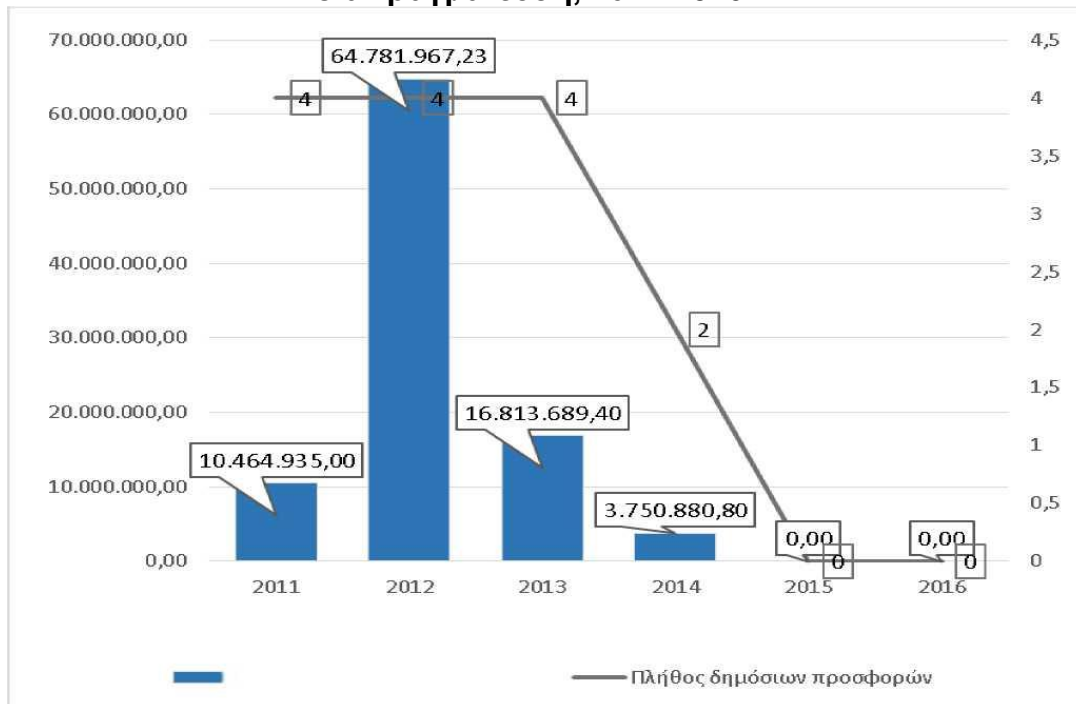
Πίνακας 5. Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου εισηγμένων εταιριών, 2010-2016

Έτος	Αριθμός αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου	Αντληθέντα κεφάλαια (εκατ. ευρώ)
2016	8	201,56
2015	7	10.185,95
2014	11	8.720,85
2013	21	29.999,39
2012	5	38,2
2011	14	2.984,00
2010	17	2.417,00

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Στο Γράφημα 4 παρουσιάζονται στοιχεία που αφορούν τις δημόσιες προσφορές μετοχών χωρίς εισαγωγή προς διαπραγμάτευση για την περίοδο 2011 - 2016. Συγκεκριμένα, εμφανίζονται το πλήθος των δημόσιων προσφορών που πραγματοποιήθηκαν ανά έτος καθώς και τα αντληθέντα κεφάλαια.

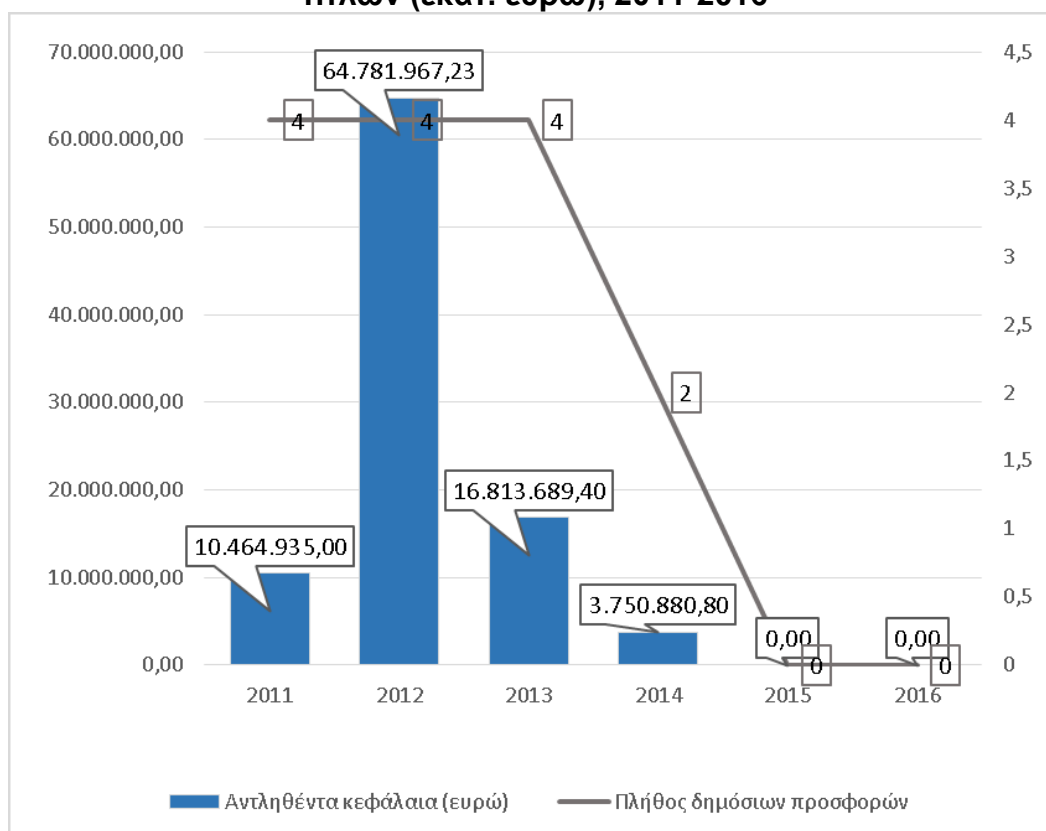
Γράφημα 4. Δημόσια προσφορά μετοχών χωρίς εισαγωγή προς διαπραγμάτευση, 2011-2016



Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Στο Γράφημα 5 εμφανίζεται ανά έτος το συνολικό ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων από εκδόσεις μετοχικών τίτλων για την περίοδο 2011 - 2016.

Γράφημα 5. Σύνολο αντληθέντων κεφαλαίων από εκδόσεις μετοχικών τίτλων (εκατ. ευρώ), 2011-2016



Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

4.2.5. Εταιρικοί Μετασχηματισμοί στην Κεφαλαιαγορά

Το 2016, οι εταιρικοί μετασχηματισμοί εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιριών μέσω συγχωνεύσεων μειώθηκαν σε σχέση με το 2015. Ειδικότερα, 9 εισηγμένες εταιρίες απορρόφησαν μέσω συγχώνευσης 10 μη εισηγμένες και 3 εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρίες κατά το 2016, ενώ 13 εισηγμένες εταιρίες απορρόφησαν μέσω συγχώνευσης 13 μη εισηγμένες και 2 εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρίες κατά το 2015. Από τις εισηγμένες απορροφώσες εταιρίες 3 ανήκουν στον κλάδο Προσωπικών & Οικιακών Αγαθών, 2 ανήκουν στον κλάδο των Κατασκευών & Υλικών Κατασκευών και οι υπόλοιπες σε διαφορετικούς κλάδους (Ακίνητη Περιουσία, Πρώτες Ύλες, Χημικά, Εμπόριο). Επίσης, από τις 3 εισηγμένες απορροφημένες εταιρίες, των οποίων οι μετοχές διαγράφηκαν από το Χρηματιστήριο Αθηνών ως επακόλουθο της συγχώνευσης με απορρόφηση, 2 ανήκουν στον κλάδο Πρώτων Υλών και μία στον κλάδο Βιομηχανικών Προϊόντων & Υπηρεσιών.

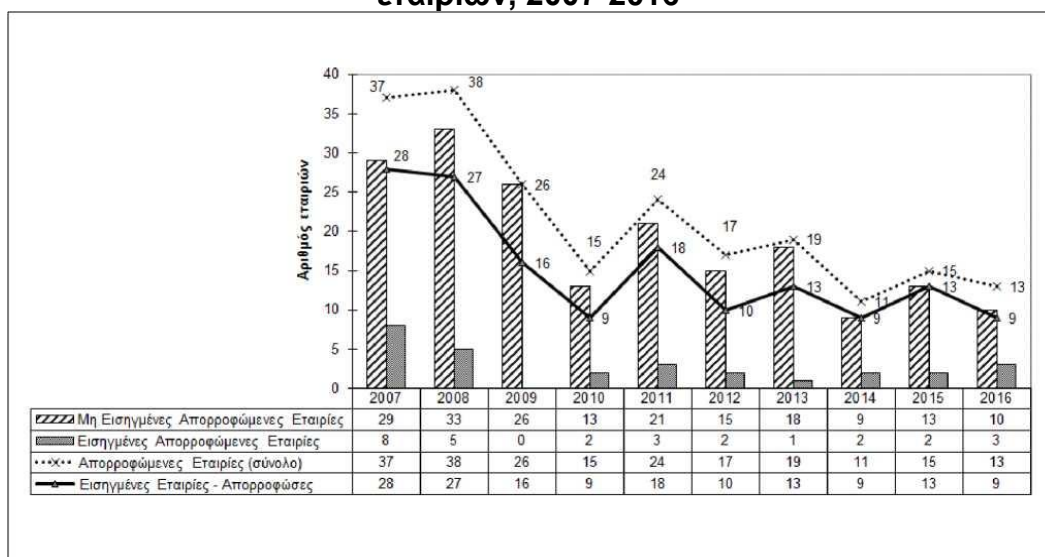
Περαιτέρω, σημειώνεται ότι οι εταιρικοί μετασχηματισμοί μέσω αποσχίσεων και απορροφήσεων κλάδων κατά το 2016 παρουσίασαν μείωση. Ειδικότερα, το 2016 έλαβαν χώρα αποσχίσεις 3 κλάδων από 3 εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρίες με απορρόφησή τους από 3

μη εισηγμένες, έναντι αποσχίσεων 5 κλάδων από 3 εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρίες το 2015. Οι αποσχίσεις κλάδων που έλαβαν χώρα κατά τη διάρκεια του 2016 αφορούσαν από μια εταιρία των κλάδων Πρώτων Υλών, Ακίνητης Περιουσίας και Βιομηχανικών Προϊόντων & Υπηρεσιών.

Οι συγχωνεύσεις μεταξύ εισηγμένων και μη εισηγμένων εταιριών κατά το 2014 μειώθηκαν σε σχέση με το 2013, καθώς 9 εισηγμένες εταιρίες απορρόφησαν μέσω συγχώνευσης 9 μη εισηγμένες στο ΧΑ εταιρίες κατά το 2014, ενώ 13 εισηγμένες εταιρίες απορρόφησαν μέσω συγχώνευσης 19 μη εισηγμένες στο ΧΑ εταιρίες κατά το 2013. Από τις εισηγμένες απορροφώσες εταιρίες δύο ανήκουν στον κλάδο των Τραπεζών και οι υπόλοιπες σε διαφορετικούς κλάδους (Εμπορικά Οχήματα και Φορτηγά, Αλουμίνιο, Μη Σιδηρούχα Μέταλλα, Είδη Προσωπικής Φροντίδας, Ταξίδια και Τουρισμός, Κατασκευές, Ιατρικός Εξοπλισμός). Επίσης, το 2014 σημειώθηκαν 2 συγχωνεύσεις εισηγμένων εταιριών με απορρόφηση επίσης εισηγμένων εταιριών, έναντι καμίας το 2013. Σημειώνεται ότι το 2014 δεν έλαβαν χώρα εταιρικοί μετασχηματισμοί μέσω αποσχίσεων και απορροφήσεων κλάδων από εισηγμένες στο ΧΑ εταιρίες, έναντι 2 αποσχίσεων το 2013. Το 2012 10 εισηγμένες εταιρίες απορρόφησαν μέσω συγχώνευσης 16 μη εισηγμένες στο ΧΑ εταιρίες, ενώ το 2011 17 εισηγμένες εταιρίες απορρόφησαν μέσω συγχώνευσης 22 μη εισηγμένες στο ΧΑ εταιρίες.

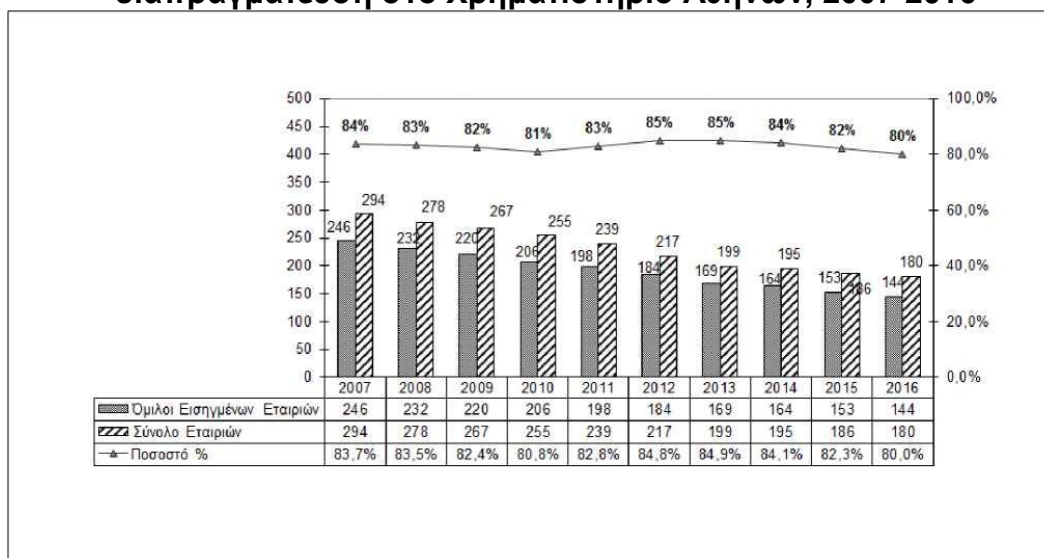
Τέλος, την 31.12.2016 σε σύνολο 180 εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιριών που τελούσαν υπό καθεστώς διαπραγμάτευσης, 144 εταιρίες (80,0%) συγκροτούν ομίλους και συντάσσουν ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, έναντι 152 ομίλων (81,7%) σε σύνολο 186 εταιριών την 31.12.2015. Επίσης, την 31.12.2014 σε σύνολο 195 εισηγμένων στο ΧΑ εταιριών που τελούσαν υπό καθεστώς διαπραγμάτευσης, 164 εταιρίες (84,1%) συγκροτούν ομίλους και συντάσσουν ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, έναντι 169 ομίλων (84,9%) σε σύνολο 199 εταιριών την 31.12.2013.

Γράφημα 6. Συγχωνεύσεις εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιριών, 2007-2016



Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Γράφημα 7. Εισηγμένες εταιρίες και όμιλοι εισηγμένων εταιριών σε διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αθηνών, 2007-2016



Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

.3. Νέες Προοπτικές το 2017

Έπειτα από δύο καταστροφικές χρονιές στο Χρηματιστήριο, το 2014 και το 2015, και μία αδιάφορη, το 2016, το 2017 προσέφερε αξιόλογες αποδόσεις στους επενδυτές. Η αγορά απέκτησε καλύτερο βηματισμό μετά την ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης και σημείωσε αρκετά σερί ανόδου το τελευταίο τρίμηνο της χρονιάς κλείνοντας το 2017 με άνοδο 25,7%.

Ωστόσο το βασικό στοιχείο που επέτρεψε να κινηθούν ανοδικά οι περισσότερες μετοχές του Χρηματιστηρίου ήταν η απομάκρυνση του Grexit από την ελληνική οικονομία, αλλά και της πιθανότητας «κουρέματος» των καταθέσεων λόγω έλλειψης ρευστότητας στις τράπεζες, ενώ βοήθησε και η ραγδαία αποκλιμάκωση της καμπύλης απόδοσης των ελληνικών ομολόγων. Το 2017 ήταν η πρώτη ήρεμη επιχειρηματικά χρονιά των τελευταίων ετών, χωρίς έκτακτα πολιτικά γεγονότα, όπου οι υγιείς επιχειρήσεις επέστρεψαν στη κερδοφορία με τις καλύτερες επιδόσεις για πρώτη φορά μετά το 2009.

Μάλιστα, παρατηρήθηκε το φαινόμενο, μια μικρή ομάδα κερδοφόρων εταιρειών λόγω της εφιαλτικής διαείας (2015-2016) να επιστρέψουν μετρητά προς τους μετόχους τους για να τους αποζημιώσουν για τη διαεία των έκτακτων εκλογικών αναμετρήσεων και του περιορισμού κίνησης κεφαλαίων (capital controls), που συμπληρώνουν 30 μήνες εφαρμογής στη χώρα μας.

4.3.1. Οι Χρηματιστηριακοί Δείκτες το 2017

Ο Γενικός Δείκτης Τιμών έκλεισε το 2017 στις 802,37 μονάδες, έναντι 643,64 μονάδων του 2016 καταγράφοντας άνοδο σε ποσοστό 24,66%. Ο δείκτης της υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE LARGE CAP έκλεισε το 2017 με άνοδο 19,67%, ενώ ο δείκτης FTSE MID CAP σημείωσε κέρδη 58,98%.

Οι κλαδικοί δείκτες έκλεισαν ως εξής:

- Τράπεζες: άνοδος 4,56%,
- Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών: άνοδος 6,51%,
- Βιομηχανικά Προϊόντα: άνοδος 54,38%,
- Εμπόριο: πτώση 0,99%,
- Προσωπικά & Οικιακά Προϊόντα: άνοδος 4,58%,
- Τρόφιμα- Ποτά: άνοδος 31,72%,
- Πρώτες Ύλες: άνοδος 49,05%,
- Κατασκευές: άνοδος 24,98%,
- Πετρέλαιο: άνοδος 51,06%,
- Ταξίδια- Αναψυχή: άνοδος 24,77%,
- Τεχνολογία: άνοδος 42,51%,
- Τηλεπικοινωνίες: άνοδος 28,78% και
- Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας άνοδος 31,35%.

4.3.2. Οι Μετοχές της Υψηλής Κεφαλαιοποίησης

Από τις μετοχές της υψηλής κεφαλαιοποίησης, τη μεγαλύτερη άνοδο κατέγραψαν οι μετοχές της Viohalco (+158,80%), της ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ (+94,30%), τα ΕΛΠΕ (+72,17%), της Τέρνα Ενεργειακή (+59,78%) και της Μυτιληναίος (+48,98%). Ακολούθησαν οι μετοχές: Lamda Development (+43,75%), Motor Oil (+43,36%), της Eurobank (+31,78%), Coca Cola HBC (+31,71%), Aegean Airlines (+30,33%), Εθνική (+30,20%), ΟΤΕ (+28,78%), ΟΠΑΠ (+25,00%), Grivalia Properties (+20,10%), ΕΧΑΕ (+16,58%), ΟΛΠ (+16,54%), Σαράντης (+13,96%), ΕΥΔΑΠ (+12,19%) και Τιτάν (+2,69%). Αντιθέτως τις μεγαλύτερες απώλειες σημείωσαν οι μετοχές της ΔΕΗ (-32,53%), της Πειραιώς (-26,56%), της ΑΔΜΗΕ (-8,68%) και ακολουθούν οι μετοχές: Alpha Bank (-5,95%), Follis Follie (-1,20%) και της Jumbo (-1,06%).

4.3.3. Κέρδη και Χρηματικές Διανομές

Με βάση τα αποτελέσματα του πρώτου εξαμήνου, τα καθαρά κέρδη ανέβηκαν κατά 24%, ενώ ίδια τάση επικράτησε και στις εισηγμένες που δημοσίευσαν αποτελέσματα εννεάμηνου.

Το 2017 ήταν ένα ακόμη έτος αυξημένων χρηματικών διανομών προς τους μετόχους. Έτσι, εκτιμάται ότι μοιράστηκε μέσω μερισμάτων και επιστροφών κεφαλαίου ποσό ύψους 1,2 με 1,3 δισ. ευρώ, που είναι σαφώς υψηλότερο από τα αντίστοιχα των προηγούμενων ετών, όπως προκύπτει και από τα στοιχεία του παρατιθέμενου πίνακα (μετά το χαμηλό των 576 εκατ. ευρώ που μοίρασε το σύνολο των εισηγμένων στους επενδυτές το 2013, ακολούθησαν τα 637 εκατ. του 2014, τα 771 εκατ. του 2015 και το ένα δισ. του 2016).

Πίνακας 6. Χρηματικές διανομές στους μετόχους

Εισηγμένες: Χρηματικές διανομές στους μετόχους		
Έτος	Ποσό	Αρ. Εταιρειών
2008	4.486	182
2009	2.926	114
2010	1.818	99
2011	1.179	59
2012	863	28
2013	576	21
2014	637	28
2015	771	37
2016	1.000	46

Τα ποσά σε εκατ. ευρώ
Πηγή: ATHEX Group

4.3.4. Νέες Μεριδες

Τους 10 πρώτους μήνες του 2017 είχαν ανοίξει 9.702 νέοι κωδικοί, με το 2016 να είναι με διαφορά το πιο φτωχό έτος από το 1998 μέχρι σήμερα που τηρούνται στατιστικά στοιχεία από πλευράς ανοίγματος νέων κωδικών στο Χ.Α., καθώς προστέθηκαν μόλις 7.341 νέες μερίδες. Για να φανεί η διαφορά με τα προηγούμενα χρόνια, θυμίζουμε ότι το 2015 είχαν ανοίξει 18.508 κωδικοί, το 2014 ήταν 15.234, το 2013 ήταν 25.367 κωδικοί, ενώ την προηγούμενη δεκαετία οι καλύτερες ετήσιες επιδόσεις είχαν καταγραφεί το 2005 με 30.812 νέους κωδικούς και το 2004 με 42.868 κωδικούς.

Το ιστορικό ετήσιο ρεκόρ σε άνοιγμα νέων κωδικών σημειώθηκε το 1999, όταν δημιουργήθηκαν 1.114.361 νέες επενδυτικές μερίδες. Από το

1998, οπότε τηρούνται τα στατιστικά στοιχεία του Χρηματιστηρίου, έως σήμερα, έχουν ανοίξει 2.731.184 κωδικοί. Από το 1998 έχουν απενεργοποιηθεί (επίσημα) συνολικά 1.243.950 κωδικοί. Πρόκειται για κωδικούς που ανήκουν είτε σε επενδυτές που εγκατέλειψαν τη χρηματιστηριακή ενασχόληση είτε για κωδικούς που ανήκαν σε χρεοκοπημένες, πλέον, ΑΧΕ και διεγράφησαν.

ΜΕΡΟΣ Β΄ - ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ – ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 – ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ – ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΠΗΓΩΝ – ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

5.1. Μεταβλητές Ανάλυσης – Στοιχεία Έρευνας

5.1.1. Επιλογή Μεταβλητών

Οι μεταβλητές μπορεί να είναι δίτιμες (π.χ. ταύτιση των ρόλων του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου), με τις περισσότερες να είναι συνεχείς μεταβλητές (τα χρηματοοικονομικά δεδομένα των εταιριών και ορισμένα από τα στοιχεία των μελών του Δ.Σ.). Η επιλογή των μεταβλητών έγινε με βάση την χρήση τους σε εμπειρικές μελέτες της διεθνούς βιβλιογραφίας. Στις μελέτες αυτές χρησιμοποιείται ένας μεγάλος αριθμός από μεταβλητές. Πολλές από αυτές είναι συμπληρωματικές μεταξύ τους και άλλες υποκαθιστούν η μία την άλλη. Λόγω των ανωτέρω, η επιλογή ενός ολοκληρωμένου και εφικτού στον χειρισμό σύνολο μεταβλητών θα βοηθήσει σημαντικά στην ανάλυση της ΕΔ στην Ελλάδα.

Οι γνώμονες για την επιλογή των μεταβλητών είναι:

- Η συχνότητα που απαντώνται στην βιβλιογραφία,
- Η συνάφειά τους με τις υποθέσεις της έρευνας,
- Την δυνατότητα εναλλακτικής ή συνδυασμένης χρήσης τους,
- Την ερμηνευτικότητά τους σε σχέση με το γνωστικό πεδίο της έρευνας.

5.1.2. Μετασχηματισμός Μεταβλητών

Ο μετασχηματισμός των μεταβλητών κρίθηκε απαραίτητος. Οι μετασχηματισμοί περιλαμβάνουν:

- την κατασκευή αριθμοδεικτών για τα χρηματοοικονομικά στοιχεία
- την λογαριθμοποίηση των μεταβλητών για τον περιορισμό της μεταβλητότητας ορισμένων μεταβλητών και την πρόληψη προβλημάτων ετεροσκεδαστικότητας που αποτελούν και σημαντικό πρόβλημα κατά τον χειρισμό διαστρωματικών στοιχείων.

Οι λόγοι που επέβαλλαν αυτή την ενέργεια είναι οι εξής:

- Η εξομάλυνση της κλίμακας των μεταβλητών και την αύξηση της συγκρισιμότητας των μεταβλητών,
- Την διευκόλυνση της στατιστικής έρευνας,
- Την σύγκριση με άλλες μελέτες και έρευνες.

5.2. Επιλογή Δείγματος και Μέθόδου Συλλογής Δεδομένων

Η μελέτη πραγματοποιήθηκε για εισηγμένες εταιρείες στο ΧΑΑ, για τα έτη 2011-2016. Επιλέχθηκαν οι εταιρείες που συνθέτουν τον δείκτη FTSE/XA Large Cap του ΧΑΑ με την μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση.

Όσον αφορά τη συλλογή των στοιχείων, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών δεν έχει προχωρήσει σε μελέτες ή ανακοινώσεις στοιχείων. Επιπλέον, δεν υπάρχουν ακτιβιστές μέτοχοι ή ινστιτούτα που να έχουν αφιερώσει πόρους για την συλλογή δεδομένων ΕΔ στην Ελλάδα. Οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην συλλογή δεδομένων για τις ελληνικές εταιρείες (ICAP, Profile, HellasStat, κ.α.) δεν είχαν προετοιμαστεί για την συλλογή συναφών δεδομένων και έτσι δεν υπάρχουν αξιοποιήσιμα στοιχεία από αυτές τις πηγές.

Τα διαθέσιμα στοιχεία μπορούν να προέλθουν από τρεις μόνο πηγές (ερωτηματολόγια, ενημερωτικά δελτία και τις εταιρικές ιστοσελίδες). Οι μελέτες της Grant Thornton (2005, 2006, 2007) και των Tsiouris and Xanthakis (2004) βασίστηκαν σε ερωτηματολόγια. Τα πλεονεκτήματα των ερωτηματολογίων είναι δύο: α) οι ερωτήσεις είναι καλύτερα στοχευμένες και οι απαντήσεις, με την σειρά τους, είναι καλύτερα προσαρμοσμένες στον στόχο της μελέτης και β) η στατιστική επεξεργασία είναι ευκολότερη διότι το ερωτηματολόγιο μπορεί να δομηθεί σύμφωνα με την επιλεγμένη μέθοδο στατιστικής ανάλυσης. Το μειονέκτημα είναι ότι η απάντηση του ερωτηματολογίου από τα υπεύθυνα πρόσωπα των εταιριών είναι δύσκολη και το αποτέλεσμα της συλλογής τους αμφίβολο. Ενδεικτικό της δυσκολίας είναι το γεγονός ότι στην πρώτη μελέτη της Grant Thornton απάντησαν 100 εταιρίες, ενώ στην δεύτερη μόνο 80, ενώ στην τρίτη δεν ανακοινώθηκε αριθμός εταιριών που συμμετείχαν, αλλά μόνο ότι αντιστοιχούσαν στο 28% της ολικής κεφαλαιοποίησης, δηλαδή ένας πολύ μικρός αριθμός εταιριών.

Αντίθετα, η μελέτη των Florou and Galarnioti (2007) στηρίχθηκε στα ενημερωτικά δελτία των εταιριών. Αποτέλεσμα αυτής της επιλογής είναι ότι το δείγμα αυτής της μελέτης ήταν, συγκριτικά, πολύ μεγαλύτερο από των προηγούμενων. Το μειονέκτημα είναι ότι οι πληροφορίες που δίνονται στα ενημερωτικά δελτία από τις εταιρίες δεν είναι προτυποποιημένες με αποτέλεσμα το ένα έτος η εταιρία να γνωστοποιεί ορισμένες πληροφορίες (π.χ. βιογραφικά των μελών του Δ.Σ.) και στο επόμενο να μην το κάνει. Η συμπλήρωση των πληροφοριών αυτών μπορεί να γίνει από εναλλακτικές πηγές (π.χ. τις εταιρίες που συλλέγουν πληροφορίες για τους επενδυτές). Αντίστοιχα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα έχουν και οι πληροφορίες που προέρχονται από τις εταιρικές ιστοσελίδες.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω και από το γεγονός ότι στην προσπάθεια που έγινε για την συλλογή δεδομένων με την μορφή ερωτηματολογίου η ανταπόκριση ήταν ιδιαίτερα μικρή (το ερωτηματολόγιο παρατίθεται στα παραρτήματα για πληροφοριακούς λόγους, καθώς δεν κατέστη δυνατή η πραγματοποίησή της εν λόγω έρευνας), επιλέχθηκε η έρευνα να στηριχθεί στα ενημερωτικά δελτία. Τα δεδομένα προς ανάλυση

προέρχονται από τα δημοσιευμένα ετήσια ενημερωτικά των εταιριών που συμπεριλαμβάνονται στο δείκτη FTSE/XA Large Cap για τα έτη 2011-2016.

Παράλληλα, για την διακρίβωση των αναφερομένων και την συμπλήρωση των πληροφοριών έγινε μία προσπάθεια καταγραφής των πληροφοριών που είναι διαθέσιμες στους εταιρικούς ιστοτόπους. Η μεθοδολογία αυτή παρουσιάζει όμως ένα πρόσθετο μειονέκτημα. Οι εταιρικές ιστοσελίδες ενημερώνονται συχνά και δεν υπάρχει προηγούμενη εικόνα για τις πληροφορίες που ήταν διαθέσιμες σε αυτές τα προηγούμενα έτη. Έτσι η καταγραφή έγινε κυρίως από τις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις κάθε εταιρίας, για τα έτη 2011-2016.

Είναι συχνός ο αποκλεισμός, στις εμπειρικές μελέτες, των εταιριών του χρηματοοικονομικού κλάδου, λόγω της διαφορετικής χρηματοοικονομικής και ιδιοκτησιακής δομής και της έντονης διαφοράς στα προϊόντα και τις υπηρεσίες που προσφέρουν (διαφορετική δομή αγοράς προϊόντος). Ο νόμος και οι αρχές ΕΔ, όμως, δεν κάνουν καμία τέτοια διαφοροποίηση. Για αυτό και η ανάλυση θα περιλαμβάνει αυτές τις εταιρίες. Ένα πρόσθετο στοιχείο που συνεπικουρεί προς την απόφαση του μη αποκλεισμού είναι ότι ο κλάδος αυτός αποτελεί το 1/3 περίπου της συνολικής κεφαλαιοποίησης των εταιριών του δείγματος του δείκτη FTSE/XA Large Cap.

5.3. Δεδομένα και μεθοδολογία ανάλυσης

Τα δεδομένα συλλέχτηκαν από τρεις κύριες πηγές: τα ενημερωτικά δελτία, τις εταιρικές ιστοσελίδες και την ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για το δείγμα της μελέτης. Για την αποδελτίωση των ενημερωτικών δελτίων κατασκευάστηκε μία βάση δεδομένων (excel). Η βάση δεδομένων εμπεριέχει στοιχεία για τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιριών, αλλά και άλλες πληροφορίες (χρηματοοικονομικά στοιχεία). Η έμφαση στα Διοικητικά Συμβούλια οφείλεται στην έμφαση που δίνεται στον νόμο 3016/2002 περί Εταιρικής Διακυβέρνησης και σε αυτήν που δίνεται στις αρχές ΕΔ του ΟΟΣΑ (2004).

Τα στοιχεία συλλέγονται σε 3 κατηγορίες (Εταιρεία και Διοικητικό Συμβούλιο), ενώ η 3^η καταγράφει τα Χρηματοοικονομικά Δεδομένα της εταιρίας.

Στην κατηγορία Εταιρία καταγράφονται, κυρίως, στοιχεία για την εταιρία (Επωνυμία, Κλάδος Δραστηριοποίησης). Στις κατηγορίες Διοικητικό Συμβούλιο και Χρηματοοικονομικά Δεδομένα καταγράφονται τα αριθμητικά στοιχεία περιγραφής τους. Οι μεταβλητές που καταγράφονται είναι δίτιμες ή διαστρωματικές και θα χρησιμοποιηθούν για τον υπολογισμό δευτερογενών μεταβλητών που να αποδίδουν καλύτερα ή να συγκεντρώνουν την πληροφορία με την χρήση ενός και μόνο αριθμού ή μεταβλητής (π.χ. με την χρήση αριθμοδεικτών).

Συγκεκριμένα, συλλέχθηκαν τα εξής στοιχεία από 150 annual reports:

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

Ο αριθμός των κοινών μετοχών που διαπραγματεύεται κάθε επιχείρηση (ordinary shares outstanding), το σύνολο του Ενεργητικού, το σύνολο του κύκλου εργασιών, τα καθαρά κέρδη ανά μετοχή, τα μερίσματα, η αξία των ιδίων κεφαλαίων καθώς και οι ετήσιες αποδόσεις των εταιριών, συλλέχθηκαν από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις.

Έτσι διαμορφώθηκε ένα σύνολο 2.296 παρατηρήσεων, από το σύνολο των 2.304 μετά την εξαίρεση ορισμένων παρατηρήσεων γιατί δεν ήταν ολοκληρωμένες και συνεπώς θα δημιουργούνταν σημαντικά προβλήματα στην παλινδρόμηση αυτών των παρατηρήσεων. Πρέπει να επισημανθεί ότι η επιλεγθείσα μεθοδολογία κατασκευής και εκτίμησης μοντέλων δεν έχει την δυνατότητα να χειρισθεί ελλιπείς εγγραφές με τρόπο που να μην δημιουργεί προβλήματα αξιοπιστίας των αποτελεσμάτων.

5.4. Στατιστικά Πακέτα Λογισμικού που Χρησιμοποιήθηκαν

Για την διεκπεραίωση της εργασίας υπολογισμού των μοντέλων και της στατιστικής ανάλυσης, χρησιμοποιήθηκαν δύο τύποι λογισμικών. Η χρήση των λογισμικών αυτών έγινε για την υλοποίηση των μεθοδολογιών που χρησιμοποιήθηκαν στην παρούσα μελέτη. Η επιλογή των πακέτων λογισμικού έγινε με βάση των εξειδίκευση του κάθε πακέτου. Στον παρακάτω πίνακα δίνονται τα λογισμικά και η αντίστοιχη χρήση τους.

Πίνακας 6. Λογισμικά πακέτα και μεθοδολογίες

Λογισμικό	Μεθοδολογία για την οποία χρησιμοποιήθηκε
Microsoft Excel	Συγκεντρωτικοί πίνακες (μέσοι όροι, συχνότητες αναλογίες) Μέτρα περιγραφικής στατιστικής
STATA	Παλινδρόμηση διαστρωματικών δεδομένων (Panel Data)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 – ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΚΑΙ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ ΕΔ – ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ - ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

6.1. Περιγραφή των Εξεταζόμενων Μεταβλητών

6.1.1. Ανεξάρτητες Μεταβλητές

6.1.1.1. Μέγεθος Του Διοικητικού Συμβουλίου

Το Διοικητικό Συμβούλιο 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). 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 συμβουλίου 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).

6.1.1.2. 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.

6.1.1.3. 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 παρόλο αυτά, να διαδραματίσουν θεμελιώδη ρόλο στον αποτελεσματικό έλεγχο που ασκείται στα Διοικητικά Συμβούλια. Βασικό καθήκον τους είναι να παρακολουθούν τι είδους αποφάσεις λαμβάνει οι διοίκηση πράγμα το οποίο συμβάλλει στην καλύτερη απόδοση της εταιρείας.

Οι ερευνητές που μελετούν το κατά πόσο η λειτουργία παρακολούθησης του Διοικητικού Συμβουλίου επιδρά στην απόδοση των εταιρειών, 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.

6.1.1.4. 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 δυαδικότητα (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 διστακτικότητα.

6.1.2. Εξαρτημένες Μεταβλητές - Μέτρα αποδοτικότητας - κερδοφορίας

Αριθμοδείκτες Χρηματιστηριακής Επένδυσης (επενδυτών): Αυτό το σύνολο των αριθμοδεικτών τείνουν να χρησιμοποιούνται από τους μετόχους ή δυνητικούς μετόχους εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών. Οι μέτοχοι, και στην πραγματικότητα μέρος των ιδιοκτητών, μπορεί επίσης να θεωρηθούν ως εξωγενές στοιχείο προς την εταιρεία, υπό την έννοια ότι δεν είναι πιθανό να είναι σε θέση να ασκήσουν μεγάλη επιρροή στην εταιρεία. Έτσι, τείνουν, για προφανείς λόγους, να ενδιαφέρονται ιδιαίτερα για την αποδοτικότητα της εταιρείας ανά μετοχή και για την ικανότητα της εταιρείας να πληρώνει τα μερίσματα.

6.1.2.1. Κέρδη ανά Μετοχή (Earnings per Share – EPS)

Ο δείκτης αυτός προκύπτει αν διαιρέσουμε τα κέρδη μετά από τους φόρους με το συνολικό αριθμό των μετοχών. Εκφράζει το κέρδος που αποκόμισε ο κοινός μέτοχος για κάθε μετοχή του. Αν και δεν είναι χρήσιμος όταν συγκρίνονται τα κέρδη ανά μετοχή μιας εταιρείας με αυτά μιας άλλης, η αύξηση του αριθμοδείκτη διαχρονικά είναι πολύ χρήσιμο στοιχείο ενώ επηρεάζει έντονα και τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής. Η αύξηση των κερδών ανά μετοχή δίνει περισσότερες πληροφορίες σχετικά με την πρόοδο μιας εταιρείας απ' ό,τι η αύξηση των κερδών σε απόλυτες τιμές. Τα κέρδη μιας εταιρείας μπορεί να αυξηθούν αν αποκτήσει τις μετοχές μιας άλλης εταιρείας. Αν όμως η ποσοστιαία μεταβολή των κερδών είναι μικρότερη από την ποσοστιαία μεταβολή των μετοχών, τότε ο αριθμοδείκτης κέρδη ανά μετοχή θα μειωθεί ακόμα και με υψηλότερα κέρδη (Walsh, 2006).

6.1.2.2. Μέρισμα ανά Μετοχή (Dividend per Share – DPS)

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης υπολογίζεται αν διαιρέσουμε το ύψος των μερισμάτων που καταβάλλονται, με το συνολικό αριθμό των μετοχών. Τα μερίσματα αυτά προέρχονται αποκλειστικά από τα κέρδη, μπορούν όμως να μη συμπίπτουν χρονικά με αυτά. Ωστόσο, δημιουργούνται σημαντικά προβλήματα όταν τα μερίσματα υπερβαίνουν τα κέρδη και η εταιρεία είναι υποχρεωμένη να τα καλύψει από παρακρατηθέντα κέρδη προηγούμενων ετών. Η συνολική απόδοση ενός μετόχου συνίσταται από το μέρισμα και την αύξηση της τιμής της μετοχής. Αν και πολλοί επενδυτές

θεωρούν σημαντικότερη την αύξηση της τιμής της μετοχής, υπάρχουν άλλοι που προτιμούν τα μερίσματα διότι τους αποφέρουν άμεσο εισόδημα. Για τον λόγο αυτό, πολλές εταιρείες αποφεύγουν να μειώσουν το ύψος των μερισμάτων για να μην απομακρυνθούν επενδυτές και μειωθεί η τιμή της μετοχής. Ακόμα και σε μια δύσκολη χρονιά, η εταιρεία θα προτιμήσει να διατηρήσει το μέρισμα, υπερβαίνοντας τα κέρδη, παρά να το περικόψει (Walsh, 2006).

6.1.2.3. Αριθμοδείκτης Απόδοσης Μερισμάτων (Dividend Yield Payout)

Η μερισματική απόδοση, η οποία είναι και το βασικό θέμα της παρούσας εργασίας, προκύπτει αν διαιρέσουμε το μέρισμα ανά μετοχή, με την τιμή της μετοχής. Επιτρέπει στους επενδυτές να συγκρίνουν την ταμειακή ροή που θα αποκτήσουν από την επένδυση ενός σταθερού ποσού σε άλλες μετοχές ή σε άλλες επενδυτικές αγορές (Walsh, 2006). Όσο υψηλότερη είναι η μερισματική απόδοση, τόσο ελκυστικότερη θεωρείται μια μετοχή, όταν οι υπόλοιποι παράγοντες αξιολόγησης είναι οι ίδιοι.

Ενδιαφέρει κυρίως τον επενδυτή με μακροπρόθεσμη προοπτική, ο οποίος έχει τοποθετήσει τα κεφάλαιά του με στόχο την είσπραξη ενός ικανοποιητικού εισοδήματος το οποίο και ελπίζει ότι θα αυξάνει με την πάροδο του χρόνου με παράλληλη σταδιακή αύξηση της μετοχής (Δράκος & Καραθανάσης, 2010).

6.1.2.4. Αριθμοδείκτης Τιμής προς Κέρδη (Price to Earnings Ratio)

Αυτός σχετίζεται με τα κέρδη ανά μετοχή και την τρέχουσα αξία της αγοράς ανά μετοχή, όπως και ο αριθμοδείκτης απόδοσης κερδών. Ο αριθμοδείκτης P/E υπολογίζει τον αριθμό των ετών που θα χρειαστούν τα κέρδη από τη μετοχή να καλύψουν την τιμή της μετοχής. Ο αριθμοδείκτης P/E είναι ο λόγος μεταξύ της τιμής αγοράς ανά μετοχή και των ιδίων κεφαλαίων που κερδίζει ανά μετοχή. Η αναλογία αυτή υπολογίζεται να γίνει μια εκτίμηση όσον αφορά την εκτίμηση της αξίας μιας μετοχής μιας εταιρείας, και χρησιμοποιείται ευρέως από τους επενδυτές για να αποφασίσουν να μην αγοράσουν μετοχές μιας συγκεκριμένης εταιρείας. Ο αριθμοδείκτης P/E βοηθά τους επενδυτές να αποφασίσουν εάν θα αγοράσουν ή όχι τις μετοχές μιας συγκεκριμένης εταιρείας σε μια συγκεκριμένη τιμή της αγοράς. Η σχέση τιμής και κερδών (P/E) αποτελεί την πλέον διαδεδομένη και προτιμώμενη μέθοδο αποτίμησης των μετοχών εταιρειών. Μέσω αυτής της σχέσης, κεφαλαιοποιούνται στην πραγματικότητα τα μελλοντικά κέρδη της εταιρείας. Με άλλα λόγια, ο αριθμοδείκτης P/E δείχνει πόσες φορές διαπραγματεύεται μια μετοχή τα κέρδη του προηγούμενου έτους στο Χρηματιστήριο ή πόσα ευρώ είναι διατεθειμένος να καταβάλλει ένας επενδυτής για κάθε ευρώ κέρδους της επιχείρησης. Το αρνητικό σημείο της υπόθεσης του P/E προκύπτει από την αδυναμία του ίδιου του δείκτη να λάβει υπόψη τη δυναμική πορεία και την ενδεχόμενη δυναμική μεγέθυνση μιας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο εταιρείας. Οι υποστηρικτές, βέβαια, του δείκτη P/E εικάζουν ότι το πρόβλημα

δεν υφίσταται, καθώς η χρηματιστηριακή αγορά έρχεται να προσφέρει μόνη της τη λύση στο θέμα αυτό, ανταμείβοντας με μεγάλο P/E τις εταιρείες που παρουσιάζουν υψηλούς ρυθμούς ανόδου στην κερδοφορία τους και αντίστοιχα με χαμηλό P/E τις εταιρείες που εμφανίζουν στασιμότητα.

Αν ο δείκτης είναι υψηλός, η περιουσία των ιδιοκτητών της εταιρείας αυξάνεται σημαντικά, νέα κεφάλαια εισέρχονται στην εταιρεία σε ευνοϊκές τιμές, μειώνεται ο κίνδυνος εχθρικής εξαγοράς ενώ η εταιρεία μπορεί να προχωρήσει σε εξαγορές με ευνοϊκούς όρους (χρησιμοποιώντας μετοχές αντί μετρητά) (Walsh, 2006).

6.1.2.5. Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (Συνολικών Κεφαλαίων) – (ROA)

Ο πρωταρχικός στόχος κάθε επιχείρησης είναι να γίνονται επενδύσεις και να είναι ικανοποιητική η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων. Ως εκ τούτου, η απόδοση των συνολικών κεφαλαίων χρησιμοποιείται ως μέτρο της επιτυχίας μιας επιχείρησης κατά την πραγματοποίηση αυτού του στόχου. Ο αριθμοδείκτης αυτός μας δείχνει την ικανότητα της διοίκησης να αξιοποιεί τα Συνολικά Κεφάλαια (δηλαδή τα Ίδια Κεφάλαια, τα κεφάλαια των μετόχων), και Ξένα Κεφάλαια (δάνεια από τράπεζες, πιστώσεις από προμηθευτές-πιστωτές κ.λπ.), και να παράγει από αυτά καθαρά κέρδη, ανεξάρτητα του τρόπου κατανομής της αποδοτικότητας αυτής μεταξύ των Ιδίων και Ξένων Κεφαλαίων.

Η απόδοση επενδύσεων, η οποία συνδέει τα καθαρά έσοδα με το σύνολο των κεφαλαίων (σύνολο ενεργητικού), προσφέρει ένα πρότυπο για την αξιολόγηση της αποτελεσματικής χρήσης του μέσου όρου διαθεσίμων που επενδύονται στο ενεργητικό μιας επιχείρησης από τη διοίκηση. Αύξηση της απόδοσης των επενδύσεων σημαίνει, αυτόματα, μεγαλύτερη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων.

6.1.2.6. Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (return on equity/ROE)

Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει την κερδοφόρο δυναμικότητα μιας επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από τη χρήση των κεφαλαίων του μετόχου. Με άλλα λόγια, μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία τα κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης απασχολούνται σε αυτήν. Δηλαδή, απαντά στο ερώτημα αν τα κεφάλαια που επένδυσαν οι φορείς της επιχείρησης αποδίδουν επαρκώς ή όχι. Είναι η σχέση μεταξύ των Καθαρών Κερδών και των Ιδίων Κεφαλαίων.

Προκειμένου να υπολογιστεί η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων, θα πρέπει να ληφθούν υπόψη τα καθαρά κέρδη μετά έκπτωση από αυτά:

- της αμοιβής (τόκου) των επενδυθέντων κεφαλαίων (κόστος ευκαιρίας, π.χ. επιτόκιο καταθέσεων),

- του μισθού για την παρεχόμενη εργασία από τον επιχειρηματία, προκειμένου για προσωπική επιχείρηση (σημειώνεται ότι ειδικά στην Ανώνυμη Εταιρεία οι μισθοί των διοικούντων έχουν εκπέσει από τα κέρδη και συνεπώς δεν περιλαμβάνονται στο στοιχείο αυτό), - του ασφαλιστρού για τον διατρεχόμενο επιχειρηματικό κίνδυνο των ιδίων κεφαλαίων.

Επίσης, η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων θα πρέπει να συνεκτιμάται με τη φύση της επιχείρησης, τη μέση αποδοτικότητα του κλάδου, καθώς και την παγιοποίηση. Στις επιχειρήσεις «εντάσεως» εργασίας ο αριθμοδείκτης μπορεί να εξαιρετικά υψηλός. Το αντίστροφο ισχύει στις επιχειρήσεις «εντάσεως» παγίων. Προφανώς επιζητούμε ένα μεγάλο ποσοστό. Γενικά, ο αριθμοδείκτης αυτός είναι ένας από τους πιο σημαντικούς αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση της συνολικής απόδοσης της εταιρείας. Δεδομένου ότι ο κύριος στόχος της επιχείρησης είναι να μεγιστοποιήσει τα κέρδη, η αναλογία αυτή δείχνει τον βαθμό στον οποίο αυτός ο πρωταρχικός στόχος των επιχειρήσεων επιτυγχάνεται. Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι μεγάλης σημασίας για τους παρόντες και μελλοντικούς μετόχους, καθώς και για τη διαχείριση της εταιρείας. Συγκριτικά με άλλες εταιρείες, ο αριθμοδείκτης προσδιορίζει το κατά πόσο οι επενδύσεις στην επιχείρηση είναι ή όχι ελκυστικές (Δράκος και Καραθανάσης, 2010).

6.1.2.7. Δείκτης Κεφαλαιοποίηση προς Πωλήσεις (Price to Sales Ratio)

Ο λόγος «κεφαλαιοποίηση / πωλήσεις» - price / sales ratio (PSR) δείχνει πόσο δημοφιλής είναι μια εταιρεία στους επενδυτικούς κύκλους με βάση την ικανότητά της να «παράγει» πωλήσεις σε μια συγκεκριμένη χρονιά. Ο εν λόγω δείκτης προσδιορίζεται από τα δύο θεμελιώδη μεγέθη της εταιρείας στην οποία αναφέρεται:

α) την κεφαλαιοποίηση (χρηματιστηριακή αξία σε δραχμές ή ευρώ) που δίνεται από το γινόμενο «συνολικός αριθμός μετοχών της εταιρείας Χ τρέχουσα τιμή μετοχής στο Χρηματιστήριο» και

β) τις πωλήσεις (κύκλο εργασιών) της εξεταζόμενης εταιρείας (μέγεθος σε ευρώ).

Υπογραμμίζεται ότι είναι ορθότερο να λαμβάνουμε τις πωλήσεις του τελευταίου διαθέσιμου (δημοσιευμένου) ισολογισμού της εταιρείας, ώστε ο παρονομαστής του κλάσματος να βρίσκεται όσο το δυνατόν πιο κοντά χρονικώς με την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση (που αποτελεί τον αριθμητή του κλάσματος). Ο εν λόγω δείκτης, αν και δεν είναι τόσο διαδεδομένος στην ελληνική επενδυτική κοινότητα, προσφέρει αποτελέσματα τα οποία είναι ιδιαίτερα αξιόλογα και αρκετά πιο αξιόπιστα από τον μεγαλύτερο αριθμό των διαφόρων δεικτών αξιολόγησης, που εμφανίζονται σχετικά ευρύτερα στην αγορά.

Γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι όσο πιο χαμηλός παρουσιάζεται ο δείκτης «κεφαλαιοποίηση / πωλήσεις» τόσο πιο ευνοϊκά είναι τα εξαγόμενα συμπεράσματα για την εταιρεία και επακόλουθα για τη μετοχή της, από την οποία ο επενδυτής προσδοκά κεφαλαιακά κέρδη. Ο δείκτης «κεφαλαιοποίηση / πωλήσεις» εκφράζει τη δημοτικότητα της επιχείρησης στον οικονομικό κόσμο και ταυτοχρόνως προϋδεάζει την αγορά για τον βαθμό στον οποίο είναι διατεθειμένη να επενδύσει στις πωλήσεις της συγκεκριμένης εταιρείας. Η αξιοπιστία του παραπάνω δείκτη αντλείται ουσιαστικά από τη διαχρονική σταθερότητα των πωλήσεων σε σχέση με τις άλλες μεταβλητές της εταιρείας.

Επίσης η αποτελεσματικότητα του ίδιου δείκτη ενισχύεται και από το γεγονός ότι ο αριθμητής του κλάσματος είναι η χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας, μέγεθος το οποίο πρέπει να λαμβάνεται σοβαρά υπόψη από τον επενδυτή, καθώς αποτελεί τη βαθμολόγηση της εταιρείας σε αξία από το ευρύ επενδυτικό κοινό που προβαίνει σε αγορές ή πωλήσεις της μετοχής της και έμμεσα διαμορφώνει την τρέχουσα τιμή αυτής (Βασιλείου και Ηριώτης, 2008).

6.1.3. Μεταβλητές ελέγχου

Το μέγεθος της εταιρείας, (*SIZE*) αποτελεί σημαντικό προσδιοριστικό παράγοντα τόσο για τον τρόπο με τον οποίο καθορίζεται η ιδιοκτησιακή δομή, όσο και για την αποδοτικότητα της, και μετράται με το λογάριθμο του συνόλου του ενεργητικού της επιχείρησης (Demsetz και Lehn, 1985; Hermalin και Weisbach, 1991).

6.1.4. Διάκριση Χρηματοοικονομικών και Μη Εταιριών

Στις περισσότερες εμπειρικές μελέτες για την ΕΔ γίνεται η διάκριση μεταξύ των χρηματοοικονομικών και μη εταιριών (FIN). Η διάκριση γίνεται γιατί οι χρηματοοικονομικές εταιρίες έχουν πολύ διαφορετική χρηματοοικονομική και οργανωσιακή δομή από τις μεταποιητικές, του πρωτογενή τομέα και τις άλλες εταιρίες του τομέα των υπηρεσιών.

6.2. Μέθοδος Οικονομετρικής Εκτίμησης Υποδείγματος

Το υπόδειγμα σταθερών αποτελεσμάτων (Baltagi, 1996), αποτελεί την σωστή προσέγγιση όταν οι παρατηρήσεις αφορούν ένα συγκεκριμένο πληθυσμό N ατόμων ή εταιριών, και το ενδιαφέρον εστιάζεται στην συμπεριφορά μόνο αυτών των εταιριών. Το μοντέλο αυτό είναι γνωστό και ως υπόδειγμα ελαχίστων τετραγώνων ψευδομεταβλητών (*Least Squares Dummy Variable – LSDV*).

Σύμφωνα με το υπόδειγμα αυτό όλες οι εταιρείες έχουν τους ίδιους συντελεστές β_k , για κάθε μεταβλητή εκτός από τον σταθερό όρο, δηλαδή οι διαφορές μεταξύ των στρωμάτων μπορούν να αντιμετωπιστούν ως παραμετρικές αλλαγές της συνάρτησης παλινδρόμησης.

Η γενική μορφή μιας συνάρτησης παλινδρόμησης μικτών διαχρονικών και διαστρωματικών στοιχείων, με την μορφή πινάκων είναι η ακόλουθη:

$$y_{it} = \alpha + X_{it} \beta + u_{it}, \text{ όπου } i = 1, \dots, N \text{ και } t = 1, \dots, T$$

όπου ο δείκτης i υποδεικνύει τις εταιρείες του δείγματος, ενώ ο δείκτης t την χρονική στιγμή η οποία εξετάζεται. Ο πίνακας X_{it} , περιέχει τις ανεξάρτητες μεταβλητές των N εταιρειών για T χρονικές στιγμές και είναι διαστάσεων $NT \times k$, όπου k ο αριθμός των ανεξάρτητων μεταβλητών. Αντίστοιχα ο πίνακας β είναι διαστάσεων $k \times 1$, και περιέχει του συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών. Τέλος ο πίνακας α , είναι ο πίνακας των σταθερών όρων της εξίσωσης, όπου για κάθε στρώμα υπάρχει ένα διαφορετικό σταθερό όρο α_{it} .

Ο διαταρακτικός όρος είναι ίσος με $u_{it} = \mu_i + v_{it}$. Το μ_i απεικονίζει τις μη παρατηρήσιμες επιδράσεις από τα άτομα (εταιρείες) ξεχωριστά, όπως οι ικανότητες των διευθυντών, ή συγκεκριμένα χαρακτηριστικά που τις διαφοροποιούν από τις υπόλοιπες, δεν συμπεριλαμβάνονται στις ανεξάρτητες μεταβλητές, και είναι ανεξάρτητες από τον χρόνο. Το v_{it} , περιγράφει αντίστοιχα τις εναπομείναντες διαταραχές, που διαφέρουν ανάλογα με τα άτομα και τον χρόνο και μπορεί να παραλληλιστεί με τον κοινό διαταρακτικό όρο μιας εξίσωσης παλινδρόμησης. Στο υπόδειγμα αυτό τα μ_i , θεωρούνται ως σταθερές παράμετροι που μπορούν να εκτιμηθούν.

Προκειμένου να εξεταστεί αν το υπόδειγμα των σταθερών αποτελεσμάτων είναι αληθές δηλαδή αν όλες οι εταιρείες έχουν τον ίδιο σταθερό όρο, με την χρήση του F test, μεταξύ του αθροίσματος των τετραγώνων των αποκλίσεων από το μοντέλο με περιορισμούς με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (R_p^2), και αυτό του αθροίσματος των τετραγώνων των αποκλίσεων από το μοντέλο χωρίς περιορισμούς (R_u^2), όπου ελέγχεται η υπόθεση $H_0 = \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_N = 0$.

6.3.Τελική Παρουσίαση του Οικονομετρικού Μοντέλου

Ανεξάρτητες μεταβλητές

- **Μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου (Board size):** η μεταβλητή (board_size) περιλαμβάνει το πλήθος των μελών που αποτελεί το Διοικητικό Συμβούλιο.
- **Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών Μελών (Number of Independent Director):** η μεταβλητή (ind_board) περιλαμβάνει τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου που πρέπει κατά τη διάρκεια της θητείας τους να μην κατέχουν μετοχές σε ποσοστό μεγαλύτερο του 0.5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας και να μην έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή

με συνδεδεμένα με αυτή πρόσωπα. (Νόμος 3016/2002) και την εκφράζουμε ως ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών προς το σύνολο του μεγέθους του συμβουλίου.

- **Ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου είναι και ο Διευθύνων Σύμβουλος (duality of CEO and Chairman):** η μεταβλητή αυτή αποτελεί μια ψευδομεταβλητή (ceo_chair), η οποία παίρνει την τιμή 1 εάν ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου αποτελεί και τον Διευθύνων Σύμβουλο, αλλιώς παίρνει την τιμή 0.

- **Αριθμός γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο:** περιλαμβάνει το πλήθος των γυναικών (women_board) που αποτελούν μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.

- **Μέγεθος της επιχείρησης:** η μεταβλητή αυτή (lnsize) προέκυψε λογαριθμώντας το σύνολο του ενεργητικού (Total Assets) της κάθε εταιρείας στο τέλος του οικονομικού έτους.

- **Χρηματοοικονομική/Μη χρηματοοικονομική εταιρεία:** αποτελεί μια ψευδομεταβλητή του γενικού κλάδου (fin) που ανήκει η εταιρεία. Η μεταβλητή παίρνει τιμή 1 εάν η εταιρεία ανήκει στον χρηματοοικονομικό κλάδο, και 0 εάν η εταιρεία δεν ανήκει στον χρηματοοικονομικό κλάδο

Εξαρτημένες Μεταβλητές

- **ROA:** Απόδοση Συνόλου Ενεργητικού (ROA)
- **ROE:** Απόδοση Ίδιων Κεφαλαίων (ROE)
- **Eps:** Κέρδη ανά Μετοχή
- **Pe:** Τιμή Μετοχής προς Κέρδη
- **Dps:** Μέρισμα ανά Μετοχή
- **Div_yield:** Μερισματική Απόδοση
- **Psr:** Κεφαλαιοποίηση προς Πωλήσεις
- **Share_yield:** Απόδοση Μετοχής
- **Capitalization:** Κεφαλαιοποίηση

Μοντέλο-Συνάρτηση

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Board_size}_{i,t} + \beta_2 * \text{Ind_board}_{i,t} + \beta_3 * \text{Ceo_chair}_{i,t} + \beta_4 * \text{Women_board}_{i,t} + \beta_5 * \text{Ln_size}_{i,t} + u_i$$

Όπου,

- **Y** είναι η εξαρτημένη μεταβλητή,
- οι δείκτες **i** δηλώνουν μεμονωμένες εταιρείες,
- **t** είναι το χρηματοοικονομικό έτος (t = 2011, 2012, ..., 2016),

- β είναι οι εκτιμώμενοι συντελεστές για τη σταθερά και για κάθε ερμηνευτική μεταβλητή που συμπεριλαμβάνεται στα μοντέλα μας,
- και u είναι τα κατάλοιπα.

Υποθέσεις

- **H₀₁:** Δεν υπάρχει σημαντική σχέση μεταξύ μεγέθους διοικητικού συμβουλίου και αποδοτικότητας/ελκυστικότητας επενδυτών
- **H₀₂:** Δεν υπάρχει σημαντική σχέση μεταξύ των ανεξάρτητων μελών του Δ.Σ. και αποδοτικότητας/ελκυστικότητας επενδυτών
- **H₀₃:** Δεν υπάρχει σημαντική σχέση μεταξύ του διπτού ρόλου του Διευθύνοντος Συμβούλου και Προέδρου με την αποδοτικότητα/ελκυστικότητας επενδυτών
- **H₀₄:** Δεν υπάρχει σημαντική σχέση μεταξύ του αριθμού των γυναικών και αποδοτικότητας/ελκυστικότητας επενδυτών
- **H₀₅:** Δεν υπάρχει σημαντική σχέση μεταξύ του μεγέθους της επιχείρησης και αποδοτικότητας/ελκυστικότητας επενδυτών

6.4. Αποτελέσματα Ερευνών της Σχέσης ΕΔ και Αποδοτικότητας των Επιχειρήσεων.

Σε αυτό το σημείο παρουσιάζονται αποτελέσματα προηγούμενων ερευνών που έχουν γίνει σε διεθνές επίπεδο για τη μελέτη της επίδρασης της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην απόδοση των επιχειρήσεων, με τη χρήση παρόμοιων κριτηρίων με αυτά της ανάλυσης μας.

Σύμφωνα με τους Yermack (1996); Hossain et al. (2001), Conyon, Peck (1998); Shakir (2008); Andres et al. (2005); Frick, Bermig (2009); Mashayekhi, Bazaz (2008); Agoraki et al. (2010), το μέγεθος του συμβουλίου μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την κερδοφορία, και αυτό γιατί τα μεγάλα συμβούλια μπορεί να είναι λιγότερο αποτελεσματικά από τα μικρά. Η ιδέα είναι ότι όταν το μέγεθος του συμβουλίου είναι πολύ μεγάλο, αυξάνονται τα προβλήματα Αντιπροσώπευσης. Οι μέτοχοι λόγω έλλειψης γνώσεων και δεξιοτήτων, επενδύσεων σε πολλές εταιρείες παράλληλα, περιορισμένου χρόνου ή και του μεγάλου κόστους διοίκησης και ελέγχου της επιχείρησης αναθέτουν την διοίκηση της σε επαγγελματίες. Οι επαγγελματίες (αντιπρόσωποι) αναλαμβάνουν την εξουσία επί των στοιχείων του ενεργητικού και του ανθρώπινου δυναμικού της εταιρείας και την ευθύνη διοίκησής τους. Με αυτόν τον τρόπο μεταξύ του μετόχου και της εταιρείας του παρεμβάλλεται ένα παρένθετο πρόσωπο, το οποίο θα πρέπει να ελεγχθεί για την αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα της διοίκησης που ασκεί (Λαζαρίδης, Δρυμπέτας 2011). Τα μικρά συμβούλια δηλαδή, παρέχουν ένα υψηλότερο επίπεδο συντονισμού και επικοινωνίας και χαμηλότερη συχνότητα εμφάνισης των παραπάνω προβλημάτων.

Από την άλλη πλευρά οι Jeffrey (2004); Linck et al. (2008); Tsifora, Eleftheriadou (2007) υποστηρίζουν ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της κερδοφορίας της επιχείρησης. Κατά την γνώμη τους στα μεγάλα συμβούλια υπάρχει το πλεονέκτημα να έχουν

πολλές γνώμες και συμβουλές ειδικών και επιπλέον, να υπάρχει ποικιλία σε ότι αφορά την εμπειρία, τις ικανότητες, τα έθνη και τα φύλα. Ακόμη στα μικρά συμβούλια δεν υπάρχει η δυνατότητα να έχουν μεγάλο αριθμό ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών έτσι ώστε να μπορούν να ελέγχουν και να παρακολουθούν καλύτερα για τυχόν δολιοφθορές.

Ακόμη, οι Dimitropoulos, Asteriou (2010); Dung To Thi (2011) και Rouf (2011) δεν κατόρθωσαν να βγάλουν σημαντική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της κερδοφορίας. Ο Dung To Thi (2011) υποστηρίζει ότι αυτό ίσως οφείλεται στο γεγονός ότι το δείγμα του περιλαμβάνει Βιετναμέζικες εταιρείες οι οποίες εισήλθαν πρόσφατα στον τομέα της αγοράς και οι αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης δεν έχουν ακόμη κατανοηθεί και αφομοιωθεί πλήρως, ενώ ο Rouf (2011) αναφέρει ότι χρησιμοποίησε μόνο μη χρηματοοικονομικές εταιρείες και για μία μόνο χρονιά και τα αποτελέσματα ίσως να ήταν διαφορετικά εάν είχε συμπεριλάβει όλες τις επιχειρήσεις για περισσότερα χρόνια.

Όσον αφορά τον αριθμό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών, σύμφωνα με τους Dimitropoulos, Asteriou (2010); Dung To Thi (2011); Ma, Tian (2009); Rouf (2011); Mashayekhi, Bazaz (2008) η παρουσία τους στο συμβούλιο επηρεάζει θετικά την κερδοφορία της επιχείρησης και αυτό γιατί μπορούν να παρέχουν εξειδικευμένες γνώσεις, να αξιολογούν στρατηγικές αποφάσεις, να έχουν τον έλεγχο των λειτουργιών και να απομακρύνουν ανεπαρκή στελέχη. Επιπρόσθετα, τα μέλη αυτά είναι σε θέση να παρέχουν υψηλότερο βαθμό αντικειμενικότητας στην αξιολόγησή τους για την κατάσταση της εταιρείας και ειδικότερα σε περιόδους σημαντικών αναδιαρθρωτικών γεγονότων όπως οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές. Ακόμη, έχουν κίνητρο να ενεργήσουν ως όργανα ελέγχου της διοίκησης προκειμένου να προστατεύσουν την φήμη τους ως αποτελεσματικοί και ανεξάρτητοι.

Σε αντίθεση με τις ανωτέρω έρευνες, υπάρχει ένα ρεύμα υποστηρικτών όπως οι Hossain et al. (2001), Yermack (1996) οι οποίοι λένε ότι οι ενέργειες τους περιορίζονται σημαντικά από την έλλειψη χρόνου και των απαραίτητων πληροφοριών. Επιπλέον, τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη μπορεί να διορίζονται για πολιτικούς λόγους, μειώνοντας έτσι την απόδοση της επιχείρησης είτε δεσμεύονται από πολιτικούς περιορισμούς (Agrawal, Knoeber, 1996).

Επίσης, οι Carter & al. (2003) αναφέρουν ότι η διαφοροποίηση στο Διοικητικό Συμβούλιο αυξάνει την εταιρική απόδοση καθώς άνθρωποι διαφορετικού φύλου, καταγωγής ή κουλτούρας τείνουν να κάνουν ερωτήσεις τις οποίες «παραδοσιακά» μέλη δεν θα έκαναν. Σ' ένα σύνθετο επαγγελματικό περιβάλλον, οι επιχειρήσεις θα πρέπει να χρησιμοποιούν όλες τις διαθέσιμες πηγές για έναν αποτελεσματικό ανταγωνισμό και οι γυναίκες ενισχύουν το σκοπό αυτό μέσω της δημιουργικότητας και της καινοτομίας. Οι Smith et al. (2006) τονίζουν ότι τα γυναικεία μέλη του συμβουλίου παρέχουν μοναδικές προοπτικές, εμπειρίες και ενισχύουν τις διαδικασίες λήψης αποφάσεων, ενθαρρύνοντας τα υπόλοιπα μέλη, να υιοθετήσουν περισσότερο αποτελεσματικές στρατηγικές. Επιπλέον

ενισχύουν την εικόνα της επιχείρησης, έχοντας ένα θετικό αποτέλεσμα στην συμπεριφορά των πελατών. Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν και κάποιοι που υποστηρίζουν ότι η παρουσία των γυναικών επιδρά αρνητικά στην κερδοφορία και αυτό γιατί, οι γυναίκες αποστρέφονται περισσότερο τον κίνδυνο (Vera & Martin,2011).

Τέλος, ο Dung To Thi (2011) σε μια εμπειρική έρευνα βρίσκει ότι υπάρχει μια θετική συσχέτιση μεταξύ της ταύτισης των ρόλων Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου και Διευθύνων Σύμβουλου με την κερδοφορία της επιχείρησης καθώς η ανάθεση του ρόλου του Προέδρου και του Διευθύνοντος Σύμβουλου σε ένα άτομο το καθιστά πιο αποδοτικό και ενεργητικό στην λήψη των αποφάσεων και στη διαχείριση της εταιρείας. Οι Hossain et al. (2001) όμως, δεν κατάφεραν να βρουν σημαντική συσχέτιση μεταξύ του διπτού ρόλου και της εταιρικής απόδοσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 – ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

7.1. Περιγραφική στατιστική ανάλυση

Η περιγραφική στατιστική στην περίπτωση της συγκεκριμένης έρευνας είναι δυσχερής γιατί: α) ο αριθμός των μεταβλητών είναι σχετικά μεγάλος, β) το χρονικό εύρος της έρευνας είναι σχετικά μικρό (2011-2016). Η επέκταση του χρονικού πλαισίου, αν και επιθυμητή, δεν ήταν δυνατή γιατί πολλές από τις εταιρείες στις ιστοσελίδες τους δεν διαθέτουν (είτε γιατί δεν υποχρεούνται, είτε γιατί δεν το επιθυμούν) ενημερωτικά δελτία πέραν της πενταετίας, γ) η ανομοιογένεια των εταιριών είναι αρκετά μεγάλη και οι διαστάσεις του θέματος της ΕΔ πολλές, δ) εντός του χρονικού πλαισίου της έρευνας περιλαμβάνεται ένας χρηματιστηριακός κύκλος (καθόδου και ανόδου τιμών), ε) λίγο πριν και εντός του χρονικού πλαισίου της έρευνας έχουν λάβει χώρα γεγονότα που έχουν τροποποιήσει τις οργανωτικές και διοικητικές δομές των εταιριών (π.χ. ο νόμος περί ΕΔ, Κώδικας ΕΔ κλπ) στ) πολλές από τις μεταβλητές είναι ψευδομεταβλητές ή διαστρωματικά δεδομένα.

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

Πίνακας 7. Descriptive Statistics

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Board Performance					
board_size	144	11.70833	2.323113	7	18
ind_board	144	3.444444	1.75323	0	7
ceo_chair	144	.2708333	.4459413	0	1
women_board	144	.9791667	.9196286	0	4
Lnsize	144	15.01042	1.762771	12.00876	18.56447
Fin	144	-	-	0	1
Total assets (size)	144	1.61e+07	3.01e+07	164186	1.15e+08
Firm Performance					
Roa	144	-.0822052	1.311832	-15.6966	.3573073
Roe	144	.1411983	5.095878	-36.35286	48.71169
capitaliza~n	144	3.96e+11	2.30e+12	0	1.96e+13
Eps	144	5.669245	84.56324	-468.8153	625.3898
Pe	144	-3832.439	28843.42	-262075.7	7711.779
Dps	144	.0960778	.1568587	0	.9
div_yield	141	.0138088	.0237554	0	.1416192
Psr	144	152.4199	862.7848	0	6650.433
share_yield	139	1884081	3633178	-.9969451	2.35e+07

Τα περιγραφικά στατιστικά όλων των ανεξάρτητων και εξαρτημένων μεταβλητών βρίσκονται στον παραπάνω πίνακα. Αρχικά, παρατηρούμε ότι για το μέγεθος του συμβουλίου, το μεγαλύτερο αποτελείται από 18 μέλη ενώ το μικρότερο από 7, ενώ ο μέσος όρος είναι 11 μέλη, συνεπάγοντας ότι τα

συμβούλια των ελληνικών επιχειρήσεων δεν είναι ούτε πολύ μεγάλα ούτε πολύ μικρά.

Σύμφωνα με την Νομοθεσία, ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών θα πρέπει να είναι μεγαλύτερος του 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών. Στον παραπάνω πίνακα, η μεταβλητή του αριθμού των ανεξάρτητων μελών έχει εύρος από 0 έως 7 και μέσο όρο 3,44. Αυτό μας δείχνει ότι υπάρχουν εταιρείες οι οποίες δεν έχουν κανένα ανεξάρτητο μέλος στο Διοικητικό Συμβούλιο, δείχνοντας ότι δεν έχουν υιοθετήσει όλες οι επιχειρήσεις τις αρχές τις καλής Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Όσον αφορά την παρουσία των γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο, το εύρος του κυμαίνεται από το ελάχιστο που είναι το 0 έως το μέγιστο 4, ενώ ο μέσος όρος είναι σχεδόν μία γυναίκα στη σύνθεση των ΔΣ, δείχνοντας έτσι ότι ο ρόλος της γυναίκας δεν είναι ενεργός αφού οι επιχειρήσεις του δείγματος δεν επιλέγουν την ύπαρξη των γυναικών μέσα στο συμβούλιο.

Επιπρόσθετα, από τον παραπάνω πίνακα μπορούμε να δούμε ότι η μεταβλητή *ceo_chair*, δηλαδή, αν ο Πρόεδρος αποτελεί και τον Διευθύνοντα Σύμβουλο σε μία επιχείρηση είναι σχετικά ένα σύνηθες φαινόμενο στην Ελλάδα αφού το 27% των επιχειρήσεων επιλέγει αυτόν το διπλό ρόλο, αποδεικνύοντας ότι ο διαχωρισμός των ρόλων και των ευθυνών μεταξύ αυτών των δύο δεν έχει ληφθεί υπόψη σοβαρά ακόμη.

Τέλος, υπάρχει και η μεταβλητή του μεγέθους της επιχείρησης με μέσο όρο 15,01042, μέγιστο 18,56447 και ελάχιστο 12,00876.

Όσον αφορά την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων, ο μέσος όρος της μεταβλητής *Roa* είναι -0,822052, ενώ το εύρος του κυμαίνεται από το ελάχιστο που είναι το -15,6966 έως το μέγιστο 0,3573073. Η μεταβλητή *Roe* έχει ελάχιστο -36,35286, μέγιστο 48,71169 και ο μέσος όρος είναι 0,1411983. Επίσης, ο μεταβλητή *Eps* έχει μέσο όρο 84,56324, και το εύρος κυμαίνεται μεταξύ -468,8153 και 625,3898.

Οι μεταβλητές που αντικατοπτρίζουν την ελκυστικότητα των επιχειρήσεων στους επενδυτές έχουν ως εξής: α) η μεταβλητή *P/E* έχει ελάχιστο -262,075,7, μέγιστο 7.711,779 και μέσο όρο -3.832,439, β) η μεταβλητή *Psr* έχει ελάχιστο 0, μέγιστο 6.650,433 και μέσο όρο 152,4199, και γ) η μεταβλητή *share yield* έχει ελάχιστο -0,9969451, μέγιστο 2.350.000.000 και μέσο όρο 1.884.081.

Επίσης, επιλέχθηκε η συγκριτική ανάλυση με τη χρήση περισσότερο συχνοτήτων και μερικών μέσων όρων. Τέλος η ανάλυση έγινε κατά ομάδα μεταβλητών που περιγράφουν ένα χαρακτηριστικό της ΕΔ. Ο πίνακας που παρατίθεται παρακάτω απεικονίζει τις συχνότητες και τις αθροιστικές συχνότητες ορισμένων μεταβλητών. Η ανάλυση των δεδομένων του πίνακα οδηγεί στα παρακάτω συμπεράσματα:

- Οι εταιρίες επιλέγουν την διάκριση των ρόλων Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου σε ποσοστό 73% επί του συνόλου.

- Στις περισσότερες εταιρείες (σε ποσοστό 65%), το μέγεθος του ΔΣ κυμαίνεται μεταξύ 11, 12 και 13 μελών.
- Ο συχνότερος αριθμός ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στα διοικητικά συμβούλια ανέρχεται σε 2 (περίπου το 35% των εταιρειών), ή 3 (περίπου το 20% των εταιρειών), ενώ κανένα ανεξάρτητο μέλος συναντάμε τις εταιρείες σε ποσοστό μόλις 1,4%.
- Τέλος, οι εταιρείες επιλέγουν να μην έχουν κάποιο γυναικείο μέλος στο ΔΣ σε υψηλό ποσοστό (σχεδόν 35%), ενώ 1 ή 2 γυναίκες εμφανίζονται στη σύνθεση των ΔΣ των 60% των εταιρειών του δείγματος.

Πίνακας 8. Συχνότητες μεταβλητών ΕΔ

Μεταβλητή	Τιμή	Συχνότητα	Ποσοστό	Αθροιστική Συχνότητα
Ο Πρόεδρος είναι και Διευθύνων Σύμβουλος	Όχι	105	72,91666667	72,91666667
	Ναι	39	27,08333333	100
Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών Μελών	0	2	1,388888889	1,388888889
	1	7	4,861111111	6,25
	2	50	34,72222222	40,97222222
	3	29	20,13888889	61,11111111
	4	10	6,944444444	68,05555556
	5	23	15,97222222	84,02777778
	6	14	9,722222222	93,75
	7	9	6,25	100
Μέγεθος Διοικητικού Συμβουλίου	7	6	4,166666667	4,166666667
	8	10	6,944444444	11,11111111
	9	16	11,11111111	22,22222222
	10	2	1,388888889	23,61111111
	11	27	18,75	42,36111111
	12	25	17,36111111	59,72222222
	13	36	25	84,72222222
	14	7	4,861111111	89,58333333
	15	8	5,555555556	95,13888889
	16	3	2,083333333	97,22222222
	17	3	2,083333333	99,30555556
	18	1	0,694444444	100
Αριθμός γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο	0	50	34,72222222	34,72222222
	1	57	39,58333333	74,30555556
	2	29	20,13888889	94,44444444
	3	6	4,166666667	98,61111111
	4	2	1,388888889	100

7.2. Χρονική Κατανομή των Μεταβλητών

Η χρονική μεταβολή των μεταβλητών (βλ. τον επόμενο πίνακα) παρουσιάζει ομοιομορφία κατά τα έτη 2011-2016, χωρίς μεγάλες αυξομειώσεις. Αυτό μπορεί να οφείλεται ως ένα μέρος και στο γεγονός ότι οι αλλαγές στην νομοθεσία περί ΕΔ έχουν πραγματοποιηθεί πριν το χρονικό διάστημα της μελέτης, και οι εταιρείες έχουν προσαρμοστεί σε αυτές στο βαθμό που υποχρεούνται ή επιθυμούν.

Πίνακας 9. Χρονική Κατανομή των Μεταβλητών ΕΔ

Μεταβλητή	Τιμή	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Σύνολο
Ο Πρόεδρος είναι και Διευθύνων Σύμβουλος	Όχι	17	17	17	17	18	19	105
	Ναι	7	7	7	7	6	5	39
Σύνολο		24	24	24	24	24	24	144
Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών Μελών	0	1	1	0	0	0	0	2
	1	1	1	1	1	2	1	7
	2	8	7	9	9	7	10	50
	3	5	5	4	3	6	6	29
	4	3	1	1	2	1	2	10
	5	2	5	3	6	4	3	23
	6	2	3	3	2	3	1	14
7	2	1	3	1	1	1	9	
Σύνολο		24	24	24	24	24	24	144
Μέγεθος Διοικητικού Συμβουλίου	7	2	1	1	1	1	0	6
	8	0	2	2	1	2	3	10
	9	3	2	3	3	2	3	16
	10	1	0	0	1	0	0	2
	11	4	3	3	5	7	5	27
	12	2	5	3	4	6	5	25
	13	7	6	7	6	4	6	36
	14	2	2	1	1	0	1	7
	15	0	1	2	2	2	1	8
	16	1	1	1	0	0	0	3
	17	2	0	1	0	0	0	3
18	0	1	0	0	0	0	1	
Σύνολο		24	24	24	24	24	24	144
Αριθμός γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο	0	9	7	8	7	9	10	50
	1	11	12	9	10	7	8	57
	2	3	5	6	5	6	4	29
	3	1	0	1	2	1	1	6
	4	0	0	0	0	1	1	2
Σύνολο		24	24	24	24	24	24	144

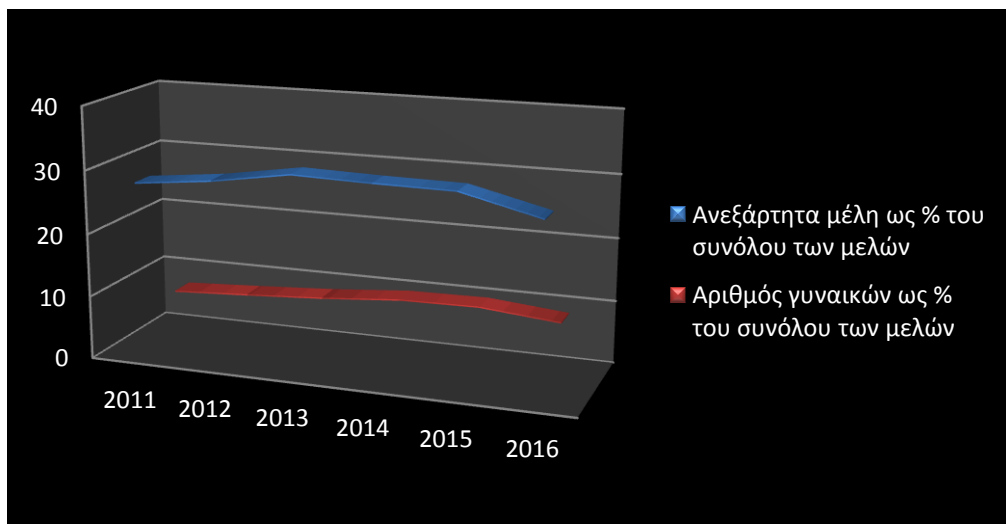
Διοικητικά Συμβούλια

Τα Δ.Σ. αποτελούν ένα από τα βασικότερα στοιχεία της ΕΔ. Στην Ελλάδα τα Δ.Σ., λόγω του ιδιαίτερου επιχειρηματικού προτύπου παίζουν έναν ιδιαίζοντα ρόλο. Στον πίνακα παρακάτω παρουσιάζεται ο μέσος αριθμός μελών των εταιρειών του δείκτη FTSE Large Cap του ΧΑΑ, ο οποίος παρουσιάζει πολύ μικρή διακύμανση.

Πίνακας 10. Μέσος αριθμός μελών Δ.Σ.

Μεταβλητή	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Σύνολο
Μέγεθος Διοικητικού Συμβουλίου	12	12,04166667	11,95833333	11,54166667	11,33333333	11,375	11,70833333
Αριθμός Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών Μελών	3,333333333	3,5	3,708333333	3,541666667	3,458333333	3,125	3,444444444
Αριθμός γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο	0,833333333	0,916666667	1	1,083333333	1,083333333	0,958333333	0,979166667
Ανεξάρτητα μέλη ως % του συνόλου των μελών	27,77777778	29,06574394	31,01045296	30,68592058	30,5147059	27,47252747	29,4211881
Αριθμός γυναικών ως % του συνόλου των μελών	6,944444442	7,61245675	8,362369338	9,386281586	9,55882353	8,424908422	8,38154734

Γράφημα 8. Ποσοστά Μελών – Ανεξάρτητων Μελών – Αριθμός Γυναικών



Γίνεται σαφές ότι τα ανεξάρτητα μέλη δεν αποτελούν την πλειοψηφία των μελών. Επομένως, από την πρώτη ματιά φαίνεται ότι υπάρχει η πιθανότητα μεγάλο ποσοστό των μελών να «ελέγχεται» από το κυρίαρχο

ενδιαφερόμενο μέρος. Αυτός είναι και ο λόγος της εισαγωγής του θεσμού του ανεξάρτητου μέλους. Η εισαγωγή του θεσμού μετέβαλλε (τουλάχιστον φαινομενικά) την σύνθεση του Δ.Σ. και του έδωσε νέα χαρακτηριστικά, δραστηριότητες, ρόλους και στόχους.

Ένα ενδιαφέρον στοιχείο είναι ότι, ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών ως ποσοστό του συνόλου των μελών παραμένει σχεδόν σταθερός στα επίπεδα του 30%. Το κενό των ανεξάρτητων μελών καλύπτεται από μη εκτελεστικά μέλη. Το στοιχείο αυτό είναι σημαντικό γιατί τα μη εκτελεστικά μέλη είναι συνήθως μέλη ή πρόσωπα συνδεδεμένα με τα μέλη της κυρίαρχης ομάδας συμφερόντων. Η πολυπλοκότητα των στόχων του Δ.Σ. μιας εισηγμένης εταιρίας, των λειτουργιών που αυτό εκτελεί και της δυναμικότητας του περιβάλλοντος επιβάλλει την ισορροπημένη σύνθεσή του.

Η διαφορά μεταξύ του συνόλου των μελών – ανεξάρτητων μελών είναι τα μη ανεξάρτητα εκτελεστικά μέλη. Έτσι το 70% των μελών είναι μη ανεξάρτητα μέλη. Τα μέλη αυτά, όπως προκύπτει από την ανάγνωση των ενημερωτικών δελτίων είναι συνήθως κύριοι μέτοχοι, παλαιοί υπάλληλοι της εταιρίας, μέλη της οικογένειας ή γενικά στενά συνδεδεμένα με το κυρίαρχο ενδιαφερόμενο μέρος (οικογένεια ή ομάδα συμφερόντων). Ακόμη, μεγάλο ποσοστό των εκτελεστικών μελών συνδέονται επίσης στενά με το κυρίαρχο ενδιαφερόμενο μέρος.

Εταιρική Χρηματοοικονομική Αποδοτικότητα

Οι αποδόσεις (κατά μέσο όρο) των εταιριών που ανήκουν στον δείκτη FTSE Large Cap, παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 11. Μέσοι Όροι Μεταβλητών Χρηματοοικονομικής Απόδοσης

Μεταβλητή	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Σύνολο
ROA	-0,6332448	0,0211907	0,030427737	0,026708644	0,02894425	0,032742	-0,082205
ROE	-0,63873589	0,0379307	0,065382408	0,017779132	0,02877572	0,058586	0,1411983
CAPITALIZATION	3,5781E+11	6,668E+11	852117879016,74	490884798616,77	3452066297	2,93E+09	3,957E+11
EPS	-8,2104694	-19,4483	2,18	21,11	26,4330344	11,95208	5,6692444
P/E	-1485,6436	-10530,121	-10586,16	-242,04	8,11334873	-158,778	-3832,439
DPS	0,07738536	0,0608194	0,08	0,09	0,11108997	0,159584	0,0960778
DIV_YIELD	0,02154058	0,0105889	0,01	0,01	0,01415239	0,018438	0,0138088
PSR	261,596241	296,50761	154,59	197,09	2,41151881	2,326419	152,41989
SHARE_YIELD	1863165,54	1075158	943387,78	1353246,56	3300402,38	15690375	4178447,5

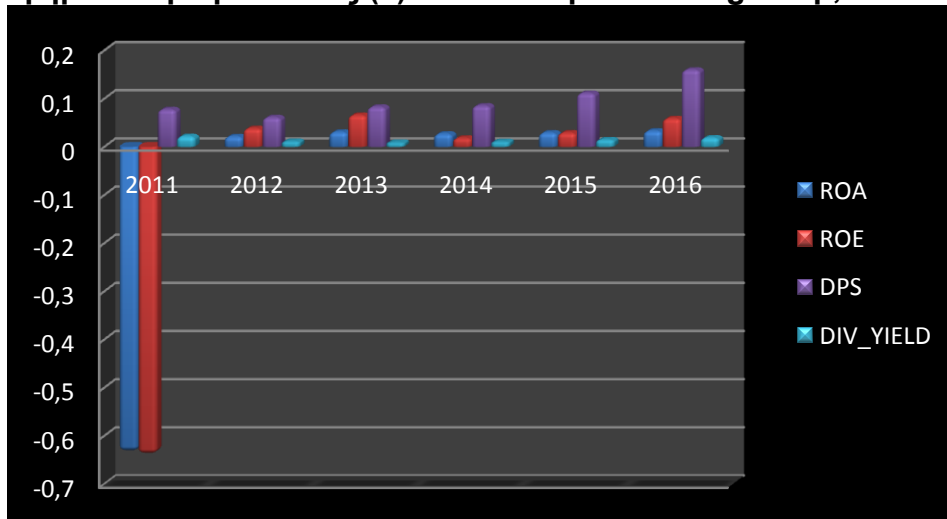
Παρατηρούμε ότι η αποδοτικότητα του ενεργητικού είναι σε πολύ χαμηλά επίπεδα, αλλά με αυξητική τάση κατά τη διάρκεια των ετών που εξετάζονται, καθώς μόνο το 2011 έχει αρνητική τιμή για το το σύνολο των εταιριών του δείγματος. Παρόμοια εικόνα με μικρές διακυμάνσεις παρουσιάζει και η αποδοτικότητα του μετοχικού κεφαλαίου, όπως φαίνεται

και στο γράφημα 9, ενώ αυξητική τάση κυρίως από το 2013 και μετά, έχουν τα μερίσματα ανά μετοχή και η μερισματική απόδοση, καθώς και ο λόγος P/E που αποτυπώνει σταδιακή ανάκαμψη από τις αρνητικές τιμές.

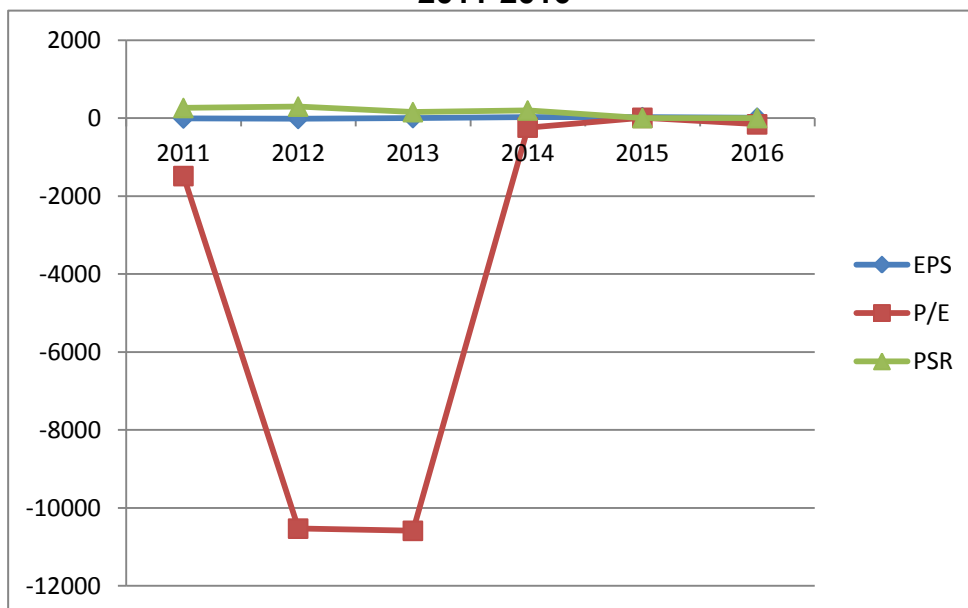
Επιπρόσθετα, παρατηρούμε ότι τα κέρδη ανά μετοχή και η απόδοση των μετοχών των εταιρειών του δείγματος παρουσιάζουν ανοδική τάση, σε αντίθεση με το δείκτη PSR, που αντικατοπτρίζει το γεγονός ότι η δημοτικότητα των μετοχών των εταιρειών του δείκτη FTSE Large Cap είναι χαμηλή για την εξεταζόμενη περίοδο.

Τέλος, αξίζει να επισημάνουμε την πορεία της κεφαλαιοποίησης των εταιρειών στο ΧΑΑ την περίοδο 2011-2016, καθώς βλέπουμε άνοδο μέχρι το 2013 και μέγιστη τιμή 852.117.879.016,74, ενώ στα επόμενα χρόνια η κεφαλαιοποίηση τους μειώνεται.

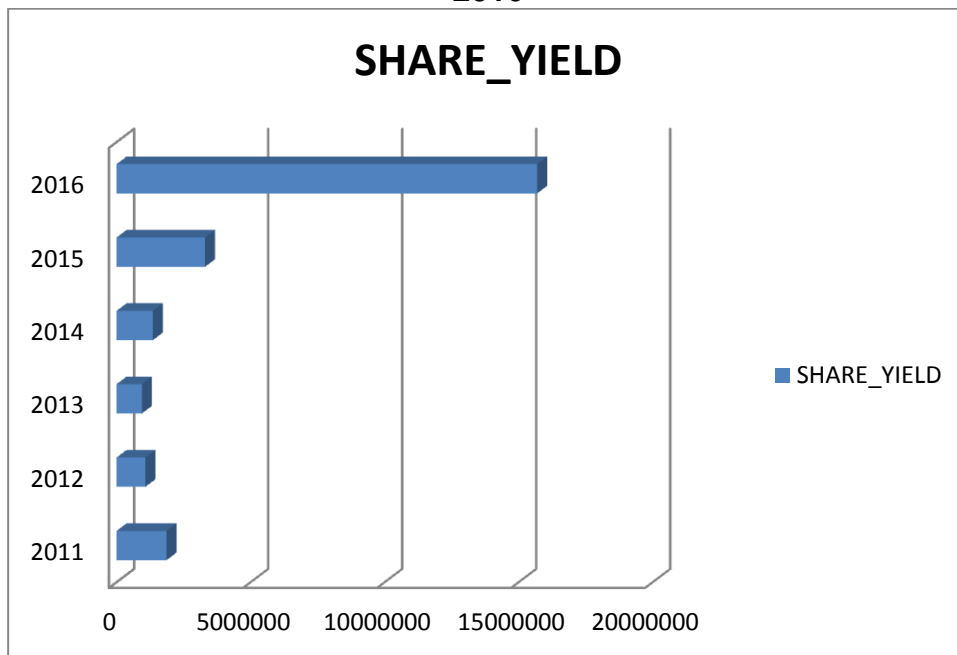
Γράφημα 9. Αριθμοδείκτες (1) του Δείκτη FTSE Large Cap, 2011-2016



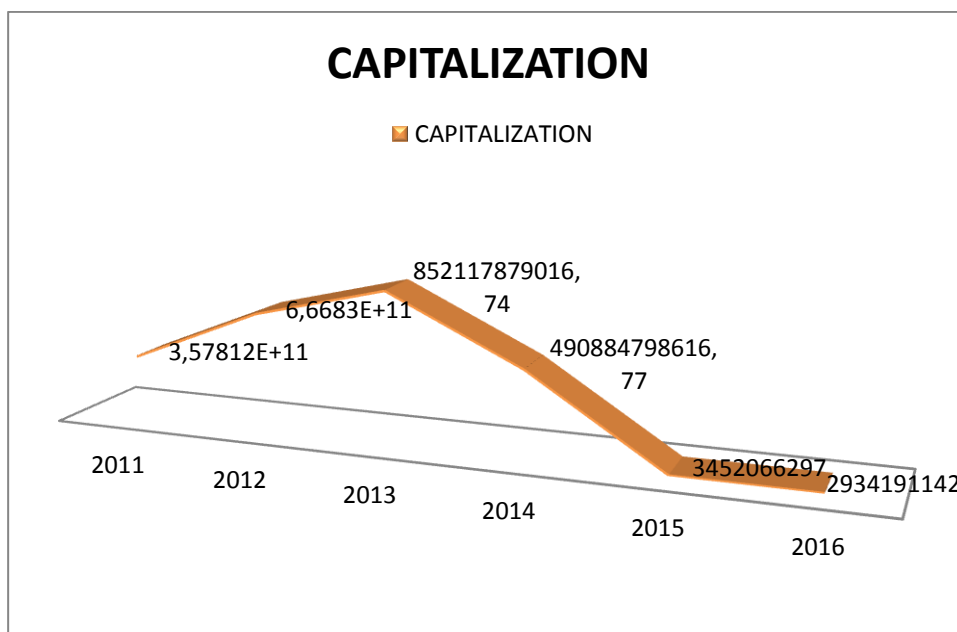
Γράφημα 10. Αριθμοδείκτες (2) του Δείκτη FTSE Large Cap, 2011-2016



Γράφημα 11. Απόδοση Μετοχών του Δείκτη FTSE Large Cap, 2011-2016



Γράφημα 12. Κεφαλαιοποίηση του Δείκτη FTSE Large Cap, 2011-2016



7.3. Συμπεράσματα

Η περιγραφική στατιστική επιβεβαίωσε την εικόνα που καταγράφηκε στο Μέρος Α του παρόντος για την εξέλιξη και την παρούσα κατάσταση του επιχειρηματικού προτύπου στην Ελλάδα. Τα Δ.Σ. φαίνεται να αποτελούν προέκταση της κυρίαρχης ομάδας ενδιαφερομένων μερών και η αποτελεσματικότητά τους είναι αμφισβητήσιμη. Η δομή και οι μηχανισμοί των Δ.Σ. κρίνονται, σύμφωνα με τα νέα πρότυπα και τις «καλές πρακτικές», ανεπαρκείς.

Τέλος, επιβεβαιώνεται η πορεία της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς προς την ανάκαμψη, μετά τα χρόνια προσαρμογής στην οικονομική κρίση, καθώς παρατηρούμε βελτίωση, αν και μικρή, στην χρηματοοικονομική απόδοση των εταιρειών του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης του ΧΑΑ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 – ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

8.1. Περιγραφή της Ανάλυσης

Στο Κεφάλαιο αυτό θα γίνει η ανάλυση για τους παράγοντες διαμόρφωσης της χρηματοοικονομικής απόδοσης και της ελκυστικότητας των εταιρειών του δείκτη FTSE Large Cap του ΧΑΑ προς τους επενδυτές. Η μεθοδολογία που θα χρησιμοποιηθεί στην περίπτωση αυτή είναι η διαστρωματική ανάλυση παλινδρόμησης - Panel Data regression, με τη βοήθεια του λογισμικού STATA13. Η χρηματοοικονομική απόδοση έχει μετρηθεί με τους αριθμοδείκτες που αναλύσαμε στο έκτο κεφάλαιο. Τα οικονομετρικά υποδείγματα που παράχθηκαν είναι 9 και η ανάλυσή τους θα γίνει συνοπτικά, όχι ανά υπόδειγμα, αλλά περισσότερο, ανά τύπο ελέγχου.

8.2. Αποτελέσματα Παλινδρόμησης

Ο πίνακας που ακολουθεί παρουσιάζει τα αποτελέσματα από την εφαρμογή, με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS), του οικονομετρικού μοντέλου που κατασκευάσαμε, και ελέγχει τη μη γραμμική σχέση των ανεξάρτητων μεταβλητών με τις εξαρτημένες που εν προκειμένων αφορούν τα επιλεγμένα κριτήρια για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας και της ελκυστικότητας σε επενδυτές των εταιρειών του δείκτη FTSE Large Cap του ΧΑΑ.

Οι αναλυτικοί πίνακες των οικονομετρικών αποτελεσμάτων, όπως αυτά παράχθηκαν από το λογισμικό STATA λόγω του όγκου τους παρατίθενται στο Παράρτημα ΙΙΙ.

Πίνακας 12. Αποτελέσματα Μεθόδου OLS

Variable	Roa	Roe	Eps	capitaliza ~n	Pe	Dps	div_yield	Psr	share_ yield
board_size	0,4468 (0,1048346)	0,5464 (0,40792)	9,7635*** (6,7191)	5,96E+11* (1,26E+11)	643,7532 (2128,04)	-0,00075 (0,10095)	-0,001792 (0,001596)	221,287* (44,4408)	233499 (23029,4)
ind_board	0,431334* (0,1667017)	1,41097* (0,64865)	15,538*** (10,684)	-5,46E+11* (2,01E+11)	-2989,12 (3383,88)	-0,01136 (0,01605)	-0,0012127 (0,002611)	-184,212* (70,6672)	-826516* (38421,7)
ceo_chair	0,02503 (0,6176782)	0,052031 (2,40346)	7,5164 (39,588)	2,17E+11 (7,45E+11)	-215,369 (12538,2)	0,00537 (0,05948)	0,0041808 (0,009397)	34,26696 (261,842)	1663622 (134628)
women_board	-0,4846792* (0,2263022)	-0,2258 (0,88057)	-11,662 (14,504)	-2,16E+11 (2,73E+11)	4458,781 (4593,72)	0,0245 (0,02179)	-0,0003115 (0,003548)	-86,765 (95,9327)	-109313 (51407,6)
Lnsiz	-0,4604796 (0,7594838)	-0,84835 (2,95525)	69,582*** (48,677)	1,20E+12 (9,16E+11)	3196,211 (15416,8)	0,11316** (0,07313)	0,0051732 (0,011580)	-329,972 (321,956)	1776782 (166579)
Fin	0 (omitted)	0 (omitted)	0 (omitted)	0 (omitted)	0 (omitted)	0 (omitted)	0 (omitted)	0 (omitted)	0 (omitted)
Const	5,288738 (11,58554)	1,824354 (45,0808)	-1197,2 (742,54)	-2,25E+13 (1,40E+13)	-53357,9 (235175)	-1,57996 (1,11561)	-0,0395067 (0,176476)	3224,714 (4911,27)	-2,50E+07 (2,54E+07)
R-squared	0,1161	0,1111	0,0966	0,1787	0,091	0,091	0,0708	0,2052	0,0554
F (23,115)	1,66	1,40	1,53	7,22	2,39	4,73	3,38	8,79	4,56
Observations	144	144	144	144	144	144	141	144	139
Number of Companies	24	24	24	24	24	24	24	24	24

Οι τιμές στις παρενθέσεις δηλώνουν τις τιμές των Standard errors.

* και ** δηλώνουν στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και 10% αντίστοιχα.

***δηλώνουν **οριακά** στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα σε επίπεδο σημαντικότητας 10%.

8.3. Έλεγχοι Στατιστικής Σημαντικότητας των Ανεξάρτητων Μεταβλητών

Ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας για όλες της μεταβλητές και των εννέα υποδειγμάτων δείχνει ότι, λόγω της σχετικά καλής τιμής του στατιστικού F που κυμαίνεται από 1,40 μέχρι 8,79, γίνεται στατιστικά δεκτή η υπόθεση ότι τουλάχιστον μία ανεξάρτητη μεταβλητή σε όλα τα υποδείγματα, έχει στατιστικά σημαντική επίδραση (δηλαδή οι εκτιμητές δεν είναι μηδενικοί).

Οι έλεγχοι με το στατιστικό P-value, για τον προσδιορισμό της στατιστικής σημαντικότητας της κάθε μίας μεταβλητής ξεχωριστά, έδειξαν ότι οι 4 από τις 6 ανεξάρτητες μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές σε

επίπεδα εμπιστοσύνης $\alpha=0,05$ και $\alpha=0,10$. Οι μεταβλητές αυτές ήταν οι board_size, ind_board, women_board και Lnsize.

Επομένως, σύμφωνα με τα συγκεντρωτικά αποτελέσματα, παρατηρείται ότι το μέγεθος του συμβουλίου (board size) επιδρά θετικά στους δείκτες της κεφαλαιοποίησης προς πωλήσεις (PSR) και της κεφαλαιοποίησης (Capitalization) και εμφανίζεται και στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 5%, ενώ σε επίπεδο 10% **οριακά** επηρεάζει θετικά τα κέρδη ανά μετοχή (EPS). Το αποτέλεσμα αυτό συνάδει με τους Jeffrey (2004); Linck et al. (2008) και Tsifora, Eleftheriadou (2007) που υποστηρίζουν ότι στα μεγάλα συμβούλια υπάρχει το πλεονέκτημα της ύπαρξης πολλών ατόμων με διαφορετικές ικανότητες και εμπειρίες ο καθένας, συνθέτοντας έτσι ένα αποτελεσματικό συμβούλιο ικανό να ανταπεξέλθει σε οποιαδήποτε συνθήκη.

Επιπρόσθετα, η ύπαρξη μεγάλου αριθμού ανεξάρτητων μελών (ind_board) επιδρά θετικά στην εταιρική απόδοση (ROA, ROE, EPS) και εμφανίζεται και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5% και 10%, αποτέλεσμα που συνάδει με τους Dimitropoulos, Asteriou (2010); Dung To Thi (2011); Ma, Tian (2009); Weisbach (1987); Rouf (2011); Mashayekhi, Bazaz (2008), δείχνοντας με αυτόν τον τρόπο ότι ο έλεγχος και η εποπτεία των εταιρειών επιτυγχάνεται καλύτερα, μικραίνοντας έτσι τα προβλήματα που δημιουργούνται από τη σύγκρουση συμφερόντων. Αντίθετα, υπάρχει αρνητική σχέση σε επίπεδο σημαντικότητας 5% του αριθμού ανεξάρτητων μελών με τους επενδυτικούς δείκτες της απόδοσης των μετοχών (Share_yield) και της κεφαλαιοποίησης προς πωλήσεις (PSR).

Όσον αφορά την ύπαρξη γυναικών στο Διοικητικό Συμβούλιο (Women_board), αυτή έχει αρνητική στατιστική επίδραση στην κερδοφορία της επιχείρησης (ROA) σε επίπεδο 5%, συμπεραίνοντας ότι παρόλο που η συμμετοχή τους ενισχύει την καινοτομία και την δημιουργικότητα, υπερισχύει η άποψη ότι αποστρέφονται τον κίνδυνο και δεν λαμβάνουν επαγγελματικές αποφάσεις - ρίσκα που μπορούν να οδηγήσουν σε αύξηση της αξίας της επιχείρησης (Vera & Martin, 2011).

Αναφορικά με τις ελεγχόμενες μεταβλητές, σημαντική θετική συσχέτιση έχει το σύνολο του ενεργητικού (Ln_size) στα κέρδη και μερίσματα ανά μετοχή, σε επίπεδο σημαντικότητας 10%.

Τέλος, ο διττός ρόλος του Διευθύνοντος Συμβούλου και του Προέδρου από το ίδιο πρόσωπο (Ceo_chair) έχει κάποια θετική σχέση με την απόδοση της εταιρείας, αλλά χωρίς σημαντική επίδραση, ενώ για τη μεταβλητή Fin, δηλαδή εάν η εταιρεία ανήκει σε χρηματοοικονομικό κλάδο, διαπιστώνουμε ότι παραλείφθηκε από την παλινδρόμηση, χωρίς κάποια διαπίστωση.

8.4. Έλεγχοι Ερμηνευτικότητας

Ο συντελεστής προσδιορισμού R-squared στις επτά από τις εννέα περιπτώσεις (υποδείγματα) είναι πολύ μικρός (κοντά στο 10%). Η μικρή ερμηνευτικότητα των μοντέλων μειώνει δραστικά την αξία τους.

Αξίζει να σημειωθεί ότι ο συντελεστής προσδιορισμού R-squared στα υποδείγματα με εξαρτημένες μεταβλητές τον δείκτη Κεφαλαιοποίηση προς Πωλήσεις (PSR) και Κεφαλαιοποίηση (Capitalization) είναι 0,2052 και 0,1787 αντίστοιχα, πράγμα το οποίο σημαίνει ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές εξηγούν κατά 20% και 18% την εξαρτημένη μεταβλητή αντίστοιχα.

8.5. Συμπεράσματα

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάσθηκε η σχέση μηχανισμών της ΕΔ, με την αποδοτικότητα των εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών (FTSE Large Cap) για την περίοδο 2011-2016, με την χρήση διαχρονικών και διαστρωματικών στοιχείων. Εκτιμήθηκε η επίδραση κύριων μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης (του μεγέθους του Δ.Σ., του αριθμού των ανεξάρτητων της ύπαρξης γυναικών στο Δ.Σ., του διπλού ρόλου του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου σε ίδιο πρόσωπο, του μεγέθους της εταιρείας) σε εννέα διαφορετικά μέτρα αποδοτικότητας και ελκυστικότητας επενδυτών.

Αν και το μοντέλο που χρησιμοποιήσαμε παρουσίασε ορισμένη στατιστική συμπεριφορά, η μειωμένη ερμηνευτικότητα των υποδειγμάτων και το γεγονός ότι πολλές από τις ερμηνευτικές μεταβλητές δεν έχουν στατιστική σημαντικότητα στα μέτρα αποδοτικότητας, μειώνει αντίστοιχα και τη δύναμη της ανάλυσης.

Το στατιστικό αυτό συμπέρασμα είναι ιδιαίτερα σημαντικό. Σύμφωνα με την βασική θεωρία της ΕΔ, η εφαρμογή μηχανισμών της ΕΔ παίζουν θετικό ρόλο στην επίτευξη υψηλών χρηματοοικονομικών αποδόσεων. Η βασική αυτή υπόθεση δεν επιβεβαιώνεται με σαφήνεια στην παρούσα μελέτη.

Είναι πιθανό η χρηματοοικονομική απόδοση να εξαρτάται από συστημικούς παράγοντες, όπως είναι ο οικονομικός και χρηματιστηριακός κύκλος, το μέγεθος της κεφαλαιαγοράς, τα επιτόκια, ο πληθωρισμός, η αύξηση του ΑΕΠ, κοκ. Η ποιότητα και η σύνθεση της διοίκησης που οδηγεί σε καλά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα φαίνεται ότι δεν μπορεί να απεικονισθεί με τις μεταβλητές που χρησιμοποιήσαμε. Συνεπώς, οι θεωρίες που παρουσιάσθηκαν στο Μέρος Α της μελέτης και συνδέουν στενά την χρηματοοικονομική απόδοση με τους προαναφερόμενους παράγοντες δεν επιβεβαιώνονται στην ελληνική περίπτωση.

Τα παραπάνω αποτελέσματα όμως θα πρέπει να ερμηνευτούν λαμβάνοντας υπ' όψιν όχι μόνο την ελληνική επιχειρηματική κουλτούρα και νοοτροπία, αλλά και τη συγκυρία, της χρονικής περιόδου που εξετάζεται. Η χρηματοοικονομική κρίση των τελευταίων ετών έχει επιφέρει αρνητικές

αποδόσεις των ελληνικών εταιρειών, και έτσι η χρήση των χρηματοοικονομικών δεικτών κρίνεται μη επαρκής και η αξία τους χάνεται.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9 – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

9.1. Περιληπτική ανασκόπηση και αποτελέσματα έρευνας

Η εταιρική διακυβέρνηση έχει βρεθεί στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος των θεσμικών και νομοθετικών αρχών σε όλες τις ανεπτυγμένες οικονομίες, αλλά και των εταιρειών. Η χρηματιστηριακή κρίση του 2000 σε παγκόσμιο επίπεδο, ιδιαίτερα στην Ασία, αλλά και στις Η.Π.Α. (Nasdaq), οδήγησε πολλούς μετόχους σε σημαντική απώλεια πλούτου και εισοδημάτων. Οι κρίσεις της Enron, της WorldCom καθώς και της Parmalat ευαισθητοποίησαν την κοινή γνώμη και τις αρχές πάνω στο θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης.

Από τη βιβλιογραφική ανασκόπηση ο ορισμός της εταιρικής διακυβέρνησης είναι το πλαίσιο εκείνο των κανόνων και υποχρεώσεων ανάμεσα στους εμπλεκόμενους φορείς μιας επιχείρησης, που προάγουν τη διαφάνεια και ελαχιστοποιούν τις συγκρούσεις και το κόστος αντιπροσώπευσης, τόσο εντός της εταιρείας, όσο και στις σχέσεις της με την κοινωνία, και πρέπει να λαμβάνουν υπ' όψιν τους οι διευθυντές της (managers) κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων και εκτέλεσης πολιτικών.

Η έννοια του προβλήματος αντιπροσώπευσης (agency problem) μέσα από το διαχωρισμό ιδιοκτησίας – ελέγχου και η επίδραση που έχει στην αξία της εταιρείας και τον πλούτο των μετόχων, αναγνωρίστηκε πολύ νωρίς από τους Berle και Meanes (1932) και διατυπώθηκε τελικά από τους Jensen και Meckling (1976). Κατά τους Fama και Jensen (1983) το πρόβλημα της εταιρικής διακυβέρνησης συσχετίστηκε με το πρόβλημα αντιπροσώπευσης με τις υπολειμματικές απαιτήσεις (residual claims) που προκύπτουν κατά την διαδικασία της διοίκησης της επιχείρησης που διεκδικούν οι διευθυντές από τους μετόχους.

Η διαδικασία του ελέγχου των αποφάσεων και των ενεργειών των διευθυντών από τους μετόχους καθορίζεται μέσω ενός συμβολαίου. Η όλη διαδικασία εμπεριέχει κόστος, το οποίο ονομάζεται κόστος αντιπροσώπευσης (agency cost). Το βασικό όμως πρόβλημα ενός συμβολαίου είναι ότι από την φύση του δεν μπορεί να είναι πλήρες, λόγω της πολυπλοκότητας των καθημερινών επιχειρηματικών πρακτικών αλλά και της αβεβαιότητας του επιχειρηματικού περιβάλλοντος. Οι μέτοχοι λοιπόν αναζητούν τρόπους μείωσης του κόστους σύναψης, τήρησης και επίβλεψης αυτού του συμβολαίου, ώστε και με χαμηλότερα επίπεδα ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης να είναι δυνατός ο έλεγχος των διευθυντών, αλλά και των αποφάσεων που λαμβάνουν οι μεγαλομέτοχοι. Η εταιρική διακυβέρνηση και οι μηχανισμοί της αποσκοπούν στη μείωση αυτού του κόστους.

Οι μηχανισμοί αυτοί διακρίνονται σε οικονομικούς, νομικούς και θεσμικούς. Οι επιχειρήσεις με τη βοήθεια αυτών των μηχανισμών είναι σε θέση να προσεγγίσουν πιο ενεργά τόσο το εσωτερικό όσο και το εξωτερικό τους περιβάλλον (πελάτες, προμηθευτές, εργαζομένους, κοινωνία), με τη διεύρυνση και επέκταση της κλασικής σχέσης μεταξύ μετόχων και διοικητικού συμβουλίου. Ορισμένοι από αυτούς αναφέρονται στην παροχή

πακέτων μετοχών σε managers (managerial – insider ownership), στην ύπαρξη μεγαλομετόχων και θεσμικών επενδυτών (ασφαλιστικά ταμεία, τράπεζες) και στη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου (εκτελεστικοί, μη εκτελεστικοί, και ανεξάρτητοι διευθυντές, διαρχία κλπ.). Ακόμη οι αγορές των προϊόντων, του εταιρικού ελέγχου και της εργασίας των διευθυντών επηρεάζουν τις δομές και τους μηχανισμούς της εταιρικής διακυβέρνησης. Ο δανεισμός από τις τράπεζες αποτελεί έναν ακόμη περιορισμό της διακριτικής ευχέρειας που απολαμβάνουν οι διευθυντές.

Η υιοθέτηση κανόνων και πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να δώσει σε μια εταιρεία την ευκαιρία να αποκτήσει ένα διατηρήσιμο μακροχρόνιο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, αλλά και να συμβάλει στη δημιουργία και διατήρηση μιας πορείας μεγέθυνσης και κερδοφορίας. Η βιβλιογραφική ανασκόπηση και τα εμπειρικά αποτελέσματα πάνω στο αντικείμενο προσφέρουν αποδείξεις για τη σχέση μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης και αποδοτικότητας.

Η ερευνητική μας προσπάθεια είχε σκοπό, αφενός την αποτύπωση της κατάστασης που επικρατεί στην Ελλάδα όσον αφορά την εφαρμογή των αρχών της ΕΔ, καθώς και την αξιολόγηση τους από τις ίδιες τις επιχειρήσεις, και αφετέρου να περιγραφούν οι αλληλεπιδράσεις μεταξύ των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης και απόδοσης μιας επιχείρησης, καθώς και το βαθμό που επηρεάζει την προσέλκυση επενδυτών. Η επιλογή του δείγματος έγινε από τις εισηγμένες στο ΧΑΑ εταιρείες που συμμετέχουν στη διαμόρφωση του δείκτη FTSE Large Cap. Εξετάζεται το χρονικό διάστημα 2011-2016 με τη μέθοδο της διαχρονικής και διαστρωματικής ανάλυσης μέσω παλινδρόμησης (panel data regression).

Σύμφωνα με τις παλινδρομήσεις, μέσω του προγράμματος STATA13 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 σε μια μικρή κεφαλαιαγορά, και μάλιστα σε δυσμενείς οικονομικές συνθήκες. Ίσως εάν επεκτείναμε το μέγεθος του δείγματος σε περισσότερες εταιρείες και τον χρονικό ορίζοντα, να μας προέκυπταν αποτελέσματα που να συνάδουν με την βιβλιογραφία. Τα αναλυτικά συμπεράσματα της ανάλυσης έχουν παρατεθεί εκτενώς στο Κεφάλαιο 8.

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.

9.2 Περιορισμοί στην έρευνα

Πριν αναφερθούν οι προτάσεις για περαιτέρω έρευνα είναι σκόπιμο να αναφερθούν οι βασικοί περιορισμοί της παρούσης έρευνας. Ένας πρώτος περιορισμός στην ερευνητική μας προσπάθεια με τη μέθοδο του

ερωτηματολογίου, ο οποίος αφορά το πρώτο ερευνητικό ζήτημα, είναι η πολύ χαμηλή ανταπόκριση των εταιρειών, παρά την επαναλαμβανόμενη πρόσκληση τους για συμμετοχή στην απάντηση του ερωτηματολογίου που κατασκευάστηκε για τις ανάγκες της έρευνας. Έτσι, δεν κατέστη δυνατή η έρευνα του παραπάνω ζητήματος.

Ένας δεύτερος αφορά το γεγονός ότι δεν υπήρχε στις διάθεσή μας βάση δεδομένων που να μας παρέχει αυτόματα τα οικονομικά στοιχεία των εταιρειών του δείγματος, και έτσι κατέστησε ανέφικτη την συλλογή περαιτέρω δεδομένων και την επέκταση του αριθμού του δείγματος, διότι έπρεπε για κάθε έτος να γίνεται δια χειρός συλλογή για την κάθε εταιρεία για την περίοδο που εξετάσαμε. Για τον χρόνο που είχαμε στη διάθεσή μας θα ήταν αδύνατο να γίνει δια χειρός συλλογή δεδομένων για παραπάνω εταιρείες.

Επίσης, εκτός από την επάρκεια του αριθμού του δείγματος, οφείλουμε να λάβουμε υπόψη μας το γενικότερο μακροοικονομικό περιβάλλον που υφίστατο στην Ελλάδα, κατά την διάρκεια συγγραφής της μελέτης. Η χώρα μας μαστίζεται από την οικονομική κρίση για επτά συναπτά έτη, με αποτέλεσμα η πλειοψηφία των επιχειρήσεων να μην παρουσιάζει θετική οικονομική απόδοση, και επομένως η συσχέτιση χρηματοοικονομικών και επενδυτικών αριθμοδεικτών με τα χαρακτηριστικά της σύνθεσης των Δ.Σ. να μην προσδίδει ικανά ερευνητικά δεδομένα.

9.3 Προτάσεις για μελλοντικές έρευνες

Μέσα από το παρόν κεφάλαιο αναγνωρίζουμε και παρουσιάζουμε προτάσεις για μελλοντικές έρευνες οι οποίες, σε πλήρη ευθυγράμμιση με το γνωστικό αντικείμενο της παρούσας μελέτης, συμπληρώνουν και εμπλουτίζουν τις παρούσες ερευνητικές προσπάθειες.

Με δεδομένο το οικονομικό πλαίσιο στο οποίο υλοποιήθηκε η παρούσα έρευνα, προτείνουμε η διερεύνηση της σχέσης μεταξύ μηχανισμών ΕΔ, της εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης και μετέπειτα της προσέλκυσης των επενδυτών, να αφορά επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε χώρες οι οποίες βρίσκονται σε στάδιο μετά από οικονομική κρίση, δηλαδή σε περίοδο που τα οικονομικά μεγέθη, τόσο της χώρας, όσο και των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε αυτήν, δείχνουν μια βελτίωση και μια ανάκαμψη. Μια τέτοια έρευνα θα ήταν χρήσιμη και θα διευκόλυνε την εξαγωγή συμπερασμάτων σε μια ενδεχόμενη σύγκριση των εταιρικών κοινωνικών πρωτοβουλιών κατά την διάρκεια και μετά από μια περίοδο ύφεσης.

Επιπλέον, η αύξηση του συνολικού πληθυσμού, με απώτερο σκοπό την αύξηση του βαθμού ανταπόκρισης, θα μπορούσε ενδεχομένως, να βοηθήσει στην αποκόμιση μιας εμπειριστατωμένης άποψης. Εναλλακτικά, η ανακατεύθυνση της έρευνας σε εισηγμένες επιχειρήσεις χρηματιστηρίων

άλλων χωρών, και η μετέπειτα σύγκρισή τους με την κατάσταση στην Ελλάδα, θα μπορούσε να διευκολύνει την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων, σχετικά με τις διαφορές στις εταιρικές πρακτικές και συνεπακόλουθα στη σχέση μεταξύ ΕΔ, χρηματοοικονομικής απόδοσης και επενδύσεων.

Επίσης, ενδιαφέρον θα αποτελούσε η εμπειρική αξιολόγηση των μέτρων πολιτικής στην αποδοτικότητα – κερδοφορία των επιχειρήσεων πριν και μετά την λήψη των νομοθετικών μέτρων για την εταιρική διακυβέρνηση.

Τέλος, η χρήση περαιτέρω κριτηρίων επιμέτρησης (μηχανισμοί ΕΔ, μέτρα οικονομικής απόδοσης) ενδεχομένως θα αύξανε την συγκρισιμότητα ανάμεσα τους, και συνεπακόλουθα την ποιότητα των συμπερασμάτων αυτών των ερευνών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξενόγλωσση

Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. *The Journal of Finance*, 62(1), 217-250.

Agoraki, M-E.K., Delis, M.D. and Staikouras, P.K. (2010) 'The effect of board size and composition on bank efficiency', *Int. J. Banking, Accounting and Finance*, Vol. 2, No. 4, pp.357–386.

Agrawal, Anup, and Charles R. Knoeber (1996). "Firm Performance and Mechanism to Control Agency Problems between Managers and Shareholders," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377-397.

Alchian, A. & Demsetz, H. (1972), "Production, information costs, and economic Organization", *The American Economic Review*, Vol. 62 (December), pp: 777-795

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

Baltagi, B. H. (1996). Testing for random individual and time effects using a Gauss-Newton regression. *Economics Letters*, 50(2), 189-192.

Baums, T. (1993) Takeover versus institutions in corporate governance in Germany. In D. D. Prentice and P. R. J. Holland (eds) "Contemporary Issues in Corporate Governance", Oxford: Oxford University Press.

Bazerman, M. H., & Schoorman, F. D. (1983). A limited rationality model of interlocking directorates. *Academy of Management Review*, 8(2), 206-217.

Becht M, Bolton P, Roell A. *Corporate law and governance*, Handbook of Law and Economics, Volume 2, Elsevier B.V., (2007), σελ. 836-841

Bradley, N. (2004), "Corporate Governance Scoring and the Link Between Corporate Governance and Performance Indicators: in search of the Holy Grail", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12, No. 1, pp. 8-10.

Brealey R.A. & Myers S.C. 2000, *Principles of Corporate Finance*, 6 edn, Irwin McGraw-Hill.
Burgess, Z., & Tharenou, P. (2002). Women board directors: Characteristics of the few. *Journal of business ethics*, 37(1), 39-49.

Cadbury, A. (1992). Report of the committee on the financial aspects of corporate governance (Vol. 1). Gee.

Cadbury, A. (1999). What are the trends in corporate governance? How will they impact your company?. *Long Range Planning*, 32, 12-19.

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

Centre pour l'étude des politiques publiques européennes. Working Party, Bosch, U., & Lannoo, K. (1995). *Corporate governance in Europe*. Centre for European Policy Studies/CEPS.

Chen, K. C., Wei, K. C. J., & Chen, Z. (2003). Disclosure, corporate governance, and the cost of equity capital: evidence from Asia's emerging markets.

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

Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of financial Economics*, 58(1-2), 81-112.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The journal of finance*, 57(6), 2741-2771.

Claessens, S. (2006). Corporate governance and development. *The World bank research observer*, 21(1), 91-122.

Conyon, J.M., and Peck I.S. (2010), "Board size and corporate performance: evidence from European countries", *The European Journal of Finance*", pp.291-304.

Cuervo, A. (2002). Corporate governance mechanisms: A plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), 84-93.

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.

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

Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of political economy*, 93(6), 1155-1177.

Denis, D. J., & Denis, D. K. (1993). Managerial discretion, organizational structure, and corporate performance: A study of leveraged recapitalizations. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1-3), 209-236.

Dimitropoulos, E.P., and Asteriou, D., (2010), 'The effect of board composition on the informativeness and quality of annual earnings. Empirical evidence from Greece", *Research in International Business and Finance*24, pp. 190-205.

Donaldson, L. (1990), "The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory", *Academy of Management Review*, Vol. 15, pp. 369–381.

Donaldson, L. and Davis J., H. (1991), "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", *Australian Journal of Management*, Vol. 16, No. 1, pp. 49-65

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

Dung To Thi, (2011), "Corporate Governance - Empirical Research on board size, board composition, board activity, ownership concentration and their effects on performance of Vietnamese listed companies".

Eriotis, N., & Zisis, V. (2008). Loose risk management mechanisms of corporate governance of Greek firms; rewards to board from earnings that are not based on performance incentive plans. *International Journal of Risk Assessment and Management*, 9(1-2), 104-120.

- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Farrell, K. A., & Whidbee, D. A. (2002). Monitoring by the financial press and forced CEO turnover. *Journal of Banking & Finance*, 26(12), 2249-2276.
- Felton, R.F., Hudnut, A, and Heeckeren, J. (1996), "Putting a value on board governance", *McKinsey Quarterly*, Vol. 4, pp. 170-175.
- Finkelstein, S., & D'aveni, R. A. (1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management journal*, 37(5), 1079-1108.
- Firstenberg, P. B., & Malkiel, B. G. (1994). The twenty-first century boardroom: who will be in charge?. *Sloan Management Review*, 36(1), 27.
- Florou, A., & Galarniotis, A. (2007). Benchmarking Greek corporate governance against different standards. *Corporate Governance: an international review*, 15(5), 979-998.
- Franks J. & Mayer C. 1996, "Hostile takeovers and the correction of managerial failure", *Journal of Financial Economics*, vol. 40, pp. 163-181.
- Franks, J., & Mayer, C. (1994). *Corporate Control: A Comparison of insider and outsider systems*. document inédit, London Business School and University of Oxford.
- Freeman, R.E. (1984), "Strategic Planning: a Stakeholder Approach", Pitman Publishing, p.32.
- Frick, B., and Bermig, A. (2009), "Board Size, Board Composition and Firm Performance: Empirical Evidence from Germany".
- Gardiner, C. (1932). *Means. The Modern Corporation and Private Property*, 45.
- Gillan, S., & Starks, L. T. (1998). A survey of shareholder activism: Motivation and empirical evidence.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107-156.
- Goodstein, J., Gautam, K., & Boeker, W. (1994). The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic management journal*, 15(3), 241-250.
- Gugler, K. (1997). *Investment spending in Austria: asymmetric information versus managerial discretion* (No. vie9705). University of Vienna, Department of Economics.
- Gunther, M. (2002), "Investors of the World Unite!", *Fortune*, 145, 78.
- Harris, M. and Raviv, A. (1988), "Corporate control contests and capital structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 55-86.
- Hart, O. (1995). Corporate governance: some theory and implications. *The economic journal*, 105(430), 678-689.
- Heraclous, L. (2001), "What is the Impact of Corporate Governance on Organisational Performance", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 9, Number 3, July, pp. 165-173
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial management*, 101-112.

Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of financial economics*, 53(3), 353-384.

Hirschman, A. (1970), "Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States", Harvard University Press, Cambridge, MA.

Hossain, M., Prevost, K., and Rao, P. (2001), "Corporate Governance in New Zealand: The effect of the 1993 Companies Act on the relation between board composition and firm performance, *Pacific- Basin Finance Journal*, 9(2), pp.119-145.

Hu, J., & Noe, T. H. (2001). Insider trading and managerial incentives. *Journal of Banking & Finance*, 25(4), 681-716.

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

Jeffrey, L.C., (2004), "Does one size fit all?".

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360

Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance*, 48(3), 831-880.

Jensen, M. (2001), "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function", Harvard Business School Working Paper, No. 58.

Karpoff, J. M., Malatesta, P. H., & Walkling, R. A. (1996). Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence. *Journal of financial economics*, 42(3), 365-395.

Kavin, H. and Kiel, C. G. (2004), "The Role of the Board in Firm Strategy: integrating agency and organizational control perspectives", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12, Number 4, pp. 500-521.

Keenan, J., & Aggestam, M. (2001). Corporate governance and intellectual capital: some conceptualisations. *Corporate Governance: An International Review*, 9(4), 259-275.

Kester, W. C. (1992). Governance, contracting, and investment horizons: A look at Japan and Germany. *Journal of Applied Corporate Finance*, 5(2), 83-98.

Kirkpatrick, G. (2009), "The Corporate Lessons From the Financial Crisis", *Financial Market Trends*, OECD.

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

Linck, J. S., Netter J. M., and Yang, T., (2008), "The determinants of board structure", *Journal of Financial Economics*, 87, pp. 308-328.

Lipton, M. and Lorsch, J. W. (1992) A modest proposal for improved corporate governance, *Business Lawyer*, 48, 59- 77.

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

Ma, S., and Tian, G. (2009), "Board Composition, Board Activity and Ownership Concentration, the Impact on Firm Performance", *Asian Finance*, pp. 1-51.

- Mace, M. L. G. (1971), "Directors: Myth and Reality", Boston: Division of Research Graduate School of Business Administration Harvard University.
- Maher, M., & Andersson, T. (2002). Corporate governance: effects on firm performance and economic growth. *Convergence and Diversity in Corporate Governance Regimes and Capital Markets*, Oxford University Press, Oxford, 386-420.
- Mashayekhi, B., and Bazaz, S.M., (2008), "Corporate Governance and Firm Performance in Iran", *Journal of Contemporary Accountings and Economics*, Vol 4, No 2, pp. 156-172.
- Mayer, C. (1996). Corporate governance, competition and performance.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial economics*, 27(2), 595-612.
- Mintzberg, H. (1983). The case for corporate social responsibility. *Journal of Business Strategy*, 4(2), 3-15.
- Mitton, T. (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of financial economics*, 64(2), 215-241.
- Monks, R., & Minow, N. (1995). *Corporate Governance* Blackwell. Cambridge, MA.
- Monks, R.A.G. (2002), "Creating value Through Corporate Governance", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 10, Number 3, July, pp. 116-123
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 20, 293-315.
- Morck R., Shleifer A., & Vishny R.W. 1989, "Alternative methods of corporate control", *The American Economic Review*, vol. 79, no. 4, pp. 842-852.
- Muir, R., & Saba, J. P. (1995). Improving state enterprise performance: The role of internal and external incentives (Vol. 23). World Bank Publications.
- Mülbert, P. O. (2010). Corporate governance of banks after the financial crisis-Theory, Evidence, Reforms.
- Muth, M. M. and Donaldson, L. (1998) Stewardship Theory and Board Structure: A Contingency Approach, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 6, pp. 5–28.
- OECD (1999), *OECD Principles of Corporate Governance*, OECD, Paris, May.
- OECD (2004), *OECD Principles of Corporate Governance*, OECD, Paris.
- Pfeffer, J., & Salancik, G, R, (1978), *The external control of organizations: A resource dependence perspective*, Stanford, CA: Stanford Business Books.
- Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155.
- Rouf, A., (2011), "The relationship between Corporate Governance and Value of the Firm in Developing Countries: Evidence from Bangladesh", *The International Journal of Applied Economics and Finance*.
- Quinn, D. P., & Jones, T. M. (1995). An agent morality view of business policy. *Academy of Management Review*, 20(1), 22-42.
- Shakir, R., (2008), "Board Size, Board Composition and Property Firm Performance"

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.

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.

Smith, A. (1776), *Wealth of Nations* (1991 ed.). Amherst, NY: Prometheus Books. Berle, A.

Smith, N., Smith, V.R., and Verner, M. (2006), "Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2,500 Danish Firms", *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55, 569-593.

Spanos, L. J. (2005), "Corporate Governance in Greece: developments and policy implications", *Corporate Governance: the International Journal of Business in Society*, Vol. 5, No. 1, pp. 15-30.

Spanos, L. J., Tsipouri, L. J., & Xanthakis, M. D. (2008). Corporate governance rating of family firms at the Athens exchange market. *Managerial Finance*, 34(7), 465-478.

Spathis, C., Doumpos, M., & Zopounidis, C. (2002). Detecting falsified financial statements: a comparative study using multicriteria analysis and multivariate statistical techniques. *European Accounting Review*, 11(3), 509-535.

Spathis, C. T. (2002). Detecting false financial statements using published data: some evidence from Greece. *Managerial Auditing Journal*, 17(4), 179-191.

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

Tsifora, E., and Eleftheriadou, P., (2007), "Corporate Governance mechanisms and firm performance: Evidence from Greek manufacturing sector", *Management of International Business & Economic Systems*, Vol 1, pp. 181-211.

Tsipouri, L., & Xanthakis, M. (2004). Can corporate governance be rated? Ideas based on the Greek experience. *Corporate Governance: An International Review*, 12(1), 16-28.

Vance, S. C. (1983), "Corporate Leadership: Boards, Directors, and Strategy", New York: McGraw-Hill.

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

Weimer, J., & Pape, J. (1999). A taxonomy of systems of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 7(2), 152-166.

Weisbach, M. (1988). "Outside directors and CEO turnover". *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.

Williamson, O. E. (1985). Employee ownership and internal governance: a perspective. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 6(3), 243-245.

Williamson, O. E. (1988). Corporate finance and corporate governance. *The journal of finance*, 43(3), 567-591.

World Bank, (2001), «Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World», New York, Oxford University Press

Yafeh, Y., & Yosha, O. (2003). Large shareholders and banks: Who monitors and how?. *The Economic Journal*, 113(484), 128-146.

Yeoh, P. (2010). Causes of the global financial crisis: Learning from the competing insights. *International Journal of Disclosure and Governance*, 7(1), 42-69.

Yermack D, (1996), "Higher market valuation for firms with a small board of directors", *Journal of Financial Economics* 40 (February): 185-211.

Ελληνική

Αντωνιάδης, Ι. (2004). Η επίδραση παραγόντων εταιρικής διακυβέρνησης στα κέρδη και τις επενδύσεις στις επιχειρήσεις τροφίμων και λοιπών βιομηχανικών κλάδων στην Ελλάδα (Doctoral dissertation, Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο Θεσσαλονίκης (ΑΠΘ). Σχολή Γεωτεχνικών Επιστημών. Τμήμα Γεωπονίας. Τομέας Αγροτικής Οικονομίας).

Αστήθας, Δ. Κ. (2005). Εταιρική διακυβέρνηση: η ενσωμάτωση της διεθνούς εμπειρίας στην ελληνική πραγματικότητα (Master's thesis).

Βασιλείου, Δ., & Ηρειώτης, Ν. (2008). Χρηματοοικονομική Διοίκηση : Θεωρία και Πρακτική. Αθήνα: Εκδόσεις Rosili.

Δράκος, Α. Α., & Καραθανάσης, Γ. Α. (2010). Χρηματοοικονομική Διοίκηση των Επιχειρήσεων. Αθήνα: Εκδόσεις Ε. Μπένου.

Εμμανουηλίδης, Ξ. (2009). Η στρατηγική της εταιρικής διακυβέρνησης και η σπουδαιότητα της στην λήψη χρηματοοικονομικών αποφάσεων: η περίπτωση των ελληνικών τραπεζών.

(Ε.Π.Ε.Δ.) Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης (2007), Τεύχος 1, Ιούνιος 2007

Λαζαρίδης, Θ. (2009). Η εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα: εφικτότητα εφαρμογής στο σύγχρονο επιχειρησιακό-οργανωσιακό-πληροφοριακό-στρατηγικό και νομικό περιβάλλον.

Λαζαρίδης, Θ., και Δρυμπέτας, Ε., (2011), Εταιρική Διακυβέρνηση: Διεθνής Πρακτική και Ελληνική Εμπειρία, Θεσσαλονίκη, Εκδόσεις Σοφία.

Μέκος Ζ. Κωνσταντίνος, «Εταιρική Διακυβέρνηση, (Όψεις του προβλήματος και πιθανές απαντήσεις)», Εκδόσεις Αντ. Σταμούλη, Θεσσαλονίκη 2003, σελ. 81.

Μουζούλας Σπήλιος Αντ., «Εταιρική Διακυβέρνηση - Corporate Governance, Διεθνής εμπειρία, Ελληνική πραγματικότητα, Αθήνα 2003, Εκδόσεις Σάκκουλα, σελ.7

Ουσταπασίδης Κ. και Κατσουλάκος Ι. 1999, Εφαρμοσμένη Βιομηχανική και Οικονομική Πολιτική Ζυγός, Θεσσαλονίκη.

Ρεφενές Α. & Grant Thornton (2005), «Αξιολόγηση της Εφαρμογής των Αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης στο Ελληνικό Επιχειρηματικό Περιβάλλον», Grant Thornton, Αθήνα

Ελληνικές Νομικές Πηγές

Απόφαση 3/347/12.7.2005 του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με θέμα: Υποχρεώσεις των εκδοτών για τη δημοσιοποίηση προνομιακών πληροφοριών.

Απόφαση 3/348/19.7.2005 του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με θέμα: Τροποποίηση διατάξεων της απόφασης 5/204/14.11.2000 της

Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Απόφαση 5/204/14-11-2000 του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με θέμα: Κανόνες Συμπεριφοράς των Εταιρειών που έχουν εισαγάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και των συνδεδεμένων με αυτές προσώπων.

Απόφαση 7/372/15.2.2006 του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με θέμα: Τροποποίηση της απόφασης 5/204/14.11.2000 του ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς Κανόνες συμπεριφοράς των εταιριών που έχουν εισαγάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και των συνδεδεμένων με αυτές προσώπων.

Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα υπό το συντονισμό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (1999). Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του Ανταγωνιστικού Μετασχηματισμού της.

Νόμος 3016/2002 για την Εταιρική Διακυβέρνηση, Θέματα Μισθολογίου και άλλες διατάξεις.

Νόμος 3091/2002, Απλουστεύσεις και Βελτιώσεις στην Φορολογία Εισοδήματος και Κεφαλαίου και άλλες διατάξεις.

Νόμος 3340/2005, Για την προστασία της Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς.

Νόμος 3693/2008, Εναρμόνιση της ελληνικής νομοθεσίας με την Οδηγία 2006/43/EK περί υποχρεωτικών ελέγχων των ετήσιων και των ενοποιημένων λογαριασμών, για την τροποποίηση των Οδηγιών 78/660/ΕΟΚ και 83/349/ΕΟΚ του Συμβουλίου και για την κατάργηση της Οδηγίας 84/253/ΕΟΚ του Συμβουλίου και άλλες διατάξεις.

Νόμος 3873/2010, Ενσωμάτωση στην ελληνική έννομη τάξη της Οδηγίας 2006/46/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τους ετήσιους και ενοποιημένους λογαριασμούς εταιρειών ορισμένων μορφών και της οδηγίας 2007/63/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για την απαίτηση για τη σύνταξη έκθεσης από ανεξάρτητο εμπειρογνώμονα σε περίπτωση συγχώνευσης ή διάσπασης ανωνύμων εταιρειών.

Διαδίκτυο

<https://www.corgov.net/library/corporate-governance-archives/>, πρόσβαση στις 19-12-2017.

<https://www.newsit.gr/oikonomia/kerdi-10-dis-sto-xrimatistirio-2017-oi-ektimiseis-gia-2018/2344202>, πρόσβαση στις 20-01-2018.

www.esed.org.gr, πρόσβαση στις 05-02-2018.

<http://www.euro2day.gr/news/economy/article/1586330/ta-statistika-toy-ha-poy-provlepoyn-to-2018.html>, πρόσβαση στις 20-02-18.

[http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com\(2011\)0164/_com_com\(2011\)0164_el.pdf](http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com(2011)0164/_com_com(2011)0164_el.pdf), πρόσβαση στις 15/12/2017.

www.hcmc.gr, πρόσβαση στις 02-02-2018.

<http://www.kathimerini.gr/941292/article/oikonomia/epixeirhseis/megala-kerdh-sto-xrmatisthrio-to-2017-gia-poly-liges-metoxes>, πρόσβαση στις 20-01-2018.

<http://www.sev.org.gr/grafeio-typou/deltia-typou/ellinikos-kodikas-etairikis-diakyvernisis-eked-gia-tis-eisigmenes-etaireies-oktovrios-2013/>, πρόσβαση στις 10-01-2018.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι: Συνοδευτική Επιστολή-Ερωτηματολόγιο

**ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ**

**ΕΡΕΥΝΑ: Εφαρμογή της Εταιρικής Διακυβέρνησης και η επίδραση της
στις Επενδύσεις
Η περίπτωση των εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών**

Αξιότιμε κύριε/κυρία

Ονομάζομαι Ιωάννης Ευαγγέλου και είμαι μεταπτυχιακός φοιτητής του τμήματος Δημόσιας Διοίκησης του Παντείου Πανεπιστημίου. Η παρούσα έρευνα εκπονείται στα πλαίσια της διπλωματικής μου εργασίας και έχει ως αντικείμενο τη διερεύνηση του ζητήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης σε εισηγμένες στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεις.

Όπως γνωρίζετε, τα τελευταία χρόνια, παράλληλα με τις επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης, το επιχειρηματικό περιβάλλον αντιμετωπίζει και σημαντικά εταιρικά σκάνδαλα (Volkswagen, Uber, Toshiba, Equifax, Enron, κλπ), με αποτέλεσμα την ανάγκη εντατικοποίησης της εφαρμογής κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Κύριος σκοπός της παρούσας έρευνας (που γίνεται υπό την επίβλεψη του καθηγητή κ. Αναστάσιου Τσάμη) είναι να διερευνήσει τα επίπεδα εφαρμογής της Εταιρικής Διακυβέρνησης και την επίδραση της στη διαμόρφωση των επενδύσεων στις Ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις.

Η ολοκλήρωση της έρευνας δύναται να ολοκληρωθεί μόνο με τη δική σας ουσιαστική και φιλότιμη συμμετοχή, η οποία συνίσταται στη συμπλήρωση του ερωτηματολογίου που επισυνάπτεται/ακολουθεί. Παρακαλούμε αφιερώστε 10 λεπτά από τον χρόνο σας και απαντήστε με προσοχή και ειλικρίνεια στις ερωτήσεις. Κάθε πληροφορία θα αναλυθεί με απόλυτη εχεμύθεια και θα χρησιμοποιηθεί αποκλειστικά για να διευκολύνει τη παρούσα ακαδημαϊκή εργασία.

Αν χρειάζεστε πρόσθετες πληροφορίες σχετικά με το ερωτηματολόγιο, μη διστάσετε να επικοινωνήσετε μαζί μου. Επίσης, αν θέλετε να λάβετε ένα αντίγραφο με τα αποτελέσματα της έρευνας, παρακαλώ συμπληρώστε την ηλεκτρονική σας διεύθυνση στην οποία επιθυμείτε να σας αποσταλεί.

Σας ευχαριστούμε εκ των προτέρων για την πολύτιμη συνεργασία σας!

Με εκτίμηση,

Ιωάννης Ευαγγέλου
Μεταπτυχικός Φοιτητής
e-mail: giannisleda@hotmail.com

**Ο Θεσμός της Εταιρικής Διακυβέρνησης στις Εισηγμένες
Εταιρείες**

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΚΑΙ ΕΡΩΤΩΜΕΝΟΥ

Επωνυμία επιχείρησης:.....

Κύριος κλάδος δραστηριοποίησης:

Είναι η επιχείρησή σας παράρτημα πολυεθνικής;

ΝΑΙ: ΟΧΙ:

Όνοματεπώνυμο ερωτώμενου (προαιρετικά):.....

Θέση στην επιχείρηση:.....

Επιθυμείτε να λάβετε τα αποτελέσματα της έρευνας όταν ολοκληρωθεί;

ΝΑΙ ΟΧΙ

Αν ΝΑΙ, παρακαλώ συμπληρώστε το e-mail επικοινωνίας σας:.....

ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟ

1. Πόσο καιρό πριν α) εισήχθη και β) εφαρμόστηκε η έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης (Ε.Δ.) στην επιχείρησή σας;

	< 1 έτος	1-3 έτη	4-5 έτη	6-10 έτη	> 10 έτη
Εισαγωγή					
Εφαρμογή					

2. Τηρεί η επιχείρησή σας Κώδικα Δεοντολογίας;

ΝΑΙ ΟΧΙ

3. Υπάρχει διαχωρισμός μεταξύ προέδρου και CEO;

ΝΑΙ ΟΧΙ

4. Αποτελείται το διοικητικό συμβούλιο κατά το 1/3 από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη;

ΝΑΙ ΟΧΙ

5. Έχουν τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη σχέση εξάρτησης με την επιχείρηση ή με συνδεδεμένα με αυτή πρόσωπα;

ΝΑΙ ΟΧΙ

6. Υπάρχει τμήμα εσωτερικού ελέγχου;

ΝΑΙ ΟΧΙ

7. Ελέγχονται οι εσωτερικοί ελεγκτές από το ΔΣ;

ΝΑΙ ΟΧΙ

8. Υπάρχει επιτροπή ελέγχου (Audit committee);

ΝΑΙ ΟΧΙ

9. Κατά πλειοψηφία η επιτροπή ελέγχου αποτελείται από μη εκτελεστικά μέλη;

ΝΑΙ ΟΧΙ

10. Η επιτροπή ελέγχου συνεδριάζει 2-3 φορές το χρόνο;

ΝΑΙ ΟΧΙ

11. Εφαρμόζεται εναλλαγή των ελεγκτών (audit rotation) ;

ΝΑΙ ΟΧΙ

12. Γίνεται γνωστοποίηση των δομών και στρατηγικών της εταιρικής διακυβέρνησης;

ΝΑΙ ΟΧΙ

13. Υπάρχει επιτροπή διορισμών;

ΝΑΙ ΟΧΙ

14.Υπάρχει επιτροπή αποζημιώσεων με μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα στην πλειονότητα τους μέλη;

ΝΑΙ ΟΧΙ

15.Υπάρχει επιτροπή κινδύνου (Risk committee);

ΝΑΙ ΟΧΙ

16.Υπάρχει τμήμα εξυπηρέτησης των μετόχων ;

ΝΑΙ ΟΧΙ

17. Οι μέτοχοι μπορούν να ψηφίζουν είτε αυτοπροσώπως είτε μέσω εκπροσώπου;

ΝΑΙ ΟΧΙ

18. Παρέχονται ιδιαίτερα δικαιώματα σε συγκεκριμένες ομάδες μετόχων;

ΝΑΙ ΟΧΙ

19. Υπάρχει τμήμα ανακοινώσεων;

ΝΑΙ ΟΧΙ

20. Γίνεται γνωστοποίηση των χρηματοοικονομικών και λειτουργικών αποτελεσμάτων;

ΝΑΙ ΟΧΙ

21. Γίνεται γνωστοποίηση της σύνθεσης της ελεγκτικής επιτροπής;

ΝΑΙ ΟΧΙ

22. Υπάρχει ξεχωριστή αποκάλυψη της αμοιβής των μη εκτελεστικών μελών στις λογιστικές καταστάσεις;

ΝΑΙ ΟΧΙ

23. Αναφέρουν τα ετήσια δελτία τη σύνθεση των επιτροπών διορισμού και αποζημιώσεων;

ΝΑΙ ΟΧΙ

24.Υπάρχει Δήλωση Ε.Δ. στην ιστοσελίδα της επιχείρησης;

ΝΑΙ ΟΧΙ

25. Συμπεριλαμβάνονται στον Κώδικα Δεοντολογίας που τηρείτε κανόνες που αφορούν το ευρύτερο κοινωνικό σύνολο και την προστασία του περιβάλλοντος;

ΝΑΙ ΟΧΙ

26. Σε τι βαθμό πιστεύετε ότι η εφαρμογή της Ε.Δ. επηρεάζει θετικά ή αρνητικά τους παρακάτω παράγοντες:

	Πολύ αρνητικά	Αρνητικά	Ουδέτερα	Θετικά	Πολύ θετικά
Δομή Διοικητικού Συμβουλίου (μη εκτελεστικά μέλη, αρμοδιότητες - επιλογή μελών, κλπ)					
Λειτουργία Διοικητικού Συμβουλίου (θέματα συζήτησης, τρόπος λήψης αποφάσεων κλπ)					
Λήψη Διοικητικών αποφάσεων					
Λήψη επενδυτικών αποφάσεων					
Έλεγχος λειτουργίας / διαδικασιών της επιχείρησης (Αξιολόγηση προσωπικού, σύνταξη αναφορών, δομές επικοινωνίας κλπ)					
Επίτευξη οικονομικών στόχων					
Διαχείριση συμφερόντων					

μικρομετόχων					
Διαφάνεια ως προς την ενημέρωση των ενδιαφερομένων μερών (stakeholders)					

27. Σε τι βαθμό πιστεύετε ότι η εφαρμογή της Ε.Δ. επηρεάζει τα παρακάτω ενδιαφερόμενα μέρη (stakeholders):

Ενδιαφερόμενα μέρη	Πολύ αρνητικά	Αρνητικά	Ουδέτερα	Θετικά	Πολύ θετικά
Μέλη Δ.Σ.					
Διευθυντές Διοίκησης					
Λοιποί Εργαζόμενοι					
Μεγαλομέτοχοι					
Μικρομέτοχοι					
Πελάτες					
Προμηθευτές					
Κυβέρνηση					
Πιστωτές					

28. Κατά την άποψη σας, η εφαρμογή της Ε.Δ. συμβάλλει θετικά ή αρνητικά στην αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα των ανώτατων διοικητικών στελεχών;

ΝΑΙ ΟΧΙ

29. Πιστεύετε ότι το επίπεδο εφαρμογής της Ε.Δ. στην εταιρεία σας επαρκεί για την προστασία των επενδυτών;

ΝΑΙ ΟΧΙ

Σας ευχαριστούμε πολύ για τη συμβολή σας στην ολοκλήρωση της έρευνας

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ: Εταιρείες Δείγματος

Πίνακας 13. Κατάλογος Εισηγμένων Εταιρειών στο ΧΑΑ (Δείκτης FSTE-20)

ΕΠΩΝΥΜΙΑ	ΣΥΜΒΟΛΟ ΜΕΤΟΧΗΣ
ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	ΑΛΦΑ
COCA-COLA HBC AG	ΕΕΕ
FOLLI - FOLLIE ΑΕΒΤΕ	ΦΦΓΚΡΠ
GRIVALIA PROPERTIES Α.Ε.Ε.Α.Π.	ΓΡΙΒ
JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡ. ΕΤ.	ΜΠΕΛΑ
LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε.	ΛΑΜΔΑ
VIOTALCO SA/NY	ΒΙΟ
ΑΔΜΗΕ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.	ΑΔΜΗΕ
ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ	ΑΡΑΙΓ
ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ Α.Ε	ΓΕΚΤΕΡΝΑ
ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	ΣΑΡ
ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧ/ΣΗ ΗΛΕΚΤ/ΣΜΟΥ Α.Ε	ΔΕΗ
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	ΕΤΕ
ΕΛ/ΚΑ ΧΡΗΜ/ΡΙΑ- ΧΑ Α.Ε ΣΥΜ/ΧΩΝ	ΕΧΑΕ
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.	ΕΛΠΕ
ΕΤΑΙΡΙΑ ΥΔΡΕΥΣΕΩΣ Α.Ε.	ΕΥΔΑΠ
ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	ΜΟΗ
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ	ΜΥΤΙΛ
ΟΠΑΠ Α.Ε.	ΟΠΑΠ
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΕΙΡ.	ΟΛΠ
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΤΗΛΕΠ/ΝΙΩΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑ	ΟΤΕ
ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Α.Β.Ε.Τ.Ε.	ΤΕΝΕΡΓ
ΤΙΤΑΝ	ΤΙΤΚ
ΤΡΑΠΕΖΑ EUROBANK ERGASIAS Α.Ε	ΕΥΡΩΒ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε	ΠΕΙΡ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙΙ: Αποτελέσματα Διαστρωματικής Ανάλυσης Παλινδρόμησης

Πίνακας 14. ROA OLS

```

Fixed-effects (within) regression           Number of obs   =       144
Group variable: AA                        Number of groups =        24

R-sq:                                     Obs per group:
  within = 0.1161                          min =           6
  between = 0.0254                          avg =          6.0
  overall = 0.0057                          max =           6

corr(u_i, Xb) = -0.7839                    F(5,115)        =       3.02
                                           Prob > F         =       0.0134
    
```

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
board_size	.0446815	.1048346	0.43	0.671	-.1629756	.2523387
ind_board	.431334	.1667017	2.59	0.011	.10113	.761538
ceo_chair	.02503	.6176782	0.04	0.968	-1.198472	1.248532
women_board	-.4846792	.2263022	-2.14	0.034	-.9329404	-.036418
lnsize	-.4604796	.7594838	-0.61	0.546	-1.964871	1.043912
fin	0	(omitted)				
_cons	5.288738	11.58554	0.46	0.649	-17.65999	28.23747
sigma_u	1.0935189					
sigma_e	1.2547402					
rho	.43166641	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(23, 115) = 1.66 Prob > F = 0.0425

Πίνακας 15. ROE OLS

```

Fixed-effects (within) regression           Number of obs   =       144
Group variable: AA                        Number of groups =        24

R-sq:                                     Obs per group:
  within = 0.1111                          min =           6
  between = 0.0006                          avg =          6.0
  overall = 0.0247                          max =           6

corr(u_i, Xb) = -0.6354                    F(5,115)        =       2.87
                                           Prob > F         =       0.0175
    
```

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
board_size	.5464513	.4079251	1.34	0.183	-.2615699	1.354472
ind_board	1.410973	.6486582	2.18	0.032	.1261057	2.69584
ceo_chair	.052031	2.403467	0.02	0.983	-4.708774	4.812836
women_board	-.2258933	.8805718	-0.26	0.798	-1.970137	1.51835
lnsize	-.8483513	2.955251	-0.29	0.775	-6.702135	5.005433
fin	0	(omitted)				
_cons	1.824354	45.08087	0.04	0.968	-87.47217	91.12088
sigma_u	3.2711016					
sigma_e	4.8823591					
rho	.30981091	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(23, 115) = 1.40 Prob > F = 0.1255

Πίνακας 16. P/E OLS

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: AA

Number of obs = 144
 Number of groups = 24

R-sq:
 within = 0.0140
 between = 0.0910
 overall = 0.0181

Obs per group:
 min = 6
 avg = 6.0
 max = 6

F(5,115) = 0.33
 Prob > F = 0.8962

corr(u_i, Xb) = -0.5487

pe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
board_size	643.7532	2128.042	0.30	0.763	-3571.489	4858.995
ind_board	-2989.124	3383.886	-0.88	0.379	-9691.951	3713.702
ceo_chair	-215.3693	12538.28	-0.02	0.986	-25051.29	24620.55
women_board	4458.781	4593.72	0.97	0.334	-4640.494	13558.06
lnsize	3196.211	15416.8	0.21	0.836	-27341.5	33733.92
fin	0	(omitted)				
_cons	-53357.88	235175.5	-0.23	0.821	-519195.2	412479.5
sigma_u	20920.281					
sigma_e	25470.031					
rho	.40285894	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(23, 115) = 2.39 Prob > F = 0.0013

Πίνακας 17. DPS OLS

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: AA

Number of obs = 144
 Number of groups = 24

R-sq:
 within = 0.0343
 between = 0.1206
 overall = 0.0539

Obs per group:
 min = 6
 avg = 6.0
 max = 6

F(5,115) = 0.82
 Prob > F = 0.5403

corr(u_i, Xb) = -0.9082

dps	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
board_size	-.0007536	.0100949	-0.07	0.941	-.0207497	.0192424
ind_board	-.0113633	.0160523	-0.71	0.480	-.0431598	.0204332
ceo_chair	.0053747	.0594784	0.09	0.928	-.1124406	.1231901
women_board	.0245018	.0217914	1.12	0.263	-.0186629	.0676665
lnsize	.1131586	.0731334	1.55	0.125	-.0317046	.2580218
fin	0	(omitted)				
_cons	-1.579963	1.115613	-1.42	0.159	-3.789778	.6298518
sigma_u	.26124986					
sigma_e	.1208234					
rho	.82379803	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(23, 115) = 4.73 Prob > F = 0.0000

Πίνακας 18. SHARE_YIELD OLS

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: AA

Number of obs = 139
 Number of groups = 24

R-sq:
 within = 0.0554
 between = 0.0093
 overall = 0.0112

Obs per group:
 min = 3
 avg = 5.8
 max = 6

corr(u_i, Xb) = -0.7313

F(5,110) = 1.29
 Prob > F = 0.2729

share_yield	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
board_size	233499	230290.4	1.01	0.313	-222882.6	689880.5
ind_board	-826515.9	384221.7	-2.15	0.034	-1587953	-65078.69
ceo_chair	1663622	1346288	1.24	0.219	-1004404	4331648
women_board	-109313.3	514007.6	-0.21	0.832	-1127956	909329.2
lnsize	1776782	1665790	1.07	0.288	-1524422	5077986
fin	0	(omitted)				
_cons	-2.50e+07	2.54e+07	-0.99	0.326	-7.53e+07	2.52e+07
sigma_u	3989942.3					
sigma_e	2734384.3					
rho	.68042833	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(23, 110) = 4.56 Prob > F = 0.0000

Πίνακας 19. PSR OLS

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: AA

Number of obs = 144
 Number of groups = 24

R-sq:
 within = 0.2052
 between = 0.0462
 overall = 0.0032

Obs per group:
 min = 6
 avg = 6.0
 max = 6

corr(u_i, Xb) = -0.7100

F(5,115) = 5.94
 Prob > F = 0.0001

psr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
board_size	221.2877	44.44089	4.98	0.000	133.2589	309.3166
ind_board	-184.2117	70.66725	-2.61	0.010	-324.1899	-44.23349
ceo_chair	34.26696	261.8427	0.13	0.896	-484.393	552.9269
women_board	-86.76503	95.93278	-0.90	0.368	-276.7894	103.2593
lnsize	-329.9721	321.9561	-1.02	0.308	-967.7052	307.761
fin	0	(omitted)				
_cons	3224.714	4911.278	0.66	0.513	-6503.583	12953.01
sigma_u	1036.8825					
sigma_e	531.90245					
rho	.79167105	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(23, 115) = 8.79 Prob > F = 0.0000

Πίνακας 20. DIV_YIELD OLS

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: AA

Number of obs = 141
 Number of groups = 24

R-sq:
 within = 0.0297
 between = 0.0708
 overall = 0.0166

Obs per group:
 min = 4
 avg = 5.9
 max = 6

corr(u_i, Xb) = -0.5770

F(5,112) = 0.69
 Prob > F = 0.6355

div_yield	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
board_size	-.001792	.0015969	-1.12	0.264	-.004956	.0013721
ind_board	-.0012127	.0026114	-0.46	0.643	-.0063868	.0039614
ceo_chair	.0041808	.0093974	0.44	0.657	-.014439	.0228005
women_board	-.0003115	.0035489	-0.09	0.930	-.0073431	.0067202
lnsize	.0051732	.0115802	0.45	0.656	-.0177716	.0281179
fin	0	(omitted)				
_cons	-.0395067	.1764769	-0.22	0.823	-.389173	.3101596
sigma_u	.02006406					
sigma_e	.01908858					
rho	.52489926	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(23, 112) = 3.38 Prob > F = 0.0000

Πίνακας 21. EPS OLS

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =       144
Group variable: AA                    Number of groups =        24

R-sq:
    within = 0.0966
    between = 0.0210
    overall = 0.0003

Obs per group:
    min = 6
    avg = 6.0
    max = 6

corr(u_i, Xb) = -0.9573                F(5,115)       =       2.46
                                         Prob > F       =       0.0372
    
```

eps	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
board_size	9.763503	6.719107	1.45	0.149	-3.545754	23.07276
ind_board	15.53867	10.68432	1.45	0.149	-5.624918	36.70226
ceo_chair	7.516459	39.58852	0.19	0.850	-70.90078	85.93369
women_board	-11.66269	14.50427	-0.80	0.423	-40.39286	17.06747
lnsize	69.58205	48.67719	1.43	0.156	-26.8381	166.0022
fin	0	(omitted)				
_cons	-1197.239	742.546	-1.61	0.110	-2668.08	273.6017
sigma_u	155.43121					
sigma_e	80.419397					
rho	.7888314	(fraction of variance due to u_i)				

```

F test that all u_i=0: F(23, 115) = 1.53                Prob > F = 0.0748
    
```

Πίνακας 22. CAPITALIZATION OLS

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =       144
Group variable: AA                    Number of groups =        24

R-sq:
    within = 0.1657
    between = 0.1787
    overall = 0.1398

Obs per group:
    min = 6
    avg = 6.0
    max = 6

corr(u_i, Xb) = -0.7417                F(5,115)       =       4.57
                                         Prob > F       =       0.0008
    
```

capitaliza~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
board_size	5.96e+11	1.26e+11	4.71	0.000	3.45e+11	8.46e+11
ind_board	-5.46e+11	2.01e+11	-2.72	0.008	-9.44e+11	-1.48e+11
ceo_chair	2.17e+11	7.45e+11	0.29	0.771	-1.26e+12	1.69e+12
women_board	-2.16e+11	2.73e+11	-0.79	0.430	-7.56e+11	3.25e+11
lnsize	1.20e+12	9.16e+11	1.31	0.194	-6.17e+11	3.01e+12
fin	0	(omitted)				
_cons	-2.25e+13	1.40e+13	-1.61	0.110	-5.02e+13	5.15e+12
sigma_u	2.505e+12					
sigma_e	1.513e+12					
rho	.7326995	(fraction of variance due to u_i)				

```

F test that all u_i=0: F(23, 115) = 7.22                Prob > F = 0.0000
    
```