



ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
Τμήμα Δημόσιας Διοίκησης

**Η εταιρική διακυβέρνηση στον ιδιωτικό τομέα, στις Δημόσιες
Επιχειρήσεις και Οργανισμούς και στη δημόσια διοίκηση.
Συγκρίσεις, αποτελέσματα και προτάσεις για βελτίωση**

Διδακτορική Διατριβή

Νεραντζίδης Μιχαήλ

Τριμελής Συμβουλευτική Επιτροπή

Επ. Καθηγητής Ιωάννης Φίλος (επιβλέπων)

Καθηγητής Αναστάσιος Τσάμης

Καθηγητής Απόστολος Αποστόλου

Αθήνα, 2013



ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
Τμήμα Δημόσιας Διοίκησης

**Η εταιρική διακυβέρνηση στον ιδιωτικό τομέα, στις Δημόσιες
Επιχειρήσεις και Οργανισμούς και στη δημόσια διοίκηση.
Συγκρίσεις, αποτελέσματα και προτάσεις για βελτίωση**

Διδακτορική Διατριβή

Νεραντζίδης Μιχαήλ

Τριμελής Συμβουλευτική Επιτροπή

Επ. Καθηγητής Ιωάννης Φίλος (επιβλέπων)

Καθηγητής Αναστάσιος Τσάμης

Καθηγητής Απόστολος Αποστόλου

Αθήνα, 2013

[Η σελίδα αυτή είναι λευκή σκοπίμως]

Copyright © Μιχαήλ Νεραντζίδης, 2013.

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Απαγορεύεται η αντιγραφή, αποθήκευση και διανομή της παρούσας διατριβής, εξ ολοκλήρου ή τμήματος αυτής, για εμπορικό σκοπό. Επιτρέπεται η ανατύπωση, αποθήκευση και διανομή για σκοπό μη κερδοσκοπικό, εκπαιδευτικής ή ερευνητικής φύσης, υπό την προϋπόθεση να αναφέρεται η πηγή προέλευσης και να διατηρείται το παρόν μήνυμα. Ερωτήματα που αφορούν τη χρήση της διατριβής για κερδοσκοπικό σκοπό πρέπει να απευθύνονται προς τον συγγραφέα.

Η έγκριση διδακτορικής διατριβής από το Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών δε δηλώνει αποδοχή των γνώμων του συγγραφέα.

[Η σελίδα αυτή είναι λευκή σκοπίμως]



Η παρούσα έρευνα έχει συγχρηματοδοτηθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση (Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο - ΕΚΤ) και από εθνικούς πόρους, μέσω του Επιχειρησιακού Προγράμματος «Εκπαίδευση και Δια Βίου Μάθηση» του Εθνικού Στρατηγικού Πλαισίου Αναφοράς (ΕΣΠΑ) – Ερευνητικό Χρηματοδοτούμενο Έργο: Ηράκλειτος ΙΙ. Επένδυση στην κοινωνία της γνώσης μέσω του Ευρωπαϊκού Κοινωνικού Ταμείου.

[Η σελίδα αυτή είναι λευκή σκοπίμως]

...αφιερώνεται στην οικογένειά μου

[Η σελίδα αυτή είναι λευκή σκοπίμως]

Ευχαριστίες

Έχουν περάσει σχεδόν τέσσερα χρόνια από την έναρξη της διδακτορικής μου διατριβής και περίπου μια δεκαετία από το πρώτο μου φοιτητικό μάθημα «Αρχές Γενικής Λογιστικής Ι», στα έδρανα της ασφυκτικά γεμάτης «ιστορικής αίθουσας 108». Ήταν μία σημαντική ημέρα, για μία ολόκληρη σχεδόν νέα φουρνιά φοιτητών, καθώς αποτελέσει το έναυσμα για τη διαμόρφωση μιας ιδιαίτερης σχέσης αγάπης με τη λογιστική, μέσα από τις διαλέξεις του χαρισματικού καθηγητού κ. Αναστάσιου Τσάμη· γεγονός που αποτέλεσε το αρχικό ερέθισμα για την πορεία σε ένα ταξίδι γνώσεων και σηματοδότησε την έναρξη της φοιτητικής μας ζωής.

Πράγματι, η πορεία του ταξιδιού αυτού με οδήγησε και πάλι να συναντήσω τους αγαπημένους μου καθηγητές, στην πιο δημιουργική «διανοητικά» στιγμή της ζωής μου· στη συγγραφή της διδακτορικής μου διατριβής. Λαμβάνοντας την αμέριστη συμπαράσταση και βοήθειά τους και ακολουθώντας τις συμβουλές τους, στα πιο καθοριστικά σημεία της πορείας αυτής, κατόρθωσα να φέρω εις πέρας την ολοκλήρωση της επιστημονικής μου πραγματείας και να υπερβώ τις όποιες δύσκολες στιγμές. Μία προσπάθεια ιδιαίτερα έντονη, χωρίς καμία απολύτως έκπτωση χρόνου, διακοπή ή νεκρό διάστημα. Είμαι ιδιαίτερα ευγνώμων για την ευκαιρία που είχα να συνεργαστώ με τους τρεις αυτούς λαμπρούς καθηγητές και θα ήθελα να τους ευχαριστήσω ολόψυχα, καθέναν ξεχωριστά και όλους μαζί, για την ιδιαίτερη συμβολή τους στο όλο εγχείρημά μου. Ειδικότερα, τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Ιωάννη Φίλο, για την εμπιστοσύνη που έδειξε στο πρόσωπό μου, καθώς και για την ηθική και πνευματική καθοδήγησή του, καθ' όλη τη διάρκεια της προσπάθειάς μου και τους καθηγητές κ. Αναστάσιο Τσάμη και κ. Απόστολο Αποστόλου, για τον πολύτιμο χρόνο που αφιέρωσαν και τις ιδιαίτερα εποικοδομητικές συζητήσεις και προτάσεις τους, οι οποίες έδρασαν ως καταλυτικοί παράγοντες για την εν λόγω προσπάθεια.

Ακολούθως, θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στον επίκουρο καθηγητή κ. Γεώργιο Πετράκο, για την πολύτιμη βοήθειά του, κατά τη στατιστική ανάλυση των δεδομένων της διδακτορικής μου διατριβής και στο σύνολο του ακαδημαϊκού προσωπικού του τμήματος, για την ιδιαίτερη συμβολή τους.

Συνάμα, θερμές ευχαριστίες θα ήθελα να αποδώσω και στους καθηγητές Georges M. Selim (Cass Business School), Paolo Roffia (University of Verona), Gerrit Sarens (Catholique University of Louvain), Kiyimet Tunca Çaliyurt (Trakya University) και

Seval Kardeş Selimoğlu (Anadolu University), για τα σημαντικά σχόλια που έλαβα κατά τη συμμετοχή μου στα διάφορα PhD workshops.

Επιπλέον, τις ξεχωριστές ευχαριστίες μου θα ήθελα να απευθύνω στον επίκουρο καθηγητή κ. Γ. Λελεδάκη (Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών) και σε όλους τους συμμετέχοντες στην έρευνά μου. Συγκεκριμένα, ευχαριστώ θερμά τον καθηγητή Ν. Τραυλό (ALBA University), τους αναπληρωτές καθηγητές Δ. Κουφόπουλο (Brunel University) και Α. Φλώρου (King's College London), τους επίκουρους καθηγητές Ι. Αντωνιάδη (ΤΕΙ Δυτ. Μακεδονίας), Ε. Δρυμπέτα (Δημοκρίτειο Πανεπιστήμιο Θράκης) και Θ. Λαζαρίδη (ΤΕΙ Δυτ. Μακεδονίας), τους επιστημονικούς συνεργάτες Μ. Ε. Αγοράκη (Πάντειο Πανεπιστήμιο) και Α. Κουτούπη (Πανεπιστήμιο Δυτικής Ελλάδας και Πανεπιστήμιο Αιγαίου), τον ερευνητή Λ. Σπανό (Κέντρο Μελετών και Εκπαίδευσης Χρηματοοικονομικής – KEMEX – στο πανεπιστήμιο Αθηνών) και τους διδάκτορες Η. Δεδούση, Ξ. Εμμανουηλίδη, Γ. Κορομηλά, Μ. Μενεξιάδη, Σ. Μούζουλα, Κ. Τούντα. Εξίσου, ένα μεγάλο ευχαριστώ σε όλους τους συμμετέχοντες, οι οποίοι συνέβαλαν καθοριστικά στην ολοκλήρωση της έρευνάς μου και επιθυμούσαν να διατηρηθεί η ανωνυμία τους.

Τέλος, δε θα μπορούσα να παραλείψω την ουσιαστική βοήθεια που μου πρόσφερε ο νομικός κ. Σ. Κωσταντόπουλος, ο οποίος μου έδωσε τη δυνατότητα, μέσω των επισκέψεών μου στο γραφείο του, να αντλήσω τις γνώσεις του για το εξειδικευμένο θέμα της διακυβέρνησης του δημόσιου τομέα στην Ελλάδα.

Ωστόσο, όμως, όπως κάθε περιπλάνηση που σε γεμίζει εικόνες και εμπειρίες απαιτεί θυσίες και τα κατάλληλα εφόδια προκειμένου να «φτάσεις» στον προορισμό· ο δρόμος αυτός που ξεκίνησε με τόση αγάπη και μεράκι για το αντικείμενο της εταιρικής διακυβέρνησης, σε καμία περίπτωση δε θα μπορούσε να είχε ολοκληρωθεί, χωρίς την απαιτούμενη οικονομική ενίσχυση που μου παρασχέθηκε από το ερευνητικό χρηματοδοτούμενο έργο «Ηράκλειτος II». Θεωρώ λοιπόν χρέος μου να ευχαριστήσω ολόψυχα όλους όσους και από οποιαδήποτε θέση συνέβαλλαν για την υλοποίηση του προγράμματος αυτού, ούτως ώστε να συνεχίζουν να δίνουν τη στήριξή τους σε οποιαδήποτε προσπάθεια που σκοπό έχει την προώθηση της έρευνας στη χώρα μας.

Στους δικούς μου ανθρώπους, που στάθηκαν στο πλευρό μου καθ' όλη τη διάρκεια αυτού του κύκλου, μια δημόσια έκφραση ευγνωμοσύνης από μόνη της δεν είναι αρκετή για να γεμίσει τις μέρες απουσίας μου από τη ζωή τους. Για τον λόγο

αυτό, θα ήθελα να τους αφιερώσω τη διατριβή μου και να τους δώσω την υπόσχεσή μου «να βρίσκομαι δίπλα τους για όλον τον υπόλοιπο χρόνο της ζωής μου».

[Η σελίδα αυτή είναι λευκή σκοπίμως]

Περίληψη

Η Εταιρική Διακυβέρνηση (ΕΔ) αποτελεί ένα ιδιαίτερα προσφιλές πεδίο έρευνας, που έχει αναδειχθεί τα τελευταία χρόνια, εξαιτίας των χρηματοοικονομικών σκανδάλων, των κακοδιαχειρίσεων και των νοθεύσεων της αγοράς. Ως εκ τούτου, διαμορφώνεται η ανάγκη εφαρμογής πρακτικών, τόσο σε επιχειρηματικό επίπεδο όσο και σε επίπεδο διακυβέρνησης, για τη σωστή συνεργασία μεταξύ κράτους, επιχειρήσεων και εμπλεκόμενων φορέων.

Για τον σκοπό αυτό, η παρούσα διατριβή επιχειρεί τη μελέτη του συστήματος ΕΔ και δη του ελληνικού, προκειμένου να εντοπιστούν οι μηχανισμοί που θα συμβάλλουν στην επίλυση του ιδιαίτερου συγκρουσιακού προβλήματος μεταξύ μικρομετόχου – μεγαλομετόχου και να διαμορφωθούν οι κατάλληλες πρακτικές για τη βελτίωση της ποιότητας της ΕΔ.

Μέσω εκτενέστερης βιβλιογραφικής επισκόπησης, αναλύθηκε η έννοια της ΕΔ, τόσο στις εισηγμένες εταιρείες όσο και στις Δ.Ε.Κ.Ο. και τα Ν.Π.Δ.Δ., επισημαίνοντας τα κοινά σημεία και τις διαφοροποιήσεις του τρόπου οργάνωσης και λειτουργίας τους. Ειδικότερα, συγκεντρώθηκαν οι θεωρίες και τα συστήματα ΕΔ και μελετήθηκαν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της Ελλάδας, για τη διαμόρφωση ενός θεωρητικού πλαισίου. Εξετάστηκαν οι εμπειρικές έρευνες των εξωτερικών και εσωτερικών δομών ΕΔ και αναδείχθηκαν οι μηχανισμοί που δύναται να συμβάλλουν περισσότερο στην άμβλυνση του προβλήματος μεταξύ εντολέα και εντολοδόχου. Επιπλέον, συλλέχθηκαν οι διάφοροι εμπορικοί και ακαδημαϊκοί δείκτες αξιολόγησης, εντοπίστηκαν τα πλεονεκτήματα, τα μειονεκτήματα και οι περιορισμοί τους και διαμορφώθηκε ένα μεθοδολογικό πλαίσιο αξιολόγησης της ποιότητας της ΕΔ στην Ελλάδα.

Με τη διαδικασία αυτή διαπιστώθηκε η διαφοροποίηση των συστημάτων ΕΔ, τόσο μεταξύ χωρών όσο και φορέων επιχειρήσεων, καθώς και η απουσία κατάλληλης θεωρίας, για τον σχεδιασμό ενός δείκτη αξιολόγησης. Οι περιορισμοί αυτοί ανέδειξαν τη χρήση ενός συνδυασμού μεθοδολογιών, για την αποσύνθεση του προβλήματος και την υποστήριξη λήψης μιας απόφασης, συνδυάζοντας τρία εργαλεία: (i) την Τροποποιημένη Δελφική, (ii) την Κλασική Θεωρία Μέτρησης και (iii) την Αναλυτική Ιεραρχική Προσέγγιση. Τα εμπειρικά ευρήματα της εφαρμογής των μεθόδων αυτών επιβεβαίωσαν αφενός την ύπαρξη συναίνεσης μεταξύ ακαδημαϊκών και εμπειρικών, ως προς τη σπουδαιότητα των μηχανισμών ΕΔ και αφετέρου την οριακή σχετικά

βελτίωση της ποιότητας της ΕΔ στην Ελλάδα (από τις προγενέστερες μελέτες). Τέλος, με τη χρήση της ανάλυσης παλινδρόμησης, διαπιστώθηκε η συσχέτιση της ποιότητας με μια σειρά μεταβλητών, που συνδέονται με την αποδοτικότητα, την οργανωσιακή – διοικητική δομή και το μέγεθος της εταιρείας.

Η συμβολή της παρούσας έρευνας έγκειται στη διαμόρφωση ενός μεθοδολογικού πλαισίου, για τη δημιουργία δεικτών αξιολόγησης της ΕΔ και στην παροχή κατεύθυνσης σε νομοθετικούς, ρυθμιστικούς και εποπτικούς φορείς, για την προώθηση μιας συντονισμένης στρατηγικής ενίσχυσης της ποιότητάς της.

Λέξεις Κλειδιά: Αξιολόγηση ΕΔ, Αναλυτική Ιεραρχική Προσέγγιση, Τροποποιημένη Δελφική Μέθοδος, Κλασική Θεωρία Μέτρησης

Abstract

Corporate Governance (CG) constitutes a particularly endearing field of research that has emerged in the recent years due to the financial scandals, mismanagement and distortion of the market. Consequently, a need for the application of practices has been formed not only on a business level, but also on a governance level, so as to a proper cooperation among the state, businesses and stakeholders be feasible.

For this purpose, this particular dissertation attempts to study the system of CG, and in particular the Greek one, in order to identify the mechanisms that contribute to the settlement of the controversial confrontation between small and executive shareholders and formulate the appropriate practices that optimize the quality of CG.

Through extensive literature review, the concept of CG is analyzed for listed companies, as well as for public utilities and public entities by notifying the commonalities and differences in the way that the aforementioned are organized and operated. More specifically, theories and systems of CG are gathered and the Greek characteristics are analyzed, for the formation of a theoretical framework. Empirical research of the internal and external structures of CG is examined and the mechanisms that may contribute more to mitigate the problem between principal and agent are highlighted. On top of that, commercial and academic indices are collected, and the advantages, disadvantages and limitations related to these indices are detected, so as to form a proper assessment method to evaluate the quality of CG in Greece.

Following this procedure, a diversification in the systems of CG not only among different countries, but also among business stakeholders, as also a lack of appropriate theory for the formation of an assessment method of evaluation were found. These constraints have introduced the use of a combination of methodologies so as to combat this problem and support decision making by integrating three tools: (i) The Modified Delphi Technique (ii) The Classical Test Theory and (iii) The Analytic Hierarchy Process. The findings of the application of the aforementioned methodologies have confirmed, on the one hand the existence of consensus between academics and practitioners regarding the importance of the mechanisms of CG and on the other hand the relatively marginal improvement of the quality of CG in Greece (compared with previous studies). Finally, with the use of regression analysis, the

correlation among quality and a variety of other factors, related to the corporate effectiveness, organizational- administrative structure and company size, was noted.

The contribution of this particular research lies in the formation of a methodological framework for the development of evaluation indices of CG and the guidance for legislative, regulatory and supervisory bodies towards the promotion of a coordinated strategy that enhances the quality of CG.

Key words: CG evaluation, Analytic Hierarchy Process, Modified Delphi Technique, Classical Test Theory

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	1
1.1 Εισαγωγή	2
1.2 Το ερευνητικό ερέθισμα του θέματος της εταιρικής διακυβέρνησης	3
1.3 Οφέλη Αξιολόγησης της ποιότητας της ΕΔ	5
1.4 Αντικείμενο και πεδίο έρευνας	6
1.5 Εντοπισμός του προβλήματος	7
1.6 Στόχοι διατριβής	9
1.7 Συνεισφορά Διατριβής	9
1.8 Ερευνητικές εργασίες	10
1.9 Δομή διατριβής	12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	15
2.1 Εισαγωγή	16
2.2 Ο διαχωρισμός της εταιρικής διακυβέρνησης και του μάνατζμεντ	20
2.3 Υπό στενή έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης	23
2.4 Υπό ευρεία έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης	25
2.5 Θεωρίες εταιρικής διακυβέρνησης	27
2.5.1 Θεωρία διαχείρισης (Stewardship Theory)	28
2.5.2 Θεωρία αντιπροσώπευσης (Agency Theory)	31
2.5.2.1 Συγκρούσεις μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών	33
2.5.2.2 Συγκρούσεις μεταξύ μετόχων και πιστωτών	34
2.5.2.3 Συγκρούσεις μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων	35
2.5.3 Θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών (Stakeholder theory)	36
2.5.4 Θεωρία οικονομικών συναλλαγών (Transaction cost economics, TCE)	37
2.6 Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης διεθνώς	38
2.6.1 Εισαγωγή	38
2.6.2 Εξωτερικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης	41
2.6.3 Εσωτερικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης	43
2.7 Ανάλυση του συστήματος κάθε χώρας	45
2.7.1 Εισαγωγή	45
2.7.2 Μοντέλο των Η.Π.Α.	46
2.7.3 Μοντέλο του Ηνωμένου Βασιλείου	48
2.7.4 Μοντέλο της Γερμανίας	50

2.7.5 Μοντέλο της Ιαπωνίας	52
2.7.6 Μοντέλο της Ελλάδας	54
2.8 Συμπεράσματα	59
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	61
3.1 Εισαγωγή	62
3.2 Μέρος Α – Η εταιρική διακυβέρνηση στις δημόσιες επιχειρήσεις	65
3.2.1 Εισαγωγή	65
3.2.2 Η έννοια των δημοσίων επιχειρήσεων	66
3.2.3 Οι μορφές των δημοσίων επιχειρήσεων και η διοικητική τους οργάνωση	67
3.2.4 Η σημασία των Δ.Ε.ΚΟ. και η διαφοροποίηση στη διακυβέρνηση από τις ιδιωτικές επιχειρήσεις	68
3.2.4.1 Κύρια σημεία διαφοροποίησης	68
3.2.4.2 Η ελλειμματική τους φύση	71
3.2.5 Βασικοί τύποι οργάνωσης των δημοσίων επιχειρήσεων στα κράτη μέλη του Ο.Ο.Σ.Α.	77
3.2.6 Αποδοτικότητα των δημοσίων επιχειρήσεων	79
3.2.6.1 Εργαλεία για τη βελτίωση της αποδοτικότητας των δημοσίων επιχειρήσεων	79
3.2.6.2 Ο κώδικας βέλτιστων πρακτικών του Ο.Ο.Σ.Α.	81
3.3 Μέρος Β – Η εταιρική διακυβέρνηση στην δημόσια διοίκηση	82
3.3.1 Εισαγωγή	82
3.3.2 Εισαγωγικές έννοιες	84
3.3.2.1 Η έννοια του «πολίτη-πελάτη»	84
3.3.2.2 Τα συστήματα διοικητικής οργάνωσης	85
3.3.3 Δημόσιο μανάτζμεντ	86
3.3.4 Το Νέο Δημόσιο Μανάτζμεντ (ΝΔΜ)	89
3.3.5 Από το δημόσιο μανάτζμεντ και το ΝΔΜ στην εποχή της διακυβέρνησης	92
3.3.6 Η εταιρική διακυβέρνηση στον στενό δημόσιο τομέα	95
3.4 Προοπτικές για την ΕΔ στον δημόσιο τομέα	100
3.5 Συμπεράσματα	102
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	103
4.1 Εισαγωγή	104
4.2 Στόχοι της εταιρικής διακυβέρνησης	109
4.3 Ανάλυση των δομών εταιρικής διακυβέρνησης	110

4.3.1 Το Διοικητικό Συμβούλιο (εσωτερικός μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης)	110
4.3.1.1 Διάκριση εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ.	123
4.3.1.1.1 Εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου (διευθυντικά στελέχη)	124
4.3.1.1.2 Μη εκτελεστικά – ανεξάρτητα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου	125
4.3.2 Εσωτερικός έλεγχος	129
4.3.2.1 Επιτροπή ελέγχου (audit committee)	130
4.3.3 Άλλες υπό-επιτροπές του Διοικητικού Συμβουλίου	133
4.3.3.1 Επιτροπή ανάδειξης υποψηφιοτήτων (nominating committee)	133
4.3.3.2 Επιτροπή καθορισμού αποδοχών (remuneration or compensation committee)	135
4.3.4 Διάφορες άλλες επιτροπές	137
4.3.4.1 Επιτροπή διαχείρισης κινδύνων (Risk Committee)	138
4.3.4.2 Επιτροπή διακυβέρνησης/ στρατηγικής (Governance/ Strategic Committee)	139
4.3.4.3 Επιτροπή δεοντολογίας (Ethics committee)	140
4.3.4.4 Εκτελεστική επιτροπή (Executive Committee)	142
4.3.5 Η ιδιοκτησιακή δομή (εσωτερικός μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης)	142
4.3.6 Η αγορά εταιρικού ελέγχου (εξωτερικός μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης)	144
4.3.7 Η αγορά προϊόντος (εξωτερικός μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης)	146
4.3.8 Το νομικό σύστημα (εξωτερικός μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης)	147
4.3.9 Η αγορά εργασίας στελεχών (εξωτερικός μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης)	150
4.4 Συμπεράσματα	151
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	153
5.1 Εισαγωγή	154
5.2 Εμπορικοί και ακαδημαϊκοί δείκτες αξιολόγησης της ΕΔ	155
5.2.1 Εισαγωγή	155
5.2.2 Εμπορικοί δείκτες	156
5.2.2.1 Governance Metrics International (GMI)	156
5.2.2.2 Risk Metrics /Institutional Shareholder Services (ISS)	157

5.2.2.2.1 Corporate Governance Quotient (CGQ)	157
5.2.2.2.2 Governance Risk Indicators (GRId)	158
5.2.2.3 Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA)	159
5.2.2.4 Standard and Poor's (S&P)	160
5.2.2.5 Πλεονεκτήματα, μειονεκτήματα και περιορισμοί των εμπορικών δεικτών	161
5.2.3 Ακαδημαϊκοί δείκτες ΕΔ	162
5.2.3.1 Παράθεση ακαδημαϊκών δεικτών	163
5.2.3.2 Πλεονεκτήματα, μειονεκτήματα και περιορισμοί των ακαδημαϊκών δεικτών	171
5.3 Εμπειρικές έρευνες	176
5.4 Κυριότερα μεθοδολογικά προβλήματα – Ερωτήματα που χρήζουν διερεύνησης	181
5.4.1 Έλλειψη σύνδεσης μεταξύ δεικτών ΕΔ και συστημάτων που εξετάζουν	181
5.4.2 Έλλειψη θεωρητικού πλαισίου «δημιουργίας» δεικτών ΕΔ	183
5.4.3 Έλλειψη «διαφάνειας», ως προς τη στάθμιση των κριτηρίων και υποκριτηρίων	185
5.4.4 Ανάγκη ενσωμάτωσης ενός εργαλείου για την ανάλυση των ερωτημάτων	187
5.5 Συμπεράσματα	188
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6	189
6.1 Εισαγωγή	190
6.2 Αντιμετώπιση πρώτου μεθοδολογικού προβλήματος	190
6.2.1 Μεθοδολογία Delphi	190
6.2.2 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της μεθόδου Delphi	193
6.3 Αντιμετώπιση δεύτερου μεθοδολογικού προβλήματος	194
6.3.1 Κλασική Θεωρία Μέτρησης (CTT)	194
6.3.1.1. Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της Κλασικής Θεωρίας Μέτρησης	196
6.3.2 Θεωρία Απόκρισης Ερωτήματος (IRT)	197
6.3.2.1 Μονοδιάστατη θεωρία απόκρισης ερωτήματος (Unidimensional IRT): λογιστικό μοντέλο μίας παραμέτρου για δυαδικά δεδομένα	199
6.3.2.2 Μονοδιάστατη θεωρία απόκρισης ερωτήματος (Unidimensional IRT): λογιστικό μοντέλο δύο και τριών παραμέτρων για δυαδικά δεδομένα	201
6.3.2.3 Πολυδιάστατη Θεωρία Απόκρισης Ερωτήματος (MIRT – Multidimensional Item Response Theory)	202

6.3.2.4 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της Θεωρίας Απόκρισης Ερωτήματος	203
6.3.3 Παραγοντική Ανάλυση	205
6.3.3.1 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της Παραγοντικής Ανάλυσης	206
6.4 Αντιμετώπιση τρίτου μεθοδολογικού προβλήματος	208
6.4.1 Άμεση στάθμιση	208
6.4.2 Μεθοδολογία Delphi	210
6.4.3 Μέθοδος παιγνίων	210
6.4.4 Μέθοδος Παλινδρόμησης	210
6.4.5 Μεθοδολογία Αναλυτικής Ιεραρχικής Προσέγγισης	211
6.4.5.1 Αρχές, Παραδοχές και Αξιώματα της Αναλυτικής Ιεραρχικής Προσέγγισης	214
6.4.5.2 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της Αναλυτικής Ιεραρχικής Προσέγγισης	217
6.5 Επιλογή καταλληλότερων μεθόδων για την αξιολόγηση της ποιότητας της ΕΔ	219
6.6 Συμπεράσματα	220
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7	223
7.1 Εισαγωγή	224
7.2 Σκοπός της έρευνας	224
7.3 Μεθοδολογία	225
7.4 Σχεδιασμός της έρευνας	227
7.4.1 Στάδιο δημιουργίας ιεραρχικής δομής	228
7.4.1.1 Βήμα 1 ^ο : Τροποποιημένη Δελφική	228
7.4.1.1.1 Πληθυσμός και δείγμα	228
7.4.1.1.2 Μέγεθος του δείγματος	229
7.4.1.1.3 Κριτήρια Επιλογής	230
7.4.1.1.4 Επεξεργασία δεδομένων	232
7.4.1.2 Βήμα 2 ^ο : Ανάλυση μεταβλητών σε συνδυασμό με την Κλασική Θεωρία Μέτρησης	234
7.4.1.2.1 Αντικείμενο της ανάλυσης μεταβλητών	234
7.4.1.2.2 Διαδικασία διαμόρφωσης ιεραρχικού μοντέλου	235
7.4.1.3 Βήμα 3 ^ο : Αναλυτική Ιεραρχική Προσέγγιση	236
7.4.1.3.1 Μέγεθος δείγματος	237
7.4.1.3.2 Προσδιορισμός σχετικών προτεραιοτήτων (σχετικών βαρών)	239

7.5 Συμπεράσματα	243
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8	245
8.1 Εισαγωγή	246
8.2 Υλοποίηση της Τροποποιημένης Δελφικής Μεθόδου	246
8.3 Υλοποίηση Κλασικής Θεωρίας Μέτρησης	251
8.4 Υλοποίηση Μεθόδου Αναλυτικής Ιεραρχικής Προσέγγισης	255
8.5 Δείκτης ποιότητας ΕΔ	260
8.6 Συμπεράσματα	262
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9	265
9.1 Εισαγωγή	266
9.2 Τμήμα Α	267
9.2.1 Εισαγωγή	267
9.2.2 Μέγεθος και Σύνθεση	268
9.2.3 Συμμόρφωση των Εταιρειών με την Ελληνική Νομοθεσία, τον κώδικα του ΣΕΒ και τον Combined Code	270
9.3 Τμήμα Β	274
9.3.1 Εισαγωγή	274
9.3.2 Ανάλυση ανά κεφαλαιοποίηση	275
9.3.3 Διακλαδική Ανάλυση	281
9.3.4 Ανάλυση ανά ιδιοκτησιακή δομή	289
9.4 Συμπεράσματα	295
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10	297
10.1 Εισαγωγή	298
10.2 Επιλογή Μεταβλητών	298
10.3 Μεθοδολογία	302
10.3.1 Μοντέλο Παλινδρόμησης	303
10.3.2 Προϋποθέσεις γραμμικής παλινδρόμησης	307
10.4 Συμπεράσματα	311
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11	313
11.1 Εισαγωγή	314
11.2 Προτάσεις μεταρρυθμίσεων σε επίπεδο επιχειρήσεων, επενδυτών και πολιτικής	317
11.3 Περιορισμοί της έρευνας	319
11.4 Προτάσεις για μελλοντική έρευνα	320

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

321

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

381

[Η σελίδα αυτή είναι λευκή σκοπίμως]

ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ

Συντομογραφία	Πλήρης Ερμηνεία
ΔΕ	Δημόσια Επιχείρηση
Δ.Ε.Κ.Ο.	Δημόσιες Επιχειρήσεις και Οργανισμοί
Δ.Σ.	Διοικητικό Συμβούλιο
Δ.Ε.Σ.Β.Α.	Διεθνές Επιχειρηματικό Συμβούλιο για τη Βιώσιμη Ανάπτυξη
E.E.	Ευρωπαϊκή Ένωση
EKE	Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη
H.B.	Ηνωμένο Βασίλειο
H.Π.Α.	Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής
ΚΠΑ	Καθαρή Παρούσα Αξία
M.K.O.	Μη Κυβερνητικός Οργανισμός
M.M.E.	Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης
v.	Νόμος
NΔM	Νέο Δημόσιο Μάνατζμεντ
N.Π.Δ.Δ.	Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου Δικαίου
N.Π.Ι.Δ.	Νομικά Πρόσωπα Ιδιωτικού Δικαίου
NXΔ	Νέα Χρηματοοικονομική Διοίκηση
O.O.Σ.Α.	Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης
O.T.A.	Οργανισμός Τοπικής Αυτοδιοίκησης
ΣΕΒ	Σύλλογος Ελλήνων Βιομηχάνων
ΣΕΔ	Σύλλογος Επενδυτών & Διαδικτύου
X.A.A.	Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών
AGR	Audit Integrity's Accounting and Governance Risk
ALI	American Law Institute
calPERS	California Public Employees' Retirement System
CBI	Confederation of British Industry
CEO	Chief Executive Officer
CFA Center	Center for Financial Market Integrity
CG	Corporate Governance
CGI	Corporate Governance Index
CGQ	Corporate Governance Quotient
CGR	Corporate Governance Rating
CGS	Corporate Governance Score
CII	Council of Institutional Investors
CSR	Corporate Social Responsibility
ECGI	European Corporate Governance Institute
GDP	Gross Domestic Product
GMI	Governance Metrics International
GRId	Governance Risk Indicators

HSCCI	Hang Seng China-Affiliated Corporate Index
HSCEI	Hang Seng China Enterprise Index
HSHKCI	Hang Seng Hong Kong Composite Index
HIS	Hang Seng Index
IRRC	Investor Responsibility Research Center
ISS	Institutional Shareholder Services
NACD	National Association of Corporate Directors
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
PCAOB	Public Company Accounting Oversight Boards
ROA	Return on Assets
SOEs	State Owned Enterprises
S&P	Standard & Poor's
TCE	Transaction Cost Economics
TCL	Corporate library's ratings
TIAA-CREF	Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΩΝ ΟΡΩΝ

Ξενόγλωσσος όρος	Ελληνική απόδοση
Agency	Αντιπροσώπευση
Agency cost	Κόστος αντιπροσώπευσης
Agency theory	Θεωρία αντιπροσώπευσης
Agent	Αντιπρόσωπος
ALI	Ινστιτούτο Αμερικανικού Δικαίου
Audit committee	Επιτροπή ελέγχου
Board of directors	Διοικητικό συμβούλιο
Business roundtable	Σύνδεσμος επιχειρήσεων στρογγυλής τραπέζης
CalPERS	Συνταξιοδοτικό ταμείο δημοσίων υπαλλήλων της Καλιφόρνια
CFA center	Κέντρο για την ακεραιότητα της χρηματοπιστωτικής αγοράς
Chief executive officer	Διευθύνοντας σύμβουλος
Civil law	Κανονιστικό ή Αστικό δίκαιο
CII	Συμβούλιο των Θεσμικών Επενδυτών
Code of Best Practice	Κώδικας Βέλτιστης Συμπεριφοράς
Code of Best Practice on Director's remuneration	Κώδικας Βέλτιστης Συμπεριφοράς για την ανταμοιβή των Διευθυντικών στελεχών
Common law	Κοινοδίκαιο ή Εθιμικό δίκαιο
Corporate Governance	Εταιρική Διακυβέρνηση
ECGI	Ευρωπαϊκό Ινστιτούτο Εταιρικής Διακυβέρνησης
Ethics committee	Επιτροπή δεοντολογίας
Executive committee	Εκτελεστική επιτροπή
Governance/ Strategic committee	Επιτροπή διακυβέρνησης/ Στρατηγικής
Management	Διεύθυνση – Διαχείριση
Manager	Διευθυντής – Διαχειριστής
Market for corporate control	Αγορά εταιρικού ελέγχου
NACD	Εθνικός Οργανισμός Μελών Δ.Σ.
National Association of Corporate Governance Directors	Εθνικός Σύνδεσμος Εταιρικών Μελών Δ.Σ.
Nomination committee	Επιτροπή ανάδειξης υποψηφιοτήτων
NYSE	Χρηματιστήριο Νέας Υόρκης
Opinion survey	Δημοσκόπηση
Outsiders	Άτομα εκτός της εταιρείας
PCAOB, Public Company Accounting Oversight Board	Συμβούλιο Εποπτείας Ελεγκτών Εισηγμένων Επιχειρήσεων
Premium	Ειδική αμοιβή, ασφάλιστρο
Principal	Εντολέας
Remuneration or Compensation	Επιτροπή αμοιβών

committee	
Risk committee	Επιτροπή διαχείρισης κινδύνων
Shareholder	Μέτοχος
SOEs	Δημόσιες Επιχειρήσεις
Stakeholder	Ενδιαφερόμενο μέρος
Stock options	Δικαιώματα προαίρεσης

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 2.1	Σύγκριση θεωρίας αντιπροσώπευσης και θεωρία διαχείρισης	30
Πίνακας 2.2	Σύγκριση εξωτερικών και εσωτερικών συστημάτων ΕΔ	44
Πίνακας 2.3	Χρονολογική σειρά της ΕΔ στην Ελλάδα	57
Πίνακας 3.1	Παράγοντες που επιβάλλουν την αλλαγή στον δημόσιο τομέα	64
Πίνακας 3.2	Διαφορές στη διακυβέρνηση επιχειρήσεων μεταξύ ιδιωτικού και δημόσιου τομέα	69
Πίνακας 3.3	Καθαρά αποτελέσματα (προ φόρων) μη εισηγμένων Δ.Ε.Κ.Ο.	73
Πίνακας 3.4	Καθαρά αποτελέσματα (προ φόρων) Δ.Ε.Κ.Ο. εισηγμένων στο Χ.Α.Α.	76
Πίνακας 3.5	Αναλυτικές διαφορές μεταξύ δημόσιας γραφειοκρατίας και δημόσιου μάνατζμεντ	87
Πίνακας 3.6	Χαρακτηριστικά του Νέου Δημόσιου Μάνατζμεντ	91
Πίνακας 3.7	Χαρακτηριστικά που διαφοροποιούν το φιλανθρωπικό από το εταιρικό μοντέλο	99
Πίνακας 4.1	Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών όσον αφορά τη συμβολή της εκπροσώπησης των εργαζομένων στο Δ.Σ.	113
Πίνακας 4.2	Συμμετοχή γυναικών στα Δ.Σ. διαφόρων Ευρωπαϊκών χωρών	115
Πίνακας 4.3	Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών όσον αφορά τη συμμετοχή των γυναικών στο Δ.Σ.	116
Πίνακας 4.4	Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών όσον αφορά τη σχέση μεταξύ της απόδοσης της εταιρείας και του μεγέθους του Δ.Σ.	119
Πίνακας 4.5	Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών περί διαχωρισμού θέσης προέδρου και διευθύνοντος συμβούλου	122
Πίνακας 4.6	Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών σχετικά με τη σύνθεση του Δ.Σ.	128
Πίνακας 4.7	Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών σχετικά με την επιτροπή ελέγχου	133
Πίνακας 4.8	Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών σχετικά με την επιτροπή ανάδειξης υποψηφιοτήτων	135
Πίνακας 5.1	Εμπορικοί και ακαδημαϊκοί δείκτες ΕΔ	173
Πίνακας 5.2	Εμπειρικές μελέτες ΕΔ και σύνδεση με εταιρική απόδοση	179
Πίνακας 6.1	Εννιαβάθμια αριθμητική κλίμακα και λεκτική επεξήγηση για ποσοτική σύγκριση των επιλογών	213
Πίνακας 7.1	Κριτήρια επιλογής υποψηφίων για συμμετοχή στην Τροποποιημένη Δελφική Μέθοδο	232
Πίνακας 8.1	Αποτελέσματα Τροποποιημένης Δελφικής Μεθόδου	248
Πίνακας 8.2	Αποτελέσματα συναίνεσης κριτηρίων αξιολόγησης ΕΔ	249

Πίνακας 8.3	Απαντήσεις ερωτήσεων γενικού περιεχομένου κατά το στάδιο της Τροποποιημένης Δελφικής Μεθόδου	250
Πίνακας 8.4	Ανάλυση αξιοπιστίας κριτηρίου «Δομής Δ.Σ.»	252
Πίνακας 8.5	Ανάλυση αξιοπιστίας κριτηρίου «Εσωτερικού Ελέγχου»	253
Πίνακας 8.6	Ανάλυση αξιοπιστίας κριτηρίου «Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων»	253
Πίνακας 8.7	Ανάλυση αξιοπιστίας κριτηρίου «Δημοσιοποίησης Πληροφοριών»	253
Πίνακας 8.8	Ανάλυση αξιοπιστίας κριτηρίου «Πολιτικής Αμοιβών μελών Δ.Σ.»	254
Πίνακας 8.9	Βαθμός δυσκολίας κριτηρίων	255
Πίνακας 8.10	Σταθμίσεις κριτηρίων και υποκριτηρίων	258
Πίνακας 8.11	Ιεράρχηση υποκριτηρίων σε σχέση με τον στόχο της αξιολόγησης της ΕΔ	259
Πίνακας 8.12	Σύνθεση δείκτη αξιολόγησης της ποιότητας της ΕΔ	261
Πίνακας 9.1	Περιγραφή μεγέθους και σύνθεσης Δ.Σ. ανά κεφαλαιοποίηση	269
Πίνακας 9.2	Συμμόρφωση εταιρειών με νόμο και κώδικες (ανά κεφαλαιοποίηση)	271
Πίνακας 9.3	Συμμόρφωση εταιρειών βάσει κριτηρίου «Δομής Δ.Σ.» (ανά κεφαλαιοποίηση)	271
Πίνακας 9.4	Συμμόρφωση εταιρειών βάσει κριτηρίου «Εσωτερικού Ελέγχου» (ανά κεφαλαιοποίηση)	272
Πίνακας 9.5	Συμμόρφωση εταιρειών βάσει κριτηρίου «Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων» (ανά κεφαλαιοποίηση)	272
Πίνακας 9.6	Συμμόρφωση εταιρειών βάσει κριτηρίου «Δημοσιοποίησης Πληροφοριών» (ανά κεφαλαιοποίηση)	273
Πίνακας 9.7	Συμμόρφωση εταιρειών βάσει κριτηρίου «Πολιτικής Αμοιβών μελών Δ.Σ.» (ανά κεφαλαιοποίηση)	273
Πίνακας 9.8	Αξιολόγηση ΕΔ ανά κεφαλαιοποίηση	275
Πίνακας 9.9	Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Δομής Δ.Σ.» (ανά κεφαλαιοποίηση)	276
Πίνακας 9.10	Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Εσωτερικού Ελέγχου» (ανά κεφαλαιοποίηση)	277
Πίνακας 9.11	Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων» (ανά κεφαλαιοποίηση)	277
Πίνακας 9.12	Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Δημοσιοποίησης Πληροφοριών» (ανά κεφαλαιοποίηση)	278
Πίνακας 9.13	Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Πολιτικής Αμοιβών μελών Δ.Σ.» (ανά κεφαλαιοποίηση)	279
Πίνακας 9.14	Αποτελέσματα t-ελέγχου για ισότητα μέσου όρου δείκτη	280

	GCGI ^{PA}	
Πίνακας 9.15	Αξιολόγηση ΕΔ ανά κλάδο	282
Πίνακας 9.16	Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Δομής Δ.Σ.» (ανά κλάδο)	283
Πίνακας 9.17	Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Εσωτερικού Ελέγχου» (ανά κλάδο)	284
Πίνακας 9.18	Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων» (ανά κλάδο)	285
Πίνακας 9.19	Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Δημοσιοποίησης Πληροφοριών» (ανά κλάδο)	286
Πίνακας 9.20	Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Πολιτικής Αμοιβών μελών Δ.Σ.» (ανά κλάδο)	287
Πίνακας 9.21	Αποτελέσματα t-ελέγχου για ισότητα μέσου όρου δείκτη GCGI ^{PA}	289
Πίνακας 9.22	Αξιολόγηση ΕΔ ανά ιδιοκτησιακή δομή	290
Πίνακας 9.23	Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Δομής Δ.Σ.» (ανά ιδιοκτησιακή δομή)	291
Πίνακας 9.24	Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Εσωτερικού Ελέγχου» (ανά ιδιοκτησιακή δομή)	291
Πίνακας 9.25	Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων» (ανά ιδιοκτησιακή δομή)	292
Πίνακας 9.26	Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Δημοσιοποίησης Πληροφοριών» (ανά ιδιοκτησιακή δομή)	293
Πίνακας 9.27	Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Πολιτικής Αμοιβών μελών Δ.Σ.» (ανά ιδιοκτησιακή δομή)	293
Πίνακας 9.28	Αποτελέσματα t-ελέγχου για ισότητα μέσου όρου δείκτη GCGI ^{PA}	294
Πίνακας 10.1	Μεταβλητές παλινδρόμησης	300
Πίνακας 10.2	Στατιστικά στοιχεία μεταβλητών (N=156)	301
Πίνακας 10.3	Αποτελέσματα παλινδρόμησης	304
Πίνακας 10.4	Συσχετίσεις μεταβλητών	306
Πίνακας 10.5	Αποτελέσματα ελέγχων προϋποθέσεων γραμμικής παλινδρόμησης	307

[Η σελίδα αυτή είναι λευκή σκοπίμως]

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΣΧΗΜΑΤΩΝ

Σχήμα 1.1	Δομή διατριβής	14
Σχήμα 2.1	Η πυραμίδα του μανάτζμεντ	21
Σχήμα 2.2	Ο διαχωρισμός της ΕΔ και του μανάτζμεντ	22
Σχήμα 3.1	Σύγκριση ιδιωτικών και δημοσίων επιχειρήσεων	71
Σχήμα 3.2	Τύποι οργανώσεων των ΔΕ στα κράτη μέλη του Ο.Ο.Σ.Α.	78
Σχήμα 3.3	Η σύνθεση της έννοιας της διακυβέρνησης	94
Σχήμα 4.1	Οι δομές ΕΔ σε μια εταιρεία	106
Σχήμα 6.1	Καμπύλη χαρακτηριστικών (Item Characteristic Curve - ICC)	199
Σχήμα 6.2	Καμπύλη χαρακτηριστικών λογιστικού μοντέλου μιας παραμέτρου (IPL)	200
Σχήμα 6.3	Ιεραρχία τριών επιπέδων	212
Σχήμα 6.4	Μορφή κλίμακας διμερών συγκρίσεων	212
Σχήμα 6.5	Τυχαίος δείκτης RI	214
Σχήμα 6.6	Προτεινόμενη μεθοδολογία	220
Σχήμα 7.1	Στάδια διαμόρφωσης ιεραρχικού μοντέλου	227
Σχήμα 8.1	Υλοποίηση μεθοδολογίας	263
Σχήμα 9.1	Δείκτης ποιότητας ΕΔ ανά κεφαλαιοποίηση	279
Σχήμα 9.2	Δείκτης ποιότητας ΕΔ για χρηματοοικ. και μη-χρηματοοικ. Εταιρείες	288
Σχήμα 9.3	Δείκτης ποιότητας ΕΔ για οικογεν. και μη-οικογεν. εταιρείες	294
Σχήμα 10.1	Ιστόγραμμα τυποποιημένων καταλοίπων	308
Σχήμα 10.2	Normal P-P Plot τυποποιημένων καταλοίπων	308
Σχήμα 10.3	Γραφική απεικόνιση ελέγχου ομοσκεδαστικότητας	310

[Η σελίδα αυτή είναι λευκή σκοπίμως]

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΟ ΘΕΜΑ ΤΗΣ ΔΙΔΑΚΤΟΡΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ

Το κεφάλαιο αυτό αναφέρεται στο ερευνητικό ερέθισμα του συγγραφέα, για την ενασχόληση με το γνωστικό πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης και αναπτύσσει τους στόχους, τη συνεισφορά και τη δομή της διδακτορικής διατριβής.

1.1 Εισαγωγή

Η Εταιρική Διακυβέρνηση (εφεξής, ΕΔ) αποτελεί ένα νέο και ταχέως αναπτυσσόμενο γνωστικό πεδίο, που πρωταγωνιστεί τις τελευταίες δεκαετίες και ανταγωνίζεται επάξια το άλλοτε κυρίαρχο μάνατζμεντ. Ως έννοια, προσεγγίζεται πρακτικά και επιστημονικά από διαφορετικούς κλάδους (π.χ. λογιστική, χρηματοοικονομική, διοίκηση επιχειρήσεων κ.ο.κ.) και διαμορφώνεται μέσω μιας ποικιλίας θεωριών¹, που συμβάλλουν στην εξέλιξή της· με επικρατέστερη αυτή της αντιπροσώπευσης² (Hawley and Williams, 1996, 2000· Shleifer and Vishny, 1997· Solomon and Solomon, 1999· Mallin, 2010).

Ωστόσο, ορισμένες θεωρίες μπορεί να είναι καταλληλότερες ή πιο σχετικές με κάποιες χώρες, αλλά και σημαντικότερες σε διαφορετικές χρονικές στιγμές, ανάλογα με το στάδιο που βρίσκεται μια μεμονωμένη χώρα ή ομάδα χωρών. Συνεπώς, αναδεικνύεται και η διαφορετικότητα του συστήματος της ΕΔ της εκάστοτε χώρας· ενός συστήματος που επηρεάζεται άμεσα από τις ιστορικές της καταβολές, την κουλτούρα και τις αξίες της, καθώς επίσης και από το στάδιο ανάπτυξής της (Naciri, 2008).

Υπό τον όρο αυτό, τίθεται μια σειρά ερωτημάτων, που αποτέλεσαν το εναρκτήριο λάκτισμα για τη συγκεκριμένη μελέτη και αποτυπώνονται μέσω της διερεύνησης της γενεσιουργού αιτίας ενασχόλησης με το εν λόγω αντικείμενο, αναδεικνύοντας συνάμα και τη συμβολή της ΕΔ, από πλευράς εφαρμογής. Εντούτοις, οι απαντήσεις στα δύο αυτά καίρια ζητήματα προσεγγίζονται, εν μέρει, στην ενότητα που ακολουθεί και στη συνέχεια διαμέσου του εντοπισμού του προβλήματος και της αναγνώρισης των ωφελειών που παράγονται από την αξιολόγηση της ΕΔ.

¹ Όπως: i) η θεωρία διαχείρισης, ii) η θεωρία αντιπροσώπευσης, iii) η θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών, iv) η θεωρία των οικονομικών συναλλαγών, v) η θεωρία εξάρτησης των πόρων, vi) η θεωρία σημάτων και vii) η θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης.

² Η θεωρία της αντιπροσώπευσης είναι η πλέον διαδεδομένη και ισχυρότερη ακαδημαϊκά, καθώς έχει χρησιμοποιηθεί σε ποικίλα επιστημονικά πεδία, όπως λόγω της λογιστικής (π.χ. Demski and Feltham, 1978), των οικονομικών (π.χ. Spence and Zeckhauser, 1971), της χρηματοοικονομικής (π.χ. Fama, 1980), του μάρκετινγκ (π.χ. Basu, et al., 1985), των πολιτικών επιστημών (π.χ. Mitnick, 1986), της οργανωσιακής θεωρίας (π.χ. Eisenhardt, 1985, 1988· Kosnik, 1987) και της κοινωνιολογίας (π.χ. Eccles, 1985· White, 1985) (Eisenhardt, 1989: 57). Ωστόσο, όμως, ως θεωρία δεν είναι στατική, καθώς εξελίσσεται διαρκώς, σύμφωνα με τη σχολή σκέψης από την οποία πηγάζει.

1.2 Το ερευνητικό ερέθισμα του θέματος της εταιρικής διακυβέρνησης

Σταθμός ορόσημο και ουσιαστικό ερέθισμα, για την περαιτέρω μελέτη της επιστήμης της ΕΔ, υπήρξε η άμεση επαφή με το αντικείμενο, μέσω του μεταπτυχιακού προγράμματος της Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής, του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών και δη του μαθήματος των «Αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης» και της εκπόνησης της διπλωματικής μου εργασίας, που παρείχαν το έναυσμα για την έναρξη της ερευνητικής μου δραστηριότητας³. Συγκεκριμένα, το ισχυρό αυτό κίνητρο σηματοδότησε την επιστημονική μου προσέγγιση και εμπάθυνση σε ένα αντικείμενο, που – κατά την ταπεινή μου άποψη – προσέλκυε, προσελκύει και θα συνεχίσει να προσελκύει όλο και περισσότερο «ερευνητικά» κόσμο.

Το ιδιαίτερο ενδιαφέρον, ωστόσο, προέρχεται από την έλλειψη επαρκών μηχανισμών, εργαλείων και θεσμικών πλαισίων και την ανάγκη για την αντιμετώπιση των εταιρικών σκανδάλων, κακοδιαχειρίσεων και νοθεύσεων της αγοράς.

Ειδικότερα, ανακαλώντας της μνήμες του παρελθόντος, από την οικονομική κρίση του 1929 και την πρόσφατη του 2007, αντιλαμβανόμαστε ότι μία μονοδιάστατη προσέγγιση δεν εξυπηρετεί και δεν είναι ικανή να αντιμετωπίσει οποιοδήποτε διαχρονικό πρόβλημα σε βάθος⁴. Πράγματι, η πλειονότητα των σύγχρονων οικονομολόγων συγκλίνουν στην ίδια άποψη, που θα μπορούσε να αποτυπωθεί στο γεγονός ότι «η οικονομία είναι θεμελιακά περισσότερο διαφορετική, ακόμη και από το πιο περίπλοκο μηχανήμα». Κατά αυτόν τον τρόπο, συνάγεται ότι εξίσου σύνθετη είναι και η διακυβέρνηση των εταιρειών, καθώς περιβάλλεται από ανθρώπους και συσχετίζεται με ένα σύνολο διαφορετικών, μεταξύ τους, εταιρειών (Blanchard, 2012: 607).

Η ιδέα αυτή, όπως αποτυπώνεται στα ιστορικά χρόνια πριν την κρίση του 1929, απεικονίζεται στο πρόσωπο του οικονομολόγου Irving Fisher. Μετέπειτα, συναντάται τη δεκαετία του 1990, όπου η θεωρία της «αυτορρύθμισης» της αγοράς βρίσκεται και

³ Για περισσότερα, βλ. Leledakis, Kontopoulou και Nerantzidis (2008, 2009a,b), Λελεδάκης, et al. (2010).

⁴ Για παράδειγμα, μέχρι πριν 30 χρόνια, η μακροοικονομική πολιτική εστίαζε αποκλειστικά σε «κλασικά» μακροοικονομικά υποδείγματα, για τον έλεγχο των επιπτώσεων των μακροοικονομικών πολιτικών. Αντίθετα, η σύγχρονη μακροοικονομική ανάλυση λαμβάνει υπόψη της τη θεωρία παιγνίων, για τη διαμόρφωση των αντίστοιχων στρατηγικών αλληλεπιδράσεων μεταξύ «παικτών» και πολιτικών (Blanchard, 2012: 607).

πάλι στο προσκήνιο, οδηγώντας κατ' επανάληψη στην ανάληψη εσφαλμένων αποφάσεων και προκαλώντας εξίσου καταστρεπτικά αποτελέσματα.

Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, αντιλαμβανόμαστε πως μία σειρά νεοεμφανιζόμενων, κατά την τελευταία δεκαετία, δυνάμεων του περιβάλλοντος δημιούργησαν την ανάγκη εφαρμογής νέων πρακτικών, τόσο σε επιχειρηματικό επίπεδο όσο και σε επίπεδο διακυβέρνησης. Μια τέτοια θεώρηση, σε κάθε περίπτωση, απαιτεί μια σωστή συνεργασία μεταξύ κράτους, επιχειρήσεων και εμπλεκόμενων φορέων, ούτως ώστε να διαμορφωθεί ένα πλαίσιο διακυβέρνησης εταιρειών (κρατικών και μη), που θα διενεργείται σε όρους δίκαιους και συνάμα ανταγωνιστικούς.

Πράγματι, είναι εμφανές ότι μια οικονομική κρίση συνδέεται με μια σειρά παραγόντων που την προκαλούν και άλλων τόσων που την περιορίζουν. Συνεπώς, η εφαρμογή μιας ολιστικής προσέγγισης, τόσο των παραγόντων όσο και των οικονομικών, πολιτικών και χρηματοοικονομικών εργαλείων και μηχανισμών (παραδείγματος χάριν της ΕΔ) ή των κρατικών παρεμβάσεων κ.ο.κ., αποτελεί βασικό πυλώνα για την κατανόηση των εταιρικών πτωχεύσεων και περαιτέρω για την αντιμετώπισή τους.

Η παρούσα μελέτη εστιάζει σε έναν και μόνο τέτοιο παράγοντα, που δεν είναι άλλος από την ΕΔ, προκειμένου μέσω της ενδελεχούς μελέτης του να αναδείξει τη χρησιμότητα που παρέχει σε επίπεδο επιχείρησης, για τη διασφάλιση μιας επιτυχημένης πορείας, αντιπαραβάλλοντας τις επιπτώσεις που η μη αποτελεσματική εφαρμογή του επιφέρει⁵.

Ας μην παραβλέπουμε, επομένως, ότι η εμπειρία έχει αναδείξει αρκετά παραδείγματα που θα μπορούσαν να ισχυροποιήσουν το προφανές: ότι δηλαδή η σωστή εφαρμογή των αρχών της ΕΔ συμβάλλει τόσο στην εύρυθμη λειτουργία των εταιρειών και της κεφαλαιαγοράς, όσο και στην προώθηση της διαφάνειας, συνάμα με μια σειρά άλλα οφέλη, που θα αναλυθούν διεξοδικά στα επόμενα κεφάλαια.

Δικαίως, επομένως, προκύπτει η ανάγκη για την ενασχόλησή μας με ένα θέμα που βρίσκεται στην επικαιρότητα και δύναται να βοηθήσει, με τη σειρά του, στην επίτευξη υγιούς και θεμιτού ανταγωνισμού μεταξύ των επιχειρήσεων και στην παροχή ευγενούς άμιλλας, που πέραν της μεγιστοποίησης των κερδών, στόχο θα έχει

⁵ Ενδεικτικό παράδειγμα αποτελεί η κρίση του Χ.Α.Α. το 1999, με τη μεγάλη αναδιανομή πλούτου που έλαβε χώρα (Spanos, 2005).

και την προστασία των επενδυτών, των εργαζομένων, των κρατικών μηχανισμών και το οικονομικό, εν γένει, γίνεσθαι.

1.3 Οφέλη Αξιολόγησης της ποιότητας της ΕΔ

Κατά τη βιβλιογραφική επισκόπηση μιας σειράς εμπειρικών και θεωρητικών εργασιών, αναδείχθηκε η συμβολή της ΕΔ, καθώς και οι επιπτώσεις από την εφαρμογή της, τόσο σε μικροοικονομικό όσο και σε μακροοικονομικό επίπεδο (Λαζαρίδης και Δρυμπέτας, 2011: 30). Σε μικροοικονομικό επίπεδο, διότι μια καλύτερη ΕΔ επιτρέπει στις εταιρείες να αντλούν κεφάλαια με ευνοϊκότερους όρους (Doidge, Karolyi and Stulz, 2007: 2), να ενισχύουν τη διαφάνειά τους (Beekes and Brown, 2005), προωθώντας την εταιρική ανάπτυξη, με ταυτόχρονη μείωση του κόστους κεφαλαίου (Leuz and Verrecchia, 2000) και σε μακροοικονομικό, διότι συχνά λαμβάνεται ως μέσο για την προσέλκυση άμεσων ξένων επενδύσεων, την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στις αγορές και την προστασία από μελλοντικές κρίσεις (Mallin, 2010: 8-9).

Οι λόγοι αυτοί δίνουν τη δυνατότητα να ισχυριστούμε ότι η ύπαρξη «καλής» ΕΔ είναι σημαντική, όχι μόνο διότι παρέχει τον ακρογωνιαίο λίθο για την ακεραιότητα των επιχειρήσεων, των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των αγορών, αλλά επειδή είναι και ουσιώδους σημασίας για την υγεία και τη σταθερότητα της παγκόσμιας οικονομίας (Baker and Anderson, 2010: 15-16).

Συνεπώς, αναδεικνύεται, με τον πιο εύληπτο τρόπο, η ανάγκη της αξιολόγησης της παραμέτρου αυτής (δηλαδή της ποιότητας της ΕΔ), καθόσον όλο και περισσότεροι επενδυτές, λαμβάνοντας υπόψη τόσο τους θεσμικούς (επενδυτές) όσο και τα κράτη, δίνουν ιδιαίτερη προσοχή στις εν λόγω εκτιμήσεις, διακρίνοντας τα οφέλη της σε: i) κρατικά, ii) επενδυτικά και iii) εταιρικά (Nerantzidis, 2012a: 7).

Αναμφίβολα, λοιπόν, η αξιολόγηση της ΕΔ συμβάλει στη βελτίωση της χρηματοοικονομικής ανάλυσης⁶ και αποτελεί αναπόσπαστο τμήμα για την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων και εκτιμήσεων, εξαλείφοντας τις οιοσδήποτε μη συστημικές αποφάσεις.

⁶ Η οποία αποτελεί ένα αναπόσπαστο τμήμα του ευρύτερου πλαισίου της επιχειρησιακής ανάλυσης.

1.4 Αντικείμενο και πεδίο έρευνας

Είναι προφανές ότι η επιθυμία απεικόνισης της ανταγωνιστικής θέσης κάθε επιχείρησης, βάσει της προστασία των επενδυτών, ανέδειξε την ανάγκη για την αξιολόγηση της ΕΔ· μία τάση που «γεννήθηκε από τις αυθόρμητες ανάγκες των επενδυτών, τις υπηρεσίες παρακολούθησης των κυβερνήσεων και τις εισηγμένες εταιρείες» (Li, 2008: 12).

Συνεπώς, το γνωστικό αυτό πεδίο (της αξιολόγησης και της συμβουλευτικής της ΕΔ) έχει λάβει τεράστιες διαστάσεις, δίνοντας τη δυνατότητα στους μετόχους και τις εταιρείες, με τη χρήση ενός συγκεκριμένου «δείκτη-εργαλείου», να μπορούν να προβλέψουν και να ανιχνεύσουν τους παράγοντες, τις δομές και τις καταστάσεις που συμβάλουν στην επιτυχία ή αποτυχία των επιχειρήσεων (Lazarides, et al., 2008· Λαζαρίδης και Δρυμπέτας, 2011: 267).

Ωστόσο, όμως, η έλλειψη μιας κοινά αποδεκτής μεθοδολογίας (για την αξιολόγηση της ΕΔ), σε επίπεδο διεθνούς βιβλιογραφίας, προκαλεί σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ ερευνητών και εμπορικών δεικτών, ενισχύοντας κατά αυτόν τον τρόπο την ανορθόδοξη χρησιμοποίηση των αποτελεσμάτων, για οποιαδήποτε μεταξύ τους σύγκριση. Ειδικότερα, η έλλειψη αυτή εμφανίζεται τόσο σε θεωρητική βάση, αναφορικά με τη σύνθεση των εμπορικών και ακαδημαϊκών δεικτών, όσο και σε επίπεδο διαμόρφωσης μιας μεμονωμένης επιστημονικά μεθοδολογίας, για την επίλυση του συνόλου των προβλημάτων (η εκτενέστερη καταγραφή αυτών παρουσιάζεται στο κεφάλαιο 5).

Υπό την έννοια αυτή, το ερευνητικό ζητούμενο της παρούσας διδακτορικής διατριβής συνοψίζεται στο ακόλουθο ερώτημα:

- *Μπορεί να δημιουργηθεί ένας δείκτης ΕΔ που να είναι: αφενός επιστημονικά τεκμηριωμένος και αφετέρου επαρκώς σχεδιασμένος, ώστε να επιλύει το εκάστοτε συγκρουσιακό πρόβλημα μεταξύ εντολέα και εντολοδόχου (που προκύπτει σε κάθε σύστημα ΕΔ);*

Εντούτοις, «η προσπάθεια ποσοτικοποίησης των ποιοτικών παραμέτρων είναι από τη φύση της δύσκολη», με την προβληματική αυτή να εντοπίζεται «τόσο στην επιλογή των κριτηρίων⁷ αξιολόγησης και των σταθμίσεων, όσο και στη διαδικασία

⁷ Εννοώντας τόσο τα κριτήρια (κατηγορίες) ταξινόμησης των μεταβλητών, όσο και το πλαίσιο άντλησής τους (αποδεκτοί κώδικες, εμπειρική βιβλιογραφία ΕΔ κ.τ.λ.).

συγκέντρωσης, επεξεργασίας και παρουσίασης των αποτελεσμάτων αξιολόγησης» (Ξανθάκης, Τσιπούρη και Σπανός, 2003: 129). Παρά ταύτα, όμως, συνάγεται ότι η ορθή εφαρμογή της έννοιας αυτής (της αξιολόγησης), μέσω της «συστηματικής εφαρμογής ερευνητικών μεθόδων από τις κοινωνικές επιστήμες και με στόχο την αποτίμηση του εννοιολογικού περιεχομένου, τον σχεδιασμό και την υλοποίηση της ωφέλειας που προκύπτει» (Rossi and Freeman, 1999), δύναται να αποτελέσει βασική προϋπόθεση για την αντιμετώπιση των μέχρι πρότινος περιορισμών.

1.5 Εντοπισμός του προβλήματος

Η διερεύνηση των κυριότερων ακαδημαϊκών και εμπορικών δεικτών, όπως αυτή συνοψίζεται στο κεφάλαιο 5⁸, αναδεικνύει τρία βασικά μεθοδολογικά προβλήματα:

- Την έλλειψη σύνδεσης μεταξύ των δεικτών ΕΔ και των συστημάτων που εξετάζουν,
- Την έλλειψη θεωρητικού πλαισίου για τη «δημιουργία» δεικτών ΕΔ και
- Την έλλειψη «διαφάνειας», αναφορικά με τη στάθμιση που λαμβάνουν τα διάφορα κριτήρια και υποκριτήρια.

Ειδικότερα, μέσω μιας πιο εμπειριστατωμένης ανάλυσης των εμπορικών και ακαδημαϊκών δεικτών ΕΔ, αναδεικνύεται η εμβρυακή κατάσταση του γνωστικού αυτού πεδίου, που αποτελεί και «την αχίλλειο πτέρνα» των μέχρι πρότινος προσπαθειών αξιολόγησης (εξαιτίας της απουσίας ενός κοινά αποδεκτού θεωρητικού πλαισίου), που εντοπίζονται στην:

- Εμφανή παράβλεψη της ιδιαιτερότητας μιας χώρας και συνάμα της διακριτικότητας του συστήματος ΕΔ της. Συνεπώς, η «πρακτική» της ταξινόμησης των διαφόρων χωρών σε ομάδες ευδιάκριτων συστημάτων εξυπηρετεί στη μελέτη συγκεκριμένων μόνο μηχανισμών, για την ερμηνεία των διαφόρων υποθέσεων (Weimer και Pape, 1999)⁹. Η εν λόγω πρακτική ολιστικής προσέγγισης δεν τεκμαίρεται για τη χρήση ενός δείκτη

⁸ Όπως παρουσιάζεται διεξοδικά στο Κεφάλαιο 5, Πίνακας 5.1: Εμπορικοί και ακαδημαϊκοί δείκτες ΕΔ.

⁹ Η έρευνά τους βασίστηκε στην εργασία του Moerland (1995a).

προσδιορισμού της ποιότητας της ΕΔ, καθόσον είναι ξεκάθαρη (τουλάχιστον βιβλιογραφικά) η ιδιαίτερη ιστορική καταγωγή κάθε χώρας, η ιδιοκτησιακή της δομή και η κουλτούρα της. Για τον λόγο αυτό, κάθε σύστημα ΕΔ είναι «απαράμιλλο» και απαιτεί διαφορετικό σχεδιασμό για την αντιμετώπιση των οιονδήποτε συγκρουσιακών προβλημάτων (Moerland, 1995b: 444· Li, 2008: 2-3).

- Απουσία θεωρίας για την παροχή καθοδήγησης, σχετικά: i) με τον αριθμό των κριτηρίων (Nerantzidis, 2012a) και ii) τις μεταβλητές (Florou and Galarniotis, 2007: 982) που απαιτούνται στη δημιουργία ενός δείκτη ΕΔ. Ως εκ τούτου, η πλειονότητα των δεικτών που διαμορφώνονται¹⁰ αφενός δεν είναι συγκρίσιμοι μεταξύ τους και αφετέρου δεν τεκμηριώνονται «επαρκώς» (ως προς την επιστημονικότητά τους)¹¹.
- Έλλειψη διαφάνειας για τη στάθμιση των κριτηρίων και υποκριτηρίων των εμπορικών δεικτών και παντελή απουσία στάθμισης (των κριτηρίων και υποκριτηρίων) των ακαδημαϊκών (δεικτών).

Κλείνοντας, αξίζει να αναφερθούμε στα ευρήματα μιας εμπειρικής μελέτης που «ταράζει τα νερά» – ως προς τα αναντίρρητα αποτελέσματά της – και ενισχύει την πρωτοτυπία της συγκεκριμένης έρευνας, τόσο από άποψη επιλογής όσο και διεξοδικής ενασχόλησης με το εν λόγω ζήτημα· εξάλλου οι λέξεις μιλούν από μόνες τους....

- Οι Daines, Gow και Larcker (2010), στη μελέτη εγκυρότητας των εμπορικών δεικτών που διεξήγαγαν, έθεσαν εμπράκτως υπό αμφισβήτηση τις όποιες προσπάθειες αξιολόγησης, δίχως αξιόπιστα, μετρήσιμα και διαφανή στοιχεία¹². Συγκεκριμένα, όπως διαπιστώνουν, οι εμπορικοί δείκτες ΕΔ εμπεριέχουν μεγάλη ποσότητα σφάλματος μέτρησης¹³ και για τον λόγο

¹⁰ Ακόμη και σε επίπεδο χώρας, οι δείκτες που δημιουργούνται από διάφορους ερευνητές, κατά καιρούς, δεν είναι άμεσα συγκρίσιμοι.

¹¹ Οι ακαδημαϊκές μελέτες δεν εξετάζουν την καταλληλότητα των εκάστοτε μεταβλητών (δεν αναλύουν τις στατιστικές τους ιδιότητες).

¹² Θεωρούμε τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης εργασίας «επαναστατικά», διότι για πρώτη φορά μία εμπορική εταιρεία επιδέχεται αμφισβήτηση και αποδέχεται την εν λόγω κριτική (εν προκειμένω η RiskMetrics), ανακοινώνοντας επίσημα την απόσυρση του δείκτη που χρησιμοποιεί (CGQ). Βέβαια, εξίσου αμφισβητήσιμος είναι και ο νέος δείκτης (GRId) (Daines, Gow and Larcker 2010: 442).

¹³ Επακριβείς φράσεις “...Our view is that a more plausible interpretation of the weak and mixed results we find is that the commercial ratings contain a large amount of measurement error...” και “...The more important it is for companies to understand how their corporate governance practices are

αυτό τονίζουν ότι η διαφάνεια ενσταλάζει την εμπιστοσύνη, καθόσον αποτελεί την πιο «έξυπνη» απόφαση για την ενίσχυση της αυτοπεποίθησης των επενδυτών.

1.6 Στόχοι διατριβής

Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, τα ερωτήματα για τα οποία καλείται η παρούσα διατριβή να δώσει απαντήσεις αποτυπώνονται:

1. Στην εύρεση των καταλληλότερων προτύπων (κώδικες-νόρμες), που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για την αξιολόγηση της ΕΔ στην Ελλάδα, σύμφωνα με τη γνώμη των ειδικών.
2. Στην ανάδειξη των κριτηρίων, σύμφωνα και πάλι με τη γνώμη των ειδικών, περί αξιολόγησης της ποιότητας της ΕΔ των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. εταιρειών.
3. Στην επιλογή των σημαντικότερων μεταβλητών, για τη σύνθεση του δείκτη (βάσει της ανάλυσης αξιοπιστίας που προϋποθέτει η Κλασική Θεωρία Μέτρησης).
4. Στην απόδοση των καταλληλότερων σταθμίσεων, για τα κριτήρια και υποκριτήρια που διαμορφώνουν το δείκτη (σύμφωνα με τους ειδικούς).

1.7 Συνεισφορά Διατριβής

Συνοψίζοντας την πρωτοτυπία και τη συνεισφορά της συγκεκριμένης διδακτορικής διατριβής στα ακόλουθα συμπεράσματα, θα μπορούσαμε να πούμε ότι:

1. Αναλύει την έννοια της ΕΔ, τόσο στις εισηγμένες εταιρείες όσο και στις Δ.Ε.Κ.Ο. και τα Ν.Π.Δ.Δ., επισημαίνοντας τα κοινά σημεία και τις διαφοροποιήσεις του τρόπου οργάνωσης και λειτουργίας τους.
2. Προτείνει μία συγκεκριμένη μεθοδολογία, για την αξιολόγηση της ποιότητας της ΕΔ, συνδυάζοντας τρία ξεχωριστά εργαλεία: i) την τροποποιημένη

- Δελφική, ii) την Κλασική Θεωρία Μέτρησης και iii) την Αναλυτική Ιεραρχική Προσέγγιση.
3. Διασταυρώνει και επικυρώνει τη στάθμιση των κριτηρίων και υποκριτηρίων, μέσω του συνδυασμού της γνώμης δύο ξεχωριστών δειγμάτων: i) των ακαδημαϊκών και ii) των εμπειρικών, στο αντικείμενο της ΕΔ.
 4. Αναπτύσσει μία συνάρτηση αξιολόγησης, που θα προσδιορίζει ικανοποιητικά τα οφέλη που επιτυγχάνονται από την υιοθέτηση μιας σειράς βέλτιστων πρακτικών.
 5. Υπολογίζει τη συνάρτηση αυτή, για το σύνολο των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. εταιρειών (για το έτος 2011), προσφέροντας μία σαφή εικόνα της ποιότητας της ΕΔ στην Ελλάδα.
 6. Μελετά τις σχέσεις διαφόρων μεταβλητών μεγέθους, οργανωσιακής δομής, συγκέντρωσης και αποδοτικότητας με την ποιότητα της ΕΔ.
 7. Παρέχει νέες κατευθύνσεις στο εν λόγω γνωστικό πεδίο.

1.8 Ερευνητικές εργασίες

Οι ερευνητικές εργασίες, που δημοσιεύτηκαν – παρουσιάστηκαν στα πλαίσια της εκπόνησης της διδακτορικής διατριβής, διακρίνονται ειδικότερα σε:

Εργασίες σε επιστημονικά περιοδικά με κριτές

1. “Recent corporate governance developments in Greece” (σε συνεργασία με Φίλο, Ι.) *Corporate Governance: The international journal of business in society* (forthcoming).
2. “The puzzle of Corporate Governance Definition(s): A Content Analysis” (σε συνεργασία με τους Φίλο, Ι. και Λαζαρίδη, Θ.) (2012), *Corporate Board: role, duties and composition*, 8 (2) (in press).

Δημοσιεύσεις σε συλλογικούς τόμους με κριτές

3. «Η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2007 και τα δομικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας» (σε συνεργασία με τους Φίλο, Ι.

Κουτούπη, Α. και Κοντογεώργη, Γ.) στο *Ειδικό Τεύχος Επιστήμη και Κοινωνία: Επιθεώρηση Πολιτικής και Ηθικής Θεωρίας* (υπό κρίση).

Δημοσιεύσεις σε πρακτικά συνεδρίων μετά από κρίση

4. “Delphic Hierarchy Process (DHP): A methodology for the resolution of the problems of the evaluation of Corporate Governance Quality” στο *10th European Academic Conference on Internal Audit and Corporate Governance* (PhD Workshop), Βερόνα, Ιταλία, 18 – 20 Απριλίου 2012, (ISBN 978-88-96419-30-4).
5. “The evolution of Corporate Governance: the case of Greece” στο *3rd International Student Conference on Governance Fraud Ethics and Social Responsibility*, Καππαδοκία, Τουρκία, 7 – 11 Ιουνίου 2011 (extended abstract), pp. 23 – 24, (ISBN 978-975-374-140-8).
6. «Η οικονομική κρίση και η επισκόπηση της Ελληνικής Οικονομίας: μία θεωρητική προσέγγιση» (σε συνεργασία με τους Φίλο, Ι. Κουτούπη, Α. και Κοντογεώργη, Γ.) στο *11^ο Διεθνές Συνέδριο της Εταιρείας Οικονομολόγων Θεσσαλονίκης* με θέμα: Παγκόσμια Κρίση και Οικονομικές Πολιτικές, Θεσσαλονίκη, 17 – 19 Δεκεμβρίου 2010 (αναμένεται η δημοσίευση των πρακτικών σε έντυπη μορφή).
7. “The Corporate Governance of Stated-Owned Enterprises and Enterprises listed on Athens Stock Exchange. Comparisons, Effects and Proposals for Improvement” στο *8th European Academic Conference on Internal Audit and Corporate Governance* (PhD Workshop), Χίος, 21 – 23 Απριλίου 2010, pp. 65 – 69, (ISBN 978-960-7475-47-3).

Ανακοινώσεις σε συνέδρια με κριτές

8. «Δελφική Ιεραρχική Προσέγγιση: Μία μεθοδολογία για την επίλυση των προβλημάτων αξιολόγησης της ποιότητας της εταιρικής διακυβέρνησης» (σε συνεργασία με τον Φίλο, Ι.) στο *International Conference – International Business ICIB 2012*, Θεσσαλονίκη, 17 – 19 Μαΐου 2012, p. 122, (ISBN 978-960-98740-3-8).

Παρουσιάσεις μελετών χωρίς κριτές

9. «Το επίπεδο πληροφόρησης περί Εσωτερικού Ελέγχου μέσω των Ετήσιων Δελτίων: περίπτωση εισηγμένων εταιρειών, περίοδοι 2005 και 2010» σε εκδήλωση της Ελληνικής Εταιρίας Διοικήσεως Επιχειρήσεων με θέμα: *Η Ποιότητα των Υπηρεσιών Εσωτερικού Ελέγχου* (Β' συνεδρία), Αθήνα, 19 Νοεμβρίου 2010.

1.9 Δομή διατριβής

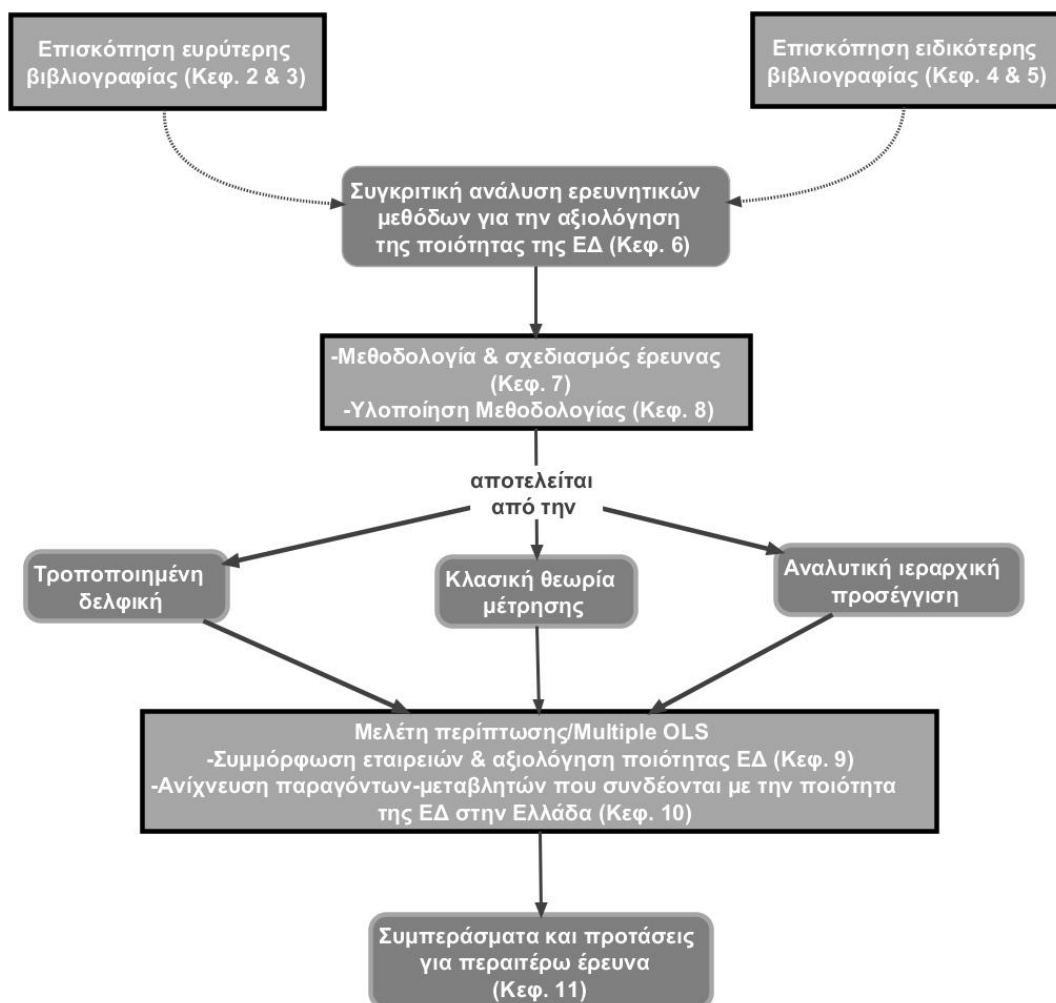
Το περιεχόμενο των κεφαλαίων της ερευνητικής αυτής εργασίας διαμορφώνεται ως εξής:

- ❖ **Στο κεφάλαιο 2** αποτυπώνεται η έννοια της ΕΔ και αναπτύσσονται οι θεωρίες και τα συστήματα, που έχουν διαμορφωθεί παγκοσμίως, με σκοπό την αποσαφήνιση των καίριων ζητημάτων της διεθνούς βιβλιογραφίας, αναφορικά με τη δημιουργία ενός συστήματος ΕΔ.
- ❖ **Στο κεφάλαιο 3** επιδιώκεται η κατανόηση της ΕΔ στις δημόσιες επιχειρήσεις και τη δημόσια διοίκηση, αναπτύσσοντας τόσο την οργάνωση και λειτουργία τους, όσο και τη μετάβαση από το δημόσιο μανάτζμεντ και το νέο δημόσιο μανάτζμεντ στην εποχή της διακυβέρνησης. Περαιτέρω, παραθέτονται τα εργαλεία βελτίωσης της αποδοτικότητας των δημοσίων επιχειρήσεων και αποτυπώνονται οι εξελίξεις, στο πλαίσιο της προώθησης των αρχών ΕΔ στον στενό δημόσιο τομέα.
- ❖ **Στο κεφάλαιο 4** παρουσιάζονται οι στόχοι της ΕΔ και παραθέτονται εμπειρικές έρευνες στο εν λόγω γνωστικό πεδίο, ενώ αναπτύσσονται εκτενώς, για την περίπτωση της Ελλάδας, τόσο οι εσωτερικοί όσο και οι εξωτερικοί μηχανισμοί της.
- ❖ **Στο κεφάλαιο 5** αναδεικνύονται τα πλεονεκτήματα, μειονεκτήματα και περιορισμοί των κυριότερων ακαδημαϊκών και εμπορικών δεικτών και παρουσιάζονται οι σημαντικότερες εμπειρικές έρευνες περί ΕΔ και εταιρικής αποδοτικότητας.
- ❖ **Στο κεφάλαιο 6** περιγράφονται οι κυριότερες ερευνητικές μέθοδοι για την αντιμετώπιση των μεθοδολογικών προβλημάτων της αξιολόγησης της ΕΔ και

παρατίθενται τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματά τους, προκειμένου να αναδειχθεί ο καταλληλότερος συνδυασμός.

- ❖ Στο κεφάλαιο 7 αναλύεται το μεθοδολογικό πλαίσιο για τη διαμόρφωση του δείκτη αξιολόγησης της ΕΔ και περιγράφονται εκτενώς, τόσο τα επιμέρους βήματα για τον σχεδιασμό του, όσο και η επιλογή του δείγματος των συμμετεχόντων.
- ❖ Στο κεφάλαιο 8 υλοποιείται η μεθοδολογία για τη διαμόρφωση του σταθμικού δείκτη αξιολόγησης της ποιότητας της ΕΔ και παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των επιμέρους βημάτων.
- ❖ Στο κεφάλαιο 9 αποτυπώνεται η συμμόρφωση των εταιρειών με το νομοθετικό πλαίσιο, τον κώδικα του ΣΕΒ και του Combined Code (2010) και αξιολογείται η ποιότητα της ΕΔ, με τη χρήση του σταθμικού δείκτη, τόσο βάσει κεφαλαιοποίησης, όσο και βάσει κλάδου και ιδιοκτησιακής δομής.
- ❖ Στο κεφάλαιο 10 εξετάζονται οι σχέσεις επιλεγθέντων μεταβλητών με τον σταθμικό δείκτη αξιολόγησης της ποιότητας της ΕΔ, μέσω της χρήσης της πολλαπλής παλινδρόμησης και παρουσιάζονται τα αντίστοιχα αποτελέσματα.
- ❖ Στο κεφάλαιο 11 ανακεφαλαιώνονται τα γενικά συμπεράσματα και παραθέτονται τα κυριότερα σημεία και αποτελέσματα, αποτυπώνοντας παράλληλα προτάσεις για βελτίωση και σκέψεις για μελλοντική έρευνα.

Σχήμα 1.1: Δομή διατριβής



Πηγή: Συγγραφέας

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΤΟ ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΟΙ ΘΕΩΡΗΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Στο παρόν κεφάλαιο αποτυπώνεται η αρχή γένεσης της ΕΔ, διαχωρίζεται η έννοιά της από το μάνατζμεντ και την ΕΚΕ και αναπτύσσονται οι θεωρίες και τα συστήματα που έχουν διαμορφωθεί παγκοσμίως. Απώτερος σκοπός του εν λόγω εγχειρήματος είναι η αποσαφήνιση δύο καίριων ζητημάτων της διεθνούς βιβλιογραφίας, σχετικά με τη δημιουργία ενός συστήματος ΕΔ.

2.1 Εισαγωγή

«Η κοινωνική ιστορία αντιμετωπίζει τον 21^ο αιώνα ως την εποχή της ΕΔ, εν αντιθέσει του 20^{ου} που θεωρείτο ως η εποχή του μάνατζμεντ»

Tricker (2009: 4)¹⁴

Παραθέτοντας τη γνώμη των ιστορικών, επιχειρούμε να εισαγάγουμε τον αναγνώστη σε ένα σχετικά νέο επιστημονικό πεδίο, αυτό της ΕΔ και να αναδείξουμε τους προφανείς λόγους ενασχόλησής μας με ένα θέμα, που έχει καταφέρει σε σύντομο χρονικό διάστημα να απασχολήσει ταυτόχρονα, τόσο την επιστημονική κοινότητα¹⁵ και τις εποπτικές αρχές, όσο και τα Μ.Μ.Ε.

Βέβαια, αυτό που πρέπει αρχικώς να διευκρινιστεί είναι ότι, παρά τη φαινομενικά σύγχρονη υπόστασή της, τα θέματα με τα οποία ασχολείται είναι στην ουσία τόσο παλαιά όσο και ο θεσμός της «εταιρείας» ως μορφή επιχειρηματικής δραστηριότητας (Tsibanoulis, 2005). Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το απόσπασμα των Parat (1999) και Μούζουλα (2003: 21), που αναφέρουν ότι η ΕΔ συνδέεται με την οργάνωση της διαδικασίας παραγωγής, όπως αυτή επιδιώχθηκε από αρχαιοτάτων χρόνων.

Σε επιστημονική, όμως, βάση, η αρχή στην οποία στηρίζεται η ΕΔ έγκειται στα προβλήματα που προκύπτουν από τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και του ελέγχου, στις σύγχρονες μορφές ΕΔ (χρηματοοικονομικό υπόδειγμα)¹⁶ (Berle and Means, 1932). Όπως χαρακτηριστικά, δηλαδή, αναφέρει και ο Adam Smith, στο έργο του Πλούτος των Εθνών (1776), οι μάνατζερ μίας επιχείρησης δε διατίθενται να χειριστούν τα χρήματα των άλλων με την ίδια προθυμία (*“The directors of such companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious*

¹⁴ Ελεύθερη απόδοση της φράσης: *“The social historian sees the 21st century as the era of corporate governance, just as the 20th had been that of management”*.

¹⁵ Ο Καραμάνης (2008: 127) αναφέρει ότι το ζήτημα της ΕΔ προσεγγίζεται πρακτικά και επιστημονικά (ερευνητικά) από πέντε βασικές οπτικές: Λογιστική, Ελεγκτική, Διοίκηση Επιχειρήσεων, Χρηματοοικονομική και Δίκαιο.

¹⁶ Ωστόσο, εκτός από το χρηματοοικονομικό υπόδειγμα (finance paradigm) υπάρχουν, επιπλέον, αρκετά θεωρητικά πλαίσια, που έχουν χρησιμοποιηθεί ως «οχήματα» για την ανάλυση της ΕΔ (Solomon and Solomon, 1999). Αυτά τα εναλλακτικά υποδείγματα αποτελούν η θεωρία ενδιαφερόμενων μερών, η θεωρία διαχείρισης και τα πολιτικά υποδείγματα (Turnbull, 1997).

vigilance which the partners in a private copartnery frequently watch over their own” (Smith, 2009: 439).

Ωστόσο, το θέμα της ΕΔ άρχισε να απασχολεί την παγκόσμια κοινότητα τη δεκαετία του 1970, τόσο σε **ακαδημαϊκό** όσο και σε **επαγγελματικό** επίπεδο, όταν διάφορα επιχειρηματικά σκάνδαλα ήρθαν στο φως. Συγκεκριμένα, τα εταιρικά σκάνδαλα των δεκαετιών του '70 και του '80, έως την κατάρρευση των οικονομιών της Ρωσίας (το 1998), της Ασίας και της Βραζιλίας (έπειτα) και τα τελευταία εταιρικά σκάνδαλα της διετίας 2001 – 2002 σε χώρες του δυτικού κόσμου (Η.Π.Α., Η.Β., Ιταλία, Ολλανδία κ.λπ.), με κυριότερα παραδείγματα αυτά των Enron, Tyco, Adelphia, World-com, Global Crossing, AOL, Halliburton, Xerox, Waste Management, Qwest, Parmalat, Guinness, Blue Arrow, Polly Peck, BCCI, Maxwell Group και της τράπεζας Barings. Συνεπώς, οι ακαδημαϊκοί αντιλήφθηκαν ότι ο τρόπος που θεωρούσαν, μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του '80, ότι αποτελούσε βιώσιμη λύση για την εξασφάλιση των επενδυτών και της οικονομίας γενικότερα, έπρεπε να επανεξεταστεί.

Στην Ελλάδα, ανάλογο παράδειγμα αποτελεί η κρίση του Χ.Α.Α. το 1999, με τη μεγάλη αναδιανομή πλούτου που έλαβε χώρα. Συγκεκριμένα, η ελληνική κεφαλαιαγορά αντιμετώπισε έναν κύκλο «αυτοεκπληρούμενων προσδοκιών», στο δεύτερο και τρίτο τετράμηνο του 1999, με αποτέλεσμα τη μαζική είσοδο ανεξάρτητων και θεσμικών επενδυτών στο Χρηματιστήριο – κυρίως μέσω τοποθετήσεων σε μετοχές μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης – η οποία αύξησε, σε μεγάλο βαθμό, τόσο τις τιμές των μετοχών όσο και τη ρευστότητα. Ο κύκλος των αυτοεκπληρούμενων αυτών προσδοκιών, με τη σειρά του, προκάλεσε μια σημαντική απόκλιση μεταξύ των πραγματικών τιμών των μετοχών και αυτών που μπορούσαν να δικαιολογηθούν από τα θεμελιώδη μεγέθη των επιχειρήσεων. Αποτέλεσμα αυτής της κερδοσκοπικής απόκλισης ήταν το χαρακτηριστικά αποκαλούμενο «σκάσιμο της φούσκας», που διήρκεσε για τα επόμενα τρία έτη (Spanos, 2005: 21).

Παράλληλα, την τελευταία δεκαετία (2000–2009) παρατηρείται μια έντονη κινητικότητα «από την πλευρά των ακαδημαϊκών, των μάνατζερ, των θεσμικών, των Μ.Μ.Ε. και το ευρύτερο επενδυτικό κοινό» (Brickley and Zimmerman, 2010: 236), με κύριο στόχο, τόσο την αναγνώριση όσο και την κατανόηση της πολυσύνθετης αυτής έννοιας. Γενικότερα, δηλαδή, διακρίνεται μια εγρήγορση των εκάστοτε

ενδιαφερόμενων μερών, για την προώθηση των διεθνών βέλτιστων πρακτικών¹⁷, ως βασικό παράγοντα ενίσχυσης της αποτελεσματικότητας των χρηματαγορών και των κεφαλαιαγορών¹⁸.

Συμπερασματικά, η ΕΔ, περισσότερο ως **πρακτική** παρά ως έννοια, δεν εμφανίζει κοινά γνωρίσματα στην εφαρμογή της ανά την υφήλιο, καθώς αποτελείται από ένα πλέγμα κανόνων, που αφενός μεταβάλλεται από χώρα σε χώρα και αφετέρου δυσκολεύει τη διαμόρφωση μίας γενικής δομής (Μέτοχος, 2003). Επιπλέον, παρότι η σχετική βιβλιογραφία επισημαίνει κοινούς τρόπους χρηματοδότησης (μεταξύ των διαφόρων χωρών), εντούτοις, τα συστήματα ΕΔ παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές (Tsipouri and Xanthakis, 2004).

Περαιτέρω, ως προς τη **θεωρητική** της βάση, συνδέεται συνήθως με το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης (agency problem) ή τον διαχωρισμό ιδιοκτησίας (ownership) και ελέγχου (δηλαδή μανάτζμεντ), καθώς και με το κόστος που ο διαχωρισμός αυτός προκαλεί στους μετόχους. Στην πιο απλή περίπτωση, οι μέτοχοι αναθέτουν σε διευθυντικά στελέχη τη διοίκηση της εταιρείας¹⁹, με το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης να γεννάται όταν παραγκωνίζεται ο πρωταρχικός στόχος κάθε εισηγμένης εταιρείας, ήτοι η μεγιστοποίηση της αγοραίας αξίας του μετοχικού της κεφαλαίου. Κατ' ουσίαν, δηλαδή, όπως αναφέρει ο Τραυλός (2005: 2), υποσκελίζεται η σιωπηρή υπόθεση ότι τα συμφέροντα των διευθυντικών στελεχών και των μετόχων συμπίπτουν²⁰.

Κατ' αυτόν τον τρόπο, εμφανίζονται πηγές ασυμμετρίας (επιδιώξεων – συμφερόντων) μεταξύ των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών, των μετόχων και των πιστωτών, αλλά και των μεγαλομετόχων και μικρομετόχων, καθώς ο καθένας εκ των δύο ενεργεί προς ίδιον όφελος. Συνεπώς, για τη μείωση αυτού του πρόσθετου κόστους, προτείνεται η εφαρμογή κατάλληλων μηχανισμών ελέγχου και περιορισμού των συγκρούσεων, συμβάλλοντας στη δημιουργία ενός ισχυρού συστήματος ΕΔ (αναλυτικότερα, βλ. Κεφάλαιο 4).

¹⁷ Οι διεθνείς βέλτιστες πρακτικές (κώδικες ΕΔ) σχεδιάζονται και εφαρμόζονται σε μια χώρα, είτε για να ενισχύσουν την τεχνική αποτελεσματικότητα του εκάστοτε συστήματος ΕΔ, είτε για να ανταποκριθούν σε ζητήματα βελτίωσης του θεσμικού πλαισίου (Aguilera and Cuervo-Cazurra, 2004: 417).

¹⁸ Οι μη αποτελεσματικές πρακτικές ΕΔ, σε συνδυασμό με την ύπαρξη καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά, οδηγούν στη στρέβλωση των χρηματιστηριακών τιμών και τη μη αποδοτική κατανομή των παραγωγικών πόρων των εισηγμένων εταιρειών.

¹⁹ Γενικότερα ισχύει ο εντολέας να αναθέτει στον εντολοδόχο την ανάληψη πρωτοβουλιών και αποφάσεων εν ονόματι του.

²⁰ Η αντίστοιχα ότι ταυτίζονται τα συμφέροντα των μετόχων με των πιστωτών, καθώς και των μεγαλομετόχων με των μικρομετόχων.

Αξίζει λοιπόν να αναφερθεί, ότι τα τελευταία χρόνια έχουν δημοσιοποιηθεί δεκάδες κώδικες ΕΔ²¹, οι οποίοι, σύμφωνα με το Ευρωπαϊκό Ινστιτούτο Εταιρικής Διακυβέρνησης (ECGI), έχουν εκδοθεί από ογδόντα τέσσερις χώρες και έξι οργανισμούς, με σκοπό την παροχή καθοδήγησης, κυρίως σε εισηγμένες εταιρείες (Nerantzidis and Filos, 2012). Αντίστοιχα, δεν πρέπει να παραλείπεται και το γεγονός ότι αρκετές ερευνητικές εργασίες (είτε θεωρητικές ή εμπειρικές) έχουν καταλήξει σε χρήσιμα ευρήματα, για την επίλυση σημαντικών προβλημάτων στη λειτουργία της επιχείρησης.

Συμπερασματικά, θα μπορούσαμε να πούμε ότι η ΕΔ αποσκοπεί στη μόνιμη εξυπηρέτηση του εταιρικού συμφέροντος, το οποίο αποτελεί συνισταμένη των συμφερόντων του νομικού προσώπου, καθώς και του έννομου συμφέροντος όσων συνδέονται άμεσα με αυτό (stakeholders) (ΣΕΒ, 2001: 1). Η υιοθέτηση, επομένως, βέλτιστων πρακτικών ΕΔ, τόσο στις εισηγμένες όσο και στις μη εισηγμένες εταιρείες, συνιστά μείζον θέμα για την ορθή λειτουργία τους.

Αντιθέτως, στην περίπτωση της Ελλάδας, η έννοια της ΕΔ δεν είναι ευρέως διαδεδομένη, καθώς παρατηρείται είτε οι μέτοχοι, το μανάτζμεντ και το Δ.Σ. να είναι ένα και το αυτό (όργανο, πρόσωπο), είτε οι μεγαλομέτοχοι να ενεργούν εις βάρος των μικρομετόχων· με αποτέλεσμα η ρύθμιση των σχέσεων μεταξύ των τριών πλευρών να καθίσταται προβληματική²².

Συνεπώς, για την προάσπιση των συμφερόντων της ελληνικής οικονομίας, απαιτείται τόσο η υιοθέτηση ενός ισχυρότερου θεσμικού πλαισίου, το οποίο θα δίνει ιδιαίτερη βαρύτητα στα προβλήματα που ανακύπτουν από τις σχέσεις μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων (Τραυλός, 2003: 11), όσο και η περαιτέρω μελέτη των ελλείψεων του ελληνικού επιχειρηματικού γίγνεσθαι, με απώτερο σκοπό την ανάδειξη του μετοχικού ακτιβισμού²³.

²¹ Σύμφωνα με τους Aguilera και Cuervo-Cazurra (2004: 421), κώδικες ΕΔ μπορούν να εκδώσουν: i) τα χρηματιστήρια, ii) οι κυβερνήσεις, iii) οι σύνδεσμοι στελεχών, iv) οι σύνδεσμοι διευθυντών, v) οι επαγγελματικοί σύνδεσμοι και vi) οι σύνδεσμοι επενδυτών.

²² Για εκτενέστερη ανάλυση, βλ. Lazarides (2010: 373).

²³ Στην Ελλάδα έχει δημιουργηθεί ο Σύλλογος Επενδυτών και Διαδικτύου (εφεξής ΣΕΔ), για την προώθηση του μετοχικού ακτιβισμού και την προάσπιση των συμφερόντων των μικρομετόχων. Για περισσότερα, βλ. http://www.sed.gr/cms/front_content.php

2.2 Ο διαχωρισμός της εταιρικής διακυβέρνησης και του μάνατζμεντ

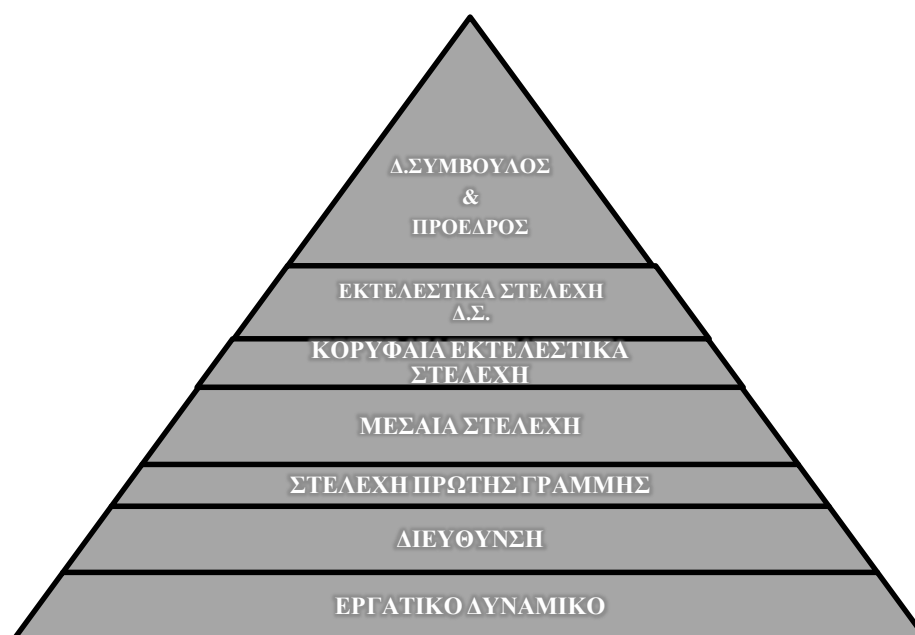
Είναι ευρέως γνωστό ότι η γένεση της έννοιας του μάνατζμεντ προηγείται χρονικά αυτής της ΕΔ, καθώς η πρώτη συμπίπτει με την ανάπτυξη του επιστημονικού μάνατζμεντ από τον Taylor (1911), ενώ η δεύτερη εντοπίζεται σε δημοσιευμένο κείμενο για πρώτη φορά τη δεκαετία του 1980²⁴. Ωστόσο, δεν είναι λίγες οι φορές που οι δύο αυτές έννοιες συγχέονται. Απαιτείται, επομένως, η μελέτη των ομοιοτήτων που τυχόν παρουσιάζουν και ιδιαιτέρως η αποσαφήνιση της διαφοράς των εννοιών της διεύθυνσης (administration) και της διοίκησης – διαχείρισης (management). Συγκεκριμένα, το μάνατζμεντ²⁵ αναφέρεται στον τρόπο με τον οποίο προγραμματίζονται, οργανώνονται και συντονίζονται οι διαθέσιμοι πόροι ή τα μέσα, προκειμένου να πραγματοποιηθούν οι σκοποί – στόχοι του φορέα, σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και στον μεγαλύτερο δυνατό βαθμό (Θεοφανίδης, 1989).

Αντίστοιχα, η διεύθυνση (administration) αφορά το σύνολο των ενεργειών που λαμβάνουν χώρα, ώστε να εκτελεστεί ή να πραγματοποιηθεί μία συγκεκριμένη απόφαση. Ως εκ τούτου, το μάνατζμεντ λαμβάνει τις αποφάσεις, ενώ η διεύθυνση τις επεξεργάζεται και τις εκτελεί. Θα μπορούσαμε, επομένως, να απεικονίσουμε την ιεραρχία των ατόμων, που συμβάλουν στη λειτουργία μιας επιχείρησης, με τον εξής τρόπο (πυραμίδα του μάνατζμεντ ή διοικητική πυραμίδα):

²⁴ Η πρώτη εμφάνιση της ΕΔ σε δημοσιευμένο κείμενο προσδιορίζεται τη δεκαετία του 1980, όπως χαρακτηριστικά αναφέρει και ο Earl (1983), ενώ ο πρώτος δημοσιευμένος κώδικας ΕΔ χρονολογείται τον Ιανουάριο του 1978, από τον Σύνδεσμο Στρογγυλής Τραπέζης της Αμερικής (Business Roundtable), υπό τον τίτλο “The Role and Composition of the Board of Directors of the Large Publicly Owned Corporation”.

²⁵ Προέρχεται από το ρήμα manage και έχει τη ρίζα της στη λατινική λέξη manus.

Σχήμα 2.1: Η πυραμίδα του μάνατζμεντ



Πηγή: Τροποποιήθηκε από Κέφη (2005: 51)

Οι μάνατζερ των τριών πρώτων επιπέδων, που αποτελούν τα ανώτατα στελέχη (top managers)²⁶ της εταιρείας (Πρόεδροι Δ.Σ., Αντιπρόεδροι, Διευθύνοντες Σύμβουλοι, Γενικοί Διευθυντές), προγραμματίζουν και οριοθετούν την οργανωτική δομή της επιχείρησης, ενώ τα μεσαία στελέχη (middle managers)²⁷ και τα στελέχη πρώτης γραμμής (first line managers)²⁸, οι οποίοι είναι τα ανώτερα διοικητικά στελέχη (Διευθυντές Τμημάτων), επανδρώνουν, συντονίζουν και ελέγχουν τα διάφορα τμήματα. Στη συνέχεια, οι προϊστάμενοι των τμημάτων συμμετέχουν στις ομάδες εργασίας, καταθέτοντας τις απόψεις τους, λαμβάνουν αποφάσεις για θέματα ήσσονος σημασίας και εκτελούν τις εντολές των μάνατζερ, ενώ παράλληλα λειτουργούν και ως συνδετικός κρίκος μεταξύ των στελεχών και του εργατικού δυναμικού, καθώς το εργατικό δυναμικό εκτελεί τις αποφάσεις των ανωτέρω επιπέδων (Κέφης, 2005: 51-52).

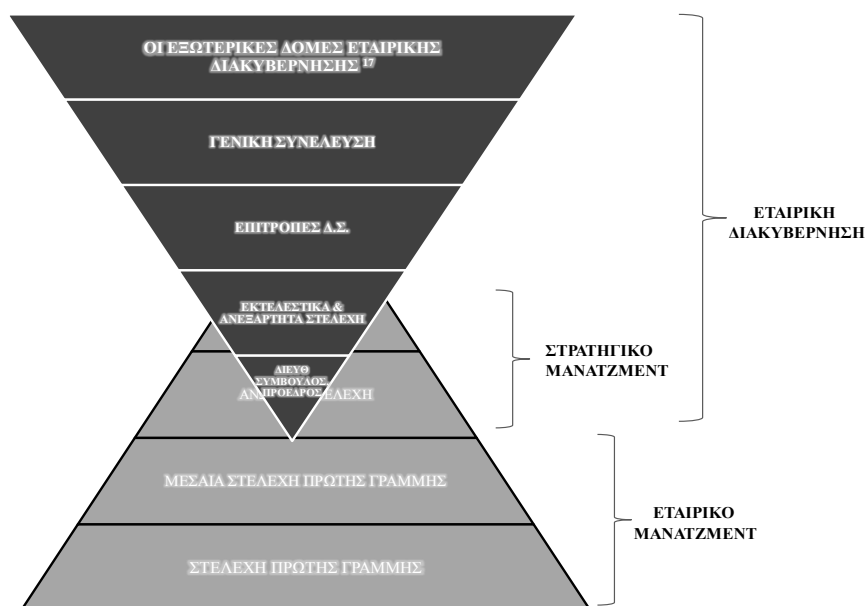
²⁶ Ουσιαστικά, τα ανώτατα στελέχη θέτουν τους οργανωτικούς στόχους, καθορίζουν τις στρατηγικές για την επίτευξή τους, παρακολουθούν το εξωτερικό περιβάλλον και λαμβάνουν αποφάσεις που επηρεάζουν την επιχείρηση (Daft, 2006: 15-16).

²⁷ Τα μεσαία στελέχη είναι υπεύθυνα για τα κύρια τμήματα της επιχείρησης (Daft, 2006: 16).

²⁸ Τα στελέχη πρώτης γραμμής είναι άμεσα υπεύθυνα για την παραγωγή των αγαθών και των υπηρεσιών (Daft, 2006: 17).

Στο σημείο αυτό, διερωτάται κανείς «Πώς συνδέονται οι παραπάνω έννοιες με την ΕΔ²⁹»; Και εφόσον υφίσταται σύνδεση, «πώς ερμηνεύεται η μεταξύ τους σχέση»; Αρκεί μόνο να αναφέρουμε ότι η ΕΔ³⁰ καθορίζει τις σχέσεις μεταξύ των τριών πυλώνων της επιχείρησης (δηλαδή των μετόχων, των διευθυντικών στελεχών (μάνατζερ) και του Δ.Σ.) και μπορεί κανείς να αντιληφθεί το πλαίσιο των οργάνων που περιλαμβάνει. Συμπερασματικά, με τη βοήθεια του σχήματος 2.1, η κοινή τομή των εννοιών του μάνατζμεντ και της ΕΔ θα μπορούσε να απεικονισθεί ως εξής:

Σχήμα 2.2: Ο διαχωρισμός της ΕΔ και του μάνατζμεντ



Πηγή: Τροποποιήθηκε από Θεοδωρίδη (2008: 47), Tricker (2009: 36) και Λαζαρίδη και Δρυμπέτα (2011: 108)

Είναι εμφανές, επομένως, ότι λαμβάνοντας τα πέντε πρώτα επίπεδα της διοικητικής πυραμίδας (του σχήματος 2.1) και διακρίνοντας το εταιρικό³¹ από το στρατηγικό μάνατζμεντ, η κοινή τομή ΕΔ και μάνατζμεντ έγκειται σε επίπεδο «στρατηγικού μάνατζμεντ» (ανωτάτων στελεχών). Ωστόσο, οι δύο αυτές έννοιες δε θα πρέπει να συγχέονται και να εκλαμβάνονται ως ίδιες, διότι, όπως θα δούμε και στη συνέχεια, έχουν διαφορετικό αντικειμενικό σκοπό³². ενώ, δε θα πρέπει να

²⁹ Για περαιτέρω ανάλυση, βλ. Kumar (2010: 5-6) και Tricker (2009: 61-67).

³⁰ Η ΕΔ μίας εταιρείας διαμορφώνεται από ένα σύνολο εσωτερικών και εξωτερικών μηχανισμών (για περισσότερα, βλ. Κεφάλαιο 4, Σχήμα 4.1, Οι δομές ΕΔ σε μία εταιρεία).

³¹ Το εταιρικό μάνατζμεντ αποτελείται από το εκτελεστικό και λειτουργικό μάνατζμεντ.

³² Σε μία σύγχρονη ανώνυμη εταιρεία, παρά τον μεγάλο αριθμό ιδιοκτητών της, οι καθημερινές επιχειρηματικές αποφάσεις λαμβάνονται από ένα πλήθος επαγγελματιών διευθυντών. Θεωρητικά, οι μέτοχοι (δηλαδή οι ιδιοκτήτες) εκλέγουν ένα Δ.Σ. για τον έλεγχο των διευθυντών, εξασφαλίζοντας έτσι

παραλείπεται και το γεγονός ότι τα μεσαία στελέχη και τα στελέχη πρώτης γραμμής συμβάλλουν στη διαμόρφωση του εκτελεστικού και λειτουργικού μάνατζμεντ και όχι του στρατηγικού (μάνατζμεντ).

2.3 Υπό στενή έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης

Η ΕΔ είναι μια έννοια σχετικά καινούργια, που έχει κατορθώσει να αναδειχθεί σε ένα ιδιαίτερα προσφιλές θέμα, σε σύντομο χρονικό διάστημα. Ειδικότερα, μελετώντας την πορεία ανάπτυξής της, κυρίως μέσα από τις δημοσιευμένες ερευνητικές εργασίες, διαπιστώνεται ότι ο ρυθμός είναι δυναμικός (αυξανόμενος), με σημαντικό αντίκτυπο σε διάφορα επιστημονικά πεδία. Ωστόσο, αναλύοντας σε βάθος τις όποιες μελέτες, διαπιστώνεται ότι, δεδομένης της ευρύτητας και της πολυπλοκότητας του αντικειμένου, παρουσιάζονται και διαφορετικές προσεγγίσεις, που εμφανώς δικαιολογούν και τη μη ύπαρξη ενός γενικά αποδεκτού ορισμού.

Για τον λόγο αυτό, οι Nerantzidis, Filos και Lazarides (2012) εφάρμοσαν μια διαδικασία ανάλυσης περιεχομένου, σε ένα δείγμα ορισμών, που αναφέρονται στη βιβλιογραφία, προκειμένου να συμπεράνουν τη σπουδαιότητα καθενός εξ αυτών και κατέληξαν ότι, παρότι δεν υπάρχει ένας ορισμός που να περιλαμβάνει το σύνολο των διαστάσεων της ΕΔ, ωστόσο, η συχνότητα αναφοράς του αυξάνεται όσο αυξάνουν και οι διαστάσεις ΕΔ που καλύπτει.

Πιο συγκεκριμένα, διέκριναν έξι διαστάσεις της έννοιας της ΕΔ (μετόχων, ενδιαφερόμενων μερών, διακυβέρνησης, ελέγχου, επίδοσης και θεσμική) και με τη χρήση της μηχανής αναζήτησης «Google» παρατήρησαν τη συχνότητα εμφάνισης της κάθε διάστασης – σε ένα σύνολο 22 ορισμών³³ – και υπολόγισαν τη βαθμολογία της, σε απόλυτη και ποσοστιαία έκφραση. Ειδικότερα, διαπίστωσαν ότι οι τρεις συχνότερες διαστάσεις που εντοπίζονται σε έναν ορισμό είναι αυτές της διακυβέρνησης, των μετόχων και του θεσμικού παράγοντα, με αντίστοιχα ποσοστά

ότι εκπροσωπούνται τα συμφέροντα των ιδιοκτητών. Στην πράξη, όμως, οι υποψήφιοι για το Δ.Σ. συνήθως επιλέγονται από τους διευθυντές. Θεωρητικά, δηλαδή, το Δ.Σ. πρέπει να είναι μία ανεξάρτητη ομάδα, που ελέγχει τις αποφάσεις της διοίκησης και προστατεύει τα συμφέροντα των ιδιοκτητών, κυρίως επειδή υπάρχει διαχωρισμός της ιδιοκτησίας και του ελέγχου (Waldman and Jensen, 2009: 70).

³³ Οι ορισμοί αυτοί καλύπτουν τη χρονολογική περίοδο από το 1992 έως το 2010 και αναφέρονται αναλυτικότερα στο Παράρτημα Β2 (Πίνακας 1).

εμφάνισης 74%, 80% και 93%, ενώ κατέληξαν και στο συμπέρασμα ότι ένας ορισμός έχει 80% πιθανότητα να περιλαμβάνει τουλάχιστον 3 διαστάσεις.

Λαμβάνοντας υπόψη τα αποτελέσματα της ανάλυσής τους και την πληρότητα – από πλευράς διαστάσεων – των ορισμών, προτείνουν ως αντιπροσωπευτικότερους αυτούς των Nerantzidis (2012a) και Schmidt και Tyrell (1997). Ειδικότερα, ο πρώτος ορισμός (Nerantzidis, 2012a) αποτελεί μια νέα προσέγγιση στην πολυδιάστατη έννοια της ΕΔ, ορίζοντάς την ως «την πληθώρα των εσωτερικών και εξωτερικών μηχανισμών, οι οποίοι διασφαλίζουν την ελάχιστη δίκαιη απόδοση στους μετόχους και παράλληλα προστατεύουν όσους έχουν άμεσα έννομο συμφέρον»³⁴. Κατ' αυτόν τον τρόπο, παρατηρείται η ύπαρξη αναφοράς, πέραν των εξωτερικών μηχανισμών και στους εσωτερικούς, συμπεριλαμβάνοντας και τη σπουδαιότητα του εσωτερικού ελέγχου.

Αντίστοιχα, ο δεύτερος (των Schmidt and Tyrell, 1997) αποδίδει την έννοια της ΕΔ ως «το σύνολο των θεσμικών και οργανωτικών μηχανισμών, που σε συνδυασμό με τη διαδικασία λήψης αποφάσεων, την παρέμβαση και τον έλεγχο των δικαιωμάτων, εξυπηρετούν στην επίλυση των συγκρούσεων μεταξύ των διαφόρων ομάδων συμφερόντων που έχουν μερίδιο στην εταιρεία». Ο ορισμός αυτός καλύπτει, πέραν του οργανωτικού και του νομικού πλαισίου λειτουργίας μιας επιχείρησης και τη συμβολή των δικαιωμάτων των μετόχων και των λοιπών ενδιαφερόμενων μερών, ωστόσο, παραβλέπει τη διάσταση της επίδοσης της επιχείρησης, που έγκειται στη διασφάλιση της δίκαιης απόδοσης μιας επένδυσης.

Είναι, επομένως, σαφές ότι η έννοια της ΕΔ είναι αρκετά ευρεία και συνεπώς δεν μπορεί να αποδοθεί επακριβώς με ένα σύντομο και περιεκτικό ορισμό. Παρόλα αυτά, όμως, μπορεί κανείς να συνάγει το γεγονός ότι – ως σύστημα – αναφέρεται: i) στον εταιρικό κανονισμό, ii) στο νομικό πλαίσιο λειτουργίας της εταιρείας, iii) στη σύνθεση του Δ.Σ., iv) στην κατανομή των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, v) στα δικαιώματα των πιστωτών, των προμηθευτών, των εργαζομένων και των πελατών, για παρέμβαση στη διοίκηση της επιχείρησης και στην άσκηση ελέγχου, vi) στις διαδικασίες πτώχευσης, vii) στους κανονισμούς γνωστοποίησης εταιρικών πληροφοριών, viii) στους κανονισμούς και μηχανισμούς εσωτερικού ελέγχου, ix) στους κανονισμούς σχετικά με τη διαχείριση εμπιστευτικών πληροφοριών και x)

³⁴ Ο ίδιος ορισμός χρησιμοποιήθηκε και από τους Nerantzidis και Filos (2012).

στους κανονισμούς και διαδικασίες προστασίας των συμφερόντων των μικρομετόχων (Τραυλός, 2001: 171).

2.4 Υπό ευρεία έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης

Όπως έχει ήδη αναφερθεί παραπάνω, η διεθνής βιβλιογραφία δεν έχει καταλήξει σε έναν ευρέως αποδεκτό ορισμό της ΕΔ (υπό στενή έννοια), καθώς καλύπτει ένα μεγάλο φάσμα θεμάτων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το γεγονός ότι αρκετές ερευνητικές εργασίες σχετίζουν την ΕΔ με την ΕΚΕ³⁵, πράγμα που εμφανώς της προσδίδει ένα μεγαλύτερο εννοιολογικό εύρος.

Και πράγματι, η ανάγκη δημιουργίας μίας κοινωνικά υπεύθυνης εταιρείας αποτέλεσε τη βάση ανάπτυξης της ΕΔ (υπό ευρύτερης έννοιας) ή ακόμη καλύτερα του επιστημονικού πεδίου της ΕΚΕ. Βέβαια, δεν πρέπει να παραληφθεί ότι η γενεσιουργός αιτία ανάπτυξης της ΕΚΕ ήταν η θεωρία ηθικής και η θεωρία ενδιαφερόμενων μερών, εν αντιθέσει με αυτή της ΕΔ (υπό στενή έννοια), που ήταν η θεωρία αντιπροσώπευσης. Ωστόσο, η ανάγκη εξυπηρέτησης, τόσο του εσωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης όσο και του εξωτερικού (περιβάλλοντος), έφερε στο προσκήνιο τις δύο αυτές έννοιες (την ΕΔ υπό στενή και υπό ευρεία έννοια). Εναλλακτικά, θα μπορούσαμε να πούμε ότι η ΕΔ, υπό ευρεία έννοια, περιλαμβάνει το συνολικό πλαίσιο των σχέσεων που δημιουργούνται από τη λειτουργία της εταιρείας και τις συνέπειες αυτών των σχέσεων για την κοινωνία γενικότερα (ΕΚΕ)³⁶.

Ουσιαστικά, η πρωτοβουλία της ΕΚΕ στηρίζεται στο γεγονός ότι οι επιχειρήσεις επιθυμούν την επίτευξη μίας μακροχρόνιας σχέσης, που πέραν της μεγιστοποίησης του κέρδους έναντι των μετόχων, αποβλέπουν στην εξυπηρέτηση του συμφέροντος των εργαζόμενων, των πελατών, των προμηθευτών και της κοινωνίας γενικότερα.

Βέβαια, προσπαθώντας να αποτυπώσουμε την έννοια της ΕΚΕ με έναν ευρέως αποδεκτό ορισμό, αντιλαμβανόμαστε εξίσου την προβληματική επίτευξης συναίνεσης, αυτή δηλαδή της διατύπωσης μίας έννοιας με έναν κοινό τρόπο, καθώς η βιβλιογραφία της ΕΚΕ έχει παράξει πολλούς ορισμούς, από την αρχή εμφάνισής της. Σύμφωνα με το Διεθνές Επιχειρηματικό Συμβούλιο για τη Βιώσιμη Ανάπτυξη (2000)

³⁵ Πατέρας της ΕΚΕ θεωρείται ο Howard Bowen's (1953), με το βιβλίο του *Social Responsibilities of the Businessman*.

³⁶ Για την εξέλιξη του ορισμού της ΕΚΕ, βλ. Carroll (1999).

(Δ.Ε.Σ.Β.Α., World Business Council for Sustainable Development)³⁷, «Η ΕΚΕ είναι η διαρκής δέσμευση μιας επιχείρησης να συμπεριφέρεται ηθικά και να συμβάλει στην οικονομική ανάπτυξη, ενώ παράλληλα να βελτιώνει την ποιότητα ζωής των εργαζομένων και των οικογενειών τους, καθώς επίσης και της τοπικής κοινότητας και της κοινωνίας γενικότερα». Αντίστοιχα, οι McWilliams και Siegel (2001) ορίζουν την ΕΚΕ ως «το σύνολο των ενεργειών που εμφανίζονται για την προώθηση κάποιου κοινωνικού αγαθού, πέρα από τα συμφέροντα της επιχείρησης και όσων απαιτούνται από τον νόμο». Επιπρόσθετα, οι Piacentini, MacFadyen και Eadie (2000) αναφέρουν ότι αποτελεί «την εθελοντική ανάληψη ευθυνών, εκ μέρους των εταιρειών, πέρα από τις καθαρά οικονομικές και νομικές ευθύνες»· ενώ, ο Reder (1994) επισημαίνει ότι αυτή «αναφέρεται τόσο στον τρόπο με τον οποίο μία εταιρεία διεξάγει τις εσωτερικές της λειτουργίες, συμπεριλαμβανομένου του τρόπου με τον οποίο μεταχειρίζεται το εργατικό δυναμικό της, όσο και στις επιδράσεις που έχει στον κόσμο γύρω της».

Αντίστοιχα, σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ο ορισμός που δόθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2011) τονίζει την ανάγκη, από πλευράς επιχειρήσεων, «να έχουν σε ισχύ μία διαδικασία για την ένταξη κοινωνικών, περιβαλλοντικών, ηθικών και ανθρώπινων δικαιωμάτων στις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες και στον πυρήνα της στρατηγικής τους, που να είναι σε στενή συνεργασία με τα ενδιαφερόμενα μέρη».

Επομένως, η διαφορετικότητα των ορισμών, που κατά καιρούς έχουν διατυπωθεί, εντοπίζεται κυρίως στην ξεχωριστή διάσταση και στη σημαντικότητα που του αποδίδει ο κάθε ερευνητής ή οργανισμός. Ωστόσο, ο Dahlsrud (2006) αποδεικνύει ότι οι έννοιες αυτές, παρότι διαφορετικές, κατά ένα μεγάλο βαθμό συγκλίνουν και καταλήγει ότι η σύγχυση δεν αφορά τη διατύπωση της ΕΚΕ, αλλά τον τρόπο με τον οποίο αυτή είναι δομημένη σε ένα κοινωνικό πλαίσιο. Συνεπώς, είναι αντιληπτό ότι οι εν λόγω ορισμοί, αν και διαφορετικά διατυπωμένοι, εκφράζουν την ίδια ιδέα, δεδομένου ότι προσδιορίζουν την έννοια της κοινωνικής υπευθυνότητας, όχι μόνο στην εκπλήρωση των νομικών υποχρεώσεων, αλλά στην υπέρβαση των ορίων αυτών (τήρησης του νόμου), επενδύοντας «περισσότερο» στις σχέσεις με την κοινωνία και το περιβάλλον. Ως ένα αξιόλογο τέτοιο παράδειγμα τονίζεται η επιβράβευση του Muhammad Yunus το 2006, με το βραβείο “Nobel Peace Prize”, για την προσφορά του και την οικονομική υποστήριξη της εταιρείας του “Crammen bank” στους

³⁷ Για περισσότερα, βλ. www.wbcsd.org (στο πεδίο Business Ethics).

κατοίκους του Μπανγκλαντές³⁸. Συνεπώς, από μία θεσμοθετημένη και επιβεβλημένη ΕΚΕ κινούμαστε προς μία αυτοπροαίρετη και αυτό-καθοριζόμενη ομάδα κανονισμών, με έμφαση στα ηθικά καθήκοντα της εταιρείας.

Εν κατακλείδι, η ΕΔ δε σχετίζεται απλά με την κοινωνική ευθύνη, αλλά αποτελεί και τη βασική προϋπόθεση για την ανάδειξη οποιαδήποτε άλλης δράσης της εταιρείας. Δοθέντος του βασικού εταιρικού σκοπού, η μεγιστοποίηση των μετοχικών συμφερόντων δύναται να διέρχεται και μέσα από την επιδίωξη των συμφερόντων τρίτων μερών. Κατ' αυτήν την έννοια, τα συμφέροντα των λοιπών ενδιαφερόμενων μερών δεν πρέπει να λαμβάνονται υπόψη αυτοτελώς, αλλά αποκλειστικά υπό το πρίσμα της δυνατότητας προαγωγής των συμφερόντων των μετόχων (Σταϊκούρας, 2008: 17).

2.5 Θεωρίες εταιρικής διακυβέρνησης

Η ΕΔ έχει έρθει στο προσκήνιο του επιχειρηματικού κόσμου σχετικά νωρίς και ως όρος έχει αναπτυχθεί τα τελευταία περίπου χρόνια. Ωστόσο, οι θεωρίες που διέπουν την ανάπτυξη αυτής και των επιστημονικών πεδίων που καλύπτει χρονολογούνται πολύ νωρίτερα και προέρχονται από επιστημονικούς κλάδους, όπως η χρηματοοικονομική, η λογιστική, η οικονομική, η νομική, η διοίκηση επιχειρήσεων κ.ο.κ. Γίνεται, επομένως, κατανοητό ότι η εξέλιξη της ΕΔ είναι μία παγκόσμια εκδήλωση και ως τέτοια, αποτελεί ένα σύνθετο τομέα, που περιλαμβάνει νομικές, πολιτιστικές, ιδιοκτησιακές και άλλες διαρθρωτικές διαφορές (Mallin, 2010).

Παρόλα αυτά, όμως, εκτός από το παράδειγμα της χρηματοοικονομικής (finance paradigm), έχουν χρησιμοποιηθεί και άλλα θεωρητικά πλαίσια για την ανάλυση της ΕΔ (Solomon and Solomon, 1999), που αποτελούν ξεχωριστές πολιτικές, όπως η θεωρία διαχείρισης και η θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών (Hawley and Williams, 1996, 2000). Με τον τρόπο αυτό, γίνεται σαφές ότι ορισμένες θεωρίες μπορεί να είναι περισσότερο κατάλληλες ή σχετικές με κάποιες χώρες, από ότι με κάποιες άλλες, αλλά και περισσότερο σημαντικές σε διαφορετικές χρονικές στιγμές, ανάλογα με το στάδιο που βρίσκεται μια μεμονωμένη χώρα ή ομάδα χωρών. Έτσι λοιπόν, το στάδιο της ανάπτυξης μπορεί να αναφέρεται στην εξέλιξη της οικονομίας ή της εταιρικής

³⁸ Βλ. Haugh (2007).

δομής, αφορώντας όλα εκείνα τα στοιχεία που επηρεάζουν τον τρόπο με τον οποίο θα αναπτυχθεί η ΕΔ και θα προσαρμοσθεί μέσα σε μια χώρα. Ωστόσο, αυτό που χρήζει ιδιαίτερης σημασίας είναι το κατά πόσο μια εταιρεία λειτουργεί σε ένα πλαίσιο ενδιαφέροντος των μετόχων (shareholder model), εστιάζοντας κυρίως στη συντήρηση και την ενίσχυση της εταιρικής αξίας ή αν χρειάζεται μία ευρύτερη προσέγγιση που θα περιλαμβάνει τα ενδιαφέροντα των υπόλοιπων ομάδων (stakeholder model), όπως των εργαζόμενων, των προμηθευτών, των πελατών, της τοπικής κοινωνίας κ.ο.κ.

Στο σημείο αυτό, συνοψίζοντας τις θεωρίες που έχουν επηρεάσει – σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία – την εξέλιξη της ΕΔ, θα μπορούσαμε ν' αναφέρουμε: i) τη θεωρία διαχείρισης (Stewardship Theory), ii) τη θεωρία αντιπροσώπευσης (The Agency Theory), iii) τη θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών (Stakeholder Theory), iv) τη θεωρία των οικονομικών συναλλαγών (Transaction Cost Economics), v) τη θεωρία εξάρτησης των πόρων (Resource Dependency Theory), vi) τη θεωρία σημάτων (Signaling Theory) και vii) τη θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης (Managerial Hegemony Theory). Στη συνέχεια, ωστόσο, θα εστιάσουμε και θα αναλύσουμε τις πιο κοινά αποδεκτές.

2.5.1 Θεωρία διαχείρισης (Stewardship Theory)

Η θεωρία διαχείρισης στηρίζεται στις παραδοχές της θεωρίας αντιπροσώπευσης και της θεωρίας συναλλαγών (Mallin, 2010). Ωστόσο, όμως, αξίζει να αναφερθεί ότι πηγή προέλευσής της είναι η ψυχολογία και η κοινωνιολογία, ενώ σχεδιάστηκε για να εφαρμοστεί από ερευνητές που εξετάζουν περιπτώσεις, όπου τα στελέχη (ως διαχειριστές) ενεργούν προς το συμφέρον των εντολέων τους (Donaldson and Davis, 1989, 1991).

Ειδικότερα, βασίζεται σε ένα μοντέλο ανθρώπου, όπου ως διαχειριστής, λαμβάνει μεγαλύτερη χρησιμότητα από συνεργατικές, προ-οργανωτικές συμπεριφορές, απ' ότι μέσω ιδιοτελείς, υποθέτοντας μία ισχυρή σχέση μεταξύ οργανωτικής επιτυχίας και ικανοποίησης του αντιπροσωπευόμενου. Ως εκ τούτου, ένας διαχειριστής ξεπερνά την ανταλλαγή με την πίστη ότι η πορεία, προς τις οργανωτικές και συλλογικές δραστηριότητες, ολοκληρώνεται με την ικανοποίηση των προσωπικών του αναγκών. Για τον λόγο αυτό, η εξουσιοδότηση δομών και μηχανισμών ΕΔ στα εκτελεστικά όργανα είναι κατάλληλη, όταν υφίσταται το

μοντέλο του ανθρώπου (δηλαδή η θεωρία διαχείρισης), με αποτέλεσμα ο έλεγχος να μειώνει τα κίνητρα των διαχειριστών και να υποεκτιμά την προ-οργανωτική συμπεριφορά (Davis, Schoorman and Donaldson, 1997).

Σε αντίθεση με τη θεωρία αντιπροσώπευσης, η θεωρία διαχείρισης υποστηρίζει ότι οι διευθυντές δε συμπεριφέρονται πάντα κατά τρόπο ώστε να μεγιστοποιούν τα προσωπικά τους συμφέροντα, αλλά μπορούν και ενεργούν με υπευθυνότητα, ανεξαρτησία και ακεραιότητα (Tricker, 2009: 224). Υπονοείται, δηλαδή, ότι τα ανώτερα στελέχη έχουν την τάση να αντιμετωπίζουν την εταιρεία ως προέκταση του εαυτού τους και ενδιαφέρονται περισσότερο για τη μακροχρόνια επιβίωσή της. Συνεπώς, θα μπορούσαμε να εντοπίσουμε μία σειρά ψυχολογικών και διάφορων άλλων παραγόντων, κατά τους οποίους η θεωρία αυτή διαφέρει από τη θεωρία της αντιπροσώπευσης και να τους συνοψίσουμε στον ακόλουθο πίνακα (μελέτη που πραγματοποιήθηκε από τους Davis, Schoorman και Donaldson, 1997):

Πίνακας 2.1: Σύγκριση θεωρίας αντιπροσώπευσης και θεωρία διαχείρισης

	Θεωρία Αντιπροσώπευσης	Θεωρία Διαχείρισης
Κατηγορία Ανθρώπου	Άνθρωπος που ενδιαφέρεται για το κέρδος	Άνθρωπος πραγματιστής
Συμπεριφορά	Αυτοεξυπηρετούμενη	Ενδιαφέρεται για τη συλλογική ικανοποίηση
Ψυχολογικοί Μηχανισμοί		
Κίνητρο	Κατώτερης τάξης /οικονομικές ανάγκες (ψυχολογικές, ασφάλειας) Εξωγενείς	Ανάγκες ανώτερης τάξης (ανάπτυξης, επίτευξης, αυτοπραγμάτωσης) Ενδογενείς
Κοινωνική Σύγκριση	Υπόλοιποι μάνατζερ	Εντολέας
Αναγνώριση	Χαμηλής αξίας	Υψηλής αξίας
Δύναμη	Θεσμική (νόμιμη, πιεστική)	Προσωπική (εμπειρική)
Μηχανισμοί Κατάστασης		
Φιλοσοφία Μάνατζμεντ	Προσανατολισμένη στους ελέγχους	Προσανατολισμένη στη συμμετοχή
Κίνδυνος	Μηχανισμοί ελέγχου	Εμπιστοσύνη
Προσανατολισμού		
Χρονικό πλαίσιο	Βραχυπρόθεσμο	Μακροπρόθεσμο
Στόχος	Έλεγχος κόστους	Ενίσχυση απόδοσης
Πολιτισμικές διαφορές	Ατομικισμός	Κολεκτιβισμός
	Ανώτατη απόσταση εξουσίας	Κατώτατη απόσταση εξουσίας

Πηγή: Davis, Schoorman and Donaldson (1997: 37)

Ωστόσο, αξίζει να αναφερθεί ότι η «προτεινόμενη οπτική» δεν έχει καταφέρει να ερμηνεύσει τα σύγχρονα φαινόμενα κακοδιαχείρισης και εταιρικών σκανδάλων, με αποτέλεσμα τα «στελέχη να μην κινητοποιούνται από μη-χρηματικά κίνητρα», θέτοντας έτσι σε αμφισβήτηση τη βασική παραδοχή της εν λόγω θεωρίας (Λαζαρίδης και Δρυμπέτας, 2011: 80).

2.5.2 Θεωρία αντιπροσώπευσης (Agency Theory)

Η θεμελίωση της έννοιας της ΕΔ έχει προκύψει από τη χρηματοοικονομική θεωρία και ειδικότερα από το πρόβλημα αντιπροσώπευσης, με το ζήτημα να προκύπτει όταν «οι μέτοχοι (εντολείς) αναθέτουν τη διεύθυνση της επιχείρησης στα διευθυντικά στελέχη (management – εντολοδόχους)» (Τραυλός, 2003: 4), λόγω έλλειψης των απαραίτητων γνώσεων. Αυτή η ανάθεση αποτελεί μία μορφή σύμβασης, «σύμφωνα με την οποία οι εντολοδόχοι αναλαμβάνουν την εντολή να ενεργούν στο όνομα του εντολέα, επιδιώκοντας τη μεγιστοποίηση της οικονομικής του ωφέλειας» (Τραυλός, 2005: 2) [... *a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent* (Jensen and Meckling, 1976: 308)].

Συνάγεται, επομένως, ότι η θεωρία της αντιπροσώπευσης είναι η πλέον διαδεδομένη και ισχυρότερη ακαδημαϊκά, καθώς έχει χρησιμοποιηθεί σε ποικίλα επιστημονικά πεδία, όπως λόγου χάριν της λογιστικής (π.χ. Demski and Feltham, 1978), των οικονομικών (π.χ. Spence and Zeckhauser, 1971), της χρηματοοικονομικής (π.χ. Fama, 1980), του μάρκετινγκ (π.χ. Basu, et al., 1985), των πολιτικών επιστημών (π.χ. Mitnick, 1986), της οργανωσιακής θεωρίας (π.χ. Eisenhardt, 1985, 1988· Kosnik, 1987) και της κοινωνιολογίας (π.χ. Eccles, 1985· White, 1985) (Eisenhardt, 1989: 57). Ωστόσο, όμως, ως θεωρία δεν είναι στατική, καθώς εξελίσσεται διαρκώς, σύμφωνα με τη σχολή σκέψης από την οποία πηγάζει.

Εντούτοις, είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με τη δυνατότητα των μετόχων να επιβεβαιώνουν ότι οι αντιπρόσωποί τους εκπληρώνουν τις υποχρεώσεις που τους έχουν αναθέσει, καθώς «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, προμηθευτές κ.λπ.)» (Shleifer and Vishny, 1997· Εμμανουηλίδης, 2009: 34). Υπάρχει, επομένως, πάντα ένα ζήτημα σύγκρουσης μεταξύ μετόχων και διοίκησης, η οποία προκαλεί το γνωστό κόστος αντιπροσώπευσης, οριζόμενο **ως το άθροισμα του κόστους παρακολούθησης και του κόστους εφαρμογής των μεθόδων ελέγχου (εκ μέρους των μετόχων)**. Εν τέλει, καθίσταται σαφές ότι η ανάπτυξη συστημάτων ΕΔ προέρχεται από το βασικό πρόβλημα αντιπροσώπευσης

και δη της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ εντολέα – εντολοδόχου. Για τον σκοπό αυτό, απαιτείται η δημιουργία ισχυρών συστημάτων ΕΔ, που θα επιλύουν το βασικό, εν γένει, πρόβλημα της εκάστοτε οικονομίας.

Με το εν λόγω αντικείμενο, πρώτοι ασχολήθηκαν οι Berle και Means (1932), οι οποίοι έθεσαν το κλασικό θέμα της αντιπροσώπευσης, δηλαδή του διαχωρισμού της ιδιοκτησίας και του ελέγχου στις μεγάλες επιχειρήσεις. Ωστόσο, όμως, η πλέον διαδεδομένη ακαδημαϊκή εργασία, που συνέβαλε στην εξέλιξη της θεωρίας αντιπροσώπευσης, είναι αυτή των Jensen και Meckling (1976), προσδιορίζοντας τις ακόλουθες κατηγορίες συγκρούσεων: i) μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών, ii) μεταξύ μετόχων και πιστωτών, και iii) μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων.

Λαμβάνοντας υπόψη το γεγονός ότι οι περισσότεροι ερευνητές αναγνωρίζουν το πρόβλημα που πηγάζει από τη σχέση εντολέα – εντολοδόχου, στις επόμενες παραγράφους γίνεται μία προσπάθεια ανάλυσης των συνηθέστερων ομάδων και των συγκρούσεων που αυτές συνεπάγονται³⁹.

³⁹ Για περισσότερα, βλ. Τραυλός (2001).

2.5.2.1 Συγκρούσεις μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών

Η πρώτη κατηγορία προβλημάτων αντιπροσώπευσης προέρχεται από τα διευθυντικά στελέχη της εταιρείας. Οι συγκρούσεις τέτοιου είδους έχουν την «τιμητική τους» και εμφανίζονται περισσότερο στις πολυμετοχικές εταιρείες του Η.Β. και των Η.Π.Α. και λιγότερο στις εταιρείες οικογενειακού χαρακτήρα, όπως της Ελλάδας.

Σύμφωνα με τους Berle και Means (1932), οι ιδιοκτήτες-μέτοχοι της εταιρείας παραχωρούν τον έλεγχο και την αξιοποίηση της εταιρείας σε αντιπρόσωπους – διευθυντικά στελέχη, έναντι μιας προσυμφωνημένης αμοιβής. Με τον τρόπο αυτό, τα ανώτερα στελέχη της εταιρείας είναι σε θέση να επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης και συνεπώς και τις αποδόσεις που απολαμβάνουν οι ιδιοκτήτες, από τη χρήση του περιουσιακού αυτού στοιχείου.

Είναι γεγονός, λοιπόν, ότι οι έμπειροι επαγγελματίες τεχνοκράτες, ασκώντας τη διοίκηση της εταιρείας, ενεργούν – ουκ ολίγες φορές – προς την κατεύθυνση της επιδίωξης του ιδίου οφέλους και της μεγιστοποίησης, συνεπώς, της προσωπικής τους χρησιμότητας. Ένα αξιόλογο τέτοιο παράδειγμα είναι η ανάλωση εταιρικών πόρων σε μη παραγωγικές υπηρεσίες και αγαθά, όπως πολυτελή γραφεία, ταξίδια κ.ο.κ.

Επιπλέον, ως πεδίο σύγκρουσης μπορεί να χαρακτηριστεί και η υπερβολική αποστροφή κινδύνου των διευθυντικών στελεχών, καθώς, με τον τρόπο αυτό, θέτουν σε κίνδυνο τη φήμη τους. Περαιτέρω, εξηγείται με την απλή λογική ότι η ανάληψη επενδύσεων υψηλού κινδύνου αυξάνει την πιθανότητα πτώχευσης της επιχείρησης και συνεπώς και τη μελλοντική καταστροφή των διευθυντικών στελεχών. Παρατηρείται, επομένως, το εξής φαινόμενο: από τη μία οι μέτοχοι να ενδιαφέρονται για την αύξηση του εταιρικού πλούτου, που μεταφράζεται σε αύξηση της τιμής της μετοχής ή σε διανομή υψηλότερου μερίσματος, αναλαμβάνοντας μεγαλύτερο επιχειρηματικό κίνδυνο (από αυτού του διαφοροποιήσιμου) και από την άλλη, τα διευθυντικά στελέχη να αρνούνται να δεχτούν αποδοτικά σχέδια με θετική ΚΠΑ (Τραυλός, 2001: 172)⁴⁰.

Ένα ακόμη πεδίο σύγκρουσης μπορεί να προκληθεί και από τον χρονικό ορίζοντα των ταμειακών ροών, καθώς οι μεν μέτοχοι ενδιαφέρονται για όλες τις προεξοφλημένες ταμειακές ροές, που εκτείνονται εις το διηνεκές, ενώ τα διευθυντικά

⁴⁰ Απεναντίας, τα διευθυντικά στελέχη δέχονται επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τα βραχυπρόθεσμα κέρδη, παρότι μειώνουν τη μακροπρόθεσμη κερδοφορία.

στελέχη ενδιαφέρονται για εκείνες που δημιουργούνται μέχρι και τη λήξη της θητείας τους.

Καθίσταται, λοιπόν, εμφανής η ύπαρξη ασυμμετρίας, στην ικανότητα των μετόχων να έχουν σαφή εικόνα για την κατάσταση της εταιρείας. Ωστόσο, σύμφωνα με την εμπειρική και θεωρητική βιβλιογραφία της ΕΔ, όταν υφίσταται η ασυμμετρία αυτού του είδους, η επιχείρηση, σε συνδυασμό με το εξωτερικό περιβάλλον, δύναται να διαμορφώσουν εκείνο το κατάλληλο σύστημα ΕΔ, που θα εξαλείψει τις οποιοσδήποτε συγκρούσεις. Για τον σκοπό αυτό, μία σειρά ερευνών, όπως οι Jensen και Meckling (1976), Smith και Warner (1979), Fama (1980), Kalay (1982), Starks (1987), Dyl (1988), Weisbach (1988), Jensen και Ruback (1983), Jensen και Murphy (1990), Agrawal και Knoeber, (1996), Bebchuk και Fried (2003) και Denis και McConnell (2003), παρέχουν στοιχεία ως προς την αναγνώριση διαφόρων μηχανισμών εναρμόνισης των αντιτιθέμενων συμφερόντων (βλ. Κεφάλαιο 4).

2.5.2.2 Συγκρούσεις μεταξύ μετόχων και πιστωτών

Αντίστοιχα, η δεύτερη ομάδα σύγκρουσης συμφερόντων – αυτή μεταξύ των μετόχων και των πιστωτών – αποτελεί ένα ιδιαίτερα προσφιλέθ θέμα, που έχει διερευνηθεί από ακαδημαϊκούς και πάσης φύσεως ενδιαφερόμενους για την εταιρική λειτουργία. Όπως είναι ευρέως γνωστό, δίχως δανεισμό δεν νοείται επιχειρηματικότητα, διότι αν θέλουμε να συζητάμε για την ύπαρξη των εταιρειών, θα πρέπει να εξετάσουμε τη σύγκρουση που δημιουργείται κατά την άντληση κεφαλαίων.

Πιο αναλυτικά, οι επιχειρήσεις – προκειμένου να συνεχίσουν τη λειτουργία τους – δανείζονται είτε εκδίδοντας ομόλογα, είτε απευθυνόμενοι στα πιστωτικά ιδρύματα. Το κύριο πρόβλημα, ωστόσο, που δημιουργείται στη συναλλαγή αυτή είναι ότι οι μέτοχοι, λαμβάνοντας υπόψη τον σκοπό και την εξυπηρέτηση της θέσης τους, πιέζουν για την ανάληψη επενδυτικών στοιχείων με υψηλό κίνδυνο. Παράλληλα, τα διευθυντικά στελέχη, προκειμένου να εναρμονιστούν με την «τακτική» των μετόχων, παραθέτουν επιχειρηματικά σχέδια με μικρότερο κίνδυνο, ως αντιστάθμισμα της ενδεχόμενης πίεσης.

Επιπροσθέτως, μία ακόμη αιτία που οδηγεί στη σύγκρουση αυτή είναι και η περαιτέρω δανειακή επιβάρυνση (πέραν της αρχικά προβλεφθείσας) της εταιρείας,

μετά την έκδοση του αρχικού δανείου, με αποτέλεσμα ο επαχθής αυτός δανεισμός να επηρεάζει συγχρόνως και την εταιρική κερδοφορία. Ειδικότερα, ο επιπλέον δανεισμός μετακυλιέται, ως κίνδυνος, στους πιστωτές της εταιρείας, αυξάνοντας αθροιστικά την πιθανότητα αθέτησης της πληρωμής τους.

Ωστόσο, στις ανωτέρω αιτίες συγκρούσεων προστίθεται και ακόμη μία, που αφορά την άρνηση των μετόχων να συνεισφέρουν επιπλέον μετοχικό κεφάλαιο, όταν η επιχείρηση αντιμετωπίζει χρηματοδοτικές δυσχέρειες. Ο προφανής λόγος, στην περίπτωση αυτή, είναι ο φόβος της πτώχευσης (καθώς η εταιρεία βρίσκεται σε κίνδυνο) και εξηγείται από το γεγονός ότι οι μέτοχοι προσβλέπουν κι αυτοί με τη σειρά τους στην αύξηση του πλούτου τους. Συνεπώς, η καλύτερη πρόσβασή τους – σε σχέση με τους πιστωτές – στα οικονομικά μεγέθη και η διασφάλιση της βιωσιμότητας της εταιρείας, συμβάλει στην αποφυγή περαιτέρω ανοιγμάτων, με την εισφορά νέου μετοχικού κεφαλαίου, όταν προβλέπεται χαμηλή σχετικά απόδοση (εκτενέστερη ανάλυση αναφορικά με τους μηχανισμούς εναρμόνισης αντιτιθέμενων συμφερόντων ακολουθεί στο Κεφάλαιο 4).

2.5.2.3 Συγκρούσεις μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων

Εν αντιθέσει με τις ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές των αγγλοσαξονικών χωρών, όπου προκύπτουν τα ανωτέρω δύο προβλήματα, στις χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης και των αναπτυσσόμενων χωρών, όπως και στις περιπτώσεις της Ιαπωνίας και της Ελλάδας, το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης εδράζεται στη σύγκρουση των συμφερόντων μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων. Ειδικότερα, στις συγκεκριμένες χώρες, τόσο ο έλεγχος, όσο και η διοίκηση, ασκείται (κυρίως) από μεγαλομετόχους και παρατηρείται μία ιδιαίτερη ιδιοκτησιακή δομή (οικογενειακή), η οποία διαφέρει σημαντικά από την πολυμετοχική.

Αναλυτικότερα, η κύρια αιτία συγκρούσεων (των δύο αυτών κατηγοριών μετόχων) είναι η εκμετάλλευση που υφίστανται οι μικρομέτοχοι από τους μεγαλομετόχους, κυρίως μέσω: i) χρηματιστηριακών συναλλαγών (προνομιακές πληροφορίες)⁴¹ και ii) ανάλωσης εταιρικών πόρων προς ίδιον όφελος.

Για τον σκοπό αυτό, όπως αναφέρει και ο Τραυλός (2001: 174), τα εταιρικά συστήματα διακυβέρνησης – που βασίζονται σε μεγαλομετόχους – παρουσιάζουν

⁴¹ Για περισσότερα, βλ. Λελεδάκης, et al. (2010).

σημαντικά προβλήματα και απαιτούν διαθρωτικές παρεμβάσεις και μεταρρυθμίσεις· είτε ενισχύοντας τον εποπτικό ρόλο του Δ.Σ., την προστασία των μικρομετόχων, την υιοθέτηση διαφάνειας και έγκαιρης, πλήρους και λεπτομερούς γνωστοποίησης σημαντικών εταιρικών γεγονότων και πληροφοριών, είτε εξασφαλίζοντας την επαρκή ανεξαρτησία του Δ.Σ. κατά τη λήψη αποφάσεων.

2.5.3 Θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών (Stakeholder theory)

Οι έντονες αλλαγές του επιχειρηματικού κόσμου, που προκλήθηκαν από την παγκοσμιοποίηση των αγορών, την άνοδο των πληροφοριακών συστημάτων, την απελευθέρωση των κρατών και την αυξημένη κοινωνική συνειδητοποίηση των επιχειρήσεων, σηματοδότησαν την εμφάνιση της θεωρίας των ενδιαφερόμενων μερών⁴². μιας θεωρίας που συνάντησε αρκετούς πολέμιους – επιφανείς ακαδημαϊκούς, όπως τους Friedman, Jensen, Porter και Williamson (Freeman, et al., 2010: 3-5).

Ως θεωρία, αναπτύχθηκε τα τελευταία τριάντα χρόνια, με σκοπό να ελαχιστοποιήσει τα προβλήματα: i) της δημιουργίας αξίας και του εμπορίου (Freeman, 1984), ii) της ηθικής του καπιταλισμού και iii) της διευθυντικής νοοτροπίας (Freeman et al., 2010).

Παρά ταύτα, η κύρια αρχή της συνοψίζεται στον σκοπό λειτουργίας μιας επιχείρησης, που συνδέεται με την απόδοση των μετόχων και την ικανοποίηση των αναγκών των λοιπών ενδιαφερόμενων μερών, όπως των εργαζομένων και της τοπικής κοινότητας. Συνεπώς, είναι κατανοητό ότι προκαλεί μια επέκταση των αρμοδιοτήτων και των ενεργειών της επιχείρησης, πέραν των στενών ατομικών αναγκών, δημιουργώντας την υποχρέωση λειτουργίας της ως ένα κοινωνικό φαινόμενο προστασίας του συνόλου, απ' ό,τι των μεμονωμένων μελών της (Freeman, 1984).

Κατ' αυτόν τον τρόπο, αντιλαμβανόμαστε ότι η συγκεκριμένη θεωρία δίνει έμφαση στα συμφέροντα μιας ευρύτερης ομάδας ενδιαφερόμενων (πέραν των μετόχων), όπως των υπαλλήλων, των πιστωτών, των προμηθευτών, των εκάστοτε κυβερνήσεων και των διαφόρων τοπικών κοινοτήτων, οι οποίες εκτείνονται στην περιφέρεια εγκαθίδρυσης των διαφόρων επιχειρήσεων. Παράλληλα, βέβαια, έχει

⁴² Η λέξη “stakeholder” ή «ενδιαφερόμενο μέρος» παρουσιάστηκε για πρώτη φορά στη βιβλιογραφία του μάνατζμεντ και συγκεκριμένα, σε ένα εσωτερικό σημείωμα του ερευνητικού ινστιτούτου του πανεπιστημίου του Στάνφορντ το 1963 (για περισσότερα, βλ. Freeman, et al., 2010: 30-31).

επηρεάσει και διάφορους άλλους κλάδους των επιχειρήσεων, όπως αυτών της χρηματοοικονομικής, της λογιστικής, του μάρκετινγκ και του μάνατζμεντ (Buchheit, Collins and Reitenga, 2002).

Ωστόσο, ολοκληρώνοντας την ανάλυσή της, είναι σημαντικό να αναφερθούν δύο χαρακτηριστικά παραδείγματα της διεθνούς βιβλιογραφίας, που ενισχύουν την προσέγγιση της θεωρίας αυτής στις χώρες της Γερμανίας και της Ιαπωνίας· όπου στη μεν πρώτη περίπτωση αντιμετωπίζουν τη συμμετοχή των εκπροσώπων των εργαζομένων στα εποπτικά Δ.Σ. και στη δε δεύτερη, την ύπαρξη ευνοϊκότερης μεταχείρισης των προμηθευτών και των πελατών των οικογενειακών επιχειρήσεων, γνωστών ως “Keiretsu⁴³”, για τη διασφάλιση μόνιμων θέσεων εργασίας (Nordberg, 2010: 181).

2.5.4 Θεωρία οικονομικών συναλλαγών (Transaction cost economics, TCE)

Η θεωρία συναλλαγών, αν και σε μεγάλο βαθμό συνδέεται με τη θεωρία αντιπροσώπευσης, προέρχεται από την αρχική εργασία του Coase (1937), βάσει της οποίας αναγνωρίζεται η ικανότητα μιας εταιρείας να μειώνει τα κόστη της, με την ανάπτυξη δραστηριοτήτων εντός του οργανισμού· παράγοντας, δηλαδή, αγαθά ή υπηρεσίες σε χαμηλότερη τιμή από αυτή της αγοράς. Εντούτοις, όμως, θεωρείται δεδομένο ότι, καθώς μια επιχείρηση μεγαλώνει, έρχεται σε ένα σημείο όπου η εξωτερική αγορά γίνεται φθηνότερη (Tricker, 2009: 223).

Κατ’ αυτόν τον τρόπο, η θεωρία συναλλαγών χρησιμοποιείται περισσότερο στη μελέτη οικονομικών φαινομένων (που κυμαίνονται από την κάθετη και οριζόντια ολοκλήρωση έως και τις τιμές μεταφοράς), στη χρηματοδότηση επιχειρήσεων, στο μάρκετινγκ, στην οργάνωση της επιχείρησης, στις μακροχρόνιες εμπορικές συμβάσεις, στο franchising, στη νομοθεσία, στις πολυεθνικές επιχειρήσεις και στις υπόλοιπες σχέσεις που μπορούν να δημιουργηθούν, επίσημα ή ανεπίσημα. Επομένως, η βασική αντίληψη της θεωρίας αυτής αφορά τη θεώρηση ότι οι συναλλαγές πρέπει να διακυβερνώνται, τόσο καλά όσο σχεδιάζονται και υλοποιούνται (Shelanski and Klein, 1995: 336).

⁴³ «Όρος που αποδίδει στην Ιαπωνική γλώσσα την κοινοπραξία εγχώριων επιχειρήσεων» (Ορφανός, 2003: 669).

Καθίσταται, λοιπόν, σαφές ότι η θεωρία συναλλαγών επικεντρώνεται – ως επί το πλείστον – στις δομές και στους μηχανισμούς διακυβέρνησης, όπως: το κόστος εφαρμογής εσωτερικών και εξωτερικών μηχανισμών ελέγχου, η αποκάλυψη πληροφοριών, η ανεξαρτησία των εξωτερικών μελών του Δ.Σ., ο διαχωρισμός της θέσης του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου, η ανάλυση κινδύνου και η σύσταση διαφόρων επιτροπών αποζημιώσεων και διορισμών. Ο κύριος λόγος έγκειται κυρίως στο γεγονός ότι οι δαπάνες αυτές πρέπει να πραγματοποιούνται, μέχρις ότου η αύξηση του κόστους να ισούται με τη μείωση των δυνητικών ζημιών, που οφείλονται στη μη συμμόρφωση (Tricker, 2009: 223).

Εν ολίγοις, παρατηρείται ότι η θεωρία συναλλαγών λαμβάνει υπόψη την εταιρεία, ως μία δομή διακυβέρνησης, σε αντίθεση με τη θεωρία αντιπροσώπευσης, που τη θεωρεί ως ένα πλέγμα συμβάσεων. Παρόλα αυτά, όμως, και οι δύο θεωρίες στηρίζονται στη βασική αρχή της χρηματοοικονομικής επιστήμης, συγκλίνοντας σε μεγάλο βαθμό, καθώς όπως παρατήρησαν και οι Stiles και Taylor (2001), θεωρούν ότι τα διοικητικά στελέχη λειτουργούν ορθολογιστικά και οπορτουμιστικά, λαμβάνοντας υπόψη τους – κυρίως – το προσωπικό τους συμφέρον.

2.6 Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης διεθνώς

2.6.1 Εισαγωγή

Στην παρούσα θεματική ενότητα γίνεται μία προσπάθεια εξέτασης των υπαρχόντων συστημάτων⁴⁴ ΕΔ, όπως αυτά αναπτύχθηκαν και εξελίχθηκαν κατά το δεύτερο μισό του 20^{ου} αιώνα και τα πρώτα έτη της νέας χιλιετίας. Γίνεται, δηλαδή, μία αναφορά στον τρόπο με τον οποίο οι διάφορες οικονομίες, μετά τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο, δημιούργησαν – εξελικτικά – τις προϋποθέσεις για τη διαμόρφωση ενός πλαισίου, εντός του οποίου οι επιχειρήσεις και οι οργανισμοί θα μπορούσαν να διοικηθούν και να οργανωθούν καλύτερα.

⁴⁴ Οι Weimer και Pape (1999) σε μελέτη τους, υπό τον τίτλο “A Taxonomy of Systems of Corporate Governance”, προτείνουν μία ταξινόμηση των διαφόρων συστημάτων ΕΔ, βασιζόμενοι σε οχτώ χαρακτηριστικά στοιχεία: i) την επικρατούσα έννοια της επιχείρησης, ii) το σύστημα του Δ.Σ., iii) την επιρροή των ενδιαφερόμενων μερών στις διοικητικές αποφάσεις, iv) τη σημασία των χρηματιστηριακών αγορών στην εθνική οικονομία, v) την παρουσία ή απουσία της αγοράς εταιρικού ελέγχου, vi) την ιδιοκτησιακή δομή, vii) τον βαθμό σύνδεσης των διευθυντικών αμοιβών με την εταιρική απόδοση και viii) τον χρονικό ορίζοντα των οικονομικών σχέσεων.

Από πού πηγάζει όμως η ανάγκη θέσπισης τέτοιων συστημάτων; Όπως έχουμε ήδη αναφέρει, προκύπτει από το κλασικό πρόβλημα της αντιπροσώπευσης και ειδικότερα από τη σύγκρουση συμφερόντων, μεταξύ εντολέα και εντολοδόχου, καθιστώντας αναγκαίο τον σχεδιασμό τέτοιων συστημάτων, για τη διασφάλιση των συμφερόντων των μετόχων. Αυτά τα συστήματα, γνωστά και ως συστήματα ΕΔ, έχουν ως πρωταρχικό στόχο «την ενίσχυση της διαφάνειας, την έγκαιρη και έγκυρη πληροφόρηση των μετόχων/επενδυτών, τη δημιουργία αποτελεσματικών και ανεξάρτητων ελέγχων, την ισχυροποίηση του εποπτικού ρόλου του Δ.Σ. και την κατάρτιση αξιόπιστων χρηματοοικονομικών καταστάσεων» (Ξανθάκης, Τσιπούρη και Σπανός, 2003: 17), με απώτερο σκοπό: **τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων και την ικανοποίηση των άμεσα ενδιαφερόμενων μερών.**

Για την επίτευξη των ανωτέρω στόχων, απαιτείται η ύπαρξη ισχυρών συστημάτων ΕΔ, που θα επιλύουν τα εκάστοτε προβλήματα ΕΔ. Ωστόσο, το εύλογο ερώτημα που τίθεται και χρήζει απάντησης είναι: *Εάν υπάρχει κατάλληλο σύστημα ΕΔ; και Ποιο μπορεί να είναι αυτό;* Δυστυχώς, τόσο η θεωρητική όσο και η εμπειρική βιβλιογραφία της ΕΔ δεν είναι ακόμη σε στάδιο να δώσει μία σαφή απάντηση και συγκεκριμένα, όπως χαρακτηριστικά επισημαίνουν οι Charkham και Simpson (1999: 29)⁴⁵ και Μέκος (2003: 22), δεν υπάρχουν «χρυσοί κανόνες» για μία επιτυχημένη ΕΔ. Παρόλα αυτά, υπάρχουν δύο βασικές αρχές που πρέπει να ακολουθούνται και βάσει των οποίων το μανάτζμεντ πρέπει: i) να είναι ελεύθερο να διοικεί την επιχείρηση με τις ελάχιστες δυνατές παρεμβολές και τη μέγιστη δυνατή παρακίνηση και ii) να είναι υπόλογο για την αποτελεσματική και αποδοτική χρήση αυτής της ελευθερίας. Αντίστοιχα, κατ' αυτόν τον τρόπο, και ο έλεγχος πρέπει να γίνεται σε δύο επίπεδα, περιλαμβάνοντας: τον έλεγχο του μανάτζμεντ από το Δ.Σ. και τον έλεγχο του Δ.Σ. από τους μετόχους.

Συνέπεια των ανωτέρω αποτελεί η διαμόρφωση και η γενική κατάταξη των διαφόρων, υφιστάμενων παγκοσμίως, συστημάτων ΕΔ σε δύο (ευρύτερα συστήματα)⁴⁶. Στα **εξωτερικά ή market oriented συστήματα** (ή shareholder – based

⁴⁵ Σε ελεύθερη απόδοση του ακόλουθου αποσπάσματος: “Good corporate governance is not a particular formula or process; there are many ways of achieving it, as international comparisons demonstrate, providing that two basic principles are followed: i) management should be free to drive the enterprise forward, with the minimum interference and maximum motivation, ii) management should be accountable for the effective and efficient use of this freedom. There are two levels of accountability, from management to the board and from the board to shareholders”.

⁴⁶ Η ταξινόμηση των συστημάτων σε εσωτερικά και εξωτερικά έγινε από τους Franks και Mayer (1996, 2001).

system), όπου η εξουσία θεμελιώνεται στους κανόνες της αγοράς και εφαρμόζονται κατά κανόνα στις αγγλοσαξονικές χώρες (π.χ. Η.Π.Α. και Η.Β.) και στα **εσωτερικά ή bank oriented συστήματα**⁴⁷ (ή stakeholder – based system), όπου η εξουσία έχει ως βάση επιρροής τις τράπεζες και συναντώνται κυρίως στις χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης⁴⁸, στην Ιαπωνία και στην Κορέα (Vives, 2000· Barca and Becht, 2001· Gugler, 2001).

Ως συστήματα, διαφέρουν κυρίως στην ιδιοκτησιακή τους δομή, στην αγορά εταιρικού ελέγχου και στις κεφαλαιαγορές τους· καθώς στις Η.Π.Α. και στο Η.Β., για παράδειγμα, παρατηρείται μεγάλη διασπορά της ιδιοκτησιακής δομής σε επενδυτές, αναδεικνύοντας πιο βραχυπρόθεσμες συμπεριφορές, τόσο από πλευράς μετόχων όσο και εκτελεστικής διοίκησης (Σπανός, 2001: 59· Visentini, 2006: 229· Tricker, 2009: 186· Nerantzidis and Filios, 2012: 6). Αντιθέτως, στην ηπειρωτική Ευρώπη, η διασπορά της ιδιοκτησιακής δομής σε επενδυτές είναι μικρή, διαμορφώνοντας τη συγκρουσιακή σχέση σε επίπεδο ισχυρών μεγαλομετόχων και αδύναμων μικρομετόχων. Επιπροσθέτως, τα δύο αυτά συστήματα ΕΔ διαφέρουν και σε μέγεθος κεφαλαιαγοράς, με την ύπαρξη μεγάλων και υψηλής ρευστότητας κεφαλαιαγορών (στην περίπτωση των αγγλοσαξονικών χωρών) και μικρών και χαμηλής ρευστότητας (στις χώρες, κυρίως, της ηπειρωτικής Ευρώπης) αντίστοιχα (Cuevano, 2002).

Παράλληλα, ως επιπλέον στοιχείο διαφοροποίησης των δύο συστημάτων θα μπορούσε να θεωρηθεί και το ισχύον δίκαιο κάθε χώρας ή όπως αλλιώς θα μπορούσε να αναφερθεί, η διαφορετικότητα μεταξύ των νομικών συστημάτων. Πιο συγκεκριμένα, σε χώρες όπως οι Η.Π.Α. και το Η.Β. εφαρμόζεται το κοινοδίκαιο ή αλλιώς εθιμικό δίκαιο (common law)⁴⁹, ενώ σε χώρες όπως η Γερμανία (Αυστραλία, Βέλγιο κ.ά.) και η Γαλλία (Γαλλία, Ισπανία, κ.ά.), ή ακόμη και στις Σκανδιναβικές (Σουηδία, Δανία, Νορβηγία κ.ά.), ακολουθείται το κανονιστικό – αστικό δίκαιο (civil law). Η διαφορά που προκύπτει μεταξύ των δύο αυτών συστημάτων εντοπίζεται κυρίως στον βαθμό προστασίας των επενδυτών και στην αυστηρότητα εφαρμογής των νόμων, με τον πρώτο ν' αντικατοπτρίζεται, όπως επισημαίνουν οι La Porta, et al. (2000), στη νομική παράδοση της κάθε χώρας.

Τέλος, τα συστήματα αυτά διαφέρουν και ως προς την αγορά εταιρικού ελέγχου, όπου στην περίπτωση των αγγλοσαξονικών χωρών μπορεί να χρησιμοποιηθεί είτε για

⁴⁷ Πολλοί υιοθετούν και την ονομασία blockholder system.

⁴⁸ Εννοώντας εφεξής, την Ελλάδα, τη Γερμανία, τη Γαλλία, την Ισπανία κ.ο.κ.

⁴⁹ Που παρέχει μεγαλύτερη διακριτική ευχέρεια στις αποφάσεις των δικαστηρίων, όπως αυτές στη συνέχεια ενσωματώνονται στο νομικό πλαίσιο.

την απόκτηση ελέγχου (takeovers) είτε για την έξοδο από την εταιρεία (ενεργητική αγορά εταιρικού ελέγχου), όταν στις χώρες της Ευρώπης – και δη στη Γερμανία – δεν παρατηρείται η ενεργής ύπαρξη του μηχανισμού αυτού (Cuervo, 2002).

Ωστόσο, αξίζει να αναφερθεί ότι τα τελευταία χρόνια παρατηρείται εν μέρει και μία σύγκλιση των συστημάτων ΕΔ, πέραν της οικονομικής, που αναγνωρίζουν η Mallin (2002) και οι Carati και Tourani (2000), όπως απεικονίζεται στην τάση ομοιομορφίας των αγγλοσαξονικών και ηπειρωτικών συστημάτων (Λαζαρίδης και Δρυμπέτας, 2011: 101). Ειδικότερα, διαπιστώνεται ότι στην Ε.Ε. των είκοσι επτά (27) κρατών μελών, η διαφορετικότητα της ιστορικής, πολιτισμικής, πολιτικής, οικονομικής και νομικής παράδοσης δεν αποτελεί εμπόδιο για τη δημιουργία ενός ενιαίου, ευέλικτου και ανταγωνιστικού συστήματος (Aluchna, 2009: 65-67). Γεγονός που αιτιολογείται, επαρκώς, από την έντονη αλλαγή στρατηγικής, που εφαρμόζει τα τελευταία χρόνια η Ε.Ε., προωθώντας οδηγίες στα κράτη-μέλη, που ενοποιούν το χρηματοοικονομικό υπόδειγμα (shareholder model)⁵⁰ με το υπόδειγμα των ενδιαφερόμενων μερών (stakeholder model)⁵¹. Εμφανώς, επομένως, η σύγκλιση των συστημάτων ΕΔ δεν μπορεί να αιτιολογηθεί μέσω του νομικού ισομορφισμού, ωστόσο, όμως, επιχειρείται μία προσπάθεια μεταμόρφωσης της επικρατούσας άποψης: ότι τα διάφορα συστήματα είναι ασυμβίβαστα μεταξύ τους⁵².

Στις ενότητες που ακολουθούν επιδιώκεται η περαιτέρω ανάπτυξη των εν λόγω δύο συστημάτων και παρουσιάζονται οι κυριότερες διαφορές τους.

2.6.2 Εξωτερικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης

Τα εξωτερικά συστήματα ΕΔ, που εφαρμόζονται κυρίως στις αγγλοσαξονικές χώρες (Η.Π.Α. και Η.Β.), παρουσιάζουν κάποια ιδιαίτερα χαρακτηριστικά.

Αρχικά, η μεγάλη διασπορά του μετοχικού κεφαλαίου των εταιρειών, καθώς επίσης και η ύπαρξη μεγάλων και υψηλής ρευστότητας κεφαλαιαγορών (Cuervo, 2002). Το πρόβλημα που εμφανίζεται σε αυτά τα συστήματα αφορά τη σχέση μεταξύ εντολέα – εντολοδόχου και συνοψίζεται στη σύγκρουση των μετόχων με την εκτελεστική διοίκηση. Ειδικότερα, όπως αναφέρει ο Adam Smith (1776), “*when ownership and control of corporations are not fully coincident, there is potential for*

⁵⁰ Η κατά πολλούς, υπόδειγμα μετόχων.

⁵¹ Η κατά πολλούς, υπόδειγμα εταίρων.

⁵² Για περισσότερα, βλ. Nerantzidis και Filos, (2012: 6-7).

conflicts of interest between owners and controllers” (Denis and McConnell, 2003: 1).

Επιπλέον χαρακτηριστικό αποτελεί η ανάδυση βραχυπρόθεσμων συμπεριφορών (λόγω της μεγάλης διασποράς στο μετοχικό κεφάλαιο), τόσο από πλευράς μετόχων, όσο και από πλευράς εκτελεστικής διοίκησης (Σπανός, 2001: 59· Visentini, 2006: 229· Tricker, 2009: 186· Nerantzidis and Filos, 2012: 6). Γεγονός που πηγάζει τόσο από το ενδιαφέρον των μετόχων-επενδυτών όσο και από την ίδια τη διοίκηση, για άμεση απόκτηση απολαβών ή αποδόσεων αντίστοιχα (σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο).

Συνεπώς, για την επίλυση του προβλήματος εντολέα – εντολοδόχου ή καλύτερα της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών ή μετόχων και πιστωτών, που παρατηρείται στα εξωτερικά, κυρίως, συστήματα, αναπτύσσονται τόσο εσωτερικοί (μέσα στην επιχείρηση) όσο και εξωτερικοί (στην αγορά) μηχανισμοί, για την εναρμόνιση των αντιτιθέμενων συμφερόντων⁵³.

Όσον αφορά τους εξωτερικούς μηχανισμούς ΕΔ, ο μηχανισμός της κεφαλαιαγοράς αποτελεί τον σημαντικότερο μηχανισμό πειθαρχίας της εκτελεστικής διοίκησης (Σπανός, 2001: 59· Cuervo, 2002), καθόσον εξασφαλίζει τη δυνατότητα της αυξημένης μετοχικής κινητικότητας· ενώ επιπλέον, δεν πρέπει να παραληφθεί και η σπουδαιότητα της αγοράς εταιρικού ελέγχου, ως μηχανισμού άσκησης πίεσης για την επίτευξη αποτελεσματικότητας (Λαζαρίδης και Δρυμπέτας, 2011: 97), αλλά και του ισχυρού νομικού συστήματος των Η.Π.Α. και του Η.Β.

Επιπλέον, η προάσπιση των δικαιωμάτων των μετόχων ενισχύεται από μία σειρά εσωτερικών μηχανισμών ΕΔ, όπως της ισχυρής οργανωτικής δομής του Δ.Σ. (Hermalin and Weisbach, 2003), της λειτουργίας ειδικών επιτροπών (Menon and Williams, 1994), της ανεξαρτησίας του εσωτερικού ελέγχου (Barua, Rama and Sharma, 2010), καθώς και του συστήματος αμοιβών, ως εργαλείου σύγκλισης των συμφερόντων των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών (Briekley, Bhagat and Lease, 1985· Core, Guay and Larcker, 2003).

Εντούτοις, όμως, αξίζει να αναφερθεί και η συνεισφορά των θεσμικών επενδυτών, δεδομένου ότι συντελούν καθοριστικό ρόλο στην αναμόρφωση των εξωτερικών συστημάτων και την προώθηση των βέλτιστων πρακτικών ΕΔ. Αξιόλογο παράδειγμα αποτελεί το μεγαλύτερο, παγκοσμίως, συνταξιοδοτικό ταμείο της Αμερικής, TIAA-CREF, το οποίο προωθεί τον μετοχικό ακτιβισμό και επενδύει σε

⁵³ Για περισσότερα, βλ. ανωτέρω, στο υποκεφάλαιο: «Σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα σε μετόχους, διευθυντικά στελέχη και πιστωτές».

εισηγμένες, στο χρηματιστήριο, εταιρείες, που λειτουργούν με βάση τις καλές πρακτικές ΕΔ⁵⁴.

2.6.3 Εσωτερικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης

Στα εσωτερικά συστήματα ΕΔ (στα οποία περιλαμβάνονται οι χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης, η Ιαπωνία και η Κορέα) κυριαρχούν τα χαρακτηριστικά της υψηλής συγκέντρωσης της μετοχικής ιδιοκτησίας και της ύπαρξης πολλαπλών σταυροειδών σχέσεων μεταξύ των επιχειρήσεων, ενώ οι κεφαλαιαγορές συνήθως είναι μικρές και χαμηλής ρευστότητας (Σπανός, 2001: 60· Cuervo, 2002: 85). Ως αποτέλεσμα, τα εν λόγω συστήματα χαρακτηρίζονται από μακροπρόθεσμους, πιστούς επενδυτές και σχετικά μικρής σημασίας κεφαλαιαγορές.

Ειδικότερα, στην περίπτωση αυτή, οι μέτοχοι τείνουν να διακατέχουν ένα μεγάλο ποσοστό της ιδιοκτησίας της εταιρείας, ως κίνητρο ελέγχου της εκτελεστικής διοίκησης (Stiglitz, 1985), ενώ παρατηρείται και το φαινόμενο οι μεγαλομέτοχοι της εταιρείας να διακρατούν και τα ηνία της διοίκησης (δηλ. οικογενειακές επιχειρήσεις). Συνεπώς, η ιδιοκτησιακή αυτή δομή δημιουργεί σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων.

Εντούτοις, όμως, η ύπαρξη πολλαπλών σταυροειδών σχέσεων αποδίδεται στο γεγονός ότι οι τράπεζες εμφανίζουν αρκετά ενισχυμένο ρόλο, καθώς αποτελούν το κύριο μέσο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Κατ' αυτήν την έννοια, αιτιολογείται και η συμμετοχή τους στη διοίκηση των τελευταίων, σε μια προσπάθεια διασφάλισης των συμφερόντων τους ως χρηματοδότες (Cuervo, 2002: 85).

Βέβαια, δεν πρέπει να παραληφθεί και το γεγονός ότι η αγορά εταιρικού ελέγχου είναι αρκετά ανενεργή, δεδομένου ότι σπανίως υφίστανται εχθρικές εξαγορές. Επομένως, διαπιστώνεται ότι στις εν λόγω χώρες κυριαρχεί η ανυπαρξία των μηχανισμών της αγοράς, ή όπως θα έλεγε ο Adam Smith, “*the invisible hand of market forces is a myth*”.

Εν κατακλείδι, οι μηχανισμοί ελέγχου και περιορισμού της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων εναποτίθενται στη δημιουργία ενός ισχυρού νομικού συστήματος (La Porta, et al., 1997, 1998, 2000),

⁵⁴ Αντίστοιχα, το συνταξιοδοτικό ταμείο CalPERS εκδίδει κώδικες ΕΔ, προωθώντας τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που θα πρέπει να έχουν οι διάφορες εταιρείες στις οποίες επενδύει.

καθώς επίσης και στο σύνολο των διαθέσιμων εσωτερικών μηχανισμών (για περισσότερα βλ. Κεφάλαιο 4).

Στον πίνακα που ακολουθεί αποτυπώνεται ξεκάθαρα και συνοπτικά η σύγκριση των συστημάτων αυτών, επισημαίνοντας τις κύριες διαφορές τους.

Πίνακας 2.2: Σύγκριση εξωτερικών και εσωτερικών συστημάτων ΕΔ

	Εξωτερικά Συστήματα	Εσωτερικά Συστήματα
Ιδιοκτησιακή δομή	Μεγάλη διασπορά	Μικρή διασπορά
Είδη Ιδιοκτητών	Επαγγελματίες διαχειριστές	Οικογένειες, τράπεζες, κράτος, μη χρηματοοικονομικοί οργανισμοί
Προστασία μικρομετόχου Δ.Σ.	Ισχυρή Σχέσεις με εκτελεστική διοίκηση	Ασθενής Σχέσεις με μεγαλομετόχους
Δύναμη εκτελεστικής διοίκησης	Ισχυρή	Ασθενής
Κίνητρα διοίκησης	Καθορίζονται από την αγορά	Καθορίζονται από τους μεγαλομετόχους
Συμπεριφορά διοίκησης	Μεγιστοποίηση πλούτου των μετόχων	Εξαρτάται από τις προτιμήσεις των μεγαλομετόχων
Σχέσεις με τράπεζες	Διαφοροποιημένη (δεν υπάρχει ιδιοκτησία)	Στενή (πιθανή ιδιοκτησία)
Κεφαλαιακή δομή	Χαμηλός δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	Υψηλός δείκτης δανειακής επιβάρυνσης
Αγορά εταιρικού ελέγχου	Ενεργή (εχθρικές εξαγορές)	Σπάνια
Πολιτική δύναμη ιδιοκτητών	Αδύναμη (έμμεση)	Ισχυρή (άμεση)

Πηγή: Υιοθετήθηκε από Barker (2011: 35)

2.7 Ανάλυση του συστήματος κάθε χώρας

2.7.1 Εισαγωγή

Σύμφωνα με τους La Porta, et al. (2000), οι παραδοσιακές συγκρίσεις των συστημάτων ΕΔ προκύπτουν από τους τρόπους με τους οποίους χρηματοδοτούνται οι εταιρείες και όχι από τον βαθμό προστασίας που παρέχει το νομικό – θεσμικό πλαίσιο κάθε χώρας, δημιουργώντας δύο αρκετά γενικές ταξινομήσεις (όπως έχει ήδη αναφερθεί).

Δυστυχώς, όμως, η κατηγοριοποίηση αυτή των συστημάτων δεν ενδείκνυται ως η καταλληλότερη. Για παράδειγμα, είναι εύκολο να ταξινομηθεί το σύστημα ΕΔ της Γερμανίας ως εσωτερικό, επειδή οι τράπεζες επηρεάζουν παράλληλα τα χρέη και τα πάγια της εταιρείας, καθώς και επειδή χαρακτηρίζεται από μία μη ανεπτυγμένη κεφαλαιαγορά. *Πώς όμως μπορούμε να ταξινομήσουμε την Ιαπωνία; Η ακόμη περισσότερο τη Γαλλία, η οποία ούτε ανεπτυγμένη χρηματαγορά έχει στη διάθεσή της, ούτε κεφαλαιαγορά;* Προσπαθώντας να δώσουν μια απάντηση, οι συγγραφείς καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι αυτή η ταξινόμηση δεν είναι κατάλληλη, καθώς μια απλή θεωρητική επισκόπηση και κατηγοριοποίηση ενός τέτοιου ζητήματος δεν έχει τίποτε να προσφέρει στον σύγχρονο επενδυτικό κόσμο. Ως επί το πλείστον, τα δικαιώματα των επενδυτών λειτουργούν και αναδεικνύονται καλύτερα, όταν η κάθε χώρα αναλύεται ξεχωριστά.

Ωστόσο, δεν είναι εύκολο να καταλήξει κανείς στο ιδανικότερο σύστημα ΕΔ, καθώς η διεθνής βιβλιογραφία δεν έχει αποφανθεί για το ποιο σύστημα εταιρικού δικαίου είναι το καλύτερο. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το απόσπασμα των Goergen, Martynova και Renneboog (2005: 244)⁵⁵, όπου αναφέρουν ότι: *“Although the debate has generated an extensive body of theoretical and empirical work, the conclusions remain opaque. There is as yet no consensus as to what system of corporate law is the best one and whether legal convergence should be encouraged on a global level”*. Παράγοντες όπως οι πολιτικές εξελίξεις, το κοινωνικό περιβάλλον και οι οικονομικές συνθήκες έχουν επηρεάσει διαφορετικά την πορεία εξέλιξης του κάθε μοντέλου διακυβέρνησης, με αποτέλεσμα ένα μοντέλο που λειτουργεί καλά σε

⁵⁵ Σε ελεύθερη απόδοση: «Παρά το γεγονός ότι η συζήτηση έχει δημιουργήσει ένα πολύ μεγάλο αριθμό θεωρητικών και εμπειρικών εργασιών, τα συμπεράσματα δε δίνουν κάποια ξεκάθαρη απάντηση. Ειδικότερα, δεν υπάρχει συναίνεση ως προς την ύπαρξη ενός ανώτερου συστήματος εταιρικού δικαίου, καθώς επίσης, αν η νομική σύγκλιση θα πρέπει να ενθαρρύνεται σε παγκόσμιο επίπεδο».

μία χώρα, να μην έχει ενδεχομένως τα ίδια αποτελέσματα εάν εφαρμοστεί σε κάποια άλλη. Ως εκ τούτου, δεν μπορούμε να καταλήξουμε σε ένα ασφαλές συμπέρασμα για την επιλογή του καταλληλότερου μοντέλου. Για τον λόγο αυτό, στις επόμενες ενότητες θα γίνει μια προσπάθεια να παρουσιαστούν τα χαρακτηριστικά των μοντέλων που επικρατούν σε κάθε χώρα, λαμβάνοντας υπόψη και το εκάστοτε θεσμικό πλαίσιο, με σκοπό να αναδειχθούν τόσο τα προβλήματα όσο και τα πλεονεκτήματά τους.

2.7.2 Μοντέλο των Η.Π.Α.

Το μοντέλο των Η.Π.Α., όπως έχει ήδη αναφερθεί ανωτέρω, ανήκει σε εκείνα που προσανατολίζονται στην αγορά, πράγμα που σημαίνει ότι ο έλεγχος των διευθυντικών στελεχών, ο οποίος προβλέπεται στα πλαίσια της ΕΔ, πραγματοποιείται αφενός από τα Δ.Σ., μέσω ανεξάρτητων – στη σύνθεσή τους – στελεχών και αφετέρου από την ίδια την κεφαλαιαγορά, μέσω της απειλής των εξαγορών.

Αξιόλογο, δηλαδή, είναι το γεγονός ότι τα Δ.Σ. στις Η.Π.Α., απαρτίζονται – στην πλειονότητά τους – από ανεξάρτητα στελέχη. Ο ρόλος των στελεχών αυτών είναι καθαρά εποπτικός, καθώς συμμετέχουν στις επιτροπές ελέγχου, διασφαλίζοντας τον έλεγχο των εκτελεστικών μελών του Δ.Σ., οι οποίοι με τη σειρά τους συμβάλλουν στην επιθεώρηση των διευθυντικών στελεχών.

Παράλληλα, η κεφαλαιαγορά είναι ο κυριότερος μηχανισμός πειθαρχίας της εκτελεστικής διοίκησης και μπορεί να χρησιμοποιηθεί είτε για την απόκτηση ελέγχου, είτε για την έξοδο από την εταιρεία (Σπανός, 2001: 59). Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, σε συνδυασμό με τη μεγάλη διασπορά των μετοχικών κεφαλαίων των εταιρειών, καθώς επίσης και τη μικρή συμμετοχή των τραπεζών στη διακυβέρνηση των εταιρειών, αλλά και τη μικρή νομική προστασία των πιστωτών, παρατηρείται η αντίθεση του μοντέλου των Η.Π.Α. με τα υπόλοιπα εσωτερικά μοντέλα.

Πως εμφανίστηκε όμως η ΕΔ στη Μέκκα των χρηματαγορών; Η προσπάθεια για τη βελτίωση της ΕΔ των εταιρειών, τη διασφάλιση της διαφάνειας και γενικότερα της εύρυθμης λειτουργίας αυτών οδήγησε από πολύ νωρίς διάφορους οργανισμούς και συνταξιοδοτικά ταμεία να προχωρήσουν στην έκδοση εθελοντικών κωδίκων ΕΔ, που άλλοτε παρότρυναν τις διάφορες εταιρείες στην υιοθέτηση αυτών και άλλοτε

απαιτούσαν την εφαρμογή τους, εάν επρόκειτο να επενδύσουν σε μία εταιρεία. Οι εθελοντικοί κώδικες, που προτάθηκαν με την πάροδο του χρόνου, προέρχονταν από: την Business Roundtable, την calPERS (California Public Employees' Retirement System) – το μεγαλύτερο ασφαλιστικό ταμείο της Αμερικής – την NACD (το 1998) (National Association of Corporate Directors), την ALI (American Law Institute), την CII (Council of Institutional Investors), το NYSE (New York Stock Exchange), το Conference Board, το CFA Center (CFA Center for Financial Market Integrity) και το TIAA-CREF (Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund). Αποδεικνύεται, έτσι, μια έντονη κινητικότητα του επιχειρηματικού κόσμου των Η.Π.Α., για τη διασφάλιση κλίματος εμπιστοσύνης, μεταξύ του τρίπτυχου διεύθυνση – διοίκηση – μέτοχοι.

Τα εταιρικά σκάνδαλα, όμως, των αμερικάνικων εταιρειών, όπως αυτά της Enron, WorldCom κ.ά., οδήγησαν στην ψήφιση ενός καινοτόμου νομοθετήματος. Συγκεκριμένα, στις 2 Ιουλίου 2002, ο πρόεδρος της Αμερικής G. Bush υπέγραψε το νόμο “Public Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002”, γνωστό και ως Sarbanes – Oxley, από την ονομασία των δημιουργών του, Paul Sarbanes και Michael G. Oxley, με σκοπό την αναθέρμανση της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού και της κεφαλαιαγοράς (Raber and Lajoux, 2009: 148).

Με τον νόμο αυτό επιχειρήθηκε η ενίσχυση της διαφάνειας και της ποιότητας του περιεχομένου των οικονομικών καταστάσεων και κατ' επέκταση της μείωσης της πιθανότητας λογιστικής απάτης, αλλά και της ανεξαρτητοποίησης των μελών του Δ.Σ. και των ελεγκτικών μηχανισμών από το μάνατζμεντ· με πρωτεύων στόχο την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών.

Σύμφωνα με τους Monks και Minow (2004: 249), τα μέτρα του νόμου αφορούν, μεταξύ άλλων:

1. Την πιστοποίηση της αξιοπιστίας των χρηματοοικονομικών καταστάσεων από τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη των εταιρειών. Ειδικότερα, ο νόμος Sarbanes-Oxley απαιτεί από τους διευθύνοντες συμβούλους ή τους γενικούς διευθυντές, καθώς και από τους οικονομικούς διευθυντές, να πιστοποιούν και να επικυρώνουν, προσωπικά, ότι αυτές οι εκθέσεις παρουσιάζουν, με αληθή και ακριβή τρόπο, την οικονομική κατάσταση και τη λειτουργία της εταιρείας.
2. Τη δημοσιοποίηση των πληροφοριών σε πραγματικό χρόνο.

3. Τη δημιουργία αυστηρότερου πλαισίου λειτουργίας των επιτροπών ελέγχου, με στελέχωση αποκλειστικά από ανεξάρτητα διευθυντικά στελέχη, καθώς επίσης και την απαίτηση για τακτική αλλαγή των ελεγκτικών εταιρειών.
4. Την απαγόρευση της χορήγησης εταιρικών δανείων σε εκτελεστικούς διευθυντές. Συνάγεται, ότι ο συγκεκριμένος νόμος απαγορεύει τη χορήγηση άμεσων ή έμμεσων δανείων στους διευθύνοντες συμβούλους και στους οικονομικούς διευθυντές, καθώς και κάθε άλλης μορφής προσωπική χρηματοδότηση από την ίδια την εταιρεία ή οποιασδήποτε θυγατρικής της – ανεξαρτήτως λόγου.
5. Την αυξημένη ποινική και αστική ευθύνη σε περιπτώσεις παραβιάσεων των τίτλων.
6. Την υποχρέωση των νομικών συμβούλων να αναφέρουν τις οποιεσδήποτε παραβιάσεις των πελατών τους.
7. Τη δημιουργία ενός ιδιωτικού/δημοσίου φορέα, που να επιβλέπει το λογιστικό επάγγελμα.

Συνοψίζοντας, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε ότι ο νόμος “Sarbanes-Oxley” αποτελεί τη σημαντικότερη αλλαγή στη νομοθεσία των Η.Π.Α., περί τίτλων, από τη δεκαετία του 1930, η οποία άσκησε σημαντική επίδραση – πέραν των Η.Π.Α. – και σε διεθνές επίπεδο. Ειδικότερα, αξίζει να επισημανθεί ότι και η Ευρώπη επηρεάστηκε, σε μεγάλο βαθμό, από τη συμβολή του νόμου αυτού, καθώς διάφορα εταιρικά σκάνδαλα αποκαλύφθηκαν. Ωστόσο, κλείνοντας, δε θα μπορούσαμε να παραλείψουμε τα λόγια⁵⁶ των Monks και Minow (2004: 248), οι οποίοι αναφέρουν, με τον πιο γλαφυρό τρόπο, τη συμβολή του “Sarbanes-Oxley” στην ΕΔ: “*While S-Ox does present the greatest incursion ever into the state control of corporate governance, it still just nibbles at it around the edges*”.

2.7.3 Μοντέλο του Ηνωμένου Βασιλείου

Το μοντέλο του Η.Β. ανήκει – κι αυτό με τη σειρά του – στα μοντέλα που προσανατολίζονται στην αγορά και ισχύουν, κατά πλειονότητα, τα στοιχεία που αναφέρθηκαν για τις Η.Π.Α. *Πώς όμως εμφανίστηκε η ΕΔ στο Η.Β. και για ποιο λόγο;*

⁵⁶ Σε ελεύθερη απόδοση: Αν και ο “Sarbanes-Oxley” παρουσιάζει τη μεγαλύτερη επίδραση που έχει ποτέ υπάρξει, από θεσμική επιβολή, ωστόσο, παραμένει «μία σταγόνα στον ωκεανό».

Τι το ιδιαίτερο συνέβη; Παρόλο που το Η.Β. δεν αποτελεί υπέρμαχο της έκδοσης κανονιστικών πράξεων⁵⁷ ή άλλων υποχρεωτικών διατάξεων για την ΕΔ, εντούτοις, η έννοια αυτή αναζωπυρώθηκε στις χώρες αυτές (αγγλοσαξονικές), με την έκδοση του κώδικα⁵⁸ της Επιτροπής Cadbury το 1992. Ειδικότερα, τα σκάνδαλα των εταιρειών Ferranti, Colorol Group, PollyPeck, Bank of Credit and Commerce International (BCCI) και Maxwell Communication (Dahya, McConnell and Travlos, 2002: 462) οδήγησαν στη σύσταση της επιτροπής αυτής (το 1991), με σκοπό τη διατύπωση ενός Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς (Code of Best Practice), ο οποίος – ως εθελοντικός – αποτέλεσε πρότυπο για παρόμοιες πρωτοβουλίες σε αρκετές χώρες.

Συγκεκριμένα, ο βασικός σκοπός ίδρυσης της συγκεκριμένης επιτροπής ήταν να αποτελέσει το εναρκτήριο λάκτισμα, για την ενίσχυση της αξιοπιστίας των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και της λογοδοσίας των μελών του Δ.Σ., μέσω της «πρότασης» ορισμένων βέλτιστων πρακτικών ΕΔ (Cadbury, 2002 :10).

Εν συντομία, οι συστάσεις της επιτροπής⁵⁹ σχετίζονται με: i) τη δομή του Δ.Σ., ii) τη σύνθεση του Δ.Σ. (από εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη), iii) τη σύσταση διαφόρων υποεπιτροπών (επιτροπής ελέγχου, υποψηφιοτήτων και αμοιβών), iv) το σύστημα εσωτερικού έλεγχου της εταιρείας, v) τις αμοιβές των μελών του Δ.Σ. και vi) τις υποβληθείσες χρηματοοικονομικές καταστάσεις.

Η συζήτηση, όμως, περί ΕΔ στο Η.Β., δεν έληξε με την έκθεση της επιτροπής Cadbury, καθώς στα μέσα της δεκαετίας του '90 προέκυψε το θέμα των αμοιβών των διοικητικών στελεχών, σε σχέση με την αποδοτικότητα και την πορεία της εταιρείας. Ειδικότερα, οι αμοιβές των ανώτατων διευθυντικών στελεχών, στις ιδιωτικές εταιρείες, αυξάνονταν με ραγδαίο ρυθμό, χωρίς ωστόσο να υπάρχει θετική συσχέτιση με τα αναμενόμενα αποτελέσματα. Για τον λόγο αυτό, κρίθηκε αναγκαίο να συσταθεί, στις 17 Ιουλίου 1995, η επιτροπή Greenbury⁶⁰, με σκοπό να διευθετηθεί το εν λόγω ζήτημα. Πράγματι, η έκθεση Greenbury, από το Confederation of British Industry (CBI), δημιούργησε τον κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς, για την

⁵⁷ Εν αντιθέσει με το μοντέλο των Η.Π.Α., που βασίζεται σε κανόνες, το μοντέλο του Η.Β. βασίζεται σε αρχές – κατευθύνσεις. Ειδικότερα, οι εταιρείες υποχρεούνται να αναφέρουν κατά πόσο συμμορφώνονται ή όχι με τις αρχές που εμπεριέχονται στους συγκεκριμένους κώδικες (Tricker, 2009: 185).

⁵⁸ Ο κώδικας της επιτροπής Cadbury (1992) αναγνωρίζεται ως ο ακρογωνιαίος λίθος της δημιουργίας του συστήματος βέλτιστων πρακτικών, τόσο για το Η.Β. όσο και ένα μεγάλο αριθμό χωρών που υιοθέτησαν αυτή την προσέγγιση σε πολλούς εθνικούς κώδικες (Mallin, 2006: 4).

⁵⁹ Για εκτενέστερη ανάλυση, βλ. πρωτότυπο κείμενο

<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>

⁶⁰ Για περισσότερα, βλ. πρωτότυπο κείμενο <http://www.ecgi.org/codes/documents/greenbury.pdf>

Ανταμοιβή των Διευθυντικών Στελεχών (Code of Best Practice on Director's Remuneration).

Ο ασκός του Αιόλου, όμως, είχε ανοίξει· η ΕΔ βρίσκεται στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος από την αρχή γέννησής της (Cadbury Committee), ενώ, όπως προκύπτει από την ιστορική ανασκόπηση, η εξέλιξή της πραγματοποιήθηκε εντός προτεινόμενων πλαισίων βέλτιστων πρακτικών. Ειδικότερα, μία σειρά από διάφορους εθελοντικούς κώδικες εμφανίστηκε κατά τη διάρκεια ανάπτυξής της (όπως της έκθεσης της επιτροπής Hampel⁶¹, της έκθεσης Turnbull⁶² κ.ο.κ.), επηρεάζοντας και διαμορφώνοντας ένα ιδιαίτερο προσφιλές περιβάλλον, δίνοντας έμφαση στην εθελοντική πληροφόρηση, βάσει της λογικής της «συμμόρφωσης» ή «εξήγησης».

2.7.4 Μοντέλο της Γερμανίας

Το μοντέλο της ΕΔ της Γερμανίας ομοιάζει, σε αρκετά μεγάλο βαθμό, με αυτό της Ιαπωνίας και θα μπορούσαμε να πούμε ότι εντάσσεται, βάσει των ανωτέρω, στα εσωτερικά συστήματα. Συγκεκριμένα, το πλαίσιο ανάπτυξης της ΕΔ στη Γερμανία διαμορφώνεται από τα εξής δύο επίπεδα: i) την υποχρεωτική νομοθεσία και ii) τις αρχές ΕΔ που προτείνονται από διάφορους φορείς (soft law)⁶³ (Werder and Talaulicar, 2006: 28). Κατ' αυτή την έννοια, θα μπορούσαμε να πούμε ότι η διασφάλιση των αρχών της ΕΔ δεν επιτυγχάνεται κυρίως μέσω των μηχανισμών της αγοράς (Mayer, 1998)⁶⁴, αλλά αφενός μέσω του ελέγχου που ασκούν οι τράπεζες και αφετέρου μέσω των αρχών συναπόφασης, που προβλέπονται από τη γερμανική νομοθεσία. Οι αρχές αυτές εμπλέκουν ένα μέρος των εργαζόμενων στη λήψη αποφάσεων, καθώς και τους μεγάλους μετόχους, με τους οποίους οι επιχειρήσεις διατηρούν μόνιμες σχεδόν σχέσεις.

⁶¹ Για περισσότερα, βλ. πρωτότυπο κείμενο <http://www.ecgi.org/codes/documents/hampel.pdf>. Αξίζει δε να σημειωθεί ότι, το ίδιο έτος η επιτροπή ΕΔ των εισηγμένων, στο Χ.Α. του Λονδίνου (Committee on Corporate Governance, FSA), εταιρειών εξέδωσε κώδικα ΕΔ, ενοποιώντας τα αποτελέσματα τόσο της επιτροπής Hampel όσο και των περασμένων εργασιών (Cadbury και Greenbury), ο οποίος είναι γνωστός ως «Ενοποιημένος Κώδικας: Αρχές καλής διακυβέρνησης και κώδικας βέλτιστων πρακτικών (The Combined Code: Principles of Good Governance and Code of Best Practice).

⁶² Το Σώμα Ορκωτών Ελεγκτών – Λογιστών της Αγγλίας και της Ουαλίας (The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, ICAEW) εξέδωσε οδηγία σχετική με τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου των εισηγμένων, στο χρηματιστήριο του Λονδίνου, εταιρειών και τη συμμόρφωσή τους με τον ενοποιημένο κώδικα ΕΔ του Η.Β. (Internal Control: Guidance for directors on the Combined Code). Για περισσότερα, βλ. <http://www.ecgi.org/codes/documents/turnbul.pdf>

⁶³ Εθνικοί και υπερεθνικοί κώδικες ΕΔ.

⁶⁴ Όπως της αγοράς εταιρικού ελέγχου, της αγοράς προϊόντος και της αγοράς στελεχών.

Αξίζει δε να σημειωθεί ότι, με την κρίση της εταιρείας Holzmann το 1999, ο καγκελάριος της Γερμανίας συγκάλεσε την πρώτη κυβερνητική επιτροπή ΕΔ, με σκοπό να διαμορφώσει τις αρχές εκείνες που θα διασφάλιζαν τη μελλοντική ανάπτυξη των εταιρειών. Αντίστοιχα, το Σεπτέμβριο του 2001, μία δεύτερη κυβερνητική επιτροπή συγκλήθηκε, με σκοπό να αναπτύξει τον επίσημο Γερμανικό κώδικα ΕΔ (German Corporate Governance Code, GCGC) (Strenger, 2009: 191-192). Ο προτεινόμενος κώδικας ΕΔ⁶⁵, που προέβλεπε τη δημιουργία ενός διπλού Δ.Σ. (του εκτελεστικού και του εποπτικού), διαμορφώθηκε το 2001, ενώ στη συνέχεια εναρμονίστηκε με το θεσμικό πλαίσιο της Γερμανίας (στις 26 Φεβρουαρίου του 2002) και τέθηκε σε εφαρμογή (στις 26 Ιουλίου του 2002).

Ο πρώτος αυτός θεσμοθετημένος κώδικας είχε ως κύριο σκοπό να βελτιώσει τους νέους κανόνες ΕΔ, προκειμένου να παρέχεται διαφάνεια προς τους διεθνείς επενδυτές. Παράλληλα, προέβλεπε το εκτελεστικό Δ.Σ. να διορίζεται από το εποπτικό – για ορισμένο χρονικό διάστημα – και να περιλαμβάνει μόνο εσωτερικά στελέχη, ενώ το εποπτικό συμβούλιο να απαρτίζεται, κατά το ήμισυ, από εκπρόσωπους των εργαζομένων (για εταιρείες με αριθμό εργαζομένων που υπερβαίνει τους 2000)⁶⁶ και από εκπρόσωπους των μετόχων και η λειτουργία του να είναι ίδια με εκείνη των ανεξάρτητων στελεχών στις Η.Π.Α. Αυτό που αξίζει να τονισθεί, στο σημείο αυτό, είναι ότι τα ανεξάρτητα μέλη, στην τελευταία περίπτωση, αποτελούν ένα δυνατό μηχανισμό ελέγχου, σε αντίθεση με το εποπτικό συμβούλιο της Γερμανίας, που ούτε διέθετε ούτε διαθέτει σημαντική δύναμη.

Επιπλέον, αρκετές τροποποιήσεις που έχουν γίνει στο Γερμανικό κώδικα ΕΔ, με την πιο πρόσφατη στις 18 Ιουλίου 2009, δεν αλλάζουν τη φιλοσοφία του γερμανικού συστήματος διακυβέρνησης, που στηρίζεται στον απόλυτο διαχωρισμό μεταξύ εκτελεστικής διοίκησης και εποπτικής λειτουργίας. Ο διαχωρισμός αυτός, καθώς και η συμμετοχή των εργαζομένων στην παροχή συμβουλευτικών και εποπτικών υπηρεσιών στο μάνατζμεντ, ενισχύει τον κοινωνικό χαρακτήρα οργάνωσης και αναδεικνύει τη σημαντικότητα που διαδραματίζει μία ομάδα στη διαμόρφωση της εταιρικής στρατηγικής.

⁶⁵ Ο κώδικας GCGC εξετάζεται ετησίως, βάσει των εθνικών και διεθνών εξελίξεων και προσαρμόζεται αναλόγως. Για περισσότερα, βλ.

http://www.ecgi.org/codes/documents/corgov_endfassung_e.pdf

⁶⁶ Για εταιρείες με αριθμό υπαλλήλων 500-2.000, το 1/3 των μελών του εποπτικού συμβουλίου πρέπει να είναι αντιπροσωπευτικά μέλη των εργαζομένων (Strenger, 2009: 193).

Παρά τις τροποποιήσεις, το γερμανικό εποπτικό Δ.Σ. αποτελεί έναν αδύναμο μηχανισμό και αυτό διότι δεν έχει τα απαραίτητα χαρακτηριστικά που ενδείκνυνται για την καλή λειτουργία του, όπως το μικρό μέγεθος, οι συχνές συνεδριάσεις και η έλλειψη συγκρούσεων. Επιπλέον, δεν υπάρχει σημαντική αγορά εταιρικού ελέγχου, ενώ η κεφαλαιαγορά δε μπορεί να χαρακτηριστεί ιδιαίτερα ανεπτυγμένη (βλ. Prowse, 1994)· και αυτό διότι υπάρχει μεγάλη συγκέντρωση της ιδιοκτησιακής δομής (Franks and Mayer, 1990· Kōke, 2001) και συνάμα η συμμετοχή των τραπεζών, στη χρηματοδότηση του επιχειρηματικού τομέα, υπερέχει σε σχέση με την αντίστοιχη (συμμετοχή) των αγορών κεφαλαίου.

Η συγκεντρωμένη ιδιοκτησία – και κυρίως η κατοχή των μετοχών από τράπεζες – είναι το σημείο εκείνο που διαφοροποιεί το μοντέλο της Γερμανίας από τα υπόλοιπα, με αποτέλεσμα οι τράπεζες να διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο, σε ολόκληρο το σύστημα διακυβέρνησης και να συμβάλουν στην ανάπτυξη ενός μοντέλου, διαφορετικού από τα συνηθισμένα.

2.7.5 Μοντέλο της Ιαπωνίας

Η διερεύνηση της ΕΔ στη χώρα του Ανατέλλοντος Ηλίου (Ιαπωνία) αποτελεί μία εναλλακτική, προς τις δυτικές αντιλήψεις, πρόταση περί ΕΔ, παρόλο που, όπως ήδη έχουμε αναφέρει παραπάνω, εντάσσεται στα εσωτερικά συστήματα. Τούτο, διότι τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά διακυβέρνησης **απαντώνται/ευρίσκονται** μόνο σε αυτήν τη χώρα.

Αξίζει δε να σημειωθεί, ότι η ανάπτυξη του συστήματος της ΕΔ στην Ιαπωνία επηρεάστηκε, αρχικώς, από το Γερμανικό και δη από τον πρώτο εμπορικό κώδικα του 1899⁶⁷, καθιστώντας εμφανή την επιρροή, ακόμη και σήμερα (Yoshimori, 2008: 172). Βέβαια, ιδιαίτερη σημασία πρέπει να δοθεί στα δύσκολα χρόνια μετά τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο, που ταλάνισαν τη δομή, την οικονομία και τις μακροχρόνιες προοπτικές της χώρας, επιβάλλοντας⁶⁸, με τη λήξη τους, νομοθετική ρύθμιση κατάργησης του βασικού πυρήνα ανάπτυξης της ΕΔ⁶⁹, προωθώντας τα πρότυπα του

⁶⁷ Ο κώδικας αυτός γράφτηκε από τον Γερμανό Hermann Roesler.

⁶⁸ Οι αμερικάνικες δυνάμεις.

⁶⁹ Γνωστή ως zaibatsu: «πρόκειται για μεγάλα, σε μέγεθος, groups εταιρειών τα οποία αναπτύχθηκαν στην Ιαπωνία, τόσο κατά την προπολεμική όσο και κατά τη μεταπολεμική περίοδο. Το ιδιαίτερο χαρακτηριστικό αυτών των επιχειρήσεων, πέραν από το μέγεθός τους, είναι ότι αναπτύσσουν διαφορετικές επιχειρηματικές δραστηριότητες. Έτσι μία zaibatsu μπορεί ταυτόχρονα να

αγγλοσαξονικού συστήματος. Το εγχείρημα, όμως, της επιβολής της διάσπαρτης ιδιοκτησίας δεν κατέστη δυνατό για δύο κυρίως λόγους: πρώτον, εξαιτίας της συμπεριφοράς των Ιαπώνων να αποστρέφονται τον κίνδυνο και δεύτερον, λόγω της έλλειψης ορθής λειτουργίας των μηχανισμών της αγοράς (εταιρικού ελέγχου, εταιρικών στελεχών κ.ο.κ.) (Yafeh, 2000: 75-76).

Επομένως, θα μπορούσαμε να συνοψίσουμε τα χαρακτηριστικά που επικρατούν στο σύστημα της ΕΔ της Ιαπωνίας, ως εξής: i) κυριαρχία των μεγάλων εταιρειών (κάθετα οργανωμένα μονοπώλια), ii) αυξημένη συμμετοχή των τραπεζών και iii) μειωμένος βαθμός ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς. Στην Ιαπωνία, δηλαδή, υφίσταται ένα διαφορετικό σύστημα ΕΔ σε σχέση με τις χώρες των Η.Π.Α. και του Η.Β. *Για ποιο λόγο συμβαίνει αυτό; Τι διαφορετικό υπάρχει σε αυτήν τη χώρα;*

Ο Okabe (2004: 5-6), σε έρευνά του σχετικά με το χρηματοπιστωτικό σύστημα και την ΕΔ στην Ιαπωνία, αναφέρει ότι η ΕΔ εκλαμβάνεται με διαφορετικό τρόπο από χώρα σε χώρα. Ειδικότερα, διαπιστώνει ότι υπάρχουν δύο σημαντικές πτυχές που καθορίζουν το σύστημα της εκάστοτε χώρας και συγκεκριμένα: i) η προσέγγιση με την οποία εκλαμβάνεται η ΕΔ⁷⁰ (π.χ. στις Η.Π.Α. και Η.Β. προωθείται η χρηματοοικονομική προσέγγιση, ενώ σε χώρες όπως η Γερμανία και η Ιαπωνία το υπόδειγμα των ενδιαφερόμενων μερών) και ii) η διαφορετικότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος. Όπως αναφέρει, η ιδιαιτερότητα αυτή, στην Ιαπωνία, προέρχεται από την ίδια την αποστροφή των νοικοκυριών από επενδύσεις με κίνδυνο (εν αντιθέσει με την περίπτωση των Η.Π.Α., που προτιμούν μεγαλύτερο βαθμό κινδύνου).

Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, καθώς και τις λοιπές συναφείς έρευνες, όπως αυτή του Aoki (2000), αντιλαμβανόμαστε τη διαφορετικότητα του συστήματος ΕΔ της Ιαπωνίας, δεδομένου ότι στηρίζεται αφενός στην ύπαρξη στενών και μακροχρόνιων σχέσεων μεταξύ των φορέων της επιχείρησης και αφετέρου στην ιδιαίτερη κουλτούρα του λαού της: δύο ιδιαίτερα στοιχεία, που τη διαφοροποιούν σημαντικότερα από τις ανεπτυγμένες οικονομίες (των Η.Π.Α. και του Η.Β.), αναδεικνύοντας συνάμα την προσέγγιση ίδιων «θεμάτων», από διαφορετική σκοπιά.

δραστηριοποιείται στην παραγωγή αυτοκινήτων, αλλά και στην εμπορία καταναλωτικών αγαθών, σε μεγάλη κλίμακα. Αυτό το μοντέλο επιχειρηματικής οργάνωσης είναι χαρακτηριστικό μόνο του Ιαπωνικού καπιταλισμού και δεν υπάρχει αντίστοιχο, ούτε στις Η.Π.Α., ούτε στη δυτική Ευρώπη» (Ορφανός, 2003: 1334).

⁷⁰ Για περισσότερα, βλ. Shleifer και Vishny (1997).

2.7.6 Μοντέλο της Ελλάδας

Το μοντέλο της ΕΔ στην Ελλάδα έχει παρόμοια χαρακτηριστικά με τις χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης και της Ιαπωνίας, όπου το πρόβλημα αντιπροσώπευσης επικεντρώνεται στη σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα σε μεγαλομετόχους και μικρομετόχους (Τραυλός, 2001: 173). Συγκεκριμένα, όπως αναφέρουν οι Λαζαρίδης και Δρυμπέτας (2011: 208-209), η Ελλάδα συγκαταλέγεται στα εσωτερικά συστήματα ΕΔ, καθώς εμφανίζει τα εξής χαρακτηριστικά:

- i. συγκεντρωμένη ιδιοκτησία,
- ii. υποτιθέμενο έλεγχο από μεγαλομετόχους,
- iii. ελεγχόμενα μέλη Δ.Σ.,
- iv. μικρή κεφαλαιαγορά – χαμηλής ρευστότητας,
- v. στενές σχέσεις με διευθυντικά στελέχη,
- vi. μακροχρόνιες σχέσεις με δανειζόμενες τράπεζες,
- vii. έλλειψη αγοράς εταιρικού ελέγχου και
- viii. παθητικό ρόλο τραπεζών (σε θέματα στρατηγικής σημασίας).

Παράλληλα, δεν πρέπει να παραλείπεται και το γεγονός ότι η ανάπτυξη του εκάστοτε συστήματος ΕΔ επηρεάζεται από ένα «κρατικό πλαίσιο νομικών, θεσμικών και πολιτισμικών παραγόντων, που διαμορφώνουν τις συμπεριφορές όλων όσων έχουν έννομα συμφέροντα, καθορίζοντας, κατ' αυτό τον τρόπο, τις αποφάσεις των μάνατζερ» (Weimer and Pape, 1999: 152). Υπό την έννοια αυτή, το σύστημα ΕΔ της Ελλάδας έχει διαμορφωθεί μέσω τριών επιπέδων: i) της υποχρεωτικής νομοθεσίας, ii) των αρχών ΕΔ που προτείνονται από διάφορους φορείς και iii) των πολιτισμικών επιρροών⁷¹.

Εντούτοις, όμως, το πρωταρχικό ερώτημα που γεννάται και χρήζει διευκρίνισης είναι *πως εμφανίστηκε η ΕΔ στην Ελλάδα*; Ουσιαστικά, η έννοια αυτή εισήχθη τον Απρίλιο του 1999, τόσο με την έκδοση του κώδικα βέλτιστων πρακτικών του Ο.Ο.Σ.Α. (1999), όσο και με την πρωτοβουλία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς να συστήσει αρμόδια επιτροπή και να εκδώσει κώδικα προσαρμοσμένο στα πλαίσια της Ελλάδας (Αρχές ΕΔ στην Ελλάδα, 1999). Παρόλα αυτά, βέβαια, η έλλειψη της απήχησης από τον επιχειρηματικό κόσμο και της υποχρεωτικής της εφαρμογής

⁷¹ Δηλαδή, των επιρροών που έχουν επέλθει από το σύνολο των πολιτισμικών επιτευγμάτων, που μεταβιβάζονται από γενιά σε γενιά (Μπαμπινιώτης, 2008: 1441).

δημιούργησαν την ανάγκη για νομοθετική παρέμβαση (βλ. πίνακα 2.3) (Spanos, 2005· Nerantzlidis and Filos, 2012).

Για τον λόγο αυτό, η θέσπιση νομοθετικών διατάξεων αποτέλεσε και τον πρωταρχικό παράγοντα, κατά τη διαμόρφωση του συστήματος της ΕΔ στην Ελλάδα. Ιστορικά, η εξέλιξη του νομικού πλαισίου⁷² της ξεκινάει με την υποχρεωτική νομοθεσία του βασικού εταιρικού νόμου, περί ανωνύμων εταιρειών⁷³ 2190/1920⁷⁴ και συμπληρώνεται με ένα πλήθος υποχρεωτικών κανόνων, που το διαμορφώνουν περαιτέρω, όπως: i) ο ν. 3016/2002⁷⁵, που ρυθμίζει την οργάνωση και λειτουργία του Δ.Σ. και του εσωτερικού ελέγχου, ii) ο ν. 3429/2005⁷⁶, που ρυθμίζει την ΕΔ στις Δ.Ε.Κ.Ο (εισηγμένες και μη), iii) ο ν. 3693/2008⁷⁷, που επιβάλλει τη σύσταση επιτροπών ελέγχου⁷⁸, iv) ο ν. 3884/2010⁷⁹, που αφορά την άσκηση ορισμένων δικαιωμάτων από μετόχους εισηγμένων εταιρειών, και v) ο ν. 3873/2010⁸⁰, που υποχρεώνει τις εταιρείες να συντάσσουν δήλωση ΕΔ. Παρατηρείται, δηλαδή, ξεκάθαρα ότι, στην περίπτωση της Ελλάδας, το νομικό σύστημα (το σύνολο των νομικών κανόνων) αποτελεί τον σημαντικότερο παράγοντα για την εξέλιξη της ΕΔ

⁷² Το νομικό σύστημα της Ελλάδας επηρεάζεται τόσο από το Γαλλικό όσο και το Γερμανικό και γι' αυτό, συναντάται συχνά στη διεθνή βιβλιογραφία και ως μεικτό νομικό σύστημα [βλ. Κεφάλαιο 4, ενότητα 4.3.8, Το νομικό σύστημα (εξωτερικός μηχανισμός ΕΔ)].

⁷³ Λαμβάνοντας υπόψη και τις οποιεσδήποτε τροποποιήσεις. Ειδικότερα, θα μπορούσαμε να πούμε ότι «ενώ ο κ.ν. 2190/1920 αποτέλεσε την ουσιαστική συμβολή στην ανάπτυξη του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας των επιχειρήσεων στην Ελλάδα τα τελευταία 80 έτη, δεν ανταποκρίνεται πλέον πλήρως – και δικαιολογημένα – στις σύγχρονες ανάγκες διακυβέρνησης των εισηγμένων, στο χρηματιστήριο, επιχειρήσεων στο κατώφλι του 21^{ου} αιώνα, καθώς δε συμπεριλαμβάνει τις βασικές έννοιες που απαιτούνται για την ανάπτυξη ενός σύγχρονου και αποδοτικού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης» (Αρχές ΕΔ στην Ελλάδα, 1999: 8). Για περισσότερα, βλ.

http://www.ecgi.org/codes/documents/greece_gr.pdf

⁷⁴ Ν. 2190/1920/ΦΕΚ Α' 37/30-0301963 (όπως τροποποιήθηκε με τον ν. 3604/08-08-2007/ΦΕΚ 189 Α').

⁷⁵ Ν. 3016/17-05-2002/ΦΕΚ 110 Α' (όπως τροποποιήθηκε με τον ν. 3091/24-12-2002/ΦΕΚ 330 Α' (Κεφ Γ')).

⁷⁶ Ν. 3429/27-12-2005/ΦΕΚ 314 Α' «Δημόσιες Επιχειρήσεις και Οργανισμοί (Δ.Ε.Κ.Ο.)».

⁷⁷ Ν. 3693/25-08-2008/ΦΕΚ 174 Α' «Εναρμόνιση της ελληνικής νομοθεσίας με την Οδηγία 2006/43/ΕΚ, 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».

⁷⁸ Καθώς και σημαντικές γνωστοποιήσεις, όσον αφορά στο ιδιοκτησιακό καθεστώς και τη διακυβέρνηση μιας εταιρείας.

⁷⁹ Ν. 3884/24-09-2010/ΦΕΚ 128 Α' «Ενσωμάτωση στο ελληνικό δίκαιο της Οδηγίας 2007/36/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 11^{ης} Ιουλίου 2007, σχετικά με την άσκηση ορισμένων δικαιωμάτων, από μετόχους εισηγμένων εταιρειών – Τροποποίηση και προσαρμογή του κωδικοποιημένου νόμου 2190/1920, περί ανωνύμων εταιρειών του ν. 2396/1996».

⁸⁰ Ν. 3873/06-09-2010/ΦΕΚ 150 Α' «Ενσωμάτωση στην ελληνική έννομη τάξη της Οδηγίας 2006/46/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, σχετικά με τους ετήσιους και ενοποιημένους λογαριασμούς εταιρειών ορισμένων μορφών και της οδηγίας 2007/63/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, για την απαίτηση για τη σύνταξη έκθεσης, από ανεξάρτητο εμπειρογνώμονα, σε περίπτωση συγχώνευσης ή διάσπασης ανωνύμων εταιρειών».

(για συνοπτική και συγκριτική παρουσίαση του θεσμικού πλαισίου της ΕΔ στην Ελλάδα βλ. Παράρτημα Α – Πίνακας 1).

Περαιτέρω, ο δεύτερος παράγοντας διαμόρφωσης του συστήματος αυτού πηγάζει από τα διεθνή πρότυπα και συγκεκριμένα τους Ευρωπαϊκούς κώδικες ΕΔ, λειτουργώντας συμπληρωματικά στη βελτίωση του νομικού συστήματος (Aguilera and Cuervo-Cazurra, 2004: 426). Ειδικότερα, η διάδοση της νέας αυτής προσέγγισης ξεκίνησε, υπερεθνικά, με διεθνείς πρωτοβουλίες (Cadbury Report, 1992· Ο.Ο.Σ.Α., 1999), ενώ εξελίχθηκε, εθνικά, με τη δημοσίευση κωδίκων ΕΔ από διάφορους φορείς, θεσμικούς, επαγγελματικούς ή συνδέσμους κτλ. (βλ. πίνακα 2.3). Κατ' αυτόν τον τρόπο, διαπιστώνεται μία νέα τάξη πραγμάτων, που λειτουργεί ως βασικό εργαλείο θέσπισης προτύπων ΕΔ, βασιζόμενη στην απλή λογική της οικειοθελούς πληροφόρησης, μέσω της «συμμόρφωσης ή εξήγησης»: μία νέα προσέγγιση που έχει υιοθετηθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και επιβάλλεται για ενσωμάτωση σε όλα τα μέλη κράτη, με χαρακτηριστικότερο πρόσφατο παράδειγμα το ν. 3873/2010, που υποχρεώνει τις εισηγμένες, στο Χ.Α.Α., εταιρείες να συντάσσουν δήλωση ΕΔ, ως ειδικό τμήμα της ετήσιας έκθεσης διαχείρισής τους.

Το συμπέρασμα που προκύπτει από τα ανωτέρω είναι ότι το ρυθμιστικό κενό «της απουσίας των μηχανισμών της αγοράς» καλύπτεται, αφενός μέσω νομικής και ρυθμιστικής παρέμβασης και αφετέρου μέσω της «οικειοθελούς» εφαρμογής εθελοντικών κωδίκων ΕΔ (πρακτική «συμμόρφωση ή εξήγηση»): μία προσέγγιση που αναδεικνύει δύο σημαντικότερα ερωτήματα:

- i. υφίσταται νομοθετική και ρυθμιστική στρατηγική από τους αρμόδιους φορείς;
- ii. και αν ναι, κατά πόσον οι εκάστοτε παρεμβάσεις είναι αποτελεσματικές;

Στο σημείο αυτό, χαρακτηριστική είναι και η διατύπωση του Μερτζάνη (2007: 10), που, όπως αναφέρει, μία επιτυχής ρυθμιστική στρατηγική θα πρέπει ταυτόχρονα να λαμβάνει υπόψη και να αριστοποιεί το συνδυασμό όλων των ακόλουθων παραμέτρων: i) τη θέσπιση κανόνων και κανονισμών, ii) την παρακολούθηση και τη γενική εποπτεία των εταιρειών από την εποπτική αρχή, iii) την άμεση παρέμβαση και τον έλεγχο, σε περιπτώσεις αποτυχίας συμμόρφωσης κάθε είδους, iv) τις δομές κινήτρων και τις (άτυπες) συμφωνίες συμμόρφωσης μεταξύ αρχών, εταιρειών και επενδυτών, v) την παρακολούθηση και πειθάρχηση των αγορών, vi) τη διακυβέρνηση των εταιρειών και vii) τη λογοδοσία και πειθάρχηση των ρυθμιστικών αρχών».

Κατ' επέκταση, θα μπορούσε να συμπληρωθεί και η ανάγκη της ύπαρξης στρατηγικής, σε επίπεδο νομοθετικής παρέμβασης, υπό την έννοια της ενίσχυσης της αποδοτικότητας και της αποτελεσματικότητας. Αυτό συνεπάγεται ότι η νομική αντιμετώπιση θα πρέπει να γίνεται με τέτοιο τρόπο, ώστε να λαμβάνει υπόψη το περιβάλλον, τα ιδιαίτερα στοιχεία του συστήματός της, τις διάφορες πολιτισμικές επιρροές και παράλληλα να αντιμετωπίζει το πρόβλημα, με τις μικρότερες δυνατές παρεμβάσεις (στον πυρήνα του), δίχως να επαφίεται σε κοινοτικές Οδηγίες⁸¹ (βλ. πίνακα 2.3).

Εν κατακλείδι, συνάγεται ότι – σε κρατικό επίπεδο – η επίλυση ενός συγκρουσιακού προβλήματος σε ένα σύστημα ΕΔ, εν προκειμένω της Ελλάδος (σύγκρουση μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων), απαιτεί τέσσερις βασικές προϋποθέσεις: 1^ο τον εντοπισμό του προβλήματος, 2^ο τη διαμόρφωση ξεκάθαρου στόχου (για την αντιμετώπιση του προβλήματος), 3^ο την ύπαρξη απαιτούμενων γνώσεων (του ανθρώπινου δυναμικού) και 4^ο την εφαρμογή συντονισμένης στρατηγικής⁸², από ένα σύνολο φορέων (νομοθετικών, ρυθμιστικών, και εποπτικών).

Πίνακας 2.3: Χρονολογική σειρά της ΕΔ στην Ελλάδα

Χρονολογία	Δραστηριότητα Εταιρικής Διακυβέρνησης
1998	Το Χ.Α.Α. διεξάγει μελέτη στο θέμα της ΕΔ.
1999, Απρίλιος	Δημοσιεύονται οι Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης του Ο.Ο.Σ.Α.
1999, Οκτώβριος	Δημοσιεύεται το κείμενο «Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της Αποτελεσματικότητας και του Ανταγωνιστικού Μετασχηματισμού της», υπό τον συντονισμό τις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
2000	Τα υπουργεία Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών και Ανάπτυξης, συνέστησαν νομοπαρασκευαστική επιτροπή (επιτροπή Ρόκκα) στο θέμα της ΕΔ.
2000, Νοέμβριος	Δημοσιεύεται η απόφαση 5/204/2000 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.
2001, Αύγουστος	Δημοσιεύονται οι Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΣΕΒ.
2002, Μάιος	Ψηφίζεται ο ν. 3016/2002 «Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και τις διατάξεις».
2002, Ιούλιος	Το Χ.Α.Α. ανακοινώνει μία σειρά από ποιοτικά κριτήρια που καλύπτουν την εταιρική διακυβέρνηση, τη διαφάνεια και την επικοινωνία με τους επενδυτές.
2002, Δεκέμβριος	Ψηφίζεται ο ν. 3091/2002 «Απλουστεύσεις και βελτιώσεις στη φορολογία

⁸¹ Ειδικότερα, η συνεχόμενη νομοθετική παρέμβαση της Ε.Ε., με διάφορες Οδηγίες στα μέλη κράτη, επιβεβαιώνει την άποψη ότι ένα «ρυθμιστικό μωσαϊκό» απλώνεται σε όλη την έκτασή της, με πρωταρχικό στόχο τη συνολική μεταμόρφωση του συστήματος της ΕΔ (στην Ε.Ε.) (Nerantzidis and Filos, 2012). Ωστόσο, το ερώτημα που γεννάται είναι κατά πόσο αυτό επιτυγχάνεται με ολιστικές εφαρμογές. Για περισσότερα, βλ. Rhodes και van Apeldoorn (1998: 265).

⁸² Η στρατηγική πρέπει να στοχεύει και στην «επιμόρφωση των φορέων ενάσκησης επιχειρηματικής δραστηριότητας, ώστε αυτοί να αντιληφθούν τις ευεργετικές συνέπειες της υιοθέτησης κανόνων ορθής εταιρικής διακυβέρνησης» (Μούζουλας, 2003: 18).

2005, Μάιος	<p>εισοδήματος και κεφαλαίου και άλλες διατάξεις» (υπήρξε μικρή τροποποίηση στον ν. 3016/2002 στο άρθρο 26, παράγραφος 1). Ψηφίζεται ο ν. 3340/2005 «Για την προστασία της Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς». Αξίζει να σημειωθεί ότι, πριν τη ψήφιση του παρόντος νόμου, το νομικό καθεστώς για τις πληροφορίες που έπρεπε να δημοσιοποιούνται στους μετόχους και το επενδυτικό κοινό καλύπτονταν αρχικά από τα Προεδρικά Διατάγματα 350/1985 και 51/1992 και αργότερα από τον ν. 1806/1988 και το Προεδρικό Διάταγμα 53/1992.</p>
2005, Δεκέμβριος	<p>Ψηφίζεται ο ν. 3429/2005 «Δημόσιες Επιχειρήσεις και Οργανισμοί (Δ.Ε.Κ.Ο.)» (αξίζει να σημειωθεί ότι με τον ν. 3697/25.09.2008 υπήρξε μικρή τροποποίηση στον ν. 3429/2005 με το άρθρο 33, Κεφάλαιο Ε, Μέρος Δ).</p>
2007, Απρίλιος	<p>Ψηφίζεται ο ν. 3556/2007 «Προϋποθέσεις διαφάνειας για την πληροφόρηση, σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά και τις διατάξεις».</p>
2007, Αύγουστος	<p>Ψηφίζεται ο ν. 3604/2007 «Αναμόρφωση και τροποποίηση του κωδικοποιημένου νόμου 2190/1920 Περί ανωνύμων εταιρειών και άλλες διατάξεις».</p>
2007, Οκτώβριος	<p>Τροποποιείται η απόφαση 5/204/2000 (αρχικά με την 1/319/9.12.2004, έπειτα την 3-348/19.7.2005 αργότερα με την 7/372/15.2.2006 και τέλος με την 7/448/11.10.2007).</p>
2008	<p>Ψηφίζεται ο ν. 3693/2008 «Εναρμόνιση της ελληνικής οικονομίας με την Οδηγία 2006/43/ΕΚ, 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».</p>
2010, Σεπτέμβριος	<p>Ψηφίζεται ο ν. 3873/2010 «Ενσωμάτωση στην ελληνική έννομη τάξη της Οδηγίας 2006/46/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, σχετικά με τους ετήσιους και ενοποιημένους λογαριασμούς εταιρειών ορισμένων μορφών και της οδηγίας 2007/63/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, για την απαίτηση για τη σύνταξη έκθεσης, από ανεξάρτητο εμπειρογνώμονα, σε περίπτωση συγχώνευσης ή διάσπασης ανωνύμων εταιρειών». Αξίζει να σημειωθεί ότι ο συγκεκριμένος νόμος υποχρεώνει για πρώτη φορά τις εισηγμένες, στο Χ.Α.Α., εταιρείες να συντάσσουν δήλωση ΕΔ, ως ειδικό τμήμα της έκθεσης διαχείρισής τους.</p>
2010, Σεπτέμβριος	<p>Ψηφίζεται ο ν. 3884/2010 «Ενσωμάτωση στο ελληνικό δίκαιο της Οδηγίας 2007/36/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 11^{ης} Ιουλίου 2007, σχετικά με την άσκηση ορισμένων δικαιωμάτων από μετόχους εισηγμένων εταιρειών – Τροποποίηση και προσαρμογή του κωδικοποιημένου νόμου 2190/1920 Περί ανωνύμων εταιρειών και του ν. 2396/1996».</p>
2010, Δεκέμβριος	<p>Ο Σύνδεσμος Επενδυτών και Διαδικτύου (ΣΕΔ) δημοσίευσε, στις 15 Δεκεμβρίου 2010, στο 8^ο Πανελλήνιο Επενδυτικό και Χρηματιστηριακό Συνέδριο, τον Χάρτη Εταιρικής Διακυβέρνησης που δημιουργήθηκε μέσα από ψήφισμα στο Forum του Συνδέσμου.</p>
2010, Δεκέμβριος	<p>Ο Σύνδεσμος Ελλήνων Βιομηχάνων (ΣΕΒ), με σκοπό την προώθηση της διαφάνειας και την εναρμόνιση με τις βέλτιστες πρακτικές που ισχύουν στις χώρες του Ο.Ο.Σ.Α. και την Ε.Ε., αλλά και παγκοσμίως, ανέλαβε την πρωτοβουλία να καταρτίσει Ελληνικό Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης.</p>
2011, Μάιος	<p>Ψηφίζεται ο ν. 3965/2011 «Αναμόρφωση πλαισίου λειτουργίας Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων, Οργανισμού Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους, Δημοσίων Επιχειρήσεων και Οργανισμών, σύσταση Γενικής Γραμματείας Δημόσιας Περιουσίας και άλλες διατάξεις», όπου εισάγει προσθήκες και τροποποιήσεις στην εταιρική διακυβέρνηση των Δ.Ε.Κ.Ο.</p>

Πηγή: Υιοθετήθηκε από Spanos (2005: 26) και Nerantzidis and Filos (2012)

2.8 Συμπεράσματα

Συνοψίζοντας τα ανωτέρω, συμπεραίνουμε ότι η ΕΔ αποτελεί ένα νέο και ταχέως αναπτυσσόμενο γνωστικό πεδίο, που πρωταγωνιστεί τις τελευταίες δεκαετίες και ανταγωνίζεται επάξια το άλλοτε κυρίαρχο μάνατζμεντ. Ειδικότερα, ως έννοια προσεγγίζεται πρακτικά και επιστημονικά από διαφορετικούς κλάδους (π.χ. λογιστική, χρηματοοικονομική, διοίκηση επιχειρήσεων κ.ο.κ.), γεγονός που επιβεβαιώνεται από την ποικιλία των θεωριών⁸³ που έχουν αναπτυχθεί και έχουν επηρεάσει την εξέλιξή της, με επικρατέστερη αυτή της αντιπροσώπευσης.

Βέβαια, καθίσταται σαφές ότι ορισμένες θεωρίες μπορεί να είναι περισσότερο κατάλληλες ή σχετικές με κάποιες χώρες, από ότι με κάποιες άλλες, αλλά και περισσότερο σημαντικές σε διαφορετικές χρονικές στιγμές, ανάλογα με το στάδιο που βρίσκεται μια μεμονωμένη χώρα ή ομάδα χωρών. Υπό αυτήν την έννοια, αναδεικνύεται και η διαφορετικότητα του συστήματος της ΕΔ της εκάστοτε χώρας: ενός συστήματος που επηρεάζεται άμεσα από τις ιστορικές καταβολές της, την κουλτούρα της, τις αξίες της και εμφανώς από το στάδιο ανάπτυξής της.

Συνοπτικά, τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την επισκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας και αποτελούν τον βασικό πυρήνα του εν λόγω κεφαλαίου σχετίζονται:

- Με την απουσία «χρυσών κανόνων» (σε επίπεδο εταιρείας) για μία επιτυχημένη ΕΔ, καθώς οι δύο βασικότερες αρχές απαιτούν από το μάνατζμεντ: i) να είναι ελεύθερο να διοικεί την επιχείρηση, με τις ελάχιστες δυνατές παρεμβολές και τη μέγιστη δυνατή παρακίνηση και ii) να είναι υπόλογο, για την αποτελεσματική και αποδοτική χρήση αυτής της ελευθερίας: ενώ ο έλεγχος πρέπει να διενεργείται σε δύο επίπεδα και να περιλαμβάνει τόσο αυτόν του μάνατζμεντ από το Δ.Σ., όσο και του Δ.Σ. από τους μετόχους (Charkham and Simpson, 1999: 29· Μέκος, 2003: 22),

⁸³ Όπως: i) η θεωρία διαχείρισης, ii) η θεωρία αντιπροσώπευσης, iii) η θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών, iv) η θεωρία των οικονομικών συναλλαγών, v) η θεωρία εξάρτησης των πόρων, vi) η θεωρία σημάτων και vii) η θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης.

- Με την ενθάρρυνση της δημιουργίας ξεχωριστού συστήματος, για κάθε χώρα, εναρμονισμένο τόσο με την ιστορία και τον πολιτισμό της όσο και με το επίπεδο της οικονομικής της ανάπτυξης (Naciri, 2008)⁸⁴ και
- Με την επίλυση οποιουδήποτε συγκρουσιακού προβλήματος σε ένα σύστημα ΕΔ (κρατικό επίπεδο), ακολουθώντας μια σειρά ορισμένων βημάτων και συγκεκριμένα: 1^ο εντοπίζοντας το πρόβλημα, 2^ο διατυπώνοντας τον στόχο (για την αντιμετώπιση του προβλήματος), 3^ο χρησιμοποιώντας το κατάλληλο ανθρώπινο δυναμικό, με τις απαιτούμενες γνώσεις και 4^ο εφαρμόζοντας συντονισμένη μακροχρόνια στρατηγική, μέσω ενός συνόλου φορέων (νομοθετικών, ρυθμιστικών και εποπτικών).

⁸⁴ Παραθέτουμε την ακριβή απόδοση του συγγραφέα: “The author argues that each country should be encouraged to build its own system of corporate governance, which should be harmonized with its history, culture and the level of its economic development”.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΣΤΙΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΣΤΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗ

Το κεφάλαιο αυτό αποτελείται από δύο επιμέρους τμήματα, τα οποία θέτουν το πλαίσιο για την κατανόηση της ΕΔ στις δημόσιες επιχειρήσεις και τη δημόσια διοίκηση. Ειδικότερα, το πρώτο μέρος παρουσιάζει τον τρόπο οργάνωσης και λειτουργίας των δημοσίων επιχειρήσεων στην Ελλάδα και στις χώρες της Ε.Ε., ενώ παραθέτει τις σύγχρονες εξελίξεις και τα εργαλεία για τη βελτίωση της αποδοτικότητάς τους, δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στις διεθνείς βέλτιστες πρακτικές της ΕΔ. Αντίστοιχα, το δεύτερο μέρος περιγράφει, εν συντομία, τη μετάβαση από το δημόσιο μανάτζμεντ και το νέο δημόσιο μανάτζμεντ στην εποχή της διακυβέρνησης, επισημαίνοντας τις νέες εξελίξεις για την προώθηση των αρχών της ΕΔ στο στενό δημόσιο τομέα.

3.1 Εισαγωγή

«Οι αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης είναι οι ίδιες, τόσο στον δημόσιο όσο και στον ιδιωτικό τομέα. Η καλή εταιρική διακυβέρνηση απαιτεί σαφή ορισμό της ευθύνης και ουσιαστική κατανόηση των σχέσεων, μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών του οργανισμού και αυτών που αναλαμβάνουν τη διαχείριση των πόρων»

Barrett (1997: 3)⁸⁵

Οι ραγδαίες εξελίξεις των τελευταίων δεκαετιών, με τα διάφορα εταιρικά σκάνδαλα και τις πτωχεύσεις των εταιρικών κολοσσών, όπως διατυπώθηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο, καθώς και οι έντονες εξελίξεις της παγκοσμιοποίησης, δημιούργησαν μια απαίτηση για προσαρμογή στα νέα δεδομένα, κυρίως όσον αφορά την οικονομία, την πολιτική και τον δημόσιο τομέα.

Μία νέα ανταγωνιστική δράση, τόσο από πλευράς επιχειρήσεων όσο και από πλευράς κεφαλαιαγορών και κυβερνήσεων, αναπτύσσεται τα τελευταία χρόνια, με κύριο κρατικό στόχο την επιδίωξη μεγαλύτερης κοινωνικής ευημερίας, μέσω της βελτίωσης της κατανομής των πόρων και της προώθησης της οικονομικής ανάπτυξης. Εντούτοις, τα κίνητρα αναδιοργάνωσης του δημόσιου τομέα, σε παγκόσμια κλίμακα, πηγάζουν από τις πιέσεις που δέχεται από το εξωτερικό του περιβάλλον (Philippidou, Soderquist and Prastacos, 2004), ενώ όπως φαίνεται και στον Πίνακα 3.1, οι παράγοντες που επιβάλλουν την αλλαγή προκύπτουν από την απαίτηση προσαρμογής του στη νέα εποχή: μία εποχή που σταδιακά κατευθύνεται στην κατάργηση των εμποδίων που παρεμβάλλονται στην απρόσκοπτη λειτουργία της «ελεύθερης αγοράς».

Παρατηρείται, επομένως, η εμφάνιση του στοιχείου της ανταγωνιστικότητας στις δημόσιες επιχειρήσεις (εφεξής, ΔΕ)⁸⁶, αλλά και η ανάληψη κρατικών δράσεων, στοχεύοντας στην προαγωγή τόσο της αποδοτικότητας όσο και της

⁸⁵ Ελεύθερη απόδοση της φράσης: *“The principles of corporate governance are the same in both the public and private sectors. Good corporate governance requires clear definitions of responsibility and a clear understanding of relationships between the organization’s stakeholders and those entrusted to manage its resources and deliver its outcomes”*.

⁸⁶ Οι δημόσιες επιχειρήσεις περιλαμβάνονται στον δημόσιο τομέα, υπό ευρεία έννοια. Εν αντιθέσει με τον στενό δημόσιο τομέα, όπου περιλαμβάνονται τα διάφορα Ν.Π.Δ.Δ., οι οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης, οι οργανισμοί νομαρχιακής αυτοδιοίκησης κ.ο.κ.

αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα και στη μετάβαση σε συνθήκες αγοράς και πολιτικής δημοκρατίας (Ben-Ner, 1993: 329-366).

Ως εκ τούτου, το παρόν κεφάλαιο διακρίνεται σε δύο μέρη: στο πρώτο γίνεται μια προσπάθεια παρουσίασης των πρόσφατων εξελίξεων της ΕΔ στις ΔΕ (γνωστές και ως State Owned Enterprises, SOEs) και στο δεύτερο επιχειρείται η ανάδειξη της συμβολής της «εταιρικής διακυβέρνησης» στη δημόσια διοίκηση.

Πίνακας 3.1: Παράγοντες που επιβάλλουν την αλλαγή στον δημόσιο τομέα

Οικονομικοί και πολιτικοί παράγοντες

1. Παγκοσμιοποίηση των αγορών – ελεύθερο εμπόριο – νέες οικονομικές συμμαχίες
2. Έμφαση στην ποιότητα και στην ικανοποίηση των αναγκών των πολιτών-πελατών
3. Μακροοικονομική και νομισματική κρίση
4. Σταδιακή κυριαρχία της ιδεολογίας για προσανατολισμό στην αγορά
5. Κομματικές δεσμεύσεις υπέρ των περικοπών
6. Η ανάγκη της Ελλάδας να προσαρμόζεται στους κανόνες της Ε.Ε., για μία ενιαία αγορά
7. Τα κριτήρια του Μάαστριχτ, που σχετίζονται με μακροοικονομικούς στόχους (που πρέπει να πληρούνται για την ένταξη στη ζώνη του ευρώ) και τονώνουν τη νομισματική και δημοσιονομική πειθαρχία σε όλες τις χώρες της Ε.Ε.
8. Οι μεγάλες χρηματοδοτήσεις Ευρωπαϊκών κεφαλαίων, για τη στήριξη των προσαρμογών στο πλαίσιο των δύο διαδοχικών Κοινοτικών Πλαισίων Στήριξης (ΚΠΣ), οδηγούν σε μεγάλες αυξήσεις στις ελληνικές δημόσιες επενδύσεις

Τεχνολογικοί παράγοντες

9. Διαδίκτυο (η «νέα» πληροφοριακή λεωφόρος)
10. Τα εσωτερικά δίκτυα (intranets)
11. Το ηλεκτρονικό ταχυδρομείο
12. Κινητή τηλεφωνία
13. Εξειδικευμένα λογισμικά (CRM, Διαχείριση Γνώσης, ERP,...)

Δομικοί παράγοντες

14. Κατάργηση των ορίων σε οργανισμούς και αγορές
15. Σύγκλιση βιομηχανικών επιχειρήσεων και επιχειρήσεων που προσφέρουν υπηρεσίες
16. Μη συνεχείς αλλαγές στους παράγοντες του ευρύτερου πλαισίου
17. Διακυβέρνηση εντός ορίων
18. Αύξηση των ιδιωτικοποιήσεων

Διαδικαστικοί παράγοντες

19. Αύξηση της πρόσβασης στη γνώση
20. Εστίαση στη δημιουργία καινοτομίας, καθώς επίσης και στην τεχνολογία αλλά και στην παροχή υπηρεσιών
21. Περιορισμένος χρόνος για όλες τις στρατηγικές δράσεις
22. Διαφάνεια

Πηγή: Philippidou, Soderquist and Prastacos (2004: 318-319)

3.2 Μέρος Α – Η εταιρική διακυβέρνηση στις δημόσιες επιχειρήσεις

3.2.1 Εισαγωγή

«Οι επιχειρηματικές δραστηριότητες του κράτους καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα ιδιωτικών αγαθών, με αποτέλεσμα να παρατηρούνται ομοιότητες μεταξύ δημόσιων και ιδιωτικών επιχειρήσεων. Ωστόσο, όμως, οι διαφορετικοί σκοποί και στόχοι, καθώς και το ιδιοκτησιακό καθεστώς, είναι στοιχεία που τις διαφοροποιούν» (Κέφης, 1998: 15).

Επιπλέον, οι οικονομικοί, πολιτικοί, τεχνολογικοί, δομικοί και διαδικαστικοί παράγοντες έχουν επιβάλλει τόσο τον εκσυγχρονισμό όσο και την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας και της αποδοτικότητας των ΔΕ, με αποτέλεσμα η «νέα περίοδος» να απαιτεί την «ανασύσταση» της επιχειρηματικής δραστηριότητας του κράτους: μία αναμόρφωση τη στιγμή που οι κυβερνήσεις αντιμετωπίζουν δραστικές, κοινωνικές, οικονομικές και τεχνολογικές αλλαγές, ενόψει της παγκοσμιοποίησης (Bozec, Zéghal and Boujenoui, 2004: 79).

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η «διστακτική» προσπάθεια, αλλά και η «πρόκληση» των ανεπτυγμένων κρατών, για την υιοθέτηση βέλτιστων πρακτικών ΕΔ στις ΔΕ, με απώτερο σκοπό την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητάς τους. Το εγχείρημα αυτό, παρότι καινοτόμο, απαιτεί την εφαρμογή των βέλτιστων αυτών πρακτικών στις ιδιωτικές επιχειρήσεις, δημιουργώντας κατάλληλο και πρόσφορο έδαφος για την υιοθέτησή τους και από τις ΔΕ.

Υπό το πλαίσιο αυτό, στη συνέχεια αναλύονται η έννοια, οι μορφές και η διοικητική οργάνωση των ΔΕ στην Ελλάδα και παρουσιάζονται οι βασικοί τρόποι οργάνωσής τους στα κράτη μέλη του Ο.Ο.Σ.Α., προκειμένου να αναδειχθεί το θεμελιώδες πρόβλημα της δημόσιας επιχειρηματικής: που δεν είναι τίποτα περισσότερο από τον τρόπο που οργανώνονται και λειτουργούν οι εν λόγω φορείς (Σπηλιωτόπουλος, 2010: 1).

3.2.2 Η έννοια των δημόσιων επιχειρήσεων

Σύμφωνα με τον ν. 3429/2005⁸⁷, περί Δημοσίων Επιχειρήσεων και Οργανισμών (Δ.Ε.Κ.Ο.), «ως δημόσια επιχείρηση νοείται κάθε ανώνυμη εταιρεία, στην οποία το ελληνικό δημόσιο δύναται να ασκεί, άμεσα ή έμμεσα, αποφασιστική επιρροή, λόγω της συμμετοχής του στο μετοχικό της κεφάλαιο ή της χρηματοοικονομικής του συμμετοχής ή ακόμη και των κανόνων που τη διέπουν».

Περαιτέρω, στον νόμο αυτό διευκρινίζεται και η άσκηση της αποφασιστικής επιρροής του ελληνικού δημοσίου, η οποία τεκμαίρεται όταν: (i) είτε το ελληνικό δημόσιο ή τα Ν.Π.Δ.Δ., (ii) είτε τα Ν.Π.Ι.Δ., που χρηματοδοτούνται από το ελληνικό δημόσιο ή/και τα Ν.Π.Δ.Δ. σε ποσοστό άνω του πενήντα τοις εκατό, (iii) είτε άλλες δημόσιες επιχειρήσεις:

- α) είναι κύριοι μετοχών που εκπροσωπούν την απόλυτη πλειοψηφία του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου ή
- β) ελέγχουν την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου στη γενική συνέλευση ή
- γ) διορίζουν το ήμισυ πλέον ενός εκ των μελών του Δ.Σ. ή
- δ) χρηματοδοτούν την ετήσια δραστηριότητά της, σε ποσοστό άνω του πενήντα τοις εκατό.

Επιπλέον, αξίζει να σημειωθεί ότι ως «δημόσια επιχείρηση» νοείται και κάθε ανώνυμη εταιρεία συνδεδεμένη με ΔΕ, υπό την έννοια του άρθρου 42 ε παρ. 5 του κ.ν. 2190/1920. Στην περίπτωση αυτή εμπίπτουν τα δικαιώματα συμμετοχής στο κεφάλαιο άλλων επιχειρήσεων, οποιασδήποτε νομικής μορφής, τα οποία αντιπροσωπεύουν ποσοστό τουλάχιστον 10% (δέκα τοις εκατό) και αποκτώνται με σκοπό τη διαρκή κατοχή τους.

Παράλληλα, ένας ακόμη ορισμός είναι και αυτός των Lioukas, Bourantas και Papadakis (1993: 646-647), και Schmitz (1996: 4), που τις ορίζουν ως τις εταιρείες που ελέγχονται από τις εκάστοτε κυβερνήσεις και διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην οικονομική ευημερία της χώρας. Αντίστοιχα, ο Ο.Ο.Σ.Α. (2005α: 80) αποδίδει τις ΔΕ ως τις επιχειρήσεις στις οποίες το κράτος κατέχει το μεγαλύτερο μέρος ελέγχου, είτε εξολοκλήρου ή μέσω πλειοψηφικής ιδιοκτησίας. Ωστόσο, όμως, επισημαίνεται ότι συντελούν σημαντικό ρόλο και στη διαμόρφωση του Α.Ε.Π., την απασχόληση και την κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Διαπιστώνεται, επομένως, ότι

⁸⁷ Ν. 3429/27-12-2005/ΦΕΚ 314 Α' (Κεφ. Α') «Δημόσιες Επιχειρήσεις και Οργανισμοί (Δ.Ε.Κ.Ο)».

ανεξάρτητα από το τι ορίζεται ως ΔΕ, το κράτος αναλαμβάνει τη σύστασή τους για δύο κυρίως λόγους: i) προκειμένου να διευκολύνει την οικονομική ανάπτυξη και ii) να αποφύγει την πτώχευση των ιδιωτικών επιχειρήσεων⁸⁸ (Bozec, Zéghal and Boujenoui, 2004: 80).

3.2.3 Οι μορφές των δημοσίων επιχειρήσεων και η διοικητική τους οργάνωση

Όπως αναφέρουν οι Γεωργακόπουλος (2005: 216) και Καινούργιος (2004: 15), οι ΔΕ μπορούν να λάβουν διαφορές μορφές, σύμφωνα με: i) την έκταση συμμετοχής των δημοσίων φορέων και ii) τον βαθμό της διοικητικής τους εξάρτησης.

Ειδικότερα, στην πρώτη περίπτωση διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες:

1^{ον} *Τις Αμιγείς δημόσιες επιχειρήσεις* (με μόνο μέτοχο το δημόσιο) και

2^{ον} *Τις Μικτές δημόσιες επιχειρήσεις* (με συμμετοχή και των ιδιωτών).

Για τα ελληνικά δεδομένα, αμιγείς ΔΕ μπορούν να χαρακτηριστούν οι μη εισηγμένες Δ.Ε.Κ.Ο. (βλ. πίνακα 3.3), στις οποίες μοναδικός μέτοχος είναι το δημόσιο, ενώ μικτές ΔΕ μπορούν να χαρακτηριστούν οι εισηγμένες, στο Χ.Α.Α., Δ.Ε.Κ.Ο. (βλ. πίνακα 3.4), που στη μετοχική τους σύνθεση περιλαμβάνονται και ιδιωτικά κεφάλαια. Στο σημείο αυτό, ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι η κυριότερη διαφορά μεταξύ εισηγμένων και μη εισηγμένων Δ.Ε.Κ.Ο. έγκειται στην παραγωγικότητα και την αποδοτικότητά τους, όπως αυτή αναλύεται στη συνέχεια.

Βάσει του βαθμού διοικητικής εξάρτησης, οι ΔΕ μπορούν να διακριθούν σε τρεις βασικές κατηγορίες:

1^{ον} *Τις Εξολοκλήρου εξαρτημένες δημόσιες επιχειρήσεις*: Οι οποίες χαρακτηρίζονται από περιορισμένη ευελιξία στον στρατηγικό σχεδιασμό και στη λήψη αποφάσεων. Ειδικότερα, παρατηρείται μεγάλη πολιτική παρέμβαση, δεδομένου ότι ο προϋπολογισμός τους είναι ενσωματωμένος στον κρατικό, με αποτέλεσμα οι περισσότερες να αποκλίνουν από τον βασικό σκοπό ίδρυσής τους.

2^{ον} *Τις Εξολοκλήρου αυτόνομες δημόσιες επιχειρήσεις*: Οι οποίες λειτουργούν βάσει του κριτηρίου της «ελεύθερης αγοράς». Συγκεκριμένα, δεν εξαρτώνται διοικητικά και λειτουργούν σύμφωνα με το δίκαιο των Ανωνύμων Εταιρειών. Ως εκ

⁸⁸ Μία ιδιωτική επιχείρηση δεν μπορεί να έχει ζημιές για πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα. Εν αντιθέσει με μία ΔΕ, η οποία μπορεί να συνεχίζει τη λειτουργία της και με συσσωρευμένα ελλείμματα, σε περίπτωση που χρηματοδοτείται από τον κρατικό προϋπολογισμό.

τούτου, ο στρατηγικός τους σχεδιασμός πραγματοποιείται από το Δ.Σ. και η κύρια επιδίωξή τους έγκειται στη μεγιστοποίηση του κέρδους, παρότι ορισμένες φορές μπορεί κι αυτές να αποκλίνουν από τον βασικό σκοπό ίδρυσής τους.

3^ο *Τις μερικά αυτόνομες δημόσιες επιχειρήσεις*: Οι οποίες εφαρμόζουν ένα συνδυασμό ιδιωτικοοικονομικών και κοινωνικών κριτηρίων. Ειδικότερα, στις περισσότερες περιπτώσεις λειτουργούν όπως οι ανώνυμες εταιρείες και διέπονται από τις διατάξεις του ιδιωτικού δικαίου, παρότι η δημόσια διοίκηση είναι υπεύθυνη για τα θέματα στρατηγικού σχεδιασμού και πολιτικής (επενδυτικής και τιμολογιακής). Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το σύνολο των εισηγμένων Δ.Ε.Κ.Ο., όπου ο ρόλος της διοίκησής τους περιορίζεται σε αποφάσεις καθημερινής λειτουργίας.

Στη συνέχεια, επιχειρείται να αναδειχθεί η βέλτιστη δυνατή λειτουργία των ΔΕ στην Ελλάδα και παρουσιάζονται εκτενώς όλες οι πρόσφατες εξελίξεις του εν λόγω αντικειμένου.

3.2.4 Η σημασία των Δ.Ε.ΚΟ. και η διαφοροποίηση στη διακυβέρνηση από τις ιδιωτικές επιχειρήσεις

3.2.4.1 Κύρια σημεία διαφοροποίησης

Παρατηρώντας τη δράση των εισηγμένων Δ.Ε.Κ.Ο και των αντίστοιχων μη εισηγμένων στην Ελλάδα, αντιλαμβανόμαστε τον επιτελικό τους ρόλο στην οικονομική λειτουργία, καθώς παράγουν αγαθά και υπηρεσίες που είναι απαραίτητα για την εύρυθμη λειτουργία των υπόλοιπων κλάδων (της οικονομίας) και συνεπώς αποτελούν τη «σπονδυλική στήλη⁸⁹» του οικονομικού συστήματος (Προβόπουλος, 1982). Είναι, λοιπόν, εμφανές ότι οι ΔΕ αποτελούν την πλέον σύγχρονη και εξελιγμένη οργανωτική μονάδα ασκήσεως επιχειρηματικής δραστηριότητας από το κράτος (Σπηλιωτόπουλος, 2010: 40) και αυτό διότι έχουν ως πρωταρχικό τους στόχο «τη βελτίωση της κατανομής των πόρων, τη βελτίωση της διανομής του εισοδήματος και του πλούτου, τη σταθεροποίηση της οικονομίας και την προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης» (Γεωργακόπουλος, 2005: 222).

⁸⁹ Οι Δ.Ε.Κ.Ο. δραστηριοποιούνται σε διάφορους τομείς, όπως: i) η παραγωγή και διανομή ηλεκτρικής ενέργειας, ii) η τηλεφωνία, iii) οι ταχυδρομικές υπηρεσίες, iv) οι μεταφορές, v) οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, vi) η ναυτιλία, vii) καθώς και λοιπές άλλες δραστηριότητες (για περισσότερα, βλ. Γεωργακόπουλος, 2005: 218-220).

Ως εκ τούτου, η ΔΕ έχει δύο διαστάσεις⁹⁰: «την επιχειρηματική και την κρατική» (Κέφης, 1998: 19). Πιο αναλυτικά, όπως φαίνεται και στον πίνακα (3.2) που ακολουθεί, μια ΔΕ έχει διττό σκοπό: αφενός να μεγιστοποιήσει το κέρδος της και αφετέρου ν' αυξήσει το κοινωνικό όφελος (αντίθετα από την ιδιωτική επιχείρηση που ενδιαφέρεται αποκλειστικά για τη μεγιστοποίηση του κέρδους της). Για τον λόγο αυτό, η διακυβέρνηση των επιχειρήσεων του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα παρουσιάζει έντονες διαφοροποιήσεις, με κυριότερες αποκλίσεις στην αντιπροσώπευση και τη διαφάνεια. Ειδικότερα, οι ιδιωτικές επιχειρήσεις, από τη μία, λειτουργούν σε ένα πλαίσιο ανταγωνιστικότητας «ελεύθερης αγοράς», με τον μάνατζερ να αποτελεί «κύριο εκπρόσωπο» και οι ΔΕ, από την άλλη, σε ένα μονοπωλιακό πλαίσιο, που εκπροσωπείται τόσο από τον μάνατζερ όσο και από τους πολιτικούς. Ωστόσο, η «ελαττωματική» υπόσταση των ΔΕ ενισχύεται και σε επίπεδο δημοσιοποίησης πληροφοριών, όπου παρουσιάζονται σημαντικές αποκλίσεις από τις ιδιωτικές: γεγονός που συμβάλλει στην έλλειψη διαφάνειας και πλήττει σε μεγάλο βαθμό την ανταγωνιστικότητά τους.

Πίνακας 3.2: Διαφορές στη διακυβέρνηση επιχειρήσεων μεταξύ ιδιωτικού και δημόσιου τομέα

	Ιδιωτικές Επιχειρήσεις	Δημόσιες Επιχειρήσεις
Σκοπός	Μεγιστοποίηση του κέρδους	Μεγιστοποίηση κέρδους και κοινωνικής ωφέλειας
Θέματα Αντιπροσώπευσης	Μονή αντιπροσώπευση-σχετίζεται με την ιδιοτελή συμπεριφορά των μάνατζερ	Διπλή αντιπροσώπευση-σχετίζεται με την ιδιοτελή συμπεριφορά των μάνατζερ και των πολιτικών
Διαφάνεια	Υψηλό επίπεδο δημοσιοποίησης πληροφοριών (κυρίως στις εισηγμένες)	Χαμηλό επίπεδο δημοσιοποίησης πληροφοριών

Πηγή: Υιοθετήθηκε από Wong (2004: 6)

Συνάμα, όπως φαίνεται και στο σχήμα (3.1) που ακολουθεί, παρατηρείται και μια κοινή λειτουργία των ιδιωτικών και των ΔΕ, όσον αφορά τη διαχείρισή τους, που και στις δύο περιπτώσεις επιβαρύνει το Δ.Σ. Εντούτοις, όμως, η λειτουργία αυτή διαφέρει

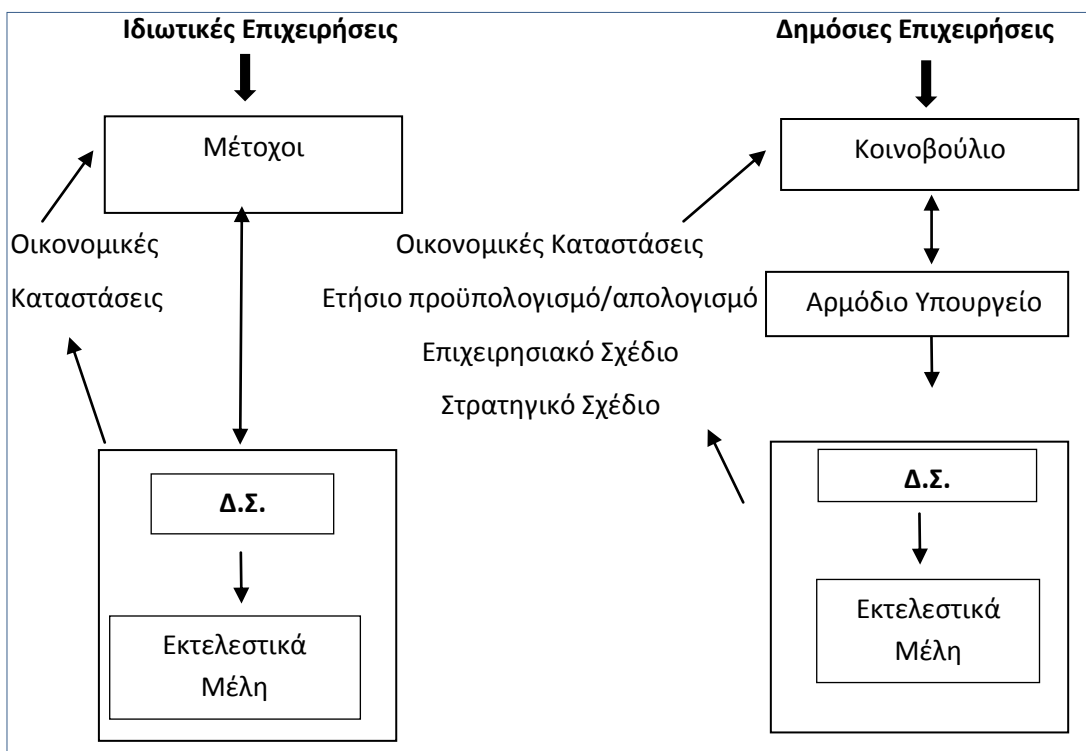
⁹⁰ Ο Καινούργιος (2004: 17) αναφέρει ότι οι ΔΕ έχουν τρεις διαστάσεις (επιχειρηματική, κρατική και κοινωνική). Εμείς υιοθετούμε την άποψη του Κέφης (1998), κατά την οποία η κρατική διάσταση περιλαμβάνει και την κοινωνική.

στο όργανο αναφοράς των μελών του, που στην περίπτωση των μη εισηγμένων Δ.Ε.Κ.Ο. το όργανο αυτό αποτελεί ένας αποκλειστικά μέτοχος και στην περίπτωση των ιδιωτικών επιχειρήσεων ένα σύνολο μετόχων. Πιο συγκεκριμένα, στις κρατικές επιχειρήσεις, κύριος μέτοχος είναι το κράτος και το Δ.Σ. «ελέγχεται» από το αρμόδιο Υπουργείο⁹¹, ενώ στις ιδιωτικές επιχειρήσεις, οι μέτοχοι είναι περισσότεροι και ο «έλεγχος» προκαλείται από το ευρύτερο επενδυτικό κοινό. Παράλληλα, μια επιπλέον διαφορά έγκειται και στην υποχρέωση των ΔΕ να καταρτίζουν και να υποβάλλουν – πέραν των οικονομικών καταστάσεων – επιχειρησιακά και επιχειρηματικά σχέδια, στη Διυπουργική Επιτροπή Δημοσίων Επιχειρήσεων και Οργανισμών (μέσω του εποπτευόμενου Υπουργείου), καθώς η έγκρισή τους από την κυβέρνηση αποτελεί σημαντικό στοιχείο του εσωτερικού ελέγχου και της λογοδοσίας τους.

Διαπιστώνεται, επομένως, ότι η οργάνωση και η λειτουργία των ΔΕ διαφέρει, σε μεγάλο βαθμό, από τις ιδιωτικές επιχειρήσεις, με τη διαφοροποίηση αυτή να παρατηρείται εντονότερα στις μη εισηγμένες από ότι στις εισηγμένες Δ.Ε.Κ.Ο.

⁹¹ Ο κρατικός έλεγχος και η οικονομική εποπτεία των δημοσίων επιχειρήσεων ασκείται από τη Διυπουργική Επιτροπή Δημοσίων Επιχειρήσεων και Οργανισμών Δ.Ε.Κ.Ο., ενώ διενεργείται, κατ' εντολή της, από την Ειδική Γραμματεία Δημοσίων Επιχειρήσεων και Οργανισμών.

Σχήμα 3.1: Σύγκριση ιδιωτικών και δημοσίων επιχειρήσεων



Πηγή: Τροποποιήθηκε από τους Bozec, Zéghal και Boujenoui (2004: 82)

3.2.4.2 Η ελλειμματική τους φύση

Μια περαιτέρω πηγή αδυναμίας των ΔΕ φανερώνεται στα οικονομικά τους στοιχεία, καθώς όπως παρατηρούμε στον πίνακα 3.3, οι μισές σχεδόν είναι ελλειμματικές. Το γεγονός αυτό ενισχύεται τόσο από το ποσοστό των εταιρειών που παρουσίασαν ζημιές το 2010 (το 49,02%), όσο και αυτών που παρουσιάζουν σε συστηματική βάση (39,21%). Το μεγαλύτερο πρόβλημα, βέβαια, είναι τα διαχρονικά ελλείμματα⁹², που αφενός επιβαρύνουν τον κρατικό προϋπολογισμό και αφετέρου λειτουργούν ως τροχοπέδη στην ανάπτυξη και στη διεύρυνση της ανταγωνιστικής τους βάσης. Συγχρόνως, όμως, η αδυναμία των επιχειρήσεων αυτών διαφαίνεται και στο γεγονός της διεθνής αποστροφής από την κοινωνική τους πτυχή και της εντονότερης προσέγγισης της «εμπορευματοποίησής» τους και των κερδών που παράγουν (Gordon, 1981· Laux and Molot, 1988).

⁹² Οι κυβερνήσεις ενσωματώνουν τις δανειακές ανάγκες των παραπάνω οργανισμών στο έλλειμμα και στο δημόσιο χρέος· και τούτο διότι οι Δ.Ε.Κ.Ο. λειτουργούν σχεδόν αποκλειστικά, μέσω κρατικής ενίσχυσης. Ειδικότερα, τα ελλείμματα των ΔΕ, που λειτουργούν υπό συνθήκες φθίνοντος κόστους (εξίσωση οριακού κόστους και τιμής), καλύπτονται μέσω (τριών μεθόδων): i) της κρατικής επιδότησης από τον προϋπολογισμό, ii) της εφαρμογής διακριτών/διαφοροποιημένων τιμών και iii) της πολιτικής διπλής τιμολόγησης ή πολλαπλού τιμολογίου (για περισσότερα, βλ. Καινούργιος, 2004: 27-29).

Εντούτοις, όμως, η εικόνα αυτή αντισταθμίζεται σε μεγάλο βαθμό από την επίδοση των εισηγμένων Δ.Ε.Κ.Ο., τόσο σε επίπεδο αποτελεσμάτων όσο και σε επίπεδο διαχείρισης (αναλυτικότερα βλ. πίνακα 3.4)⁹³· όμως, ως ποσοστό του συνόλου δεν παύει να είναι αρκετά μικρό (15%), με αποτέλεσμα να παρατηρείται η λειτουργία των Δ.Ε. υπό τη βάση δύο ταχυτήτων: των κερδοφόρων εισηγμένων από τη μία και των ζημιωγόνων μη εισηγμένων από την άλλη, τονίζοντας έτσι το φαινόμενο της παθογένειας που δημιουργεί η δραστηριότητά τους στην οικονομία.

Λαμβάνοντας μια πρώτη εικόνα των ελλειμματικών Δ.Ε.Κ.Ο. (βλ. πίνακα 3.3), μπορεί κανείς να εστιάσει στα σημαντικά προβλήματα του τομέα των μεταφορών, με χαρακτηριστικά παραδείγματα αυτά των ΟΣΕ, ΕΘΕΛ, ΗΣΑΠ, ΟΑΣΑ, ΤΡΑΙΝΟΣΕ, Εθνικού Διαχειριστή Σιδηροδρομικής Υποδομής Α.Ε., αλλά και του τομέα Εθνικής Αμύνης (ΕΑΣ). Οι συγκεκριμένες εταιρείες εμφανίζουν ζημιές σε συστηματική βάση, άνω των 100 εκατομμυρίων ευρώ. Ωστόσο, όμως, πως μπορούμε να μιλάμε για ελλειμματικές εταιρείες τη στιγμή που οι περισσότερες λειτουργούν υπό το καθεστώς μονοπωλίου; Σίγουρα, βέβαια, δεν απουσιάζουν και οι περιπτώσεις κερδοφόρων οργανισμών, όπου οποιοσδήποτε κρατικός ή επιχειρηματικός φορέας αναζητά. Στις περιπτώσεις αυτές, εμφανώς, περιλαμβάνονται οι λιμενικοί οργανισμοί και ορισμένες περιπτώσεις μονοπωλιακών Δ.Ε.Κ.Ο., με σημαντικότερες: τη Διεθνή Έκθεση Θεσσαλονίκης, την Κεντρική Αγορά Θεσσαλονίκης και τον Ελληνικό Οργανισμό Μικρών και Μεσαίων Επιχειρήσεων και Χειροτεχνίας. Παρόλα αυτά, όμως, αυτό που καθίσταται εμφανές είναι το γεγονός της έντονης ανάγκης για μεταρρύθμιση, ακόμη περισσότερο στην τρέχουσα κατάσταση υψηλού ρυθμού αύξησης του πληθωρισμού και εκτεταμένης ανεργίας (στασιμοπληθωρισμού)⁹³ που διανύει η χώρα μας, η οποία ενισχύεται και από το δυσθεώρητο χρέος και τα ελλείμματα που αντιμετωπίζει. Για τον λόγο αυτό, απαιτείται αναπροσαρμογή των βασικών αρχών και της λειτουργίας του συστήματος, προκειμένου να αυξηθεί η παραγωγικότητά τους και συνάμα να ενισχυθεί και η ανταγωνιστική βάση της οικονομίας συνολικά.

Συμπερασματικά, κρίνεται επιτακτική η ανάγκη υιοθέτησης και εφαρμογής συστημάτων ΕΔ στον ευρύτερο δημόσιο τομέα και δη στις Δ.Ε.Κ.Ο (εισηγμένες και μη), καθώς η συμβολή τους θα λειτουργήσει ενθαρρυντικά στην εξυγίανση των δημοσίων οικονομικών και κυρίως στην επαναφορά του μηχανισμού αυτού, που αποτελεί τροχοπέδη και επιβαρύνει συστηματικά τον Έλληνα φορολογούμενο.

⁹³ Βαβούρας (1998: 264).

Πίνακας 3.3: Καθαρά αποτελέσματα (προ φόρων) μη εισηγμένων Δ.Ε.Κ.Ο.

Α/Α	ΟΝΟΜΑΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ)					
		2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΑΥΤΟΚΙΝΗΤΟΔΡΟΜΩΝ - ΤΕΟ Α.Ε.	47.789.825,54	52.992.214,27	62.575.000,00	-31.434.000,00	-14.536.000,00	4.844.000,00
2	ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΜΟΝΑΔΩΝ ΥΓΕΙΑΣ Α.Ε.	-68.840,28	-246.000,85	-1.177.108,03	-1.222.870,90	327.886,52	439.432,78
3	ΓΑΙΑΟΣΕ Α.Ε.	-232.661,70	131.827,46	-1.091.129,00	218.021,00	1.018.998,00	942.679,00
4	ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΑΝΕΓΕΡΣΗΣ ΝΟΣΗΛΕΥΤΙΚΩΝ ΜΟΝΑΔΩΝ Α.Ε.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
5	ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΚΘΕΣΗ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε.	-334.019,76	201.935,95	1.175.578,00	2.129.840,00	2.362.366,00	1.686.291,00
6	ΕΘΝΙΚΟΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΗΣ ΣΙΔΗΡΟΔΡΟΜΙΚΗΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ Α.Ε.	0,00	739.990,24	-194.214.518,00	-176.570.239,00	-174.117.911,00	-
7	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΑΜΥΝΤΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΑΒΕΕ	-91.447.633,16	-105.701.303,76	-118.878.091,00	-146.872.413,00	-172.995.588,00	138.681.691,00
8	ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΑΛΥΚΕΣ Α.Ε.	-55.277,32	-611.954,00	-927.702,00	-442.016,00	-1.044.205,00	-385.509,00
9	ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΚΘΕΣΕΙΣ - ΗΕΛΕΧΡΟ Α.Ε.	2.178.456,81	196.553,00	326.000,00	2.618.000,00	1.359.000,00	-446.000,00
10	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΕΡΟΠΟΡΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ Α.Ε.	-34.604.549,69	-31.130.022,62	-70.676.000,00	-65.749.000,00	-95.344.142,00	-36.762.059,00
11	ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΡΓΙΛΛΟΜΑΖΗΣ Α.Ε.	4.555,73	8.293,46	34.580,00	-8.443,00	2.536,00	24.944,53
12	ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΡΓΥΡΟΧΡΥΣΟΧΟΪΑΣ Α.Ε.	78.028,80	-11.190,00	261.350,00	64.231,00	154.314,14	34.539,55
13	ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.	995.672,83	1.133.111,38	-1.209.062,10	4.040.937,97	2.820,10	10.479,09
14	ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΚΙΝΗΜΑΤΟΓΡΑΦΟΥ Α.Ε.	349.008,43	3.011.547,15	-3.369.985,80	2.346.796,46	656.634,77	-
15	ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΦΕΣΤΙΒΑΛ Α.Ε.	-3.205.762,23	-3.262.725,16	-2.884.550,49	-4.856.466,00	-105.456,00	417.630,00
16	ΕΛΛΗΝΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ ΕΜΠΟΡΙΟΥ Α.Ε.	79.378,50	41.985,56	24.822,84	-3.858.019,32	1.122.232,49	1.039.848,99
17	ΕΛΛΗΝΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΜΙΚΡΩΝ ΚΑΙ ΜΕΣΑΙΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΧΕΙΡΟΤΕΧΝΙΑΣ Α.Ε.	223.808,89	1.663.509,69	1.642.083,07	723.572,00	433.197,73	480.851,17
18	ΕΛΛΗΝΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΤΥΠΟΠΟΙΗΣΗΣ - ΕΛΟΤ Α.Ε.	-1.200.686,59	364.512,67	214.994,83	-280.674,32	-1.014.686,96	-1.135.090,00
19	ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΗ ΚΑΤΑΡΤΙΣΗ Α.Ε.	960.086,71	1.670.708,02	-1.283.591,08	-1.282.850,24	-3.706.254,40	-3.971.016,22

20	ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΒΙΟΛΟΓΙΚΩΝ ΥΛΙΚΩΝ Α.Ε.	2.266,17	42.721,14	8.887,32	5.625,38	-210.121,84	-110.341,84
21	ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ ΑΛΙΕΙΑΣ - ΕΤΑΝΑΛ Α.Ε.	-36.678,73	109.624,00	121.741,00	62.863,88	112.328,08	186.915,35
22	ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΘΕΡΜΙΚΩΝ ΛΕΩΦΟΡΕΙΩΝ Α.Ε.	-177.570.385,50	-215.681.270,53	-254.869.189,85	-304.498.086,02	-327.639.540,86	300.279.567,14
23	ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ Α.Ε.	23.706,39	-102.478,64	99.043,75	68.441,84	-104.916,64	-361.892,36
24	Η.Σ.Α.Π. Α.Ε.	-70.831.402,59	-72.675.370,55	-81.587.860,23	-99.104.896,73	-107.003.998,99	103.185.184,91
25	ΗΛΕΚΤΡΟΚΙΝΗΤΑ ΛΕΩΦΟΡΕΙΑ ΠΕΡΙΟΧΗΣ ΑΘΗΝΩΝ - ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	-55.753.730,42	-55.745.610,75	-61.960.515,30	-66.600.585,15	-70.295.263,01	-60.790.810,63
26	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ - Η.ΔΙ.ΚΑ.Α.Ε (ΠΡΩΤΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 2008)	-	-	-	0,00	0,00	0,00
27	ΙΝΣΤΙΤΟΥΤΟ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ - ΙΦΕΤ Α.Ε.	798.531,33	1.138.877,52	402.222,67	-3.133.562,94	-3.857.722,24	-921.361,01
28	ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε.	27.616,46	744.446,79	136.533,19	203.034,77	416.744,94	803.912,48
29	ΚΕΝΤΡΟ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΓΟΥΝΑΣ Α.Ε.	166.003,05	133.973,24	607,52	67.520,00	43.281,00	29.004,01
30	ΚΕΝΤΡΟ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ ΚΑΙ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΥ Α.Ε. -ΕΛΚΕΔΕ	62.345,73	-11.321,00	-26.462,00	-324.986,00	-127.584,00	-256.793,72
31	ΚΟΙΝΩΝΙΑ ΤΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΣ Α.Ε.	-92.486,07	-90.818,46	-798.535,00	-742.848,00	-4.409.664,00	-2.419.044,00
32	ΚΤΗΜΑΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ - ΚΕΔ Α.Ε.	-1.506.377,34	-1.580.266,29	3.781.374,02	-847.434,36	-8.318.566,70	
33	ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΗΠΕΙΡΟΥ Α.Ε.	-2.912.270,62	-2.666.995,00	-1.780.493,00	-4.307.641,00	-2.599.056,68	-1.148.855,00
34	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΑΣΤΙΚΩΝ ΣΥΓΚΟΙΝΩΝΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.	-4.497.521,58	-5.397.407,51	-379.987.857,14	-468.796.003,16	-526.681.467,90	472.224.483,48
35	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΥΛΙΚΟΥ Α.Ε.	-4.707.577,00	-3.562.453,70	-1.568.093,76	-770.824,11	-2.430.566,87	
36	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΔΙΕΞΑΓΩΓΗΣ ΙΠΠΟΔΡΟΜΙΩΝ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	-19.189.238,92	-24.722.942,35	-27.906.794,72	-25.536.578,48	-26.179.896,34	-27.413.756,00
37	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.	924.327,55	1.359.741,85	1.563.106,58	544.330,32	713.400,46	-14.334.419,39
38	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΥΠΟΛΗΣ Α.Ε.	-167.404,33	-120.512,40	-152.021,68	-81.517,00	-118.924,00	-20.777,00
39	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΒΟΛΟΥ Α.Ε.	-539.351,87	292.621,85	8.426,75	1.120.218,48	-440.246,53	-124.987,41
40	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΕΛΕΥΣΙΝΑΣ Α.Ε.	5.010,57	27.975,79	300.853,23	1.099.869,85	235.679,74	61.027,38
41	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΗΓΟΥΜΕΝΙΤΣΑΣ Α.Ε.	204.284,87	378.354,98	1.083.000,00	905.000,00	704.574,00	1.952.094,00
42	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΗΡΑΚΛΕΙΟΥ Α.Ε.	51.019,23	369.663,47	2.007.038,00	1.590.002,00	842.290,00	1.454.249,00
43	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΚΑΒΑΛΑΣ Α.Ε.	-301.320,08	-500.969,73	-484.000,00	207.000,00	-462.000,00	-615.000,00

44	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΚΕΡΚΥΡΑΣ Α.Ε.	70.879,71	581.564,89	811.215,88	884.606,00	729.052,00	1.041.479,00
45	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΛΑΥΡΙΟΥ Α.Ε.	297.030,19	381.384,43	214.573,89	1.173.814,45	374.368,00	368.253,00
46	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΑΤΡΑΣ Α.Ε.	254.956,73	741.785,97	1.876.317,15	1.627.091,75	1.117.405,66	209.877,18
47	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΡΑΦΗΝΑΣ Α.Ε.	271.722,50	534.726,56	689.186,03	334.655,55	839.441,84	193.323,31
48	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΣΙΔΗΡΟΔΡΟΜΩΝ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	-829.550.000,00	-845.111.000,00	-784.849.000,00	-833.519.000,00	-933.385.000,00	823.343.000,00
49	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΣΧΟΛΙΚΩΝ ΚΤΙΡΙΩΝ Α.Ε.	1.463.328,87	1.650.094,32	840.864,32	-629.907,94	-3.041.842,00	-1.889.276,00
50	ΠΑΡΑΤΗΡΗΤΗΡΙΟ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ - ΠΑΕΠ Α.Ε	-861.447,20	91.359,48	53.439,67	301.590,65	774.825,01	-3.267.549,73
51	ΤΡΑΙΝΟΣΕ Α.Ε.	0,00	385.122,17	-155.064.170,00	-232.218.540,68	-231.107.967,09	187.302.790,05
52	ΨΗΦΙΑΚΕΣ ΕΝΙΣΧΥΣΕΙΣ Α.Ε. (ΙΔΡΥΘΗΚΕ 2011 ΜΕΤΑ ΑΠΟ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΚΟΙΝΩΝΙΑ ΤΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΣ)	-	-	-	-	-	-

Πηγή: Οικονομικά αποτελέσματα (www.express.gr) – Υπολογισμοί συγγραφέα

Πίνακας 3.4: Καθαρά αποτελέσματα (προ φόρων) Δ.Ε.Κ.Ο. εισηγμένων στο Χ.Α.Α.

Α/Α	ΟΝΟΜΑΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ)						
		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	187.963.000,00	289.450.000,00	316.662.000,00	15.350.000,00	-419.478.000,00	-394.262.000,00	
2	ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΥ Α.Ε.	201.564.000,00	41.991.000,00	276.356.000,00	-395.892.000,00	993.099.000,00	740.705.000,00	-85.800.000,00
3	ΕΥΑΘ Α.Ε.	12.820.000,00	13.656.000,00	17.487.000,00	22.017.000,00	22.093.000,00	20.878.000,00	26.008.000,00
4	ΕΥΔΑΠ Α.Ε.	36.979.000,00	51.158.000,00	58.482.000,00	49.217.000,00	18.016.000,00	29.828.000,00	35.492.000,00
5	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε.	5.695.859,00	5.098.181,00	18.693.965,00	7.924.551,00	6.496.842,00	9.288.755,00	15.328.813,00
6	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	17.082.724,26	17.452.675,00	33.450.755,24	8.910.993,53	-38.325.334,28	11.233.594,88	10.716.210,28
7	ΟΠΑΠ Α.Ε.	693.418.000,00	725.517.000,00	776.622.000,00	993.963.000,00	946.906.000,00	889.550.000,00	699.723.000,00
8	ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ ΕΛΛΑΔΟΣ	149.888.050,00	185.439.630,00	50.249.100,00	2.613.550,00	46.739.460,00	7.610.370,00	

Πηγή: Οικονομικά αποτελέσματα (www.ase.gr) – Υπολογισμοί συγγραφέα

3.2.5 Βασικοί τύποι οργανώσεως των δημοσίων επιχειρήσεων στα κράτη μέλη του Ο.Ο.Σ.Α.

Σύμφωνα με τον Ο.Ο.Σ.Α. (2005b: 42), οι τρεις κυριότεροι τύποι οργανώσεων των ΔΕ στα κράτη μέλη του είναι οι εξής:

- i. Το *αποκεντρωμένο μοντέλο (παραδοσιακότερο)*: Βάσει του οποίου όλες οι ΔΕ είναι υπό την ευθύνη του αρμόδιου Υπουργείου.
- ii. Το *διπλό μοντέλο (επικρατέστερο μέχρι και πρόσφατα)*: Βάσει του οποίου οι ΔΕ είναι υπό την ευθύνη περισσοτέρων, του ενός, Υπουργείων και μοιράζεται μεταξύ του Υπουργείου που υπάγονται (βάσει τομέα δραστηριοποίησης) και του «Κεντρικού», που συνήθως είναι το Υπουργείο Οικονομικών (αυτό δηλαδή που χρηματοδοτεί τα υπόλοιπα).
- iii. Το *συγκεντρωμένο μοντέλο (μεγαλύτερη δυναμική για επικράτηση στο μέλλον)*: Βάσει του οποίου οι ΔΕ είναι υπό την ευθύνη ενός και μόνο Υπουργείου.

Αναλυτικότερα, το αποκεντρωμένο μοντέλο υπήρξε κυρίαρχο στις περισσότερες σοσιαλιστικές χώρες (όπως Τσέχικη Δημοκρατία, Πολωνία και Ουγγαρία), από το πρώτο κύμα μεταρρυθμίσεων της δεκαετίας του 1970 και έπειτα, ενώ όπως φαίνεται και στο γράφημα που ακολουθεί (Σχήμα 3.2), είθισται να εφαρμόζεται από χώρες όπως η Γερμανία, η Τσεχία και η Σλοβακία. Το κυριότερο πλεονέκτημα του εν λόγω τύπου οργάνωσης είναι η εμπειρία του εκάστοτε Υπουργείου (ανά τομέα δραστηριοποίησης), για την εφαρμογή περισσότερο ενεργητικής και βιομηχανικής πολιτικής, παρότι παρουσιάζει δυσκολία στον εντοπισμό του «οργάνου» διοίκησης.

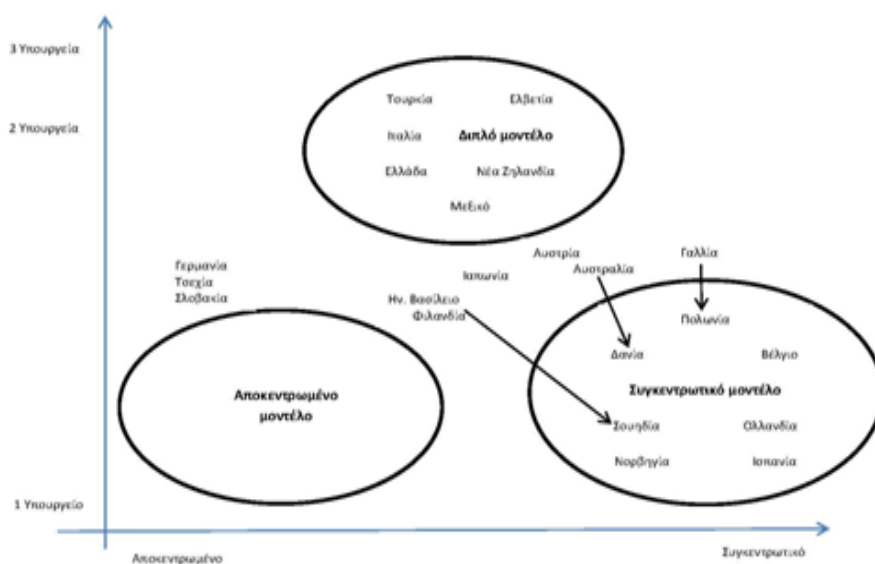
Το διπλό μοντέλο, με τη σειρά του (αποτελεί και το επικρατέστερο μέχρι και προσφάτως), εφαρμόζεται κυρίως σε χώρες όπως η Ελλάδα, η Ιταλία, το Μεξικό, η Νέα Ζηλανδία και η Τουρκία, καθώς επιτυγχάνει ενισχυμένη ισορροπία μεταξύ της ρυθμιστικής αρχής του κράτους, της βιομηχανικής πολιτικής και της δημοσιονομικής προοπτικής (που αποτελεί και το κυριότερο πλεονέκτημα): παρότι παρουσιάζει ιδιαίτερη δυσκολία στον συντονισμό.

Τέλος, το συγκεντρωτικό μοντέλο εφαρμόζεται από χώρες όπως η Πολωνία, η Δανία, το Βέλγιο, η Σουηδία, η Ολλανδία, η Νορβηγία και η Ισπανία, ενώ συνεχίζει να προσελκύει και μια σειρά άλλων κρατών, όπως η Αυστραλία, η Γαλλία, η Αγγλία και η Φινλανδία. Βασικό χαρακτηριστικό του μοντέλου αυτού είναι η εμφάνισή του σε χώρες οι οποίες βρίσκονται σε μεταβατικό στάδιο, όσον αφορά την εφαρμογή προγραμμάτων

μαζικών ιδιωτικοποιήσεων. Συμπερασματικά, το μοντέλο αυτό ενδείκνυται ως το καταλληλότερο και επαρκέστερο μοντέλο οργάνωσης των ΔΕ και προώθησης των βέλτιστων πρακτικών τους.

Κλείνοντας, αξίζει να αναφέρουμε ότι, όπως σε κάθε κανόνα που έχει εξαιρέσεις, έτσι κι εδώ συχνά παρατηρούνται και περιπτώσεις χωρών που δεν εφαρμόζουν απόλυτα τους προαναφερθέντες τύπους οργάνωσης των ΔΕ τους (Ο.Ο.Σ.Α., 2005: 41-67). Παρόλα αυτά, όμως, η συχνότητα αυτή είναι αρκετά μετριασμένη, ούτως ώστε να μη δύναται να αποτελέσουν ξεχωριστή κατηγορία.

Σχήμα 3.2: Τύποι οργάνωσης των ΔΕ στα κράτη μέλη του Ο.Ο.Σ.Α.



Πηγή: OECD (2005c)

3.2.6 Αποδοτικότητα των δημοσίων επιχειρήσεων

3.2.6.1 Εργαλεία για τη βελτίωση της αποδοτικότητας των δημοσίων επιχειρήσεων

Ένα αρκετά μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας υιοθετεί μια δαρβινική άποψη, όσον αφορά την ΕΔ των οργανισμών. Πιο συγκεκριμένα, θεωρείται ότι οι επιχειρήσεις που επιβιώνουν από τον ανταγωνισμό των αγορών είναι αυτές που έχουν τις βέλτιστες εταιρικές δομές, ενώ όσες αδυνατούν να προσαρμόσουν τις δομές τους στις αλλαγές του επιχειρηματικού περιβάλλοντος απειλούνται με εξαφάνιση (Kole and Lehn, 1997).

Πράγματι, η απελευθέρωση των αγορών έχει οδηγήσει την ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων σε μια υπέρτατη προσπάθεια «προσαρμογής» στα νέα δεδομένα: μία προσπάθεια που δεν μπορούσε να αφήσει ανεπηρέαστες της ΔΕ, αναγκάζοντάς τες να υιοθετήσουν σύγχρονες δομές και πρακτικές, προκειμένου να ανταγωνιστούν αποτελεσματικά το ανοιχτό σύστημα αγορών (Spanos and Papoulias, 2005: 3).

Σε μία περίοδο όπου η έλλειψη ανταγωνιστικότητας των Δ.Ε.Κ.Ο. στην Ελλάδα έχει συμβάλλει στην επιδείνωση των δημοσιονομικών μεγεθών, απαιτείται ένα νέο εγχείρημα⁹⁴, που θα αντιστρέψει το αρνητικό κλίμα. Αυτό δε θα μπορούσε να είναι άλλο από τη βελτίωση της ποιότητας της ΕΔ, που αποτελεί το βασικότερο εργαλείο αλλαγής, αναδιάρθρωσης και εξορθολογισμού των Δ.Ε.Κ.Ο. (Spanos and Papoulias, 2005: 16), με τη χρήση τόσο εσωτερικών όσο και εξωτερικών μηχανισμών.

Παρόλα αυτά, όμως, δεν πρέπει να παραβλέπεται και το γεγονός των ιδιωτικοποιήσεων: ένα εργαλείο πολιτικής που έχει χρησιμοποιηθεί, κατά κόρον, από τα περισσότερα κράτη, για περιπτώσεις «προβληματικών» ΔΕ, με το πρόσχημα της απολαβής μεγάλων χρηματικών ποσών, τα οποία, εισερχόμενα στα ταμεία του κράτους, συμβάλουν στη «ριζική»⁹⁵ επίλυση των προβλημάτων (π.χ. Boycko, Shleifer and Vishny, 1996· Shleifer, 1998). Ωστόσο, από το γεγονός μιας ενδεχόμενης ιδιωτικοποίησης, είναι δυνατό να προκύψουν ερωτήματα, όπως: *Ποια είναι η κατάλληλη στιγμή για την ιδιωτικοποίηση μίας ΔΕ και σε ποιο βαθμό; Θα πρέπει να γίνει εξολοκλήρου ή σε στάδια; Μήπως θα πρέπει να προηγηθεί μία αναδιάρθρωση;* (Megginson and Netter, 2001: 341).

⁹⁴ Νομοθετικής ρύθμισης ή πολιτικής πρωτοβουλίας, για την εταιρικοποίηση ορισμένων ζημιόγων Δ.Ε.Κ.Ο. Αξίζει να σημειωθεί ότι, μέσω της έννοιας της εταιρικοποίησης, διαφοροποιούμαστε από την έννοια της μετοχοποίησης· ενώ υπάρχουν και αρκετές εισηγμένες Δ.Ε.Κ.Ο. που δε λειτουργούν με ιδιωτικο-οικονομικά κριτήρια.

⁹⁵ Οι μαζικές ιδιωτικοποιήσεις, που εφαρμόστηκαν σε αρκετές μεταβατικές οικονομίες, όπως π.χ. της Λιθουανίας, της Ρωσίας κ.τ.λ., δεν απέφεραν τα αναμενόμενα οφέλη.

Συγχρόνως, βέβαια, υπάρχουν και ερευνητές που συστήνουν μία πιο μετριοπαθή τακτική, όπως είναι αυτή της βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων, μέσω της λειτουργίας της «ελεύθερης αγοράς» (π.χ. Allen and Gale, 1999) ή εναλλακτικά αυτή της εταιρικοποίησης των ΔΕ, ως αρχικό στάδιο βελτίωσης της αποδοτικότητάς τους (Aivazian, Ge and Qiu, 2005a). Με τον τρόπο αυτό, διενεργείται μια διαδικασία ευθυγράμμισης των στόχων των ΔΕ, με αυτούς του ιδιωτικού τομέα, γνωστή και ως Νέο Δημόσιο Μάνατζμεντ⁹⁶. Υπό το πρίσμα αυτό, οι ΔΕ λειτουργούν με αμιγή ιδιωτικο-οικονομικά κριτήρια και όπως απέδειξαν και οι Aivazian, Ge και Qiu (2005b), μπορεί να βελτιώσουν την αποδοτικότητα και την αποτελεσματικότητά τους, χωρίς να απαιτείται ιδιωτικοποίηση.

Συμπερασματικά, είναι εμφανές ότι η απελευθέρωση των αγορών και τα μεγάλα προγράμματα ιδιωτικοποιήσεων, παρότι αποτελούν τις κυριότερες πολιτικές που εφαρμόστηκαν ανά τον κόσμο την τελευταία εικοσαετία (Kole and Lehn, 1997), δεν είναι συγχρόνως και τα πιο αποτελεσματικά, καθώς η διαδικασία της εταιρικοποίησης μπορεί να βελτιώσει σημαντικά τον τρόπο λειτουργίας των ΔΕ, με την επιβολή ιδιωτικο-οικονομικών κριτηρίων. Ως στρατηγική, δεν απαιτεί μια επιβαλλόμενη πολιτική, υπό τη μορφή του «σοκ» για την αγορά και έχει αποδειχθεί αρκετά σημαντική στη βελτίωση της χρηματοοικονομική απόδοσης των εταιρειών (Bozec, Zéghal and Boujenoui, 2004).

⁹⁶ Οι πρακτικές που προτείνει το ΝΔΜ είναι: i) η σύνδεση των αμοιβών του προσωπικού με την παραγωγικότητα, ii) η εισαγωγή συστημάτων αξιολόγησης της απόδοσης και iii) η χρηματοδότηση των ΔΕ βάσει της αποδοτικότητάς τους.

3.2.6.2 Ο κώδικας βέλτιστων πρακτικών του Ο.Ο.Σ.Α.

Ως μία προσπάθεια βελτίωσης της αποτελεσματικότητας και της αποδοτικότητας των ΔΕ, ο Ο.Ο.Σ.Α. (2005) εξέδωσε κώδικα βέλτιστων πρακτικών – «οδηγιών» για τα κράτη μέλη που θέλουν να βελτιώσουν τη διακυβέρνησή τους. Ο κώδικας αυτός, που απευθύνεται αποκλειστικά σε ΔΕ⁹⁷, αποτελεί συνέχεια του αντίστοιχου των εισηγμένων εταιρειών (Ο.Ο.Σ.Α., 2004) και προτείνει τα ακόλουθα (Ο.Ο.Σ.Α., 2005: 12-17):

1^{ov} Εξασφάλιση ενός αποτελεσματικού νομικού και κανονιστικού πλαισίου για τις ΔΕ: Για τον λόγο ότι το νομικό και το κανονιστικό πλαίσιο πρέπει να εξασφαλίζει ισότιμους όρους ανταγωνισμού, μεταξύ δημόσιων και ιδιωτικών επιχειρήσεων, προκειμένου να αποφεύγονται τυχόν στρεβλώσεις στην αγορά.

2^{ov} Ενεργή συμμετοχή του κράτους, ως επιχειρηματία: Αφορά το γεγονός ότι το κράτος θα πρέπει να έχει τον ρόλο ενός πληροφορημένου και ενεργού πολίτη, που θα καθιερώνει μία σαφή και συνεπή πολιτική ιδιοκτησίας, προκειμένου να διασφαλίζεται η διαφανής, υπεύθυνη και αποτελεσματική διακυβέρνηση των ΔΕ.

3^{ov} Ισότιμη μεταχείριση του συνόλου των μετόχων: Απαιτείται το κράτος και οι ΔΕ να αναγνωρίζουν τα δικαιώματα των μετόχων συνολικά και να διασφαλίζουν τόσο μια ισότιμη μεταχείριση, όσο και μια κοινή βάση πληροφόρησης γι' αυτούς (αρχή που προκύπτει και από το κείμενο του Ο.Ο.Σ.Α., 2004).

4^{ov} Σχέσεις με όσους έχουν έννομα συμφέροντα: Βάσει αυτής της πρότασης επιβάλλεται η πλήρης αναγνώριση, από την κρατική ιδιοκτησία, των ευθυνών των ΔΕ προς τα ενδιαφερόμενα μέρη και απαιτείται η υποβολή εκθέσεων για τη σχέση που μοιράζονται με αυτά.

5^{ov} Διαφάνεια και δημοσιοποίηση: Προκύπτει από το γεγονός ότι οι ΔΕ θα πρέπει να τηρούν υψηλά πρότυπα διαφάνειας, κάτι που πηγάζει και από τις αρχές βέλτιστων πρακτικών του Ο.Ο.Σ.Α. (2004).

6^{ov} Ευθύνες των μελών των Δ.Σ. των Δημοσίων Επιχειρήσεων: Σύμφωνα με αυτήν την πρακτική, απαιτείται να έχουν την απαραίτητη εξουσία και τα κατάλληλα προσόντα, προκειμένου να εκτελούν τα καθήκοντά τους, λαμβάνοντας υπόψη και τη στρατηγική καθοδήγηση, αλλά και τον έλεγχο των διευθυντικών στελεχών· γεγονός που επιβάλλει στα μέλη να ενεργούν με ακεραιότητα και υπευθυνότητα.

⁹⁷ Πλήρης πλειοψηφίας του δημοσίου, μεγαλύτερου πλειοψηφικού κεφαλαίου, ή μειοψηφίας.

Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, καθίσταται σαφές ότι η εφαρμογή των «αρχών» αυτών μπορεί να λειτουργήσει ως εργαλείο για την ταυτόχρονη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και της αποδοτικότητας των ΔΕ. Συνεπώς, η δημιουργία ενός περιβάλλοντος, που θα ενισχύσει τον ελεύθερο ανταγωνισμό, μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση της διαφάνειας και παράλληλα να περιορίσει και την παρεμβολή των κρατικών αξιωματούχων, στη διακυβέρνηση των ΔΕ. Εντούτοις, όμως, όπως αναφέρει και η παγκόσμια τράπεζα (2006: 4), η βελτίωση της διακυβέρνησης των ΔΕ μπορεί όχι μόνο να αυξήσει την αποδοτικότητά τους, αλλά να συμβάλει συνάμα και στην αντιπροσωπευτικότερη αποτίμησή τους.

3.3 Μέρος Β – Η εταιρική διακυβέρνηση στην δημόσια διοίκηση

3.3.1 Εισαγωγή

«Η εταιρική διακυβέρνηση, ως φράση, δεν έχει ρητώς διατυπωθεί από τον δημόσιο τομέα»

Ryan και Chew (2000: 11)⁹⁸

Διερευνώντας το θέμα της ΕΔ – και ιδίως των εισηγμένων, στο Χ.Α.Α., εταιρειών και των Δ.Ε.Κ.Ο. (που υπάγονται στο ιδιωτικό δίκαιο) – γεννάται το εξής εύλογο ερώτημα: *Υπάρχει πιθανότητα να μπορούν οι βέλτιστες πρακτικές ΕΔ να εφαρμοστούν και στη δημόσια διοίκηση; Και αν ναι, μήπως μπορεί να υπάρξει και κάποια διεθνής (από τη βιβλιογραφία) τάση, που να προσεγγίζει το εν λόγω θέμα και στον στενό δημόσιο τομέα;*

Τα τελευταία χρόνια αυξάνονται, όλο και περισσότερο, «οι απαιτήσεις της κοινωνίας και των πολιτών για μεγαλύτερη διαφάνεια, αξιοκρατία, ίση μεταχείριση και κοινωνική δικαιοσύνη» (Παπαλεξανδρή, 2007: 343), αλλά και για «υπευθυνότητα, αμεροληψία, σεβασμό στους νόμους και υψηλά πρότυπα ηθικής συμπεριφοράς» (Μπέσιλα-Βήκα και Λυκογιάννη, 2007: 62). Αρκετές έρευνες, σε καθημερινή βάση, εστιάζουν στα προβλήματα του δημόσιου τομέα, αλλά και στα νέα εργαλεία μετριάσής τους, με στόχο την ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας των

⁹⁸ Ελεύθερη απόδοση της φράσης: “*In the public sector, corporate governance is an expression that is yet to be explicitly defined*”.

δημοσίων υπηρεσιών, συμβάλλοντας ταυτόχρονα και στη δημιουργία ενός αξιόπιστου συστήματος μέτρησης και αξιολόγησης της απόδοσης, των υπηρεσιών και του προσωπικού (Παπαδημητρίου, 2007: 469). Τέτοια εργαλεία, που κατά καιρούς προβάλλονται στη διοικητική επιστήμη, είναι αυτά του Δημόσιου Μάνατζμεντ και του Νέου Δημόσιου Μάνατζμεντ (εφεξής, ΝΔΜ), με πιο επίκαιρο από όλα τις αρχές της καλής διακυβέρνησης.

Ωστόσο, όμως, ποια θα είναι η τάση τα επόμενα χρόνια; Υπάρχει άραγε κάποια «μαγική συνταγή» που θα βελτιώνει την αποδοτικότητα και την ποιότητα στον δημόσιο τομέα, θα καταπολεμούσε τη διαφθορά και συνάμα θα προωθούσε το κοινωνικό έργο των διαφόρων υπηρεσιών, με γνώμονα το συμφέρον του πολίτη;

Η ενασχόληση με ένα θέμα που αναπτύσσεται στους κόλπους των ιδιωτικών, κυρίως, επιχειρήσεων – και δη της ΕΔ – κινεί το ενδιαφέρον διερεύνησης της ενδεχόμενης συμβολής της νέας αυτής αναπτυσσόμενης επιστήμης, βάσει της εμπειρίας της, σε ένα φορέα που ταλανίζεται διαρκώς. Παρουσιάζεται, επομένως, μέσα από τη βιβλιογραφική επισκόπηση, ο προβληματισμός για το μέλλον των μεταρρυθμίσεων στη δημόσια διοίκηση, η οποία είναι άμεσα συνυφασμένη με το περιεχόμενο της «καλής διακυβέρνησης».

Στην κατεύθυνση αυτή, αρχικό ερέθισμα αποτέλεσε η απουσία αναφοράς της εν λόγω φράσης, δηλαδή της «εταιρικής διακυβέρνησης», σε οποιοδήποτε πρωτότυπο κείμενο, αρθρογραφία ή μελέτη της ΕΔ για τον δημόσιο τομέα⁹⁹. Αν και το γεγονός αυτό υπήρξε οξύμωρο, εντούτοις, όμως, δίδεται έναυσμα για μια ουσιαστική προσέγγιση, με έναν αρκετά επίκαιρο τρόπο και από μια διαφορετική οπτική. Ωστόσο, όμως, εκ πρώτης άποψης, η ετυμολογία των λέξεων «εταιρική» και «δημόσιο» δείχνει να δημιουργεί σύγχυση, για το κατά πόσον μπορούν να συνάδουν οι αρχές που άπτονται του ιδιωτικού τομέα, με τη δημόσια πρακτική.

Στην πορεία της ανασκόπησης, διαπιστώθηκε ότι μπορεί να μην υπάρχει απόλυτη ταύτιση μεταξύ των δύο αυτών εννοιών, παρότι εφάπτονται σε μεγάλο βαθμό· ωστόσο, η διεθνής τάση αποδεικνύει περίτρανα ότι «η καλή διακυβέρνηση» λειτουργεί ως γέφυρα στα διάφορα επιστημονικά πεδία (Kersbergen and Waarden, 2004: 143).

Για τον λόγο αυτό, παρατηρώντας μια κοινή – σε μεγάλο βαθμό – τομή των εν λόγω εννοιών, δύναται να αναδειχθούν τόσο τα κοινά τους στοιχεία, όσο και τα

⁹⁹ Για περισσότερα, βλ. Ryan και Chew (2000).

πιθανά προβλήματα που παρουσιάζουν, διερευνώντας την εξέλιξη της έννοιας του «πολίτη-πελάτη», του Δημόσιου Μάνατζμεντ και του ΝΔΜ και την εμφάνιση της έννοιας της διακυβέρνησης και της εταιρικότητας στη δημόσια διοίκηση.

Συμπερασματικά, οι λόγοι που κέντρισαν το ενδιαφέρον μας, για τη βιβλιογραφική, κυρίως, επισκόπηση του εν λόγω αντικειμένου, ήταν: Αφενός, η απουσία έρευνας που να αναδεικνύει τη συμβολή της ΕΔ στη δημόσια διοίκηση και αφετέρου ο προβληματισμός που μπορεί να δημιουργηθεί, αντιπαραβάλλοντας τις δύο αυτές έννοιες της ΕΔ και της καλής «διακυβέρνησης».

3.3.2 Εισαγωγικές έννοιες

3.3.2.1 Η έννοια του «πολίτη-πελάτη»

Τα τελευταία χρόνια, μια πληθώρα μελετών χρησιμοποιούν τη λέξη «πολίτης», υπό μια νέα έννοια: αυτή του «πολίτη-πελάτη» (Μπέσιλα-Βήκα και Λυκογιάννη, 2007: 61). Ανατρέχοντας, αρχικά, στον ορισμό της έννοιας του πελάτη αντιλαμβανόμαστε ότι είναι «αυτός που αγοράζει από ένα συγκεκριμένο κατάσταση ή επιχείρηση ή είναι αυτός που συχνάζει σε ένα ορισμένο κέντρο διασκέδασης» (Μπαμπινιώτης, 2008: 1368). Συνεπώς, είναι το σύνολο των ατόμων, που αποδέχονται μια προκαθορισμένη τιμή, προκειμένου ν' αποκτήσουν ένα συγκεκριμένο προϊόν ή υπηρεσία.

Η έννοια, όμως, αυτή θα πρέπει να διευρυνθεί, προκειμένου να λάβει τη διαφοροποίηση μεταξύ του πολίτη – πελάτη, που απολαμβάνει ένα δημόσιο αγαθό και του πελάτη που αγοράζει ένα προϊόν από μια ιδιωτική επιχείρηση. Όπως επισημαίνουν στο άρθρο τους οι Μπέσιλα-Βήκα και Λυκογιάννη (2007: 61), το αντίτιμο που καταβάλλει ο πολίτης – πελάτης δεν αποδίδεται μόνο άμεσα, αλλά και με έμμεσο τρόπο, μέσω της φορολογίας, με αποτέλεσμα η τιμή του αγαθού ή της υπηρεσίας αυτής να μην μπορεί να προσδιοριστεί από την αγορά (Donnelly, et al., 1995: 15-20).

Αντιπαραβάλλοντας τώρα την έννοια του πολίτη, που είναι «κάθε ιθαγενές η πολιτογραφημένο μέλος κράτους, το οποίο δικαιούται όλα τα προνόμια και έχει όλες τις υποχρεώσεις που απορρέουν από τη συγκεκριμένη ιθαγένεια» (Μπαμπινιώτης, 2008: 1440), με την έννοια του πελάτη, αντιλαμβανόμαστε την ουσιαστική διαφορά που έγκειται μεταξύ των δύο τομέων (ιδιωτικού και δημόσιου), με αποτέλεσμα οι

πελάτες του δημοσίου να αποτελούν ένα ευρύτερο σύνολο πολιτών – πελατών, με συχνά αντικρουόμενα συμφέροντα. Για τον λόγο αυτό, οι δημόσιοι οργανισμοί, όσο δύσκολο κι αν είναι, θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους τη διαφορετικότητα αυτή, κατά τη διαμόρφωση του σκοπού λειτουργίας τους.

3.3.2.2 Τα συστήματα διοικητικής οργάνωσης

Από την εποχή της μεταπολίτευσης μέχρι και σήμερα, η διοικητική οργάνωση της χώρας μας ταλανίζεται συστηματικά από σκάνδαλα, κακοδιαχειρίσεις, διαφθορές, δυσλειτουργίες, γραφειοκρατία, κομματισμούς και ανισότητες: προβλήματα που καρποφορούν σε ένα σύστημα¹⁰⁰ αναποτελεσματικό και συνάμα μη αποδοτικό (κλασικό σύστημα διοικητικής οργάνωσης).

Ωστόσο, όμως, *ποιο είναι το σύστημα διοικητικής της οργάνωσης;* Ως έννοια, δεν είναι τίποτα περισσότερο από τον τρόπο με τον οποίο οργανώνεται η δημόσια εξουσία – στο σύνολο της επικράτειας – και επιλύει τα προβλήματα της κοινωνικής και πολιτειακής ζωής, στο πλαίσιο λειτουργίας του κράτους δικαίου (Τάχος, 2005: 215).

Ως μορφή, μπορεί να λάβει τις ακόλουθες τρεις (Κοϊμτζόγλου, 2007: 642):

- **Συγκεντρωτικό σύστημα (οργάνωσης):** στο οποίο η αποφασιστική αρμοδιότητα ασκείται από τα όργανα της δημόσιας διοίκησης, που εδρεύουν στην πρωτεύουσα του κράτους (τα όργανα της περιφέρειας, αντιθέτως, ασκούν απλώς εκτελεστική αρμοδιότητα). Το σύστημα αυτό είναι αναγκαίο, σε κάθε κράτος, για τη διατήρηση της ενότητας και της ασφάλειας.
- **Αποκεντρωτικό σύστημα (οργάνωσης):** στο οποίο αποφασιστική αρμοδιότητα, επί των τοπικών υποθέσεων, ασκούν – σε όση έκταση εφαρμόζεται – και τα όργανα της διοίκησης, που εδρεύουν μακριά από την πρωτεύουσα.
- **Το σύστημα της διοικητικής αυτοδιοίκησης:** στο οποίο ένα μέρος των διοικητικών υποθέσεων ασκείται από ξεχωριστά – μη κρατικά – όργανα και με δική τους ευθύνη. Οι υποθέσεις αυτές είναι δυνατό να αφορούν ορισμένο τόπο, οπότε γίνεται λόγος για τοπική αυτοδιοίκηση, ή ορισμένο είδος αναγκών (ειδική καθ' ύλην αυτοδιοίκηση).

¹⁰⁰ Κλασικό σύστημα διοικητικής οργάνωσης.

Συνεπώς, η κυρίαρχη εξουσία κάθε κράτους είναι να αποφασίζει για την οργάνωση της χώρας, βάσει των προαναφερθέντων τρόπων, ενώ στην Ελλάδα, συγκεκριμένα, τονίζεται ότι συνυπάρχουν και οι τρεις αρμονικά (Τάχος, 2005: 217). Παρόλα αυτά, όμως, γεννάται το ακόλουθο ερώτημα: *Με ποιους τρόπους μπορεί να καμφθεί η αναποτελεσματικότητα του κλασικού συστήματος διοικητικής οργάνωσης;*

Είναι γεγονός ότι το κλασικό σύστημα διοικητικής οργάνωσης, τουλάχιστον στην ελληνική εφαρμογή του, παρότι δεν έχει αποτύχει πλήρως, είναι σε μεγάλο βαθμό αναποτελεσματικό και δυσλειτουργικό, με αποτέλεσμα να τροφοδοτεί τη συζήτηση περί εισαγωγής σύγχρονων μεθόδων και μορφών διοικητικής οργάνωσης, με κυριότερες το Δημόσιο Μάνατζμεντ, το ΝΔΜ και το πρόσφατο εγχείρημα της δημόσιας διακυβέρνησης: εργαλεία που λειτουργούν ήδη, με αποτελεσματικό τρόπο, στον ιδιωτικό τομέα δράσης (Κοϊμτζόγλου, 2007: 646-648).

3.3.3 Δημόσιο μάνατζμεντ

Το δημόσιο μάνατζμεντ εμφανίστηκε τη δεκαετία του 1970, ως εργαλείο αντιμετώπισης της οικονομικής – κυρίως – κρίσης διαφόρων κρατών (Schwartz, 1994: 527-555) και ως ανταπάντηση στο γραφειοκρατικό μοντέλο ανάπτυξης (Albrow, 1984). Συνάμα, όμως, αρκετοί μελετητές, όπως ο Borins (1995) και ο Ridley (1996), προσθέτουν και περαιτέρω παράγοντες ανάπτυξης του δημόσιου μάνατζμεντ, η ανάλυση των οποίων ξεφεύγει του σκοπού της παρούσας μελέτης. Ωστόσο, η αλλαγή του τρόπου λειτουργίας των δημοσίων υπηρεσιών συνοψίζεται στις διαφορές μεταξύ δημόσιας γραφειοκρατίας και δημόσιου μάνατζμεντ (Borins, 1995: 122), στον πίνακα που ακολουθεί (Πίνακας 3.5): ενισχύοντας επιπλέον και την άποψη της προσπάθειας για τη βελτίωση της ποιότητας της διοικητικής δράσης.

Πίνακας 3.5: Αναλυτικές διαφορές μεταξύ δημόσιας γραφειοκρατίας και δημόσιου μανάτζμεντ

Δημόσια Γραφειοκρατία	Δημόσιο Μάνατζμεντ
Βραχυπρόθεσμος προγραμματισμός	Μακροπρόθεσμος προγραμματισμός
Στατική στοχοθεσία	Δυναμική στοχοθεσία
Αποφυγή λαθών	Επιδίωξη επιτυχίας
Δευτερεύουσας σημασίας οι οικονομικοί πόροι	Πρωτεύουσας σημασίας οι οικονομικοί πόροι
Ιεραρχική και άκαμπτη δομή	Απέριττη δομή
Περιορισμένη εκχώρηση της εξουσίας λήψης αποφάσεων	Μέγιστη εκχώρηση της εξουσίας λήψης αποφάσεων
Έμφαση στους τύπους	Έμφαση στα αποτελέσματα

Πηγή: Μιχαλόπουλος (2003: 63)

Παρά την έντονη προσπάθεια των τελευταίων χρόνων, για την υιοθέτηση των αρχών του μανάτζμεντ από τη δημόσια διοίκηση, παρουσιάζονται ορισμένες ιδιαιτερότητες, που απαγορεύουν την ανεπιφύλακτη εφαρμογή τους (και συνεπώς και της ΕΔ) (Chevallier, 1993: 28-32).

- Πρώτον, το μανάτζμεντ – ως στρατηγική – αποβλέπει στην επίτευξη συγκεκριμένων στόχων και παρότι αυτό είναι ξεκάθαρο για μια ιδιωτική επιχείρηση, στην περίπτωση της δημόσιας διοίκησης είναι περισσότερο διφορούμενο. Συγκεκριμένα, ο στόχος της μεγιστοποίησης των κερδών, που είναι προφανής σε μια εταιρεία, δεν κυριαρχεί και στη δημόσια διοίκηση, δεδομένου ότι σχετίζεται με το «γενικό συμφέρον» και οι όποιες προσπάθειες συγκεκριμενοποίησης της ευρείας αυτής έννοιας δημιουργούν διαφορετικές ερμηνείες – άκρως αντιφατικές.
- Δεύτερον, η δυνατότητα επιλογής και ανάπτυξης της στρατηγικής δράσης, που κατέχει μια ιδιωτική επιχείρηση, παρουσιάζει σημαντική αδυναμία – από άποψη ελευθερίας – στην περίπτωση της δημόσιας διοίκησης. Ειδικότερα, το γεγονός της ανάμειξης παραγόντων του πολιτικού συστήματος (δεδομένου ότι παρέχουν πόρους από τον προϋπολογισμό) καθορίζει την αποστολή της, με αποτέλεσμα τελικά να λαμβάνονται (ακριβείς) οδηγίες και να μη δύναται να αμφισβητηθεί η σκοπιμότητά τους.
- Τρίτον, οι κανόνες της οικονομίας της αγοράς (βάσει των οποίων έχει συγκροτηθεί και η έννοια του μανάτζμεντ), παρότι φαινομενικά δείχνουν ίδιοι

για τις ιδιωτικές και τις δημόσιες επιχειρήσεις, στην πράξη διαφοροποιούνται. Η ιδιωτική επιχείρηση αναπτύσσεται σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον, που την υποχρεώνει διαρκώς να εξορθολογίζει και να εκσυγχρονίζει τη λειτουργία της. Αντίθετα, η δημόσια διοίκηση λαμβάνει πόρους που προέρχονται από τον μηχανισμό της κρατικής φορολογίας, με αποτέλεσμα να θεωρείται ότι βρίσκεται εκτός των κανόνων της αγοράς. Η διαφορά αυτή έχει, ως αποτέλεσμα, την εξάλειψη τόσο οποιασδήποτε πιθανής συσχέτισης μεταξύ τιμής και κόστους της παρεχόμενης υπηρεσίας, όσο και των προνομίων που δημιουργούνται από τις πιέσεις του ανταγωνισμού.

Επομένως, είναι εμφανές ότι το σύνολο των ιδιαιτεροτήτων του δημόσιου τομέα δημιουργεί – εν τέλει – την ανάγκη επαναπροσδιορισμού της έννοιας του μανάτζμεντ στον τομέα αυτό, αναδεικνύοντας την έννοια του «δημόσιου μανάτζμεντ».

Γενικότερα, θα μπορούσαμε να ορίσουμε τη διαφοροποίηση των ιδιωτικών και δημοσίων επιχειρήσεων στην έννοια της αποτελεσματικότητας, η οποία στην πρώτη περίπτωση συνδέεται με την οικονομική αποδοτικότητα, ενώ στη δεύτερη, με τον βαθμό ικανοποίησης των τεθέντων – από πλευράς πολιτικών αρχών – στόχων.

Συνεπώς, ορίζοντας το **δημόσιο μανάτζμεντ**, θα μπορούσαμε να πούμε ότι είναι αυτό που **αποσκοπεί**:

- στη βελτίωση της ποιότητας της διοικητικής δράσης, μέσω της αξιοποίησης των νέων εργαλείων διαχείρισης,
- στον μετριασμό των ανελαστικοτήτων οργάνωσης και
- στον καθορισμό ενός πιο ευέλικτου συστήματος επικοινωνίας με το εξωτερικό περιβάλλον.

Καθίσταται, λοιπόν, σαφές, ότι το δημόσιο μανάτζμεντ εκφράζει – καταστατικά – τη μετάβαση από τον έλεγχο των εισροών στην αξιολόγηση των εκροών, με όρους αποτελεσματικότητας, αποδοτικότητας και ισότητας, χωρίς ωστόσο να αμφισβητούνται και οι κλασικές διοικητικές αξίες (Μιχαλόπουλος, 2003: 210).

Εν τέλει, διαπιστώνεται η διαφορετικότητα του δημοσίου μανάτζμεντ, η οποία συνδέεται κυρίως με την εναρμόνιση των δημοσίων πολιτικών, στη διοικητική του δράση, εκπληρώνοντας παράλληλα και τις «κλασικές» του αρχές. Ως τέτοιες, θα μπορούσαν, ενδεικτικά, να θεωρηθούν «η λήψη αποφάσεων» και η «αξιολόγηση», που ενώ αποτελούν «πάγιες» πολιτικές του μανάτζμεντ, ωστόσο, όμως,

ενσωματώνονται στις αρχές του δημοσίου μάνατζμεντ, κατά τον βαθμό που επιτυγχάνουν την κοινωνική αποτελεσματικότητα¹⁰¹.

3.3.4 Το Νέο Δημόσιο Μάνατζμεντ (ΝΔΜ)

Όπως έχει ήδη αναφερθεί σε προηγούμενη παράγραφο, η πιστή εφαρμογή των αρχών του μάνατζμεντ στη δημόσια διοίκηση προσκρούει σε αρκετά εμπόδια, τα οποία δύναται να παρακαμφθούν προσεγγίζοντας την έννοια του «Νέου Δημοσίου Μάνατζμεντ»¹⁰², μια έννοια που ήρθε να καλύψει τόσο το θεωρητικό όσο και το πρακτικό κενό, που επικρατούσε στο δημόσιο μάνατζμεντ, καθώς πρόκειται για ένα νέο διοικητικό φαινόμενο, με μία πληρέστερη προσέγγιση, που προέρχεται συνάμα από τη θεωρία της δημόσιας επιλογής (public choice theory) και του μάνατζμεντ¹⁰³ (Aucoin, 1990: 115· Dunsire, 1995: 21-29· Lueber, 1996: 93· Naschold, et al., 1995: 1-8· Gruening, 2001: 1).

Ειδικότερα, το νέο αυτό μόρφωμα ξεκίνησε στο τέλος της δεκαετίας του 1970, με την εμφάνιση διαφόρων διοικητικών μεταρρυθμίσεων του δημοσίου τομέα στο Η.Β. (με τη πρωθυπουργό Μ. Θάτσερ), την Αμερική (π.χ. στο Sunnyvale στη Καλιφόρνια), τη Ζηλανδία και την Αυστραλία, επιδιώκοντας την καταστολή της οικονομικής ύφεσης (OECD, 1995· Gruening, 2001: 2).

Συνεπώς, θα μπορούσαμε να πούμε ότι «η μετάβαση της δημόσιας διοίκησης, από την παραδοσιακή, γραφειοκρατική της υπόσταση στην περισσότερο ευέλικτη, ανοικτή και συμμετοχική μορφή οργάνωσης, οριοθετεί την ατζέντα του διοικητικού εκσυγχρονισμού¹⁰⁴, που δεν είναι τίποτα περισσότερο από μια διοικητική επανίδρυση, η οποία ανοίγει το δρόμο στο ΝΔΜ» (Osborne and Gaebler, 1992· Nichols, 1997· Box, 1999· Durst and Newell, 1999· DeLeon and Denhardt, 2000· Denhardt and Denhardt, 2000· Σωτηράκου και Ζέππου, 2007: 615).

¹⁰¹ Αντίληψη η οποία προήλθε από τις Η.Π.Α. και επεκτείνεται ευρέως στις Δυτικοευρωπαϊκές χώρες.

¹⁰² Το δημόσιο μάνατζμεντ δεν θα πρέπει να συγχέεται με την περίοδο εμφάνισης του κινήματος του ΝΔΜ (βλ. Levine, et al., 1975).

¹⁰³ Την αναφέρουν ως managerialism, όπου υποδηλώνει την ιδεολογία των μάνατζερ.

¹⁰⁴ Διοικητικός εκσυγχρονισμός ή αλλιώς διοικητική μεταρρύθμιση είναι η σχεδιασμένη παρέμβαση της ανώτατης πολιτικοδιοικητικής ηγεσίας, προκειμένου να αντιμετωπιστούν προβλήματα στη δομή, τη λειτουργία και την κουλτούρα των δημοσίων υπηρεσιών.

Ειδικότερα, η θεματολογία του ΝΔΜ εστιάζει κυρίως (Thomas, 1996· Ferlie, et al., 1996· Stanford, 1997: 65· Jones and Thompson, 1999: 14· Καρκατσούλης, 2004: 44-45· Κοϊμτζόγλου, 2007: 650-651):

- Στη βελτίωση της ποιότητας των παρεχόμενων, προς τους πολίτες-πελάτες, υπηρεσιών.
- Στον στρατηγικό προγραμματισμό της πολιτικής, δεδομένου ότι στο πλαίσιο αυτό περιλαμβάνονται οι δημόσιες οργανώσεις, περισσότερο ως θεσμοί ανάπτυξης πολιτικών και λιγότερο ως θεσμοί παροχής υπηρεσιών (delivery policies). Συγκεκριμένα, το κράτος κατέχει επιτελικό ρόλο στον σχεδιασμό και τη διαμόρφωση των θεσμών της «οιονεί αγοράς», στο πλαίσιο των οποίων κατανέμονται και συντονίζονται οι διαθέσιμοι πόροι.
- Στη διοίκηση των αποτελεσμάτων, μέσω δεικτών και στόχων, οι οποίοι υπάγονται σε ποικίλες κατηγορίες.
- Στη μέτρηση των αποτελεσμάτων και των επιδόσεων, καθώς και την αξιολόγηση αυτών, ώστε να καταρτίζεται ο προϋπολογισμός και η μισθοδοσία των υπαλλήλων, βάσει δεικτών απόδοσης.
- Στον έλεγχο των δημοσίων δαπανών, λαμβάνοντας ως γνώμονα την αποδοτικότητα και την αποτελεσματικότητα.
- Στη μέτρηση συγκριτικής απόδοσης (benchmarking) και στον έλεγχο των επιδιωκόμενων αποτελεσμάτων.
- Στη διοίκηση των ανθρώπινων πόρων, με βάση τη γνώση.
- Στη διοίκηση ολικής ποιότητας, με στόχο την αξιοπιστία, την ακεραιότητα και την αποτελεσματικότητα των δημοσίων υπηρεσιών.
- Στην αξιοποίηση της σύγχρονης τεχνολογίας, όπως για παράδειγμα της αντικατάστασης χρονοβόρων διαδικασιών ηλεκτρονικής διακυβέρνησης, με απλούστερες και ταχύτερες.
- Στην κατάργηση των εμποδίων για την ανάπτυξη των αγορών και της επιχειρηματικότητας, μέσω της υιοθέτησης μεταρρυθμιστικών προγραμμάτων.
- Στην κανονιστική μεταρρύθμιση, υπό την έννοια της δομικής αναδιάρθρωσης (reengineering).
- Στη λήψη αποφάσεων, με διαφανείς διαδικασίες και με κοινωνική διαβούλευση.

Συνάγεται, επομένως, ότι ο κατάλογος των θεμάτων του ΝΔΜ περιλαμβάνει ποικίλα στοιχεία (βλ. Πίνακα 3.6), που πηγάζουν τόσο από το κλασικό μάνατζμεντ (π.χ. προγραμματισμός, οργάνωση πόρων, ανάπτυξη ανθρώπινου δυναμικού), όσο και από εφαρμογές ή τμήματα που αναπτύχθηκαν σε επιμέρους κοινωνικές επιστήμες και τα οποία αποσαφήνισαν την έννοια του δημόσιου αγαθού.

Πίνακας 3.6: Χαρακτηριστικά του Νέου Δημόσιου Μάνατζμεντ

Αδιαμφισβήτητα χαρακτηριστικά	Αμφισβητήσιμα Χαρακτηριστικά
Περικοπές προϋπολογισμών	Νομικοί περιορισμοί δαπανών
Λογοδοσία για την απόδοση	Εξορθολογισμό αρμοδιοτήτων
Έλεγχο της απόδοσης	Ανάλυση πολιτικής και αξιολόγηση
Ιδιωτικοποιήσεις	Βελτίωση νομοθεσίας – ρυθμίσεων
Αποκέντρωση	Εξορθολογισμό διοικητικών δομών
Στρατηγικό σχεδιασμό	Εκδημοκρατισμό και συμμετοχή πολιτών
Διαχωρισμό παροχής και παραγωγής	
Ανταγωνισμό	
Μέτρηση της απόδοσης	
Αλλαγή τρόπου διαχείρισης	
Υπεργολαβία	
Ευελιξία στη διαχείριση	
Βελτίωση λογιστικής	
Διευθυντικά κίνητρα	
Διαχωρισμό πολιτικής και διοίκησης	
Βελτίωση χρηματοοικονομικής διοίκησης	
Μεγαλύτερη χρήση τεχνολογίας	

Πηγή: Gruening (2001: 2)

Παρά την ευρεία εφαρμογή των διάφορων προσεγγίσεων του ΝΔΜ σε ένα σύνολο χωρών (όπως η Νέα Ζηλανδία, η Μεγάλη Βρετανία, ο Καναδάς, το Η.Β., η Γερμανία, η Αυστραλία, η Φιλανδία, η Ολλανδία και η Νορβηγία) και τη συμβολή τους στην υλοποίηση των στόχων της διοικητικής μεταρρύθμισης, «εντοπίζονται αρκετοί ανασχετικοί παράγοντες (όπως η κρατική αντίληψη των πολιτών και πολιτικών, η διαφθορά των δημοσίων οργανώσεων και υπαλλήλων, η κατακερματισμένη οργανωτική δομή, η επικάλυψη αρμοδιοτήτων, η πολυνομία κ.τ.λ.), που αποτρέπουν την επίτευξη του επιθυμητού αποτελέσματος» (Ροκκά, 2007:

29). Όσον αφορά την περίπτωση της Ελλάδας, συγκεκριμένα, οι προσπάθειες¹⁰⁵ που έχουν τεθεί σε εφαρμογή την τελευταία δεκαετία είναι περιορισμένες και οφείλονται, κυρίως, στην παρέμβαση της Ε.Ε. Συνεπώς, «τα αποτελέσματα είναι πενιχρά, καθώς οι νόμοι υπάρχουν μεν, αλλά είθισται να μην εφαρμόζονται δε». Αν ανατρέξουμε στον «αριθμό των φορέων που – μέχρι σήμερα – έχουν εκδώσει αποφάσεις καθορισμού στόχων, αντιλαμβανόμαστε ότι μόλις και μετά βίας υπερβαίνουν τους δέκα, ενώ πρόκειται κυρίως για Περιφέρειες και Νομαρχιακές Αυτοδιοικήσεις. Στη συνέχεια, αν αναλογιστούμε ότι μόνο οι περιφέρειες είναι 13 και τα Υπουργεία αντίστοιχα 16¹⁰⁶ και αν στον ανωτέρω συλλογισμό προσθέσουμε και τον αριθμό των Ν.Π.Δ.Δ. (που υπερβαίνει τα 1.000), διαπιστώνουμε ότι ο αριθμός αυτός είναι αρκετά μικρός» (Χριστοπούλου, 2008: 70-71).

Ωστόσο, κλείνοντας, αξίζει να αναφερθεί ότι πέραν της ανυπαρξίας καθορισμού στόχων, δεν πρέπει να παραβλέπεται και η δυσκολία που έγκειται στη μέτρηση της αποτελεσματικότητας και της αποδοτικότητας στον δημόσιο τομέα, λαμβάνοντας υπόψη και το πλήθος οργανισμών διαφορετικού μεγέθους, που τείνει να δυσκολεύει το όλο εγχείρημα και να απαιτεί, καινοτόμες στρατηγικές διοίκησης και μέτρησης της απόδοσης, με χρήση εξειδικευμένου ανθρώπινου δυναμικού (Σωτηράκου και Ζέππου, 2007: 616-617).

3.3.5 Από το δημόσιο μάνατζμεντ και το ΝΔΜ στην εποχή της διακυβέρνησης

Οι έντονες επικρίσεις που δέχθηκε το ΝΔΜ τα τελευταία χρόνια, σε επίπεδο επιλογών, έδωσαν το έναυσμα για την ανάπτυξη μιας νέας και πιο σύγχρονης προσέγγισης, που προωθεί το σύγχρονο υπόδειγμα της «διακυβέρνησης»¹⁰⁷. Βάσει αυτού, ενισχύεται μία νέα τάση από διάφορα επιστημονικά πεδία, με σκοπό να αναδείξει τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματά τους και να προωθήσει ένα

¹⁰⁵ Για περισσότερα, βλ.: ν. 2880/2001 (Πρόγραμμα Διοικητικού Εκσυγχρονισμού «Πολιτεία», για τη μεταρρύθμιση και τον εκσυγχρονισμό της Δημόσιας Διοίκησης και άλλες διατάξεις), ν. 3230/2004 (Καθιέρωση συστήματος διοίκησης με στόχους, μέτρηση της αποδοτικότητας και άλλες διατάξεις) και αναθεώρηση του νόμου «Πολιτεία» (με το άρθρο 17 του ν. 3345/2005).

¹⁰⁶ Τα υπουργεία είναι 16, όπως αποτυπώνονται στα αποτελέσματα της έρευνας 2004-2008 (πριν τις συγχωνεύσεις-μετονομασίες).

¹⁰⁷ Η λέξη διακυβέρνηση προήλθε από το ελληνικό ρήμα κυβερνάω, ενώ μετέπειτα χρησιμοποιήθηκε από διάφορες γλώσσες, βλ.: http://ec.europa.eu/governance/docs/doc5_fr.pdf

διαφορετικό πρότυπο οργάνωσης και λειτουργίας για τις επιχειρήσεις (είτε αυτές είναι ιδιωτικές είτε δημόσιες) και τις δημόσιες υπηρεσίες και οργανισμούς.

Ειδικότερα, αναγνωρίζοντας την έλλειψη μίας σαφής θεωρίας διακυβέρνησης, επιχειρείται, διεπιστημονικά, να αναπτυχθεί μία νέα βάση, ως προς την αντιμετώπιση των σύγχρονων προβλημάτων κακοδιαχείρισης: που θα λαμβάνει υπόψη τα συμφέροντα των ενδιαφερόμενων μερών (στις μεν ιδιωτικές επιχειρήσεις) και των ιδιωτών – πελατών (στις δε δημόσιες υπηρεσίες) (Kersbergen and Waarden, 2004: 144).

Πάρα ταύτα, προσπαθώντας να αποδώσουμε την έννοια της «διακυβέρνησης», παρατηρούμε την εμφανή απουσία ενός κοινά αποδεκτού ορισμού, με αποτέλεσμα οι απόψεις να δίστανται και να μην μπορεί κανείς να καταλήξει σε ένα γενικό πλαίσιο διακυβέρνησης στον δημόσιο τομέα.

Ειδικότερα, σύμφωνα με τον ορισμό της Παγκόσμιας Τράπεζας (1991)¹⁰⁸, η διακυβέρνηση αναφέρεται «στον τρόπο με τον οποίον ασκείται η εξουσία στη διαχείριση των οικονομικών και κοινωνικών πόρων ενός κράτους για ανάπτυξη». Στον αντίποδα, η εθνική υπηρεσία ελέγχου της Αυστραλίας (ANAO, 2003) ορίζει τη διακυβέρνηση ως «το σύνολο των αρμοδιοτήτων, των πρακτικών, των πολιτικών και των διαδικασιών που ασκούνται από την εκτελεστική εξουσία ενός οργανισμού, με υπευθυνότητα και λογοδοσία, με σκοπό: (i) την παροχή στρατηγικής κατεύθυνσης, (ii) την επίτευξη των στόχων, (iii) τη διαχείριση των κινδύνων και (iv) τη χρήση των πόρων».

Ενδεικτικά, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε ότι ο ορισμός της διακυβέρνησης έχει επηρεασθεί από διάφορους επιστημονικούς κλάδους, όπως των διεθνών σχέσεων (π.χ. διακυβέρνηση χωρίς κυβέρνηση, διακυβέρνηση σε επίπεδα), της δημόσιας διοίκησης (π.χ. ΝΔΜ, διακυβέρνηση και δίκτυα), των οικονομικών (π.χ. οικονομική διακυβέρνηση), της διοίκησης επιχειρήσεων (π.χ. ΕΔ), κ.ο.κ. Ειδικότερα, όπως αναφέρουν οι Kersbergen και Waarden (2004: 151), περιλαμβάνει εννιά προσεγγίσεις, οι οποίες – παρά τις διαφοροποιήσεις τους – παρουσιάζουν αρκετά κοινά χαρακτηριστικά και μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως γέφυρα σύνδεσης των δύο αυτών τομέων (δημόσιου και ιδιωτικού), προκειμένου οι γνώσεις του ενός να αποτελέσουν παράδειγμα για τον άλλον.

¹⁰⁸ Για περισσότερα, βλ.:

http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2006/03/07/000090341_20060307104630/Rendered/PDF/34899.pdf

Σχήμα 3.3: Η σύνθεση της έννοιας της διακυβέρνησης



Πηγή: Συγγραφέας

Συνεπώς, οι αλλαγές στη διακυβέρνηση, είτε οριζόντιες (από τον ιδιωτικό προς τον δημόσιο τομέα) είτε κάθετες (από διεθνές – εθνικό επίπεδο σε περιφερειακό), επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό την πολυδιάστατη αυτή έννοια (Stone Sweet, 2000· Kersbergen and Waarden, 2004: 151) και παρότι μπορεί να αφορά μια γεωπολιτική οντότητα (π.χ. έθνος, κράτος) ή αντίστοιχα μια εταιρική (επιχειρηματική) ή μια κοινωνικοπολιτική (π.χ. οικογένεια), ή ακόμη και μια μορφή δημόσιας υπηρεσίας, ωστόσο, εντοπίζεται στον τρόπο με τον οποίο εφαρμόζονται οι διάφοροι κανόνες.

Κατ’ αυτήν την έννοια, για ένα καλύτερο αποτέλεσμα, ενδείκνυται το πλαίσιο των αρχών διακυβέρνησης – σε εθνικό επίπεδο – να διακρίνεται περαιτέρω, βάσει των κατηγοριών που ανέπτυξαν οι Plumptre και Graham (1999: 8), σε κεντρικό, περιφερειακό, τοπικό και κλαδικό, για επαρκέστερη εξειδίκευση, ακόμη και ανά κατηγορία εργαζομένων (π.χ. ενώσεις διευθυντικών στελεχών) ή υπηρεσιών (π.χ. νοσοκομεία, σχολεία, άλλες κυβερνητικές υπηρεσίες) (Καρκατσούλης, 2004: 319).

Για τον λόγο αυτό, ανεξαρτήτου ορισμού, οι έξι βασικές αρχές¹⁰⁹ που θα πρέπει να πρεσβεύει κάθε σύστημα διακυβέρνησης, δύναται να ενσωματωθούν στη δημόσια διοίκηση και συγκεκριμένα:

¹⁰⁹ Για περισσότερα, βλ.

http://anao.gov.au/uploads/documents/Better_Practice_Public_Sector_Governance1.pdf

- i. Η Λογοδοσία: στην υπευθυνότητα των οργανισμών του δημόσιου τομέα και των υπάλληλων, σχετικά με τις αποφάσεις και τις ενέργειες τους (οι οποίες περαιτέρω υπόκεινται και σε εξωτερικό έλεγχο).
- ii. Η Διαφάνεια: στη διασφάλιση της εμπιστοσύνης των ενδιαφερομένων μερών, αναφορικά με τις αποφάσεις και τις δράσεις των οργανισμών του δημοσίου τομέα.
- iii. Η Ακεραιότητα: στην ειλικρίνεια, την αντικειμενικότητα και την εντιμότητα της διαχείρισης των δημοσίων πόρων.
- iv. Η Διαχείριση: στην άσκηση της εξουσίας των δημοσίων υπαλλήλων, περί των εθνικών ζητημάτων.
- v. Η Ηγεσία: στην ύπαρξη καθοδήγησης από την «κορυφή» του οργανισμού.
- vi. Η Αποδοτικότητα: στην επίτευξη των στόχων του οργανισμού.

3.3.6 Η εταιρική διακυβέρνηση στον στενό δημόσιο τομέα

Εάν λάβουμε την έννοια της ΕΔ, ως μέρος της γενικότερης συζήτησης περί διακυβέρνησης κράτους, αρχών και πολιτείας, δεν μπορούμε παρά να αποδεχθούμε τη σπουδαιότητα του εν λόγω ζητήματος (Μούζουλας, 2003). Ωστόσο, όμως, το ερώτημα που γεννάται σε κάθε αναγνώστη και χρήζει άμεσης απάντησης είναι αν οι αρχές της διακυβέρνησης, ή ακόμα και η ίδια η ΕΔ, μπορούν να εφαρμοσθούν στον στενό δημόσιο τομέα.

Είναι γεγονός ότι η έννοια της ΕΔ, παρότι ολοένα και περισσότερο διαδίδεται στους κόλπους των ΔΕ, δεν έχει, εντούτοις, προσχωρήσει και στον στενό δημόσιο τομέα. Αν και είναι κοινώς αποδεκτό ότι οι βέλτιστες πρακτικές, που ακολουθούνται από τις ιδιωτικές εταιρείες, σταδιακά εισχωρούν στη λειτουργία των νομικών προσώπων που υπάγονται στο ιδιωτικό δίκαιο (όπως είναι οι ΔΕ) και στη συνέχεια εισχωρούν στον στενό δημόσιο τομέα, ωστόσο, στην προκείμενη περίπτωση, δεν έχει γίνει κάτι ανάλογο.

Το ερώτημα που αναδεικνύεται, επομένως, είναι για πιο λόγο να συμβαίνει αυτό; Σαφώς η απάντηση δίδεται μέσα από τη βιβλιογραφία και τις αντίρροπες ομάδες – σκέψεις που έχουν διαμορφωθεί με το πέρασμα των χρόνων. Στη μεν πρώτη ομάδα,

«των γραφειοκρατών»¹¹⁰, επικρατεί η άποψη ότι «η πιθανή» προσπάθεια μίμησης των πρακτικών του ιδιωτικού τομέα – από τον δημόσιο τομέα – μπορεί να αποτελέσει λάθος προσέγγιση, παραβλέποντας τον ρόλο του για τη δημιουργία κοινωνικής αξίας, ενώ στη δεύτερη ομάδα σκέψης, «των μεταρρυθμιστών»¹¹¹, επικρατεί η άποψη ότι οι δημόσιες υπηρεσίες – και εν γένει ο δημόσιος τομέας – εισέρχονται συστηματικά σε ένα φαύλο κύκλο αδυναμίας επίτευξης των τεθέντων στόχων και σε ένα διαρκώς αυξανόμενο κόστος, ανά μονάδα υπηρεσιών, που απαιτεί την ανάγκη πιο αποδοτικής και αποτελεσματικής λειτουργίας.

Επομένως, *πόσο εφαρμόσιμη μπορεί να είναι η ιδέα της ΕΔ στον δημόσιο τομέα;* Είναι εμφανές ότι οι πρακτικές αυτές έχουν εφαρμοστεί με επιτυχία σε ορισμένες ΔΕ, που πληρούν ένα πιο σύνθετο φάσμα πολιτικών, οικονομικών και κοινωνικών στόχων και λειτουργούν βάσει μιας εντελώς διαφορετικής δέσμης εξωτερικών περιορισμών και επιρροών, από αυτήν των επιχειρήσεων του ιδιωτικού τομέα (ANAO, 2003: 8)¹¹².

Ωστόσο, η δομή, η σύσταση, η λειτουργία και η φιλοσοφία του στενού δημόσιου τομέα είναι εντελώς διαφορετική από αυτήν της ΕΔ, καθώς όπως και η διεθνής βιβλιογραφία έχει αποφανθεί (Fottler, 1981· Emy and Hughes, 1991), η διοίκηση διαφέρει μεταξύ δημοσίου και ιδιωτικού τομέα, με κυριότερα παραδείγματα: i) την απόδοση ευθυνών, ii) τη διαχείριση κινδύνων, iii) τις πολιτικές παρεμβάσεις, iv) τον καθορισμό των στόχων, v) τη μέτρηση της απόδοσης και vi) τη διαμόρφωση συστημάτων παρακίνησης και αμοιβών.

Γενικότερα, διαπιστώνεται ότι οι αρχές της ΕΔ δεν μπορούν να υιοθετηθούν «ακριβώς» από τον στενό δημόσιο τομέα, λόγω:

- Της πληθώρας των νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου¹¹³, με διαφορετική μεταξύ τους δομή και αποστολή.
- Της διαφορετικής φιλοσοφίας των νομικών προσώπων που υπάγονται στο δημόσιο δίκαιο, από αυτών που υπάγονται στο ιδιωτικό δίκαιο¹¹⁴.

¹¹⁰ Πατέρας της γραφειοκρατίας θεωρείτε ο Max Weber. Για περισσότερα, βλ. Bezes, et al. (2012: 1), Page (2005: 716).

¹¹¹ Βλ. ενότητα δημόσιο μανάτζμεντ, ΝΔΜ.

¹¹² http://www.anao.gov.au/uploads/documents/Corporate_Governance_in_Commonwealth_Authorities_and_Companies.pdf

¹¹³ Σύμφωνα με το μητρώο υπηρεσιών και φορέων της Ελληνικής διοίκησης (Αθήνα-Απρίλιος 2010), τα νομικά πρόσωπα που υπάγονται στον δημόσιο τομέα κατηγοριοποιούνται σε: α) Ν.Π.Δ.Δ. της καθ' ύλην αυτοδιοίκησης (κατά εποπτεύον υπουργείο) και β) Ν.Π.Δ.Δ. της κατά τόπον αυτοδιοίκησης (Ο.Τ.Α. α' βαθμού) και νομαρχιακές αυτοδιοικήσεις (Ο.Τ.Α. β' βαθμού).

¹¹⁴ Περισσότερα περί διακρίσεων δημοσίων νομικών προσώπων, βλ. Γέροντας, et al. (2010).

- Της διαφορετικής αντίληψης του πολίτη, που αποτελεί υποκείμενο συνταγματικά κατοχυρωμένων δικαιωμάτων, έναντι του κράτους και του πελάτη, έναντι της επιχείρησης (Καρκατσούλης, 2004).
- Της εποπτείας, που στην περίπτωση της ιδιωτικής επιχείρησης ασκείται από όργανο της ίδιας της επιχείρησης (Γενική Συνέλευση, Δ.Σ.), ενώ στον δημόσιο τομέα από το κράτος (κρατική εποπτεία), μέσω διοικητικών πράξεων¹¹⁵.
- Της ευθύνης, που λαμβάνει αυστηρότερη μορφή στον δημόσιο τομέα (πολιτική, συνταγματική, κοινωνική και ατομική) από ότι στον ιδιωτικό, καθώς στην πρώτη περίπτωση απαιτείται η διασφάλιση ηθικής και δημοκρατικής διακυβέρνησης (Behn, 1998). Με αποτέλεσμα, η περιορισμένη διοικητική ελευθερία και ευελιξία των εργαζομένων να αποτελεί αναγκαία διαφοροποίηση από το μοντέλο λειτουργίας του ιδιωτικού τομέα.
- Του ελέγχου των δαπανών, που στον μεν ιδιωτικό τομέα ασκείται από την υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου και τις λοιπές αρμόδιες υπο-επιτροπές του διοικητικού συμβουλίου και στον δε δημόσιο από το Ελεγκτικό Συνέδριο¹¹⁶ (που ελέγχει κυρίως τη νομιμότητά τους).
- Της διαφοροποίησης του σκοπού μεταξύ ιδιωτικών και δημόσιων επιχειρήσεων και κυρίως μεταξύ μεγιστοποίησης κέρδους και εκπλήρωσης δημόσιου ρόλου.
- Του τρόπου λήψης των αποφάσεων, όπου στον ιδιωτικό τομέα λαμβάνονται από τους μετόχους (ή καλύτερα τους εκπροσώπους των μετόχων) και στον δημόσιο από την πολιτική ηγεσία (που μέσω του Δ.Σ. δύναται τόσο να λαμβάνει αποφάσεις, όσο και να ασκεί σημαντική επιρροή επ' αυτών).
- Της χρηματοδότησης, που εξασφαλίζεται από τους μετόχους και τη χρηματαγορά, για τις μεν ιδιωτικές επιχειρήσεις και από τον κρατικό προϋπολογισμό, για τα δε Ν.Π.Δ.Δ.
- Της έντονης διαφοράς στη διαχείριση του κινδύνου, καθώς στον δημόσιο τομέα οι περισσότερες διαδικασίες είναι προβλεπόμενες και τα στελέχη σπάνια αναλαμβάνουν ρίσκο για την εργασία που τους ανατίθεται, σε αντίθεση με τον ιδιωτικό τομέα, που οι διαχειριστές εκτίθενται σε μεγαλύτερο ρίσκο, δεδομένου ότι οι μέτοχοι επιζητούν ολοένα και μεγαλύτερη απόδοση.

¹¹⁵ Για περισσότερα, βλ. Γέροντας, et al. (2010: 169-199).

¹¹⁶ Είναι ένα από τα τρία ανώτατα δικαστήρια της Ελλάδας (μαζί με τον Άρειο Πάγο και το Συμβούλιο της Επικρατείας), με πρωταρχικό σκοπό τον έλεγχο των δαπανών του Δημοσίου και των Ο.Τ.Α.

- Της διαμόρφωσης της στρατηγικής και της πολιτικής, που για τον ιδιωτικό τομέα είναι καθήκον του Δ.Σ. της εταιρείας και για τα Ν.Π.Δ.Δ. της εκάστοτε πολιτικής ηγεσίας.
- Της διαφορετικής μισθολογικής πολιτικής, που έγκειται μεταξύ των μελών του Δ.Σ. των ιδιωτικών επιχειρήσεων και των αντίστοιχων του δημόσιου τομέα. Ειδικότερα, στην πρώτη περίπτωση (των ιδιωτικών επιχειρήσεων) οι αμοιβές αυτές είναι αρκετά υψηλότερες και τις περισσότερες φορές συνδέονται με την αποδοτικότητα (κυρίως δικαιώματα προαίρεσης). Αντιθέτως, στα Ν.Π.Δ.Δ. και στις Δ.Ε.Κ.Ο. οι αμοιβές των μελών του Δ.Σ. έχουν συμβολικό χαρακτήρα, μιας και αποτελούν αμοιβή αποζημίωσης, με αρκετά χαμηλές απολαβές. Επιπλέον, τα μέλη που απαρτίζουν τα Δ.Σ. των ιδιωτικών επιχειρήσεων είναι ανταγωνιστικά, με αποτέλεσμα και οι αμοιβές τους να στηρίζονται στον μηχανισμό της αγοράς· κάτι που δε συμβαίνει στον δημόσιο τομέα. Εν τέλει, οι λόγοι για τους οποίους επιθυμεί κάποιος να γίνει μέλος του Δ.Σ. κάποιου Ν.Π.Δ.Δ. είναι το κύρος, η φήμη και η κοινωνική καταξίωση και ως εκ τούτου παρατηρείται μία εντελώς διαφορετική φιλοσοφία, που οδηγεί σε διαφορετικά συστήματα αμοιβών μεταξύ δημοσίου και ιδιωτικού τομέα.
- Της εκτέλεσης των εργασιών του Δ.Σ., όπου στην ιδιωτική επιχείρηση υποβοηθούν οι διάφορες υπο-επιτροπές, συμβάλλοντας στην καλύτερη εξυπηρέτηση του πρωτεύοντα ρόλου ενός Δ.Σ. Αντίθετα, στα Ν.Π.Δ.Δ. οι λόγοι συνεδριάσεων των Δ.Σ. είναι κυρίως τυπικοί και χωρίς ουσιαστική σημασία.
- Της μέτρησης της αποδοτικότητας, που για το μεν ιδιωτικό τομέα σχετίζεται με αυτή των εργαζομένων και για τον δε δημόσιο με την ποιότητα των δράσεων, έχοντας ως αποτέλεσμα την προσέγγιση της απόδοσης με δύο ξεχωριστές έννοιες (Dubnick, 2005). Ωστόσο, δεν πρέπει να παραλείπονται τόσο το γεγονός του πρωταρχικού στόχου του δημόσιου τομέα, που συμπίπτει με τη δημιουργία κοινωνικής – και όχι ιδιωτικής – αξίας, όσο και των προβλημάτων που emπίπτουν στην προσπάθεια μέτρησης της αποδοτικότητάς του με αντικειμενικά αλλά και υποκειμενικά στοιχεία (Van de Walle, 2005).

Συνάγεται, επομένως, ότι οι διαφορές μεταξύ ιδιωτικών επιχειρήσεων (οι οποίες στην πλειοψηφία τους είναι εισηγμένες) και δημόσιων υπηρεσιών (κατά πλειονότητα

Ν.Π.Δ.Δ.) είναι πράγματι αρκετές. Ειδικότερα σε επίπεδο ΕΔ, δηλαδή οργάνωσης και λειτουργίας των Δ.Σ. των συγκεκριμένων φορέων, η διαφοροποίηση έγκειται μεταξύ φιλανθρωπικού και εταιρικού μοντέλου, των οποίων τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά αποτυπώνονται στον ακόλουθο πίνακα.

Πίνακας 3.7: Χαρακτηριστικά που διαφοροποιούν το φιλανθρωπικό από το εταιρικό μοντέλο

Φιλανθρωπικό Μοντέλο	Εταιρικό Μοντέλο
Μεγάλο μέγεθος Δ.Σ.	Μικρό μέγεθος Δ.Σ.
Ευρύ φάσμα γνώσεων των μελών	Μέλη με πολύ συγκεκριμένες γνώσεις
Συμμετοχή μικρού αριθμού – διευθυντών στα Δ.Σ.	Συμμετοχή μεγάλου αριθμού – διευθυντών στα Δ.Σ.
Διαχωρισμός του μάντζιμεντ και της διακυβέρνησης (δε συμμετέχουν οι διευθυντές στα Δ.Σ.)	Ενεργής συμμετοχή των διευθυντών στα Δ.Σ.
Ανεπίσημη λογοδοσία των διευθυντών στο Δ.Σ.	Επίσημη λογοδοσία των διευθυντών στο Δ.Σ.
Δεν υπάρχει περιορισμός στη θητεία για τα μέλη του Δ.Σ.	Υπάρχει περιορισμός στη θητεία των μελών του Δ.Σ.
Δεν υπάρχει αποζημίωση (μηδαμινές – συμβολικές) για τις υπηρεσίες των μελών του Δ.Σ.)	Υπάρχει αποζημίωση για τις υπηρεσίες των μελών του Δ.Σ.
Έμφαση στη διατήρηση των περιουσιακών στοιχείων και την αποστολή του οργανισμού	Έμφαση στη στρατηγική και στην επιχειρηματική δραστηριότητα

Πηγή: Alexander, Morlock and Gifford (1988: 317)

Συνεπώς, παρατηρείται μία διαφορετική οργάνωση ανάμεσα στους δύο φορείς, που αναδεικνύει το χάσμα μεταξύ τους. Ως γεγονός, πηγάζει από την ανυπαρξία συγκεκριμένης δομής των Ν.Π.Δ.Δ. και της μεγαλύτερης ταύτισής τους με τους Μη Κυβερνητικούς Οργανισμούς¹¹⁷ (Μ.Κ.Ο.) και επεκτείνεται, μέσω της νέας τάσης αποστροφής των τελευταίων από το φιλανθρωπικό μοντέλο και της υιοθέτησης αρχών του εταιρικού (Alexander and Weiner, 1998: 223).

Συμπερασματικά, οι όποιες βασικές διαφορές των εν λόγω τομέων (δημοσίου και ιδιωτικού) δε θα πρέπει σε καμία περίπτωση να υπερεκτιμώνται, διότι (Μιχαλόπουλος, 2003: 75-76):

¹¹⁷ Οι Μ.Κ.Ο. υποστηρίζουν την έννοια της δημιουργίας κοινωνικής αξίας.

- Ενώ είναι αρκετά αξιοσημείωτες, δεν είναι τόσο εντυπωσιακές, ώστε να δικαιολογούν άκαμπτες και συχνά αδικαιολόγητες διχοτομήσεις και
- Εάν οι οργανώσεις, που εγγράφονται ως δημόσιες, συγκριθούν, μπορεί να διαπιστωθούν ακόμη σημαντικότερες και περισσότερο τρανταχτές (καθώς τα διάφορα Ν.Π.Δ.Δ., που υπάγονται στον δημόσιο τομέα, είναι δεκάδες, με διαφορετικό σκοπό και αντικείμενο), έστω και αν υπάγονται στην ίδια κατηγορία.

Ως εκ τούτου, οι επισημάνσεις αυτές υπονοούν ότι σε καμία περίπτωση δεν πρέπει να είμαστε αιρετικοί και να οδηγούμαστε σε *de facto* χαρακτηρισμούς, όπως της υιοθέτησης βέλτιστων πρακτικών ΕΔ ή μη. Η ίδια ισορροπία του συστήματος θα προσδιορίσει, εάν και κατά πόσο είναι απαραίτητη η μετάβαση από τη διακυβέρνηση στην ΕΔ.

3.4 Προοπτικές για την ΕΔ στον δημόσιο τομέα

Ο σκοπός του παρόντος κεφαλαίου ήταν διττός. Αφενός μεν να αποδείξει την ελλειμματική των μηχανισμών ιδιωτικοποιήσεων, ως εργαλείων βελτίωσης των παρεχόμενων υπηρεσιών στον δημόσιο τομέα και αφετέρου να προωθήσει κατάλληλες πρακτικές, που να προστατεύουν τη «μοναδικότητα» κάθε οργανισμού και να αυξάνουν την αποτελεσματικότητά του.

Είναι, επομένως, εμφανές, ότι αν μια ΔΕ κατανοήσει τους λόγους της μειωμένης απόδοσής της, συγκρινόμενη με την κατά περίπτωση «πρότυπη» οργάνωση, θα μπορέσει στη συνέχεια να βελτιώσει το πλαίσιο λειτουργίας της· γεγονός που συνάδει και με την άποψη περί επιβίωσης των δημόσιων οργανισμών, σε μια παγκοσμιοποιημένη και ανταγωνιστική οικονομία, που στηρίζεται στην αλλαγή τρόπου «σκέψης» και «δράσης» (Osborne and Gaebler, 1992· Gore, 1993· Fox and Miller, 1995· Kettl, 2000· Σωτηράκου και Ζέππου, 2007: 615). Συνεπώς, το κυριότερο και συνάμα πιο καίριο θέμα αποτελεί η διαχείριση της γνώσης (Knowledge Management), βάσει της οποίας οι δημόσιες οργανώσεις μαθαίνουν να «μαθαίνουν» και να αλλάζουν, βελτιώνοντας την απόδοσή τους και αποφεύγοντας τη φθορά (Μιχαλόπουλος, 2003: 225). Έτσι, χωρίς να ιδιωτικοποιηθούν, τους παρέχεται η

δυνατότητα με τη χρήση νέων εργαλείων, που να μην εμπίπτουν στον «σκόπελο» της γραφειοκρατίας και που πηγάζουν από το πεδίο της διοίκησης των επιχειρήσεων (Μιχαλόπουλος, 2003: 192), να αναβαθμίσουν τις υπηρεσίες τους, τόσο σε επίπεδο ποιότητας όσο και σε επίπεδο αποτελεσματικότητας και να βελτιώσουν τη λειτουργία τους, υπό την έννοια κυρίως του τρόπου άσκησης της εξουσίας.

Η εποχή αυτή «ξεκίνησε» με την είσοδο του δημόσιου μανάτζμεντ και του ΝΔΜ και συνέχισε με την εξέλιξη των αρχών αυτών, σε «Αρχές Διακυβέρνησης», ολοκληρώνοντας τον κύκλο της με την εφαρμογή – προσφάτως – της «ΕΔ στις δημόσιες επιχειρήσεις». Αντιλαμβανόμαστε, επομένως, ότι μια νέα προσπάθεια εκσυγχρονισμού του συστήματος των ΔΕ έχει ξεκινήσει, δίνοντας κίνητρα για καταγραφή τόσο του θεσμικού πλαισίου, όσο και των νέων συνθηκών ανταγωνισμού, προκειμένου να διαπιστωθεί η πραγματική ανάγκη για διοικητική μεταρρύθμιση· μια μεταρρύθμιση ποιοτική, που στηρίζεται στη χρήση τόσο οικονομικών όσο και κοινωνικών, αλλά και πολιτικών δεικτών, για τη μέτρηση και την αξιολόγηση της προόδου των κυβερνήσεων, αναφορικά με την «καλή» τους διακυβέρνηση (Knack and Manning, 2000: 6· Καρκατσούλης, 2004: 318).

Εν τέλει, καθίσταται σαφές, όπως αναφέρει και ο Ο.Ο.Σ.Α. (2005), η ύπαρξη ποιοτικής παροχής υπηρεσιών και η προώθηση μορφών εταιρικότητας, που θα επικεντρώνονται στην «κοινωνία»· μια σχέση που ορίζεται ευθύς εξ αρχής μεταξύ πολιτικής ηγεσίας, στελεχιακού δυναμικού της δημόσιας διοίκησης και κοινωνίας πολιτών. Συνεπώς, η χρήση βέλτιστων πρακτικών, που θα συμβάλει στην ύπαρξη διαφάνειας, σε συνδυασμό με: (i) την παροχή ανταγωνιστικών κριτηρίων, κατά τη διαδικασία στελέχωσης του Δ.Σ., (ii) την ενίσχυση του ρόλου των συνεδριάσεων του (ως εργαλείου περισσότερο για τη λήψη αποφάσεων και λιγότερο «ως διακοσμητικού», που στερείται αντικειμενικού λόγου συνεδριάσεων) και (iii) την αποτροπή κακόβουλων ενεργειών μεταξύ των μελών του (όπως π.χ. των μεταξύ τους καταγγελιών, που αποτελεί και μοναδικό φαινόμενο στην περίπτωση της Ελλάδας), δύναται να αποτελέσει ακρογωνιαίο λίθο σε οποιοδήποτε εγχείρημα «μεταρρυθμιστικής φύσεως».

3.5 Συμπεράσματα

Συνοψίζοντας τα ανωτέρω, διαπιστώνουμε ότι η ΕΔ αποτελεί μία αρκετά άγνωστη έννοια, για το σύνολο της δημόσιας διοίκησης, με μοναδική εξαίρεση τις Δ.Ε.Κ.Ο., καθώς ο ν. 3429/2005 που ορίζει την οργάνωση και τη λειτουργία τους εισαγάγει ένα αρκετά νέο γνωστικό πεδίο για τη δημόσια διοίκηση. Ειδικότερα, διαπιστώνεται μια σύνδεση της έννοιας της διακυβέρνησης με αυτήν του «κυβερνάν»¹¹⁸, καθώς η πρώτη – εκ των δύο – ταυτίζεται, ως προς το φορέα άσκησής της, με την κυβέρνηση (Καρκατσούλης, 2004: 316).

Συμπερασματικά, τονίζονται δύο σημαντικά σημεία της διεθνούς βιβλιογραφίας, που αποτελούν τον βασικό πυρήνα του κεφαλαίου αυτού, και αφορούν την ανάγκη:

- Ανάδειξης της ΕΔ, ως του βασικότερου εργαλείου αλλαγής, αναδιάρθρωσης και εξορθολογισμού των Δ.Ε.Κ.Ο. (Spanos and Papoulas, 2005: 16).
- Υιοθέτησης ενός μοντέλου ΕΔ στον στενό δημόσιο τομέα, που να «ξεφεύγει» από το φιλανθρωπικό και να προωθεί μια ευρύτερη μέθοδο λήψης αποφάσεων, στην οποία η κυβέρνηση θα υποτάσσεται (Καρκατσούλης, 2004: 316).

¹¹⁸ «Το κυβερνάν εστί προβλέπειν», Αλκιβιάδης (περίπου 450-404 π.Χ.).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΟΙ ΔΟΜΕΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται οι στόχοι της ΕΔ, αναλύονται εκτενώς οι εσωτερικοί και εξωτερικοί μηχανισμοί, για την επίτευξή τους, με αντίστοιχη αναφορά στην περίπτωση της Ελλάδας και παραθέτονται οι εμπειρικές έρευνες που διαμορφώνουν την εξέλιξη του νέου αυτού γνωστικού πεδίου.

4.1 Εισαγωγή

Οι Nerantzidis και Filos (2012) ορίζουν την ΕΔ ως «μια πληθώρα εσωτερικών και εξωτερικών μηχανισμών, οι οποίοι διασφαλίζουν την ελάχιστη δίκαιη απόδοση στους μετόχους και παράλληλα προστατεύουν όσους έχουν άμεσα έννομο συμφέρον».

Αντίστοιχα, οι Shleifer και Vishny (1997: 737) ορίζουν την ΕΔ ως «τους τρόπους με τους οποίους οι χρηματοδότες μιας επιχειρήσεως διασφαλίζουν ότι θα αποκομίσουν όφελος από την επένδυσή τους».

Γενικά, η έννοια της ΕΔ έχει προσδιοριστεί ως ένα σύστημα ελέγχων, εσωτερικών (δηλαδή το Δ.Σ. και την ιδιοκτησιακή – μετοχική σύνθεση) και εξωτερικών (δηλαδή την αγορά προϊόντος, την αγορά εταιρικού ελέγχου, την αγορά εργασίας και το νομικό σύστημα), που βοηθά τις επιχειρήσεις και τους οργανισμούς στη σωστή και αποτελεσματική διαχείριση των πόρων τους (Denis and McConnell, 2003: 2). Πράγμα που, εμφανώς, υπονοεί ότι «οι δικλίδες ΕΔ μπορεί είτε να αναπτύσσονται με πρωτοβουλία της ίδιας της επιχείρησης ή να επιβάλλονται από την κοινωνία και το κράτος ή με τον κατάλληλο συνδυασμό και των τριών» (Καραμάνης, 2008: 127).

Το σύστημα αυτό αποτελεί ουσιαστικά και τη δομή της ΕΔ, που περιλαμβάνει: i) το Δ.Σ. (τη διάρθρωσή του), ii) την ιδιοκτησιακή δομή της εταιρείας, iii) τον εσωτερικό έλεγχο, iv) τις επιτροπές του Δ.Σ., v) την αγορά εταιρικού ελέγχου, vi) την αγορά εργασίας, vii) την αγορά προϊόντος και viii) το νομικό σύστημα, που επικρατεί στην εκάστοτε χώρα και αναφέρεται στο σύνολο των νομικών και θεσμικών κανόνων της. Όλα τα προαναφερθέντα διαμορφώνουν το σύνολο των δομών της ΕΔ, με απώτερο σκοπό τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων και την ικανοποίηση των άμεσα ενδιαφερόμενων μερών (Εμμανουηλίδης, 2009: 37).

Ωστόσο, στη διεθνή βιβλιογραφία έχουν προταθεί ουκ ολίγες κατηγορίες μηχανισμών ΕΔ, με άλλοτε μεγαλύτερη και άλλοτε μικρότερη εξειδίκευση. Παραδείγματι, οι Agrawal και Knoeber (1996) διακρίνουν επτά μηχανισμούς ΕΔ, για τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης, όπως (Αντωνιάδης, 2004: 57-78):

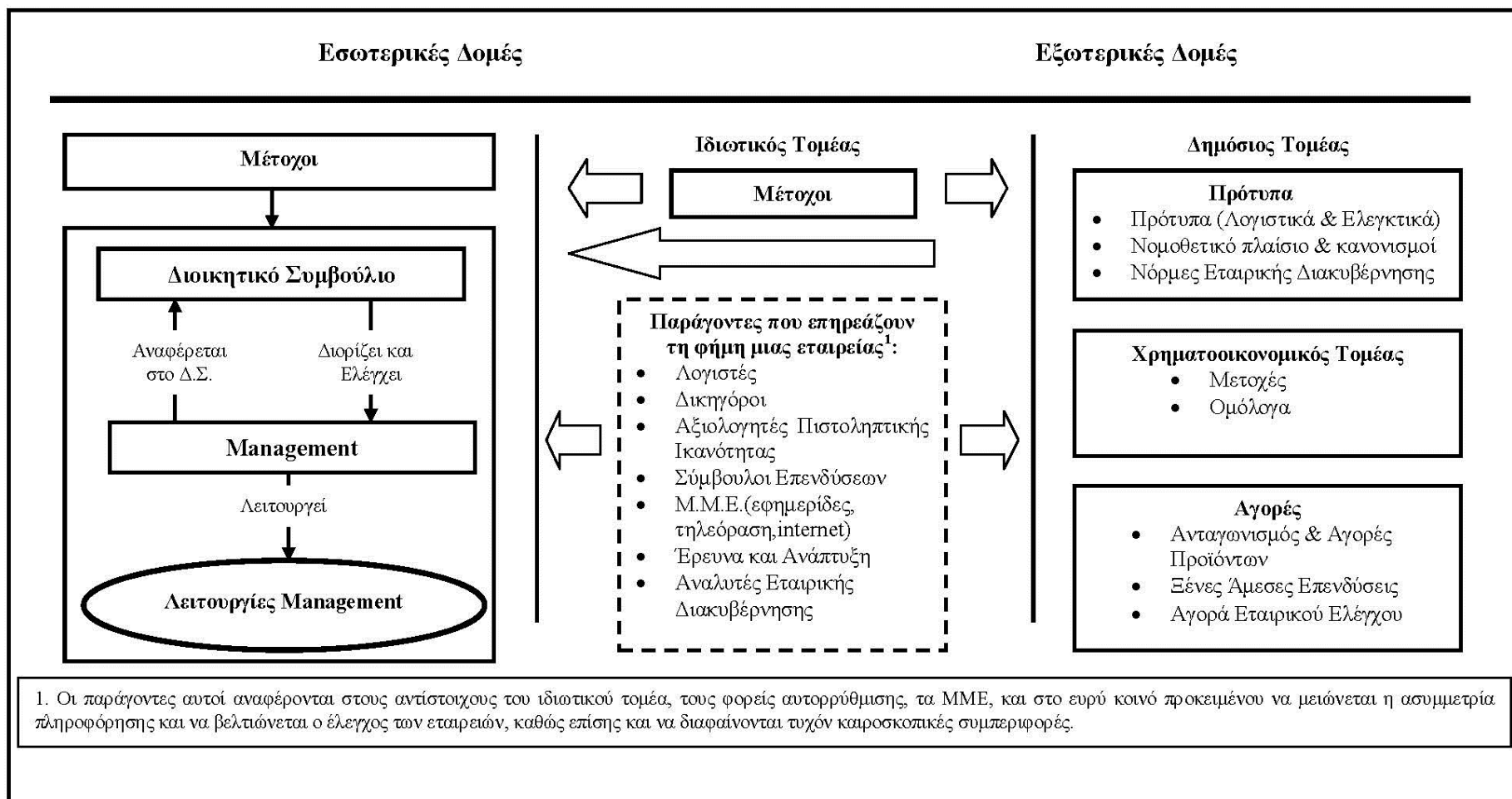
1. Η κατοχή μετοχών των εταιρειών από τους διευθυντές,
2. Η ύπαρξη μεγαλομετόχων,
3. Οι θεσμικοί επενδυτές, τα ασφαλιστικά ταμεία κ.λπ.,

4. Το ποσοστό ανεξάρτητων μελών στο Δ.Σ.,
5. Η αγορά εργασίας,
6. Η αγορά εταιρικού ελέγχου και
7. Ο δανεισμός από τις τράπεζες.

Στο σημείο αυτό, το ερώτημα που γεννάται σε κάθε αναγνώστη είναι *ποιος ο λόγος ύπαρξης των ανωτέρω δομών*; Θέλοντας να είμαστε σαφείς, αλλά και συνάμα σύντομοι, θα λέγαμε ότι ο λόγος ύπαρξης προσδιορίζεται στην άμβλυνση του προβλήματος αντιπροσώπευσης μεταξύ εντολέα και εντολοδόχου. Αυτό σημαίνει ότι τόσο οι εσωτερικοί μηχανισμοί της επιχείρησης (που επιβάλλονται από την εσωτερική δομή και οργάνωση της εταιρείας), όσο και οι εξωτερικοί (που επιβάλλονται από τις συνθήκες του οικονομικού περιβάλλοντος, στο οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση), έχουν σκοπό να ελαχιστοποιήσουν τη σύγκρουση των συμφερόντων¹¹⁹ μεταξύ μετόχων και διοίκησης (της εταιρείας) και ως εκ τούτου να μειώσουν το κόστος αντιπροσώπευσης, που δημιουργείται από τον διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου (σχήμα 4.1).

¹¹⁹ Στην ελληνική περίπτωση ισχύει η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων.

Σχήμα 4.1: Οι δομές ΕΔ σε μια εταιρεία



Πηγή: Προσαρμοσμένο από Muir and Saba (1995) και Αντωνιάδη (2004: 57)

Παρατηρούμε στο ανωτέρω σχήμα ότι οι μέτοχοι βρίσκονται στην κορυφή της πυραμίδας, καθώς, μέσω της Γενικής Συνέλευσης, είναι αυτοί που εκλέγουν τα μέλη του Δ.Σ., ενώ θα πρέπει να γνωρίζουμε ότι, τις περισσότερες φορές, οι μεγαλομέτοχοι λειτουργούν προς ίδιον όφελος και εις βάρος της μειοψηφίας των μετόχων. Στον αντίποδα, οι εξωτερικές δομές ΕΔ σχετίζονται με τον ιδιωτικό και τον δημόσιο τομέα και επηρεάζουν κι αυτές, με τη σειρά τους, τις δομές της ΕΔ σε μια εταιρεία. Στον ιδιωτικό τομέα, κυρίαρχη θέση έχουν οι παράγοντες που επηρεάζουν τη φήμη μιας εταιρείας, όπως τα M.M.E., οι διάφοροι φορείς αυτορρύθμισης και το ευρύ κοινό, που με τις ενέργειές τους βελτιώνουν τον έλεγχο των εταιρειών και αποκαλύπτουν διάφορες καιροσκοπικές συμπεριφορές. Αντίστοιχα, στον δημόσιο τομέα, κυρίαρχη θέση έχουν οι νομοθετικές πρωτοβουλίες, καθώς και οι διάφορες αγορές που ενεργούν, προς επίβλεψη των πάσης φύσεως ενεργειών της διοίκησης και καθιέρωση της διαφάνειας στη λήψη αποφάσεων (Αντωνιάδης, 2004: 56).

Ιεραρχώντας τις δομές αυτές, θα μπορούσαμε να πούμε ότι το Δ.Σ. μιας επιχείρησης αποτελεί αναμφίβολα ένα από τα σημαντικότερα συστατικά της δομής της ΕΔ, καθώς είναι το ανώτερο όργανο, τόσο στη διαμόρφωση της μακροχρόνιας στρατηγικής ανάπτυξης της εταιρείας, όσο και στην εποπτεία και στον έλεγχο των εκτελεστικών διευθυντών (μάνατζερ)¹²⁰. Συνεπώς, όπως αναφέρουν και οι Monks και Minow (2004: 195), αποτελεί τον συνδετικό κρίκο μεταξύ ιδιοκτητών και διευθυντών, ενώ, όπως τονίζουν οι Fama (1980) και Fama και Jensen (1983), συμβάλει στη λειτουργία της επιχείρησης, δεδομένου ότι προσδιορίζει και εφαρμόζει τον έλεγχο στη διαχειριστική εξουσία (Εμμανουηλίδης, 2009: 38). Ωστόσο, για μια πληρέστερη προσέγγιση, θα πρέπει να προστεθεί και η αξία των υπολοίπων εσωτερικών μηχανισμών, όπως των διαφόρων επιτροπών (ελέγχου, καθορισμού αμοιβών, επιλογής στελεχών), της ιδιοκτησιακής δομής και του μηχανισμού εσωτερικού ελέγχου της εκάστοτε εταιρείας, καθώς συμβάλλουν σημαντικά στον έλεγχο των ενεργειών των ανώτατων στελεχών.

Πέραν, όμως, των εσωτερικών μηχανισμών μιας επιχείρησης, σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν και οι εξωτερικοί μηχανισμοί ΕΔ, καθώς και αυτοί με τη σειρά τους συμβάλλουν στον έλεγχο της αποτελεσματικότητας της διοίκησης. Ενδεικτικά, η αγορά εταιρικού ελέγχου, όπως αναφέρουν οι Denis και McConnell (2003: 4), αποτελεί έναν τέτοιο μηχανισμό. Παράλληλα, όταν οι εσωτερικοί μηχανισμοί

¹²⁰ Για περισσότερα, βλ. Ξανθάκης, Τσιπούρη και Σπανός (2003: 36-37).

ελέγχου έχουν αποτύχει – σε αρκετά μεγάλο βαθμό – και η διαφορά μεταξύ πραγματικής και δυνητικής αξίας μιας επιχείρησης είναι αρκετά μεγάλη, τότε υπάρχει σημαντικό κίνητρο, προκειμένου να προβούν σε εξαγορές, όσοι βρίσκονται εκτός της εταιρείας. Επομένως, η συμβολή του μηχανισμού εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι εξίσου σημαντική και αποτελεί κίνητρο, ώστε οι διευθυντές να διαχειρίζονται ορθολογικά την περιουσία της εταιρείας, προκειμένου να μη δεχτούν επίθεση από τις ομάδες συμφερόντων που βρίσκονται εκτός της επιχείρησης. Επιπροσθέτως, η ίδια η αγορά εργασίας είναι αυτή που διαμορφώνει το ανταγωνιστικό περιβάλλον μεταξύ των στελεχών και παρέχει κίνητρα βελτίωσης της αποτελεσματικότητά τους, με αποτέλεσμα όσοι δεν αξίζουν να αποβάλλονται από το ίδιο το σύστημα (Jensen and Meckling, 1976: 328). Είναι, λοιπόν, εμφανές ότι τόσο η ανταγωνιστικότητα μεταξύ των στελεχών όσο και οι αμοιβές τους διαμορφώνουν ένα πλαίσιο ελέγχου της αποτελεσματικότητας και επίτευξης των στόχων, υπονοώντας ότι η ίδια η αγορά μπορεί να λειτουργεί, κατά τέτοιο τρόπο, ώστε οι μη αποτελεσματικοί διευθυντές να αντικαθίστανται.

Τέλος, έναν επιπλέον σημαντικό μηχανισμό εξωτερικού ελέγχου αποτελεί το νομικό σύστημα κάθε χώρας. Όπως αναφέρουν οι La Porta, et al. (1997, 1998, 2000) οι νόμοι μιας χώρας προστατεύουν τα δικαιώματα των επενδυτών και στον βαθμό που αυτοί επιβάλλονται, αποτελούν την πιο βασική παράμετρο στην εξέλιξη της χρηματοοικονομικής των επιχειρήσεων και της ΕΔ. Παρότι θα μπορούσαμε να απαριθμήσουμε δεκάδες ακόμη μηχανισμούς ελέγχου των ανώτατων στελεχών, ωστόσο, βάσει των όσων έχουν προαναφερθεί και σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία δεν είναι αρκετά ευδιάκριτοι. Ενδεικτικό παράδειγμα είναι τα δικαιώματα προαίρεσης (stock option plans), τα οποία συνδέουν τις διευθυντικές αμοιβές με την επίτευξη των στόχων και την κερδοφορία της επιχείρησης, ευθυγραμμίζοντας έτσι τα ενδιαφέροντα των ανώτατων διευθυντικών στελεχών με αυτά των μετόχων (Murphy, 1999· Core, Guay and Larcker, 2003).

4.2 Στόχοι της εταιρικής διακυβέρνησης

Είναι ήδη γνωστό ότι το σύνολο των δομών της ΕΔ έχουν ως απώτερο σκοπό την ενεργοποίηση της διοίκησης της εταιρείας, για τη λήψη αποφάσεων, σχετικά με τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Γίνεται, δηλαδή, σαφές ότι το σύνολο των μηχανισμών αυτών (όπως θα αναλυθούν διεξοδικά στη συνέχεια) λειτουργούν συμπληρωματικά – ως προς τη βελτίωση της ποιότητας της ΕΔ – και κατ' επέκταση της επίτευξης του εταιρικού σκοπού, ήτοι της σύγκλισης¹²¹ των συμφερόντων και της εξάλειψης των προβλημάτων που έγκεινται μεταξύ εντολέα και εντολοδόχου.

Ωστόσο, η σύγκλιση αυτή έχει λάβει νέες διαστάσεις τα τελευταία χρόνια, στοχεύοντας τόσο στη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, σε συνεχή βάση, όσο και στην ικανοποίηση των άμεσα ενδιαφερόμενων ομάδων. Παρατηρείται, επομένως, μία νέα μορφή διακυβέρνησης, που δεν περιορίζεται στον «βασικό» εταιρικό σκοπό (προερχόμενο από τη θεωρία αντιπροσώπευσης), αλλά στοχεύει και στην ικανοποίηση ενός μέρους των υπόλοιπων άμεσα ενδιαφερόμενων μερών. Ουσιαστικά, αυτό που διαπιστώνεται με το πέρασμα του χρόνου είναι μία σταδιακή ενοποίηση της θεωρίας αντιπροσώπευσης με τη θεωρία ενδιαφερόμενων ομάδων.

Λαμβάνοντας υπόψη τη νέα αυτή διάσταση, η ΕΔ δε συνδέεται μόνο με τους μετόχους, αλλά επεκτείνεται σε τέτοιο βαθμό, ώστε να λαμβάνει υπόψη τους εργαζόμενους, τους προμηθευτές, τους πελάτες και τους πιστωτές (και όλους τους άμεσα ενδιαφερόμενους). Παρόλα αυτά, αξίζει να σημειωθεί ότι δεν μπορεί να γίνει ταύτιση της προσπάθειας αυτής με την ΕΚΕ, καθώς σε ανάλογη περίπτωση θα έπρεπε να συνυπολογίζονται και όλες εκείνες οι (έμμεσες) σχέσεις που αναπτύσσονται μεταξύ της εταιρείας και των διαφόρων άλλων ενδιαφερόμενων ομάδων (όπως κυβερνητικές οργανώσεις, δημόσιες αρχές, τοπικές κοινωνίες).

Εντούτοις, όμως, δεν μπορούμε να παραλείψουμε το γεγονός, ότι αρκετές νέες ερευνητικές προσπάθειες προσπαθούν να διερευνήσουν τον σύγχρονο ρόλο της επιχείρησης, τόσο ως προς τη συμβολή – αντιμετώπιση – των κοινωνικών και περιβαλλοντικών ζητημάτων¹²², όσο και ως προς τα αναμενόμενα οφέλη της υιοθέτησης μίας νέας προσέγγισης.

¹²¹ Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η ερώτηση 3 (από τις Ερωτήσεις Γενικού Ενδιαφέροντος), που τέθηκε στους συμμετέχοντες ακαδημαϊκούς στην έρευνά μας και επιβεβαίωσε τον ισχυρισμό μας (βλ. Παράρτημα Β2).

¹²² Όπως ανθρώπινα δικαιώματα, επίδραση στην ανθρώπινη υγεία και την ποιότητα ζωής (για περισσότερα, βλ. Ξανθάκης, Τσιπούρη και Σπανός, 2003: 50-53).

Συνοψίζοντας, θα λέγαμε ότι η ΕΔ έχει ως στόχο «την ενίσχυση της διαφάνειας, την έγκαιρη και έγκυρη πληροφόρηση των μετόχων/επενδυτών, τη δημιουργία αποτελεσματικών και ανεξάρτητων ελέγχων, την ισχυροποίηση του εποπτικού ρόλου του Δ.Σ. και την κατάρτιση αξιόπιστων χρηματοοικονομικών καταστάσεων» (Ξανθάκης, Τσιπούρη και Σπανός, 2003: 17), με απώτερο σκοπό: **τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων και την ικανοποίηση των άμεσα ενδιαφερόμενων ομάδων.**

4.3 Ανάλυση των δομών εταιρικής διακυβέρνησης

Στο κεφάλαιο αυτό αναλύονται εκτενώς οι εσωτερικοί και εξωτερικοί μηχανισμοί ΕΔ, οι οποίοι, όπως έχουμε αναφέρει, συμβάλουν σημαντικά στην επίτευξη του εταιρικού σκοπού, βελτιώνοντας την ποιότητα της ΕΔ.

Στους εσωτερικούς μηχανισμούς περιλαμβάνονται, ως κυριότεροι, το Δ.Σ., ο εσωτερικός έλεγχος και οι υπο-επιτροπές του Δ.Σ.

4.3.1 Το Διοικητικό Συμβούλιο (εσωτερικός μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης)

Το Δ.Σ. αποτελεί, κατά πολλούς, τον σημαντικότερο εσωτερικό μηχανισμό ΕΔ σε μία εταιρεία, καθώς συνιστά το ανώτερο όργανο τόσο στη: i) διαμόρφωση της μακροχρόνιας στρατηγικής ανάπτυξης μιας εταιρείας, όσο και ii) στην εποπτεία (έλεγχο) και iii) τον διορισμό των εκτελεστικών διευθυντών. Συνεπώς, πέρα από τα στενά πλαίσια της διαμόρφωσης της μακροχρόνιας στρατηγικής σε μια εταιρεία, το όργανο αυτό είναι επιφορτισμένο με τον ρόλο του διορισμού και της εποπτείας και του ελέγχου της ομάδας των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών (μάνατζερ), προκειμένου αυτοί να ενεργούν με γνώμονα το εταιρικό συμφέρον. Αρκετές μελέτες (Jensen, 1993· Monks and Minow, 2004· Denis and McConnell, 2003) εστιάζουν στον τριπλό αυτό ρόλο και αναδεικνύουν τη σημαντική επιρροή του Δ.Σ. στη λειτουργία της επιχείρησης, δρώντας συλλογικά και εκπροσωπώντας την.

Πράγματι, ο εθελοντικός κώδικας ΕΔ που αναπτύχθηκε στην Ελλάδα (1999)¹²³ αναφέρει το Δ.Σ. ως το όργανο που ασκεί τη διοίκηση της εταιρείας, περιλαμβάνοντας στα κύρια καθήκοντά του τη λήψη αποφάσεων και την άσκηση πλήρους και αποτελεσματικού ελέγχου, σε όλες τις δραστηριότητες της επιχείρησης¹²⁴, καθώς επίσης παρουσιάζει και μια σειρά άλλων αρμοδιοτήτων που ενισχύουν τον ρόλο του.

Λαμβάνοντας υπόψη το άρθρο 2 παρ.1 του ν. 3016/2002¹²⁵, παρατηρούμε ότι ο νομοθέτης κάνει μνεία τόσο στη «μακροχρόνια οικονομική ανάπτυξη», υπονοώντας παράλληλα την αύξηση της χρηματιστηριακής και της εσωτερικής αξίας, όσο και στο «γενικό εταιρικό συμφέρον», συμπεριλαμβάνοντας και τα συμφέροντα τρίτων παραγόντων (πέραν των μετόχων), που επηρεάζουν άμεσα ή έμμεσα την εταιρεία (π.χ., εργαζόμενοι, προμηθευτές, τοπική κοινωνία). Συνάγεται, επομένως, ότι οι αποφάσεις του Δ.Σ. θα πρέπει να είναι απαλλαγμένες από οποιαδήποτε άλλη σκοπιμότητα, πέραν του εταιρικού συμφέροντος, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι οι εισηγμένες εταιρείες δε θα πρέπει να έχουν «κοινωνική ευθύνη» έναντι των σημαντικών ζητημάτων του χώρου όπου δραστηριοποιούνται (προστασία του περιβάλλοντος, κοινωνικά θέματα που αφορούν το προσωπικό τους), καταβάλλοντας δαπάνες για την ενίσχυση του κοινωνικού τους προσώπου (Σταϊκούρας, 2008: 10-11).

Παρατηρούμε, δηλαδή, ότι η επιτυχία ενός Δ.Σ. επιτυγχάνεται όταν το επιθυμητό οικονομικό αποτέλεσμα πραγματοποιείται με δίκαιους και διαφανείς τρόπους, αλλά και με κοινωνικά υπεύθυνη στάση. Συγκεκριμένα, ο Ο.Ο.Σ.Α. (2004)¹²⁶ καταγράφει την άποψη αυτή, αναφέροντας ότι τα μέλη του Δ.Σ. θα πρέπει να ενεργούν με γνώμονα το καλύτερο συμφέρον της επιχείρησης και συνάμα να λαμβάνουν υπόψη τους και τα συμφέροντα των λοιπών ενδιαφερόμενων μερών. Για τον λόγο αυτό, θα πρέπει οι εταιρείες να ενθαρρύνονται να δημοσιοποιούν πολιτικές ή πρακτικές που στηρίζουν την κοινωνική τους υπευθυνότητα.

Βέβαια, στο σημείο αυτό, δεν πρέπει να παραλείψουμε διάφορες σημαντικές παραμέτρους, που άλλοτε συμβάλλουν ξεκάθαρα στον σύγχρονο ρόλο του Δ.Σ. και

¹²³ Για περισσότερα, βλ. το πρωτότυπο κείμενο: Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, 1999, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

¹²⁴ Οι αρμοδιότητες των μελών του Δ.Σ. και η ευθύνη τους καθορίζονται βάσει του ν. 2190/1920.

¹²⁵ «Πρώτιστη υποχρέωση και καθήκον των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου (Δ.Σ.), κάθε εισηγμένης σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, είναι η διαρκής επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρείας και η προώθηση του γενικού εταιρικού συμφέροντος».

¹²⁶ Βλ. OECD Principles of Corporate Governance (2004).

άλλοτε προκαλούν σύγχυση ως προς τη συμβολή τους. Συγκεκριμένα, μια σημαντική παράμετρος, που έχει προέλθει από τη θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών και έχει απασχολήσει τη διεθνή κοινότητα, είναι αυτή της εκπροσώπησης των εργαζομένων στα Δ.Σ. (δίχως, ωστόσο, να υπάρχει κοινή – ευρεία – αποδοχή)¹²⁷. Στο πλαίσιο αυτό, σε διεθνές επίπεδο, τα αποτελέσματα είναι διφορούμενα, καθώς σε χώρες, όπως Ελλάδα, Η.Β., Η.Π.Α., Γαλλία και Ιταλία, ουδεμία αναφορά γίνεται στα συμφέροντα των εργαζομένων, αναφορικά με τη διαχείριση των εταιρικών υποθέσεων¹²⁸, πράγμα που συμβαίνει σε ευρωπαϊκά κράτη, όπως η Γερμανία και οι Σκανδιναβικές χώρες.

Συγκεκριμένα, τα μοντέλα των κρατών αυτών προβλέπουν τη συμμετοχή εκπρόσωπων των εργαζομένων στα Δ.Σ. των μεγάλων εταιρειών και στη Γερμανία¹²⁹, κυρίως (με τη μορφή του δυαδικού συστήματος¹³⁰), τη συμμετοχή τους και στο εποπτικό συμβούλιο. Σκοπός της συμμετοχής τους είναι η επαύξηση, μεν, των δυνατοτήτων ασκήσεως ουσιαστικού ελέγχου στη συνολική λειτουργία της εταιρείας και στην καθημερινή της διοίκηση, όπως ασκείται από τα διευθυντικά της στελέχη και η μείωση των κραδασμών, μεταξύ εργοδοσίας και εργαζομένων (Goodijk, 2000· Fauver and Fuerst, 2006· Gold, 2011· Μπασαγιάννης και Θεοδωροπούλου – Δένδια, 2003: 93). Αξίζει δε να επισημανθεί ότι, στην Ελλάδα, η συμμετοχή εκπροσώπου των εργαζομένων προβλέπεται, βάσει του ν. 3965/2011 αρθ. 14 παρ. 1-2, μόνο στις δημόσιες επιχειρήσεις (με απόφαση της Διυπουργικής Επιτροπής Δημοσίων Επιχειρήσεων και Οργανισμών)¹³¹. Συνοψίζοντας, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε ότι, παρόλο που οι λιγότερες εμπειρικές μελέτες διακρίνουν μία θετική συμβολή της εκπροσώπησης των εργαζομένων, ειδικότερα στα εσωτερικά συστήματα ΕΔ, ωστόσο, αναδεικνύεται η απαίτηση μεγαλύτερης έρευνας, για μία ευρύτερη αποδοχή (όπως καταγράφονται στον Πίνακα 4.1).

¹²⁷ Αν και ο αριθμός των εμπειρικών αυτών εργασιών είναι ελάχιστος, φέρουν στοιχεία θετικής συμβολής για την εταιρεία. Παρόλα αυτά, οι διεθνείς κώδικες ΕΔ και οι νομοθεσίες των ανωτέρω κρατών (Ελλάδα, Η.Β., Η.Π.Α., Γαλλία και Ιταλία) δεν υιοθετούν την εν λόγω πρακτική.

¹²⁸ Για περισσότερα, βλ. Μπασαγιάννης και Θεοδωροπούλου - Δένδια (2003: 93).

¹²⁹ Ωστόσο, όπως αναφέρουν οι Gorton και Schmid (2004), η εναλλαγή της υποχρεωτικής νομοθεσίας, από 1/3 σε 1/2, της υποχρεωτικής συμμετοχής εκπροσώπων των εργαζομένων, μπορεί να καταστρέψει την αξία της εταιρείας.

¹³⁰ Το γερμανικό μοντέλο δε θα πρέπει να συγχέεται με τα δυαδικά συστήματα, που έχουν υιοθετηθεί σε άλλες ευρωπαϊκές έννομες τάξεις (π.χ. Γαλλία, Ιταλία), διότι σε αυτές τις εναλλακτικές μορφές ΕΔ δεν προβλέπεται εκπροσώπηση συμφερόντων τρίτων.

¹³¹ Ανάλογα παραδείγματα Δ.Ε.Κ.Ο., που στελεχώνουν τα Δ.Σ. με εκπροσώπους των εργαζομένων, είναι η ΔΕΗ, ο ΟΤΕ, το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο κ.λπ.

Πίνακας 4.1: Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών όσον αφορά τη συμβολή της εκπροσώπησης των εργαζομένων στο Δ.Σ.

Μελέτη (Χρονολογική σειρά)	Αποτελέσματα
Goodijk (2000)	Δημιουργώντας ένα νέο υπόδειγμα (βασισμένος στη θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών) για τις Ολλανδικές επιχειρήσεις και συμπεριλαμβάνοντας των παράγοντα των εργαζομένων (μέσω των εκπροσώπων τους), ως εξίσου σημαντική μεταβλητή στην επίδραση των στρατηγικών αποφάσεων, διέκρινε και περιέγραψε τις σχέσεις του τρίπτυχου Δ.Σ., εποπτικό συμβούλιο, και εργατικά συνδικάτα. Ενώ, τέλος, διαπίστωσε και την ανάγκη οι νέες μελέτες να βασιστούν στις πρακτικές των Ολλανδικών επιχειρήσεων.
O' Connor (2000-2001)	Εξετάζοντας την επίδραση των εργαζομένων στη δομή της ΕΔ, στην Αμερική, για την περίοδο (2000-2001), διαπίστωσε την ανεπάρκεια των ιδιωτικών συμβάσεων. Για τον σκοπό αυτό, παρότρυνε την αναμόρφωση των αμερικάνικων δομών ΕΔ, ώστε να υπάρχει ανακατανομή της λήψης αποφάσεων και να ενθαρρύνει τις επενδύσεις σε ανθρώπινο κεφάλαιο. Τέλος, επισήμανε ότι δεν πρέπει να βασίζομαστε στην ανάλυση μόνο των πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων της συμμετοχής των εργαζομένων, κοιτάζοντας μόνο στοιχεία εμπειρικών ερευνών, όπως της εταιρικής αξίας και του Α.Ε.Π. σε επίπεδο κράτους. Αλλά θα πρέπει να υπάρξει μία πολιτική συζήτηση, που θα δίνει απαντήσεις σε ερωτήματα, όπως: Τι είδους κοινωνία θέλουμε; Δηλαδή, ερωτήματα που θα έχουν ως σκοπό να αναδείξουν και τον παράγοντα της ποιότητας ζωής.
Levinson (2001)	Αποστέλλοντας ερωτηματολόγια, σε ένα δείγμα 660 Σουηδικών επιχειρήσεων, διαπιστώνεται ότι η πλειοψηφία των διευθυνόντων συμβούλων και εκτελεστικών έχουν θετική εμπειρία, σχετικά με την εκπροσώπηση των εργαζομένων στα Δ.Σ., καθώς συμβάλουν στη δημιουργία κλίματος συνεργασίας, στη παροχή στήριγματος στη διαδικασία λήψης των αποφάσεων και στη διευκόλυνση του έργου εκτέλεσης των δύσκολων αποφάσεων του Δ.Σ.
Allen και Gale (2002)	Μέσω της θεωρητικής τους μελέτης, επισήμαναν ότι, στις ελλιπείς (ατελείς) αγορές, το σύστημα των ενδιαφερόμενων μερών μπορεί να κατανέμει τους πόρους πιο αποδοτικά, μακροπρόθεσμα, απ' ό,τι το σύστημα ενδιαφέροντος των μετόχων. Για τον λόγο αυτό, επισημάνθηκε ο ρόλος των εκπροσώπων των εργαζομένων, ως δυναμικός παράγοντας ερμηνείας και εξέλιξης της ΕΔ στα εν λόγω συστήματα.
Fauver και Fuerst (2006)	Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 991 εισηγμένων Γερμανικών εταιρειών, για το 2002, διερεύνησαν, κατά πόσο η εκπροσώπηση της εργασίας παρέχει ένα ισχυρό μέσο, για την παρακολούθηση και τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης. Ειδικότερα, συμπέραναν ότι, όταν αυξάνεται η εκπροσώπηση των εργαζομένων, αυξάνεται και η αξία της εταιρείας· βέβαια μέχρι ένα σημείο. Διέκριναν, δηλαδή, την ύπαρξη μίας σχέσης, ανεστραμμένου σχήματος U, μεταξύ των δύο μεταβλητών. Επιπλέον, συμπέραναν ότι όσο μεγαλύτερη είναι η ανάγκη συντονισμού στο εσωτερικό της επιχείρησης, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανή βελτίωση στην αποτελεσματικότητα της διακυβέρνησης, μέσω της χρήσης των αντιπροσώπων. Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι τα οφέλη που αναφέρθηκαν δε φαίνεται να ισχύουν στους συνδικαλιστικούς εκπροσώπους, καθώς φαίνεται ότι δε δουλεύουν γενικά για την εταιρεία.
Gold (2011)	Πραγματοποιώντας συνεντεύξεις με 20 συνδικαλιστές (εκπροσώπους εργαζομένων), σε 13 Ευρωπαϊκές χώρες, διαπιστώνεται ότι η εκπροσώπηση των εργαζομένων συμβάλλει προς μία ευρύτερη βάση της εταιρικής στρατηγικής, εξασφαλίζοντας, σε πρώιμο στάδιο, τις απόψεις και τα συμφέροντα της οργανωμένης εργασίας.

Πηγή: Συγγραφέας

Μια δεύτερη σημαντική παράμετρος, για την ενίσχυση της ποιότητας της ΕΔ, σχετίζεται με τη σύνθεση και την οργάνωση του Δ.Σ. και δη με τη συμμετοχή γυναικών σε αυτά. Ως παράγοντας, είναι ιδιαίτερα σημαντικός, καθώς δύναται να χρησιμεύσει ως μέθοδος ενίσχυσης: i) της δημιουργικότητας (Wiersema and Bantel, 1992· Watson, Kumar and Michaelsen, 1993), ii) της διακυβέρνησης (Terjesen, Sealy and Singh, 2009· Rhode and Packel, 2010), iii) της φήμης (Brammer, Millington and Pavelin, 2009· Miller and del Carmen Triana, 2009), iv) της αποδοτικότητας¹³² (Erhardt, Werber and Shrader, 2003· Campbell and Mínguez-Vera, 2008· Lückerath-Rovers, 2011), v) της αξιοπιστίας (Heminway, 2007· Croson and Buchan, 1999), vi) της στρατηγικής (Nielsen and Huse, 2010) και vii) της συνεργασίας των μελών (Kramer, et al., 2007)¹³³ του Δ.Σ.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα στην περίπτωση αυτή αποτελεί η Νορβηγία, η οποία θεσμοθέτησε νόμο¹³⁴, που επιβάλλει στην σύνθεση του Δ.Σ. των εισηγμένων εταιρειών τη συμμετοχή γυναικών, σε ποσοστό 40%. Η εν λόγω πρωτοβουλία υπήρξε το έναυσμα για την υιοθέτηση της στρατηγικής «ποσόστωσης» (μέσω νομοθετικής πρωτοβουλίας), σε μία σειρά από χώρες, όπως η Ισπανία (De Anca, 2008), η Γαλλία, η Ολλανδία, η Ιταλία και το Βέλγιο (Δίκτυο Ευρωπαϊκής Επιτροπής, 2011)¹³⁵. Ωστόσο, όμως, όπως απεικονίζεται και στον ακόλουθο πίνακα, οι περισσότερες από αυτές εφαρμόζουν μία αρκετά ηπιότερη μορφή της εν λόγω στρατηγικής, δημιουργώντας εμφανή διαμάχη, σε επίπεδο Ε.Ε., για την επιλογή του καταλληλότερου ποσοστού¹³⁶. Σε κάθε περίπτωση, βέβαια, επιβεβαιώνεται η σπουδαιότητα του συγκεκριμένου παράγοντα (της συμμετοχής, δηλ., των γυναικών στα Δ.Σ.) στην ενίσχυση της ποιότητας της ΕΔ.

¹³² Οι εμπειρικές έρευνες δεν είναι ξεκάθαρες, ως προς την σχέση της συμμετοχής γυναικών και της αποδοτικότητας. Ειδικότερα, πέραν της θετικής σχέσης που αναφέρθηκε παραπάνω, υπάρχουν μελέτες που εμφανίζουν αρνητική σχέση (π.χ. Adams and Ferreira, 2008), ενώ αρκετές είναι οι μελέτες που εμφανίζουν ουδέτερη σχέση (π.χ. Rose, 2007· Francoeur, Labelle and Sinclair-Desgagné, 2008· Wang and Clift, 2009).

¹³³ Η συγκεκριμένη εργασία, με τίτλο “Critical Mass on Corporate Boards: Why three or more women enhance governance, Wellesley Centers for Women”, πέραν του ότι συμπεραίνει ότι η συμμετοχή των γυναικών βοηθάει τη συνεργασία των μελών του Δ.Σ., ενισχύει συνολικά και την ποιότητα διακυβέρνησης.

¹³⁴ Ο νόμος επιβλήθηκε στις εταιρείες το 2006, ενώ δόθηκε ένα διάστημα δύο χρόνων για προσαρμογή. Το Φεβρουάριο του 2008, ένα ποσοστό 93% των εισηγμένων εταιρειών είχε συμμορφωθεί με τον νόμο, σύμφωνα με τη Στατιστική Υπηρεσία της Νορβηγίας· ενώ από τον Απρίλιο του 2008, όλες οι Νορβηγικές εταιρείες είχαν ανακοινώσει συμμόρφωση με τον νόμο.

¹³⁵ Για εκτενέστερη ανάλυση, βλ. http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/quota-working_paper_en.pdf

¹³⁶ Στην Ελλάδα, κανένας κώδικας δεν έχει υιοθετήσει την εν λόγω πρακτική. Εμφανώς, αυτό που απαιτείται είναι να διαπιστωθεί, μέσω εμπειρικών ερευνών, αν υπάρχει ουσιαστική ανάγκη να προβούν οι νομοθετικοί – ρυθμιστικοί φορείς στην υιοθέτηση αυτής ή όχι.

Πίνακας 4.2: Συμμετοχή γυναικών στα Δ.Σ. διαφόρων Ευρωπαϊκών χωρών

Χώρα	Στρατηγική
Νορβηγία, 2003	Ως ηγέτιδα όλων των προσπαθειών, επέβαλλε – πρώτη – νομοθεσία, υποχρεώνοντας όλες τις εισηγμένες εταιρείες (μεγάλες, μικρές, κρατικές κ.ο.κ.) να διορίσουν, κατ' ελάχιστο ποσοστό, 40% γυναίκες στα Δ.Σ., μέχρι το 2008.
Ισπανία, 2007	Εξέδωσε νόμο, υποχρεώνοντας τις μεγάλες εταιρείες (όσες δηλαδή απασχολούν 250 εργαζόμενους και άνω) να αυξήσουν σταδιακά τη συμμετοχή των γυναικών στα Δ.Σ., ούτως ώστε, σε διάστημα οχτώ (8) ετών, να επιτευχθεί ποσοστό συμμετοχής ανδρών και γυναικών, 60% και 40% αντίστοιχα.
Γαλλία, 2011	Τον Ιανουάριο του 2011 υιοθέτησε νόμο, βάσει του οποίου οι εισηγμένες εταιρείες, που απασχολούν περισσότερους από 500 εργαζόμενους (και έχουν έσοδα άνω των 50 εκατομ. ευρώ), υποχρεούνται να διορίσουν στα Δ.Σ. τους γυναίκες, τουλάχιστον σε ποσοστό 20%, εντός διαστήματος τριών (3) ετών και 40%, εντός έξι (6) ετών. Επιπλέον, σε περίπτωση που τα κριτήρια αυτά δεν πληρούνται, θα επιβάλλεται ποινή ακύρωσης στον διορισμό των μελών.
Ολλανδία, 2011	Το Μάιο του 2011 υιοθέτησε, ως νομικό στόχο, την ελάχιστη συμμετοχή των γυναικών (με ποσοστό 30%), τόσο στα εκτελεστικά όσο και στα εποπτικά όργανα των μεγάλων εταιρειών (αυτών που απασχολούν περισσότερους από 250 εργαζόμενους). Ωστόσο, όμως, η μη τήρηση του στόχου αυτού δεν επιβάλλει νομικές κυρώσεις, αλλά θα πρέπει υποχρεωτικά να αναφέρεται στην ετήσια έκθεση (περαιτέρω αναφέρεται, ρητώς, η δέσμευση για επαναξιολόγηση της εν λόγω διάταξης το 2016).
Ιταλία, 2011	Τον Ιούνιο του 2011 ενέκρινε την εισαγωγή ποσοστάσεων, αναφορικά με τη συμμετοχή ανδρών και γυναικών στα Δ.Σ. των εισηγμένων εταιρειών και εισηγμένων Δ.Ε.Κ.Ο. Ειδικότερα, βάσει αυτής, επιβάλλεται η συμμετοχή των γυναικών, κατά το 1/3, μέχρι το 2015, ενώ οι κυρώσεις που θα επιβάλλονται σε περίπτωση μη εφαρμογής θα είναι προοδευτικές.
Βέλγιο, 2011	Τον Ιούνιο του 2011, επέβαλλε την συμμετοχή των γυναικών στα Δ.Σ. των εισηγμένων, σε ποσοστό 30%, με την επίτευξη του εν λόγω στόχου σε διάστημα πενταετίας, για τις μεγάλες εταιρείες και σε οκταετίας, για τις μικρότερες.
Φινλανδία	Έχει υιοθετήσει μία διαφορετική στρατηγική (από την ποσοστώση) που διαμορφώνει – προτείνει τον κατάλληλο αριθμό των γυναικών στα Δ.Σ., μέσω: i) των αποτελεσμάτων των εμπειρικών ερευνών, που καταρτίζονται από το Φινλανδικό φόρουμ “Eva” ¹³⁷ , ii) του θεσμικού της κώδικα, iii) των κυβερνητικών δράσεων (π.χ. της επιβολής ενός ποσοστού – στόχου, τουλάχιστον 40%, για τις Δ.Ε.Κ.Ο.) και iv) την ενεργό δράση των Μ.Μ.Ε.
Σουηδία	Εφαρμόζει μια στρατηγική διαμόρφωσης ενός ισορροπημένου Δ.Σ., μέσω της οικειοθελούς συμμόρφωσης των διαφόρων διατάξεων που προτείνει, με τους κώδικες ΕΔ.
Ελλάδα	Αποτελεί τον ουραγό της Ε.Ε., καθώς, μέχρι στιγμής, δεν έχει υιοθετήσει παρόμοια στρατηγική (είτε μέσω της νομοθεσίας ή υπό μορφή κάποιου κώδικα ΕΔ). Επομένως, η διερεύνηση του μηχανισμού αυτού, ως προς τη συμβολή του στη βελτίωση της ποιότητας της ΕΔ, επαφίεται στην επιστημονική κοινότητα, δεδομένου ότι οποιαδήποτε επιβολή νομοθεσίας – μέσω Ε.Ε. – ενδέχεται να είναι αναμφιβόλου ποιότητας, όταν δεν έχει ελεγχθεί, πρωτίστως, η ουσιαστική της συμβολή.

Πηγή: Τροποποιήθηκε από De Anca (2008), Δίκτυο Ευρωπαϊκής Επιτροπής (2011)¹³⁸ και Niskanen (2011)

Στην παρούσα φάση, οι περισσότερες από τις ανεπτυγμένες χώρες εξετάζουν τη θέσπιση τέτοιας νομοθεσίας (ή της παρότρυνσης μέσω εθελοντικών κωδίκων), ενώ το γεγονός αυτό επεκτείνεται και στις αναδυόμενες οικονομίες, όπως η Ινδία, η Κίνα και

¹³⁷ Για περισσότερα, βλ. www.eva.fi

¹³⁸ Για ακριβές κείμενο, βλ.

http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/quota-working_paper_en.pdf

οι χώρες της Μέσης Ανατολής (Τυνησία και Ιορδανία). Κατά αυτόν τον τρόπο, αναδεικνύεται η ιδιαίτερη συμβολή του γυναικείου ρόλου – σε επίπεδο Δ.Σ. (Singh, 2008) – και εμφανώς δικαίως, καθώς, όπως αποτυπώνεται και στον αυξανόμενο ρυθμό των δημοσιευμένων ερευνών, η επιρροή του παράγοντα αυτού στο γνωστικό πεδίο της ΕΔ είναι αξιοσημείωτη, τόσο σε εκτελεστικό επίπεδο όσο και σε επίπεδο διοίκησης (Kesner, 1988· Bilimoria and Piderit, 1994· Daily, Certo and Dalton, 1999· Carter, Simkins and Simpson, 2003· Terjesen, Sealy and Singh, 2009· Vinnicombe, et al., 2008).

Εμφανώς, επομένως, η αξιολόγηση της συνεισφοράς των γυναικών στα Δ.Σ. των εταιρειών παραμένει ενεργό ακόμη πεδίο διερεύνησης, με τα συμπεράσματα μιας σειράς ερευνών να επιβεβαιώνουν το εν λόγω γεγονός (πίνακας 4.3).

Πίνακας 4.3: Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών όσον αφορά τη συμμετοχή των γυναικών στα Δ.Σ.

Μελέτη (Χρονολογική σειρά)	Αποτελέσματα
Daily, Certo και Dalton (1999)	Σε ένα δείγμα Αμερικάνικων εισηγμένων εταιρειών (από τον Fortune 500), κατά την περίοδο 1988-1997, διαπιστώθηκε η αυξανόμενη τάση συμμετοχής γυναικών στα Δ.Σ. Ωστόσο, όμως, δεν παρατηρήθηκαν στοιχεία προόδου, όσον αφορά τη διαδοχή τους στη θέση του Διευθύνοντος Συμβούλου, δεδομένου ότι το ποσοστό αύξησης της αντιπροσώπευσης, κατά 0.006 τις εκατό, που παρατηρήθηκε, θεωρείται εκπληκτικά μικρό.
Erhardt, Werber και Shrader (2003)	Σε δείγμα 127 μεγάλων εισηγμένων Αμερικανικών εταιρειών, για τα έτη 1993 και 1997, παρατηρήθηκε συσχέτιση μεταξύ της διαφοροποίηση των φύλων στα Δ.Σ. και της αποδοτικότητας.
Farrell και Hersch (2005)	Σε ένα δείγμα Αμερικάνικων εισηγμένων εταιρειών (από τον δείκτη Fortune 500), για την περίοδο 1990-1999, αποδείχθηκε ότι οι γυναίκες έχουν την τάση να υπηρετούν σε εταιρείες με καλύτερες αποδόσεις. Ωστόσο, όμως, οι αποδόσεις τείνουν να είναι μη σημαντικές, κατά την ανακοίνωση, απλά, της τοποθέτησης γυναικών στο Δ.Σ.
Rose (2007)	Σε ένα δείγμα εισηγμένων εταιρειών, στο χρηματιστήριο της Κοπεγχάγης, για την περίοδο 1998-2001, διαπιστώθηκε η μη ύπαρξη σύνδεσης μεταξύ της αντιπροσώπευσης των μετόχων στο Δ.Σ. από γυναίκες και της χρηματοοικονομικής απόδοσης των εταιρειών.
Campbell και Mínguez-Vera (2008)	Σε δείγμα 68 εισηγμένων μη χρηματοοικονομικών εταιρειών, στο χρηματιστήριο της Μαδρίτης, για την περίοδο 1995 – 2000, επιβεβαιώνεται η ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ της συμμετοχής των γυναικών στο Δ.Σ. (ποσοστό αυτών) και της χρηματοοικονομικής απόδοσης των εταιρειών.
Francoeur, Labelle και Sinclair-Desgagné (2008)	Σε δείγμα 230 Καναδικών εισηγμένων εταιρειών, για το διάστημα 2002 – 2004 (χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα των Fama και French), αποδεικνύεται ότι οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε «σύνθετα περιβάλλοντα» και απαρτίζονται από σημαντικό αριθμό γυναικών (παράλληλα τόσο στα Δ.Σ. όσο και στις ανώτερες διευθυντικές θέσεις) λαμβάνουν μια σειρά πλεονεκτημάτων, καθώς: i) δημιουργούν «εταιρική αξία», που κινείται σε φυσιολογικά επίπεδα (σε χρηματιστηριακές τιμές) και ii) επιτυγχάνουν τη διαφοροποίησή τους, σε επίπεδο απόδοσης, από τις εταιρείες που αποτελούνται αποκλειστικά από άντρες (αντίστοιχα στα Δ.Σ. και στις ανώτερες διευθυντικές θέσεις).

Adams και Ferreira (2009)	Σε ένα δείγμα Αμερικάνικων εισηγμένων εταιρειών, για την περίοδο 1996 – 2003, εκτιμάται ότι: i) η συμμετοχή των γυναικών στα Δ.Σ. έχει σημαντική επίδραση, τόσο στους πόρους που εισρέουν στην επιχείρηση όσο και στα οικονομικά τους αποτελέσματα, ii) οι γυναίκες, ως μέλη του Δ.Σ., λαμβάνουν μεγαλύτερες επιδόσεις σε επίπεδο προσέλευσης στις συνεδριάσεις, συγκριτικά με τους άνδρες και έχουν περισσότερες πιθανότητες να συμμετάσχουν σε επιτροπές παρακολούθησης και iii) η μέση επίδραση της διαφορετικότητας των φύλων στην απόδοση των επιχειρήσεων είναι αρνητική. Συμπερασματικά, η επιβολή φυλετικών (άνδρας-γυναίκα) ποσοστών στα μέλη του Δ.Σ. δύναται να μειώσει την αξία των εταιρειών που παρουσιάζουν καλή διακυβέρνηση (εν αντιθέσει των εταιρειών με κακή διακυβέρνηση).
Miller και del Carmen Triana (2009)	Σε ένα δείγμα 326 Αμερικάνικων εισηγμένων εταιρειών (δείκτης Fortune 500), για το έτος 2002, διαπιστώθηκε η ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ της φυλετικής ποικιλομορφίας (board racial diversity), της εταιρικής φήμης και καινοτομίας.
Terjesen, Sealy και Singh (2009)	Εξετάζοντας τη διαφορετικότητα των φύλων και την επίδρασή της στα αποτελέσματα της ΕΔ, σε περισσότερες από 400 δημοσιεύσεις, κατέγραψαν τις αυξανόμενες πιέσεις, σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Επιτροπής, εθνικών κυβερνήσεων, πολιτικών, ομάδων συμφερόντων και μετόχων για τη συμμετοχή των γυναικών στα Δ.Σ. Παρότι η έρευνά τους δεν απέδειξε κάποιο στατιστικό συμπέρασμα, ωστόσο, κατάφερε να εντοπίσει τις επιδράσεις των γυναικών στα Δ.Σ., μέσω μιας ποικιλίας διαδικασιών, που συμβάλουν στην αποτελεσματική ΕΔ. Ειδικότερα, όπως υποστήριξαν, οι επιδράσεις αυτές υφίστανται τόσο σε ατομικό επίπεδο, όσο και σε επίπεδο Δ.Σ., εταιρείας και κλάδου.
Nielsen και Huse (2010)	Σε ένα δείγμα 201 εισηγμένων Νορβηγικών εταιρειών, κατά το έτος 2003, διαπιστώθηκε ότι η συμμετοχή των γυναικών στα Δ.Σ. βελτιώνει την ΕΔ, δεδομένου ότι: i) συσχετίζεται θετικά με τον στρατηγικό έλεγχο του Δ.Σ., ii) ενισχύει την αποτελεσματικότητά του και iii) διασφαλίζει μια υψηλή ποιότητα ανάπτυξης.
Lückerath-Rovers (2011)	Σε ένα δείγμα 99 εισηγμένων Ολλανδικών εταιρειών, για την περίοδο 2005 – 2007, αποδείχθηκε ότι οι αποδόσεις των εταιρειών, που στα Δ.Σ. τους συμμετείχαν γυναίκες, ξεπέρασαν αυτές των εταιρειών που αποτελούνταν αποκλειστικά από άντρες.

Πηγή: Συγγραφέας

Μια τρίτη σημαντική παράμετρος του Δ.Σ. είναι το μέγεθός του, το οποίο θα πρέπει να του επιτρέπει να ασκεί ικανοποιητικά τα καθήκοντά του, αποτρέποντας την εμφάνιση προβλημάτων έλλειψης συντονισμού μεταξύ των μελών (όταν είναι αρκετά μεγάλος ο αριθμός των μελών του) ή ανεπάρκειας ανταλλαγής ιδεών (όταν είναι πολύ μικρός). Έτσι, σύμφωνα με τις βέλτιστες πρακτικές της ΕΔ, η στελέχωση του Δ.Σ. θα πρέπει να γίνεται από τέτοιον αριθμό μελών, που να του επιτρέπουν να κινείται ευέλικτα. Οι περισσότεροι κώδικες, διεθνώς¹³⁹, προτείνουν τη σύνθεσή του από 5 έως 13 μέλη, προκειμένου να αυξάνεται η αποτελεσματικότητά του, χωρίς ωστόσο να απουσιάζουν και οι διαφοροποιήσεις σε αυτόν τον «ιδανικό» αριθμό. Ενδεικτικά, το

¹³⁹ Οι βέλτιστες αυτές πρακτικές έχουν ενσωματωθεί στους διάφορους κώδικες ΕΔ, έπειτα από εμπειριστατομένη έρευνα των σχετικών εμπειρικών εργασιών. Βέβαια, η μικρή διαφοροποίηση, ως προς τον αριθμό (στους εθνικούς κώδικες ΕΔ), υφίσταται ως διαδικασία, λόγω της ιδιάζουσας περίπτωσης κάθε συστήματος.

συμβούλιο θεσμικών επενδυτών¹⁴⁰ των Η.Π.Α. (2001) προτείνει το μέγεθος του Δ.Σ. να είναι μεταξύ 5 – 15 μελών, ενώ ο κώδικας του ΣΕΒ (2011) προτείνει έναν αριθμό μεταξύ 7 – 15 μελών. Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι αρκετές εμπειρικές μελέτες έχουν εστιάσει στις αρνητικές επιπτώσεις που θα μπορούσε να έχει ένα σχετικά μεγάλο μέγεθος Δ.Σ. και οι οποίες αποτυπώνονται συνοπτικά στον ακόλουθο πίνακα (Πίνακας 4.4).

¹⁴⁰ Για περισσότερα, βλ. www.cii.org

Πίνακας 4.4: Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών όσον αφορά τη σχέση μεταξύ της απόδοσης της εταιρείας και του μεγέθους του Δ.Σ.

Μελέτη (Χρονολογική σειρά)	Αποτελέσματα
Lipton και Lorsch (1992)	Όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος του Δ.Σ. τόσο περισσότερο αμφισβητείται η ικανότητά του να ελέγχει την εκτελεστική διοίκηση, με αποτέλεσμα να προτείνεται ως ιδανικό μέγεθος του Δ.Σ. αυτό που απαρτίζεται από 8-9 μέλη.
Jensen (1993)	Τα μικρά (σε μέγεθος) Δ.Σ. μπορούν να βελτιώσουν την απόδοση της εταιρείας. Ειδικότερα, όπως αναφέρει ο συγγραφέας, το ιδανικό μέγεθος αποτελείται από 7-8 μέλη, ενώ ιδιαίτερη μνεία γίνεται στο ενδεχόμενο όπου ο αριθμός είναι μεγαλύτερος, δεδομένου ότι θεωρείται αδύνατο να λειτουργεί αποτελεσματικά, καθώς ο διευθύνων σύμβουλος μπορεί να ελέγχει και να ασκεί επίδραση πάνω στα μέλη.
Yermack (1996)	Σε ένα δείγμα 452 μεγάλων Αμερικάνικων εισηγμένων εταιρειών, κατά τη χρονική περίοδο μεταξύ 1984-1991, διαπιστώθηκε αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους του Δ.Σ. και της αξίας της εταιρείας.
Conyon και Peck (1998a)	Σε ένα δείγμα επιχειρήσεων Ευρωπαϊκών χωρών, όπως της Αγγλίας, της Γαλλίας, της Ολλανδίας, της Δανίας και της Ιταλίας, κατά τη χρονική περίοδο μεταξύ 1990-1995, διαπιστώθηκε αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους του Δ.Σ. και της απόδοσης των εταιρειών.
Eisenberg, Sundgren και Wells (1998)	Σε ένα δείγμα 879 μικρών και μεσαίων Φινλανδικών επιχειρήσεων, κατά τη χρονική περίοδο μεταξύ 1992-1994, παρατηρήθηκε αρνητική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του Δ.Σ. και της αποδοτικότητας των εταιρειών.
Lehn, Patro και Zhao (2004)	Σε ένα δείγμα 81 Αμερικάνικων εισηγμένων εταιρειών, κατά τη χρονική περίοδο μεταξύ 1935-2000, διαπιστώθηκε ότι δεν υπάρχει ισχυρή σύνδεση μεταξύ της απόδοσης της εταιρείας και του μεγέθους του Δ.Σ.
De Andres, Azofra και Lopez (2005)	Σε ένα δείγμα 450 μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων, μεταξύ 10 χωρών της Δυτικής Ευρώπης και της Βόρειας Αμερικής, διαπιστώθηκε αρνητική σχέση μεταξύ της αξίας της εταιρείας και του μεγέθους του Δ.Σ.
Mak και Kusnadi (2005)	Σε ένα δείγμα 460 εισηγμένων εταιρειών της Μαλαισίας και της Σιγκαπούρης, διαπιστώθηκε αντίστροφη σχέση μεταξύ του μεγέθους του Δ.Σ. και της αξίας των εταιρειών.
Coles, Daniel και Naveen (2008)	Διαπιστώθηκε ότι η σχέση μεταξύ της εταιρικής αξίας και του μεγέθους του Δ.Σ. έχει σχήμα U και πιο συγκεκριμένα, ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ των δύο αυτών στοιχείων στις πολύπλοκες επιχειρήσεις, ενώ αρνητική αντίστοιχη σχέση στις μη πολύπλοκες (λόγω του αριθμού των ανεξάρτητων μελών του Δ.Σ.).
Uchida (2011)	Σε ένα δείγμα εισηγμένων εταιρειών, από το χρηματιστήριο του Τόκιο, κατά τη χρονική περίοδο μεταξύ 2002-2004, διαπιστώθηκε ότι οι μειώσεις του αριθμού των μελών του Δ.Σ. δε συνεπάγονται απαραίτητα και αύξηση της αξίας των μετόχων.

Πηγή: Συγγραφέας

Εντούτοις, όμως, αυτό που επισημαίνεται, από όλους, είναι τα ιδιαίτερα προσόντα που θα πρέπει να έχουν τα μέλη του Δ.Σ., όπως για παράδειγμα αναφέρει το CalPERS (1999)¹⁴¹ (ένα από τα μεγαλύτερα συνταξιοδοτικά ταμεία των Η.Π.Α.), ότι τα μέλη του θα πρέπει να έχουν διοικητική και επιχειρηματική εμπειρία, γνώσεις λογιστικής και χρηματοοικονομικής, ηγετικές ή στρατηγικές ικανότητες και κατάλληλη εμπειρία, προκειμένου να ανταποκρίνονται άμεσα σε περιόδους κρίσεων.

¹⁴¹ Βλ. www.calpers.ca.gov

Αντίστοιχα, το TIAA – CREF (2000)¹⁴² αναφέρει ότι το Δ.Σ. θα πρέπει να αποτελείται από άτομα υψηλών προσόντων, τα οποία να ενσωματώνουν σημαντικές εμπειρίες και πλεονεκτήματα, που αντικατοπτρίζονται στην ηλικία, το φύλο και την εθνικότητα, ενώ ιδιαίτερη προσοχή θα πρέπει να δίνεται, όχι τόσο στον αριθμό των μη εκτελεστικών μελών, αλλά στον αριθμό των ανεξάρτητων μελών.

Μια τέταρτη σημαντική παράμετρο, που σχετίζεται με τη σύνθεση και την οργάνωση του Δ.Σ., αποτελεί ο διαχωρισμός των ρόλων του ανώτατου εκτελεστικού διευθυντή (CEO) από τον πρόεδρο του Δ.Σ. Ειδικότερα, συστήνεται ως μία μέθοδος διασφάλισης της απαραίτητης ισορροπίας και αύξησης της αξιοπιστίας του Δ.Σ. (Ο.Ο.Σ.Α., 1999· Ξανθάκης, Τσιπούρη και Σπανός, 2003: 41). Δηλαδή, η λειτουργία του Δ.Σ., προφανώς αποδυναμώνεται, όταν το ίδιο πρόσωπο, παράλληλα, ασκεί και τα καθήκοντα του διευθύνοντος συμβούλου της επιχείρησης. Οι Fama και Jensen (1983) υποστηρίζουν ότι ο μη διαχωρισμός των θέσεων του προέδρου και του διευθύνοντα συμβούλου προκαλεί απουσία διάκρισης μεταξύ διαχείρισης αποφάσεων και διαχείρισης ελέγχου. Αντίστοιχα, ο Jensen (1993) υποστηρίζει ότι ο διαχωρισμός των ρόλων του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου είναι προς το συμφέρον της επιχείρησης. Συμπεραίνεται, δηλαδή, ότι το σύστημα ηγεσίας λήψης των αποφάσεων ελέγχου Δ.Σ. δε θα πρέπει να ελέγχεται από το σύστημα ηγεσίας λήψης των εκτελεστικών αποφάσεων. Και πράγματι, υπάρχει μία σειρά αιτιών, ώστε μία επιχείρηση να επιλέξει μία δομή διαχωρισμού της θέσης του προέδρου και του διευθύνοντα συμβούλου. Δεδομένου ότι ο πρόεδρος έχει την κύρια ευθύνη για τον καθορισμό της ημερήσιας διάταξης του Δ.Σ., τη σύγκληση γενικών συνελεύσεων και την παρακολούθηση των υπο-επιτροπών του Δ.Σ., η διάθεση αυτών των δυνατοτήτων στα χέρια του διευθύνοντα συμβούλου μπορεί να διακυβεύσει την ικανότητα του Δ.Σ. να παρακολουθεί τα ανώτατα διοικητικά στελέχη (Sundaramurthy, Mahoney and Mahoney, 1997: 233). Επιπλέον, αυτό ενισχύεται και από το γεγονός ότι είναι κοινή πρακτική στην Ευρώπη να γίνεται διαχωρισμός μεταξύ των δύο αυτών θέσεων, καθώς μόνο ένα 10% των εισηγμένων εταιρειών, στο Η.Β., τις συνδυάζουν σε ένα πρόσωπο (Coles, McWilliams and Sen, 2001· Higgs, 2003· Kang and Zardkoohi, 2005).

Ωστόσο, πρέπει να επισημανθεί ότι η διεθνής κοινότητα δεν έχει αποφανθεί ακόμη εάν ο διαχωρισμός των θέσεων, μεταξύ του διευθύνοντα συμβούλου και του

¹⁴² Βλ. www.tiaa-cref.org

προέδρου του Δ.Σ., συνδέεται με τη χρηματοοικονομική απόδοση της εταιρείας (Dalton, et al., 1998)· αν και οι περισσότερες έρευνες συστήνουν το διαχωρισμό, διότι ενισχύεται η ανεξαρτησία του Δ.Σ. Ωστόσο, υπάρχει μία ομάδα ερευνητών που υποστηρίζει ότι η δυαρχία προκαλεί αρνητικές επιδράσεις στη χρηματοοικονομική απόδοση των εταιρειών (Alchian and Demsetz, 1972: 782· Levy, 1981· Dayton, 1984), τη στιγμή που κάποιοι άλλοι υποστηρίζουν ότι η χρηματοοικονομική απόδοση των εταιρειών μπορεί να βελτιωθεί, όταν ένα πρόσωπο ενεργεί και ως πρόεδρος του Δ.Σ., αλλά και ως διευθύνοντας σύμβουλος (Anderson and Anthony, 1986· Donaldson and Davis, 1991· Davis, Schoorman and Donaldson, 1997). Εντούτοις, όμως, δεν απουσιάζουν κι αυτοί που θεωρούν πως η βέλτιστη ηγετική δομή δεν υφίσταται, καθώς τόσο η δυαρχία όσο και ο διαχωρισμός των θέσεων έχουν κόστη και οφέλη (Brickley, Coles and Jarrell, 1997).

Πίνακας 4.5: Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών περί διαχωρισμού θέσης προέδρου και διευθύνοντος συμβούλου

Μελέτες (Χρονολογική σειρά)	Αποτελέσματα
Alchian και Demsetz (1972: 782), Levy (1981), Dayton (1984)	Η δυαρχία (δηλαδή ο πρόεδρος του Δ.Σ. να είναι ταυτόχρονα και διευθύνων σύμβουλος) προκαλεί αρνητικές επιδράσεις στη χρηματοοικονομική απόδοση των εταιρειών.
Anderson και Anthony (1986), Donaldson και Davis (1991), Davis, Schoorman και Donaldson (1997)	Η χρηματοοικονομική απόδοση των εταιρειών μπορεί να βελτιωθεί, όταν ένα πρόσωπο ενεργεί παράλληλα ως πρόεδρος και διευθύνων σύμβουλος του Δ.Σ.
Rechner και Dalton (1989, 1991)	Σε ένα δείγμα 141 εισηγμένων εταιρειών, του δείκτη Fortune 500, κατά τη χρονική περίοδο μεταξύ 1978-1983, διαπιστώθηκε ότι εταιρείες με διαχωρισμένη δομή ηγεσίας (στις θέσεις του προέδρου και του CEO) δεν ξεπερνούν, σε απόδοση, τις εταιρείες που ακολουθούν τη μορφή της δυαρχίας (σε αντίθετα αποτελέσματα οδήγησε η εργασία τους το 1991).
Balica, Moyer και Rao (1996)	Σε ένα δείγμα εισηγμένων εταιρειών, στο δείκτη Fortune 500, κατά τη χρονική περίοδο μεταξύ 1980-1991, διαπιστώθηκε ότι η δυαρχία δεν έχει καμία ουσιαστική επίδραση στη χρηματοοικονομική απόδοση των εταιρειών.
Brickley, Coles και Jarrell (1997)	Σε ένα δείγμα 264 εισηγμένων εταιρειών, κατά τη χρονική περίοδο μεταξύ 1984-1991, διαπιστώθηκε ότι ο διαχωρισμός CEO-προέδρου έχει τόσο οφέλη όσο και κόστη και σε αντίθεση με τις περισσότερες εμπειρικές μελέτες, τα στοιχεία δείχνουν ότι το κόστος του διαχωρισμού είναι μεγαλύτερο από το όφελος, για τις περισσότερες μεγάλες επιχειρήσεις.
Coles και Hesterly (2000)	Όταν οι θέσεις του προέδρου του Δ.Σ. και του διευθύνοντος συμβούλου κατέχονται από το ίδιο πρόσωπο, προκαλούνται αμφιβολίες ως προς τη δυνατότητα του Δ.Σ. να ελέγξει αποτελεσματικά το πρόσωπο αυτό.
Basset, Koh και Tutticci (2007)	Σε ένα δείγμα 283 Αυστραλιανών εισηγμένων εταιρειών (δείκτης 500 ASX), κατά το έτος 2003, διαπιστώθηκε ότι η δυαρχία συνδέεται με χαμηλότερα επίπεδα υποχρεωτικής δημοσιοποίησης πληροφοριών.
Elsayed (2007)	Σε ένα δείγμα 92 Αιγυπτιακών εισηγμένων εταιρειών, κατά τη χρονική περίοδο μεταξύ 2000-2002, διαπιστώθηκε ότι η δυαρχία δεν έχει καμία επίδραση στη χρηματοοικονομική απόδοση των εταιρειών.
Lam και Lee (2008)	Σε ένα δείγμα 128 εισηγμένων, στο χρηματιστήριο του Χονγκ Κόνγκ, εταιρειών, κατά το έτος 2003, διαπιστώθηκε ότι η δυαρχία είναι καλή στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις, ενώ αντίθετα η μη ύπαρξη δυαδικότητας είναι καλή στις οικογενειακές επιχειρήσεις.
Tuggle, et al. (2010)	Σε ένα δείγμα 178 εισηγμένων εταιρειών, κατά τη χρονική περίοδο μεταξύ 1994-2000, διαπιστώθηκε ότι η δυαρχία επηρεάζει αλληλεπιδραστικά την προσοχή των μελών του Δ.Σ., με αποτέλεσμα να μην προασπίζονται κατάλληλα τα συμφέροντα των μετόχων.
Bliss (2011)	Σε ένα δείγμα 799 Αυστραλιανών εισηγμένων εταιρειών, κατά το έτος 2003, διαπιστώθηκε ότι η δυαρχία περιορίζει την ανεξαρτησία του Δ.Σ.

Πηγή: Συγγραφέας

Παρατηρούμε, επομένως, ότι υπάρχουν αρκετοί εσωτερικοί μηχανισμοί, που αυξάνουν την αποτελεσματικότητα ενός Δ.Σ., με σημαντικότερους:

- Το μέγεθός του και τη συμμετοχή μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών σε αυτό,

- Τον διαχωρισμό της θέσης του διευθύνοντος συμβούλου από αυτήν του προέδρου,
- Τη λειτουργία ειδικών επιτροπών,
- Την εφαρμογή διαδικασιών αξιολόγησης, τόσο του ιδίου όσο και των μελών του,
- Τη συχνότητα συνεδριάσεώς του,
- Την αμοιβή των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών του και
- Τις χωριστές συνεδριάσεις των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών αυτού.

Κεντρική ιδέα, όλων των ανωτέρω μηχανισμών, είναι πως όσο ενισχύεται η ανεξαρτησία του Δ.Σ., έναντι των διευθυντικών στελεχών, τόσο θωρακίζεται το Δ.Σ. στην άσκηση του εποπτικού και ελεγκτικού του ρόλου, επί των διευθυντικών στελεχών της επιχείρησης.

4.3.1.1 Διάκριση εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ.

Αρκετές μελέτες και εθελοντικοί κώδικες της ΕΔ εστιάζουν στη διάκριση των μελών του Δ.Σ. σε κατηγορίες. Οι Fama και Jensen (1983), Baysinger και Butler (1985), Baysinger και Hoskinson (1990) και Baums (1992) ισχυρίζονται ότι η αποτελεσματικότητα ενός Δ.Σ. εξαρτάται από το ιδανικό μείγμα μεταξύ εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών. Αποτελεί, επομένως, μία καλή πρακτική επάνδρωσης του Δ.Σ. – πέραν των εκτελεστικών – με μη εκτελεστικά μέλη, στον βαθμό που αυτό είναι εφικτό, προκειμένου να διασφαλίζεται η αντικειμενικότητα και η ανεξαρτησία των αποφάσεών του.

Αντίστοιχα, ο ελληνικός νομοθέτης, με τον ν. 3016/2002 άρθρο 3, ορίζει το Δ.Σ. να αποτελείται από εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη, θεωρώντας ως εκτελεστικά μέλη «αυτά που ασχολούνται με τα καθημερινά θέματα διοίκησης της εταιρείας» και ως μη εκτελεστικά αυτά που είναι «επιφορτισμένα με την προαγωγή όλων των εταιρικών ζητημάτων». Περαιτέρω, προσδιορίζεται ότι «ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. δεν μπορεί να είναι μικρότερος του 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών», ενώ σε περίπτωση που προκύψει κλάσμα, αυτό «στρογγυλοποιείται στον επόμενο ακέραιο αριθμό». Επιπλέον, επιβάλλει την ύπαρξη δύο, τουλάχιστον, ανεξάρτητων μελών, χωρίς, ωστόσο, αυτό να είναι υποχρεωτικό

«όταν στο Δ.Σ. ορίζονται ρητά και συμμετέχουν, ως μέλη, εκπρόσωποι της μειοψηφίας».

Παρατηρείται, επομένως, η υιοθέτηση – και από την Ελλάδα – της διεθνούς πρακτικής που επιβάλλει τη διάκριση των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών μελών, καθώς η διάρθρωση του Δ.Σ. (ως εσωτερική δομή της ΕΔ) επηρεάζει και την αποτελεσματικότητά του.

4.3.1.1.1 Εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου (διευθυντικά στελέχη)

Όπως έχουμε ήδη αναφέρει, βάσει του ν. 3016/2002 άρθρο 3 παράγ. 1, «εκτελεστικά μέλη θεωρούνται αυτά που ασχολούνται με τα καθημερινά θέματα διοίκησης της εταιρείας». Είναι, επομένως, τα άτομα εκείνα που ασκούν τη διοίκηση και τη διαχείριση των πόρων της εταιρείας, ενώ μαζί με τον διευθύνοντα σύμβουλο αποτελούν το σημαντικότερο πρόσωπο στη λειτουργία της.

Από τα ανωτέρω συνάγεται το συμπέρασμα ότι τα εκτελεστικά μέλη έχουν καλύτερη πληροφόρηση, στα καθημερινά θέματα της εταιρείας, απ' ό,τι τα μη εκτελεστικά και αυτό διότι η καθημερινή τους ενασχόληση με τα ζητήματα αυτά τους προσδίδει συγκριτικό πλεονέκτημα. Αξίζει, δε, να σημειωθεί ότι η πλήρης αφοσίωση με τα καθημερινά τους καθήκοντα είναι πιθανό να οδηγήσει στη μη λήψη αντικειμενικών αποφάσεων, που απαιτείται μέσα στα πλαίσια συμμετοχής τους στο Δ.Σ.

Επομένως, η πλήρης αντιστάθμιση των ενδεχόμενων κινδύνων, από τις πιθανές μη ορθολογικές αποφάσεις των εκτελεστικών μελών, πρέπει να γίνεται από τα μη εκτελεστικά μέλη. Ως εκ τούτου, τα μη εκτελεστικά μέλη θα εκφράζουν την πραγματική τους άποψη, για όσα θέματα άπτονται των αρμοδιοτήτων τους· ακόμη και εάν έρχονται σε αντίθεση με τη γνώμη των υπόλοιπων μελών του Δ.Σ.

Άξιο αναφοράς, στο σημείο αυτό, αποτελεί το γεγονός ότι τα εκτελεστικά μέλη αμείβονται ξεχωριστά για τις υπηρεσίες που προσφέρουν στην εταιρεία και ξεχωριστά για τη συμμετοχή τους, ως μέλη, στις συνεδριάσεις του Δ.Σ. Η δε αμοιβή τους, σύμφωνα με τις βέλτιστες πρακτικές ΕΔ, θα πρέπει να συνδέεται με την εν γένει απόδοση της εταιρείας¹⁴³ και σε κάθε περίπτωση να ευθυγραμμίζει τα συμφέροντα

¹⁴³ Παροχές που συνδέονται με την επίτευξη μακροπρόθεσμων οικονομικών ή και χρηματιστηριακών στόχων, παροχές σε μετοχές της εταιρείας, παροχές σε δικαιώματα προαίρεσης επί των μετοχών (stock

των διευθυντικών στελεχών με αυτά των μετόχων της επιχείρησης. Η άποψη αυτή ενισχύεται και από τις μελέτες των Amihud και Lev (1981) και Saunders, Strock και Travlos (1990) που απέδειξαν ότι τα διευθυντικά στελέχη, εν αντιθέσει των μετόχων, προτιμούν να έχουν χαμηλό ρίσκο. Το ίδιο υποστηρίζουν και οι Brickley, Bhagat και Lease (1985), οι οποίοι διαπίστωσαν αύξηση της τιμής της μετοχής όσων εταιρειών ανακοίνωσαν τη θέσπιση διευθυντικών παροχών, που συνδέονταν με την επίτευξη μακροπρόθεσμων εταιρικών χρηματοοικονομικών στόχων· και οι μελέτες των Coughlan και Schmidt (1985) και Murphy (1999) που παρατήρησαν θετική συσχέτιση μεταξύ της εταιρικής αξίας και της αύξησης των αμοιβών των διευθυντικών στελεχών (Τραυλός, 2005).

Γίνεται, επομένως, άμεσα αντιληπτή η σπουδαιότητα του ρόλου των εκτελεστικών μελών, για την επίτευξη του εταιρικού σκοπού, ήτοι τη μεγιστοποίηση της εταιρικής αξίας. Ως εκ τούτου, συνάγεται ότι ο σχεδιασμός ενός κατάλληλου συστήματος ΕΔ είναι πρωτίστης σημασίας, για τον εναρμονισμό της δράσης των διευθυντικών στελεχών με τους στόχους των μετόχων.

4.3.1.1.2 Μη εκτελεστικά – ανεξάρτητα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου

Η πληθώρα των εταιρικών σκανδάλων, που βρέθηκαν στο προσκήνιο τα τελευταία χρόνια, ανέδειξε την αναγκαιότητα της ύπαρξης μη εκτελεστικών μελών (και ιδιαίτερα ανεξάρτητων) στη σύνθεση του Δ.Σ.

Και πράγματι, η σπουδαιότητα του ρόλου των μελών αυτών στη λειτουργία του Δ.Σ. έγκειται τόσο στην κάλυψη του κενού μεταξύ των απληροφόρητων μετόχων και των πλήρως πληροφορημένων εκτελεστικών μελών, όσο και στη στενή εποπτεία των τελευταίων. Στον αντίποδα, τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη, ενώ είναι κι αυτά επιφορτισμένα με την προαγωγή του συνόλου των εταιρικών ζητημάτων, ωστόσο δεν έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή με συνδεδεμένα μέρη, γεγονός που ενισχύει την ανεξαρτησία και την αντικειμενικότητα της γνώμης τους. Συνεπώς, τα μέλη αυτά λειτουργούν επικουρικά και ελεγκτικά στο έργο των εκτελεστικών. Επικουρικά

options). Οι παροχές δικαιωμάτων προαίρεσης παρέχουν στον κάτοχό τους τη δυνατότητα να αγοράσει, εφόσον το επιθυμεί, σε κάποια μελλοντική περίοδο (περίοδο εξάσκησης), μια μετοχή της εταιρείας του, σε κάποια συγκεκριμένη τιμή (τιμή εξάσκησης). Τέτοιες παροχές δίνουν κίνητρα στα ανώτατα διευθυντικά στελέχη να βελτιώσουν την επίδοση της εταιρείας, με τελικό σκοπό την αύξηση της χρηματιστηριακής της αξίας, εναρμονίζουν τα αντιτιθέμενα συμφέροντα μεταξύ διοίκησης και ιδιοκτησίας, δίνουν σημαντικά φορολογικά πλεονεκτήματα και ελαχιστοποιούν τις αντιδράσεις του επενδυτικού κοινού.

επειδή διατυπώνουν απόψεις προς το συμφέρον της εταιρείας και ελεγκτικά επειδή εποπτεύουν τα εκτελεστικά (μέλη), κατά τη διαχείριση των καθημερινών υποθέσεων της εταιρείας.

Για τον λόγο αυτό, αρκετοί κώδικες ΕΔ¹⁴⁴ και εμπειρικές, κυρίως, μελέτες προτείνουν, ως αποτελεσματική πολιτική, τη σύσταση του Δ.Σ. από μη εκτελεστικά μέλη, συμπεριλαμβάνοντας μεταξύ τους ένα σημαντικό αριθμό ανεξάρτητων μελών (ακολουθεί ο Πίνακας 4.6 στο τέλος της ενότητας με ενδεικτικές εμπειρικές μελέτες). Παράλληλα, η αποτελεσματικότητα της πολιτικής αυτής συνάγεται και από την ανταμοιβή των εταιρειών, που διορίζουν μη εκτελεστικά μέλη στα Δ.Σ. τους, όπως αποτυπώνεται και στη σύγχρονη βιβλιογραφία. Η αναγκαιότητα, δε, της ύπαρξης των μελών αυτών στο Δ.Σ. μιας επιχείρησης έγκειται στην αδυναμία των μετόχων να εποπτεύσουν, από κοντά, τη στρατηγική και την απόδοση της εταιρείας. Συγκεκριμένα, όπως διαπιστώνεται από τις έρευνες των Weisbach (1988), Byrd και Hickman (1992), Brickley, Coles, και Terry (1994), τα ανεξάρτητα μέλη θεωρούνται περισσότερο ικανά, όσον αφορά τον έλεγχο των αποφάσεων της εκτελεστικής διοίκησης, ενώ βάσει των Klein (2002), και Agrawal και Chadha (2004) οι εταιρείες με περισσότερα ανεξάρτητα Δ.Σ. έχουν μικρότερη πιθανότητα να εμφανίσουν προβλήματα λογιστικής ή ελεγκτικής φύσεως. Τέλος, για τον ίδιο λόγο, οι Fama (1980) και Fama και Jensen (1983) καταλήγουν ότι τα ανεξάρτητα μέλη έχουν περισσότερα κίνητρα να παρακολουθούν αποτελεσματικά την εκτελεστική διοίκηση της εταιρείας, καθώς ενδιαφέρονται να προστατεύσουν τη φήμη τους· ως αποτελεσματικοί και ανεξάρτητοι σύμβουλοι (Ξανθάκης, Τσιπούρη και Σπανός, 2003: 37).

Αντίστοιχα, οι έρευνες των Rosenstein και Wyatt (1990) και Core, Holthausen και Larcker (1999) επέδειξαν ότι υπάρχει θετική σύνδεση μεταξύ του αριθμού των ανεξάρτητων μελών και της χρηματοοικονομικής απόδοσης της εταιρείας, παρότι οι έρευνες των MacAvoy, et al. (1983), Hermalin και Weisbach (1991), Klein (1998), και Bhaghat και Black (2002) απέδειξαν ότι υπάρχει μη στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ του αριθμού των ανεξάρτητων μελών και της χρηματοοικονομικής απόδοσης· ή ακόμα και αρνητική (Agrawal and Knoeber, 1996).

¹⁴⁴ Ενδεικτικά, βλ. Cadbury Report (1992): το Δ.Σ. να απαρτίζεται κατ' ελάχιστον από 3 μη εκτελεστικά μέλη, Council of Institutional Investors (2002): το Δ.Σ. να αποτελείται, τουλάχιστον κατά τα 2/3, από ανεξάρτητα μέλη, NYSE: το Δ.Σ. να απαρτίζεται, κατά πλειοψηφία, από ανεξάρτητα μέλη, Greenbury Report (1995), Hampel Report (1998), Combined Code (2010), TIAA – CREF (2007), Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης ΣΕΒ (2011).

Κλείνοντας, αξίζει να αναφερθεί ότι σημαντικός περιορισμός για τις αμοιβές των μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών είναι να μη συνδέονται με την κερδοφορία της επιχείρησης (π.χ. δικαιώματα προαίρεσης), αλλά να είναι ανάλογες με τον χρόνο που διαθέτουν για τις συνεδριάσεις και την εκπλήρωση των καθηκόντων τους, ενώ σε καμία περίπτωση τα μέλη αυτά δεν θα πρέπει να διατηρούν επιχειρηματική ή άλλη επαγγελματική δραστηριότητα, άμεσα ή έμμεσα, με την εταιρεία (ν. 3016/2002 άρθρο 5). Επιπλέον, για λόγους διαφάνειας, το σύνολο των αμοιβών τους θα πρέπει να αναφέρεται ξεχωριστά, αναλυτικά και αιτιολογημένα στο προσάρτημα των ετήσιων καταστάσεων της εταιρείας και παρότι ο ν. 3016/2002 αποφεύγει να κάνει μνεία στη δημοσιοποίηση των αποδοχών των στελεχών, ο κώδικας του ΣΕΒ (2011) προτείνει την κατάρτιση ετήσιας έκθεσης αμοιβών, που θα περιλαμβάνεται στη δήλωση ΕΔ¹⁴⁵. Τέλος, αλλά εξίσου σημαντικό, είναι και το θέμα της θητείας τους, η οποία – βάσει των βέλτιστων πρακτικών – δε θα πρέπει να επεκτείνεται με διαρκείς επανεκλογές, προκειμένου να διαφυλάσσεται η ανεξαρτησία τους.

¹⁴⁵ Στην οποία θα δημοσιοποιούνται τα συνολικά «πακέτα» αποζημίωσης, κάθε μέλους, καθώς και λεπτομέρειες για την αναλογία κυμαινόμενων και σταθερών αμοιβών.

Πίνακας 4.6: Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών σχετικά με τη σύνθεση του Δ.Σ.

Μελέτες (Χρονολογική σειρά)	Αποτελέσματα
MacAvoy, et al. (1983), Bhagat και Black (2002), Hermalin και Weisbach (1991), Klein (1998)	Διαπιστώνεται μια ουδέτερη σχέση μεταξύ του ποσοστού συμμετοχής ανεξάρτητων μελών στο Δ.Σ. και της χρηματοοικονομικής απόδοσης των εταιρειών.
Weisbach (1988)	Σε ένα δείγμα 367 εισηγμένων εταιρειών, στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, κατά τη χρονική περίοδο μεταξύ 1977-1980, διαπιστώθηκε ότι τα Δ.Σ. που απαρτίζονται από περισσότερα ανεξάρτητα μέλη τείνουν να αυξάνουν την αξία της επιχείρησης, μέσω των αλλαγών των CEO.
Rosenstein και Wyatt (1990) και Core, Holthausen και Larcker (1999)	Διαπιστώνεται μια θετική σύνδεση μεταξύ των ανεξάρτητων μελών του Δ.Σ. και της χρηματιστηριακής τιμής των εταιρειών.
Hermalin και Weisbach (1991)	Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 142 εισηγμένων εταιρειών, στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, κατά τη χρονική περίοδο μεταξύ 1971-1983, διαπιστώθηκε ότι τα εκτελεστικά μέλη είναι πιο πιθανόν να απομακρυνθούν από το Δ.Σ. και τα ανεξάρτητα μέλη να ενταχθούν σε αυτό, μετά από μία περίοδο αρνητικών αποτελεσμάτων στην εταιρεία.
Brickley, Coles και Terry (1994)	Σε ένα δείγμα 247 εισηγμένων εταιρειών, στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, κατά τη χρονική περίοδο μεταξύ 1984-1986, αποδείχθηκε ότι: i) η μέση αντίδραση της αγοράς σε ανακοινώσεις υιοθέτησης αμυντικών μέτρων, ενάντια των επιθετικών εξαγορών (poison pills), είναι θετική, όταν τα Δ.Σ. αποτελούνται, κατά πλειοψηφία, από ανεξάρτητα μέλη και αρνητική, όταν συμβαίνει το αντίθετο και ii) η παρουσία περισσότερων ανεξάρτητων μελών στο Δ.Σ. συμβάλει στην καλύτερη αντιπροσώπευση των συμφερόντων των μετόχων (δίχως, όμως, να λαμβάνεται υπόψη το κόστος).
Agrawal και Knoeber (1996)	Διαπιστώνεται μια αρνητική σύνδεση μεταξύ της συμμετοχής ανεξάρτητων μελών στο Δ.Σ. και της χρηματοοικονομικής απόδοσης των εταιρειών.
Borokhovich, Parrino και Trapani (1996)	Σε ένα δείγμα 969 εταιρικών ανακοινώσεων – αντικαταστάσεων διευθυνόντων συμβούλων, σε 588 εισηγμένες εταιρείες, κατά τη χρονική περίοδο μεταξύ 1970-1988, διαπιστώθηκε ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του ποσοστού των ανεξάρτητων μελών του Δ.Σ. και των αντικαταστάσεων των ανεπαρκών διευθυνόντων συμβούλων.
Dechow, Sloan και Sweeney (1996)	Σε ένα δείγμα 92 Αμερικάνικων εισηγμένων εταιρειών, κατά τη χρονική περίοδο μεταξύ 1982-1992, αποδείχθηκε ότι οι εταιρείες χειραγωγούν τα κέρδη τους, όταν: i) το Δ.Σ. απαρτίζεται από περισσότερα εκτελεστικά μέλη, ii) ο διευθύνων σύμβουλος είναι ταυτόχρονα και πρόεδρος του Δ.Σ., iii) ο διευθύνων σύμβουλος είναι ταυτόχρονα και ιδρυτής της εταιρείας, iv) δεν υπάρχει επιτροπή ελέγχου και v) δεν υφίσταται εξωτερικός μεγαλομέτοχος.
Mak και Li (2001)	Το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών του Δ.Σ. συνδέεται αρνητικά με τη διευθυντική ιδιοκτησία, καθώς επίσης και με το μέγεθος του Δ.Σ και την ιδιοκτησία της κυβέρνησης.
Klein (2002)	Λαμβάνοντας ως δείγμα τις εταιρείες του δείκτη S&P 500, για τη χρονική περίοδο 1991-1993, διαπιστώθηκε ότι οι εταιρείες με πιο ανεξάρτητα Δ.Σ. και επιτροπές ελέγχου έχουν μικρότερη πιθανότητα να εμφανίσουν προβλήματα λογιστικής ή ελεγκτικής φύσεως.
Agrawal και Chadha (2003)	Σε ένα δείγμα 159 αμερικάνικων εισηγμένων εταιρειών, κατά τη χρονική περίοδο μεταξύ 2000-2001, διαπιστώθηκε ότι η πιθανότητα εμφάνισης προβλημάτων λογιστικής φύσεως είναι χαμηλότερη στις εταιρείες που συμμετέχουν ανεξάρτητα μέλη στα Δ.Σ. ή στις επιτροπές ελέγχου (με χρηματοοικονομική εμπειρία).

Matolcsy, Stokes και Wright (2004)	Σε ένα δείγμα 306 εισηγμένων εταιρειών, στο χρηματιστήριο της Αυστραλίας, κατά το έτος 2001, συμπεραίνεται ότι τα ανεξάρτητα μέλη του Δ.Σ. δύναται να προσθέτουν αξία, μόνο όταν οι επιχειρήσεις έχουν επενδύσει σημαντικά ποσά σε επιλογές ανάπτυξης. Ειδικότερα, υπό αυτήν την προϋπόθεση, τα ανεξάρτητα μέλη του Δ.Σ. προσθέτουν σημαντική αξία: i) κατά το πρώτο έτος της θητείας τους και ii) εφόσον υπάρχουν τουλάχιστον τρία ανεξάρτητα μέλη στο Δ.Σ.
Setia-Atmaja, Haman και Tanewski (2011)	Σε ένα δείγμα 1214 εισηγμένων εταιρειών, στο χρηματιστήριο της Αυστραλίας, κατά τη χρονική περίοδο μεταξύ 2000-2004, συμπεραίνεται ότι η ύπαρξη μεγάλου ποσοστού ανεξάρτητων μελών στα Δ.Σ. περιορίζει τη χειραγώγηση των κερδών και ενισχύει τους μηχανισμούς παρακολούθησης.

Πηγή: Συγγραφέας

4.3.2 Εσωτερικός έλεγχος

Η έννοια του συστήματος εσωτερικού ελέγχου είναι ευρεία και συνδέεται στενά με την έννοια της ΕΔ (Φίλος, 2004: 5). Ειδικότερα, όπως αναφέρει ο Καζαντζής (2006: 247), ο εσωτερικός έλεγχος των επιχειρήσεων μπορεί να παρομοιαστεί με το «νευρικό σύστημα του ανθρώπου» και αυτό διότι η οργάνωση κατάλληλου συστήματος εσωτερικών δικλίδων και η σύσταση ειδικής υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου είναι σημαντικός μηχανισμός¹⁴⁶ για την πρόληψη έναντι οποιασδήποτε απάτης, αλλά και για την ικανοποίηση των στόχων της επιχείρησης (Καραμάνης, 2008: 129· Φίλος, 2004).

Ειδικότερα, ο έλληνας νομοθέτης έχει προβλέψει με το άρθρο 8 του ν. 3016/2002 τη σύσταση υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου, με σκοπό τη διενέργεια, για λογαριασμό της διοίκησης, εκ των υστέρων ελέγχων, επί της όλης διαχείρισης της επιχείρησης, αλλά και επί του συστήματος εσωτερικών δικλίδων (Καραμάνης, 2008: 129), ενώ δεν πρέπει να παραληφθεί ότι οι αρμοδιότητες των εσωτερικών ελεγκτών περιγράφονται στον ν. 3091/2002.

Όλα τα ανωτέρω αναδεικνύουν, με τον πιο έκδηλο τρόπο, τη σημαντική συμβολή του εσωτερικού ελέγχου στην κατάλληλη οργανωτική δομή μιας επιχείρησης, για τη διασφάλιση αποτελεσματικής και αποδοτικής λειτουργίας, καθώς και για την εμπέδωση κλίματος εμπιστοσύνης μεταξύ των μετόχων/επενδυτών και της διοίκησης της επιχείρησης. Ωστόσο, ο οξύτατος ανταγωνισμός μεταξύ των επιχειρήσεων για επιβίωση, τα μεγάλα εταιρικά σκάνδαλα που ήρθαν στο προσκήνιο τις τελευταίες δεκαετίες και η έντονη εξειδίκευση της εργασίας, ανέδειξαν τη σύσταση επιτροπής

¹⁴⁶ Ουσιαστικά, δηλαδή, ο έλεγχος, από μία ευρύτερη οπτική γωνία, μπορεί να θεωρηθεί ως ένας μηχανισμός ΕΔ (Καραμάνης, 2008: 127).

ελέγχου, ως πρώτιστης σημασίας, τόσο για την παρακολούθηση της διαδικασίας της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, όσο και για την επίβλεψη της αποτελεσματικής λειτουργίας του συστήματος εσωτερικού ελέγχου.

4.3.2.1 Επιτροπή ελέγχου (audit committee)

Η πλειονότητα των εταιρικών σκανδάλων¹⁴⁷, που ήρθαν στην επιφάνεια τα τελευταία χρόνια, ενίσχυσαν τον ρόλο του εσωτερικού ελέγχου και ανέδειξαν τη σημασία της επιτροπής ελέγχου¹⁴⁸, συγκεντρώνοντας το ενδιαφέρον, τόσο στην Ελλάδα όσο και παγκοσμίως. Κύριο μέλημα της επιτροπής είναι η εποπτεία του λογιστικού συστήματος της εταιρείας και των δημοσιοποιούμενων χρηματοοικονομικών καταστάσεων, καθώς επίσης και η διασφάλιση της σωστής λειτουργίας του συστήματος εσωτερικού ελέγχου, αποτελώντας, με τον τρόπο αυτό, τον συνδετικό κρίκο μεταξύ του τμήματος εσωτερικού ελέγχου, των εξωτερικών ελεγκτών και της διοίκησης.

Η σύσταση της επιτροπής ενισχύεται και νομοθετικά, μέσω του ν. 3693/2008 αρθ. 37 που προβλέπει:

1^{ov} Κάθε οντότητα δημοσίου ενδιαφέροντος να συστήνει και να διατηρεί επιτροπή ελέγχου, αποτελούμενη από δύο, τουλάχιστον, μη εκτελεστικά μέλη και ένα ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος του οργάνου διοίκησής της¹⁴⁹.

2^{ov} Την ενασχόληση της επιτροπής ελέγχου με θέματα παρακολούθησης: (i) της διαδικασίας της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, (ii) της αποτελεσματικής λειτουργίας του συστήματος εσωτερικού ελέγχου και του συστήματος διαχείρισης κινδύνων, (iii) της πορείας του υποχρεωτικού ελέγχου των ατομικών και ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων και (iv) των θεμάτων που σχετίζονται με την ύπαρξη και τη διατήρηση της αντικειμενικότητας και της ανεξαρτησίας του νόμιμου ελεγκτή ή του ελεγκτικού γραφείου.

¹⁴⁷ Λογιστικά σκάνδαλα, απάτες, συγκαλυμμένη κακοδιαχείριση, εσφαλμένες αποφάσεις κ.ά. συντέλεσαν στις εταιρικές και αιφνίδιες πτωχεύσεις μεγάλων επιχειρήσεων, όπως BCCI, PollyPeck, Maxwell, Communications, Enron, Parmalat, WordCom, κ.λπ.

¹⁴⁸ Διαπιστώνεται, δηλαδή, τόσο ύπαρξη συμπληρωματικότητας όσο και υποκατάστασης μεταξύ εσωτερικού ελέγχου και επιτροπής ελέγχου (Barua, Rama and Sharma, 2010).

¹⁴⁹ Όλα τα μέλη της επιτροπής ελέγχου ορίζονται από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων ή εταίρων, το δε ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος της επιτροπής ελέγχου πρέπει να έχει αποδεδειγμένη επαρκή γνώση σε θέματα λογιστικής και ελεγκτικής.

3^{ov} Την πρόταση του οργάνου διοίκησης της ελεγχόμενης οντότητας στη Γενική Συνέλευση, για τον ορισμό νόμιμου ελεγκτή ή ελεγκτικού γραφείου, κατόπιν συστάσεως της επιτροπής ελέγχου και

4^{ov} Την υποχρέωση του νόμιμου ελεγκτή ή του ελεγκτικού γραφείου αναφοράς στην επιτροπή ελέγχου θεμάτων, που σχετίζονται με την πορεία και τα αποτελέσματα του υποχρεωτικού ελέγχου, καθώς και της επίδοσης εκθέσεως, αναφορικά με τις αδυναμίες του συστήματος εσωτερικού ελέγχου και ιδίως των διαδικασιών που αφορούν τη χρηματοοικονομική πληροφόρηση και τη σύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων¹⁵⁰.

Καθίσταται, λοιπόν, σαφής η συμβολή της απρόσκοπτης λειτουργίας της επιτροπής ελέγχου στην εύρυθμη λειτουργία της επιχείρησης και για τον λόγο αυτό έχει απασχολήσει την ερευνητική κοινότητα, έντονα, η σύνθεση και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της, με απώτερο σκοπό την επίτευξη του βέλτιστου αποτελέσματος. Οι Menon και Williams (1994), Braiotta (1999), Bean (1999), Carcello και Neal (2000) και Bronson, et al. (2009), για παράδειγμα, ασχολούνται με την ανεξαρτησία των μελών της επιτροπής ελέγχου, τη συχνότητα συνεδρίασης, καθώς και την εξειδίκευση των γνώσεων και τις ευθύνες που αντιμετωπίζουν τα μέλη της. Συνάμα, οι Rittenberg και Nair (1993) και ο Ward (1997) εστιάζουν στη μακροχρόνια θητεία που θα πρέπει να έχουν τα μέλη της, εξαιτίας της παραδοχής «της συνεχίσεως της δραστηριότητας»¹⁵¹ της επιχειρήσεως, άρα και της καταρτίσεως των οικονομικών καταστάσεων. Ενώ οι Burke, Guy και Tatum (2001) και Graziano (2004) εστιάζουν στον απαιτούμενο αριθμό συνεδριάσεων, βασιζόμενοι τόσο στη δραστηριότητα όσο και στο μέγεθος της κάθε επιχείρησης.

Επιπλέον, δεν είναι λίγοι και οι κώδικες ΕΔ που ασχολούνται με το ζήτημα αυτό, καθώς, όπως ενδεικτικά θα μπορούσαμε να αναφέρουμε, ο κώδικας του Η.Β., Combined Code (2010)¹⁵², τονίζει τόσο τη σπουδαιότητα της ανεξαρτησίας των

¹⁵⁰ Εφημερίς της Κυβερνήσεως, αρ. φύλλου 174, ν. 3693/2008, Εναρμόνιση της ελληνικής νομοθεσίας, σύμφωνα με την Οδηγία 2006/43/ΕΚ, περί υποχρεωτικών ελέγχων των ετήσιων και 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, άρθρο 37.

¹⁵¹ Παραδοχή της συνεχίσεως της δραστηριότητας της επιχειρήσεως (Going Concern Assumption): Κατά την παραδοχή αυτή, οι οικονομικές καταστάσεις συντάσσονται κανονικά, με βάση την υπόθεση ότι η επιχείρηση θα συνεχίσει την επιχειρηματική της δραστηριότητα και ότι δεν αναμένεται ρευστοποίηση της επιχειρήσεως στο άμεσο μέλλον (βλ. Σακέλλης, 2003: 50).

¹⁵² Ο κώδικας που παρουσιάστηκε, για πρώτη φορά στο Η.Β., ήταν της επιτροπής Cadbury, το 1992 (Cadbury Committee, 1992). Ωστόσο, ο κώδικας αυτός παρουσιάστηκε, σε νεότερες εκδόσεις, από το Financial Reporting Council, με πιο πρόσφατο κώδικα τον Combined Code. Για περισσότερα, βλ.

μελών της επιτροπής ελέγχου (τα ορίζει σε τουλάχιστον τρία¹⁵³ ανεξάρτητα μη εκτελεστικά), όσο και τη χρηματοοικονομική εμπειρία τους, κάνοντας αναφορά στα ιδιαίτερα καθήκοντα που πρέπει να έχει.

Τέλος, μια σειρά αυστηρών ρυθμίσεων, για την προώθηση της ΕΔ, προβλέπεται και από το νομοθέτημα Sarbanes-Oxley Act (2002)¹⁵⁴ των Η.Π.Α., αναφορικά με τις εισηγμένες, στο αμερικάνικο χρηματιστήριο, εταιρείες. Πιο συγκεκριμένα, ο νόμος αναφέρεται στην αρμοδιότητα της επιτροπής ελέγχου, που σχετίζεται με τη χρηματοοικονομική πληροφόρηση της εταιρείας σε τρίτους, με το σύστημα εσωτερικών δικλίδων και με τον εξωτερικό έλεγχο, καθιστώντας σαφή την ευθύνη της επιτροπής, τόσο για την εκλογή ελεγκτή, όσο και για τον προσδιορισμό της αμοιβής ελέγχου και την παρακολούθηση και επίβλεψη του έργου του ελεγκτή. Δεν παραβλέπει, ωστόσο, να αναφερθεί και στη σύνθεσή της από μη εκτελεστικά – στο σύνολο τους – μέλη του Δ.Σ. (χωρίς να έχουν εκτελεστικές διοικητικές αρμοδιότητες, αλλά να πληρούν ειδικούς κανόνες ανεξαρτησίας), ενώ τονίζει και την επάρκεια του ενός εκ των μελών της σε λογιστικά θέματα. Ακολουθεί σχετικός πίνακας (4.7) με ορισμένες εκ των αναφερθέντων ερευνών.

www.ecgi.org/codes/all_codes.php (Περιλαμβάνει ένα πλούσιο υλικό σε κώδικες ΕΔ, από διάφορες χώρες, συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας).

¹⁵³ Η δύο ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη για τις μικρότερες, σε μέγεθος, εταιρείες.

¹⁵⁴ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλ. www.soxlaw.com

Πίνακας 4.7: Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών σχετικά με την επιτροπή ελέγχου

Μελέτη (Χρονολογική σειρά)	Αποτελέσματα
Menon και Williams (1994)	Σε ένα δείγμα 200 Αμερικάνικων εισηγμένων εταιρειών, κατά τη περίοδο μεταξύ 1984-1985, συμπεραίνεται ότι, καθώς αυξάνεται το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών στο Δ.Σ., αυξάνεται τόσο η πιθανότητα να αποκλειστούν τα εκτελεστικά μέλη από την επιτροπή ελέγχου, όσο και η δραστηριότητα της επιτροπής· ενώ, επιπλέον, διαπιστώνεται ότι η συχνότητα των συναντήσεων συνδέεται με το μέγεθος της εταιρείας.
Carcello και Neal (2000)	Σε ένα δείγμα 223 Αμερικάνικων εισηγμένων εταιρειών, για το έτος 1994, συμπεραίνεται ότι όσο βελτιώνεται η ανεξαρτησία της επιτροπής ελέγχου, τόσο μειώνεται η πιθανότητα διατύπωσης αρνητικής αναφοράς από τον ελεγκτή.
Deli και Gillan (2000)	Σε ένα δείγμα 1150 Αμερικάνικων εισηγμένων εταιρειών, κατά το έτος 1998, συμπεραίνεται ότι η πιθανότητα μίας εταιρείας να έχει πλήρη, ανεξάρτητη και δραστήρια επιτροπή ελέγχου συνδέεται: i) αρνητικώς, με τις ευκαιρίες ανάπτυξης και την ύπαρξη ιδιοκτησίας από τους διαχειριστές της εταιρείας και ii) θετικώς, με το μέγεθος και τη μόχλευση.
Bronson, et al. (2009)	Σε ένα δείγμα 208 Αμερικάνικων εισηγμένων εταιρειών, κατά τη χρονική περίοδο μεταξύ 1988-1999, συμπεραίνεται ότι μόνο οι εταιρείες που έχουν επιτροπή ελέγχου, αποτελούμενη αποκλειστικά από ανεξάρτητα μέλη, απολαμβάνουν οφέλη από την ύπαρξη της επιτροπής αυτής.
Barua, Rama και Sharma (2010)	Σε ένα δείγμα 181 Αμερικάνικων εισηγμένων εταιρειών, κατά τη χρονική περίοδο μεταξύ 2001-2002, συμπεραίνεται ότι οι επενδύσεις στον εσωτερικό έλεγχο σχετίζονται: i) αρνητικώς, με την ύπαρξη ειδικών στην επιτροπή και με τη μέση διάρκεια της θητείας τους, ενώ ii) θετικώς, με τον αριθμό των συνεδριάσεων της επιτροπής· επιβεβαιώνοντας την ύπαρξη συμπληρωματικότητας και υποκατάστασης μεταξύ εσωτερικού ελέγχου και επιτροπής ελέγχου.

Πηγή: Συγγραφέας

4.3.3 Άλλες υπό-επιτροπές του Διοικητικού Συμβουλίου

Μια επιπλέον διάκριση των επιτροπών γίνεται ανάμεσα σε αυτές που έχουν εποπτικό – κυρίως – ρόλο και σε αυτές που συμβάλλουν παρέχοντας συμβουλές εκτελεστικής υποστήριξης στο Δ.Σ.

4.3.3.1 Επιτροπή ανάδειξης υποψηφιοτήτων (nominating committee)

Η επιτροπή ανάδειξης υποψηφιοτήτων του Δ.Σ. έχει ως κύριο ρόλο της τον προσδιορισμό κριτηρίων των διαφόρων υποψηφίων προς εκλογή στο Δ.Σ., καθώς και την επιλογή και πρόταση, προς έγκριση στο Δ.Σ., των ατόμων αυτών, βοηθώντας στην επιλογή νέων υποψηφιοτήτων γι' αυτό.

Για τον σκοπό αυτό, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θέσπισε τη σύστασή της (2005/162/EK) στις 15/02/2005, προκειμένου να προωθήσει τον ρόλο τόσο των

(ανεξάρτητων) μη εκτελεστικών ή εποπτικών διευθυντικών στελεχών, όσο και των επιτροπών του διοικητικού ή του εποπτικού συμβουλίου. Πιο συγκεκριμένα, αναφέρει ότι η επιτροπή επιλογής μελών θα πρέπει κατ' ελάχιστον:

- Να επιλέγει και να προτείνει, προς έγκριση στο διοικητικό ή το εποπτικό συμβούλιο, υποψηφίους για την κάλυψη των κενών, στο εκάστοτε συμβούλιο θέσεων, εάν και εφόσον αυτές προκύπτουν. Στην περίπτωση αυτή, θα πρέπει να αξιολογεί την εξισορρόπηση δεξιοτήτων, γνώσεων και εμπειρίας, να προετοιμάζει περιγραφή, αναφορικά με τον ρόλο και τις ικανότητες που απαιτούνται για τον εκάστοτε διορισμό και να εκτιμά την αναμενόμενη διάρκεια της αντίστοιχης θητείας.
- Να αξιολογεί, περιοδικά, τη δομή, το μέγεθος, τη σύνθεση και τις επιδόσεις του ενιαίου ή του διφυούς συμβουλίου και να προβαίνει σε συστάσεις, προς το διοικητικό ή το εποπτικό συμβούλιο, σχετικά με τυχόν μεταβολές.
- Να αξιολογεί, περιοδικά, τις δεξιότητες, τις γνώσεις και την εμπειρία των επιμέρους διευθυντικών στελεχών και να αναφέρεται, σχετικά, στο διοικητικό ή στο εποπτικό συμβούλιο.
- Να εξετάζει, κατά τα δέοντα, τα ζητήματα που σχετίζονται με τον προγραμματισμό της διαδοχής και
- Να επισκοπεί την πολιτική του διοικητικού ή του εποπτικού συμβουλίου, ως προς την επιλογή και τον διορισμό των ανώτερων στελεχών.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι, όπως και στις υπόλοιπες επιτροπές, οι βέλτιστες πρακτικές ΕΔ προτείνουν, η επιτροπή ανάδειξης υποψηφιοτήτων του Δ.Σ. να αποτελείται, κατά πλειονότητα, από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη. Χαρακτηριστικό παράδειγμα, για την ενίσχυση της ανωτέρω σύστασης, αποτελεί μία έρευνα που διεξήχθη μεταξύ 600 διευθυνόντων συμβούλων, το 1992, με χορηγία του Εθνικού Συνδέσμου Εταιρικών Μελών Δ.Σ. (National Association of Corporate Governance Directors). Συγκεκριμένα, η μελέτη αυτή έδειξε ότι οι περισσότεροι διευθύνοντες σύμβουλοι διαφωνούν με την πρόταση της σύνθεσης των επιτροπών διορισμού εξολοκλήρου από ανεξάρτητα μέλη, γεγονός που υποδηλώνει ότι η πλειοψηφία των CEO είναι απρόθυμοι να παραιτηθούν από τον έλεγχο της διαδικασίας επιλογής (O' Neal and Thomas, 1995).

Για τον σκοπό αυτό, ο Andrews (1987) υποστηρίζει τη χρησιμοποίηση επιτροπών ανάδειξης υποψηφιοτήτων, ως μέσο για την ενίσχυση της ανεξαρτησίας

του Δ.Σ., κάτι που προκύπτει τόσο από τους κώδικες ΕΔ όσο και από τις διάφορες ερευνητικές εργασίες (Cadbury, 1992· Vienot, 1995, 1999· Vafeas, 1999· Shivdasani and Yermack, 1999· Bouton, 2002· AMF, 2004· Cuervo-Cazurra and Aguilera, 2004· Ruigrok, et al., 2006· Eminent and Guedri, 2010· Combined Code, 2010· ΣΕΒ, 2011).

Πίνακας 4.8: Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών σχετικά με την επιτροπή ανάδειξης υποψηφιοτήτων

Μελέτη (Χρονολογική σειρά)	Αποτελέσματα
Shivdasani και Yermack (1999)	Σε ένα δείγμα Αμερικάνικων εισηγμένων εταιρειών, του δείκτη Fortune 500, κατά τη χρονική περίοδο μεταξύ 1994-1996, συμπεραίνεται ότι όταν ο διευθύνων σύμβουλος υπηρετεί την επιτροπή ανάδειξης υποψηφιοτήτων ή όταν δεν υπάρχει επιτροπή ανάδειξης, οι εταιρείες διορίζουν λιγότερα ανεξάρτητα μέλη.
Vafeas (1999)	Οι επιτροπές ανάδειξης υποψηφιοτήτων πρέπει να στελεχώνονται με ανεξάρτητα, έμπειρα και πληροφορημένα μέλη, να αντικαθίσταται από στελέχη που να κατέχουν διευθυντική ιδιοκτησία, προκειμένου να βελτιώνεται, με τον τρόπο αυτό, η διαδικασία ελέγχου του μανάτζμεντ και κυρίως η ποιότητα του Δ.Σ.
Ruigrok, et al. (2006)	Σε ένα δείγμα 210 Ελβετικών εισηγμένων εταιρειών, κατά τη χρονική περίοδο μεταξύ 2001-2003, συμπεραίνεται ότι οι εταιρείες που έχουν επιτροπή ανάδειξης υποψηφιοτήτων είναι πιθανότερο να έχουν μεγαλύτερο αριθμό ανεξάρτητων και ξένων μελών στο Δ.Σ., όχι, όμως, και μεγαλύτερο αριθμό γυναικών.
Eminent και Guedri (2010)	Σε ένα δείγμα 200 Γαλλικών εισηγμένων εταιρειών, κατά τη χρονική περίοδο μεταξύ 2001-2004, συμπεραίνεται ότι οι ανεξάρτητες επιτροπές ανάδειξης υποψηφιοτήτων μπορούν να μειώσουν την επιρροή των διευθυνόντων συμβούλων, σχετικά με τη διαδικασία διορισμού ενός μέλους του Δ.Σ. και ως εκ τούτου να αυξήσουν την πρόσληψη μελών με φήμη (ουσιαστικά οι ανεξάρτητες επιτροπές ανάδειξης υποψηφιοτήτων συμβάλουν, με την ενεργή συμμετοχή τους, στον έλεγχο του μανάτζμεντ).

Πηγή: Συγγραφέας

4.3.3.2 Επιτροπή καθορισμού αποδοχών (remuneration or compensation committee)

Η επιτροπή αμοιβών έχει ως κύρια ευθύνη της την εξέταση και την έγκριση της αποζημίωσης του διευθύνοντος συμβούλου της εταιρείας, καθώς και των λοιπών εκτελεστικών διευθυντών. Πιο συγκεκριμένα, καθορίζει τα κατάλληλα προγράμματα αμοιβών, που έχουν ως σκοπό τους την ευθυγράμμιση της αποστολής και της στρατηγικής της εταιρείας, ενώ παράλληλα επιβλέπει τα προγράμματα παροχών της εταιρείας, αναθεωρώντας τα και διατυπώνοντας τις συστάσεις της στο Δ.Σ.

Τα καθήκοντα – ευθύνες της επιτροπής, όπως αναφέρονται από διάφορες επιτροπές κεφαλαιαγορών και χρηματιστήρια [για παράδειγμα η αμερικάνικη

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) και το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE και ο NASDAQ)], συνοψίζονται:

- Στην καθιέρωση αποζημίωσης για τον διευθύνοντα σύμβουλο και τα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη,
- Στη δημιουργία μίας πολιτικής (φιλοσοφίας) αμοιβών,
- Στην επανεξέταση του συστήματος αμοιβών και αποζημίωσης,
- Στην ολοκλήρωση – εκπόνηση εκθέσεως, αναφορικά με την πολιτική αποζημιώσεων και αμοιβών,
- Στην εξέταση των προτάσεων των μετόχων, σχετικά με την πολιτική αμοιβών των ανώτατων διευθυντικών στελεχών,
- Στη χρησιμοποίηση εξωτερικών εμπειρογνομόνων, όπου αυτό είναι χρήσιμο και
- Στην επίβλεψη της πολιτικής αμοιβών, με τη χρήση δικαιωμάτων προαίρεσης.

Η αναγκαιότητα σύστασης της επιτροπής αυτής (όσο και των υπολοίπων – π.χ. επιτροπής ελέγχου και επιτροπής επιλογής/εκλογής στελεχών) αποτυπώνεται στους περισσότερους κώδικες ΕΔ, ενώ αυτό που χρήζει ιδιαίτερης αναφοράς είναι το γεγονός ότι οι συγκεκριμένες επιτροπές θα πρέπει, κατά βάση, να απαρτίζονται από μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη του Δ.Σ., να συνεδριάζουν τουλάχιστον τρεις με τέσσερις φορές ετησίως και να αναφέρονται, σε τακτά χρονικά διαστήματα, απευθείας στο Δ.Σ. της εταιρείας. Και πράγματι, η ανεξαρτησία των επιτροπών αποτελεί κρίσιμο παράγοντα για την επιτυχή λειτουργία τους (Ward, 1997), καθώς όσο περισσότερη επίδραση ασκεί ο διευθύνων σύμβουλος πάνω τους, τόσο μικρότερη είναι η πιθανότητα να εντοπιστούν δυνητικές δυσλειτουργίες στα ανώτατα εκτελεστικά στελέχη) (Ξανθάκης, Τσιπούρη και Σπανός, 2003: 42· Reda, Reifler and Thatcher, 2008: 3-15).

Αντίστοιχα, οι Conyon και Peck (1998b) μελέτησαν τον ρόλο του Δ.Σ. και της επιτροπής αμοιβών στον καθορισμό των αμοιβών των ανώτατων εκτελεστικών διευθυντών, όπου χρησιμοποιώντας ένα δείγμα, των εισηγμένων στο Η.Β., εταιρειών, για την περίοδο μεταξύ 1991 – 1994, απέδειξαν ότι, όταν υπάρχουν περισσότερα ανεξάρτητα μέλη στα Δ.Σ. και στις επιτροπές καθορισμού των αποδοχών, επιτυγχάνεται μεγαλύτερη ευθυγράμμιση μεταξύ απόδοσης και αμοιβών των ανώτατων διευθυντικών στελεχών, ενώ σε ανάλογα συμπεράσματα κατέληξαν και οι Tosi και Gomez-Mejia (1994).

4.3.4 Διάφορες άλλες επιτροπές¹⁵⁵

Πέραν των τριών προαναφερθέντων και συνάμα υποχρεωτικών – κατά πολλών – επιτροπών, το Δ.Σ. συχνά θεσπίζει ειδικές υπο-επιτροπές, με σκοπό να συντελέσουν σε λιγότερο συνηθισμένα θέματα και ζητήματα, παρέχοντας κυρίως συμβουλές και συνδράμοντας με τον εποπτικό τους ρόλο. Ειδικότερα, η κύρια λειτουργία της εκάστοτε επιτροπής έγκειται στη διαβεβαίωση, εκτέλεση και εξασφάλιση των πρεπουσών διαδικασιών για την επίτευξη των καθηκόντων του Δ.Σ.

Πράγματι, δεν είναι λίγοι οι λόγοι που οδηγούν, σε αρκετές περιπτώσεις, τις εταιρείες στη σύσταση επιτροπών¹⁵⁶, για τον χειρισμό ειδικότερων θεμάτων (περιβαλλοντικών, συγχωνεύσεων και εξαγορών, χρηματοδοτήσεων, διερεύνησης συγκεκριμένων υποθέσεων, γνωστοποιήσεων, διακυβέρνησης – στρατηγικής). Μάλιστα, δε, αξίζει να σημειωθεί ότι οι συγκεκριμένες επιτροπές αποτελούνται (ή, σε αντίθετη περίπτωση, προτείνεται να αποτελούνται), αποκλειστικά, από ανεξάρτητα μέλη του Δ.Σ., ενώ οι περισσότερες από αυτές είναι αρκετά νέες και ασυνήθιστες και δεν προσελκύουν ιδιαίτερα το ερευνητικό ενδιαφέρον. Παρόλα αυτά, όμως, θεωρούμε ότι στο άμεσο μέλλον θ' αυξηθεί η χρησιμότητά τους, καθώς η εξεύρεση λύσεων στα διάφορα εταιρικά σκάνδαλα θα προάγει, ακόμη περισσότερο, τους διάφορους εναλλακτικούς μηχανισμούς (διάφορες υπο-επιτροπές, κ.λπ.), που θα συνδράμουν τόσο στη μεγαλύτερη διαφάνεια όσο και στην αποτελεσματικότερη κατανομή των αρμοδιοτήτων και της διαχείρισης των κινδύνων μιας επιχείρησης.

Επιπροσθέτως, σε έρευνά του, ο Κουτούπης (2008) τονίζει τον ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο που μπορούν να διαδραματίσουν οι φορείς, όπως: η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, οι Ορκωτοί Ελεγκτές και οι Σύμβουλοι Επιχειρήσεων στην προώθηση της σύστασης των διαφόρων υπο-επιτροπών, για τη διευκόλυνση της αποτελεσματικότητας και της αποδοτικότητας των Δ.Σ., ενώ προτείνει την αποσύνδεση της σύστασης των υπο-επιτροπών του Δ.Σ. από το κόστος και τη σύνδεσή της με το όφελος της επιχείρησης. Τέλος, αναφέρει ότι η σύσταση οποιασδήποτε υπο-επιτροπής απαιτεί, σε προγενέστερο στάδιο, την αναλυτική

¹⁵⁵ Σε περιπτώσεις που υφίσταται εποπτικό συμβούλιο, μπορούν οι εν λόγω επιτροπές να υπάγονται σε αυτό.

¹⁵⁶ Παραδείγματα: επιτροπή διαχείρισης κινδύνων, επιτροπή περιβάλλοντος, επιτροπή χρηματοδοτήσεων, επιτροπή συγχωνεύσεων και εξαγορών, επιτροπή αποκαλύψεων, επιτροπή διακυβέρνησης – στρατηγικής, εκτελεστική επιτροπή, επιτροπή δεοντολογίας κ.ά.

καταγραφή των αρμοδιοτήτων της και σίγουρα την έγκρισή της από το Δ.Σ. της εταιρείας.

4.3.4.1 Επιτροπή διαχείρισης κινδύνων (Risk Committee)

Η λειτουργία της επιτροπής αυτής πηγάζει απ' την έννοια της επιχείρησης¹⁵⁷, καθώς κάθε οικονομική μονάδα που επιδιώκει κέρδος, εκτίθεται σε κινδύνους, όπως ο επιχειρηματικός¹⁵⁸, ο χρηματοοικονομικός¹⁵⁹ και άλλοι¹⁶⁰.

Σημαντικό ρόλο στην όλη προσπάθεια εξάλειψης των κινδύνων αυτών διαδραματίζει η επιτροπή διαχείρισης κινδύνων, είτε ως ξεχωριστό όργανο σε μια επιχείρηση ή μέσω της ελεγκτικής επιτροπής, που στην περίπτωση αυτή αναλαμβάνει έναν επιπρόσθετο ρόλο.

Οι κύριες αρμοδιότητές της επιτροπής είναι:

- Η διαμόρφωση της στρατηγικής ανάληψης των πάσης φύσεως κινδύνων και διαχείρισης των κεφαλαίων, καθώς και η εισήγηση στο Δ.Σ. και η πρόταση διορθωτικών ενεργειών, σε περίπτωση που διαπιστώνει αδυναμία υλοποίησης της στρατηγικής.
- Η διατύπωση προτάσεων προς το Δ.Σ., για οποιοδήποτε θέμα εμπίπτει στον σκοπό και τα καθήκοντά της.
- Ο έλεγχος της ανεξαρτησίας, επάρκειας και αποτελεσματικότητας της λειτουργίας της Γενικής Διεύθυνσης Διαχείρισης Κινδύνων της επιχείρησης.

¹⁵⁷ «Η οικονομική δραστηριότητα (παραγωγική ή εμπορική), που βασίζεται σε δεδομένα περιουσιακά στοιχεία και κεφάλαια και ασκείται υπό την ιδιοκτησία και διαχείριση φυσικού ή νομικού προσώπου, για την επίτευξη του μεγαλύτερου δυνατού κέρδους», βλ. Μπαμπινιώτης (2008).

¹⁵⁸ Ο επιχειρηματικός κίνδυνος (business risk) είναι ο κίνδυνος τον οποίο αντιμετωπίζουν οι μέτοχοι μιας επιχείρησης, που δεν έχει δανειακά κεφάλαια. Ο επιχειρηματικός κίνδυνος, δηλαδή, πηγάζει από την αβεβαιότητα των προβλεπόμενων ταμιακών ροών μιας επιχείρησης, η οποία με τη σειρά της προέρχεται από την αβεβαιότητα των λειτουργικών κερδών, που θα έχει η επιχείρηση και των κεφαλαίων που θα πρέπει να επενδύσει. Κατά συνέπεια, ο επιχειρηματικός κίνδυνος έχει άμεση συνάρτηση με ό,τι εμφανίζεται στην αριστερή πλευρά του ισολογισμού της εταιρείας.

¹⁵⁹ Χρηματοοικονομικός κίνδυνος (financial risk) λέγεται ο επιπρόσθετος κίνδυνος που αναλαμβάνουν οι μέτοχοι μιας επιχείρησης, λόγω της απόφασης της επιχείρησης να χρηματοδοτηθεί με δανειακά κεφάλαια. Ουσιαστικά, δηλαδή, αποτελεί τον κίνδυνο που προέρχεται από τη διάρθρωση της δεξιάς πλευράς του ισολογισμού της εταιρείας.

¹⁶⁰ Για παράδειγμα, κίνδυνος ρευστότητας (liquidity risk), πιστωτικού (credit risk), συναλλάγματος (foreign exchange rate), επιτοκίου (interest rate risk), ρευστοποίησης, διακανονισμού, διακύμανσης τιμών προϊόντων (commodity price risk), χρηματιστηρίου, παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων (derivatives risk), λειτουργικού (operational risk) κ.ο.κ. Για περισσότερα, βλ. Αγγελόπουλος (2005).

- Η μέριμνα για την ανάπτυξη και τη διαρκή αποτελεσματικότητα του εσωτερικού συστήματος διαχείρισης κινδύνων και η ενσωμάτωσή του στη διαδικασία λήψης των επιχειρηματικών αποφάσεων.
- Ο καθορισμός των αρχών που πρέπει να διέπουν τη διαχείριση κινδύνων, ως προς την αναγνώριση, πρόβλεψη, μέτρηση, παρακολούθηση, έλεγχο και αντιμετώπισή τους, σύμφωνα με την εκάστοτε ισχύουσα επιχειρηματική στρατηγική και την επάρκεια των διαθέσιμων πόρων.
- Η κατάρτιση και η υποβολή στο Δ.Σ. εκθέσεων και ετήσιων συνοπτικών απολογισμών του έργου της.
- Και τέλος, η διασφάλιση ότι το Δ.Σ. της εταιρείας ενημερώνεται επαρκώς, για όλα τα θέματα που αφορούν τη στρατηγική ανάληψη, το επίπεδο ανοχής και το επίπεδο ανάληψης κινδύνων, κατά την εκτέλεση των στρατηγικών και εποπτικών του καθηκόντων.

Συνοψίζοντας, θα μπορούσαμε να πούμε ότι η συγκεκριμένη επιτροπή διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην επιτυχία του Δ.Σ. και συνεπώς και στην επίτευξη του εταιρικού σκοπού, προτείνοντας έτσι την υιοθέτησή της – ως απαραίτητη – για τις εταιρείες που στοχεύουν να πρωταγωνιστήσουν τα επόμενα χρόνια, χωρίς να πρέπει να εφησυχάζονται από τη βούληση του νομοθέτη¹⁶¹.

4.3.4.2 Επιτροπή διακυβέρνησης/ στρατηγικής (Governance/ Strategic Committee)

Η πιο συνηθισμένη αρμοδιότητα της επιτροπής αυτής είναι ο καθορισμός της ημερήσιας διάταξης “agenda¹⁶²” του Δ.Σ. της εταιρείας, που αποτελεί και τον επίσημο κατάλογο των θεμάτων που θα συζητηθούν στο επόμενο Δ.Σ., μεταξύ των μελών της και της διοίκησης.

Ωστόσο, κατά παράδοση, η διοίκηση είναι αυτή που υπαγορεύει και ελέγχει την ατζέντα του Δ.Σ. και το συμβούλιο απλώς ενεργεί ως εκτελεστικό όργανο, αποφασίζοντας για το εάν θα πραγματοποιηθεί μία σύσταση της διοίκησης ή όχι.

Παρόλα αυτά, όμως, απαιτείται μεγαλύτερη λογοδοσία των μελών του Δ.Σ., προκειμένου να προάγεται η ΕΔ και τα μέλη της να συμμετέχουν ενεργά, να είναι

¹⁶¹ Η πράξη του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος (2577/2006) υποχρεώνει όλες τις Τράπεζες, που είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α., να συστήνουν επιτροπή Διαχείρισης Κινδύνων.

¹⁶² Θέματα ημερήσιας διάταξης: Ο επίσημος κατάλογος των θεμάτων προς συζήτηση σε μία επίσημη ή ανεπίσημη σύσκεψη ή σε μία Γενική Συνέλευση.

επαρκώς ενημερωμένα (για τα θέματα της ημερήσιας διάταξης) και να συνδιαλέγονται εποικοδομητικά.

Θα μπορούσε, επομένως, ο ρόλος της να ενισχυθεί και η επιτροπή αυτή να συνεργάζεται με τον διευθύνοντα σύμβουλο της εταιρείας, για τον σχεδιασμό μιας αμοιβαία συμφωνημένης ημερήσιας διάταξης των συνεδριάσεων του Δ.Σ. και πιο συγκεκριμένα να δύναται:

- Να ελέγχει την ημερήσια διάταξη και τη συνεδρίαση του Δ.Σ.,
- Να επανεξετάζει τις διατάξεις και τα πρακτικά των προηγούμενων συνεδριάσεων, για τη διασφάλιση επαρκούς χρόνου συζήτησης σε κάθε θέμα και τέλος
- Να αναθεωρεί το πρόγραμμα της ημερήσιας διάταξης, όπου αυτό είναι αναγκαίο και να καθορίζει τις προτεραιότητες.

4.3.4.3 Επιτροπή δεοντολογίας (Ethics committee)¹⁶³

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις των εταιρικών σκανδάλων, που στο άκουσμά τους κρύβεται μία ολόκληρη ιστορία και αποτελούν παράδειγμα προς αποφυγήν των υγιών επιχειρήσεων, η οποίες απεύχονται να εισέλθουν «στο πάνθεον των αλησμόνητων εταιρειών» (βλ. Maxwell, PollyPeck, Enron, WorldCom, Ahold, Parmalat, BearStearns, και Lehman Brothers) (Nordberg, 2010: 175). Ειδικότερα, στην προσπάθειά τους να εξασφαλίσουν μία ισχυρή οργανωτική ηθική, με την εφαρμογή ενός κατάλληλου κώδικα δεοντολογίας, σε όλα τα επίπεδα των εργαζομένων, οι περισσότερες εταιρείες συστήνουν επιτροπή ηθικής – δεοντολογίας, προκειμένου ν' αποφύγουν φαινόμενα παραβιάσεων της χρηστής ΕΔ όπως: την καταπάτηση των δικαιωμάτων των μετόχων, των υπερβολικών αποδοχών των διευθυντικών στελεχών και των κακοδιαχειρίσεων. Παρόλη, όμως, την ταχύτατη εξέλιξη της ΕΔ, οι περισσότεροι κώδικες αποφεύγουν να κάνουν μνεία στη δημιουργία τέτοιας επιτροπής, με απώτερο σκοπό την ενίσχυση του πνεύματος της ηθικής¹⁶⁴.

¹⁶³ Για την απόδοση του Ethical Committee χρησιμοποιούμε και τον όρο δεοντολογία, ωστόσο, θεωρούμε ότι η λέξη δεοντολογία θα έπρεπε να αποδοθεί με τη λέξη deontology (που έχει ρίζα ελληνική και προέρχεται από το καθήκον duty) και να χρησιμοποιηθεί μόνο ο όρος ηθική. Τα περισσότερα, όμως, ελληνικά συγγράμματα χρησιμοποιούν τη λέξη δεοντολογία.

¹⁶⁴ Για περισσότερα, βλ. Mallin (2010: 173).

Οι θεσμικοί επενδυτές επιχειρούν την εντατικοποίηση του ελέγχου των εταιρειών στις οποίες επενδύουν, είτε με την έκδοση και την εφαρμογή εθελοντικών κωδίκων (όπως για παράδειγμα το ασφαλιστικό ταμείο της Αμερικής TIAA – CREF), είτε με τη σύσταση και την παρότρυνση της υιοθέτησης βέλτιστων πρακτικών ΕΔ, δείχνοντας έτσι μια τάση να ενεργούν περισσότερο ως μέτοχοι και να ενθαρρύνουν τις επιχειρήσεις, ώστε να ενεργούν ηθικά¹⁶⁵.

Συνεπώς, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε ότι η σύσταση Επιτροπής Ηθικής – Δεοντολογίας, αν και δεν είναι ευρέως διαδεδομένη στις ελληνικές εταιρείες, αποτελεί μία βέλτιστη πρακτική, που ενισχύει το πνεύμα της ΕΔ. Έχοντας ως πρωταρχικό σκοπό την παρακολούθηση και τον έλεγχο της ορθής εφαρμογής του Κώδικα Δεοντολογίας της εταιρείας, η επιτροπή αυτή διερευνά τις γραπτές καταγγελίες παραβάσεων του Καταστατικού και του εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας και εισηγείται στο Δ.Σ., που είναι αρμόδιο για τις κυρώσεις. Θα μπορούσαμε να πούμε, δηλαδή, ότι, όπως και οι υπόλοιπες υπο-επιτροπές του Δ.Σ., υπερασπίζει τα στρατηγικά συμφέροντα της εταιρείας.

Αποδεικνύεται, με τον τρόπο αυτό, η προάσπιση των στρατηγικών συμφερόντων της εταιρείας και αναδεικνύονται τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν από τη σύστασή της, ενώ ιδιαίτερης προσοχής χρήζει η πρόταση του Κουτούπη (2008: 497) για τα θέματα ηθικής και δεοντολογίας. Συγκεκριμένα, προτείνει (με πρωτοβουλία της επιτροπής Κεφαλαιαγοράς) την έκδοση οδηγίας για την ανάπτυξη σχετικών κωδίκων δεοντολογίας σε κάθε εισηγμένη, στο Χ.Α.Α., επιχείρηση (πέραν των τραπεζών), στην οποία θα εντάσσονται οι προϋποθέσεις και οι συνθήκες συνεργασίας με πελάτες, προμηθευτές, κυβερνητικές και τοπικές αρχές, πιστωτές, καθώς και όσους έχουν έννομα συμφέροντα από την εταιρεία.

¹⁶⁵ Η θεωρία αναφέρει ότι υπάρχουν τρεις θεωρητικές προοπτικές της ΕΔ: 1^ο Η Τελεολογική ηθική (Teleological ethics), 2^ο Η Δεοντολογική ηθική (Deontological ethics) και 3^ο Η ηθική Αρετής (Virtue ethics). Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. Unfettered Agents? The role of Ethics in Corporate Governance, Donald Nordberg, Chapter 10, Corporate Governance A Synthesis of Theory, Research and Practice.

4.3.4.4 Εκτελεστική επιτροπή (Executive Committee)

Όπως αναφέρει και το όνομά της, η επιτροπή αυτή έχει μη ελεγκτική λειτουργία και ο ρόλος της είναι να συνέρχεται, συνήθως μεταξύ των συνεδριάσεων του Δ.Σ., για να επανεξετάζει και να εγκρίνει – για λογαριασμό του συνόλου του Δ.Σ. – τις αποφάσεις, τα σχέδια και τα έργα των διοικητικών στελεχών. Συνεπώς, ενεργεί κυρίως ως βοηθητικό όργανο, με πρωτεύοντα σκοπό την έγκριση των σημαντικών αποφάσεων των συνεδριάσεων της ολομέλειας του Δ.Σ.

Χαρακτηριστικά, σε κείμενό τους για τις αρμοδιότητες της επιτροπής, οι Colley, et al. (2003) προτείνουν να ασχολείται με επείγοντα (σχετικά με τον χρόνο περιστατικά) ή ευαίσθητα θέματα, όταν η συνεδρίαση, με απαρτία της ολομέλειας του Δ.Σ., είναι ανέφικτη. Επομένως, θεωρούν ότι μία εκτελεστική επιτροπή, που αποτελείται από διαθέσιμα ανεξάρτητα μέλη, μπορεί να λάβει αποφάσεις για λογαριασμό του Δ.Σ. Ως μια περαιτέρω πρόταση, η επιτροπή θα μπορούσε να αποτελείται από τους προέδρους των άλλων επιτροπών, προκειμένου να μπορεί να συντονίζει τις δραστηριότητές τους και να καθορίζει την ημερήσια διάταξη, για το σύνολο του Δ.Σ. Τέλος, οι συγγραφείς σημειώνουν ότι η επιτροπή μπορεί να ενεργεί ως ανώτερη του Δ.Σ. και να αντιμετωπίζει τα θέματα, προτού εμφανιστούν (στην ολομέλειά του), εξυπηρετώντας με τον τρόπο αυτό το Δ.Σ., όταν το μέγεθός του είναι μεγάλο.

4.3.5 Η ιδιοκτησιακή δομή (εσωτερικός μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης)

Η ιδιοκτησιακή δομή ή αλλιώς η μετοχική σύνθεση της εταιρείας αποτελεί έναν επιπλέον εσωτερικό μηχανισμό ΕΔ, καθώς, όπως αναφέρουν οι Denis και McConnell (2003: 2), η ιδιοκτησία και ο έλεγχος σπάνια διαχωρίζονται μέσα σε μία εταιρεία. Ως παράδειγμα, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε τους μάνατζερ, στην προκειμένη περίπτωση, που συχνά έχουν κάποιο βαθμό της κυριότητας της επιχείρησης ή μια μερίδα ιδιοκτητών που, λόγω του μεγέθους των μετοχικών τίτλων, ασκούν και αυτοί κάποιο έλεγχο στις επιχειρήσεις. Επομένως, η ιδιοκτησιακή δομή (η ταυτότητα των κατόχων των μετοχών μιας εταιρείας και τα μεγέθη των θέσεών τους) είναι ένα πιθανό και εξίσου σημαντικό στοιχείο της ΕΔ.

Συνεπώς, θα μπορούσαμε να θεωρήσουμε λογικό το ενδεχόμενο της μείωσης των συγκρούσεων μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών και κατ' επέκταση της αύξησης της εταιρικής αξίας, στην περίπτωση της μεγαλύτερης αλληλοεπικάλυψης μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου¹⁶⁶. Ωστόσο, οι σχέσεις μεταξύ ιδιοκτητών και διαχειριστών είναι πιο περίπλοκες, όταν για παράδειγμα οι διαχειριστές μιας εταιρείας κατέχουν σημαντικό μερίδιο μετοχών και θεωρούνται και αυτοί με τη σειρά τους ιδιοκτήτες της επιχείρησης. Αυτό μπορεί μεν να ευθυγραμμίσει τα συμφέροντα των δύο ενδιαφερόμενων μερών, αλλά μπορεί δε να λειτουργήσει και αντίθετα, με αποτέλεσμα οι διαχειριστές να αποβλέπουν στο ίδιον όφελος, όταν η ευθυγράμμιση αυτή δεν είναι βέλτιστη. Επομένως, θα μπορούσαμε να πούμε ότι το τελικό αποτέλεσμα, που αφορά τη συμβολή της διευθυντικής ιδιοκτησίας στην προώθηση του εταιρικού σκοπού, εξαρτάται από την αντίστροφη σχέση που δημιουργείται μεταξύ της ευθυγράμμισης και της εδραίωσης των διαχειριστών. Συμπερασματικά, «το μείγμα που υφίστανται μέσα σε μία επιχείρηση χρήζει ιδιαίτερου ενδιαφέροντος για την προώθηση του εταιρικού σκοπού και αυτό διότι επηρεάζεται η ποιότητα του ελέγχου».

Είναι, λοιπόν, εμφανές ότι η ύπαρξη μεγάλης διασποράς μετοχών και η κατοχή μεγάλων μεριδίων από τα διευθυντικά στελέχη προκαλεί μία έλλειψη ελέγχου (Berle and Means, 1932), σε αντίθεση με την κατοχή του μεγάλου αυτού μεριδίου¹⁶⁷ από θεσμικούς επενδυτές, που συμβάλει στην αύξηση του ελέγχου των ανώτατων στελεχών (Hawley and Williams, 1996, 2000). Ωστόσο, δεν υπάρχει ξεκάθαρη απάντηση για το εάν η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας συμβάλλει στην απόδοση της εταιρείας (Demsetz and Lehn, 1985), διότι η ύπαρξη μεγαλομετόχων και η μεταξύ τους σχέση προκαλεί τόσο θετικά, όσο και αρνητικά αποτελέσματα. Ο κύριος λόγος έγκειται στο γεγονός ότι οι μεγαλομέτοχοι μπορεί να εξαναγκάσουν τους διευθυντές να λειτουργήσουν εις βάρος της μειοψηφίας, παρότι η ύπαρξή τους συμβάλλει στην αύξηση του ελέγχου.

Τέλος, άξιο αναφοράς είναι το γεγονός ότι σε χώρες όπως οι Η.Π.Α. και το Η.Β. παρατηρείται μία μεγάλη διασπορά των μετοχών των εταιρειών, εν αντιθέσει των χωρών της Ευρώπης (Ελλάδα, Γερμανία κ.λπ.), της Λατινικής Αμερικής, και της Ιαπωνίας, όπου ένας αρκετά μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων διοικούνται από ομάδες

¹⁶⁶ Βέβαια, δεν μπορεί να ερμηνευτεί αυτό, διότι οι ιδιοκτήτες, σε περίπτωση που είχαν όλες τις απαιτούμενες γνώσεις διαχείρισης, δε θα χρειαζόντουσαν τις υπηρεσίες των μάνατζερ, πράγμα ανέφικτο σε μία εποχή παγκοσμιοποίησης και έντονου ανταγωνισμού.

¹⁶⁷ Σημαντικό θεωρείται ένα ποσοστό, όταν είναι άνω του 5% του συνολικού αριθμού των μετοχών.

ελέγχου που κατέχουν σημαντικά μερίδια μετοχών. Επομένως, κατά την εξέταση της ΕΔ, θεωρείται ορθό να ληφθούν υπόψη μια σειρά παραγόντων, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγεται και η χώρα δραστηριοποίησης της εταιρείας. Η άποψη αυτή ενισχύεται από το γεγονός ότι έχει – κατά καιρούς – παρατηρηθεί σε κράτη με υψηλή συγκέντρωση μετοχών, να μην υπάρχει κατάλληλη εκπροσώπηση της μειοψηφίας και ως εκ τούτου, για να μπορεί να προσδιορισθεί – σε μεγάλο βαθμό – και η ΕΔ της εκάστοτε εταιρείας, να απαιτείται η μελέτη τόσο της ιδιοκτησιακής δομής όσο και των λοιπών εσωτερικών και εξωτερικών μηχανισμών της ΕΔ.

4.3.6 Η αγορά εταιρικού ελέγχου (εξωτερικός μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης)

Ο μηχανισμός των εξαγορών και των συγχωνεύσεων κατατάσσεται στους εξωτερικούς μηχανισμούς ΕΔ και πιο συγκεκριμένα, ενεργοποιείται όταν οι εσωτερικοί μηχανισμοί ελέγχου αποτυγχάνουν να ανταποκριθούν στον ρόλο τους (ο συγκεκριμένος μηχανισμός ενεργοποιείται όταν το χάσμα, μεταξύ πραγματικής και δυνητικής αξίας μιας επιχείρησης, είναι μεγάλο). Τότε δημιουργείται κίνητρο χρήσης της δημόσιας πρότασης εξαγοράς¹⁶⁸ από τα ενδιαφερόμενα – εκτός της επιχείρησης – μέρη (Denis and McConnell, 2003: 4).

Θα μπορούσαμε, επομένως, να πούμε ότι η ύπαρξη ενός τέτοιου μηχανισμού (ως απειλή ελέγχου) αποτελεί κίνητρο για τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη, προκειμένου να συμπεριφέρονται με ορθολογικό τρόπο και να λαμβάνουν αποφάσεις που θα μεγιστοποιούν την εταιρική αξία. Σε αντίθετη περίπτωση, η επιχείρηση θα αποτελέσει στόχο εξαγοράς. Πιο αναλυτικά, οι Mikkelsen και Partch (1997) αναφέρουν ότι, καθώς η συχνότητα των εξαγορών μειώνεται, οι μάνατζερ που έχουν κακή απόδοση νιώθουν περισσότερο ασφαλείς στην επιχείρηση που εργάζονται, γνωρίζοντας ότι η πιθανότητα να αποκτηθεί από κάποια άλλη και να απολυθούν είναι μικρή.

Συμπερασματικά, ο μηχανισμός των εξαγορών και συγχωνεύσεων δεν αποτελεί τίποτε άλλο, παρά ένα μηχανισμό «συμμόρφωσης» των ανώτατων διευθυντικών στελεχών και των μεγαλομετόχων. Ωστόσο, η απειλή αυτή είναι σημαντικός

¹⁶⁸ Οι εξαγορές αποτελούν συνηθισμένη επιχειρηματική πρακτική ανάπτυξης μιας εταιρείας. Αξίζει να σημειωθεί ότι η ανάλυσή τους δε σχετίζεται, εκ προοιμίου, με την ΕΔ, αλλά με το αν συμφέρει μια εταιρεία να αναπτυχθεί εσωτερικά ή αγοράζοντας άλλες. Συνεπώς, υπάρχουν διάφοροι λόγοι εξαγοράς: όπως η επίτευξη συνεργιών (οικονομίες κλίμακας, στρατηγική κ.τ.λ.), ενώ ακόμη υπάρχουν και μορφές εξαγορών, όπως: Φιλικές, Εχθρικές κ.λπ.

παράγοντας (στην αγορά) για τον εταιρικό έλεγχο, την αγορά δηλαδή όπου τα διευθυντικά στελέχη ανταγωνίζονται για το δικαίωμα να διαχειρίζονται τους πόρους των άλλων επιχειρήσεων (Jensen and Ruback, 1983), με αποτέλεσμα η χρήση του μηχανισμού να ενεργοποιείται σε περιπτώσεις ιδιαίτερα κακών αποδόσεων (μιας επιχείρησης). Αξίζει, δε, να σημειωθεί ότι η αγορά των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι περισσότερο διαδεδομένη στις χώρες με ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές, όπως είναι οι Η.Π.Α. και η Μεγάλη Βρετανία και λιγότερο στις χώρες όπου η αγορά κεφαλαίου είναι μικρή, σε βάθος, όπως η Ελλάδα και τα υπόλοιπα Ευρωπαϊκά κράτη.

Ένα δεύτερο χαρακτηριστικό της αγοράς εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι η μεγαλύτερη δραστηριότητά της, σε συγκεκριμένες χρονικές περιόδους (Mitchell and Mulherin, 1996· Andrade and Stafford, 2004) και πιο συγκεκριμένα, τη δεκαετία του 1980. Όπως δείχνουν τα στοιχεία, την περίοδο εκείνη υπήρχε μια έντονη κινητικότητα εξαγορών και συγχωνεύσεων, καθώς οι περισσότεροι όμιλοι επιχειρήσεων διευθύνονταν από ομάδες διαχείρισης, με ελάχιστα κίνητρα βελτίωσης της εταιρικής αξίας. Ενδεικτικά, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε το γεγονός ότι τη δεκαετία εκείνη, λιγότερο από το ένα τέταρτο της αποζημίωσης των διευθύνων συμβούλων ήταν συνδεδεμένη με την τιμή της μετοχής της εταιρείας (Hall and Liebman, 1998). Ωστόσο, από τα μέσα και προς τα τέλη της δεκαετίας του 1990, καθώς και την πρώτη δεκαετία του αιώνα μας, η φύση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών άλλαξε σημαντικά. Η εχθρότητα με την οποία αντιμετωπίζονταν οι δημόσιες προσφορές εξαγορών μειώθηκε κατά το ήμισυ (Andrade, Mitchell and Stafford, 2001· Holmstrom and Kaplan, 2001), συνάμα με τον περιορισμό της χρήσης της μόχλευσης¹⁶⁹. Παράλληλα, υπήρξε μία μετατόπιση της εξωτερικής διακυβέρνησης προς την εσωτερική, ενώ οι διευθυντικές αποζημιώσεις άρχισαν να συνδέονται περισσότερο με τα ίδια κεφάλαια, την ΕΔ και τους εσωτερικούς μηχανισμούς των επιχειρήσεων. Με τον τρόπο αυτό, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αντιμετωπίστηκαν ως εργαλεία διόρθωσης (Netter, Poulsen and Stegemoller, 2009), με αποτέλεσμα να γίνουν πιο φιλικές και σε ορισμένες περιπτώσεις περισσότερο χρήσιμες, αποδεικνύοντας την κακή διακυβέρνηση που υπήρχε.

Κλείνοντας, θεωρούμε σημαντικό να τονίσουμε ότι, όπως κάθε μηχανισμός ΕΔ, που παρουσιάζει θετικές και αρνητικές πτυχές, έτσι κι αυτός, σε ορισμένες περιπτώσεις, συνδέεται δυσμενώς με το κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών, που

¹⁶⁹ Η χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων με σκοπό την αύξηση της απόδοσης ή την κερδοσκοπία.

πραγματοποιείται (από τους διαχειριστές) με μοναδικό σκοπό τη μεγέθυνση της εταιρείας και όχι την επιστροφή χρημάτων στους μετόχους (Denis and McConnell, 2003: 4).

4.3.7 Η αγορά προϊόντος (εξωτερικός μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης)

Ένας εξίσου σημαντικός μηχανισμός για τη βελτίωση της ποιότητας της ΕΔ και την άμβλυνση των συγκρούσεων, μεταξύ των μετόχων/επενδυτών και διευθυντών, είναι η αγορά προϊόντος. Ειδικότερα, ο μηχανισμός αυτός επιβάλλεται από την ίδια την κοινωνία και δη από την ελεύθερη αγορά διακίνησης και ανταγωνισμού των προϊόντων.

Στη συγκεκριμένη περίπτωση, ο ανταγωνισμός¹⁷⁰ λειτουργεί ως ένας μηχανισμός επίβλεψης και συνάμα περιορισμού της ασυδοσίας των διευθυντών, ενώ παράλληλα θα μπορούσαμε να πούμε ότι κατά κάποιο τρόπο “ευθυγραμμίζει” τα συμφέροντα των διευθυντών με αυτά των μετόχων.

Πιο αναλυτικά, ο έντονος ανταγωνισμός μεταξύ των επιχειρήσεων περιορίζει τη μονοπωλιακή δύναμη της εκάστοτε επιχείρησης και μειώνει μία σειρά ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων (όπως περιθώριο κέρδους, μερίδιο αγοράς κ.ο.κ.), αποδυναμώνοντας τον ρόλο των διευθυντών και περιορίζοντας τη διακριτική τους ευχέρεια στην εξυπηρέτηση προσωπικών συμφερόντων.

Στον αντίποδα, η έλλειψη ανταγωνισμού μπορεί να ενεργήσει και ενθαρρυντικά στην ισχυροποίηση της εταιρείας και των διευθυντικών στελεχών, παραγκωνίζοντας τα δικαιώματα των μετόχων και κυρίως των μικρομετόχων. Ως αποτέλεσμα, λοιπόν, η αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης της επιχείρησης λειτουργεί κατά κάποιον τρόπο αποθαρρυντικά, από πλευράς διευθυντών, στην εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων.

Ωστόσο, οι “παραδοσιακές” τεχνικές των διευθυντικών στελεχών λειτουργούν περιοριστικά, καθώς δεν μπορούν να ανταποκριθούν – σε σημαντικό βαθμό – στο μεταβαλλόμενο επιχειρησιακό τοπίο και στις ανάγκες των ιδίων. Για τον λόγο αυτό,

¹⁷⁰ Επιπλέον, ένας δεύτερος λόγος, για τον οποίο ο ανταγωνισμός της αγοράς προϊόντων μπορεί να αυξήσει τα κίνητρα μεγιστοποίησης του κέρδους, είναι η περίπτωση των ανταγωνιστών, που δίνουν χρήσιμα σήματα για την παραγωγικότητα της επιχείρησης. Τα σήματα αυτά μειώνουν «το πληροφοριακό μειονέκτημα των μετόχων, σε σχέση με τους μάνατζερ» (Cabral, 2003: 60).

έχουν αναπτυχθεί μία σειρά από νέες τεχνικές, σε ένα ευρύ φάσμα επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, που ακολουθούνται, κατά κόρον, από τις μεγάλες πολυεθνικές, με κύριο σκοπό τη δημιουργία χαρτοφυλακίων προϊόντων και τον περιορισμό του κινδύνου (Παπαδάκης, 2002: 576).

Διερωτάται, τελικά, κανείς, είναι ο μηχανισμός της αγοράς προϊόντος ικανός από μόνος του να επιλύσει το πρόβλημα που δημιουργείται από τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας (κύριος – principal) και της διοίκησης της εταιρείας (αντιπρόσωπος – agent); και η απάντηση δίνεται από τον Καραμάνη (2008: 127)· που εντοπίζει, ως κατάλληλο σύστημα ΕΔ, αυτό που αναπτύσσεται είτε με την πρωτοβουλία της ίδιας της επιχείρησης, είτε μέσω της επιβολής του από την κοινωνία και το κράτος ή με τον κατάλληλο συνδυασμό και των τριών.

4.3.8 Το νομικό σύστημα (εξωτερικός μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης)

Ένας αρκετά σημαντικός μηχανισμός της ΕΔ είναι το νομικό σύστημα της εκάστοτε χώρας. Ο Jensen (1993), συγκεκριμένα, αναγνωρίζει το νομικό σύστημα ως εταιρικό μηχανισμό διακυβέρνησης, αλλά το χαρακτηρίζει ως πολύ αμβλύ μέσο για την αποτελεσματική αντιμετώπιση του προβλήματος που υφίστανται οι επιχειρήσεις (δηλαδή του διαχωρισμού ιδιοκτησίας και ελέγχου) (Denis and McConnell, 2003: 4).

Οι La Porta, et al. (1998), αντίστοιχα, θεωρούν το νομικό σύστημα θεμελιώδους σημασίας μηχανισμό¹⁷¹ και ισχυρίζονται ότι, στον βαθμό που οι νόμοι μιας χώρας επιβάλλονται και προστατεύουν τα δικαιώματα των επενδυτών, αποτελούν τον βασικότερο παράγοντα για την εξέλιξη της ΕΔ και της χρηματοοικονομικής των επιχειρήσεων. Ειδικότερα, σε έρευνα που πραγματοποίησαν, για τον βαθμό προστασίας των δικαιωμάτων των επενδυτών¹⁷², εξέτασαν τους εταιρικούς νόμους σαράντα εννέα (49) χωρών και απέδειξαν ότι:

¹⁷¹ Ειδικότερα, αυτό που αναφέρουν είναι ότι: “The Law matters” (για περισσότερα, βλ. Kostyuk, Gerner-Beuerle and Apreda, 2011: 28).

¹⁷² Όσον αφορά την Ελλάδα, η προστασία των επενδυτών και η εφαρμογή των νόμων έλαβαν συνολική βαθμολογία 7,12 (με μέγιστο το 10), η οποία παρότι δεν είναι και τόσο χαμηλή, εντούτοις, συγκαταλέγεται μεταξύ των χαμηλότερων, συγκρινόμενη με τις υπόλοιπες Ευρωπαϊκές χώρες.

1^{ov} Στις χώρες όπου η νομική καταγωγή προέρχεται από το κοινοδίκαιο¹⁷³, οι επενδυτές προστατεύονται σε μεγαλύτερο βαθμό απ' όταν αυτή προέρχεται από το αστικό δίκαιο¹⁷⁴ (και συγκεκριμένα το Γαλλικό αστικό δίκαιο), με αποτέλεσμα οι επενδυτές να προτιμούν τις πρώτες¹⁷⁵. Στο ίδιο συμπέρασμα κατέληξαν οι La Porta, et al. (1997), καθώς και οι Demirguc-Kunt και Maksimovic (1998), αποδεικνύοντας ότι στις χώρες του εθιμικού δικαίου τα δικαιώματα των μετόχων μειοψηφίας προστατεύονται αποτελεσματικότερα και οι νόμοι εφαρμόζονται αυστηρότερα (από ότι στις χώρες του αστικού δικαίου).

2^{ov} Στις χώρες όπου η νομική καταγωγή προέρχεται από το κοινοδίκαιο, παρατηρείται καλύτερη ποιότητα επιβολής των νόμων, από τις χώρες όπου ακολουθείται το Γαλλικό civil law.

3^{ov} Στις χώρες με ελλιπή προστασία των επενδυτών αναπτύσσονται υποκατάστατοι μηχανισμοί¹⁷⁶, ενώ τα καλά πρότυπα λογιστικής και προστασίας των επενδυτών συνδέονται περισσότερο με χαμηλούς βαθμούς συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας. Υπονοείται, επομένως, ότι η συγκέντρωση λειτουργεί μειωτικά στην προστασία των επενδυτών.

Αντισταθμίζοντας, επομένως, ότι το νομικό σύστημα διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στη βελτίωση της ΕΔ, καθώς προστατεύει τα δικαιώματα των μετόχων και κυρίως της μειοψηφίας. Για παράδειγμα, στις Η.Π.Α. – μία χώρα με αρκετά ισχυρό νομικό σύστημα – οι μέτοχοι αντιμετωπίζουν μεγαλύτερη προστασία και τα

¹⁷³ Κοινοδίκαιο ή κατά πολλούς εθιμικό δίκαιο (common law). Συγκεκριμένα, είναι οι νόμοι που αναπτύχθηκαν από τους δικαστές, μέσω των αποφάσεων των δικαστηρίων και όχι μέσω νομοθετικής βούλησης. Δηλαδή, παρατηρείται μεγάλη διακριτική ευχέρεια στις αποφάσεις των δικαστηρίων, οι οποίες στη συνέχεια ενσωματώνονται στο νομικό πλαίσιο. Αυτό το νομικό σύστημα χρησιμοποιείται, κυρίως στο Η.Β. και στα έθνη που αντιμετωπίζουν νομική κληρονομιά από την αποικιοκρατία της Βρετανικής Αυτοκρατορίας, όπως: Ηνωμένες Πολιτείες, Μαλαισία, Σιγκαπούρη, Πακιστάν, Σρι Λάνκα, Ινδία, Γκάνα, Καμερούν, Καναδάς, Ιρλανδία, Νέα Ζηλανδία, Νότια Αφρική, Χονγκ Κονγκ και Αυστραλία.

¹⁷⁴ Το αστικό δίκαιο (civil law) είναι ένα νομικό σύστημα εμπνευσμένο από το Ρωμαϊκό Δίκαιο, το πρωτογενές χαρακτηριστικό του οποίου είναι ότι οι νόμοι είναι γραμμένοι σε μία συλλογή – κωδικοποιημένοι – και όχι όπως το κοινοδίκαιο. Δηλαδή, το αστικό δίκαιο βασίζεται σε αναλυτικούς κώδικες και νόμους. Διακρίνεται στο Γαλλικό νομικό σύστημα (που περιλαμβάνει τη Γαλλία, την Ισπανία, κ.ά), το Γερμανικό (Γερμανία, Αυστρία, Βέλγιο, Τσεχοσλοβακία, Ουγγαρία, Ιαπωνία, Κορέα, Γιουγκοσλαβία κ.ά) και το Σκανδιναβικό (Σουηδία, Δανία, Νορβηγία κ.ά). Οι διαφορές μεταξύ των νομικών συστημάτων εντοπίζονται, κυρίως, στον βαθμό προστασίας του συνόλου των επενδυτών και στην αυστηρότητα εφαρμογής των νόμων. Αξίζει, δε, να σημειωθεί ότι η Ελλάδα έχει ένα μικτό νομικό σύστημα (Γαλλικό και Γερμανικό).

¹⁷⁵ Η Γερμανία και οι Σκανδιναβικές χώρες λαμβάνουν μία ενδιάμεση στάση απέναντι στην προστασία των επενδυτών.

¹⁷⁶ Οι υποκατάστατοι αυτοί μηχανισμοί [όπως η υποχρεωτική καταβολή μερισμάτων, η νομική υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών, καθώς και η συγκέντρωση ιδιοκτησίας (δεδομένου ότι οι περισσότερες μελέτες έχουν αποδείξει πως, όταν υφίσταται μεγάλη διασπορά στη μετοχική σύνθεση των επιχειρήσεων, τα δικαιώματα των μετόχων μειοψηφίας προστατεύονται καλύτερα)] χρησιμοποιούνται σε χώρες κυρίως όπου εφαρμόζεται το civil law.

δικαστήρια παρεμβαίνουν, με δυναμικότερο τρόπο, στον κόσμο των επιχειρήσεων (αντίστοιχα και στις ανεπτυγμένες χώρες όπως η Γερμανία και η Ιαπωνία). Στον αντίποδα, όμως, σε χώρες όπως η Ρωσία, που το νομικό σύστημα είναι αρκετά αδύναμο, συχνά παρατηρούνται φαινόμενα παραβιάσεων των δικαιωμάτων των μετόχων (Shleifer and Vishny, 1997).

Αν αναλογιστούμε τον σκοπό χρηματοδότησης μιας επιχείρησης, θα αντιληφθούμε και τη σημαντικότητα που λαμβάνει το νομικό σύστημα που διακατέχει τη συγκεκριμένη εταιρεία. Θέλοντας να απεικονίσουμε τα πράγματα με κατανοητό τρόπο, θα αναδείξουμε έναν απλό, αλλά συνάμα χρήσιμο συλλογισμό.

Ένας επενδυτής¹⁷⁷ χρηματοδοτεί μία επιχείρηση με μοναδικό σκοπό την απολαβή κάποιου μελλοντικού κέρδους. Αυτό που αποκτά, όμως, άμεσα, ως αντάλλαγμα, είναι μεν κάποιο δικαίωμα ελέγχου, ένα μερίδιο δηλαδή (αναλογικό των μετοχών) στην περιουσία της επιχείρησης, αλλά σίγουρα και το δικαίωμα συμμετοχής στη Γενική Συνέλευση (με το δικαίωμα της ψήφου συνήθως αναλογικό των μετοχών)¹⁷⁸. Τι γίνεται όμως όταν η διοίκηση παραβιάζει τον εταιρικό σκοπό; Στην περίπτωση αυτή, οι επενδυτές έχουν ως μοναδικό εργαλείο προάσπισης των ατομικών τους συμφερόντων, τη χρησιμοποίηση των δικαστηρίων, αναδεικνύοντας με τον τρόπο αυτό την ιδιαίτερη σημασία του νομικού συστήματος.

Ανάλογο παράδειγμα αποτελεί και η άσκηση του δικαιώματος της ψήφου. Η περίπτωση αυτή, συγκεκριμένα, περιλαμβάνει την πρόβλεψη της άσκησης του δικαιώματος αυτού από απόσταση, αναδεικνύοντας και προασπίζοντας τα δικαιώματα της μειοψηφίας. Πέραν τούτου, όμως, απαιτείται μία σειρά αποτελεσματικών ενδοεπιχειρησιακών μηχανισμών¹⁷⁹ επικοινωνίας της εταιρείας με τους μετόχους, ώστε να υπάρχει διαφάνεια, έγκυρη πληροφόρηση και προστασία. Ωστόσο, δεν πρέπει να παραλείπεται και το γεγονός ότι η περισσότερη πληροφόρηση μειώνει το κόστος κεφαλαίου των επιχειρήσεων και ενισχύει τη διαφάνεια (Leuz and Verrecchia, 2000), ενώ η υιοθέτηση διεθνώς αποδεκτών λογιστικών προτύπων από τις επιχειρήσεις μειώνει τη μεταβλητότητα της τιμής της μετοχής και τον συντελεστή κινδύνου (Bushee and Noe, 2000).

¹⁷⁷ Ανάλογα συμβαίνει και στους πιστωτές, οι οποίοι όμως έχουν μόνο ως στόχο την απολαβή του τόκου και του κεφαλαίου, δίχως άλλα δικαιώματα.

¹⁷⁸ Ενώ σε περίπτωση που δεν υφίσταται κάτι ανάλογο, προτείνεται από τους περισσότερους κώδικες, ως μηχανισμός για την αποτελεσματική προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων.

¹⁷⁹ Παραδείγματι, τμήμα εξυπηρέτησης μετόχων, τμήμα επικοινωνίας με τους επενδυτές και χρήσης του διαδικτύου, υπηρεσία εταιρικών ανακοινώσεων κ.λπ.

Το ερώτημα που γεννάται, τελικά, είναι κατά πόσον οι χώρες με χαμηλή επενδυτική προστασία (από νόμους και ποιότητα εφαρμογής) υποφέρουν πραγματικά. Η απάντηση δίνεται από τις έρευνες των King και Levine (1993) και Levine και Zervos (1998), οι οποίοι συμπέραναν ότι οι αγορές κεφαλαίου συμβάλουν στην οικονομική ανάπτυξη και επιπλέον, όπως διαπίστωσαν οι Rajan και Zingales (1998), οι χώρες με καλύτερα ανεπτυγμένα χρηματοπιστωτικά συστήματα παρουσιάζουν ανώτερη ανάπτυξη σε τομείς εντάσεως κεφαλαίου, που στηρίζονται – σε μεγαλύτερο βαθμό – στην εξωτερική χρηματοδότηση. Αντίστοιχα, ο Levine (1997) επιβεβαιώνει τα συμπεράσματα των King και Levine (1993), καθώς υποστηρίζει ότι η χρηματοοικονομική ανάπτυξη προάγει την οικονομική ανάπτυξη.

Λαμβάνοντας υπόψη όλα τα ανωτέρω, αντιλαμβανόμαστε ότι υπάρχει μία σύνδεση μεταξύ νομικού συστήματος και οικονομικής ανάπτυξης, καθώς επίσης ότι η χαμηλή προστασία των επενδυτών έχει αρνητικές συνέπειες (όπως αναφέρουν και οι La Porta, et al., 1998).

Συνοψίζοντας, ο βαθμός προστασίας των επενδυτών ποικίλει από χώρα σε χώρα, καθώς τα συμφέροντά τους διασφαλίζονται καλύτερα στις περισσότερο ανεπτυγμένες χώρες, με ισχυρότερα νομικά συστήματα (όπως το Η.Β. και οι Η.Π.Α). Συμπερασματικά, ενώ το νομικό σύστημα, ως εξωτερικός μηχανισμός της ΕΔ, διαδραματίζει ουσιαστικό ρόλο, απαιτείται μια πιο συλλογική προσπάθεια, που θα λαμβάνει υπόψη όλους τους μηχανισμούς, προκειμένου να μειώνονται οι συγκρούσεις και να επιτυγχάνεται ο εταιρικός σκοπός.

4.3.9 Η αγορά εργασίας στελεχών (εξωτερικός μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης)

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η αγορά εργασίας διαμορφώνει το ανταγωνιστικό περιβάλλον που αναπτύσσεται μεταξύ των στελεχών και παράλληλα αποτελεί το κίνητρο για τη βελτίωση της αποτελεσματικότητά τους (Jensen and Meckling, 1976: 328). Συνεπώς, η ανταγωνιστικότητα μεταξύ τους και οι αμοιβές τους διαμορφώνουν ένα πλαίσιο ελέγχου αποτελεσματικότητας και επίτευξης των στόχων.

Παρ' όλα αυτά, όμως, η επιρροή που ασκείται από την αγορά στελεχών είναι περιορισμένη (Eisenberg, 1989· Roe, 2004), ενώ δε χωρά αμφιβολία ότι η περίπτωση

της χρήσης της «δεξαμενής στελεχών»¹⁸⁰ (κυρίως για μικρά και μεσαία στελέχη) συμβάλει στην αύξηση της ανταγωνιστικότητας (Eisenberg, 1989).

Ωστόσο, όμως, αξίζει να σημειωθεί ότι ακόμα και όταν πραγματοποιηθεί η επιλογή, δεν είναι βέβαιο ότι η αγορά των στελεχών θα συνεχίσει να λειτουργεί προληπτικά, ως προς τις επιχειρηματικές επιλογές των υφιστάμενων διαχειριστών. Τούτο, διότι, αν υποθέσουμε ότι ο διαχειριστής προσβλέπει στην αύξηση των αποδοχών του και στη βελτίωση της σταδιοδρομίας του, δε σημαίνει ότι οι λανθασμένες επιχειρηματικές επιλογές του (εξαιτίας της ασυμμετρίας της πληροφόρησης του μετόχου, τόσο για τη δράση του διαχειριστή όσο και για τις ικανότητες και τη διαθεσιμότητα των λοιπών υποψηφίων) θα διακυβεύουν άμεσα τουλάχιστον τους στόχους του. Εξάλλου, αρκετά σημαντικά διευθυντικά στελέχη βρίσκονται ήδη σε προχωρημένο στάδιο της σταδιοδρομίας τους και συνεπώς το κίνητρο της ανταγωνιστικότητας δεν είναι υψηλό, γεγονός που παρατηρείται και ως προς τα κίνητρα της αμοιβής, όταν το στέλεχος χαρακτηρίζεται ήδη από οικονομική ευρωστία (Αθανασίου, 2010: 69-70).

Γίνεται, λοιπόν, άμεσα αντιληπτό ότι όσο το χάσμα της ασύμμετρης πληροφόρησης, μεταξύ διαχειριστών και μετόχων, μεγεθύνεται, τόσο η λειτουργία αυτού του μηχανισμού ελαχιστοποιείται¹⁸¹, καθώς οι διαχειριστές θα λειτουργούν με μοναδικό αυτοσκοπό το προσωπικό όφελος. Επομένως, δημιουργούνται αρκετά ερωτηματικά, σχετικά με το εάν και κατά πόσον ο μηχανισμός αυτός μπορεί να συμβάλει στην επίτευξη του εταιρικού σκοπού. Το βέβαιο, πάντως, είναι ότι οι προσπάθειες των εταιρειών, όπως της PRONED, είναι αυτές που θα αποδείξουν μελλοντικά τη δυναμικότητά του.

4.4 Συμπεράσματα

Η εκτενής ανάλυση των εσωτερικών και εξωτερικών μηχανισμών της ΕΔ επιβεβαιώνει τη πολυσύνθετη φύση και την πολυπλοκότητα του νέου αυτού γνωστικού πεδίου, ενώ συνάμα προσδιορίζει και τους λόγους ανάπτυξης

¹⁸⁰ Ανάλογες προσπάθειες έχουν γίνει από εταιρείες, όπως η PRONED (στο Η.Β.) και η NACD (National Association of Corporate Directors) στις Η.Π.Α., που πρωταρχικό στόχο έχουν να παρέχουν μία «δεξαμενή» ανεξάρτητων και ειδικευμένων στελεχών (μελών Δ.Σ.) στις εταιρείες, καθώς επίσης και πληροφορίες, μέσω συνεδρίων κ.λπ., για θέματα αμοιβών στελεχών, αξιολογήσεων κ.ά.

¹⁸¹ Βέβαια, δεν πρέπει να παραληφθεί το γεγονός ότι, ακόμη και αν οι μέτοχοι δεν είναι σε θέση να «τιμωρήσουν» ένα μάνατζερ για κακή απόδοση, ο μάνατζερ δεν είναι σε θέση να αποφύγει την αρνητική φήμη που θα ακολουθήσει την κακή του απόδοση (Cabral, 2003: 59).

διαφορετικών συστημάτων ΕΔ (όπως διατυπώθηκε και στο δεύτερο κεφάλαιο). Ειδικότερα, μέσα από τη βιβλιογραφική επισκόπηση διαπιστώνεται ο προφανής λόγος ύπαρξης των ανωτέρω μηχανισμών, ήτοι της άμβλυνσης του προβλήματος μεταξύ εντολέα και εντολοδόχου, με βασικούς στόχους τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων και την ικανοποίηση των άμεσα ενδιαφερόμενων ομάδων.

Κατ' αυτήν την έννοια, καθίσταται σαφές ότι ορισμένοι μηχανισμοί μπορεί να είναι περισσότερο ανεπτυγμένοι σε κάποιες χώρες, απ' ό,τι σε κάποιες άλλες, διαμορφώνοντας τη μοναδικότητα του εκάστοτε συστήματος ΕΔ¹⁸². Ωστόσο, δε θα πρέπει να παραλείπεται και το γεγονός, ότι το σύνολο των μηχανισμών αυτών λειτουργούν συμπληρωματικά, ως προς τη βελτίωση της ποιότητας της ΕΔ, ενώ διαπιστώνεται ορισμένοι εξ αυτών να λειτουργούν σε ένα πλαίσιο τόσο «συμπληρωματικότητας» όσο και «υποκατάστασης» (παραδείγματος χάριν μεταξύ εσωτερικού ελέγχου και επιτροπής ελέγχου).

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την επισκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας συνοψίζονται: 1^ο στην ύπαρξη ελάχιστων, συγκριτικά, εμπειρικών μελετών, περί των εσωτερικών συστημάτων ΕΔ – περιπτώσεων, όπως η Ελλάδα και η ηπειρωτική Ευρώπη, εν αντιθέσει των αναφορών των αντίστοιχων εξωτερικών συστημάτων, για χώρες όπως οι Η.Π.Α. και το Η.Β., 2^ο στην ανάγκη της εμπειρικής βιβλιογραφίας¹⁸³ για περαιτέρω έρευνα, προκειμένου να διαμορφωθεί μία παγκόσμια θεωρία ΕΔ¹⁸⁴ και 3^ο στην επιβεβαίωση του καταλληλότερου συστήματος ΕΔ, ως αυτού που αναπτύσσεται είτε με την πρωτοβουλία της ίδιας της επιχείρησης, είτε μέσω της επιβολής του από την κοινωνία και το κράτος ή με τον κατάλληλο συνδυασμό και των τριών (Καραμάνης, 2008: 127).

¹⁸² Κυρίως, λόγω του σταδίου ανάπτυξης της κάθε χώρας.

¹⁸³ Πέραν των εμφανών ελλείψεων εμπειρικών εργασιών για αναδυόμενες οικονομίες, υπάρχουν αρκετά θέματα, με άλλοτε ξεκάθαρα και άλλοτε αντικρουόμενα ευρήματα, ως προς τι αποτελεί καλή πρακτική για μία εταιρεία.

¹⁸⁴ Ο συντάκτης του περιοδικού *Corporate Governance: An International Review* αναφέρει, ως βασικό σκοπό ίδρυσης του περιοδικού, τη δημιουργία μίας Παγκόσμιας Θεωρίας περί ΕΔ. Και πράγματι, αυτό που συνάγεται απ' την επισκόπηση του κεφαλαίου είναι ότι η «μοναδική λύση» είναι η δημιουργία περισσότερων μελετών, που να εστιάζουν και στις αναδυόμενες αγορές (όχι μόνο στις ανεπτυγμένες, όπως είθισται να συμβαίνει).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΩΝ ΚΥΡΙΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΕΔ

Το παρόν κεφάλαιο στοχεύει: αφενός στην ανάδειξη των πλεονεκτημάτων, μειονεκτημάτων και περιορισμών των κυριότερων ακαδημαϊκών και εμπορικών δεικτών, που έχουν δημιουργηθεί για την αξιολόγηση της ποιότητας της ΕΔ και αφετέρου, στην παρουσίαση των σημαντικότερων εμπειρικών ερευνών περί ΕΔ και εταιρικής αποδοτικότητας. Απώτερος σκοπός είναι η παροχή κατεύθυνσης των μελλοντικών ερευνών, αναφορικά με τη διαμόρφωση ενός αξιόπιστου δείκτη αξιολόγησης της ΕΔ των εισηγμένων εταιρειών.

5.1 Εισαγωγή

Όπως έχει ήδη αναφερθεί σε προηγούμενα κεφάλαια, η έννοια της ΕΔ έχει αποτελέσει, τα τελευταία χρόνια, τον εφελτήριο μηχανισμό για την αποφυγή εταιρικών σκανδάλων, παρέχοντας προστασία σε όσους έχουν έννομα συμφέροντα από την επιχείρηση. Κατά αυτόν τον τρόπο, η επιθυμία απεικόνισης της ανταγωνιστικής θέσης της κάθε επιχείρησης, ως προς την προστασία των επενδυτών, ανέδειξε την ανάγκη της αξιολόγησης της ΕΔ – μίας τάσης που “γεννήθηκε από τις αυθόρμητες ανάγκες των επενδυτών, τις υπηρεσίες παρακολούθησης των κυβερνήσεων και τις εισηγμένες εταιρείες” (Li, 2008: 12).

Πράγματι, οι λόγοι της ανάπτυξης του γνωστικού αυτού πεδίου¹⁸⁵ είναι προφανείς¹⁸⁶, καθώς τα κράτη, οι μέτοχοι και οι εταιρείες μπορούν, με τη χρήση του συγκεκριμένου «δείκτη – εργαλείου», να προβλέψουν και να ανιχνεύσουν παράγοντες, δομές και καταστάσεις, που συμβάλλουν στην αποτυχία ή την επιτυχία (των εταιρειών) (Lazarides, et al., 2008· Λαζαρίδης και Δρυμπέτας, 2011: 267). Για τον λόγο αυτό, η συμβουλευτική περί ΕΔ έχει λάβει τεράστιες διαστάσεις και έχει αναπτυχθεί μια αρκετά δραστήρια και κερδοφόρα αγορά αξιολογητών, από έναν σημαντικό αριθμό εταιρειών, όπως η Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA), η Governance Metrics International (GMI), η Risk Metrics International¹⁸⁷ και η Standard and Poor’s (S&P) (Daines, Gow and Larcker, 2010: 439).

Όλα τα παραπάνω αναδεικνύουν, με τον πιο εύληπτο τρόπο, τη συμβολή της αξιολόγησης της ποιότητας της ΕΔ στη βελτίωση της χρηματοοικονομικής ανάλυσης¹⁸⁸, ως αναπόσπαστο τμήμα για την εξαγωγή συμπερασμάτων και χρήσιμων εκτιμήσεων, απαλείφοντας τις οιοσδήποτε μη συστημικές αποφάσεις¹⁸⁹. Επομένως, όπως αποτυπώνεται και από τη θεωρία αντιπροσώπευσης (Jensen and Meckling, 1976), θα πρέπει να υπάρχει μία θετική σχέση μεταξύ της (βελτίωσης) της ποιότητας της ΕΔ και της εταιρικής αποδοτικότητας, που να προέρχεται από την ενίσχυση της

¹⁸⁵ Του κλάδου της ΕΔ (που δημιουργήθηκε μέσα στα τελευταία 20-25 χρόνια) και της μεθοδολογικής προσέγγισης για την αξιολόγηση της ποιότητας της ΕΔ.

¹⁸⁶ Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. Κεφάλαιο 1.3, «Οφέλη αξιολόγησης της ποιότητας της ΕΔ».

¹⁸⁷ Γνωστή παλαιότερα και ως Institutional Shareholder Services (ISS).

¹⁸⁸ Η οποία αποτελεί ένα αναπόσπαστο τμήμα του ευρύτερου πλαισίου της επιχειρησιακής ανάλυσης.

¹⁸⁹ Υπό την έννοια της επιλογής απόφασης, που έχει ως βασικό στόχο την προστασία του πλούτου των μετόχων (βλ. Γκίκας, Παπαδάκη και Σιουγλέ, 2010: 20).

αποδοτικότητα¹⁹⁰ των στελεχών, μέσω των καταλληλότερων μηχανισμών ελέγχου (Shleifer and Vishny, 1997· Renders, Gaeremynck and Sercu, 2010: 87).

Ωστόσο, όμως, η διεθνής βιβλιογραφία εντοπίζει και αρκετά προβλήματα, που πηγάζουν από την απουσία μιας κοινά αποδεκτής μεθοδολογίας (για την αξιολόγηση της ΕΔ), δημιουργώντας σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ ερευνητών και εμπορικών δεικτών και ενισχύοντας, κατά αυτόν τον τρόπο, την ανορθόδοξη χρησιμοποίηση των αποτελεσμάτων τους. Χαρακτηριστική είναι η παρατήρηση των Ξανθάκη, Τσιπούρη και Σπανό (2003: 129), που όπως αναφέρουν, «η προσπάθεια ποσοτικοποίησης ποιοτικών παραμέτρων είναι εκ της φύσεώς της δύσκολη», με τις δυσκολίες αυτές να εντοπίζονται «τόσο στην επιλογή των κριτηρίων¹⁹¹ αξιολόγησης και των σταθμίσεων, όσο και στη διαδικασία συγκέντρωσης, επεξεργασίας και παρουσίασης των αποτελεσμάτων αξιολόγησης».

Για τον σκοπό αυτό, στη συνέχεια του κεφαλαίου, παρουσιάζονται οι δείκτες ΕΔ, όπως έχουν – κατά καιρούς – διαμορφωθεί, από τις εμπορικές εταιρείες και τους ακαδημαϊκούς· αναδεικνύοντας τα πλεονεκτήματα, τα μειονεκτήματα και τους περιορισμούς αυτών, ενώ, τέλος, συγκεντρώνονται οι σημαντικότερες, μεταξύ διαφόρων ερευνητών, μελέτες και προτείνονται νέες «κατευθύνσεις», για μελλοντικές έρευνες.

5.2 Εμπορικοί και ακαδημαϊκοί δείκτες αξιολόγησης της ΕΔ

5.2.1 Εισαγωγή

Στη διεθνή βιβλιογραφία της αξιολόγησης της ΕΔ και της συσχέτισής της με την εταιρική αποδοτικότητα διακρίνονται δύο είδη εμπειρικών ερευνών, σχετικά με τον τρόπο άντλησης των δεδομένων: (i) αυτών που χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις των εμπορικών εταιρειών – οργανισμών (rating agencies) και (ii) εκείνων που συλλέγουν πρωτογενή δεδομένα και κατασκευάζουν δείκτες αξιολόγησης, με τη χρήση μιας «κοινής πρακτικής».

¹⁹⁰ Μέσω της επένδυση σε έργα με θετική ΚΠΑ και της ελαχιστοποίησης της σπατάλης των εταιρικών πόρων.

¹⁹¹ Εννοώντας τόσο τα κριτήρια (κατηγορίες) ταξινόμησης των μεταβλητών, όσο και το πλαίσιο άντλησης των μεταβλητών (αποδεκτοί κώδικες, εμπειρική βιβλιογραφία ΕΔ κ.τ.λ.).

5.2.2 Εμπορικοί δείκτες

Εστιάζοντας αρχικά στην ανάπτυξη και χρήση εμπορικών δεικτών ΕΔ, θα μπορούσαμε να διακρίνουμε την προσπάθεια τεσσάρων, κυρίως, εμπορικών εταιρειών – οργανισμών: (i) της Governance Metrics International (GMI), (ii) της Risk Metrics International, (iii) της Credit Lyonnais Securities Asia και (iv) της Standard and Poor's (S&P) και να συνοψίσουμε τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα που αυτοί παρουσιάζουν:

5.2.2.1 Governance Metrics International (GMI)

Η Governance Metrics International (GMI) είναι μία εμπορική εταιρεία, που ιδρύθηκε¹⁹² το 2010 και δραστηριοποιείται στην παροχή υπηρεσιών αξιολόγησης της ΕΔ και συμβουλευτικής περί διαχείρισης κινδύνου. Στο πλαίσιο της ανάπτυξης ενός δείκτη ΕΔ, έχει συγκεντρώσει και αναλύσει 600 μεταβλητές, από επτά βασικά κριτήρια, που αφορούν: i) τη λογοδοσία του Δ.Σ., ii) τη χρηματοοικονομική διαφάνεια και τον εσωτερικό έλεγχο, iii) τη φήμη και την κοινωνική υπευθυνότητα, iv) τις αμοιβές των στελεχών, v) την αγορά εταιρικού ελέγχου, vi) το ιδιοκτησιακό καθεστώς και vii) τα δικαιώματα των μετόχων. Χαρακτηριστικό στοιχείο, του εν λόγω δείκτη, αποτελεί τόσο η «άντληση» μεταβλητών, κατά βάση από κώδικες ΕΔ, όπως του Ο.Ο.Σ.Α. (2004) και του Business Rountable¹⁹³, όσο και η αξιολόγηση του υποδείγματος, μέσω διαθέσιμων δημοσιοποιηθέντων στοιχείων, από ετήσιες εκθέσεις, εταιρικές ιστοσελίδες, εταιρικές ανακοινώσεις, εμπιστευτικά έγγραφα, και συνεντεύξεις διευθυντικών στελεχών και μελών του Δ.Σ. Ωστόσο, δε θα πρέπει να παραληφθεί και το γεγονός ότι ο συγκεκριμένος δείκτης καλύπτει 4.318 εταιρείες, σε 16 διαφορετικές χώρες, βαθμολογώντας τις σε μία κλίμακα από 1 (κατώτατη τιμή) έως 10 (ανώτερη τιμή).

¹⁹² Συγκροτήθηκε το 2010, από τη συγχώνευση τριών εταιρειών, της εταιρείας The Corporate Library (TCL), της Governance Metrics International (GMI) και της Audit Integrity.

¹⁹³ Είναι μία ένωση διευθυνόντων συμβούλων, των μεγαλύτερων εταιρειών των Η.Π.Α.

5.2.2.2 Risk Metrics /Institutional Shareholder Services (ISS)

Η Risk Metrics International αποτελεί τη μεγαλύτερη¹⁹⁴ συμβουλευτική εταιρεία στην παροχή εργαλείων υποστήριξης επενδυτικών αποφάσεων, η οποία παρέχει υπηρεσίες για θέματα ΕΔ, σε μια σειρά εταιρειών, θεσμικών επενδυτών, ρυθμιστικών αρχών και Μ.Μ.Ε.¹⁹⁵ Για τον σκοπό αυτό, είχε αναπτύξει ένα δείκτη, γνωστό και ως **Corporate Governance Quotient (CGQ)**, ο οποίος, εν συνεχεία, αντικαταστάθηκε¹⁹⁶ από τον **Governance Risk Indicators (GRId)**. Και στις δύο περιπτώσεις, δημιουργήθηκε μία κοινή βάση δεδομένων, η οποία περιλαμβάνει τις αξιολογήσεις τουλάχιστον 8.000 εταιρειών, σε χώρες όπως οι Η.Π.Α., ο Καναδάς, η Γαλλία, το Η.Β., η Ολλανδία και η Σουηδία.

5.2.2.2.1 Corporate Governance Quotient (CGQ)

Για τη σύνθεση του δείκτη χρησιμοποιήθηκαν 65 μεταβλητές, οι οποίες ταξινομήθηκαν σε 8 κριτήρια¹⁹⁷, όπως: i) Δ.Σ., ii) εσωτερικό έλεγχο, iii) καταστατικό/εσωτερικοί κανονισμοί, iv) νόμοι της εκάστοτε πολιτείας, v) αμοιβές μελών Δ.Σ., vi) ποιοτικοί παράγοντες, vii) ιδιοκτησία και viii) εκπαίδευση μελών Δ.Σ. Αξίζει να αναφερθεί ότι οι μεταβλητές «αντλήθηκαν» από διάφορους κώδικες ΕΔ, βασιζόμενοι σε μία επισκόπηση της βιβλιογραφίας της ΕΔ, σε συνεργασία με τους ειδικούς της αγοράς· ενώ έπειτα ακολούθησε στατιστική ανάλυση, για τον προσδιορισμό συσχέτισης, μεταξύ κάθε μεταβλητής και της εταιρικής αποδοτικότητας. Στο τέλος, η ISS χρησιμοποιούσε τα αποτελέσματα, για τον προσδιορισμό της στάθμησης της κάθε κατηγορίας και την αξιολόγηση της κάθε εταιρείας, με μία κλίμακα από 1 (κατώτατη τιμή) έως 100 (ανώτατη τιμή), όπου κάθε βελτίωση της αξιολόγησης προσδιόριζε και μία βελτίωση της ποιότητας της ΕΔ.

¹⁹⁴ «Υποστηρίζεται από περισσότερους από 1.700 θεσμικούς επενδυτές και διαχειρίζεται περισσότερα από 26 τρισεκατομμύρια δολάρια, σε περιουσιακά στοιχεία, συμπεριλαμβάνοντας 24 από τα 25 μεγαλύτερα αμοιβαία κεφάλαια, τους 25 κορυφαίους διαχειριστές κεφαλαίων και 17 από τα 25 μεγαλύτερα συνταξιοδοτικά ταμεία» (Daines, Gow and Larcker, 2010: 439).

¹⁹⁵ Για περισσότερα, βλ. τον επίσημο ιστότοπο: <http://www.issgovernance.com/about>

¹⁹⁶ Η αντικατάσταση του δείκτη «CGQ» από τον «GRId» έγινε στις 17 Μαρτίου 2010.

¹⁹⁷ Για μεγαλύτερη ανάλυση, βλ.

http://www.exqty.com/Media/Publications/PLI_Annual%20Disclosure_Sh%20Proposals%20and%20Corp%20Gov_Chicago_2009.pdf και http://www.jonesday.com/files/News/50c73b9e-ac03-4a23-9c4c-226b2fc83841/Presentation/NewsAttachment/43340150-dc3a-4eeb-9375-ad5e4f990bf7/CGQ%20ppt_total.pdf

Αξιοσημείωτο αποτελεί το γεγονός ότι παρέχονταν δύο βαθμολογίες, για κάθε εταιρεία, μία βαθμολογία όπου προσδιόριζε τις εταιρικές πρακτικές της εταιρείας, σε σύγκριση με τις άλλες εταιρείες της ίδιας αγοράς, ενώ στη δεύτερη βαθμολογία προσδιορίζονταν οι πρακτικές της εταιρείας, σε σύγκριση με τις άλλες εταιρείες του ίδιου κλάδου.

5.2.2.2.2 Governance Risk Indicators (GRId)

Ο δείκτης αυτός¹⁹⁸, για την αξιολόγηση της εκάστοτε εταιρείας, λαμβάνει υπόψη τη χώρα προέλευσής της και συνεκτιμά το ιδιαίτερο καθεστώς στο οποίο αυτή υπάγεται και από το οποίο επηρεάζεται. Παράλληλα, χρησιμοποιεί μια σειρά βέλτιστων πρακτικών, τις οποίες έχει εντοπίσει και συγκεντρώσει, σε μια βάση δεδομένων, συγκρίνοντάς τες με τις πρακτικές που εφαρμόζει η κάθε εταιρεία και τροποποιώντας όσες δεν μπορούν να υιοθετηθούν, βάσει νομοθεσίας και λοιπών περιορισμών. Κατά αυτόν τον τρόπο, το γενικό υπόδειγμα περιλαμβάνει 63 μεταβλητές¹⁹⁹ (στην περίπτωση της Αμερικής), προερχόμενες από 4 ευρύτερα κριτήρια: i. τον εσωτερικό έλεγχο, ii. τη δομή του Δ.Σ., iii. τις αμοιβές και iv. τα δικαιώματα των μετόχων) και αρκετά υποκριτήρια (π.χ. το μέγεθος και η σύνθεση του Δ.Σ.²⁰⁰ – που υπάγεται στο κριτήριο της δομής του Δ.Σ.) και τροποποιημένες σε κάποιο βαθμό, ούτως ώστε να αντικατοπτρίζουν την αγορά στην οποία αναφέρονται. Στη συνέχεια, κάθε μεταβλητή βαθμολογείται σε μία 10βάθμια κλίμακα²⁰¹ (όπου το -5 αποτελεί τη χαμηλότερη τιμή και το 5 την υψηλότερη) και λαμβάνει μία μοναδική στάθμιση²⁰² (που εξαρτάται από τη γεωγραφική περιοχή της εξεταζόμενης εταιρείας), ενώ το σύνολο των μεταβλητών αθροίζονται σε κάθε υποκριτήριο (αρχικά) και

¹⁹⁸ Για εκτενής ανάλυση του δείκτη, της μεθοδολογίας, των μεταβλητών και των κατηγοριών, βλ.: http://issgovernance.com/files/GRId2.0_TechnicalDocument20120306.pdf

¹⁹⁹ Οι μεταβλητές κυμαίνονται μεταξύ 60-80, ανάλογα με τη χώρα στην οποία υπάγεται η κάθε εταιρεία.

²⁰⁰ Στο υποκριτήριο Μέγεθος και Σύνθεση του Δ.Σ., όσο πιο ανεξάρτητο είναι αυτό, τόσο μεγαλύτερη βαθμολογία λαμβάνει. Δηλαδή, οι μεταβλητές ταξινομούνται, με τέτοιο τρόπο, ώστε να έχουν κάποια οριακή συνεισφορά σε κάθε υποκριτήριο.

²⁰¹ Όπου το μηδέν αντιπροσωπεύει την ουδέτερη «περιοχή», ενώ οι θετικοί αριθμοί αντιπροσωπεύουν «χαμηλή ανησυχία» και οι αρνητικοί «υψηλή ανησυχία».

²⁰² Λαμβάνεται υπόψη η σημαντικότητα της εκάστοτε μεταβλητής, βασισμένη στις «τοπικές βέλτιστες πρακτικές» της «αγοράς» που δραστηριοποιείται η εταιρεία. Γενικότερα, θα λέγαμε ότι η RiskMetrics προσπαθεί να μη δημιουργεί ένα εξολοκλήρου νέο υπόδειγμα για κάθε χώρα, αλλά να προσαρμόζει το βασικό, για χρήση σε διάφορες χώρες, τροποποιώντας, κυρίως, τη στάθμιση της κάθε μεταβλητής. Μέσα από τη στάθμιση, δηλαδή, προσδίδεται η ανάλογη βαρύτητα, που διαμορφώνει το πρόβλημα ΕΔ της κάθε χώρας. Βέβαια, είναι αυτονόητο ότι οι παραλείψεις που δημιουργούνται σε μία τέτοια «τακτική» είναι αρκετές, γεγονός που αναλύεται διεξοδικά στη συνέχεια.

κριτήριο (μετέπειτα), ώστε να συγκεντρωθεί η «συνολική στάθμιση» (για καθένα εκ των τεσσάρων κριτηρίων). Επιπλέον, λαμβάνοντας τα αποτελέσματα της συνολικής αξιολόγησης, η εταιρεία προβαίνει και στην εκτίμησή²⁰³ του κινδύνου, ως υψηλού, μεσαίου, ή χαμηλού – για κάθε κριτήριο²⁰⁴ – και εξάγει την τελική βαθμολογία. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί, όπως αναφέρει η Risk Metrics/ISS, ότι οι βαθμολογίες του δείκτη (GRId) δεν έχουν ως στόχο την πρόβλεψη των μελλοντικών λειτουργικών αποδόσεων ή των αποδόσεων των μετόχων, αλλά την παροχή βοήθειας, προς τους θεσμικούς επενδυτές και τους συμμετέχοντες στη χρηματοπιστωτική αγορά, ως προς την εκτίμηση και τον περιορισμό του επενδυτικού κινδύνου²⁰⁵ (Larcker and Tayan, 2011: 440).

5.2.2.3 Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA)

Η εταιρεία Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) ιδρύθηκε το 1986 στο Χονγκ Κονγκ και αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες εταιρείες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και διαχείρισης κεφαλαίων, για εταιρικούς και θεσμικούς φορείς, ενώ έχει εξειδικευθεί και σε θέματα παροχής συμβουλών, περί ΕΔ, για αναδυόμενες αγορές, όπως η Σιγκαπούρη, το Χονγκ Κονγκ, η Ταϊλάνδη, η Μαλαισία, η Κίνα, η Κορέα, η Ινδονησία και οι Φιλιππίνες. Για τον σκοπό αυτό, έχει αναπτύξει ένα δείκτη ΕΔ²⁰⁶, που αποτελείται από 57 μεταβλητές²⁰⁷, ταξινομημένες σε επτά κριτήρια: i) την πειθαρχία (8 μεταβλητές), ii) τη διαφάνεια (9 μεταβλητές), iii) την ανεξαρτησία του Δ.Σ. (7 μεταβλητές), iv) τη λογοδοσία (8 μεταβλητές), v) την υπευθυνότητα (7 μεταβλητές), vi) τη δίκαιη μεταχείριση των μετόχων μειοψηφίας (7 μεταβλητές) και την ΕΚΕ (11 μεταβλητές – ως προσθήκη στο βασικό μοντέλο). Στο υπόδειγμα αυτό αποδίδεται μια βαρύτητα της τάξης του 15% – για καθένα από τα έξι πρώτα κριτήρια – και 10% για το τελευταίο, σταθμίζοντας ισοδύναμα (ισοσταθμικά) την κάθε μεταβλητή, βάσει του κριτηρίου στο οποίο ανήκει. Εξαίρεση του δείκτη αυτού

²⁰³ Έχοντας, εμφανώς, κάποια όρια κινδύνου – κάποιες τάξεις αναφοράς.

²⁰⁴ Δηλαδή, της δομής του Δ.Σ., των δικαιωμάτων των μετόχων, του εσωτερικού ελέγχου και των αμοιβών.

²⁰⁵ «Οι ισχυρισμοί αυτοί είναι αντιφατικοί, καθώς ο κίνδυνος συνδέεται με την απόδοση», υποσημείωση στους Larcker και Tayan (2011: 455).

²⁰⁶ Για εκτενής μελέτη, βλ. http://www.acga-asia.org/public/files/CG_Watch_2010_Extract.pdf

²⁰⁷ Η εταιρεία χρησιμοποιούσε 10 μεταβλητές, επιπλέον από το βασικό της υπόδειγμα, διαπιστώνοντας, ωστόσο, ότι τελικά δεν παρουσίαζαν κάποια διακύμανση μεταξύ των εταιρειών (ως προς την υιοθέτησή τους και για το 90% των εταιρειών που τις εφαρμόζαν) και αποφασίζοντας να τις αφαιρέσουν, ώστε να υπάρχει μεγαλύτερη επίδραση των εναπομεινάντων μεταβλητών με τον γενικό δείκτη.

αποτελεί η ποινή που επιβάλλεται σε 16 συγκεκριμένες μεταβλητές (ίση με το ένα τέταρτο²⁰⁸ της οριακής της συνεισφοράς), όταν αυτές δεν εφαρμόζονται από μια εταιρεία· ενώ δεν πρέπει να παραληφθεί το γεγονός ότι ο δείκτης βασίζεται σε αντικειμενικές εκτιμήσεις, της ένδειξης Ναι/Όχι, κατά 70%, μετριάζοντας την υποκειμενικότητα των απαντήσεων (Cheung, Stouraitis and Tan, 2011: 251). Τέλος, επισημαίνεται ότι η CLSA χρησιμοποιεί το συγκεκριμένο υπόδειγμα αξιολόγησης της ποιότητας της ΕΔ (σε μία κλίμακα από 1 – χαμηλότερη τιμή – έως 100 – υψηλότερη τιμή), για εμπορικούς σκοπούς.

5.2.2.4 Standard and Poor's (S&P)

Η εταιρεία Standard and Poor's (S&P), που αποτελεί έναν από τους μεγαλύτερους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης, προσφέρει, πέραν των διαφόρων συμβουλευτικών υπηρεσιών περί επενδύσεων, πιστοληπτικής ικανότητας κ.τ.λ. και υπηρεσίες ΕΔ. Ειδικότερα, για τον σκοπό αυτό, η εταιρεία έχει δημιουργήσει ένα δείκτη ΕΔ, γνωστό και ως «Corporate Governance Score» (CGS), ο οποίος αποτελείται από τέσσερα κριτήρια: i) την ιδιοκτησιακή δομή και επιρροή, ii) τις σχέσεις και τα δικαιώματα όλων των εταίρων, iii) τη διαφάνεια και δημοσιοποίηση πληροφοριών και iv) τη δομή και τις διαδικασίες του Δ.Σ.²⁰⁹ Ειδικότερα, ο δείκτης αυτός βασίζεται σε βέλτιστες πρακτικές και κυρίως σε πρακτικές που εμπεριέχονται σε κώδικες, όπως του Ο.Ο.Σ.Α. (2004) και της Παγκόσμιας Τράπεζας, ενώ αποδίδει, για κάθε εταιρεία, μια βαθμολογία από 1 (χαμηλότερη τιμή) έως 10 (υψηλότερη τιμή), μέσω τόσο μιας ενδελεχής μελέτης δημόσιων και μη πληροφοριών, όσο και μέσω της χρήσεως προσωπικών συνεντεύξεων με ανώτερα στελέχη. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι ο δείκτης CGS βασίζεται, πρωτίστως, σε εσωτερικούς μηχανισμούς της επιχείρησης (που είναι και ευκολότερα ελεγχόμενοι) και δευτερευόντως σε εξωτερικούς²¹⁰ (που ποσοτικοποιούνται δυσκολότερα).

²⁰⁸ Δηλαδή, στις μεταβλητές αυτές δεν αποδίδεται η τιμή μηδέν (η απουσία ύπαρξής της), αλλά -¼ της βαρύτητας της μεταβλητής.

²⁰⁹ Για καθένα από αυτά έχει δημοσιοποιηθεί μια γενική περιγραφή, χωρίς, όμως, να υπάρχει ειδικότερη πληροφόρηση για τα υποκριτήρια στα οποία διακρίνονται.

²¹⁰ Οι εξωτερικοί μηχανισμοί χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό, κατά κάποιον βαθμό, του κινδύνου της εκάστοτε χώρας (λαμβάνοντας υπόψη το νομικό καθεστώς και τη λειτουργία της αγοράς).

5.2.2.5 Πλεονεκτήματα, μειονεκτήματα και περιορισμοί των εμπορικών δεικτών

Κατά την προσπάθεια συγκέντρωσης και ανάλυσης των κυριότερων εμπορικών δεικτών, αναδείχθηκαν μια σειρά πλεονεκτημάτων, μειονεκτημάτων και περιορισμών, όπως αναφέρονται στη συνέχεια.

Ειδικότερα, επισημαίνεται ότι ένας ερευνητής θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει, για την αξιολόγηση της ΕΔ, κάποιον εμπορικό δείκτη, καθώς αυτοί: α) χρησιμοποιούν κώδικες ΕΔ – για την άντληση των μεταβλητών – και όχι διάσπαρτες εμπειρικές μελέτες, β) περιλαμβάνουν ένα πλήθος μεταβλητών, γ) ταξινομούν τις εν λόγω μεταβλητές σε μια σειρά από κριτήρια και υποκριτήρια²¹¹, δ) διασταυρώνουν τις πληροφορίες που χρησιμοποιούν (για την αξιολόγηση των μεταβλητών), από αρκετές πηγές και ε) σταθμίζουν το κάθε κριτήριο, υποκριτήριο και μεταβλητή, ως προς τη σπουδαιότητά του στο συνολικό μοντέλο.

Ωστόσο, όμως, η χρήση των δεικτών αυτών παρουσιάζει και **μειονεκτήματα**, καθώς: α) ένας μεγάλος αριθμός μεταβλητών βασίζεται σε υποκειμενικές απόψεις²¹², β) το περιεχόμενο των μεταβλητών (του εκάστοτε δείκτη) δεν παρέχει πλήρης διαφάνεια, γ) οι μεταβλητές που συνθέτουν τα διάφορα κριτήρια και υποκριτήρια ελέγχονται εκ των προτέρων, ως προς τη συσχέτισή τους με την αποδοτικότητα, δ) επιπλέον (οι μεταβλητές αυτές) δεν ελέγχονται, μέσω κάποιας στατιστικής ανάλυσης, ε) η μεθοδολογία στάθμισης δεν είναι διαφανής, στ) η στάθμιση των κριτηρίων προσδιορίζεται από τη στάθμιση των μεταβλητών (και όχι αντιστρόφως)²¹³, ζ) οι

²¹¹ Για παράδειγμα, ο δείκτης της Risk Metrics (GRId) και της S&P ταξινομούν τις μεταβλητές σε υποκριτήρια και όχι σε κριτήρια, παρέχοντας μεγαλύτερη ανάλυση, ως προς την κατηγοριοποίηση (ταξινόμηση 2^{ου} βαθμού).

²¹² Ειδικότερα, η CLSA αναφέρει ότι μόνο το 70% των αξιολογήσεων των μεταβλητών βασίζονται σε αντικειμενικές πληροφορίες (Cheung, Stouraitis and Tan, 2011: 271).

²¹³ Ο «ειδικός», που συμμετέχει στη στάθμιση των εν λόγω υποδειγμάτων, επιλέγει μία κλίμακα, για κάθε μία μεταβλητή (ποσό σημαντική δηλαδή τη θεωρεί) του συστήματος, στο οποίο σχεδιάζεται να εφαρμοσθεί το εκάστοτε υπόδειγμα, υπονοώντας ότι ο «ειδικός» συγκρίνει μεταβλητές και όχι μηχανισμούς. Κατά αυτόν τον τρόπο, λαμβάνοντας υπόψη τη θεωρία της ΕΔ, που αναφέρει ότι «Υπάρχουν διαφορετικοί μηχανισμοί, με διαφορετική συνεισφορά, για κάθε σύστημα ΕΔ, γενικά (και για κάθε χώρα ειδικά), με αποτέλεσμα η κάθε χώρα να απαιτείται να ενεργοποιήσει τους κατάλληλους μηχανισμούς προστασίας των επενδυτών», δημιουργούνται δύο ερωτήματα: (i) Είναι εφικτό η στάθμιση να προσδιορίζεται από κάτω προς τα πάνω (από ειδικό σε γενικό επίπεδο); και (ii) Μπορεί ο ανθρώπινος νους να προσδιορίσει το σύστημα και τις ιδιαίτερες συνθήκες τις εκάστοτε χώρες, προκειμένου να ταξινομήσει τη μεταβλητή σε κριτήρια και υποκριτήρια, για να τη συγκρίνει ως προς τις υπόλοιπες και να δώσει κάποια στάθμιση; Και αν υποθέσουμε ότι αυτό μπορεί να συμβεί, περαιτέρω, ελέγχεται η συγκεκριμένη βαρύτητα που αποδίδει ο «ειδικός» σε μία μεταβλητή; Δηλαδή, ελέγχεται η «συνέπεια» ή «αξιοπιστία» των απαντήσεων των «ειδικών», ως προς την ιεραρχία των μηχανισμών που είχαν θέσει για την απόδοση της συγκεκριμένης απάντησής τους; Συνεπώς, είναι σίγουρο, ότι η μη δημοσιοποίηση δημιουργεί αρκετά ερωτηματικά και λαμβάνοντας ως δεδομένο ότι

εταιρείες δεν δημοσιοποιούν τη συνάρτηση αξιολόγησης της ποιότητας της ΕΔ²¹⁴, η) το κόστος αγοράς των εν λόγω αξιολογήσεων είναι αρκετά μεγάλο και θ) οι προβλέψεις αφορούν, όπως ισχυρίζονται οι περισσότεροι, μελλοντικές λειτουργικές αποδόσεις, καθώς και αποδόσεις μετοχών²¹⁵.

Εμφανώς, οι δείκτες αυτοί δεν καλύπτουν πλήρως την έννοια²¹⁶ της ΕΔ, γεγονός που αποτελεί σημαντικό **περιορισμό**, καθώς δεν λαμβάνουν υπόψη την αγορά προϊόντος, την αγορά εργασίας, και το νομικό σύστημα της κάθε χώρας (ενίοτε), θεωρώντας ότι το μακροοικονομικό περιβάλλον παραμένει σταθερό ή ότι επηρεάζεται εξίσου από όλες τις εταιρείες.

Συνυπολογίζοντας, επομένως, όσα αναφέρθηκαν, γίνεται πλέον κατανοητό ότι οι εμπορικές εταιρείες – οργανισμοί θα μπορούσαν να βελτιώσουν αρκετές παθογένειές τους, αντιπροσωπεύοντας την πραγματική συμβολή της ΕΔ, που δεν είναι άλλη από την προστασία όλων όσων έχουν έννομα συμφέροντα, με αποκλειστικό τίμημα τη διαφάνεια.

5.2.3 Ακαδημαϊκοί δείκτες ΕΔ

Μια άλλη κατηγορία δεικτών αξιολόγησης της ΕΔ αποτελούν οι ακαδημαϊκοί δείκτες, οι οποίοι συγκεντρώθηκαν μέσω μιας διερευνητικής εργασίας διαφόρων μελετών, που απασχόλησαν τη διεθνή βιβλιογραφία κατά τα έτη 1998-2010 και αναλύονται στη συνέχεια.

οι εταιρείες σταθμίζουν, αρχικά, τις μεταβλητές και μετέπειτα τα υποκριτήρια και τα κριτήρια, είναι εύλογο να δημιουργούνται ερωτήματα, σχετικά με την «επιστημονικότητα» και την εφαρμογή μίας τέτοιας μεθόδου. Αντιθέτως, η μόνη πιθανά λογική εξήγηση θα μπορούσε να ήταν η χρήση ενός αριθμητικού μέσου, για τη στάθμιση των μεταβλητών, αλλά ακόμη και αυτό αντιβαίνει τόσο με τη θεωρία, όσο και με τη δυνατότητα ελέγχου της αξιοπιστίας των απαντήσεων των ειδικών (αναφορικά με την ιεραρχία που είχαν διαμορφώσει, προκειμένου να δώσουν την απάντηση αυτή). Εν τέλει, το πιθανότερο είναι η στάθμιση αυτή να προέρχεται από τα ίδια τα δεδομένα (μέσω δομικών εξισώσεων κ.τ.λ.), χωρίς ωστόσο να υπάρχει ξεκάθαρη απάντηση από πλευράς εταιρειών.

²¹⁴ Η συνάρτηση θα μπορούσε να δώσει αρκετές ερευνητικές απαντήσεις, ως προς τη σημαντικότητα των μηχανισμών της εκάστοτε χώρας – συστήματος και τα αποτελέσματα να είναι συγκρίσιμα με αυτά των υπολοίπων εταιρειών, ερευνητών κτλ., ώστε να δύναται να υπάρξει η δυνατότητα δημιουργίας μίας θεωρίας, περί της αξιολόγησης της ποιότητας της ΕΔ.

²¹⁵ Εξ αίρεση αποτελεί ο δείκτης της Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA).

²¹⁶ Γενικά, η έννοια της ΕΔ έχει προσδιοριστεί ως ένα σύστημα ελέγχων, εσωτερικών (δηλαδή του Δ.Σ. και της ιδιοκτησιακής – μετοχικής σύνθεσης) και εξωτερικών (δηλαδή της αγοράς προϊόντος, της αγοράς εταιρικού ελέγχου, της αγοράς εργασίας και του νομικού συστήματος), που βοηθά τις επιχειρήσεις και τους οργανισμούς στη σωστή και αποτελεσματική διαχείριση των πόρων τους (Denis and McConnell, 2003: 2).

5.2.3.1 Παράθεση ακαδημαϊκών δεικτών

Οι La Porta, et al. (1998), εξέτασαν το νομικό σύστημα 49 χωρών, με κύριο σκοπό να διερευνήσουν κατά πόσο ο μηχανισμός αυτός διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στη βελτίωση της ΕΔ. Ειδικότερα, για τον σκοπό αυτό, δημιούργησαν ένα δείκτη ΕΔ²¹⁷ αποτελούμενο από έξι βασικές συνιστώσες²¹⁸ και εν συνεχεία αξιολόγησαν²¹⁹ τις χώρες αυτές. Τα αποτελέσματα της έρευνάς τους έδειξαν ότι, στις χώρες όπου η νομική καταγωγή προέρχεται από το κοινοδίκαιο, οι επενδυτές προστατεύονται σε μεγαλύτερο βαθμό, συγκριτικά με όσες προέρχεται από το αστικό δίκαιο (και δη από το Γαλλικό αστικό δίκαιο) και ως εκ τούτου εκφράζουν μεγαλύτερη προτίμηση στις πρώτες.

Αργότερα, οι Gompers, Ishii και Metrick (2003) εξέτασαν ένα δείγμα 1.500 αμερικάνικων εισηγμένων εταιρειών, κατά την περίοδο 1990-1999 και κατασκεύασαν²²⁰ ένα δείκτη ΕΔ, τον “Governance Index” ή αλλιώς “G-Index²²¹”, αποτελούμενο από 24 μεταβλητές, ομαδοποιημένες σε 5 κριτήρια²²². Με τον τρόπο αυτό, βαθμολόγησαν το επίπεδο των δικαιωμάτων των μετόχων και δημιούργησαν δύο χαρτοφυλάκια: (i) το «δημοκρατικό χαρτοφυλάκιο», το οποίο αποτελείται από τις επιχειρήσεις με τα μεγαλύτερα δικαιώματα και (ii) το «δικτατορικό χαρτοφυλάκιο», που αποτελείται από τις εταιρείες με τα χαμηλότερα δικαιώματα. Σκοπός της έρευνας αυτής ήταν η εξέταση της ΕΔ, σε σχέση με τη χρηματοοικονομική επίδοση, συσχετίζοντας την εξαρτημένη μεταβλητή Tobin’s Q με τον δείκτη G-Index· με τα αποτελέσματα να δείχνουν τις εταιρείες με τα ισχυρότερα δικαιώματα μετόχων να έχουν ετήσιες αποδόσεις, κατά 8,5%, μεγαλύτερες από αυτές με τα λιγότερο ισχυρά (δικαιώματα). Ωστόσο, οι περισσότερο δημοκρατικές εταιρείες είχαν και μεγαλύτερη εταιρική αξία, υψηλότερα κέρδη, μεγαλύτερο ρυθμό πωλήσεων, αλλά και μικρότερες κεφαλαιακές δαπάνες, ενώ είχαν προβεί σε λιγότερες εξαγορές εταιρειών. Αξίζει, βέβαια, να αναφερθούν και οι κριτικές που έχουν αναπτυχθεί για τον εν λόγω δείκτη,

²¹⁷ Οι συνιστώσες αντλήθηκαν από εταιρικούς νόμους και εμπορικούς κώδικες.

²¹⁸ Εκ των οποίων, τρεις εστιάζουν στο δικαίωμα ψήφου των μετόχων (δικαίωμα ψήφου δια αλληλογραφίας, δικαίωμα χωρίς δέσμευση των μετοχών, δύναμη για σύγκληση έκτακτης Γενικής Συνέλευσης) και οι υπόλοιπες στην προστασία των μετόχων μειοψηφίας (αναλογική αντιπροσώπευση του Δ.Σ., λήψη διορθωτικών μέτρων και δικαστικές επεμβάσεις).

²¹⁹ Σε μία 10βάθμια κλίμακα, για τη στοιχειοθέτηση κάθε μίας εκ των συνιστωσών.

²²⁰ Αξίζει να σημειωθεί ότι τα δεδομένα συλλέχθηκαν από τις δημοσιεύσεις του Investor Responsibility Research Center (IRRC).

²²¹ Γνωστό και ως “GIM-Index”.

²²² i) Τακτικές για την καθυστέρηση επιθετικών εξαγορών, ii) δικαιώματα ψήφου, iii) προστασία των συμβούλων, iv) αμυντικοί μηχανισμοί ενάντια των εξαγορών και v) νόμοι του κράτους.

οι οποίες αφορούν τον τρόπο αξιολόγησης της ΕΔ, που κατά κύριο λόγο έγκειται στην καταπολέμηση των μέτρων εξαγοράς, δηλαδή των εξωτερικών μηχανισμών, όταν θα έπρεπε να αξιολογεί και τους εσωτερικούς (Cremers and Nair, 2005). Η άποψη αυτή ενισχύεται και από τους Holmstrom και Kaplan (2001), οι οποίοι θεωρούν ότι οι μηχανισμοί καταπολέμησης εξαγορών είναι λιγότερο σημαντικοί, όσον αφορά την πειθαρχία των διευθυντικών στελεχών.

Στην Ελλάδα, οι Tsiourgi και Xanthakis (2004) μελέτησαν τη συμμόρφωση 120 εισηγμένων εταιρειών, ως προς τις πρακτικές ΕΔ του Ο.Ο.Σ.Α. (1999), για το έτος 2001 και δημιούργησαν έναν δείκτη ΕΔ, με 37 μεταβλητές, ταξινομημένες σε 5 κριτήρια: i) τα δικαιώματα και οι υποχρεώσεις των μετόχων, ii) η διαφάνεια, η δημοσιοποίηση πληροφοριών και ο έλεγχος, iii) το Δ.Σ., iv) τα διευθυντικά στελέχη, v) η δέσμευση για ΕΔ, ο ρόλος των ενδιαφερόμενων μερών και η ΕΚΕ. Η μεθοδολογία αξιολόγησης που χρησιμοποίησαν βασίζεται στη μελέτη της DVGA Scorecard της Γερμανίας και στην αντίστοιχη της εταιρείας Deminor. Ωστόσο, δεν θα πρέπει να παραληφθεί και το γεγονός ότι η στάθμιση των κριτηρίων έγινε μέσω της γνώμης των ειδικών της αγοράς, χωρίς βέβαια να παρέχεται μία επιστημονική τεκμηρίωση περί της μεθοδολογίας που χρησιμοποιήθηκε, παρότι η αξιολόγηση έγινε μέσω προσωπικών συνεντεύξεων (με τη χρήση συγκεκριμένου ερωτηματολογίου). Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν συμμόρφωση των εταιρειών του δείγματος με τις αρχές του κώδικα του Ο.Ο.Σ.Α. (1999), κατά 70,3%.

Μια άλλη μελέτη, κατά το ίδιο έτος, από τους Drobetz, Schillhofer και Zimmermann (2004) εξετάζει τη σύνδεση μεταξύ ποιότητας της ΕΔ και εταιρικής απόδοσης στο χρηματιστήριο της Γερμανίας, για την περίοδο 1998 – 2002, κατασκευάζοντας έναν δείκτη²²³ αξιολόγησης, από 30 μεταβλητές²²⁴, ταξινομημένες σε 5 κατηγορίες²²⁵. Σε αντίθεση με τις υπόλοιπες μελέτες, η αξιολόγηση της ποιότητας της ΕΔ έγινε με αποστολή ερωτηματολογίων, συγκεντρώνοντας ένα δείγμα

²²³ Παρότι χρησιμοποίησαν ενιαία στάθμιση, σε όλες τις μεταβλητές τους, αναγνώρισαν ότι η πρακτική αυτή δεν αντιπροσωπεύει τη σχετική σημαντικότητα της κάθε πρακτικής. Ωστόσο, όμως, προέβησαν στην εν λόγω διαδικασία (πρακτική), λόγω της ύπαρξης διαφάνειας (Drobetz, Schillhofer and Zimmerman, 2004: 273), τονίζοντας, κατ' αυτόν τον τρόπο, την έλλειψη ενός θεωρητικού πλαισίου, για τη μεθοδολογία στάθμισης.

²²⁴ Οι μεταβλητές βασίστηκαν στο Γερμανικό κώδικα ΕΔ (GCGC), τη Γερμανική ισορροπημένη κάρτα επιδόσεων (DVFA German Corporate Governance Scorecard), τις συστάσεις του συνταξιοδοτικού ταμείου CalPERS της Γερμανίας και αντίστοιχα η συλλογή των δεδομένων στηρίχθηκε σε ερωτηματολόγια και σε δεδομένα της εταιρείας Deminor. Βέβαια, η επιβεβαίωση των δεδομένων έγινε μέσω των εταιρικών ιστοσελίδων, των εταιρικών εκθέσεων και των διαθέσιμων στοιχείων.

²²⁵ Οι κατηγορίες ήταν οι εξής: 1^ο δέσμευση ΕΔ, 2^ο δικαιώματα μετόχων, 3^ο διαφάνεια, 4^ο διαχειριστικά και εποπτικά θέματα συμβουλίου και 5^ο έλεγχος.

91 εταιρειών (ποσοστό ανταπόκρισης 36%) και χρησιμοποιώντας ένα εύρος μεταβλητών για την απόδοση, όπως το δείκτη Tobin's Q, τον αριθμοδείκτη αγοραία προς λογιστική αξία και τις μερισματικές αποδόσεις (για το διάστημα 1 Ιανουαρίου 1998 έως 1 Μαρτίου 2002). Τα αποτελέσματα έδειξαν μια θετική σχέση μεταξύ των πρακτικών της ΕΔ και της αποτίμησης των επιχειρήσεων, εν αντιθέσει της αρνητικής σύνδεσης, μεταξύ αναμενόμενης απόδοσης και επιπέδου εφαρμογής της ΕΔ, όταν οι μερισματικές αποδόσεις χρησιμοποιούνται ως υποκατάστατα του κόστους κεφαλαίου. Κατά αυτόν τον τρόπο, αποδείχθηκε ότι η αγορά μετοχών με μεγάλη ποιότητα ΕΔ και η πώληση αντίστοιχων χαμηλής απέφερε υπεραπόδοση, της τάξης του 12% (σε ετήσια βάση, για την εξεταζόμενη περίοδο).

Το 2006, οι Brown και Caylor εξέτασαν τη σχέση μεταξύ ΕΔ και χρηματοοικονομικής απόδοσης, κατασκευάζοντας έναν δείκτη ΕΔ, τον "Gov-Score", με δεδομένα από το Institutional Shareholder Services²²⁶, για 1.868 εταιρίες, κατά το έτος 2003. Ο δείκτης αυτός παρείχε σημαντική συνεισφορά στη διεθνή βιβλιογραφία²²⁷, λαμβάνοντας 51 μεταβλητές, για την κατασκευή του G-Index (οι οποίες ταξινομήθηκαν σε 8 κριτήρια²²⁸ ΕΔ), αντί 24 που περιλάμβανε η έρευνα των Gompers, Ishii και Metrick (2003) και ο οποίος εστίαζε αποκλειστικά στους εξωτερικούς μηχανισμούς ελέγχου των εταιρειών. Ειδικότερα, η διαδικασία που ακολούθησαν συνοψίζεται: 1^ο στην παλινδρόμηση του μέτρου Tobin's Q με τις 51 μεταβλητές, 2^ο στην παλινδρόμηση του Tobin's Q με την κάθε μεταβλητή, προσθέτοντας τις υπόλοιπες 50 και 3^ο στη χρήση σταδιακής παλινδρόμησης, προκειμένου να αναγνωρίσουν ποιες από τις 51 μεταβλητές θα εισαχθούν στο μοντέλο εκτίμησης. Τα αποτελέσματά έδειξαν ότι μόνο ένα μικρό υποσύνολο μεταβλητών, που διατίθενται από εμπορικές εταιρείες, σχετίζονται με την αποτίμηση και την αξία της κάθε εταιρείας· ενώ αξιόλογο είναι και το γεγονός ότι συνέβαλαν στην αξιολόγηση της ποιότητας της ΕΔ, με έναν δείκτη που λαμβάνει υπόψη τις πιο πρόσφατες αλλαγές στο περιβάλλον διακυβέρνησης των εταιρειών και χρησιμοποιεί

²²⁶ Για περισσότερα, βλ. Institutional Shareholder Services (2002), "Corporate Governance Quotient", Brochure (www.isscgq.com).

²²⁷ Για την αξιολόγηση των εταιρειών, χρησιμοποιήσαν δεδομένα από την ISS (η ύπαρξη κάθε μεταβλητής λάμβανε 1 και η μη ύπαρξη 0), ενώ αξίζει να σημειωθεί ότι η στάθμιση που χρησιμοποιήθηκε, σε όλες τις μεταβλητές, ήταν ενιαία.

²²⁸ Τα κριτήρια ήταν τα εξής: i) εσωτερικός έλεγχος (αποτελούμενη από 5 μεταβλητές), ii) Δ.Σ. (16 μεταβλητές), iii) καταστατικό/κανονισμοί (7 μεταβλητές), iv) επιμόρφωση μελών Δ.Σ. (1 μεταβλητή), v) αμοιβές μελών Δ.Σ. και στελεχών (10 μεταβλητές), vi) ιδιοκτησία (4 μεταβλητές), vii) προοδευτικές πρακτικές (7 μεταβλητές) και viii) σύσταση της εταιρείας (1 μεταβλητή).

και εσωτερικούς και εξωτερικούς μηχανισμούς, καλύπτοντας με τον τρόπο αυτό μεγαλύτερο εύρος (εταιρειών).

Παράλληλα, οι Black, Jang και Kim (2006) μελέτησαν τη σχέση που υφίσταντο μεταξύ της ποιότητας της ΕΔ και της αξίας της μετοχής, σε 515 Κορεάτικες εισηγμένες εταιρείες, για το 2001 και ανέπτυξαν έναν δείκτη (ονομαζόμενο και ως “KCGI”) αξιολόγησης, από 38 μεταβλητές, ταξινομημένες σε 5 κριτήρια²²⁹. Αναγνωρίζοντας την έλλειψη μίας θεωρητικής βάσης, για τη στάθμιση των δεδομένων τους, χρησιμοποίησαν την ίδια στάθμιση σε όλες τις μεταβλητές τους και στη συνέχεια απέστειλαν το ερωτηματολόγιο αυτό στο σύνολο των εισηγμένων, στο Κορεάτικο Χρηματιστήριο, εταιρειών. Έπειτα, λαμβάνοντας ένα δείγμα 515 εταιρειών, υπολόγισαν διάφορους αριθμοδείκτες (όπως τον δείκτη Tobin’s Q), προκειμένου να εξετάσουν ενδεχόμενη σύνδεση μεταξύ εταιρικής αξίας, αποδοτικότητας και ποιότητας ΕΔ. Το γεγονός που χρήζει ιδιαίτερης αναφοράς είναι οι έλεγχοι 2SLS και 3SLS που διεξήγαγαν, για την πιθανή ύπαρξη ενδογένειας. Ως αποτέλεσμα, απέδειξαν ότι: 1^ο Η συσχέτιση μεταξύ του δείκτη “KCGI” και της αξίας της μετοχής μιας εταιρείας είναι στατιστικά σημαντική, 2^ο Οι Κορεάτικες εταιρείες που απαρτίζονται από 50% ανεξάρτητα μέλη στο Δ.Σ. αξιολογούνται πιο υψηλά (περίπου 40% μεγαλύτερη αξία μετοχής), αναδεικνύοντας τη σπουδαιότητα ύπαρξης ανεξάρτητων μελών, ακόμη και όταν επιβάλλεται από τη νομοθεσία και 3^ο Η καλύτερη αξιολόγηση ΕΔ δεν προβλέπει την ύπαρξη μεγαλύτερης αποδοτικότητας για την εταιρεία, αλλά χαμηλότερου κόστους εξωτερικού δανεισμού.

Στην Ελλάδα, το 2007, οι Florou και Galarniotis (2007) εξέτασαν την ποιότητα της ΕΔ, σε ένα σύνολο 274 εισηγμένων, στο Χ.Α.Α., εταιρειών, για το έτος 2003 και διαμόρφωσαν έναν δείκτη ΕΔ, βασιζόμενοι στην ελληνική νομοθεσία, τον κώδικα της επιτροπής κεφαλαιαγοράς (1999) και τον κώδικα του Η.Β., Combined Code. Συγκεκριμένα, οι μεταβλητές που χρησιμοποίησαν ήταν 47 και ταξινομήθηκαν σε επτά κριτήρια: i) το Δ.Σ., ii) την επιτροπή αποζημιώσεων, iii) τον εσωτερικό έλεγχο και τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις, iv) τα δικαιώματα των μετόχων, v) τη διαφάνεια και τη δημοσιότητα, vi) τον εξωτερικό έλεγχο και vii) τις εταιρικές υπηρεσίες. Αξίζει να σημειωθεί ότι χρησιμοποίησαν ενιαία στάθμιση – μεταξύ των

²²⁹ Τα κριτήρια ήταν τα εξής: i) δικαιώματα μετόχων, ii) δομή Δ.Σ., iii) διαδικασίες Δ.Σ., iv) στοιχεία που εφαρμόζονται σε εταιρείες που έχουν επιτροπή ελέγχου και v) γνωστοποίηση.

μεταβλητών και των κριτηρίων – και τα αποτελέσματά²³⁰ τους έδειξαν ότι η ποιότητα της ΕΔ, κατά μέσο όρο, προσεγγίζει το 44%. Ωστόσο, όμως, διαπίστωσαν και την ύπαρξη θετικής συσχέτισης μεταξύ του μεγέθους της εταιρείας και της ποιότητας της ΕΔ και συμπέραναν ότι η έλλειψη διαφάνειας, που υφίστανται οι εταιρείες, λειτουργεί ως σημάδι αρνητικής διακυβέρνησης.

Αντίστοιχα, οι Cheung, et al. (2007) εξέτασαν τη σχέση μεταξύ των μεταβολών στην ποιότητα των πρακτικών ΕΔ και στην επακόλουθη αποτίμηση της αγοράς, των μεγάλων εισηγμένων εταιρειών του Χονγκ Κονγκ. Συγκεκριμένα, κατασκεύασαν έναν δείκτη αξιολόγησης, τον “CGI”, αποτελούμενο από 86 μεταβλητές, ομαδοποιημένες σε 5 κριτήρια²³¹ (σύμφωνα με τις αρχές του κώδικα του Ο.Ο.Σ.Α. (2004), καθώς και τον κώδικα βέλτιστων πρακτικών ΗΚΕx, 1999a), τον οποίον εφάρμοσαν σε 168 εταιρείες²³², για το έτος 2002, υπολογίζοντας παράλληλα την απόδοσή τους, βάσει του αριθμοδείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων και του αριθμοδείκτη χρηματιστηριακή τιμή προς λογιστική αξία (λαμβάνοντας δεδομένα από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις). Τα αποτελέσματα της έρευνάς τους έδειξαν ότι η αποτίμηση μιας μετοχής στην αγορά συσχετίζεται θετικά με τη συνολική βαθμολογία της ΕΔ, ενώ οι ίδιοι παρατήρησαν ότι η διαφάνεια (στοιχείο της αξιολόγησης της ποιότητας της ΕΔ) είναι αυτή που καθοδηγεί την εν λόγω σχέση. Ωστόσο, αξίζει να αναφερθεί ότι δεν χρησιμοποίησαν δεδομένα χρονοσειρών και συνεπώς δεν κατάφεραν να αποδείξουν αιτιώδη σχέση μεταξύ αποδοτικότητας και ποιότητας της ΕΔ, παρόλα αυτά, ισχυρίστηκαν ότι η εφαρμογή βέλτιστων πρακτικών ΕΔ συνδέεται με τη μεγιστοποίηση της εταιρικής αξίας.

Το 2008, οι Garay και González εξέτασαν τη σχέση μεταξύ της ΕΔ και της εταιρικής αξίας, σε 46 εισηγμένες, στο χρηματιστήριο της **Βενεζουέλας**, εταιρείες, για την περίοδο 2000-2005. Ειδικότερα, κατασκεύασαν έναν δείκτη αξιολόγησης της ΕΔ, τον επονομαζόμενο “CGI”, ο οποίος αποτελείτο από 17 μεταβλητές, ταξινομημένες σε 4 κατηγορίες²³³. Στη συνέχεια, υπολόγισαν τρεις αριθμοδείκτες,

²³⁰ Οι ερευνητές αξιολόγησαν το υπόδειγμά τους, βασιζόμενοι σε πληροφορίες από ετήσιες εκθέσεις και εταιρικές ιστοσελίδες.

²³¹ Οι κατηγορίες ήταν οι εξής: i) τα δικαιώματα μετόχων, ii) η ισότιμη μεταχείριση των μετόχων, iii) ο ρόλος των υπόλοιπων ενδιαφερόμενων μερών στην ΕΔ, iv) η πληροφόρηση και η διαφάνεια και v) οι ευθύνες του Δ.Σ.

²³² Που υπάγονται στους ακόλουθους χρηματιστηριακούς δείκτες του Χονγκ Κονγκ: τον Hang Seng Index (HIS), τον Hang Seng Hong Kong Composite Index (HSKCI), τον Hang Seng China-Affiliated Corporate Index (HSCCI) και τον Hang Seng China Enterprise Index (HSCEI).

²³³ Οι κατηγορίες ήταν οι εξής: i) δημοσιοποίηση πληροφοριών, ii) σύνθεση και απόδοση των μελών του Δ.Σ., iii) ηθική και συγκρούσεις συμφερόντων και iv) δικαιώματα μετόχων.

τον αριθμοδείκτη διανομής μερισμάτων, τον αριθμοδείκτη χρηματιστηριακή τιμή προς λογιστική αξία και τον αριθμοδείκτη Tobin's Q, προκειμένου να ελέγξουν αν υπάρχει συσχέτιση με την ποιότητα της ΕΔ, ενώ χρησιμοποίησαν και τρεις μεταβλητές ελέγχου, για ενδεχόμενη ύπαρξη ενδογένειας μεταξύ των ερμηνευτικών μεταβλητών. Ως αποτέλεσμα, απέδειξαν ότι: 1^{ov} Η ποιότητα της εφαρμογής της ΕΔ στη Βενεζουέλα είναι αρκετά κατώτερη των αναδυόμενων αγορών και των χωρών της Λατινικής Αμερικής, στο σύνολό τους, 2^{ov} Οι εταιρείες στη Βενεζουέλα, που εφαρμόζουν καλές πρακτικές ΕΔ, μειώνουν το κόστος κεφαλαίου και αυξάνουν την αποτίμηση των μετόχων τους, 3^{ov} Η σχέση μεταξύ της ΕΔ και της αξίας της μετοχής μιας εταιρείας είναι στατιστικά σημαντική. Ειδικότερα, απέδειξαν ότι μία αύξηση στον δείκτη ΕΔ, κατά 1%, προκαλεί μία αύξηση στις πληρωμές μερισμάτων, κατά 11,3% και μία αντίστοιχη αύξηση τόσο στον αριθμοδείκτη χρηματιστηριακή τιμή προς λογιστική αξία, κατά 9,9%, όσο και στον αριθμοδείκτη Tobin's Q, κατά 2,7%, ενώ τα αποτελέσματα αυτά (33 εταιρειών) ενισχύονται από τον έλεγχο ενδογένειας που εφαρμόστηκε, παρά το σχετικά μικρό δείγμα, 4^{ov} Οι μάνατζερ, σε χώρες με ασθενή προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων, μπορούν να διαφοροποιηθούν, υιοθετώντας καλές πρακτικές ΕΔ και βελτιώνοντας, κατά αυτόν τον τρόπο, τη δομή της διακυβέρνησης και 5^{ov} Η καλύτερη αξιολόγηση των επιχειρήσεων, στη Βενεζουέλα, προκύπτει από τη χρήση ενός ποσοτικού εργαλείου, που διαμορφώνεται από τα αποτελέσματα της έρευνας.

Αργότερα, οι Bebchuk, Cohen και Ferrell (2009) διερεύνησαν τη σπουδαιότητα 24 μεταβλητών ΕΔ²³⁴, που συγκέντρωσαν από το Investor Responsibility Research Center (I.R.R.C.) και διαμόρφωσαν έναν δείκτη αξιολόγησης της ποιότητας της ΕΔ, αποτελούμενο από 24 μεταβλητές, ομαδοποιημένες σε 6 κριτήρια²³⁵ (E-index). Απώτερος σκοπός τους ήταν να ανακαλύψουν ποιες μεταβλητές (από το σύνολο των 24) συσχετίζονταν αρνητικά με την απόδοση των εταιρειών και συμπέραναν ότι οι αυξήσεις στον δείκτη ΕΔ (6 μεταβλητές της – για την περίοδο 1990-2003) συνδέονταν με σημαντικές μειώσεις στην αποτίμηση των επιχειρήσεων και με μεγάλες αρνητικές υπεραποδόσεις. Με τον τρόπο αυτό, κατάφεραν να τονίσουν τη σημασία που πρέπει να δοθεί σε μελλοντικές έρευνες, ως προς τις μεταβλητές αυτές, ούτως ώστε να συμπεράνουν ποιες μεταβλητές του δείκτη E-Index έχουν το

²³⁴ Οι μεταβλητές αυτές συμπεριλαμβάνονταν στην έρευνα των Gompers, Ishii και Metrick (2003).

²³⁵ i) σύσταση Δ.Σ., ii) περιορισμούς στους μετόχους, κατά τον νόμο, iii) προστατευτικά μέτρα για την αποφυγή μίας επιθετικής εξαγοράς, iv) golden parachutes, v) super majority requirements for mergers και vi) charter amendments.

μεγαλύτερο αντίκτυπο. Επισημαίνεται, επομένως, ότι αυτό που χρήζει ιδιαίτερης προσοχής είναι ο συνυπολογισμός μεταβλητών με ουσιαστική σημασία στην αξιολόγηση της ποιότητας της ΕΔ, που μπορούν να συμβάλλουν στην αποτίμηση των μετοχών.

Αντίστοιχα, οι Renders, Gaeremynck και Sercu (2010) εξέτασαν τη σχέση μεταξύ ποιότητας της ΕΔ και εταιρικής απόδοσης, για 14 Ευρωπαϊκές χώρες, που υπάγονται στον δείκτη FTSEurofirst300, κατά την περίοδο 1999-2003. Για τον σκοπό αυτό, κατασκεύασαν έναν δείκτη αξιολόγησης της ΕΔ, χρησιμοποιώντας 50 μεταβλητές, που ταξινομούνται σε 5 κριτήρια²³⁶ και υπολογίσθηκαν οι μεταβλητές αποδοτικότητας, ελέγχοντας συνάμα και την ενδεχόμενη ύπαρξη μεροληψίας και ενδογένειας (χρησιμοποιώντας 2SLS ταυτόχρονα). Τα αποτελέσματά τους απέδειξαν ότι: 1^ο Η βελτίωση της ποιότητας της ΕΔ οδηγεί σε καλύτερες αποδόσεις (αν και τόνισαν ότι τα διάφορα οικονομετρικά υποδείγματα μπορούν να κρύψουν τη σχέση αυτή), 2^ο Οι χώρες που λαμβάνουν μεγαλύτερες βαθμολογίες προστατεύουν καλύτερα τους μετόχους (με νόμους και ρυθμίσεις), παρότι το φαινόμενο της επίδρασης της ΕΔ στην εταιρική απόδοση, για τις χώρες αυτές, είναι μικρότερο, σε σχέση με αυτές που παρέχουν μικρότερη προστασία και 3^ο Η σύνδεση μεταξύ ΕΔ και εταιρικής απόδοσης, χρόνο με τον χρόνο, ελαχιστοποιείται. Βασιζόμενοι στα ευρήματα της έρευνάς τους, υποστηρίζουν την ήπια επιβολή νομοθεσίας, ως βέλτιστη πρακτική χάραξης πολιτικής, αναδεικνύοντας την αξία της ελεύθερης αγοράς και του «αόρατου χεριού» (Chhaochharia and Laeven, 2008· De Jong, et al., 2005· MacNeil and Li, 2006· Renders, Gaeremynck and Sercu, 2010: 88).

Ταυτόχρονα, οι Cheung, et al. (2010) εξέτασαν τη σχέση μεταξύ των μεταβολών στην ποιότητα των πρακτικών ΕΔ και την επακόλουθη αποτίμηση της αγοράς, για τις 100 μεγαλύτερες εισηγμένες εταιρείες στην Κίνα (δείκτης Fortune 100). Συγκεκριμένα, κατασκεύασαν έναν δείκτη “CGI”, με 86 μεταβλητές (ταξινομημένες σε 5 κριτήρια²³⁷ - σύμφωνα με τις αρχές του κώδικα του Ο.Ο.Σ.Α. 2004) και αξιολόγησαν²³⁸ τις εταιρείες αυτές, για τα έτη 2004, 2005 και 2006, ενώ

²³⁶ Τα κριτήρια ήταν τα εξής: i) γενικές αρχές (2 μεταβλητές), ii) Δ.Σ. (14 μεταβλητές), iii) επιτροπές Δ.Σ. (16 μεταβλητές), iv) δικαιώματα μετόχων (8 μεταβλητές) και v) δημοσιοποίηση (10 μεταβλητές).

²³⁷ Τα κριτήρια ήταν τα εξής: i) τα δικαιώματα μετόχων, ii) η ισότιμη μεταχείριση των μετόχων, iii) ο ρόλος των υπόλοιπων ενδιαφερόμενων μερών στην ΕΔ, iv) η πληροφόρηση και η διαφάνεια και v) οι ευθύνες του Δ.Σ.

²³⁸ Αξίζει να σημειωθεί ότι οι ερευνητές, λόγω της έλλειψης θεωρητικής βάσης στο εν λόγω θέμα, στάθμισαν το σύνολο των μεταβλητών ισοδύναμα. Κατά αυτόν τον τρόπο, το κάθε κριτήριο σταθμίστηκε σύμφωνα με τον αριθμό των μεταβλητών που εμπεριείχε η κατηγορία.

χρησιμοποίησαν και χρονολογικά δεδομένα (για τα αντίστοιχα έτη), για τον υπολογισμό των αλλαγών στην αποτίμηση της αγοράς, υπολογίζοντας το μέτρο Tobin's Q και τον αριθμοδείκτη χρηματιστηριακή τιμή προς λογιστική αξία. Τα ευρήματά τους αποδεικνύουν ότι οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν βελτιώσεις στην ποιότητα της ΕΔ εμφανίζουν και μια συνακόλουθη αύξηση στην αποτίμηση της αγοράς, ενώ, αντίστοιχα, αυτές που επιδεινώνουν την ποιότητα της ΕΔ τους τείνουν να αντιμετωπίζουν μείωση. Συνεπώς, όσον αφορά τις εισηγμένες, στην Κινεζική χρηματιστηριακή αγορά, εταιρείες, η υψηλή συνολική ποιότητα ΕΔ συνεπάγεται ισχυρές επιδόσεις, τόσο σε επίπεδο αγοράς, όσο και σε επίπεδο αποτίμησης των μετοχών τους.

Τέλος, οι Cheung, et al. (2011) εξέτασαν τη σχέση μεταξύ των μεταβολών στην ποιότητα των πρακτικών ΕΔ και την επακόλουθη αποτίμηση της αγοράς, λαμβάνοντας ως δείγμα τις μεγαλύτερες εισηγμένες, στο Χονγκ Κονγκ, εταιρείες. Ειδικότερα, κατασκεύασαν έναν δείκτη αξιολόγησης της ΕΔ, "CGI", χρησιμοποιώντας 86 μεταβλητές και ταξινομώντας τις σε 5 κριτήρια²³⁹ (σύμφωνα με τις αρχές του κώδικα του Ο.Ο.Σ.Α., 2004), τον οποίο και εφάρμοσαν σ' ένα σύνολο 510 εταιρειών, για τα έτη 2002, 2004 και 2005. Αντίστοιχα, υπολόγισαν τις αλλαγές στην αποτίμηση της αγοράς, χρησιμοποιώντας χρονολογικές σειρές (για τα αντίστοιχα έτη) και υπολογίζοντας το μέτρο του Tobin's Q και τον αριθμοδείκτη χρηματιστηριακή τιμή προς λογιστική αξία. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις, που βελτιώνουν την ποιότητα της ΕΔ τους, αυξάνουν συνάμα και την αποτίμηση της αγοράς, ενώ οι εταιρείες, που εμφανίζουν επιδείνωση, τείνουν να αντιμετωπίζουν μία μειωμένη αποτίμηση. Συνάγεται, επομένως, ότι η μελλοντική αποτίμηση της αγοράς μπορεί να προβλεφθεί, μέσω της εφαρμογής πρακτικών ΕΔ.

²³⁹ Οι κατηγορίες ήταν οι εξής: i) τα δικαιώματα μετόχων, ii) η ισότιμη μεταχείριση των μετόχων, iii) ο ρόλος των υπόλοιπων ενδιαφερόμενων μερών στην ΕΔ, iv) η πληροφόρηση και η διαφάνεια και v) οι ευθύνες του Δ.Σ.

5.2.3.2 Πλεονεκτήματα, μειονεκτήματα και περιορισμοί των ακαδημαϊκών δεικτών

Ως αποτέλεσμα της προσπάθειας παρουσίασης των κυριότερων ακαδημαϊκών δεικτών, ήταν η ανάδειξη μιας σειράς πλεονεκτημάτων, μειονεκτημάτων και περιορισμών, σχετικά με τη χρήση τους.

Ειδικότερα, όσον αφορά τα **πλεονεκτήματά** τους, παρατηρείται ότι οι δείκτες αυτοί: α) συνήθως χρησιμοποιούν κώδικες ΕΔ²⁴⁰ – για την άντληση των μεταβλητών – και όχι διάσπαρτες εμπειρικές μελέτες, β) δημοσιοποιούν το σύνολο των κριτηρίων και των μεταβλητών που εμπεριέχουν, γ) αποτελούνται από μεταβλητές που βασίζονται σε αντικειμενικές πληροφορίες²⁴¹ και δ) συνθέτουν τα διάφορα κριτήρια και υποκριτήρια με μεταβλητές που δεν ελέγχονται (συνήθως), εκ των προτέρων, ως προς τη συσχέτισή τους με την αποδοτικότητα²⁴².

Αντίστοιχα, τα **μειονεκτήματά** τους έγκεινται στο γεγονός ότι: α) οι μεταβλητές δεν ταξινομούνται σε αρκετά κριτήρια και υποκριτήρια²⁴³, β) αρκετοί ερευνητές συλλέγουν δεδομένα με τη χρήση ερωτηματολογίων (πρακτική που δημιουργεί αρκετά προβλήματα)²⁴⁴, γ) οι μεταβλητές που συνθέτουν τα κριτήρια δεν ελέγχονται ως προς τις στατιστικές ιδιότητές τους, αντιθέτως, δ) σταθμίζονται ισοδύναμα σε κάθε κριτήριο, με αποτέλεσμα να εξάγουν έναν μέσο όρο ή αλλιώς μια ενιαία στάθμιση (για όλες τις μεταβλητές)²⁴⁵, ε) όσες δεν προσθέτουν οριακή συνεισφορά δεν απαλείφονται και ζ) η διαδικασία της συλλογής δεδομένων, μέσω

²⁴⁰ Εξαίρεση αποτελεί ο δείκτης των Gompers, Ishii και Metrick (2003), ο οποίος αξιολογεί κατά κύριο λόγο την καταπολέμηση των μέτρων εξαγοράς.

²⁴¹ Ψευδομεταβλητές που λαμβάνουν τιμές «ναι – όχι».

²⁴² Εξαίρεση αποτελεί η εργασία των Brown και Caylor (2006), οι οποίοι συσχέτισαν τις μεταβλητές με την αποδοτικότητα, ώστε να αποφανθούν για το εάν θα τις συμπεριλάβουν στον δείκτη τους.

²⁴³ Η συνηθέστερη πρακτική, στην περίπτωση αυτή, είναι να μην ομαδοποιούνται οι μεταβλητές σε κριτήρια και υποκριτήρια, ούτως ώστε να μειώνεται τόσο η πολυπλοκότητα, όσο και το βάθος της ανάλυσης και με τον τρόπο αυτό, να μην υπερβαίνουν την ταξινόμηση-κατηγοριοποίηση 1^{ου} βαθμού.

²⁴⁴ «πρώτον, ότι οι εταιρείες οι οποίες δεν ανταποκρίνονται είναι όσες έχουν χαμηλή ποιότητα ΕΔ (self-selection bias) και δεύτερον όσες (εταιρείες) έχουν την τάση να υπερεκτιμούν την ποιότητα τους (self-report bias) (Bozec and Bozec, 2011· Drobetz, Schillhofer and Zimmermann, 2004)» (Nerantzidis, 2012a: 10).

²⁴⁵ Συγκεκριμένα, οι Alves και Mendes (2004), Drobetz, Schillhofer και Zimmermann (2004), Florou και Galarniotis (2007), Cheung, et al. (2011), Black, Jang και Kim (2006), Cheung, et al. (2010), Garay και González (2008) σταθμίζουν ισοδύναμα όλες τις μεταβλητές, ώστε να εξάγουν έναν μέσο όρο, χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η σημαντικότητα κάθε υποκριτηρίου/κριτηρίου, καθώς η ισοδύναμη στάθμιση σημαίνει και μη στάθμιση. Κατ' αυτόν τον τρόπο, η στάθμιση προσδιορίζεται από τον αριθμό των μεταβλητών που συμπεριλαμβάνονται σε κάθε υποκριτήριο/κριτήριο, ενώ δεν εφαρμόζεται κάποια μεθοδολογία, που να αποκλείει τις μεταβλητές (σε κάθε υποκριτήριο) που δεν έχουν οριακή συνεισφορά στο υπόδειγμα (αυτό σημαίνει ότι πολλές μεταβλητές είναι υποκατάστατες και όχι συμπληρωματικές) (Nerantzidis, 2012a: 10-12).

δημοσιοποιήσιμων στοιχείων, είναι αρκετά χρονοβόρα (ιδίως όταν τα στοιχεία δε λαμβάνονται από κάποια εμπορική εταιρεία).

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι και σ' αυτήν την περίπτωση (όπως και στους εμπορικούς δείκτες) το γεγονός της μη πλήρους κάλυψης της έννοιας της ΕΔ αποτελεί σημαντικό **περιορισμό**, καθώς οι δείκτες αυτοί δεν λαμβάνουν υπόψη την αγορά προϊόντος, την αγορά εταιρικού ελέγχου²⁴⁶ και την αγορά εργασίας, διότι θεωρούν ότι το μακροοικονομικό περιβάλλον παραμένει σταθερό (ή ότι επηρεάζεται εξίσου από όλες τις εταιρείες).

²⁴⁶ Εξάιρεση αποτελεί ο δείκτης των Gompers, Ishii και Metrick (2003), ο οποίος, εν αντιθέσει των ανωτέρω περιορισμών, που ορίζουν οι (υπόλοιποι) ακαδημαϊκοί δείκτες, έχει κατηγορηθεί ότι μελετά μόνο την αγορά εταιρικού ελέγχου.

Πίνακας 5.1: Εμπορικοί και ακαδημαϊκοί δείκτες ΕΔ

Δείκτης ΕΔ	Ακαδημαϊκός/ Εμπορικός	Μεταβλητές και Κριτήρια	Κώδικες Αναφοράς	Άντληση δεδομένων	Κάλυψη
Governance Metrics International	Εμπορικός (GMI)	Περισσότερες από 600 μεταβλητές, ταξινομημένες σε 7 κριτήρια: i) λογοδοσία του Δ.Σ., ii) χρηματοοικονομική διαφάνεια και εσωτερικό έλεγχο, iii) φήμη και κοινωνική υπευθυνότητα, iv) αμοιβές στελεχών, v) αγορά εταιρικού ελέγχου, vi) ιδιοκτησιακό καθεστώς και vii) δικαιώματα μετόχων.	Ο.Ο.Σ.Α. (2004) και Business Ratable.	Ετήσιες εκθέσεις, εταιρικές ιστοσελίδες, εταιρικές ανακοινώσεις, εμπιστευτικά έγγραφα και συνεντεύξεις με διευθυντικά στελέχη και μέλη Δ.Σ.	4.318 εταιρείες, σε 16 χώρες.
Corporate Governance Quotient (CGQ)	Εμπορικός (ISS)	65 μεταβλητές, ταξινομημένες σε 8 κριτήρια: i) Δ.Σ., ii) εσωτερικό έλεγχο, iii) καταστατικό/εσωτερικοί κανονισμοί, iv) νόμοι της εκάστοτε πολιτείας, v) αμοιβές μελών Δ.Σ., vi) ποιοτικοί παράγοντες, vii) ιδιοκτησία και viii) εκπαίδευση μελών Δ.Σ.	Διάφοροι κώδικες ΕΔ, βασίζόμενοι σε μία επισκόπηση της βιβλιογραφίας της ΕΔ.	Παρόμοια με GMI	Περισσότερες από 8.000 εταιρείες παγκοσμίως.
Governance Risk Indicators (GRId)	Εμπορικός (ISS)	63 μεταβλητές, ταξινομημένες σε 4 κριτήρια: i) εσωτερικό έλεγχο, ii) δομή Δ.Σ., iii) αμοιβές και iv) δικαιώματα μετόχων (καθώς και αρκετά υποκριτήρια).	Βέλτιστες πρακτικές ΕΔ.	Παρόμοια με GMI	Περισσότερες από 8.000 εταιρείες παγκοσμίως.
Credit Lyonnais Securities Asia	Εμπορικός (CLSA)	57 μεταβλητές, ταξινομημένες σε 7 κριτήρια: i) πειθαρχία, ii) διαφάνεια, iii) ανεξαρτησία Δ.Σ., iv) λογοδοσία, v) υπευθυνότητα, vi) δίκαιη μεταχείριση μετόχων μειοψηφίας και vii) ΕΚΕ.	Διάφοροι κώδικες ΕΔ, κυρίως από χώρες της Ασίας.	Κυρίως από διαθέσιμα και δημοσιοποιήσιμα στοιχεία, σε ετήσιες εκθέσεις, εταιρικές ιστοσελίδες και εταιρικές ανακοινώσεις.	
Corporate Governance Score (CGS)	Εμπορικός (S&P)	4 κριτήρια: i) ιδιοκτησιακή δομή και επιρροή, ii) σχέσεις και δικαιώματα όλων των εταίρων, iii) διαφάνεια και δημοσιοποίηση πληροφοριών και iv) δομή και διαδικασίες του Δ.Σ., καθώς και διάφορες άλλες κατηγορίες, για τις οποίες, όμως, δεν υπάρχει πληροφόρηση, πέραν της γενικής περιγραφής του κάθε κριτηρίου.	Ο.Ο.Σ.Α. (2004) και Παγκόσμια Τράπεζα.	Παρόμοια με GMI	Χιλιάδες εταιρείες παγκοσμίως.
Antidirector rights index	La Porta, et al. (1998)	6 συνιστώσες: οι 3 εστιάζουν στο δικαίωμα ψήφου των μετόχων (δικαίωμα ψήφου δια αλληλογραφίας, δικαίωμα χωρίς δέσμευση των μετοχών, δύναμη για σύγκληση έκτακτης Γενικής Συνέλευσης) και οι υπόλοιπες στην προστασία των μετόχων μειοψηφίας (αναλογική αντιπροσώπευση του Δ.Σ., λήψη διορθωτικών μέτρων και δικαστικές επεμβάσεις).	Εταιρική Νομοθεσία και εμπορικοί κώδικες.	Εκθέσεις από την Price Waterhouse, για διάφορες χώρες, γνωστές και ως "Doing Business reports".	49 χώρες
(G-index)	Gompers, Ishii και Metrick	24 μεταβλητές, ταξινομημένες σε 5 κριτήρια: i) τακτικές για καθυστέρηση επιθετικών εξαγορών, ii) δικαιώματα ψήφου, iii)	Αξιολογεί, κατά κύριο λόγο, την	Τα δεδομένα συλλέχθηκαν από τις δημοσιεύσεις του Investor Responsibility	1.500 αμερικάνικες

	(2003)	προστασία των συμβούλων, iv) αμυντικοί μηχανισμοί ενάντια των εξαγορών και v) νόμοι του κράτους.	καταπολέμηση των μέτρων εξαγοράς. Ο.Ο.Σ.Α. (1999)	Research Center (IRRC). Προσωπικές συνεντεύξεις	εταιρείες, την περίοδο 1990 - 1999. 120 ελληνικές εισηγμένες εταιρείες, για το 2001.
Δε χρησιμοποιήσανε ονομασία	Tsipouri και Xanthakis (2004)	37 μεταβλητές, ταξινομημένες σε 5 κριτήρια: i) δικαιώματα και υποχρεώσεις μετόχων, ii) διαφάνεια, δημοσιοποίηση πληροφοριών και έλεγχος, iii) Δ.Σ., iv) διευθυντικά στελέχη, v) δέσμευση για ΕΔ, ο ρόλος των ενδιαφερόμενων μερών και της ΕΚΕ.			
Corporate Governance Rating (CGR)	Drobetz, Schillhofer και Zimmermann (2004)	30 μεταβλητές, ταξινομημένες σε 5 κριτήρια: i) δέσμευση ΕΔ, ii) δικαιώματα μετόχων, iii) διαφάνεια, iv) διαχειριστικά και εποπτικά θέματα συμβουλίου και v) εσωτερικός έλεγχος.	Γερμανικός κώδικας ΕΔ (GCGC) DVFA, CalPERS.	Αποστολή ερωτηματολογίων, σε συνδυασμό με τη χρήση των βάσεων της Deminor και επιβεβαίωση από ετήσιες εκθέσεις και εταιρικές ιστοσελίδες.	Ένα δείγμα 91 γερμανικών εταιρειών, για την περίοδο 1998-2002.
(Gov-Score)	Brown και Caylor (2006)	51 μεταβλητές, ταξινομημένες σε 8 κριτήρια: i) εσωτερικός έλεγχος, ii) διοικητικό συμβούλιο, iii) καταστατικό/κανονισμοί, iv) επιμόρφωση μελών Δ.Σ., v) αμοιβές μελών Δ.Σ. και στελεχών, vi) ιδιοκτησία, vii) προοδευτικές πρακτικές και viii) σύσταση της εταιρείας.		Τα δεδομένα συλλέχθηκαν από (ISS)	1.868 εταιρείες, για το έτος 2003.
(KCGI)	Black, Jang και Kim (2006)	38 μεταβλητές, ταξινομημένες σε 5 κριτήρια: i) δικαιώματα μετόχων, ii) δομή Δ.Σ., iii) διαδικασίες Δ.Σ., iv) στοιχεία που εφαρμόζονται σε εταιρείες που έχουν επιτροπή ελέγχου και v) γνωστοποίηση.		Αποστολή ερωτηματολογίων	515 Κορεάτικες εισηγμένες εταιρείες, για το 2001.
Δε χρησιμοποιήσανε ονομασία	Florou και Galarniotis (2007)	47 μεταβλητές, ταξινομημένες σε 7 κριτήρια: i) Δ.Σ., ii) επιτροπή αποζημιώσεων, iii) εσωτερικό έλεγχο και χρηματοοικονομικές καταστάσεις, iv) δικαιώματα μετόχων, v) διαφάνεια και δημοσιότητα, v) εξωτερικό έλεγχο και vi) εταιρικές υπηρεσίες.	Ελληνική νομοθεσία, κώδικας της επιτροπής κεφαλαιαγοράς (1999) και κώδικας Combined Code.		274 εισηγμένες, στο Χ.Α.Α., εταιρείες, για το έτος 2003.
Corporate Governance Index (CGI)	Cheung, et al. (2007) Cheung, et al. (2010) Cheung, et al. (2011)	86 μεταβλητές, ταξινομημένες σε 5 κριτήρια: i) δικαιώματα μετόχων, ii) ισότιμη μεταχείριση των μετόχων, iii) ο ρόλος των υπόλοιπων ενδιαφερόμενων μερών στην ΕΔ, iv) πληροφόρηση και διαφάνεια και v) ευθύνες του Δ.Σ.	Κώδικα του Ο.Ο.Σ.Α. (2004) και κώδικα βέλτιστων πρακτικών ΗΚΕx, 1999a		168 εταιρείες στο Χονγκ Κονγκ, 100 μεγαλύτερες εισηγμένες εταιρείες (δείκτης Fortune 100) στην Κίνα, 510 εταιρείες στο Χονγκ Κονγκ.

Corporate Governance Index (CGI)	Garay και González (2008)	17 μεταβλητές, ταξινομημένες σε 4 κριτήρια: i) δημοσιοποίηση πληροφοριών, ii) σύνθεση και απόδοση των μελών του Δ.Σ., iii) ηθική και συγκρούσεις συμφερόντων και iv) δικαιώματα μετόχων.	Venezuela Code of Commerce.	Ετήσιες εκθέσεις, εταιρικές ιστοσελίδες και εταιρικές ανακοινώσεις.	46 εισηγμένες, στο χρηματιστήριο της Βενεζουέλας , εταιρείες, την περίοδο 2000-2005.
(E-index)	Bebchuk, Cohen και Ferrell (2009)	24 μεταβλητές, ταξινομημένες σε 6 κριτήρια: i) σύσταση Δ.Σ., ii) περιορισμούς στους μετόχους κατά τον νόμο, iii) προστατευτικά μέτρα για την αποφυγή μίας επιθετικής εξαγοράς, iv) (golden parachutes), v) (super majority requirements for mergers) και vi) (charter amendments).		Τα δεδομένα συλλέχθηκαν από (IRRC)	
Δε χρησιμοποιήσανε ονομασία	Renders, Gaeremynck και Sercu (2010)	50 μεταβλητές ταξινομημένες σε 5 κριτήρια	Γερμανικός κώδικας ΕΔ (GCGC), συστάσεις του CalPERS και Deminor.		14 Ευρωπαϊκές χώρες, για την περίοδο 1999 - 2003.

Πηγή: Συγγραφέας

5.3 Εμπειρικές έρευνες

Έχοντας αναπτύξει, ανωτέρω, το σύνολο των προσπαθειών για τη διαμόρφωση ενός δείκτη αξιολόγησης της ΕΔ, αξίζει να εστιάσουμε σε μια σειρά εμπειρικών ερευνών, που συνάμα επιβεβαιώνουν και προωθούν το εν λόγω εγχείρημα. Για τον σκοπό αυτό, αναπτύσσονται επιλεκτικά ορισμένες έρευνες (χωρίς με τον τρόπο αυτό να υπονοείται ότι υπερτερούν σε σπουδαιότητα από τις υπόλοιπες), ενώ έπειτα, ακολουθεί ο πίνακας 5.2, που καταγράφει, κατά χρονολογική αλληλουχία, μια επισκόπηση των διαφόρων ερευνών σε αρκετές χώρες.

Αρχίζοντας από την έρευνα του Black, το 2001, μελετήθηκε η σχέση μεταξύ της ΕΔ και της εταιρικής αξίας, 21 Ρωσικών επιχειρήσεων, για το έτος 1999, μέσω της αξιολόγησης της ποιότητας της πρώτης και του υπολογισμού συγκεκριμένων χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών, λαμβάνοντας δεδομένα από δύο Ρωσικές τράπεζες επενδύσεων (στην πρώτη περίπτωση από την Brunwick Warburg, χρησιμοποιώντας τις αξιολογήσεις της και στη δεύτερη από την Troika Dialog). Κατά αυτόν τον τρόπο, διαπιστώθηκε ότι η συσχέτιση μεταξύ της αξιολόγησης της ΕΔ και της αξίας των μετοχών είναι εντυπωσιακή²⁴⁷ και παράλληλα στατιστικά σημαντική, παρότι τα αποτελέσματα αυτά είναι ενδεικτικά, λόγω του μικρού μεγέθους του δείγματος. Ωστόσο, όμως, υπάρχουν ενδείξεις πως η συμπεριφορά της ΕΔ, σε μια χώρα με υπαρκτά νομικά και πολιτιστικά εμπόδια (σχετικά με την εταιρική συμπεριφορά), έχει ισχυρή επίδραση στην αξία της αγοράς.

Αργότερα, οι Klapper και Love (2004) εξέτασαν τη σύνδεση μεταξύ της ΕΔ και της εταιρικής απόδοσης, 374 εταιρειών, που βρίσκονταν σε 14 αναδυόμενες χώρες²⁴⁸, κατά το έτος 2000. Συγκεκριμένα, για την αξιολόγηση της ΕΔ χρησιμοποίησαν τα δεδομένα της GLSA²⁴⁹, λαμβάνοντας μόνο έξι κατηγορίες (εκτός της ΕΚΕ), για την κατάρτιση του δείκτη “GOV” και υπολόγισαν τους αριθμοδείκτες ROA και Tobin’s Q. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι: 1^ο Οι επιχειρήσεις, που δραστηριοποιούνται σε χώρες με αδύναμα νομικά συστήματα, έχουν, κατά μέσο όρο, χαμηλότερες

²⁴⁷ Θετική συσχέτιση $r=0.90$ και στατιστικά σημαντική $t=8.97$.

²⁴⁸ Οι αναδυόμενες χώρες που εξετάστηκαν ήταν: η Βραζιλία, η Χιλή, το Χονγκ Κονγκ, η Ινδία, η Ινδονησία, η Κορέα, η Μαλαισία, το Πακιστάν, οι Φιλιππίνες, η Σιγκαπούρη, η Νότια Αφρική, η Ταϊβάν, η Ταϊλάνδη και η Τουρκία.

²⁴⁹ Εταιρεία Credit Lyonnais Securities Asia, η οποία αξιολογεί την ποιότητα των εταιρειών, βάσει ενός ερωτηματολογίου, αποτελούμενο από 57 μεταβλητές, ταξινομημένες στα εξής 7 κριτήρια: 1^ο την Πειθαρχία, 2^ο τη Διαφάνεια, 3^ο την Ανεξαρτησία Δ.Σ., 4^ο τη Λογοδοσία, 5^ο την Υπευθυνότητα, 6^ο τη Δίκαιη Μεταχείριση των Μετόχων Μειοψηφίας και 7^ο την ΕΚΕ.

αξιολογήσεις ΕΔ, 2^ο Το επίπεδο της διακυβέρνησης μιας εταιρείας συσχετίζεται με την έκταση της ασύμμετρης πληροφόρησης, αλλά και με τις ατέλειες που αυτή αντιμετωπίζει και 3^ο Η καλή διακυβέρνηση συσχετίζεται, θετικά, με τη λειτουργική απόδοση και την αξία μιας μετοχής, επισημαίνοντας ότι η συσχέτιση αυτή είναι εντονότερη σε χώρες με ασθενέστερα νομικά συστήματα.

Επιπλέον, οι Durnev και Kim (2005) ερεύνησαν τη σχέση μεταξύ ΕΔ και εταιρικής αξίας, 859 εταιρειών, σε 27 χώρες, για την περίοδο 1991-2001 και χρησιμοποίησαν δεδομένα από την GLSA (για την αξιολόγηση της ΕΔ), διασταυρώνοντάς τα και με αυτά της S&P. Με τον τρόπο αυτό, απέδειξαν ότι: 1^ο Η ποιότητα, τόσο των πρακτικών της ΕΔ όσο και της δημοσιοποίησης, σχετίζεται θετικά με τις ευκαιρίες ανάπτυξης, την εξωτερική χρηματοδότηση και την ιδιοκτησιακή δομή, 2^ο Οι σχέσεις αυτές γίνονται ισχυρότερες, σε λιγότερο φιλικά περιβάλλοντα επένδυσης, 3^ο Οι εταιρείες με καλύτερη ΕΔ (και δημοσιοποίηση) απολαμβάνουν μεγαλύτερη αποτίμηση στην αγορά και 4^ο Οι επιχειρήσεις που έχουν καλύτερες πιθανότητες ανάπτυξης, που χρειάζονται μεγαλύτερη εξωτερική χρηματοδότηση ή έχουν μεγαλύτερη συγκέντρωση ιδιοκτησιακής δομής αποκτούν μικρότερη κοινωνική ευαισθητοποίηση, δεδομένου ότι θεωρούν την κοινωνική ευθύνη ασήμαντη για τους επενδυτές.

Αντίστοιχα, οι Core, Guay και Rusticus (2006), σε μια προσπάθειά τους να εξετάσουν τα αποτελέσματα των Gompers, Ishii και Metrick (2003), έλεγξαν την υπόθεση της χαμηλότερης ποιότητας ΕΔ των εταιρειών, με μικρότερη λειτουργική αποδοτικότητα. Ως αποτέλεσμα, επισήμαναν τις λάθος προβλέψεις των αναλυτών, για τη δυνατότητα σύνδεσης των μέτρων αυτών, καθώς η υπόθεση που τέθηκε, τελικά δεν επιβεβαιώθηκε.

Το 2007, ο El Mehdi διερεύνησε τη σχέση μεταξύ ΕΔ και εταιρικής απόδοσης, 24 εισηγμένων εταιρειών, του χρηματιστηρίου της Τυνησίας, για την περίοδο 2000-2005. Αρχικά, αξιολόγησε την ΕΔ, χρησιμοποιώντας 8 διαφορετικές μεταβλητές και στη συνέχεια έλεγξε την ενδεχόμενη σύνδεσή της με την εταιρική απόδοση, βάσει της μεθόδου²⁵⁰ που αναπτύχθηκε από τους Mueller και Reardon (1993) (και εφαρμόστηκε από τους Gugler, Mueller and Yurtoglu, 2003). Τα πορίσματα της έρευνάς τους έδειξαν ότι: 1^ο Η ποιότητα της ΕΔ στη Τυνησία είναι ασθενής, 2^ο Η διακυβέρνηση αναλαμβάνεται από ισχυρούς μεγαλομετόχους (συχνά οικογενειακές επιχειρήσεις),

²⁵⁰ Συγκεκριμένα, εκτίμησαν το οριακό q , για κάθε εταιρεία.

3^{ον} Οι εταιρείες επιλέγουν μεταξύ δυαδικού ή μονιστικού Δ.Σ., 4^{ον} Η σύνδεση μεταξύ διακυβέρνησης και εταιρικής απόδοσης είναι στατιστικά σημαντική, 5^{ον} Η παρουσία ανεξάρτητων μελών στο Δ.Σ. συσχετίζεται θετικά με την απόδοση των εταιρειών και 6^{ον} Η θητεία των διευθυνόντων συμβούλων, καθώς και ο αριθμός των συνεδριάσεων του Δ.Σ., δε συνδέεται με την απόδοση (των εταιρειών).

Τέλος, οι Daines, Gow και Larcker (2010) προέβησαν σε ένα αρκετά καινοτόμο εγχείρημα και εξέτασαν το ενδεχόμενο οι εμπορικοί δείκτες αξιολόγησης της ΕΔ να μην παρέχουν πληροφορίες, που είναι χρήσιμες για τους μετόχους. Ειδικότερα, χρησιμοποίησαν δεδομένα αξιολόγησης της ΕΔ, από τέσσερις διαφορετικές εταιρείες (την ISS – Institutional Shareholder Services, την GMI – Governance Metrics International, την TCL – Corporate library’s ratings και την AGR – Audit Integrity’s Accounting and Governance Risk), για 6.827 ξεχωριστές αμερικάνικες επιχειρήσεις, την περίοδο από το 2005 έως το 2007. Κατόπιν, υπολόγισαν μια σειρά από αριθμοδείκτες λειτουργικής αποδοτικότητας, όπως η αποδοτικότητα του ενεργητικού (ROA) και τον αριθμοδείκτη Tobin’s Q, για τον έλεγχο ύπαρξης συσχετισμού (ή μη) με την ποιότητα. Ως αποτέλεσμα, διαπιστώθηκε ότι οι εμπορικοί δείκτες ΕΔ δεν παρέχουν χρήσιμες πληροφορίες στους μετόχους, καθώς οι εμπορικές αξιολογήσεις δεν μπορούν να προβλέψουν τις αποδόσεις των εταιρειών. Παράλληλα, επισήμαναν ότι και στην περίπτωση που εμφανίζεται κάποια στατιστικά σημαντική σύνδεση, το ουσιαστικό οικονομικό αποτέλεσμα είναι μικρό, με τελικό συμπέρασμα τη σημαντική πιθανότητα σφάλματος των εμπορικών αξιολογήσεων, λόγω ύπαρξης μικρών συσχετίσεων (μεταξύ των αξιολογήσεων).

Πίνακας 5.2: Εμπειρικές μελέτες ΕΔ και σύνδεση με εταιρική απόδοση

Συγγραφείς	Δείγμα	Χρονική Περίοδο	Μέτρα ΕΔ	Αποτελέσματα	Χαρακτηριστικά Σχεδιασμού
Bhagat και Bolton (2007)	Αμερικάνικες εισηγμένες εταιρείες.	Διάφορες χρονικές περιόδους.	Διάφορα μέτρα ΕΔ.	Θετική σχέση με τη λειτουργική απόδοση.	Ταυτόχρονες εξισώσεις.
Bauer, Gunster, and Otten (2004)	250 εταιρείες, που περιλαμβάνονται στο FTSEurofirst 300.	2000	Αξιολογήσεις της Deminor.	Αρνητική σύνδεση με την απόδοση της εταιρείας.	-
Bebchuk, Cohen και Ferrell (2009)	Αμερικάνικες εισηγμένες εταιρείες.	1990-2003	Αξιολογήσεις της IRRC (Investor Responsibility Research Center).	Οι αυξήσεις στον δείκτη της εταιρικής διακυβέρνησης (6 παράγοντες της ΕΔ) συνδέονται με σημαντικές μειώσεις στην αποτίμηση των επιχειρήσεων, καθώς και με μεγάλες αρνητικές υπεραποδόσεις.	-
Black (2001)	21 Ρώσικες εταιρείες.	1999	Εταιρικές βαθμολογίες, από μία Ρωσική τράπεζα επενδύσεων (BrunswickWarburg).	Θετική συσχέτιση με την εταιρική αξία (αξία της μετοχής).	-
Black, Jang και Kim (2006)	515 Κορεάτικες εισηγμένες εταιρείες (αναδυόμενη αγορά).	2001	Προσωπική κατασκευή δείκτη ΕΔ.	Θετική σύνδεση με την αξία της μετοχής στην αγορά.	Έλεγχοι για τη χρήση ενδογένειας, χρησιμοποιώντας 2SLS και 3SLS.
Brown και Caylor (2006)	1.868 Αμερικάνικες εισηγμένες εταιρείες.	2003	Οι αξιολογήσεις βασίστηκαν σε δεδομένα της ISS.	Ορισμένες κατηγορίες ΕΔ συνδέονται με την αξία της εταιρείας.	Δοκιμές για αντίστροφη αιτιότητα.
Cheung, et al. (2007)	168 εισηγμένες εταιρείες, στο χρηματιστήριο του Χονγκ Κόνγκ.	2002	Προσωπική κατασκευή δείκτη ΕΔ, βασιζόμενη στον κώδικα του Ο.Ο.Σ.Α. του 1999 και του 2004 (αποτελούμενη από 86 μεταβλητές, πλήρως αιτιολογημένες, ταξινομημένες σε 5 κριτήρια).	Θετική συσχέτιση με την αποτίμηση της μετοχής στην αγορά.	-
Cheung, et al. (2010)	100 μεγαλύτερες εισηγμένες εταιρείες, στο Fortune (100), στην Κίνα.	2004-2006	Προσωπική κατασκευή δείκτη ΕΔ, βασιζόμενη στον κώδικα του Ο.Ο.Σ.Α. του 2004 (αποτελούμενη από 86 μεταβλητές, πλήρως αιτιολογημένες, ταξινομημένες σε 5 κριτήρια).	Θετική συσχέτιση με την αποτίμηση της μετοχής στην αγορά.	-
Cheung, et al. (2011)	510 εισηγμένες εταιρείες στο Χόνγκ Κόνγκ.	2002, 2004, 2005	Προσωπική κατασκευή δείκτη ΕΔ, βασιζόμενη στον κώδικα του	Θετική συσχέτιση με την αποτίμηση της μετοχής στην αγορά.	Χρησιμοποιεί χρονολογικές σειρές και ελέγχει την

			O.O.Σ.A., του 1999 και του 2004, (αποτελούμενη από 86 μεταβλητές, πλήρως αιτιολογημένες, ταξινομημένες σε 5 κριτήρια).		ενδογένεια, με διάφορες μεταβλητές.
Daines, Gow και Larcker (2010)	Αμερικάνικες εισηγμένες εταιρείες.	2005-2007	Αξιολογήσεις της ISS, GMI, TCL και AGR.	Περιορισμένα στοιχεία σύνδεσης με την απόδοση και την εταιρική αξία.	-
Drobotz, Schillhofer και Zimmermann (2004)	91 Γερμανικές εισηγμένες εταιρείες.	1998-2002	Κατάρτιση ερωτηματολογίου, με 30 μεταβλητές.	Θετική σύνδεση με την εταιρική αξία (αξία της μετοχής).	Έλεγχοι για τη χρήση ενδογένειας, χρησιμοποιώντας 2SLS.
Gompers, Ishii και Metrick (2003)	1.500 Αμερικάνικες εισηγμένες εταιρείες.	1990-1999	Κατασκευή δείκτη “G-score”, αποτελούμενος από 24 ερωτήσεις, για την καταπολέμηση της εξαγοράς.	Θετική σχέση με την εταιρική αξία (αξία της μετοχής).	-
Gary και González (2008)	46 εισηγμένες εταιρείες, στο χρηματιστήριο της Βενεζουέλας.	2000-2005	Προσωπική κατασκευή δείκτη ΕΔ.	Θετική σχέση με την εταιρική αξία (αξία της μετοχής).	Έλεγχοι για ενδογένεια.
Durnev και Kim (2005)	859 εταιρείες σε 27 χώρες.	1999-2001	Αξιολόγηση της ΕΔ από GLSA.	Θετική σχέση με την εταιρική αξία (αξία της μετοχής).	Επιλογή δείγματος για έλεγχο μεροληψίας και ενδογένειας, χωριστά.
Klapper και Love (2004)	374 εταιρείες, σε 14 αναδυόμενες αγορές.	1999	Αξιολόγηση της ΕΔ από CLSA (Credit Lyonnais Securities Asia).	Θετική σύνδεση με ROA, Tobin’s Q και εταιρική αξία (αξία μετοχής).	-
El Mehdi (2007)	24 εταιρείες, εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Τυνησίας.	2000-2005	8 διαφορετικές μεταβλητές ΕΔ.	Θετική σχέση με την αγοραία αξία.	Τυχαίες επιδράσεις.
Larcker, Richardson και Tuna (2004)	2.126 αμερικάνικες εισηγμένες εταιρείες.	2002-2003	Κατασκευή δείκτη ΕΔ (38 μεταβλητές, ταξινομημένες σε 7 κριτήρια).	Ελάχιστη θετική σύνδεση με την απόδοση των εταιρειών.	Χρησιμοποίηση βέλτιστων στατιστικών πρακτικών, για τον έλεγχο ενδογένειας, μεταξύ των ερμηνευτικών μεταβλητών.
Renders, Gaeremynck και Sercu (2010)	Τις 300 μεγαλύτερες εισηγμένες εταιρείες, που περιλαμβάνονται στον δείκτη FTSEurofirst300 (14 χώρες).	Χρησιμοποιούνται δύο δείγματα για την περίοδο, 1999-2003.	Κατασκευή δείκτη ΕΔ, σύμφωνα με τις αρχές του κώδικα ΟΟΣΑ 1999 (5 κριτήρια, 50 μεταβλητές) και συλλογή δεδομένων από την εταιρεία Deminor.	Σημαντική θετική σχέση με την απόδοση (αναφέρουν, ωστόσο, ότι τα οικονομετρικά προβλήματα μπορούν να κρύψουν τη σχέση αυτή).	Έλεγχοι για ύπαρξη μεροληψίας και ενδογένειας, χρησιμοποιώντας 2SLS ταυτόχρονα.

Πηγή: Υιοθετήθηκε και τροποποιήθηκε από Renders, Gaeremynck και Sercu (2010: 90)

5.4 Κυριότερα μεθοδολογικά προβλήματα – Ερωτήματα που χρήζουν διερεύνησης

Μέχρι στιγμής, έχουν παρουσιαστεί οι σημαντικότεροι δείκτες ΕΔ, που έχουν, κατά καιρούς, διαμορφωθεί από εμπορικές εταιρείες και ερευνητές και έχουν αναδειχθεί τα σημαντικά βήματα, που η βιβλιογραφία της ΕΔ έχει διανύσει, με σκοπό να παράσχει μία θεωρία, περί της «τεχνικής μοντελοποίησης» της αξιολόγησης, για την ποιότητα της ΕΔ. Επιπλέον, έχουν αποτυπωθεί οι έντονες διαφοροποιήσεις, αναφορικά με τη σύνθεση των εμπορικών και ακαδημαϊκών δεικτών, καθώς επίσης και τα αντιφατικά συμπεράσματα, σχετικά με τη σύνδεση μεταξύ ΕΔ και απόδοσης εταιρειών.

Επομένως, στην παρούσα ενότητα, λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, επιχειρείται η ανάδειξη των κυριότερων μεθοδολογικών προβλημάτων των μελετών αυτών και προτείνονται μια σειρά από τεχνικές για την αντιμετώπισή τους.

5.4.1 Έλλειψη σύνδεσης μεταξύ δεικτών ΕΔ και συστημάτων που εξετάζουν

Όπως έχει αναφερθεί, η θεωρία συστήματος είναι ένα διεπιστημονικό γνωστικό πεδίο, που παρέχει έναν κοινό τρόπο σκέψης, προκειμένου ν' αναπτυχθεί ένα μεθοδολογικό πλαίσιο, για τη μελέτη συστημάτων με εσωτερική δομή. Εστιάζοντας τόσο στην ακριβή περιγραφή, όσο και στη βαθιά μάθηση, μέσω περισσότερο πολύπλοκων συστημάτων, επιχειρείται η σύνδεση του εσωτερικού και του εξωτερικού περιβάλλοντος με την ανάπτυξη μιας δυναμικής σχέσης, ούτως ώστε να προσδιοριστεί μια περισσότερο ικανοποιητική «λύση». Ως εκ τούτου, συνάγεται ότι ένα σύστημα αξιολόγησης της ΕΔ θα πρέπει να σχεδιάζεται σύμφωνα με τη δομή και τους μηχανισμούς της εκάστοτε χώρας (Li, 2008: 2-3).

Επιπλέον, ανατρέχοντας στον ορισμό της ΕΔ και στην ανάλυση της εν λόγω έννοιας (Κεφάλαιο 2), γίνεται αντιληπτό ότι το σύνολο των δομών ΕΔ, που επικρατεί σε κάθε χώρα, διαμορφώνει το εκάστοτε σύστημα προστασίας του έννομου συμφέροντος, σε ανάλογο βαθμό. Υπό αυτήν την έννοια, η αξιολόγηση της ΕΔ θα μπορούσε να θεωρηθεί ως μία ενοποιημένη – ποσοτική αναπαράσταση, τόσο της

δομής της ΕΔ, όσο και των μηχανισμών προστασίας συμφερόντων που εφαρμόζονται σε κάθε χώρα.

Επομένως, δοθέντος του ανωτέρω επιχειρήματος²⁵¹ (το οποίο υιοθετείται και στο παρόν κείμενο), διαπιστώνεται ότι μία από τις βασικότερες παραλείψεις των ερευνητών είναι η μοναδική και καθοριστική παράβλεψη της ιδιαιτερότητας κάθε χώρας και της διακριτικότητας του συστήματος ΕΔ της. Περαιτέρω, αυτό αναδεικνύεται και από το γεγονός της εξέλιξης των εταιρικών μορφών, ακολουθώντας διαφορετικές εταιρικές διαδρομές, διαφορετικούς εταιρικούς νόμους και διαφορετικές θεσμικές επιρροές. Επιπλέον, χαρακτηριστική είναι και η αναφορά του Moerland (1995b: 444) «ότι τα συστήματα ΕΔ διαφέρουν στις διάφορες χώρες του καπιταλιστικού κόσμου, λόγω της ιστορικής καταγωγής, της ιδιοκτησιακής δομής, της συμπεριφοράς και της απόδοσής τους». Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, σε συνδυασμό με την ιδιάζουσα κουλτούρα του κάθε λαού, καθίσταται πλέον σαφές ότι κάθε σύστημα ΕΔ είναι «απαράμιλλο».

Ωστόσο, παρά τις αξιόλογες προσπάθειες, για την ταξινόμηση των διαφόρων συστημάτων σε ένα ενιαίο πλαίσιο, αναδεικνύεται η ελλειμματική που προκύπτει από την εφαρμογή του ισομορφισμού. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η εργασία των Weimer και Pape (1999)²⁵², που χρησιμοποιεί οκτώ ιδιαίτερα χαρακτηριστικά, συγκεκριμένων χωρών, για την ταξινόμησή τους σε τέσσερα διακριτά συστήματα ΕΔ²⁵³. Η προβληματική της συγκεκριμένης εφαρμογής, όμως, προκύπτει από τον περιορισμό που αναγνώρισαν στην εργασία τους, αλλά, εντούτοις, παρέλειψαν να συμπεριλάβουν. Ειδικότερα, ενώ προσδιόρισαν ότι η έννοια του συστήματος της ΕΔ ορίζεται ως «ένα κρατικό πλαίσιο νομικών, θεσμικών και πολιτισμικών παραγόντων, που διαμορφώνουν τις συμπεριφορές όλων όσων έχουν έννομα συμφέροντα, καθορίζοντας κατ' αυτόν τον τρόπο τις αποφάσεις των μάνατζερ» (σ. 152), παρέλειψαν να τη λάβουν υπόψη, για χάρη των υποθέσεων που εξέταζαν.

Συνάγεται, επομένως, ότι η «πρακτική» των ερευνητών να ταξινομούν τις διάφορες χώρες, σε ομάδες ευδιάκριτων συστημάτων, εξυπηρετεί στη μελέτη συγκεκριμένων μηχανισμών, με σκοπό την ερμηνεία διαφόρων υποθέσεων. Ωστόσο, όμως, η εν λόγω πρακτική ολιστικής προσέγγισης δεν τεκμαίρεται για τη χρήση ενός δείκτη προσδιορισμού της ποιότητας της ΕΔ (της εκάστοτε εταιρείας). Ειδικότερα, το

²⁵¹ Το εν λόγω επιχείρημα χρησιμοποιήθηκε, για πρώτη φορά, από τον Li (2008), στη μονογραφία του, με τίτλο, *Corporate Governance in China: Research and Evaluation*.

²⁵² Η έρευνά τους βασίστηκε στην εργασία του Moerland (1995a).

²⁵³ Το αγγλοσαξονικό, το γερμανικό, το λατινικό και το ιαπωνικό σύστημα.

πιο ειλικρινές επιχείρημα, από τη σκοπιά της στατιστικής, αποτελεί το γεγονός ότι «η στατιστική αξία της βαθμολογίας της ΕΔ δεν αυξάνει με την προσθήκη μεταβλητών, που ουδεμία σχέση έχουν με το περιβάλλον που αξιολογούν».

Συγκεντρώνοντας όσα έχουν διατυπωθεί ανωτέρω, αντιλαμβανόμαστε ότι κάθε σύστημα ΕΔ αποτελείται από διάφορα στοιχεία ιδιοκτησιακής δομής, νομοθεσίας, κεφαλαιαγοράς κ.ο.κ., τα οποία αλληλεπιδρούν μεταξύ τους και διαμορφώνουν ένα ξεχωριστό και ιδιαίτερο σύστημα, με αποτέλεσμα «διαφορετικές χώρες να έχουν διαφορετικές ιδέες, ως προς το τι αποτελεί καλή ΕΔ» (Sheridan and Kendall, 1992). Για τον λόγο αυτό, η οποιαδήποτε αξιολόγηση ΕΔ θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη το σύνολο των εσωτερικών και εξωτερικών δομών του συστήματος της εκάστοτε χώρας (όπως συνοψίζονται στο Κεφάλαιο 4, σχήμα 4.1).

5.4.2 Έλλειψη θεωρητικού πλαισίου «δημιουργίας» δεικτών ΕΔ

Η εκτενής ανάλυση των εμπορικών και ακαδημαϊκών δεικτών ΕΔ, που παρουσιάστηκε προηγουμένως, αναδεικνύει «την αχίλλειο πτέρνα» των μέχρι πρότινος προσπαθειών αξιολόγησης, εξαιτίας της απουσίας ενός κοινά αποδεκτού θεωρητικού πλαισίου. Επομένως, η εύλογη απορία που δημιουργείται, κατά τη μελέτη τους, σχετίζεται με την απουσία μίας κοινής «μεθοδολογίας», για τη δημιουργία και τη σύνθεση των «δεικτών» αυτών.

Ειδικότερα, απουσιάζει μία θεωρία για την παροχή καθοδήγησης, σχετικά: i) με τον αριθμό των κριτηρίων (Nerantzidis, 2012a) και ii) τις μεταβλητές (Florou and Galarniotis, 2007: 982), που απαιτούνται στη δημιουργία ενός δείκτη ΕΔ. Ως επί το πλείστον, οι δείκτες που δημιουργούνται²⁵⁴ αφενός δεν είναι συγκρίσιμοι μεταξύ τους και αφετέρου δεν τεκμηριώνονται «επαρκώς» (ως προς την επιστημονικότητά τους).

Ωστόσο, μια συνηθέστερη πρακτική σχετίζεται με τη χρήση ενός κώδικα ΕΔ, ως σημείου αναφοράς, για την «άντληση» μεταβλητών και την ταξινόμησή τους σε διακριτά κριτήρια. Συνεπώς, η συγκεκριμένη διαδικασία δύναται να υπερτερεί της επιλογής διάσπαρτων εμπειρικών μελετών, καθώς αποκλείει τον υποκειμενικό

²⁵⁴ Ακόμη και σε επίπεδο χώρας, οι δείκτες που δημιουργούνται από διάφορους ερευνητές, κατά καιρούς, δεν είναι άμεσα συγκρίσιμοι.

παράγοντα, χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι η οποιαδήποτε νόρμα μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως «κατάλληλη» σε οποιαδήποτε χώρα.

Αντιθέτως, η δημιουργία και η υιοθέτηση θεσμικών κωδίκων ΕΔ αποτελεί μια καινοτομία, που σηματοδοτεί τη βελτίωση του συστήματος ΕΔ της εκάστοτε χώρας, ενώ επιπλέον αναγνωρίζει και την αντισταθμιστική χρήση των κωδίκων ΕΔ, για την προστασία των μικρομετόχων, έναντι των ελλείψεων του νομικού συστήματος.

“Codes of good governance complement the legal system by reducing legal flaws regarding the protection of shareholders, they are a rapid way to fill gaps in the legal system, provide a means for holding managers and directors accountable, and generally improve corporate governance, without the immediate need to modify the existing legal system”

Aguilera και Cuervo-Cazurra (2004: 426)

Ουσιαστικά, αυτό που συνάγεται και στην παρούσα μελέτη, αφορά την αποτυχία των διαφόρων εξωτερικών μηχανισμών (όπως η αγορά προϊόντος και η αγορά εταιρικού ελέγχου) για την επίλυση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης²⁵⁵ (Jensen and Meckling, 1976), προτείνοντας δύο εναλλακτικές μεθόδους, με τα ίδια αποτελέσματα: τη βελτίωση του νομοθετικού πλαισίου (που συνεπάγεται αρκετές δυσκολίες) ή την εισαγωγή νέων βέλτιστων πρακτικών, με τη χρήση κωδίκων ΕΔ (Aguilera and Cuervo-Cazurra, 2004: 417-418).

Το ερώτημα που γεννάται, στην προκειμένη περίπτωση, αφορά την περίπτωση που δεν υπάρχει ένας επιβαλλόμενος θεσμικός κώδικας²⁵⁶ και έχει να κάνει με το «Ποιος κώδικας θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί, ως καταλληλότερος, για την άντληση μεταβλητών αξιολόγησης της ΕΔ;» Η ανάγκη δημιουργίας ενός «θεσμικού κώδικα» περιγράφεται, μέσω της οδηγίας 2006/46/ΕΚ, του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, η οποία επιβάλλει στις εισηγμένες εταιρείες να συμπεριλαμβάνουν στην Ετήσια Έκθεση Διαχείρισής τους, τη Δήλωση ΕΔ²⁵⁷. Κατά αυτόν τον τρόπο, γίνεται αναφορά τόσο στον κώδικα στον οποίον υπάγεται η εταιρεία (ή τον οποίο έχει αυτοβούλως αποφασίζει να εφαρμόσει), όσο και στις πρακτικές με τις οποίες συμμορφώνεται ή αποκλίνει.

²⁵⁵ Στην προκειμένη περίπτωση, αυτή της Ελλάδας, το πρόβλημα μικρομετόχου – μεγαλομετόχου.

²⁵⁶ Όπως εφαρμόζεται στο Η.Β., με τον Combined Code, ή στην Κύπρο, με τον κώδικα του ΧΑΚ.

²⁵⁷ Η οδηγία ενσωματώθηκε στην Ελλάδα, μέσω του ν. 3873/2010.

Εν τέλει, διαπιστώνεται ότι τόσο οι ενδογενείς όσο και οι εξωγενείς δυνάμεις της εκάστοτε αγοράς διαμορφώνουν μία ισορροπία στο εξεταζόμενο σύστημα, όπως αυτή που επιτυγχάνεται μέσω των αντίρροπων δυνάμεων του συνόλου των εταιρειών, αναδεικνύοντας τον επικρατέστερο κώδικα, που δεν είναι άλλος από αυτόν με τη μεγαλύτερη επιρροή και δυναμική.

Για την περίπτωση της Ελλάδας, συγκεκριμένα, η ενδεδειγμένη μελέτη των Ετήσιων Εκθέσεων προσδίδει μία τάση αναφοράς στον κώδικα με τη μεγαλύτερη επιρροή, χωρίς ωστόσο ένας δείκτης αξιολόγησης να επαφίεται σε έναν και μόνο κώδικα. Αντιθέτως, απαιτείται ο δείκτης να λαμβάνει υπόψη το σύνολο των επιπέδων πληροφόρησης, που περιλαμβάνει τη νομοθεσία (ως ελάχιστο επίπεδο), τον «τοπικό» κώδικα με τη μεγαλύτερη απήχηση (μεσαίο επίπεδο) και τον διεθνή κώδικα με τον μεγαλύτερο βαθμό επιρροής στην εκάστοτε χώρα (Florou and Galarniotis, 2007· Nerantzidis, 2012a: 11). Επομένως, η μόνη επιστημονική μεθοδολογία, που θα μπορούσε να δώσει λύση στη διαμόρφωση των κριτηρίων και στην επιλογή της κατάλληλης νόρμας (τόσο σε τοπικό όσο και σε διεθνές επίπεδο), κατά την αξιολόγηση της ΕΔ της εκάστοτε χώρας, είναι η μέθοδος Delphi, η οποία είναι μοναδική για την πρόβλεψη ενός θέματος, όταν απουσιάζει η κατάλληλη θεωρητική γνώση, δεδομένου ότι στηρίζεται στη βασική αρχή: “*Two heads are better than one*”, (Dalkey, 1969: v) ή ακόμα καλύτερα, “*N+1 heads are better than one*” (Hilb, 1982).

5.4.3 Έλλειψη «διαφάνειας», ως προς τη στάθμιση των κριτηρίων και υποκριτηρίων

Ένα εξίσου σημαντικό θέμα, που ανακύπτει κατά τη μελέτη του παρόντος κεφαλαίου, σχετίζεται αφενός με την έλλειψη διαφάνειας των εμπορικών δεικτών – όσον αφορά τη στάθμιση των κριτηρίων και των υποκριτηρίων – και αφετέρου με την παντελή απουσία στάθμισης των διαφόρων ακαδημαϊκών δεικτών.

Ειδικότερα, εντύπωση προκαλεί το γεγονός ότι η ΕΔ απασχολεί ένα μεγάλο πλήθος ερευνητών, στο σύνολο των πτυχών της, με αξιοθαύμαστη εξέλιξη, παρότι αυτό είναι αρκετά οξύμωρο, κατά τη δημιουργία των δεικτών και τη στάθμιση των υποδειγμάτων.

Επιπλέον, θα μπορούσε να αναφερθεί και η εξέλιξη του εν λόγω γνωστικού πεδίου, η οποία βρίσκεται σε αρκετά εμβρυακό στάδιο, καθώς η αναδρομή σε βάσεις

διδασκαλικών διατριβών και δημοσιευμένες μελέτες δεν αποφέρει, παρά μόνο μία εργασία²⁵⁸ που να ασχολείται με το εν λόγω θέμα.

Όπως έχουμε αναφέρει, οι εμπορικοί δείκτες σταθμίζουν τα διάφορα κριτήρια και υποκριτήρια που χρησιμοποιούν, είτε μέσω της συσχέτισης των μεταβλητών με την αποδοτικότητα και τον κίνδυνο, είτε μέσω της άντλησης της γνώμης των ειδικών²⁵⁹ (Zheka, 2006). Πρακτικά, το πλεονέκτημα σ' αυτήν την περίπτωση είναι ότι λαμβάνει υπόψη την «ουσία» της αξιολόγησης (Bozec and Bozec, 2011), χωρίς να παραβλέπεται ο παράγοντας της σπουδαιότητας των δομών της ΕΔ.

Αντιθέτως, οι ακαδημαϊκοί δείκτες παραβλέπουν τη στάθμιση των διαφόρων μηχανισμών ΕΔ, στηριζόμενοι στο επιχείρημα ότι δεν υπάρχει θεωρία που να μπορεί να βοηθήσει οποιονδήποτε ερευνητή, ως προς την αποφυγή υποκειμενικών κρίσεων, παρά το γεγονός ότι αναγνωρίζουν τη συμβολή της στάθμισης, για τη δημιουργία μεγαλύτερης διακύμανσης (Balling, Holm and Poulsen, 2006· Black, Jang and Kim, 2006· Florou and Galarniotis, 2007). Ωστόσο, για λόγους «ευκολίας», είθισται να σταθμίζουν ισοδύναμα όλες τις μεταβλητές και να λαμβάνουν έναν μέσο όρο, συνολικά, ή εναλλακτικά να σταθμίζουν ισοδύναμα όλα τα κριτήρια, με αποτέλεσμα και στις δύο περιπτώσεις να δημιουργούνται «στατιστικά λάθη».

Πιο συγκεκριμένα, παρατηρείται ότι όταν σταθμίζουμε ισοδύναμα όλες τις μεταβλητές, η στάθμιση των κριτηρίων προκύπτει από τον αριθμό των μεταβλητών, γεγονός που σημαίνει ότι εφαρμόζουμε τυχαία στάθμιση²⁶⁰, ενώ όταν σταθμίζουμε ισοδύναμα όλα τα κριτήρια, η στάθμιση των μεταβλητών είναι άνιση, δεδομένου του αριθμού των μεταβλητών που περιλαμβάνει κάθε κριτήριο. Ως αποτέλεσμα, και στη μια και στην άλλη περίπτωση, η ισοδύναμη στάθμιση σημαίνει τυχαία στάθμιση (Nerantzidis, 2012a).

Συμπερασματικά, η μόνη τεκμηριωμένη λύση αφορά την εφαρμογή μίας επιστημονικής μεθοδολογίας, που να λαμβάνει υπόψη τη σημασία τόσο του κάθε κριτηρίου, όσο και του υποκριτηρίου, βασιζόμενη στο εκάστοτε σύστημα ΕΔ (Li, 2008: 5). Κατά αυτόν τον τρόπο, δύναται να προκύψει μία διαφανής διαδικασία, που θα επιτρέπει σε κάθε ενδιαφερόμενο να διακρίνει τη σπουδαιότητα του εκάστοτε

²⁵⁸ Πολύ πιθανόν να έχουν πραγματοποιηθεί στο μεσοδιάστημα και άλλες μελέτες, λόγω του ταχέως αναπτυσσόμενου γνωστικού πεδίου. Η αναφερόμενη μελέτη είναι του Li (2008).

²⁵⁹ Συνήθως αναλυτών.

²⁶⁰ Αυτό μπορεί εύκολα να διαπιστωθεί στις διάφορες μελέτες, καθώς ο αριθμός των μεταβλητών που εμπεριέχονται σε ένα κριτήριο δεν είναι ο ίδιος με τα υπόλοιπα κριτήρια.

μηχανισμού, μέσω μιας συνάρτησης αξιολόγησης, η οποία θα συμβάλει στη δημιουργία μιας θεωρίας.

5.4.4 Ανάγκη ενσωμάτωσης ενός εργαλείου για την ανάλυση των ερωτημάτων

Τα υποδείγματα ΕΔ, που έχουν αναπτυχθεί μέχρι στιγμής, βασίζονται στην εξής απλή λογική: διάφορες μεταβλητές (ερωτήματα) εκτιμούν το μέγεθος μίας άλλης λανθάνουσας (μεταβλητής) και στο σύνολό τους, οι λανθάνουσες μεταβλητές αξιολογούν τον πρωταρχικό στόχο (τη βασική λανθάνουσα), που είναι η ποιότητα της ΕΔ.

Πρόκειται, δηλαδή, για μία σειρά βημάτων, που εκτιμούν την ποιότητα της ΕΔ. Ωστόσο, τα ερωτήματα που προκύπτουν είναι τα ακόλουθα:

- Είναι όλες οι μεταβλητές στατιστικά σημαντικές;
- Ποιες μεταβλητές συμβάλλουν σε μεγαλύτερο βαθμό;
- Ποιες μεταβλητές συνθέτουν τα εκάστοτε υποκριτήρια και κριτήρια;

Οι ερωτήσεις αυτές στοιχειοθετούν και διαμορφώνουν ένα υπόδειγμα, που συμβάλλει στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία, τεκμηριώνοντας τις αντίστοιχες απαντήσεις.

Εν αντιθέσει με τα παραπάνω, οι δείκτες ΕΔ που αναπτύσσονται αποφεύγουν να δώσουν απαντήσεις στα ερωτήματα αυτά, καθώς είθισται να ταξινομούν τις μεταβλητές σε «ξεκάθαρα» κριτήρια, χωρίς να αποκλείουν όσες δεν είναι στατιστικά σημαντικές²⁶¹.

Συνεπώς, κάθε μεταβλητή αποτελεί και μία ερώτηση, της μορφής ναι/όχι, με απώτερο σκοπό να «συλλάβει» τη δημοσιοποίηση κάποιας πληροφορίας, κατά τρόπο αντικειμενικό, αποβάλλοντας την οποιαδήποτε πιθανή υποκειμενική μεροληψία (βλ. La Porta, et al., 1998· Gompers, Ishii and Metrick, 2003· Black, Jang and Kim, 2006· Brown and Caylor, 2006· Bozec and Bozec, 2011). Παρόλα αυτά, όμως, είναι εμφανές ότι απουσιάζει ένα μεθοδολογικό εργαλείο, που να προσδίδει μια σαφέστερη εικόνα, αναφορικά με τη δημιουργία ενός «κατάλληλου» υποδείγματος και να

²⁶¹ Δεν εξετάζονται οι στατιστικές ιδιότητες της κάθε μεταβλητής, όπως: i) πόσο δύσκολη είναι η κάθε ερώτηση και ii) πόσο καλά (η κάθε ερώτηση) διαχωρίζει την ποιοτική διαφορά της κάθε εταιρείας.

λαμβάνει υπόψη τόσο τα ερωτήματα και τις παραμέτρους που έχουν τεθεί, όσο και την αξιοπιστία και την εγκυρότητα των μεταβλητών που περιλαμβάνει.

Ωστόσο, δε, η επεξεργασία δυαδικών δεδομένων είναι ανασταλτικός παράγοντας, για την εύρεση του κατάλληλου μεθοδολογικού εργαλείου, μιας και σε μεγάλο βαθμό η επιστήμη δεν καλύπτει επαρκώς τις ανάγκες αυτές. Ενδεικτικά, η αδυναμία επεξεργασίας τέτοιων δεδομένων από τα γνωστά προγράμματα SPSS, Amos, SAS κ.τ.λ., εν μέρει, επιβεβαιώνει την ιδιαιτερότητα των στοιχείων αυτών. Ειδικότερα, στο επόμενο κεφάλαιο θα ακολουθήσει η διεξοδική ανάλυση των διαθέσιμων μεθόδων (για τη διαδικασία σύνθεσης ενός δείκτη) και θα εξεταστούν οι περιορισμοί τους.

5.5 Συμπεράσματα

Κλείνοντας, θα μπορούσαμε να επισημάνουμε την έλλειψη τόσο μίας θεωρητικής βάσης, αναφορικά με τη σύνθεση των εμπορικών και ακαδημαϊκών δεικτών, όσο και μίας μεμονωμένης επιστημονικής μεθοδολογίας, που να επιλύει όλα τα προβλήματα (όπως έχουν διεξοδικά καταγραφεί στο παρόν κεφάλαιο).

Επομένως, θα μπορούσαμε να πούμε ότι η «αξιολόγηση, ως έρευνα, αποτελεί μία συστηματική εφαρμογή ερευνητικών μεθόδων των κοινωνικών επιστημών, με κύριο σκοπό την αποτίμηση του εννοιολογικού περιεχομένου, του σχεδιασμού της υλοποίησης και της ωφέλειας που προκύπτει» (Rossi and Freeman, 1999). Βάσει αυτού του ορισμού, συνάγεται ότι η μεθοδικότητα, ο συνδυασμός ερευνητικών μεθόδων και η αποτελεσματικότητα αποτελούν βασικές προϋποθέσεις, σε οποιαδήποτε αξιολόγηση, προωθώντας μια διαδικασία που να λαμβάνει υπόψη και να αντιμετωπίζει τις όποιες, μέχρι πρότινος, αδυναμίες έχουν προκύψει.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΩΝ ΜΕΘΟΔΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΕΔ

Στόχοι του συγκεκριμένου κεφαλαίου είναι: Αρχικά, να παρουσιάσει τις κυριότερες ερευνητικές μεθόδους, που δύναται να απαντήσουν στα μεθοδολογικά προβλήματα της αξιολόγησης της ΕΔ, όπως αυτά αναδείχθηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο. Στη συνέχεια, να παραθέσει τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα αυτών και τέλος, να αναδείξει τον καλύτερο συνδυασμό, για την αντιμετώπιση των εν λόγω προβλημάτων.

6.1 Εισαγωγή

Η έλλειψη θεωρητικού πλαισίου, για την αξιολόγηση της ΕΔ, όπως αναδείχθηκε από τη μελέτη του προηγούμενου κεφαλαίου, απαιτεί τη διαμόρφωση τριών σταδίων, για τη δημιουργία ενός δείκτη και συγκεκριμένα: i) την επιλογή του αριθμού των κριτηρίων και του πλαισίου «άντλησης» μεταβλητών, ii) τη διερεύνηση της στατιστικής καταλληλότητας, τόσο των μεμονωμένων ερωτήσεων όσο και του συνολικού υποδείγματος και τέλος iii) την απόδοση στάθμισης στα κριτήρια, υποκριτήρια και μεταβλητές. Για τον σκοπό αυτό, στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζεται μία συγκριτική ανάλυση των διαφόρων μεθόδων που εντοπίζονται στη βιβλιογραφική επισκόπηση, ως προς την επίλυση καθενός εκ των αναφερθέντων προβλημάτων, διαμορφώνοντας, τέλος, τον κατάλληλο συνδυασμό εργαλείων, για μια «ολιστική» προσέγγιση.

6.2 Αντιμετώπιση πρώτου μεθοδολογικού προβλήματος

- Ως πρώτο μεθοδολογικό πρόβλημα, αναφερόμαστε στην έλλειψη θεωρητικού πλαισίου για τον καθορισμό *i) του αριθμού των κριτηρίων και του πλαισίου «άντλησης» μεταβλητών*. Για την επίλυση του εν λόγω προβλήματος, προτείνεται η ακόλουθη μεθοδολογία.

6.2.1 Μεθοδολογία Delphi

Η απαρχή της μεθόδου αυτής εντοπίζεται, περί τα τέλη της δεκαετίας του 1940, από τη εταιρεία RAND Corporation, ωστόσο, όμως, στην πλήρη μορφή της, όπως τη γνωρίζουμε σήμερα, χρησιμοποιήθηκε για πρώτη φορά στα πλαίσια ενός στρατιωτικού σχεδίου, στην έδρα της ίδιας εταιρείας, το οποίο για λόγους ασφαλείας δημοσιεύθηκε μετά από δώδεκα χρόνια (Dalkey and Helmer, 1963). Περαιτέρω, χρησιμοποιήθηκε για μια σειρά εφαρμογών, τη δεκαετία του 1960 και του 1970, ξεπερνώντας τις 10.000 μελέτες, σε προβλέψεις τεχνολογιών και ανάλυση πολιτικών, μόλις το 1974 (Linstone and Turoff, 1975). Εντούτοις, δεν θα πρέπει να παραληφθεί και το γεγονός ότι η ελκυστικότητα της μεθόδου αυτής έγκειται στην πληθώρα των

εφαρμογών της, που ως εργαλείο έρευνας, τα τελευταία χρόνια χρησιμοποιείται ευρύτατα σε διδακτορικές και διπλωματικές διατριβές, με διάφορες παραλλαγές (για μεγαλύτερη ανάλυση, βλ. Skulmoski, Hartman και Krahn, 2007).

Πρόκειται για μια τεχνική εξαγωγής της γνώμης των ειδικών, μέσω μίας διαδικασίας αληθινής συναίνεσης και η θεωρητική της θεμελίωση πηγάζει από ένα παλιό απόφθεγμα, βάσει του οποίου “*Two heads are better than one*”²⁶², ιδίως, δε, όταν επιζητείται η επίλυση ενός θέματος που δεν υπάρχει διαθέσιμη πληροφορία (Dalkey, 1969: ν). Επεκτείνοντας τη σκέψη αυτή, θα μπορούσαμε να πούμε, ακόμη περισσότερο, ότι “*n heads are better than one*”²⁶³ (Gordon, 1969: 6). Ως εκ τούτου, η μέθοδος Delphi εΐθισται να χρησιμοποιείται για την πρόβλεψη συγκεκριμένων θεμάτων, όταν υπάρχει περιορισμένη ή και καθόλου πληροφόρηση. Ειδικότερα, ο Weaver (1971: 268) την περιγράφει «σαν έναν τρόπο παραγωγής ιδεών και διευκόλυνσης της συναίνεσης μεταξύ ειδικών, που έχουν τις απαιτούμενες ειδικές γνώσεις να μοιραστούν, αλλά δεν βρίσκονται σε επαφή». Επιπλέον, η ιδιαίτερη φύση της χρησιμεύει για τον περιορισμό των δυσχερειών της αμερόληπτης συναίνεσης, που προκύπτουν στις περιπτώσεις των διαπροσωπικών επαφών (Lummus, Vokurka and Duclos, 2005· Keeney, Hasson and McKenna, 2006· MPhil, Lovell and Harris, 2006).

Η παραδοσιακή – κλασική μέθοδος Delphi, σύμφωνα με τους Rowe και Wright (1999: 354), χαρακτηρίζεται από τα εξής τέσσερα στοιχεία:

1^{ov} **Ανωνυμία:** καθώς επιτρέπει στους συμμετέχοντες να εκφράζουν ελεύθερα την άποψή τους, ενώ οι αποφάσεις αξιολογούνται με βάση την αξία τους και όχι σύμφωνα με το ποιος έχει προτείνει την ιδέα.

2^{ov} **Επανάληψη:** δεδομένου ότι επιτρέπει στους συμμετέχοντες να βελτιώνουν τις απόψεις τους, σε συνάρτηση με την πρόοδο των εργασιών της ομάδας, από γύρο σε γύρο.

3^{ov} **Ελεγχόμενη ανατροφοδότηση:** καθώς ενημερώνει τους συμμετέχοντες για τις προοπτικές των άλλων και τους παρέχει την ευκαιρία να επιβεβαιώσουν την άποψή τους ή και να την αλλάξουν.

4^{ov} **Στατιστική συνάθροιση της ανταπόκρισης της ομάδας:** δεδομένου ότι επιτρέπει την ποσοτική ανάλυση και διατύπωση των δεδομένων.

²⁶² Σε ελεύθερη απόδοση, το απόφθεγμα αυτό ερμηνεύεται ότι «η ισχύς δύο ατόμων είναι μεγαλύτερη του ενός».

²⁶³ Αντίστοιχα, «η ισχύς n ατόμων είναι μεγαλύτερη του ενός».

Περαιτέρω, όπως τονίζουν (1999: 354), μόνο οι μελέτες που έχουν τα προαναφερθέντα στοιχεία μπορούν να χαρακτηριστούν ως μέθοδοι Delphi, ενώ αρκετοί συγγραφείς (Delbeq, Van de Ven and Gustafson, 1975· Linstone and Turloff, 1975· Adler and Ziglio, 1996) αποδεικνύουν ότι η εν λόγω τεχνική μπορεί να τροποποιηθεί αποτελεσματικά, ούτως ώστε να καλύψει τις ανάγκες της εκάστοτε μελέτης.

Επομένως, η κλασική μέθοδος Delphi, σύμφωνα με τον Helmer (1968), αποτελείται από τα εξής οχτώ βήματα:

1. Επιλογή των θεμάτων ή των ερωτήσεων για τη σύνταξη των ερωτηματολογίων.
2. Επιλογή των ειδικών, ούτως ώστε να είναι όσο το δυνατόν περισσότερο ενημερωμένοι – καταρτισμένοι με τα ερωτήματα που χρήζουν απάντησης.
3. Επαρκή πληροφόρηση των ειδικών, για την εξοικείωσή τους, με τα υπό εξέταση θέματα.
4. Εξαγωγή της γνώμης των ειδικών, ενώ απαραίτητη προϋπόθεση στο σημείο αυτή είναι να μη γνωρίζουν τους υπόλοιπους συμμετέχοντες.
5. Ομαδοποίηση και παρουσίαση των αποτελεσμάτων, με τη μορφή διάμεσων τιμών και διατεταρτημοριακού εύρους (π.χ. 25% και 75% εκατοστημόριο τιμών).
6. Ανασκόπηση των αποτελεσμάτων – από τους ειδικούς – και αναθεώρηση των απαντήσεων τους, σε περίπτωση που οι ίδιοι το θεωρούν σκόπιμο. Περαιτέρω, οι συμμετέχοντες, που απαντούν εκτός του διατεταρτημοριακού εύρους, οφείλουν να παρέχουν γραπτές αιτιολογήσεις-επιχειρήματα στον επόμενο γύρο της έρευνας.
7. Αναθεώρηση των ερωτημάτων και επανεξέταση, για ακόμη έναν κύκλο, μέχρις ότου επιτευχθεί πλήρης συναίνεση. Συνήθως, η χρήση της μεθόδου αυτής, για την επίτευξη συναίνεσης, απαιτεί δύο κύκλους ή επαναλήψεις.
8. Τέλος, παρέχεται μία περίληψη των αποτελεσμάτων, με επεξήγηση των απαντήσεων που βρίσκονται εκτός του διατεταρτημοριακού εύρους.

Αξίζει να σημειωθεί ότι οι απαντήσεις στον τελικό γύρο, συνήθως, αποδεικνύουν λιγότερη απόκλιση, σε σχέση με τους προηγούμενους γύρους. Οπότε, η χρήση των διάμεσων τιμών αποτελεί την καλύτερη εκτίμηση για τα υπό εξέταση θέματα (Ayyub, 2001: 100).

6.2.2 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της μεθόδου Delphi

Η μέθοδος Delphi είναι ιδιαίτερα χρήσιμη, σε περιπτώσεις όπου οι ερευνητές έχουν ελλείψεις γνώσεις για τις βασικές πτυχές του υπό εξεταζόμενου θέματος (Delbeq, Van de Ven and Gustafson, 1975· Adler and Ziglio, 1996). Ως εκ τούτου, σύμφωνα με τον Gordon (1969), το κυρίαρχο πλεονέκτημά της έγκειται στην ικανότητα να διερευνά, ψύχραιμα και αντικειμενικά, τα ζητήματα που απαιτούν κρίση· με αποτέλεσμα, όπως αναφέρει, να είναι αρκετά ισχυρή, όταν χρησιμοποιείται για την αναζήτηση απαντήσεων σε κατάλληλες ερωτήσεις. Επιπλέον, αποτελεί την πιο γνωστή τεχνική πρόβλεψης, βασιζόμενη στις γνώμες των ειδικών (Landeta, 2006: 468), ενώ ιδιαίτερο πλεονέκτημά της αποτελούν οι μέσοι όροι που εξάγει για το σύνολο των ειδικών, οι οποίοι είναι αρκετά μεγαλύτεροι από αυτούς των μεμονωμένων ατόμων. Αποδεικνύεται, επομένως, ότι δικαίως χαρακτηρίζεται ως μια *«ώριμη και αρκετά ευπροσάρμοστη ερευνητική μέθοδος, που χρησιμοποιείται σε ένα πλήθος ερευνητικών γνωστικών πεδίων, ανά τον κόσμο»* (Okoli and Pawlowski, 2004: 19).

Στον αντίποδα, παρουσιάζει ορισμένα μειονεκτήματα για τον ερευνητή, δεδομένου ότι η εφαρμογή μεθόδων μη τυχαίας δειγματοληψίας (σκόπιμης δειγματοληψίας και δειγματοληψίας χιονοστιβάδας) δεν εγγυάται την αντιπροσωπευτικότητα του δείγματος προς τον πληθυσμό. Συνεπώς, όταν αυξάνεται το μέγεθος του δείγματος, δεν συνεπάγεται ότι οι εκτιμήσεις προσεγγίζουν τις παραμέτρους του πληθυσμού. Επιπλέον, το γεγονός αυτό δεν μπορεί να οδηγήσει στη γενίκευση των αποτελεσμάτων (Bryman and Bell, 2011: 195), δεδομένου ότι τα αποτελέσματα προέρχονται από τις απόψεις ενός μικρού αριθμού ατόμων-ειδικών (Hartman and Jugdev, 1998· Schmidt, et al., 2001). Ωστόσο, όμως, η εφαρμογή μεθόδων μη τυχαίας δειγματοληψίας είναι επιτακτική, όταν χρησιμοποιούνται πολύ μικρά δείγματα, καθώς επίσης όταν απαιτείται απάντηση πολύ συγκεκριμένων ερωτημάτων (Newman, 2005).

Αφετέρου, δύο μειονέκτημα της μεθόδου, σύμφωνα με τον Gordon (1969), είναι η ευκολία με την οποία τίθενται οι ερωτήσεις (δεδομένου ότι υπάρχουν καλύτερες τεχνικές), καθώς επίσης και ο χρόνος που απαιτείται για την επίτευξη συναίνεσης. Παράλληλα, όπως επισημαίνει ο Landeta (2006: 469), παρότι πρόκειται για μια είναι ευρέως γνωστή και διαδεδομένη τεχνική, δεν ενδείκνυται για τη χρήση της σε

περιπτώσεις πέραν του ενός γεγονότος, ενώ, όσοι τη γνωρίζουν επιφανειακά, την κατηγορούν ως «παλιομοδίτικη». Συγχρόνως, σημαντικό μειονέκτημα αποτελεί και η δυσκολία ελέγχου της ακρίβειας (Dalkey and Helmer, 1963· Martino, 1970) και της αξιοπιστίας της (Sackman, 1974· Martino, 1993), ενώ, σύμφωνα με τους Okoli και Pawlowski (2004: 19), ο αριθμός των ατόμων που συμμετέχουν στην έρευνα δεν εξαρτάται από τη στατιστική ισχύ, αλλά από τη δυναμική της ομάδας, για την επίτευξη συναίνεσης μεταξύ των ειδικών.

Εν κατακλείδι, συνάγεται ότι η μέθοδος Delphi είναι μια ισχυρά επιλέξιμη τεχνική, όταν το ερευνητικό ζητούμενο είναι ξεκάθαρο και δεν δύναται να υπάρξει απαιτούμενη πληροφόρηση από οποιαδήποτε άλλη πηγή.

6.3 Αντιμετώπιση δεύτερου μεθοδολογικού προβλήματος

- Ως δεύτερο μεθοδολογικό πρόβλημα, αναφερόμαστε στην έλλειψη θεωρητικού πλαισίου, ως προς *ι) τη στατιστική καταλληλότητα των μεμονωμένων ερωτήσεων και του συνολικού υποδείγματος*. Για την επίλυση του προβλήματος αυτού προτείνονται οι ακόλουθες μεθοδολογίες:

6.3.1 Κλασική Θεωρία Μέτρησης (CTT)

Η Κλασική Θεωρία Μέτρησης (Classical Test Theory) (εφεξής CTT), ξεκίνησε να αναπτύσσεται στις αρχές του 20^{ου} αιώνα, από τον Spearman (1904)²⁶⁴, ενώ έλαβε τη σημερινή της αξιωματική μορφή από τον Melvin Novick (1966) (Lord and Novick, 1968· Traub, 1997: 8). Αποτελεί την επικρατέστερη μέθοδο στατιστικής ανάλυσης ερωτήσεων στον χώρο της ψυχολογίας και της εκπαίδευσης, λόγω της απλότητά της και του μικρού απαιτούμενου δείγματος (Nunnally and Bernstein, 1994).

Βασική παραδοχή της αποτελεί η συστηματική επίδραση της **ικανότητας των εξεταζομένων** στις απαντήσεις τους, με αποτέλεσμα οι στατιστικές ιδιότητες της

²⁶⁴ Η εργασία που δημοσίευσε ήταν η απόδειξη και η μέτρηση της συσχέτισης δύο πραγμάτων: “The proof and measurement of association between two things”, Spearman (1904).

αξιολόγησης ενός τεστ²⁶⁵ να εξαρτώνται αποκλειστικά απ' τις ερωτήσεις που περιλαμβάνει (Van der Linden and Hambleton, 1997: 2). Ως γεγονός, η παραδοχή αυτή, υπονοεί – εμφανώς – ότι τα πιθανά σφάλματα μετρήσεων είναι ίδια για όλους τους εξεταζόμενους.

Ειδικότερα, για τον έλεγχο της «αξιολόγησης» ενός τεστ απαιτείται ο υπολογισμός δύο στατιστικών μέτρων (ιδιοτήτων) – για κάθε ερώτηση – και συγκεκριμένα: i) ο δείκτης δυσκολίας και ii) ο δείκτης διαφοροποίησής της.

Ξεκινώντας με τον **δείκτη δυσκολίας**, επισημαίνεται ότι ο υπολογισμός του αφορά την εξαγωγή μίας τιμή p_i , βάσει της οποίας προσδιορίζεται το ποσοστό των εξεταζόμενων που απάντησαν σωστά σε μια ερώτηση και προκύπτει από τον τύπο:

$$p_i = \frac{CA_i}{C_i},$$

Όπου CA_i είναι ο αριθμός των σωστών απαντήσεων στην ερώτηση i και

C_i , ο συνολικός αριθμός των εξεταζόμενων που απάντησαν την ερώτηση i .

Αξίζει να σημειωθεί ότι η διακύμανση²⁶⁶ της δυσκολίας κάθε ερώτησης, η οποία κυμαίνεται μεταξύ του μηδέν (0) και του ένα (1), προσδιορίζει συγχρόνως και την καταλληλότητα αυτής, με αποτέλεσμα να απαιτείται ο αποκλεισμός ερωτήσεων που μειώνουν τη μεταβλητότητα της συνολικής βαθμολογίας, δηλ. ερωτήσεις με βαθμό δυσκολίας 0 ή 1.

Ως εκ τούτου, λαμβάνοντας υπόψη το κριτήριο της δυσκολίας, για την κατασκευή ενός τεστ αξιολόγησης, ενδείκνυται η χρήση ερωτήσεων με διαβαθμίσεις, ωστόσο, όμως, ο μέσος δείκτης δυσκολίας θα πρέπει να κυμαίνεται σε $p=0.50$ (Ghisseli, Campbell and Zedeck, 1981). Παράλληλα, δεν θα πρέπει να παραβλέπεται και ο παράγοντας της τύχης, που σύμφωνα με τη βιβλιογραφία της CTT, θα πρέπει να προσμετράται στο ιδανικό επίπεδο δυσκολίας²⁶⁷.

²⁶⁵ Ουσιαστικά αναφερόμαστε στην έννοια της «δοκιμασίας», δηλαδή, ο εξεταστής θέτει στον εξεταζόμενο μία σειρά ερωτημάτων και κατ' αυτόν τον τρόπο αξιολογείται.

²⁶⁶ Εάν μία ερώτηση έχει δείκτη δυσκολίας πολύ υψηλό, π.χ. $p=1$, τότε σημαίνει ότι η ερώτηση είναι εύκολη, καθώς την απάντησε το σύνολο των εξεταζόμενων. Αντίστοιχα, αν μία ερώτηση έχει βαθμό δυσκολίας πολύ χαμηλό, π.χ. $p=0$, τότε η ερώτηση θεωρείται δύσκολη, καθώς κανένας εξεταζόμενος δεν απάντησε την ερώτηση. Παρατηρούμε, δηλαδή, ο ορισμός του δείκτη δυσκολίας να είναι αντίστροφος προς αυτό που σημαίνει.

²⁶⁷ Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. Αλεξόπουλος (2011: 5-6).

Ο δεύτερος δείκτης, της **διαφοροποίησης**, χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό του «βαθμού», κατά τον οποίο μια ερώτηση διαχωρίζει και αναδεικνύει την ποιοτική διαφορά μεταξύ των απαντήσεων και των ερωτηθέντων. Για παράδειγμα, σε ένα τεστ επίδοσης, ο δείκτης διαφοροποίησης μιας ερώτησης διευκρινίζει εάν αυτή διακρίνει τα άτομα που έχουν υψηλή απόδοση, από εκείνα που έχουν χαμηλή.

Για τον υπολογισμό του δείκτη, εκτιμάται η συνάφεια μεταξύ της ερώτησης και του ολικού τεστ, υπό την έννοια του αθροίσματος του συνόλου των ερωτήσεων που περιλαμβάνει. Ειδικότερα, οι δείκτες συνάφειας που χρησιμοποιούνται είναι: (i) η δισειριακή συνάφεια, (ii) η δισειριακή συνάφεια σημείου, (iii) η τετραχωρική συνάφεια, (iv) ο συντελεστής συνάφειας ϕ και (v) η συνάφεια του Pearson²⁶⁸, ενώ αξίζει να σημειωθεί ότι το όριο του δείκτη, για τον χαρακτηρισμό μιας μεταβλητής ως κατάλληλη, είναι οι τιμές από 0.40 και άνω (Αλεξόπουλος, 2011: 122-125).

6.3.1.1. Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της Κλασικής Θεωρίας Μέτρησης

Τα πλεονεκτήματα της μεθόδου αυτής, όπως έχουν αναφερθεί και ανωτέρω, έγκεινται τόσο στην ευκολία υπολογισμού των δεικτών δυσκολίας και διαφοροποίησης, όσο και δυνατότητα εφαρμογής της σε μικρά δείγματα (Nunnally and Bernstein, 1994).

Η δυνατότητα αυτή, την καθιστά αρκετά διαδεδομένη στη στατιστική ανάλυση διχοτομικών μεταβλητών, παρά τα όποια μειονεκτήματα που παρουσιάζει. Λαμβάνοντας υπόψη τους περιορισμούς της CTT, ένας ερευνητής γνωρίζει ότι η μέθοδος αυτή δεν μπορεί να διακρίνει τα χαρακτηριστικά του δείγματος, από αυτά του τεστ (Hambleton, Swaminathan and Rogers, 1991), με αποτέλεσμα να θεωρεί ότι η βαθμολογία κάθε εξεταζόμενου αντικατοπτρίζει την πραγματικότητα (Αλεξόπουλος, 2011: 133). Παράλληλα, εντοπίζεται αδυναμία διαχωρισμού των χαρακτηριστικών του εξεταζόμενου, από αυτών του τεστ²⁶⁹, με αποτέλεσμα, ως εργαλείο, η μέθοδος αυτή να μην μπορεί να επικεντρώσει στις μεμονωμένες ερωτήσεις και να εστιάζει στο σύνολο της αξιολόγησης. Ωστόσο, όμως, όταν δεν

²⁶⁸ Σημειώνεται, δε, ότι ως μέτρο διαφοροποίησης μιας ερώτησης μπορεί να χρησιμοποιηθεί και η τιμή του δείκτη αξιοπιστίας alpha του Cronbach, υπό την έννοια της μεταβολής του (αύξησης) από τη διαγραφή μιας ερώτησης.

²⁶⁹ “each can be interpreted only in the context of the other” (Hambleton, Swaminathan and Rogers, 1991: 2).

μιλάμε απλά για ένα τεστ ικανοτήτων και τη χρησιμοποιούμε για τη διαμόρφωση ενός δείκτη, οι αδυναμίες αυτές δεν δύναται να αποτελέσουν σημαντικό περιορισμό.

Στα μειονεκτήματα της μεθόδου αναφέρεται επίσης και ο υπολογισμός των στατιστικών δεικτών της (δείκτες δυσκολίας και διαφοροποίησης), που εξαρτάται από τις ομάδες των ερωτηθέντων και όχι από τα χαρακτηριστικά του πληθυσμού (Schmeizer and Welch, 2006), με αποτέλεσμα να υπάρχει διαφοροποίηση, στην περίπτωση που το εξεταζόμενο δείγμα διαφέρει σημαντικά από τον πληθυσμό, ωστόσο, όμως, η σωστή δειγματοληψία ενδέχεται να περιορίσει τον κίνδυνο αυτό.

Περαιτέρω, αξίζει να σημειωθεί ότι η CTT λαμβάνει τα σφάλματα της μέτρησης ίδια, για το σύνολο των εξεταζομένων, γεγονός που δεν επαληθεύεται στην περίπτωση ενός αρκετά απαιτητικού τεστ, όπου τα σφάλματα αυτά είναι μεγαλύτερα για τους εξεταζόμενους με χαμηλή απόδοση (Αλεξόπουλος, 2011: 134). Για τον λόγο αυτό, συνίσταται η αποφυγή διαμόρφωσης τεστ με υψηλούς δείκτες δυσκολίας, προκειμένου ο περιορισμός αυτός να μην καθιστά αποτρεπτική τη χρήση της CTT, για την ερμηνεία των αποτελεσμάτων.

Συνεπώς, σε συνδυασμό και με τη δυνατότητα χρήσης πιο σύγχρονων εργαλείων, που παράγουν περισσότερα μέτρα αξιοπιστίας και μετρούν με μεγαλύτερη ακρίβεια την υποκείμενη μεταβλητή (Cooke and Michie, 1997· Hays, Morales and Reise, 2000), τείνουν να χρησιμοποιούνται πιο σύνθετες εκδοχές της θεωρίας ανάλυσης ερωτημάτων, όπως η απόκριση ερωτήματος (IRT) και η παραγοντική ανάλυση, που περιγράφονται στη συνέχεια. Συνάγεται, δε, ότι οι λόγοι που οδήγησαν τους ερευνητές σε νέες κατευθύνσεις συνοψίζονται στην ανάγκη διαμόρφωσης μιας θεωρίας, που να λαμβάνει υπόψη: (i) τις ιδιότητες των ερωτήσεων, ανεξάρτητα από το δείγμα και (ii) τη βαθμολογία των εξεταζομένων, ανεξάρτητα από τη δυσκολία του τεστ, ούτως ώστε η ικανότητα των συμμετεχόντων να μετράται με ακρίβεια (Αλεξόπουλος, 2011: 134).

6.3.2 Θεωρία Απόκρισης Ερωτήματος (IRT)

Η ανάγκη για την επίλυση των ανωτέρω περιορισμών της κλασικής θεωρίας οδήγησε στη διαμόρφωση μιας νέας θεωρίας, για το σχεδιασμό και την κατασκευή ενός τεστ αξιολόγησης. Η θεωρία αυτή, γνωστή και ως θεωρία απόκρισης ερωτημάτων (εφεξής IRT) ή θεωρία λανθανόντων χαρακτηριστικών (latent trait

theory), «γεννήθηκε» μέσω της δημοσίευσης του Lawley (1943), με τίτλο “On problems connected with item selection and test construction” (Lawley, 1943) και εξελίχθηκε από τους Rasch (1960) και Birnbaum (1968), μέσω μιας σειράς σημαντικών προεκτάσεων. Ειδικότερα, προέκυψε ως «επανάσταση» στην επιστήμη της ψυχομετρίας και καθιερώθηκε στον τομέα της αξιολόγησης, ενισχύοντας τη δυνατότητα παροχής πληροφόρησης, μέσω εργαλείων μέτρησης, που δε δύναται να χρησιμοποιηθούν από άλλο μαθηματικό μοντέλο (π.χ., μέσω της κλασικής θεωρίας) (Κατσής, Σιδέρης και Εμβαλωτής, 2010: 377). Συνεπώς, τα υποδείγματα αυτά αποτελούν τα πλέον σύγχρονα υπολογιστικά εργαλεία αξιολόγησης, που εντοπίζονται στην επιστήμη της ψυχομετρίας (Braeken and Tuerlinckx, 2009).

Το δύο βασικότερα αξιώματα (προϋποθέσεις) της εν λόγω θεωρίας λαμβάνουν ως δεδομένο ότι: i) η απόδοση ενός εξεταζόμενου στην ερώτηση ενός τεστ μπορεί να προβλεφθεί (ή να εξηγηθεί) από την απόδοσή του στο χαρακτηριστικό που μετρά (ικανότητα θ) και ii) η σχέση της απόδοσης του εξεταζόμενου, μεταξύ των διαφόρων ερωτήσεων, μπορεί να περιγραφεί από μία συνεχώς αυξανόμενη συνάρτηση, γνωστή και ως συνάρτηση των χαρακτηριστικών της ερώτησης ή καμπύλη των χαρακτηριστικών της ερώτησης (Hambleton, Swaminathan and Rogers, 1991: 7).

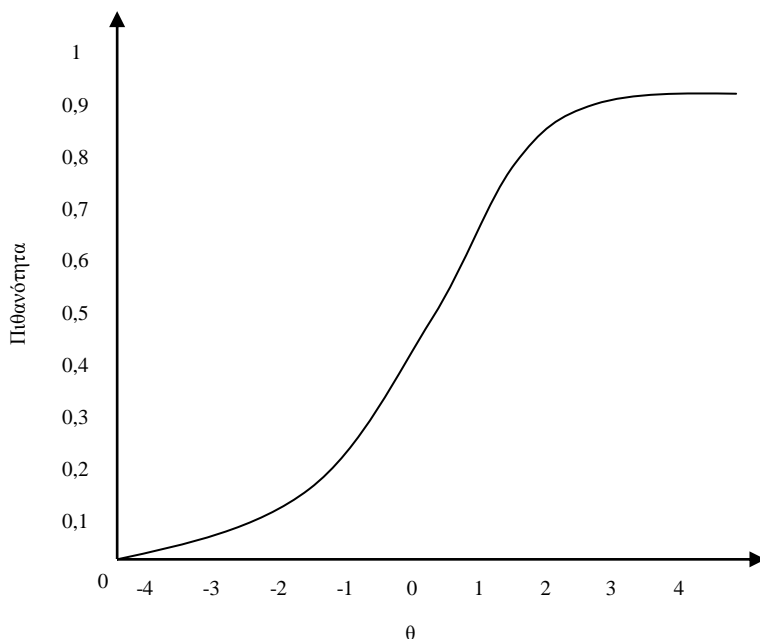
Εστιάζοντας στην **πρώτη υπόθεση**, ένας ερευνητής θεωρεί ως δεδομένο ότι η βαθμολογία ενός τεστ διαμορφώνεται από την ικανότητα (τα λανθάνοντα χαρακτηριστικά) που διαθέτει ο εξεταζόμενος, η οποία συμβολίζεται από το γράμμα θ . Η ικανότητα αυτή δεν είναι άμεσα παρατηρήσιμη, αλλά αποτυπώνεται από τη συνολική βαθμολογία του εξεταζόμενου στο τεστ (Steinberg and Thissen, 1995) και μπορεί να λάβει τιμές από το διάστημα $-\infty$ έως $+\infty$ (Allen and Yen, 1979). Ωστόσο, όμως, βασική υπόθεση για την εκτίμησή της είναι η ύπαρξη τοπικής ανεξαρτησίας των απαντήσεων· υπό την έννοια ότι αυτές δεν συσχετίζονται μεταξύ των ατόμων με διαφορετικά επίπεδα ικανότητας²⁷⁰ (Reckase, 2009: 12).

Περαιτέρω, η **δεύτερη υπόθεση** περιγράφει τη σχέση ανάμεσα στην απόδοση (δηλαδή την απάντηση) του εξεταζόμενου – σε μία ερώτηση – και στην ικανότητα θ που εκτιμάται ότι αυτός έχει, ως μια αύξουσα συνάρτηση (καμπύλη χαρακτηριστικών μιας ερώτησης – Item Characteristic Curve, εφεξής ICC), η οποία, όπως προκύπτει και από το σχήμα 6.1, περιγράφει, για κάθε επίπεδο ικανότητας θ του εξεταζόμενου, την πιθανότητα να απαντήσει σωστά (ο εξεταζόμενος) σε μια συγκεκριμένη ερώτηση

²⁷⁰ Η υπόθεση δεν γενικεύεται στην περίπτωση διακύμανσης μεταξύ του θ .

$p(\theta)$. Από τη μορφή της καμπύλης συνάγεται ότι, καθώς αυξάνει η ικανότητα του εξεταζόμενου, αυξάνει και η πιθανότητα να απαντήσει σωστά σε μια ερώτηση (Hambleton, Swaminathan and Rogers, 1991· Αλεξόπουλος, 2011: 135).

Σχήμα 6.1: Καμπύλη χαρακτηριστικών (Item Characteristic Curve – ICC)



Πηγή: Reckase (2009)

6.3.2.1 Μονοδιάστατη θεωρία απόκρισης ερωτήματος (Unidimensional IRT): λογιστικό μοντέλο μίας παραμέτρου για δυαδικά δεδομένα

Η απλούστερη μορφή της μονοδιάστατης θεωρίας απόκρισης ερωτήματος αποτυπώνεται στο λογιστικό μοντέλο Rasch μίας παραμέτρου (one parameter logistic model – 1PL) και εκφράζεται μαθηματικά από την ακόλουθη συνάρτηση απόκρισης ερώτησης (Rasch, 1960· Hambleton, Swaminathan and Rogers, 1991):

$$P_i(\theta) = \frac{1}{1 + e^{-(\theta - b_i)}}$$

Όπου b_i : ο βαθμός δυσκολίας απάντησης της ερώτησης i ,

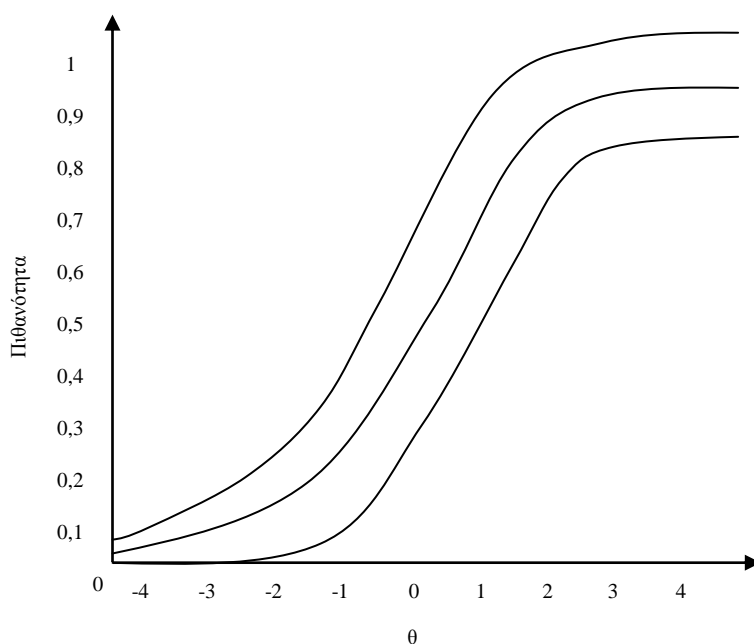
θ : η ικανότητα του εξεταζόμενου,

e : η μαθηματική σταθερά με τιμή ≈ 2.718 και

$P_i(\theta)$: η πιθανότητα ενός τυχαίου εξεταζόμενου, με ικανότητα θ , να απαντήσει σωστά την ερώτηση i . Πρόκειται, δηλαδή, για μία καμπύλη της μορφής S , που παίρνει τιμές μεταξύ 0 και 1.

Από την εξίσωση αυτή είναι εμφανές ότι, καθώς αυξάνει ο βαθμός δυσκολίας μίας ερώτησης, τόσο μεγαλύτερη ικανότητα απαιτείται από τον εξεταζόμενο, ώστε να έχει 50% πιθανότητα να δώσει σωστή απάντηση (σχήμα 6.2).

Σχήμα 6.2: Καμπύλη χαρακτηριστικών λογιστικού μοντέλου μιας παραμέτρου (1PL)



Πηγή: Reckase (2009)

Στο σημείο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι αν οι τιμές της ικανότητας μίας ομάδας τροποποιηθούν, ώστε η μέση τιμή να είναι μηδέν και η τυπική απόκλιση 1, τότε οι τιμές της παραμέτρου b_i θα κυμαίνονται μεταξύ -2 και 2 (Hambleton, Swaminathan and Rogers, 1991: 13).

Σε κάθε περίπτωση, όμως, πρόκειται για ένα αρκετά περιοριστικό μοντέλο, που λαμβάνει ως υπόθεση ότι όλες οι ερωτήσεις διαφοροποιούνται ισοδύναμα, καθώς η μόνη παράμετρος που καθορίζει την απόδοση ενός εξεταζόμενου είναι ο βαθμός δυσκολίας. Η μορφή αυτή θα μπορούσε να ήταν ιδιαίτερα χρήσιμη στην περίπτωση δημιουργίας τεστ που θα λαμβάνει ερωτήσεις από μια τράπεζα στοιχείων και οι

οποίες θα είναι ομοιογενείς, όπως για παράδειγμα σε τεστ που βασίζονται στο κριτήριο (criterion referenced test)²⁷¹.

6.3.2.2 Μονοδιάστατη θεωρία απόκρισης ερωτήματος (Unidimensional IRT): λογιστικό μοντέλο δύο και τριών παραμέτρων για δυαδικά δεδομένα

Το μοντέλο αυτό επεκτείνεται, λαμβάνοντας δύο περαιτέρω παραμέτρους, τον βαθμό διαφοροποίησης και τον βαθμό δυσκολίας, διαμορφώνοντας δύο νέα. Η πλήρης μαθηματική έκφραση της συνάρτησης απόκρισης ερώτησης, που χρησιμοποιεί και τις τρεις παραμέτρους (3PL), αποτυπώνεται στον τύπο (Birnbbaum, 1968):

$$P_i(\theta) = c_i + \frac{(1-c_i)}{1+e^{-a_i(\theta-b_i)}}$$

Όπου b_i : ο βαθμός δυσκολίας απάντησης της ερώτησης i ,

θ : η ικανότητα του εξεταζόμενου,

e : η μαθηματική σταθερά με τιμή ≈ 2.718 ,

a_i : ο δείκτης διαφοροποίησης της ερώτησης i ,

c_i : η παράμετρος της τυχαίας απάντησης της ερώτησης i και

$P_i(\theta)$: η πιθανότητα ενός τυχαίου εξεταζόμενου, με ικανότητα θ , να απαντήσει σωστά την ερώτηση i .

Από την εξίσωση αυτή, όταν η παράμετρος της τυχειότητας δε λαμβάνεται υπόψη, δηλαδή $c_i = 0$, προκύπτει το λογιστικό μοντέλο δύο παραμέτρων (2PL).

Εκ των δύο αυτών μοντέλων, το πληρέστερο είναι αυτό των τριών παραμέτρων (3PL), καθώς, πέραν του παράγοντα της διαφοροποίησης²⁷², λαμβάνει υπόψη και την πιθανότητα που έχει ένας υποψήφιος, με χαμηλή ικανότητα, να απαντήσει σωστά σε μια ερώτηση (παράμετρος της τυχειότητας)²⁷³.

²⁷¹ Για περισσότερα, βλ. Brown and Hudson (2002).

²⁷² Θεωρητικά, παρότι η παράμετρος διαφοροποίησης λαμβάνει τιμές στο διάστημα $(-\infty, +\infty)$, στην πράξη, οι ερωτήσεις με αρνητικές τιμές δε χρησιμοποιούνται και ως εκ τούτου, το συνηθέστερο διάστημα τιμών για την παράμετρο αυτή είναι το $(0, +2)$ (Hambleton, Swaminathan and Rogers, 1991: 15).

²⁷³ Παρότι η παράμετρος αυτή μπορεί να λάβει τιμές από το διάστημα μηδέν έως ένα $(0, 1)$, στην πράξη απορρίπτονται όσες είναι μεγαλύτερες από 0,35 (Baker, 2001· Φώταρης, 2011: 117).

6.3.2.3 Πολυδιάστατη Θεωρία Απόκρισης Ερωτήματος (MIRT – Multidimensional Item Response Theory)

Η μονοδιάστατη προσέγγιση, όπως περιγράφεται ανωτέρω, αποτελεί τη βασική μορφή της θεωρίας αυτής και παρουσιάζει σοβαρούς περιορισμούς στον τρόπο εκτίμησης της ικανότητας του ερωτούμενου (θ), δεδομένου ότι θεωρεί πως κάθε στοιχείο του τεστ μετρά την ίδια ιδιότητα/ ιδιαίτερο χαρακτηριστικό γνώρισμα (Ip, 2010). Ωστόσο, όμως, στις περισσότερες περιπτώσεις, ένα τεστ μετρά περισσότερα χαρακτηριστικά γνωρίσματα – ικανότητες ενός εξεταζόμενου, διαμορφώνοντας μια πιο σύνθετη διάσταση (Reckase, 1985· Ackerman, 1994).

Ως αποτέλεσμα της απαίτησης αυτής, υπήρξε η εξέλιξη της μονοδιάστατης θεωρίας απόκρισης ερωτημάτων, για την εκτίμηση της ικανότητας ενός εξεταζόμενου, βάσει περισσότερων ταυτόχρονα διαστάσεων ή λανθανουσών χαρακτηριστικών. Στην περίπτωση αυτή, η συνάρτηση της πιθανότητας που εκτιμάται λαμβάνει την ακόλουθη μορφή (Reckase, 2009: 59):

$$P(U = u/\theta) = f(u, \theta, \gamma),$$

Όπου U : είναι η βαθμολογία ενός εξεταζόμενου στο τεστ,

u : η τιμή της μεταβλητής, από το σύνολο των εναλλακτικών απαντήσεων,

θ : το διάνυσμα των παραμέτρων που περιγράφουν την ικανότητα του ατόμου,

γ : το διάνυσμα των παραμέτρων που περιγράφουν τα χαρακτηριστικά του εξεταζόμενου στοιχείου.

Διαπιστώνεται, επομένως, ότι η ικανότητα θ του εξεταζόμενου, που διερευνάται στην περίπτωση αυτή, δεν είναι μια απλή μεταβλητή, αλλά ένα διάνυσμα παραμέτρων (Reckase, 1997) και ως αποτέλεσμα, η συνάρτηση απόκρισης ερώτησης για ένα μοντέλο τριών παραμέτρων (3PLM) δίνεται από τη συνάρτηση (Reckase, 1985· Ackerman, 1996):

$$P(u_j = 1/\theta) = c_j + (1 - c_j) \frac{\exp[a'_j \theta - b_j]}{1 + \exp[a'_j \theta - b_j]}$$

Όπου α_j είναι ένα διάνυσμα παραμέτρων διαφοροποίησης,

b_j η παράμετρος της δυσκολίας και

c_j η παράμετρος της τυχαιότητας.

6.3.2.4 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της Θεωρίας Απόκρισης Ερωτήματος

Όπως έχει αναφερθεί, η συγκεκριμένη θεωρία αναπτύχθηκε με κύριο σκοπό να καλύψει τις ελλείψεις της Κλασικής Θεωρίας Μέτρησης και ως εκ τούτου, τα πλεονεκτήματά της αφορούν:

- Τη σταθερότητα των αποτελεσμάτων, δεδομένου ότι είναι ανεξάρτητα από το δείγμα και «λειτουργούν» σε επίπεδο ερωτήματος, παρά σε επίπεδο τεστ (Hambleton, Swaminathan and Rogers, 1991: 2· Αλεξόπουλος, 2011: 142),
- Τη χρησιμότητά της στην αξιολόγηση νέων ή υπαρχουσών εννοιολογικών κατασκευών, καθώς τα μοντέλα που χρησιμοποιεί μπορούν να αξιολογούν ταυτόχρονα τόσο τη συμπεριφορά των στοιχείων, όσο και των συμμετεχόντων (Κατσή, Σιδέρης και Εμβαλωτής, 2011: 377) και
- Την ευκολία ελέγχου των στατιστικών ιδιοτήτων κάθε ερώτησης.

Ωστόσο, όμως, παρουσιάζει και ορισμένα μειονεκτήματα, κυρίως επειδή:

- Περιορίζεται στην ανάλυση διχοτομικών δεδομένων (Youngman and Eggleston, 1979· Αλεξόπουλος, 2011: 143),
- Χρησιμοποιεί εξειδικευμένα στατιστικά εργαλεία, που δεν υποστηρίζονται από τα ευρέως γνωστά στατιστικά πακέτα²⁷⁴ και τα οποία προϋποθέτουν την ύπαρξη καλής γνώσης στατιστικής και υπολογιστών (Reckase, 2009) και
- Απαιτεί μεγάλα δείγματα για την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων της.

Παρότι οι δύο πρώτοι περιορισμοί δεν αποτελούν ιδιαίτερα σοβαρά μειονεκτήματα, για την αποφυγή χρήσης της θεωρίας απόκρισης ερωτημάτων, ωστόσο, ο τρίτος ενδέχεται να προκαλέσει σημαντικές επιπτώσεις στην ανάλυση, καθώς σε περιπτώσεις όπου το δείγμα δεν είναι κατάλληλο, τα αποτελέσματα είναι αμφισβητήσιμα. Στην περίπτωση αυτή δεν υπάρχει μια ξεκάθαρη άποψη για το

²⁷⁴ Και συνήθως τα συγκεκριμένα λογισμικά λειτουργούν σε περιβάλλον DOS.

μέγεθος του δείγματος, δεδομένου ότι εξαρτάται από τη φύση της έρευνας και δη από την πολυπλοκότητα του μοντέλου, ως προς τη διάσταση και τις παραμέτρους που περιλαμβάνει (Antony and Barlow, 2010: 36). Ειδικότερα, επισημαίνεται ότι η χρήση μεγάλου δείγματος παρατηρήσεων αυξάνει την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων (Graham, Naglieri and Weiner, 2003: 47), μειώνει τα τυπικά σφάλματα (Wasserman and Bracken, 2003) και ελαχιστοποιεί την πιθανότητα απόκλισης από την υπόθεση της κανονικότητας της κατανομής, για την εκτιμώμενη ικανότητα «θ» (Stone, 1992). Ως εκ τούτου, συνάγεται ότι η προϋπόθεση αυτή αποτελεί τη σημαντικότερη παράμετρο, για την αξιολόγηση ενός τεστ, καθώς όσο το δείγμα αυξάνεται, τόσο η καταλληλότητα και η ακρίβεια των αποτελεσμάτων βελτιώνεται (Swaminathan and Gifford, 1983).

Μέχρι στιγμής, στη βιβλιογραφία δεν έχει διαμορφωθεί κάποιος συγκεκριμένος κανόνας για το μέγεθος του δείγματος: με τις απόψεις να ποικίλουν μεταξύ των ερευνητών. Ως ελάχιστος αριθμός αναφέρονται οι 200 παρατηρήσεις, με το μέγεθος να απαιτεί αύξηση, όταν οι επιλογές των εναλλακτικών απαντήσεων είναι περισσότερες (Reise, 1999)²⁷⁵. Ωστόσο, το δείγμα αυτό, σύμφωνα με άλλους ερευνητές, μπορεί να είναι επαρκές μόνο στην απλή περίπτωση του μοντέλου Rasch μιας παραμέτρου, καθώς για τα μοντέλα δύο (2PL) και τριών παραμέτρων (3PL) απαιτείται δείγμα 500 και 1000 παρατηρήσεων αντίστοιχα (Suen, 1990). Εντούτοις, όπως αναφέρουν οι Reise, Waller και Comrey (2000), ένα δείγμα 500 παρατηρήσεων ενδέχεται να είναι ακατάλληλο, σε περιπτώσεις όπου ο αριθμός των παραγόντων είναι μεγάλος και ο αριθμός των μεταβλητών, ανά παράγοντα, μικρός. Ειδικότερα, για τον σκοπό αυτό, μια πληθώρα ερευνών στηρίζονται στις μεθόδους προσομοίωσης, προκειμένου να αποδείξουν το καταλληλότερο δείγμα ανάλυσης, λαμβάνοντας διαφορετικά μεγέθη παρατηρήσεων. Στις περισσότερες περιπτώσεις, το αποτέλεσμα της προσομοίωσης επιβεβαιώνει τη χρήση μεγάλου δείγματος παρατηρήσεων ($N > 500$), για τη διασφάλιση της επάρκειας της εκτίμησης (Lord, 1968· Hulin, Lissak and Drasgow, 1982· Yen, 1987· Reise and Yu, 1990· Miller and Oshima, 1992· Hanson and Beguin, 2002· Gao and Chen, 2005· De la Torre and Hong, 2010· He and Wheadon, 2012).

Εν κατακλείδι, παρά τα σημαντικά πλεονεκτήματα που παρουσιάζει και τα οποία τη διαφοροποιούν, σε μεγάλο βαθμό, από τις άλλες μεθόδους στατιστικών

²⁷⁵ Ειδικότερα, για 5 εναλλακτικές επιλογές απαντήσεων, σε μια ερώτηση, το δείγμα απαιτείται να είναι τουλάχιστον 500 άτομα (Reise and Yu, 1990).

αναλύσεων, απαιτείται χρόνος, ώστε να μπορέσει να γίνει φιλικότερη στο ευρύ κοινό (Hambleton, Swaminathan and Rogers, 1991: 153-155) και να μπορέσει να βελτιώσει τον σημαντικό περιορισμό του δείγματος που απαιτεί.

6.3.3 Παραγοντική Ανάλυση

Πρόκειται για μια αρκετά διαδεδομένη τεχνική, η οποία αποσκοπεί, μέσω της στατιστικής επεξεργασίας και ερμηνείας των δεδομένων, στον εντοπισμό ομάδων μεταβλητών, που αποτελούν ενιαία υποσύνολα των αρχικών. Κάθε υποσύνολο, γνωστό και ως «παράγοντας», είναι ανεξάρτητο από οποιοδήποτε άλλο και οι μεταβλητές που περιλαμβάνει είναι αμοιβαία συσχετισμένες (Κατσή, Σιδερίδης και Εμβαλωτής, 2010: 253).

Η ανάλυση αυτή διενεργείται με δύο τρόπους, σύμφωνα με το ερευνητικό στάδιο που μελετάται. Ειδικότερα, η Διερευνητική Παραγοντική Ανάλυση (Exploratory Factor Analysis – EFA) εφαρμόζεται στις περιπτώσεις όπου δεν υπάρχει κάποιο μοντέλο, με απώτερο σκοπό τη δημιουργία του, ενώ η Επιβεβαιωτική Παραγοντική Ανάλυση (Confirmatory Factor Analysis) στις περιπτώσεις που ο ερευνητής έχει σημαντική γνώση περί της φύσης των μεταβλητών, ούτως ώστε να είναι ικανός να διεξάγει συγκεκριμένες παραμετρικές εξισώσεις (Δαφέρμος, 2009: 262).

Ως εκ τούτου, έχουν διαμορφωθεί μια σειρά μεθόδων εκτίμησης, που ενδείκνυνται για κάθε ξεχωριστή περίπτωση, καθώς και μια σειρά δεικτών, για τον έλεγχο τόσο των παραδοχών όσο και της προσαρμογής του μοντέλου στα δεδομένα²⁷⁶.

Δύο από τις βασικότερες προϋποθέσεις, για τη διενέργεια παραγοντικής ανάλυσης, σχετίζονται με: (i) την ποιότητα των δεδομένων και (ii) το μέγεθος του δείγματος (Αλεξόπουλος, 2011: 149)²⁷⁷. Η πρώτη αφορά την κλίμακα διαστημάτων των δεδομένων (ενδείκνυται η χρήση κλίμακας Likert 1-5 ή 1-7) και η δεύτερη την αναλογία του εξεταζόμενου δείγματος, ως προς το πλήθος των μεταβλητών [συνίσταται η χρήση αναλογίας δείγματος μεταβλητών 5:1 (Hatcher, 1994: 73) ή 10:1

²⁷⁶ Για εκτενέστερη ανάλυση, βλ.: Δαφέρμος (2009) και Δημητριάδης (2010).

²⁷⁷ Ως προϋποθέσεις για τη διενέργεια παραγοντικής ανάλυσης αναφέρονται, επιπλέον: (i) η τυχασιότητα του δείγματος, (ii) η διδιάστατη κανονικότητα των μεταβλητών, (iii) η γραμμικότητα και (iv) η απουσία ακραίων τιμών, ενώ ελέγχονται παράλληλα: (i) οι ελλείπουσες τιμές, (ii) η επάρκεια του δείγματος και (iii) η σφαιρικότητα (Δαφέρμος, 2009: 22-25).

(Nunnally 1978: 421), με αυστηρότερη περίπτωση αυτή της αναλογίας 20:1 (Costello and Osborne, 2005)].

Συνάγεται, επομένως, ότι στις περιπτώσεις όπου οι ανωτέρω δύο προϋποθέσεις παραβιάζονται, η παραγοντική ανάλυση δεν μπορεί να διενεργηθεί. Συγκεκριμένα, στην πρώτη περίπτωση, ως προς την ποιότητα των δεδομένων, σοβαρή απόκλιση αποτελούν οι διχοτομημένες μεταβλητές, ενώ στη δεύτερη, οι Comrey και Lee (1992) επισημαίνουν ότι τα μεγέθη των 50 και των 100 παρατηρήσεων είναι αρκετά φτωχά.

Ειδικότερα, στην ιδιαίτερη περίπτωση των διχοτομικών δεδομένων, το γραμμικό μοντέλο παραγόντων θεωρείται ακατάλληλο²⁷⁸, καθώς υποθέτει ότι οι παρατηρούμενες ή δηλωτικές μεταβλητές είναι μετρικές (Bartholomew, et al., 2011: 304). Για τον λόγο αυτό, προτείνεται η διερεύνηση των δυαδικών μεταβλητών να πραγματοποιείται είτε: (i) με τη δημιουργία αθροισμάτων όμοιων ερωτήσεων (δέσμες ερωτήσεων), ούτως ώστε να αντιμετωπίζεται η μεροληπτικότητα των αποτελεσμάτων (Αλεξόπουλος, 2011: 150), είτε (ii) με τον υπολογισμό των τετραχωρικών συσχετίσεων – για κάθε ζεύγος μεταβλητών – και την εκτίμηση του κλασικού μοντέλου παραγοντικής ανάλυσης, με τη χρήση υποκειμενικών αντί λανθανουσών μεταβλητών (Bartholomew, et al., 2011: 321-322), ή εναλλακτικά (iii) με τη χρήση του μοντέλου logit, που βρίσκει εφαρμογή σε μοντέλα που συνδέονται με τη θεωρία της απόκρισης ερωτήσεων (Bartholomew, et al., 2011: 305)²⁷⁹.

6.3.3.1 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της Παραγοντικής Ανάλυσης

Όπως έχει αναφερθεί, η μέθοδος αυτή στοχεύει στη δημιουργία παραγόντων, μέσω της συσχέτισης των μεταβλητών που αναλύει και είναι χρήσιμη για τη διαχείριση ενός ιδιαίτερα μεγάλου αριθμού (μεταβλητών). Ως εκ τούτου, πλεονεκτεί έναντι των άλλων, δεδομένου ότι αποτελεί μια εμπειριστατωμένη μέθοδο ανάλυσης,

²⁷⁸ Η αναζήτηση ενός μεθοδολογικού εργαλείου, για την επεξεργασία δυαδικών δεδομένων, αποφέρει λιγοστά και δύσκριστα στατιστικά πακέτα, μιας και η επιστήμη δεν έχει προχωρήσει επαρκώς στην κάλυψη των απαιτούμενων αναγκών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η αδυναμία εφαρμογής παραγοντικής ανάλυσης (τόσο διερευνητικής όσο και επιβεβαιωτικής) από τα γνωστά προγράμματα SPSS, Amos, SAS κ.τ.λ. (Φώταρης, 2011: 151).

²⁷⁹ Η μέθοδος αυτή λαμβάνει, ως μήτρα δεδομένων, μοτίβα βαθμολογίας ή μοτίβα απαντήσεων, της μορφής 00101110011, για κάθε μεταβλητή, όπου οι τιμές 0 και 1 του μοτίβου είναι η βαθμολογία ή απάντηση που λαμβάνει η μεταβλητή αυτή, για κάθε παρατήρηση. Ειδικότερα ο αριθμός των πιθανών μοτίβων απαντήσεων προσδιορίζεται από τον τύπο 2^p , όπου p είναι ο αριθμός των μεταβλητών (για περισσότερα, βλ., Bartholomew, et al., 2011: 300-301).

για τον περιορισμό των μεταβλητών, χωρίς ιδιαίτερη απώλεια πληροφόρησης (Johnson, 1998: 147). Επιπλέον, δε, ερμηνεύει έναν παράγοντα, βάσει της σημασίας των μεταβλητών, διευκολύνοντας με τον τρόπο αυτόν την ερμηνεία των αποτελεσμάτων, ενώ δύναται περαιτέρω ο παράγοντας, ως νέα μεταβλητή, να χρησιμοποιηθεί για παλινδρόμηση, ανάλυση διακύμανσης κ.ο.κ. (Δημητριάδης, 2010: 166).

Στην περίπτωση ενός δείκτη, η μέθοδος αυτή ενδείκνυται για την αμεροληψία της (διότι επιλέγονται μεταβλητές με τη μεγαλύτερη μεταξύ τους στατιστική συσχέτιση), ενώ εξυπηρετεί στη σύνθεσή του, δεδομένου ότι λαμβάνει αποκλειστικά μεταβλητές που παρουσιάζουν βαρύνουσα σημασία.

Ωστόσο, στον αντίποδα, σημαντικός περιορισμός, για τη χρησιμότητα της μεθόδου αυτής, είναι η αδυναμία εφαρμογής της σε διχοτομικά δεδομένα, καθώς ως μοντέλο ερμηνεύει μετρικές και όχι δυαδικές μεταβλητές. Στις περιπτώσεις αυτές εΐθισται να εφαρμόζονται οι μέθοδοι των υποκειμένων μεταβλητών και της θεωρίας απόκρισης ερωτημάτων, οι οποίες παρουσιάζουν σοβαρούς περιορισμούς, καθώς στη μεν πρώτη περίπτωση οι τετραχωρικές συσχετίσεις είναι προβληματικές, όταν οι πίνακες συγκρίσεων 2x2 είναι αρκετοί ή όταν είναι αρνητικά ορισμένοι²⁸⁰ και στη δε δεύτερη, όταν το δείγμα των παρατηρήσεων είναι μικρό (συνήθως δείγματα κάτω των 500 θεωρούνται ακατάλληλα για την εφαρμογή του μοντέλου 2PL)²⁸¹.

Τέλος, ως πρόσθετα μειονεκτήματα της ανάλυσης αυτής αναφέρονται το γεγονός της υποκειμενικής ερμηνείας των παραγόντων από τον εκάστοτε ερευνητή (Johnson, 1998: 148) και της απουσίας μοναδικής λύσης, για ένα πρόβλημα, καθώς ενδέχεται η εφαρμογή διαφορετικής μεθόδου εκτίμησης να οδηγήσει σε ξεχωριστό αποτέλεσμα (Steward, 1981).

²⁸⁰ Στην περίπτωση αυτή παραβιάζεται η υπόθεση της κανονικότητας, ενώ ενδέχεται να υπονοεί μεταβλητότητα του δείγματος (Muthén, 1984,1989· Kay, 2004: 3). Επιπλέον, δε, η μέθοδος της μέγιστης πιθανοφάνειας, για μη θετικά ορισμένες μήτρες, θεωρείται ακατάλληλη (Kay, 2004: 15-16).

²⁸¹ Ο περιορισμός αυτός αναφέρεται εκτενέστερα στο υποκεφάλαιο 6.3.2.4.

6.4 Αντιμετώπιση τρίτου μεθοδολογικού προβλήματος

- Ως τρίτο μεθοδολογικό πρόβλημα αναφερόμαστε στην έλλειψη θεωρητικού πλαισίου, ως προς *ι) τη στάθμιση των κριτηρίων, υποκριτηρίων και των μεταβλητών.*

Παρότι στις περισσότερες περιπτώσεις παρατηρείται η λήψη αποφάσεων με τη χρήση της ενιαίας (ή ισοδύναμης) στάθμισης των κριτηρίων, εντούτοις, η μέθοδος αυτή δύναται να αποφέρει ελαττωματικά αποτελέσματα, δεδομένου ότι δεν ενσωματώνει τις σχετικές προτιμήσεις που ενδέχεται να υπάρχουν μεταξύ αυτών. Ως εκ τούτου, έχουν προταθεί μια σειρά από μεθοδολογίες, με απώτερο σκοπό τη διευθέτηση του εν λόγω προβλήματος:

6.4.1 Άμεση στάθμιση

Η μέθοδος αυτή λαμβάνει δύο εκδοχές, βάσει των οποίων, οι λήπτες αποφάσεων απονέμουν αριθμητικά βάρη – τιμές στα κριτήρια, με τρόπο άμεσο (Dodgson, et al., 2001):

- Την απόδοση βαθμού προτεραιότητας στα κριτήρια, σύμφωνα με τη σπουδαιότητά τους: Στην περίπτωση αυτή δίνεται ένας αριθμός σε μια κλίμακα, συνήθως 0 – 100, είτε αντιμετωπίζοντας το πρόβλημα απόφασης συνολικά, είτε κατατεμημένο σε κριτήρια. Στην πρώτη εκδοχή, ο αποφασίζων αποδίδει μια βαρύτητα, η οποία κυμαίνεται σε ένα δεδομένο εύρος τιμών, με το ανώτερο και κατώτερο όριο να αποτελούν το αντίστοιχο επίπεδο σημαντικότητας. Στη δεύτερη, τα κριτήρια που διαμορφώνουν το πρόβλημα κατανέμονται σε συγκεκριμένες κατηγορίες και ο αποφασίζων αποδίδει το αντίστοιχο βάρος σε κάθε κατηγορία και στα κριτήρια που αυτή περιλαμβάνει. Αναλυτικότερα, όπως αναφέρει και ο Malczewski (1999), αποδίδοντας μια μέγιστη τιμή, Γ_{\max} , για μια κατηγορία και υποδιαίρεσεις αυτής στα κριτήριά της, οι τελικές προτεραιότητες δίνονται από τον τύπο:

$$w_i = \Gamma_i / \Gamma_{\max}$$

- Την κατάταξη: η οποία περιλαμβάνει την απονομή της σειρά προτίμησης των κριτηρίων, σύμφωνα με τη σπουδαιότητά τους, στο πρόβλημα απόφασης. Οι προτεραιότητες των κριτηρίων στην περίπτωση αυτή υπολογίζονται από τη σχέση (Αναγνωστόπουλος και Βαβάτσικος, 2006):

$$w_i = \frac{\frac{1}{r_i}}{\sum_{k=1}^n \left(\frac{1}{r_k}\right)},$$

όπου n: ο αριθμός των κριτηρίων και

r_i : η σειρά κατάταξης του κριτηρίου σύμφωνα με τον αποφασίζοντα.

Από τις δύο αυτές μεθόδους, ως προτιμότερη εμφανίζεται η πρώτη, καθώς για την απόδοση προτεραιότητας σε ένα κριτήριο χρησιμοποιεί τη βαθμολογία του – σε αριθμητική κλίμακα – και όχι την τακτική προτίμησή του, παρέχοντας έτσι καλύτερη ερμηνεία στη σχετική σπουδαιότητά του (Sinha and Labi, 2007: 450). Επιπλέον, η μέθοδος της κατάταξης παρουσιάζει σοβαρό πρόβλημα, όταν ο αριθμός των παραμέτρων είναι μεγάλος: περίπτωση για την οποία συνίσταται η κατάτμηση του προβλήματος σε κριτήρια, προκειμένου να αποδοθεί ο βαθμός προτεραιότητάς τους. Ωστόσο, όμως, παρότι αυτές οι μέθοδοι είναι ιδιαίτερα εύχρηστες, η έλλειψη μαθηματικού υπόβαθρου ενδέχεται να οδηγήσει σε ασυνεπή αποτελέσματα, όταν το πλαίσιο λήψης απόφασης δεν είναι σωστά σχεδιασμένο. Για τον λόγο αυτό, έχουν διαμορφωθεί πιο ολοκληρωμένες (ή περιεκτικές) μέθοδοι, οι οποίες μπορούν να συλλάβουν τις σχετικές προτιμήσεις του αποφασίζοντα – με μεγαλύτερη ακρίβεια – και οι οποίες θα αναφερθούν στη συνέχεια (Sinha and Labi, 2007: 450).

6.4.2 Μεθοδολογία Delphi

Η μεθοδολογία αυτή, που έχει περιγραφεί εκτενέστερα σε προηγούμενη παράγραφο, δίνει τη δυνατότητα της αποτύπωσης της γνώμης των ειδικών – για εξειδικευμένα θέματα – και της παροχής μιας ολιστικής τελικής κρίσης. Ειδικότερα, μέσω μιας διαδικασίας επαναλαμβανόμενων γύρων, επιδιώκεται η επίτευξη συναίνεσης για την απόδοση των σχετικών βαρών, στα διάφορα κριτήρια και υποκριτήρια²⁸².

6.4.3 Μέθοδος παιγνίων

Σύμφωνα με τους Anderson, Hobbs και Bell (2002), η μέθοδος αυτή αποδίδει τη βαρύτητα ενός κριτηρίου, μέσω της σύγκρισης, από τους αποφασίζοντες, μεταξύ ενός εγγυημένου («βέβαιο αποτέλεσμα») και ενός μη εγγυημένου αποτελέσματος («παίγνιο»). Η διαδικασία που ακολουθείται στην περίπτωση αυτή απαιτεί την αρχική κατάταξη των κριτηρίων – κατά σειρά προτίμησης – και τη σύγκρισή τους ανά δύο. Η σύγκριση αυτή περιλαμβάνει ένα σίγουρο αποτέλεσμα και ένα παίγνιο, ενώ καταγράφεται το σημείο $p\%$, όπου αυτά τα δύο είναι εξίσου επιθυμητά. Το επίπεδο αυτό αντιπροσωπεύεται το βάρος του κριτηρίου της ερώτησης και η διαδικασία επαναλαμβάνεται για το σύνολο των κριτηρίων.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η μέθοδος είναι ιδιαίτερα χρήσιμη για σενάρια κινδύνου, όπου τα αποτελέσματα δεν είναι γνωστά με ακρίβεια, ωστόσο, όμως, είναι αρκετά δύσκολη στην κατανόηση και περίπλοκη στην εφαρμογή της.

6.4.4 Μέθοδος Παλινδρόμησης

Στην προκειμένη περίπτωση, η απόδοση της στάθμισης στα κριτήρια προκύπτει μέσω της γραμμικής παλινδρόμησης, όπου οι αποφασίζοντες καλούνται να δώσουν μια αριθμητική τιμή, τόσο στο τελικό αποτέλεσμα όσο και σε κάθε επιμέρους κριτήριο (Hobbs and Meier, 2000). Συγκεκριμένα, μέσω της εξίσωσης:

²⁸² Στην περίπτωση αυτή ισχύουν τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα, όπως έχουν αναφερθεί στο αντίστοιχο κεφάλαιο.

$$V_i = \sum_{j=1}^J (w_j x_{ji}) + \varepsilon_i$$

Όπου V_i = είναι το συνολικό αποτέλεσμα,

w_j = το βάρος του κριτηρίου j ,

x_{ji} = η αξία του κριτηρίου j για την εναλλακτική i και

ε_i = το σφάλμα της εκτίμησης.

Εκτιμάται η γραμμή που ελαχιστοποιεί το άθροισμα των τετραγωνικών αποκλίσεων των παρατηρήσεων και οι συντελεστές που προκύπτουν, για κάθε κριτήριο, απεικονίζουν τη σχετική του βαρύτητα. Ειδικότερα, εφαρμογή της μεθόδου αυτής αποτελεί η έρευνα των Βαβούρα και Πετράκου (2010).

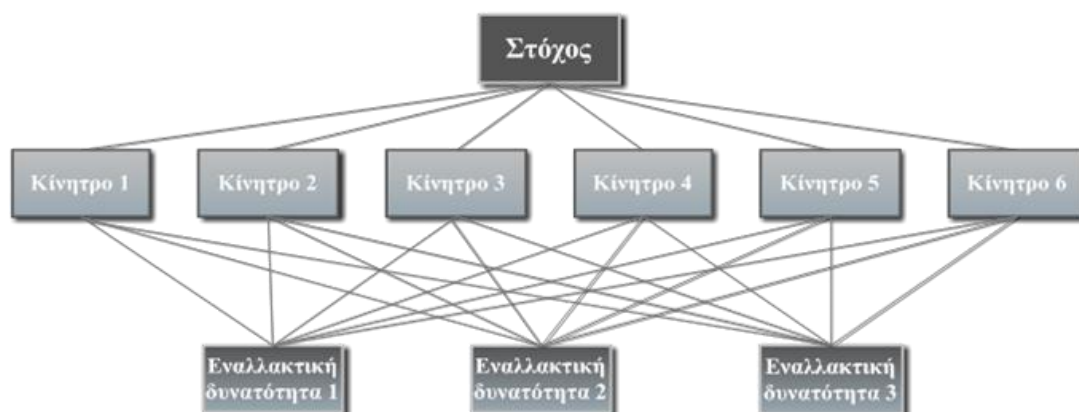
6.4.5 Μεθοδολογία Αναλυτικής Ιεραρχικής Προσέγγισης

Η μέθοδος της Αναλυτικής Ιεραρχικής Προσέγγισης (Analytic Hierarchy Process-AHP) (εφεξής AHP) καθιερώθηκε από τον Saaty (1994a), ως μία μεθοδολογία για την **υποστήριξη λήψης αποφάσεων**. Ειδικότερα, πρόκειται για μία τεχνική που αντλεί το θεωρητικό της υπόβαθρο από την έννοια του ελληνικού όρου «ιεραρχία»²⁸³. Ως τέτοια, συνιστά τη δόμηση ενός προβλήματος – για την επίλυσή του – και πρόκειται για μια καλή και οργανωμένη διαδικασία, που σχεδιάστηκε με σκοπό την αντιμετώπιση, τόσο της ορθολογικής όσο και της διαισθητικής επιλογής της καλύτερης, μεταξύ των εναλλακτικών, λύσης, βάσει των κριτηρίων που θέτει. Ουσιαστικά, πρόκειται για μία μεθοδολογία, όπου ο υπεύθυνος λήψης μίας απόφασης διασπά ένα πρόβλημα σε μικρότερα μέρη και πραγματοποιεί διμερείς συγκρίσεις, με σκοπό την ανάπτυξη προτεραιοτήτων σε κάθε ιεραρχία (Saaty, 1986a,b· 1994a: 1).

Στην απλούστερη μορφή της, δομείται από τρία επίπεδα, όπου στο ανώτερο τίθεται ο επιδιωκόμενος στόχος, στο δεύτερο τα κριτήρια που θα το διαμορφώνουν (προκειμένου να ληφθούν υπόψη από τον αποφασίζοντα) και στο τρίτο οι εναλλακτικές επιλογές που πρέπει να αξιολογηθούν (Saaty, 1994a: 1).

²⁸³ Ο Μπαμπινιώτης (2008: 772) αναφέρει την έννοια της ιεραρχίας ως τη διαβαθμισμένη κλίμακα, που δομείται στη σχέση ανώτερης και κατώτερης βαθμίδας.

Σχήμα 6.3: Ιεραρχία τριών επιπέδων

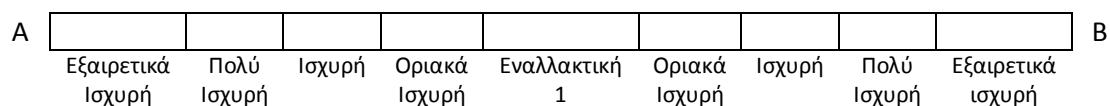


Πηγή: Saaty (1994a: 3)

Βάσει των Bhusan και Rai (2004: 15-17), η μέθοδος αυτή περιλαμβάνει έξι βήματα:

1. Την αποσύνθεση του προβλήματος και την ιεράρχηση του στόχου, των κριτηρίων-υποκριτηρίων και των εναλλακτικών επιλογών (βλ. σχήμα 6.3).
2. Τη συλλογή δεδομένων από τους ειδικούς ή τους λήπτες αποφάσεων, μέσω διμερών συγκρίσεων των κριτηρίων· και ως προς τις εναλλακτικές επιλογές, με τη χρήση μιας ποιοτικής κλίμακας (όπως αυτή περιγράφεται στο σχήμα 6.4), προκειμένου στη συνέχεια να μετατραπούν σε ποσοτικούς αριθμούς (βλ. πίνακα 6.1).

Σχήμα 6.4: Μορφή κλίμακας διμερών συγκρίσεων



Πηγή: Bhusan και Rai (2004: 16)

Πίνακας 6.1: Εννιαβάθμια αριθμητική κλίμακα και λεκτική επεξήγηση για ποσοτική σύγκριση των επιλογών

Λεκτική Κλίμακα	Επεξήγηση	Αριθμητική Τιμή
Ίση σπουδαιότητα των δύο στοιχείων (equal).	Τα δύο στοιχεία συνεισφέρουν το ίδιο.	1
Μέτρια σημαντικότητα του ενός έναντι του άλλου (marginal strong).	Η εμπειρία και η κρίση ευνοούν το ένα στοιχείο, έναντι του άλλου.	3
Ισχυρή σημαντικότητα του ενός έναντι του άλλου (strong).	Ένα στοιχείο ευνοείται έντονα.	5
Πολύ ισχυρή σημαντικότητα του ενός έναντι του άλλου (very strong).	Ένα στοιχείο επικρατεί πολύ έντονα.	7
Απόλυτη επικράτηση το ενός έναντι του άλλου (extremely strong).	Η υπεροχή του ενός είναι τόσο ισχυρή, ώστε το άλλο στοιχείο πρακτικά αγνοείται.	9
Ενδιάμεσες τιμές.	Χρησιμοποιούνται ως συμβιβασμός ανάμεσα σε δύο κλίμακες.	2,4,6,8

Πηγή: Συνδυασμός των Bhusan και Rai (2004: 17), Forman και Selly (2002: 68) και Βαγγέλας (2008: 215)

3. Την ταξινόμηση των συγκρίσεων (του βήματος 2), σε έναν τετραγωνικό πίνακα με διαγώνιο τη μονάδα (1).
4. Τη διαμόρφωση της σχετικής σημαντικότητας των κριτηρίων, με τη χρήση της πρωτεύουσας ιδιοτιμής (eigenvalue) και του κανονικοποιημένου ιδιοδιανύσματος (eigenvector), δεδομένου ότι τα στοιχεία του τελευταίου χαρακτηρίζονται ως τα βάρη των κριτηρίων-υποκριτηρίων και ως οι εκτιμήσεις των εναλλακτικών.
5. Την αξιολόγηση της συνέπειας (consistency) του πίνακα, μέσω του υπολογισμού του δείκτη συνέπειας (Consistency Index), με τον τύπο: $CI = (\lambda_{\max} - n) / (n - 1)$, όπου λ_{\max} είναι η μέγιστη ιδιοτιμή του. Το αποτέλεσμα αυτό συγκρίνεται με έναν τυχαίο δείκτη (Random Index – RI) και ο λόγος των δύο (CI/RI) διαμορφώνει τον λόγο συνέπειας (consistency ratio – CR) (Saaty, 1996). Η ασυνέπεια του πίνακα επιβεβαιώνεται για τιμές του λόγου μεγαλύτερες από 0,1 (βλ. σχήμα 6.5).
6. Τον υπολογισμό των βαρών των καθολικών εκτιμήσεων.

Σχήμα 6.5: Τυχαίος δείκτης RI

Μέγεθος Πίνακα	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
RI	0,00	0,00	0,58	0,90	1,12	1,24	1,32	1,41	1,45	1,49

Πηγή: Saaty (1996)

6.4.5.1 Αρχές, Παραδοχές και Αξιώματα της Αναλυτικής Ιεραρχικής Προσέγγισης

Ένα χρήσιμο χαρακτηριστικό της AHP είναι η εφαρμογή της, τόσο στη μέτρηση άυλων – λανθανόντων όσο και απτών κριτηρίων, μέσω της χρήσης βαθμιαίας κλίμακας. Ειδικότερα, σύμφωνα με τον Saaty (1994a: 337), οι τρεις βασικές αρχές, που καθοδηγούν την επίλυση προβλημάτων, είναι: η αποσύνθεση, η σύγκριση ανά ζεύγη και η σύνθεση των προτεραιοτήτων.

Ξεκινώντας από **την αποσύνθεση** ενός προβλήματος, σε μικρότερα προβλήματα, επισημαίνεται ότι η αρχή αυτή είναι η βασικότερη στη διαδικασία ανάλυσης αποφάσεων, δεδομένου ότι η σωστή δόμηση του ερευνητικού ζητούμενου θα πρέπει να ξεκινά από το γενικό (πρώτο επίπεδο) και να διακλαδώνεται στα περισσότερο ειδικά (δεύτερο επίπεδο – κριτήρια), ούτως ώστε να δημιουργείται μία ιεραρχία. Παράλληλα, **η χρήση των διμερών συγκρίσεων** εξυπηρετεί στον υπολογισμό του ειδικού βάρους, κάθε κριτηρίου-υποκριτηρίου και κάθε εναλλακτικής, μέσω της δημιουργίας ενός πίνακα²⁸⁴, ενώ τέλος, **η σύνθεση των προτεραιοτήτων** διαμορφώνει τις συναθροιστικές προτεραιότητες και εξυπηρετεί στον έλεγχο αξιοπιστίας της έρευνας.

Στο σημείο αυτό, ιδιαίτερη μνεία γίνεται στη **βασική παραδοχή** της AHP, που εστιάζει στην υποκειμενικότητα της γνώσης, η οποία λαμβάνεται και στηρίζεται στο γεγονός ότι οι ειδικοί ενός κλάδου διαθέτουν το απαιτούμενο θεωρητικό υπόβαθρο και την εμπειρία, για την επίλυση του ερευνητικού ζητούμενου. Ως εκ τούτου, είναι οι μόνοι που μπορούν να συμβάλλουν στη διαμόρφωση ενός στόχου, το οποίο άπτεται των γνώσεών τους, όταν δεν υπάρχει περαιτέρω πληροφόρηση.

²⁸⁴ Πίνακες συγκρίσεων δημιουργούνται σε κάθε επίπεδο (προκειμένου να μπορούν να πραγματοποιηθούν, κατά ζεύγη, συγκρίσεις), σε σχέση με το ανώτερο κάθε φορά επίπεδό τους.

Τέλος, αναπτύσσονται **τα αξιώματα της συγκεκριμένης μεθόδου**, όπως αυτά έχουν διαμορφωθεί από τον Saaty (1986a)²⁸⁵:

Αξίωμα 1^ο: Αμοιβαιότητα

Για όλα τα $A_i, A_j \in \mathcal{A}$ και $C \in \mathcal{C}$

$$P_c(A_i, A_j) = 1/P_c(A_j, A_i)$$

Όπου \mathcal{A} : ένα πεπερασμένο σύνολο n στοιχείων (εναλλακτικές) και

\mathcal{C} : ένα σύνολο ιδιοτήτων ή χαρακτηριστικών (κριτήρια), βάσει του οποίου κάθε στοιχείο του \mathcal{A} συγκρίνεται.

Συνεπώς, όποτε πραγματοποιούμε διμερείς συγκρίσεις, θα πρέπει να εξετάζουμε τη σχετική τους αξία, δεδομένου ότι αυτές είναι αμοιβαίες. Βάσει του αξιώματος αυτού, όταν το στοιχείο i είναι πέντε (5) φορές προτιμότερο από το j , θα πρέπει να ισχύει ότι το j είναι 1/5 φορές προτιμότερο από το i .

Αξίωμα 2^ο: Ομοιογένεια

Λαμβάνοντας μια ιεραρχία \mathcal{H} , $x \in \mathcal{H}$ και $x \in L_k$, τότε $x^- \subseteq L_{k+1}$ είναι ρ -ομογενές, για $k=1, \dots, h-1$

Όπου \mathcal{H} : αποτελεί ένα πεπερασμένο και μερικώς ταξινομημένο σύνολο στοιχείων,

L_k : είναι το επίπεδο της ιεραρχίας με $k= 1, 2, \dots, h$,

και ρ -ομογενές σύνολο $x^- \subseteq L_{k+1}$ αναφορικά με το $x \in L_k$: ένα μη κενό σύνολο, του οποίου, για κάθε ζεύγος στοιχείων $y_1, y_2 \in x^-$, ισχύει $1/\rho \leq P_c(y_1, y_2) \leq \rho$.

Σύμφωνα με το αξίωμα αυτό απαιτείται τα στοιχεία που συγκρίνονται να είναι κατά βάση όμοια, δεδομένου ότι, όταν αυτά διαφέρουν σε μεγάλο βαθμό, η μεταξύ τους σύγκριση τείνει να δημιουργεί σοβαρά λάθη²⁸⁶. Σε κάθε περίπτωση, τα στοιχεία θα πρέπει να ομαδοποιούνται σε συγκρίσιμες, ως προς το μέγεθός τους, συστάδες, διαμορφώνοντας την «ιδέα» της ιεράρχησής τους σε επίπεδα.

²⁸⁵ Τα αξιώματα αυτά διαμορφώθηκαν από τον Saaty T. (1986a) και αποτυπώνονται εκτενέστερα στο άρθρο του: “Axiomatic foundation of the analytic hierarchy process”.

²⁸⁶ Ειδικότερα, όπως αναφέρει ο Saaty (1986a): “Homogeneity is essential for comparing similar things, as the mind tends to make large errors in comparing widely disparate elements. For example we cannot compare a grain of sand with an orange according to size”.

Αξίωμα 3^ο: Εξάρτηση

Λαμβάνοντας μια ιεραρχία, η οποία διαμορφώνεται από L_1, L_2, \dots, L_h επίπεδα, για κάθε L_k , με $k = 1, 2, \dots, h-1$, ισχύει:

- Το επίπεδο L_{k+1} είναι εξωτερικά εξαρτώμενο από το L_k ²⁸⁷,
- Το επίπεδο L_{k+1} δεν εξαρτάται – εσωτερικά – από κάθε $x \in L_k$ ²⁸⁸,
- Το επίπεδο L_k εξαρτάται – εξωτερικά – από το επίπεδο L_{k+1} ²⁸⁹.

Επομένως, συνάγεται ότι κάθε στοιχείο του κατώτερου επιπέδου εξαρτάται – εξωτερικά – από το στοιχείο του αμέσως ανώτερου επιπέδου, στο οποίο υπάγεται (Lee, 1998) και ως εκ τούτου, κάθε στοιχείο του ανώτερου επιπέδου της ιεραρχίας δεν εξαρτάται από τα στοιχεία του χαμηλότερου. Επιπλέον, δε, αξίζει να σημειωθεί ότι για τον καθορισμό των κριτηρίων απαιτείται η ικανοποίηση του αξιώματος της «αμοιβαίας προτιμησησικής ανεξαρτησίας» (Kasperczyk and Knickel, 2006)²⁹⁰. Βάσει αυτού, δύο κριτήρια i και j είναι προτιμησησικά ανεξάρτητα, όταν η επιλογή του αποφασίζοντα, ως προς τις εναλλακτικές που δίνονται, διαφέρει ως προς το κριτήριο i , χωρίς να επηρεάζεται από το κριτήριο j (Παναγιώτου, 2010)²⁹¹. Σε αντίθετη περίπτωση, όταν υπάρχει αμοιβαία εξάρτηση μεταξύ δύο κριτηρίων, τα προβλήματα που προκύπτουν συνδέονται με (Παναγιώτου, 2010): (i) την αδυναμία απόδοσης βαθμολογίας σε ένα κριτήριο, χωρίς τη γνώση της βαθμολογίας του άλλου και (ii) το ενδεχόμενο συνδυασμού των δύο κριτηρίων σε ένα (υπό προϋποθέσεις).

Αξίωμα 4^ο: Προσδοκίες

$$\mathcal{C} \subset \mathcal{H} - L_h, \mathcal{A} = L_h$$

Το αξίωμα αυτό υπονοεί ότι το τελικό αποτέλεσμα αντιπροσωπεύει, με κατάλληλο τρόπο, τις προσδοκίες του αποφασίζοντα. Συνεπώς, οι εναλλακτικές

²⁸⁷ Απόδοση της αρχής του αξιώματος: “ L_{k+1} is outer dependent on L_k ”.

²⁸⁸ Απόδοση της αρχής του αξιώματος: “ L_{k+1} is not inner dependent with respect to all $x \in L_k$ ”.

²⁸⁹ Απόδοση της αρχής του αξιώματος: “ L_k is not outer dependent on L_{k+1} ”.

²⁹⁰ Για παράδειγμα, η πολυτέλεια της εσωτερικής διακόσμησης ενός αυτοκινήτου είναι εξαρτώμενη από την τιμή του αυτοκινήτου, ωστόσο, όμως, όταν κάποιος λαμβάνει την απόφαση αγοράς ενός αυτοκινήτου, αντιμετωπίζει τα δύο αυτά κριτήρια ως ανεξάρτητα.

²⁹¹ Όπως αναφέρει, η προσθετική συνάρτηση της χρησιμότητας $U(Z_1, Z_2) = p_1 u_1(Z_1) + p_2 u_2(Z_2)$ μπορεί να χρησιμοποιηθεί μόνο όταν ικανοποιείται το αξίωμα αυτό, καθώς σε αντίθετη περίπτωση θα ισχύει μια διαφορετικής μορφής συνάρτηση, όπως για παράδειγμα η πολλαπλασιαστική μορφή χρησιμότητας: $U(Z_1, Z_2) = p_1 u_1(Z_1) + p_2 u_2(Z_2) + p_1 p_2 u_1(Z_1)u_2(Z_2)$.

επιλογές αντιπροσωπεύονται επαρκώς από την ιεραρχία και τα κριτήρια (δηλ. πλήρης ιεραρχική δομή και σωστή εφαρμογή της AHP).

6.4.5.2 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της Αναλυτικής Ιεραρχικής Προσέγγισης

Η εν λόγω μέθοδος παρουσιάζει μια σειρά πλεονεκτημάτων για τον ερευνητή, καθώς:

- Είναι αρκετά διαδεδομένη και εύκολα εφαρμόσιμη, διότι βασίζεται σε ρεαλιστικά και κατανοητά αξιώματα.
- Δεν απαιτεί την «επίτευξη συναίνεσης» μεταξύ των ειδικών, αλλά συνθέτει ένα αντιπροσωπευτικό αποτέλεσμα, που προκύπτει από τις διάφορες κρίσεις (αποφάσεις) των συμμετεχόντων, με τον υπολογισμό του γεωμετρικού μέσου των ατομικών διμερών συγκρίσεων (Lee, 1998).
- Ελέγχει τη λογική συνέπεια των αποφάσεων των συμμετεχόντων, που χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό των προτεραιοτήτων, δεδομένου ότι ελέγχει την ασυνέπεια των απαντήσεών τους (Ramanathan, 2001· Kasperczyk and Knickel, 2006). Με τον τρόπο αυτό, μειώνεται η μεροληψία στο τελικό αποτέλεσμα.
- Αποσυνθέτει ένα μεγάλο πρόβλημα, σε μικρότερα και περισσότερο κατανοητά, δημιουργώντας μία ξεκάθαρη δομή (ιεραρχική). Συνεπώς, η σπουδαιότητα του κάθε κριτηρίου στο τελικό αποτέλεσμα είναι περισσότερο ξεκάθαρη (Macharis, et al., 2004· Kasperczyk and Knickel, 2006).
- Αντικατοπτρίζει τη φυσική τάση του μυαλού να ταξινομεί τα στοιχεία ενός συστήματος, σε διαφορετικά επίπεδα και ομάδες, με σκοπό την καλύτερη κατανόηση τους.
- Είναι κατάλληλη για τη μέτρηση τόσο άυλων – λανθανόντων κριτηρίων (ή υποκριτηρίων) όσο και απτών, καθώς αποδίδει μια αριθμητική τιμή (από μια αριθμητική κλίμακα) στις περιπτώσεις που δεν υπάρχει μονάδα μέτρησης (Millet and Wedley, 2002· Kasperczyk and Knickel, 2006).
- Δεν απαιτεί τη συμμετοχή μεγάλου αριθμού ειδικών στην έρευνα, αλλά εστιάζει σε άτομα που έχουν την απαιτούμενη γνώση και εμπειρία (Saunders, Lewis and Thornhill, 2009: 237).

- Παράγει αξιόπιστα βάρη, δεδομένου ότι ο κάθε ειδικός (συμμετέχων) είναι σε θέση να συγκρίνει δύο κριτήρια (ή υποκριτήρια), κάθε φορά, δίχως να λαμβάνει υπόψη του άλλες παραμέτρους (Bodin and Gas, 2003· Βαγγέλας, 2008).

Ωστόσο, παρά των πολλαπλών ωφελειών που παρέχει, εμφανίζει ορισμένα μειονεκτήματα, καθώς:

- Η γνώση που λαμβάνεται, μέσω της συγκεκριμένης μεθοδολογίας, είναι υποκειμενική (βασική παραδοχή της μεθοδολογίας).
- Δεν υπάρχει μία μοναδική ιεραρχία, που να περιγράφει ένα πρόβλημα, δεδομένου ότι διαφορετικοί άνθρωποι μπορούν να αντιμετωπίσουν με διαφορετικό τρόπο ένα πρόβλημα. Για τον λόγο αυτό, απαιτείται μία προεργασία, μέσω μίας ομάδας ατόμων, ώστε να επιτευχθεί κάποιου είδους συναίνεση, από τη συζήτηση, για τον σχεδιασμό της ιεραρχίας.
- Ορισμένοι συμμετέχοντες μπορεί να μην εκφραστούν όπως επιθυμούν, λόγω της θέσεώς τους σε έναν οργανισμό ή εξαιτίας του γνωστικού τους αντικειμένου.
- Ο αριθμός των συγκρίσεων που απαιτούνται²⁹² ενδέχεται να είναι αρκετά μεγάλος (Macharis, et al., 2004· Kasperczyk and Knickel, 2006).
- Περιορίζεται στη χρήση 9-βάθμιας κλίμακας, με το πρόβλημα αυτό να είναι αρκετά έντονο σε περιπτώσεις που ο αριθμός των κριτηρίων είναι μεγάλος (Murphy, 1993)²⁹³. Ως εκ τούτου, παρατηρείται η διαμόρφωση εναλλακτικών μορφών της μεθόδου αυτής, ως προς την κλίμακα μέτρησης, με ενδεικτικά παραδείγματα αυτά των Belton και Gear (1982) και Hajkowicz, McDonald και Smith (2000).

²⁹² $n(n-1)/2$.

²⁹³ Ο Saaty (1994a) και οι Forman και Selly (2002) αναφέρουν ότι η χρήση μεγαλύτερης κλίμακας ενδέχεται να δημιουργήσει προβλήματα, ως προς την ακρίβεια των απαντήσεων, ενώ ελλοχεύει ο κίνδυνος διαμόρφωσης ισάξιου επιπέδου σημαντικότητας, για δύο στοιχεία που λαμβάνουν παρόμοια βαθμολογία (σε μια κλίμακα).

6.5 Επιλογή καταλληλότερων μεθόδων για την αξιολόγηση της ποιότητας της ΕΔ

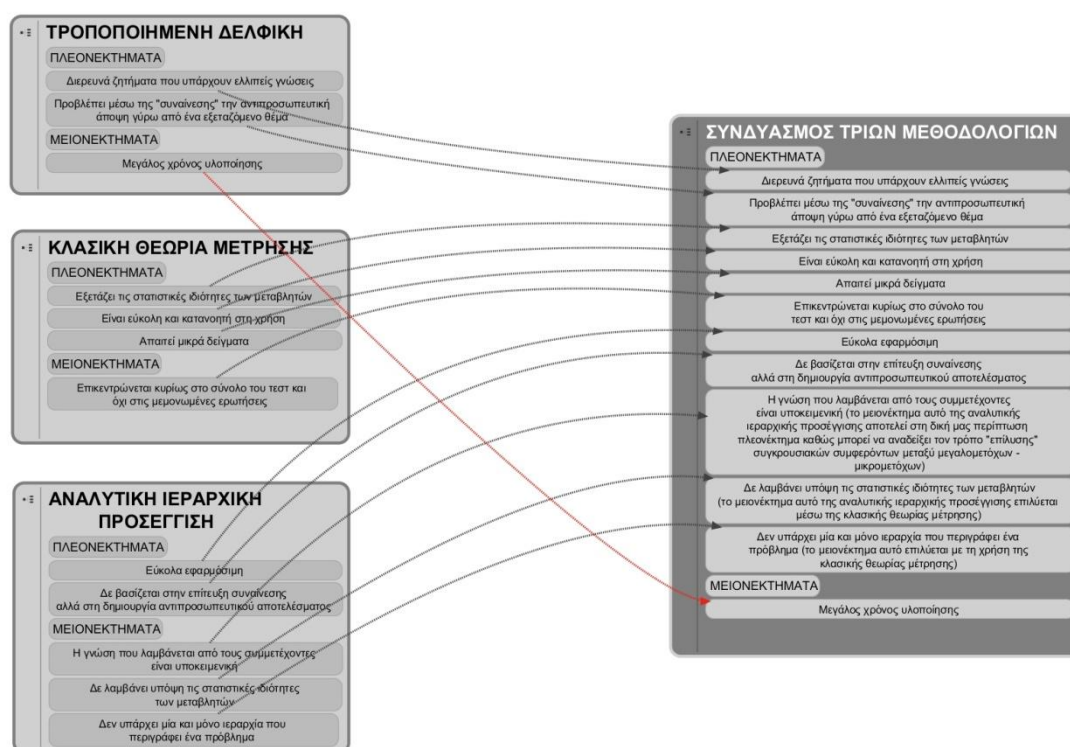
Αφορμή για τη συγκριτική ανάλυση των μεθοδολογικών εργαλείων υπήρξε η ανάδειξη των τριών αναφερθέντων προβλημάτων, κατά την επισκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας. Περαιτέρω, μελετήθηκαν εκτενώς τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα αυτών, προκειμένου να εντοπιστούν οι αδυναμίες τους και να διαμορφωθεί ένας κατάλληλος συνδυασμός.

Τα αποτελέσματα της συγκριτικής ανάλυσης, ανέδειξαν, για κάθε μεθοδολογικό πρόβλημα, τις ακόλουθες επιλογές:

- Τη χρήση της τροποποιημένης Δελφικής, για την αντιμετώπιση των ελλείψεων του θεωρητικού πλαισίου, ως προς *i) την επιλογή του αριθμού των κριτηρίων και του πλαισίου «άντλησης» των μεταβλητών*. Συγκεκριμένα, η μέθοδος αυτή προκρίνεται, ως το μοναδικό «πρακτικό» εργαλείο, για τη λήψη «ευκρινών απαντήσεων» σε ζητήματα που δεν υφίσταται κατάλληλη πληροφόρηση.
- Την ανάλυση *ii) της στατιστικής καταλληλότητας των μεμονωμένων ερωτήσεων και του συνολικού υποδείγματος*, με τη χρήση της Κλασικής Θεωρίας Μέτρησης. Η εν λόγω επιλογή προκύπτει, αφενός από την αδυναμία της θεωρίας απόκρισης ερωτημάτων να παράγει αξιόπιστα αποτελέσματα για μικρά δείγματα (στην προκειμένη περίπτωση σε δείγμα παρατηρήσεων $N=220$) και αφετέρου από την ακαταλληλότητα του κλασικού μοντέλου παραγοντικής ανάλυσης για δυαδικά δεδομένα. Επιπλέον, παρέχει μια σειρά ωφελειών για τον ερευνητή, καθώς εστιάζει στο συνολικό τεστ, παρά σε κάθε μεμονωμένη ερώτηση-μεταβλητή και παρέχει έναν εμπειριστατωμένο (μαθηματικά τεκμηριωμένο) τρόπο για την εξαγωγή της τελικής του αξιοπιστίας.
- Την εφαρμογή της Αναλυτικής Ιεραρχικής Προσέγγισης, για *iii) τη στάθμιση των κριτηρίων, των υποκριτηρίων και των μεταβλητών*. Η συγκεκριμένη μεθοδολογία χρησιμεύει, ως ένα επαρκές εργαλείο, για τη *συνάθροιση της γνώμη των ειδικών και την εξαγωγή της τελικής προτεραιότητας, επιτρέποντας παράλληλα και τον έλεγχο της αξιοπιστίας των απαντήσεων (δείκτης συνέπειας)*.

Ως εκ τούτου, όπως προκύπτει και από το σχήμα 6.6, η χρήση συνδυαστικών μεθόδων (mixed methodologies – μικτή μεθοδολογία) δίνει τη δυνατότητα στον ερευνητή, ελαχιστοποιώντας τα μειονεκτήματα καθεμίας, να καταλήξει σε μία πιο ολοκληρωμένη εικόνα του εξεταζόμενου θέματος. Επιπλέον, είναι αυταπόδεικτο, ότι η χρήση μιας σειράς μεθοδολογικών εργαλείων δύναται να κάμψει τις όποιες παραδοχές αποτελούν ανασταλτικό παράγοντα, για τη γενίκευση των ευρημάτων και την απόδειξη της αξιοπιστίας τους.

Σχήμα 6.6: Προτεινόμενη μεθοδολογία



Πηγή: Συγγραφέας

6.6 Συμπεράσματα

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάστηκε μια συγκριτική ανάλυση των διαφόρων ερευνητικών μεθόδων, για την επίλυση των προβλημάτων αξιολόγησης της ΕΔ. Ειδικότερα, αναπτύχθηκαν τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα τους, μέσω της συγκριτικής τους ανάλυσης, προκρίνοντας τον ακόλουθο συνδυασμό:

- Την τροποποιημένη Δελφική,
- Την Κλασική Θεωρία Μέτρησης και
- Την Αναλυτική Ιεραρχική Προσέγγιση.

[Η σελίδα αυτή είναι λευκή σκοπίμως]

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται το μεθοδολογικό πλαίσιο για την ανάπτυξη του δείκτη αξιολόγησης της ΕΔ και περιγράφονται, εκτενώς, τα βήματα για τον σχεδιασμό του, αποτυπώνοντας παράλληλα και τις προϋποθέσεις για την επιλογή του δείγματος των συμμετεχόντων.

7.1 Εισαγωγή

Η αξιολόγηση της ποιότητας της ΕΔ είναι από τη φύση της μια περίπλοκη διαδικασία, που απαιτεί ένα συνδυασμό μεθοδολογικών βημάτων, για την ποσοτικοποίηση των ποιοτικών παραμέτρων. Ειδικότερα, η εμβρυακή κατάσταση του εν λόγω γνωστικού πεδίου, όπως διαφαίνεται και από την εκτενέστερη ανάλυση των εμπορικών και ακαδημαϊκών δεικτών, που έχει προηγηθεί, αναδεικνύει την ανάγκη διαμόρφωσης ενός νέου μεθοδολογικού πλαισίου, που θα συνδυάζει τα πλεονεκτήματα των μεμονωμένων ερευνητικών εργαλείων (mixed methods).

Για τον σκοπό αυτό, χρησιμοποιούνται τρεις ξεχωριστές μεθοδολογίες, οι οποίες – με συνδυαστική εφαρμογή – οδηγούν στην εξαγωγή μιας συνάρτησης αξιολόγησης, δίνοντας παράλληλα λύση στα προβλήματα της ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας. Στο παρόν κεφάλαιο αναπτύσσεται ο ερευνητικός στόχος και περιγράφονται τα μεθοδολογικά στάδια του προβλήματος.

7.2 Σκοπός της έρευνας

Η παρούσα διατριβή συμβάλει στη δημιουργία ενός δείκτη αξιολόγησης της ΕΔ, προσαρμοσμένο στα πρότυπα των Ελληνικών εισηγμένων εταιρειών. Κύριο ερευνητικό ερέθισμα, στην προσπάθεια αυτή, υπήρξε η πρωτοποριακή έρευνα του Li (2008)²⁹⁴, για τη δόμηση ενός ιεραρχικού μοντέλου, λαμβάνοντας την απαραίτητη τροποποίηση, ούτως ώστε να συνεκτιμώνται οι στατιστικές ιδιότητες των μεταβλητών που εξετάζονται²⁹⁵. Η ανάγκη εξέτασης των στατιστικών χαρακτηριστικών των μεταβλητών του δείκτη, σε συνδυασμό με τη διερεύνηση της αξιοπιστίας του (ως προς την καταλληλότητά του, για τη χρησιμοποίηση σε οποιοδήποτε είδους αναλύσεων), προκύπτει από τον σκοπό της έρευνας, που αφορά

²⁹⁴ Όπως αναφέρει, δεν υπάρχει καμία ουσιαστική συνεισφορά να αξιολογούμε συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης χρησιμοποιώντας υποδείγματα που έχουν σχεδιασθεί σε άλλα περιβάλλοντα: “Different systems need different environments; Evaluation systems brought in from other countries can’t work as satisfactory as in the original country because of the distinctions in corporate governance environments” (2008: 19).

²⁹⁵ Καλύπτοντας, με τον τρόπο αυτόν, την αδυναμία των πολυκριτηριακών μεθόδων και δη της Αναλυτικής Ιεραρχικής Προσέγγισης.

τη διαμόρφωση και υλοποίηση ενός δείκτη και όχι απλά την υποστήριξη λήψης μιας απόφασης.

Ωστόσο, η συγκεκριμένη έρευνα δεν αποσκοπεί μόνο στη δημιουργία μιας συνάρτησης αξιολόγησης, αλλά και στην επίτευξη μιας σειράς επιμέρους στόχων, όπως: i) η καταγραφή – αποτύπωση της συμμόρφωσης των εταιρειών με την Ελληνική Νομοθεσία και τους επικρατέστερους κώδικες ΕΔ (Ελληνικό και Διεθνή), ii) η εφαρμογή της προτεινόμενης μεθοδολογίας (βάσει της συνάρτησης αξιολόγησης), στο σύνολο των εισηγμένων εταιρειών, για το έτος 2011 και iii) η διερεύνηση των επιδράσεων ορισμένων άλλων μεταβλητών, βάσει ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας, στην ποιότητα της ΕΔ στην Ελλάδα.

7.3 Μεθοδολογία

Για την ικανοποίηση του γενικότερου στόχου της διαμόρφωσης του ιεραρχικού μοντέλου, χρησιμοποιήθηκαν τρεις ξεχωριστές μεθοδολογίες και ειδικότερα:

- Η τροποποιημένη Δελφική, για τον προσδιορισμό των κριτηρίων και τον καθορισμό του πλαισίου άντλησης μεταβλητών,
- Η Κλασική Θεωρία Μέτρησης, για την επικύρωση της αξιοπιστίας του δείκτη (καθώς και των επιμέρους δεικτών) και
- Η Αναλυτική Ιεραρχική Προσέγγιση, για τη στάθμιση των κριτηρίων και υποκριτηρίων.

Η εν λόγω πρακτική μας επιτρέπει να μελετήσουμε, ξεχωριστά, κάθε στοιχείο του προβλήματος, να αποσυνθέσουμε την όλη διαδικασία σε διακριτά βήματα και να υποστηρίξουμε τα αποτελέσματά μας, παρέχοντας πληροφορίες, σχετικές με τα προβλήματα απόφασης. Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι η χρήση περισσότερων μεθόδων (μικτή μεθοδολογία)²⁹⁶ βοηθάει στην εξάλειψη των μειονεκτημάτων που αντιμετωπίζει η κάθε μια – μεμονωμένα – και, όπως ειδικότερα αναφέρει ο Heffner (2006), μας παρέχει τα ακόλουθα οφέλη:

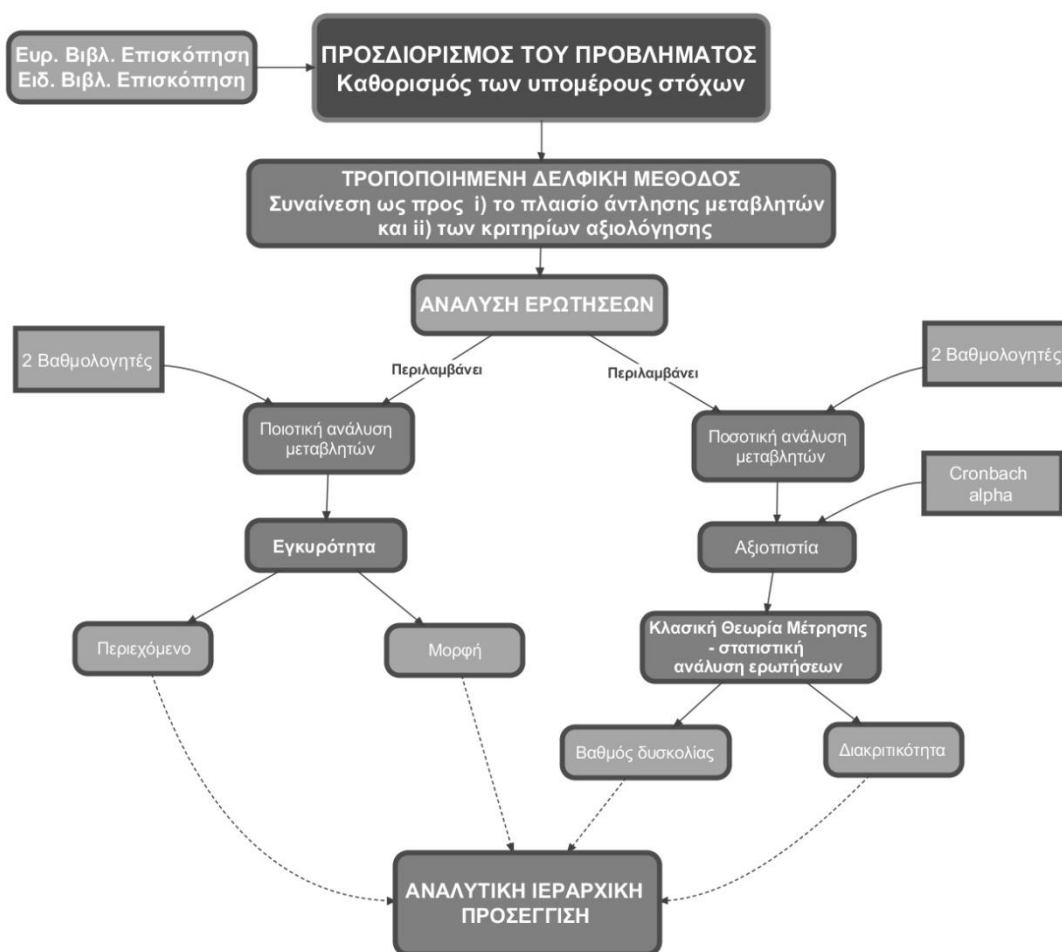
²⁹⁶ Για περισσότερα στοιχεία, περί της ανόδου των μικτών ερευνητικών μεθόδων, βλ. τα ακόλουθα επιστημονικά περιοδικά: *International Journal of Mixed Methods for Applied Business and Policy Research*, *Journal of Mixed Methods Research* και *Leadership Quarterly*.

1. Διασταυρωμένη επικαιροποίηση των αποτελεσμάτων,
2. Αποκάλυψη συμπληρωματικών ή αντιφατικών πτυχών του αντικειμένου διερεύνησης,
3. Επέκταση ή συμπλήρωση ή ακόμη και ενίσχυση των ευρημάτων κάποιας άλλης,
4. Απόδοση νέων κατευθύνσεων στο πλαίσιο μιας έρευνας ή μελέτης και
5. Παροχή μιας περισσότερο ολοκληρωμένης/λεπτομερούς εικόνας του αντικειμένου.

Περαιτέρω, με τη χρήση των μεθόδων αυτών, επιχειρείται να δοθεί απάντηση σε μια σειρά ερευνητικών ερωτήσεων, που αφορούν την επιλογή του καταλληλότερου πλαισίου άντλησης μεταβλητών και την ταξινόμησή τους σε κριτήρια, καθώς και της απόδοσης βαρύτητας, σε κάθε επίπεδο ιεραρχίας (επίπεδο κριτηρίων και υποκριτηρίων), σε συνδυασμό με τη διερεύνηση της αξιοπιστίας του τελικού δείκτη. Εκτενέστερα, τα μεθοδολογικά βήματα περιγράφονται στο σχήμα 7.1, ενώ οι ερευνητικές ερωτήσεις συνοψίζονται ως εξής:

1. Ποιες είναι οι κατάλληλες νόρμες που θα πρέπει να χρησιμοποιηθούν για την αξιολόγηση του συστήματος της ΕΔ στην Ελλάδα, σύμφωνα με τους ειδικούς;
2. Σε ποια κριτήρια θα πρέπει να ταξινομηθούν οι μεταβλητές, για την αξιολόγηση της ποιότητας της ΕΔ στις εισηγμένες, στο Χ.Α.Α., εταιρείες, σύμφωνα με τους ειδικούς;
3. Ποια είναι τα υποκριτήρια που θα πρέπει να περιλαμβάνει η αξιολόγηση της ποιότητας της ΕΔ;
4. Ποιες είναι οι σημαντικότερες μεταβλητές που θα πρέπει να συμπεριληφθούν στο μοντέλο (βάσει της Κλασικής Θεωρίας Μέτρησης και της ανάλυσης αξιοπιστίας);
5. Ποιες είναι οι κατάλληλες σταθμίσεις που πρέπει να αποδοθούν, σε κάθε κριτήριο (και υποκριτήριο), σύμφωνα με τους ειδικούς;

Σχήμα 7.1: Στάδια διαμόρφωσης ιεραρχικού μοντέλου



Πηγή: Συγγραφέας

7.4 Σχεδιασμός της έρευνας

Ο κατάλληλος σχεδιασμός για την υλοποίηση της προτεινόμενης μεθοδολογίας περιλαμβάνει, πέραν της θεωρητικής διερεύνησης, την κατάθεση των γνώσεων μιας ομάδας ειδικών, με ιδιαίτερη συνεισφορά, σε κάθε ξεχωριστό στάδιο. Ειδικότερα, την αρχική ιδέα διαμόρφωσης του συγγραφέα την επικύρωσαν η τριμελής επιτροπή και ο στατιστικός κ. Γ. Πετράκος²⁹⁷ και την επέκτειναν μια ομάδα διακεκριμένων επιστημόνων. Η συμβολή των τελευταίων υπήρξε καθοριστική, τόσο κατά το επίπεδο του σχηματισμού του δείκτη, όσο και κατά τη διαδικασία απόδοσης βαρύτητας στα

²⁹⁷ Επίκουρος Καθηγητής Ποσοτικών Μεθόδων του Παντείου Πανεπιστημίου.

κριτήρια και υποκριτήρια που περιλαμβάνει. Στο παρόν τμήμα αποσαφηνίζονται οι αρχές που διέπουν τα μεθοδολογικά εργαλεία και επιλέγεται το δείγμα της έρευνας.

7.4.1 Στάδιο δημιουργίας ιεραρχικής δομής

7.4.1.1 Βήμα 1^ο: Τροποποιημένη Δελφική

Για τη διαμόρφωση των ερωτημάτων που τέθηκαν στο επίπεδο της διαδικασίας συναίνεσης, προηγήθηκε κατάλληλη μελέτη, τόσο της βιβλιογραφίας (παρόμοιες εμπειρικές μελέτες παγκοσμίως), όσο και των ετήσιων οικονομικών εκθέσεων των εισηγμένων, στο Χ.Α.Α., εταιρειών. Σκοπός της διαδικασίας αυτής ήταν ο προσδιορισμός των ερωτημάτων, για τη λήψη απόφασης σε δύο θέματα, όπου δεν υπήρχε η κατάλληλη θεωρία και συγκεκριμένα: i) για την επιλογή πλαισίου άντλησης μεταβλητών και ii) τη διαμόρφωση των κριτηρίων ταξινόμησης τους. Συνεπώς, με τη διεξοδική μελέτη των ετήσιων οικονομικών εκθέσεων, της χρήσης 2011, προέκυψε ο πίνακας που παρουσιάζεται στο Παράρτημα Β1 (βλ. Πίνακα 1), ο οποίος δόθηκε στους ειδικούς, σε συνδυασμό με ένα ειδικά διαμορφωμένο πλαίσιο κειμένου, που θα τους παρείχε συγκεκριμένες συνοπτικές πληροφορίες, για την κατανόηση του απώτερου σκοπού και την κατάθεση της επιστημονικής τους άποψης. Ως εκ τούτου, άμεσο αποτέλεσμα της ιδιαίτερης φύσεως των ερωτημάτων, που διαμορφώθηκαν, ήταν η χρήση της τροποποιημένης²⁹⁸, αντί της κλασικής Δελφικής μεθόδου.

7.4.1.1.1 Πληθυσμός και δείγμα

Η επιτυχία της μεθόδου αυτής εξαρτάται, σε μεγάλο βαθμό, από την επιλογή των συμμετεχόντων και συγκεκριμένα από την παρουσία ικανών ατόμων, που θα συμβάλλουν με ενδιαφέρουσες ιδέες (Gordon, 1969: 7). Για τον λόγο αυτό, το δείγμα θα πρέπει να είναι αρκετά μικρό (μεταξύ 12-15 ατόμων), ούτως ώστε ο ερευνητής να μπορεί να εντοπίσει άτομα που είναι ειδικοί, έχουν γνώση και εμπειρία και

²⁹⁸ Κατά τον σχεδιασμό της έρευνας, απορρίφθηκε η ιδέα της επιλογής κάποιου κώδικα, για την άντληση μεταβλητών και τη χρησιμοποίησή τους, ως προς τη δημιουργία ενός ερωτηματολογίου, για την επίτευξη συναίνεσης (σε επίπεδο μεταβλητών), καθόσον η όλη διαδικασία θα απαιτούσε κατάρτιση ερωτηματολογίου, με ένα εύρος μεταβλητών μεταξύ 50-80· κάτι το οποίο είναι μη ρεαλιστικό.

εκφράζουν την προσωπική τους άποψη, καθώς ο παράγοντας της τυχαιότητας στην επιλογή δεν είναι αποδεκτός.

Επομένως, σε μια έρευνα, η φύση, τα ερευνητικά ερωτήματα και οι στόχοι επιδρούν στην επιλογή του δείγματος (Patton, 2002) και οι υποψήφιοι θα πρέπει να ικανοποιούν τις ερευνητικές ανάγκες, όσον αφορά τις πληροφορίες που αναμένεται να ληφθούν (Philip, Smith and McCulloch, 1975: 33· Black and Champion, 1976: 304-307). Η αρχή αυτή, που στηρίζεται στην ορθολογική κρίση του ερευνητή, χαρακτηρίζει την τεχνική της σκόπιμης δειγματοληψίας (purposive or judgemental sampling). Ειδικότερα, βάσει αυτής, για τη λήψη του κατάλληλου δείγματος, απαιτείται η εκπλήρωση συγκεκριμένων κριτηρίων (που εκτίθενται στη συνέχεια), ενώ αξίζει να σημειωθεί ότι καθοριστική ήταν και η συμβολή του επιβλέποντα, για τον εντοπισμό της αρχικής ομάδας υποψηφίων (η συγκεκριμένη πρακτική συνίσταται και από τους Skulmoski, Hartman and Krahn, 2007: 4).

Ωστόσο, αντιμετώπιση της όποιας αδυναμίας της μεθόδου²⁹⁹ επιδιώχθηκε μέσω της επαλήθευσης των επιλεγθέντων υποψηφίων, με τη διαδικασία της δειγματοληψίας της χιονοστιβάδας (snowball effect). Η εν λόγω πρακτική απαιτεί τη συμβολή της αρχικής ομάδας (που διαθέτει τα απαραίτητα προσόντα) στον εντοπισμό ατόμων, που δύναται να συμμετάσχουν στην έρευνα που διεξάγεται (Hartman and Baldwin, 1995· Mason, 1996) και πράγματι, η χρησιμότητά της εντοπίζεται στο γεγονός ότι τα μέλη της συγκεκριμένης ομάδας πληθυσμού είναι αρκετά δύσκολο να εντοπιστούν (Σιάρδος, 2009: 104). Συνεπώς, εξαιτίας και του περιορισμένου αριθμού των ατόμων, που θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως «ειδικοί» στην ΕΔ στην Ελλάδα, η τελική επιλογή των συμμετεχόντων διαμορφώθηκε μέσω της επαληθευτικής μεθόδου της δειγματοληψίας της χιονοστιβάδας.

7.4.1.1.2 Μέγεθος του δείγματος

Όπως προκύπτει από την ανασκόπηση της βιβλιογραφίας, για τη Δελφική μεθοδολογία, η συναίνεση, όσον αφορά το κατάλληλο μέγεθος του δείγματος, είναι μικρή, καθώς, όπως αναφέρει ο Bihari (2008), η επιλογή θα πρέπει να αξιολογεί την ικανότητα εξισορρόπησης και μετριασμού των προσωπικών χαρακτηριστικών των συμμετεχόντων. Μεταξύ των διαφόρων προτάσεων, οι Allen (1978) και Dalkey

²⁹⁹ Π.χ. της πιθανότητας αποκλεισμού ατόμων με ουσιαστική συνεισφορά στην έρευνα.

(2003) συμφωνούν στη χρήση δείγματος 7-30 ατόμων, ενώ ο Armstrong (1985) το περιορίζει μεταξύ 5-20. Ωστόσο, όμως, στην περίπτωση που η ομάδα των υποψηφίων είναι ομοιογενής (όπως ισχύει και στην εν λόγω έρευνα), οι Skulmoski, Hartman και Krahn (2007) αναφέρουν ότι ένα δείγμα 10-15 ατόμων είναι αρκετά ικανοποιητικό, γεγονός που ενισχύεται και από τη γνώμη των Guest, Bunce και Johnson (2006), για τη συμμετοχή, στην περίπτωση αυτή, δείγματος 12 ατόμων.

Είναι εμφανές, εντούτοις, ότι δεν υπάρχει μια κοινή συνισταμένη, όσον αφορά το μέγεθος του δείγματος και κυρίως ως προς τον μέγιστο αριθμό των ατόμων που θα πρέπει να συμμετέχουν, αρκεί μόνο ο ελάχιστος αριθμός των υποψηφίων να μην υπολείπεται των τριών ατόμων (Delves, 2011: 81). Συνεπώς, ο λόγος αυτός, σε συνδυασμό με το γεγονός της ομοιογένειας της ομάδας και του περιορισμένου αριθμού των ειδικών για την ΕΔ στην Ελλάδα, οδήγησε στην επιλογή, ως καταλληλότερου δείγματος συμμετεχόντων, 18 ατόμων.

7.4.1.1.3 Κριτήρια Επιλογής

Σε αντίθεση με την περίπτωση του καθορισμού του κατάλληλου, αριθμητικά, δείγματος υποψηφίων συμμετεχόντων, η επιλογή ειδικών, βάσει των προσόντων τους, είναι συγκεκριμένη και ξεκάθαρη (Dyar, 2006: 104). Ειδικότερα, οι πραγματοποιηθείσες μελέτες, στο σύνολό τους, εστιάζουν στην αναγκαιότητα επιλογής αξιόπιστων και έγκριτων επιστημόνων, ως παράμετρο για την ενίσχυση της εγκυρότητας μιας έρευνας (Ayyub, 2001: 239-243· Skulmoski, Hartman and Krahn, 2007). Συγκεκριμένα, η διαδικασία αυτή, βάσει των Weatherman και Swenson (1974), θα πρέπει να στοχεύει στη διαμόρφωση μιας ομάδας ειδικών, που θα είναι: i) αντιπροσωπευτική, ii) πλήρη και κατάλληλη, iii) δεσμευτική, iv) ικανή (ώστε να υπάρχει σαφήνεια στις απαντήσεις) και v) ανεξάρτητη. Αντίστοιχα, σύμφωνα με τους Adler και Ziglio (1996), η ομάδα αυτή θα πρέπει να ικανοποιεί τέσσερις ειδικότερες προϋποθέσεις, ως προς: i) τη γνώση και την εμπειρία, σχετικά με το υπό εξέταση θέμα, ii) την προθυμία και την ικανότητα συμμετοχής, iii) τη διάθεση επαρκούς χρόνου, για συμμετοχή σε κάθε φάση της διαδικασίας και iv) την ύπαρξη ισχυρών επικοινωνιακών δεξιοτήτων.

Περαιτέρω, ο σκοπός της εξαγωγής της γνώμης των ειδικών³⁰⁰, καθιστά απαραίτητη τη λήψη σκόπιμου δείγματος (Fink and Kosecoff, 1985) και σε συνδυασμό με τις προαναφερθείσες παραμέτρους, διαμορφώνονται τα προσδιοριστικά κριτήρια για την επιλογή των υποψηφίων³⁰¹. Βάσει αυτών, κάθε ειδικός θα πρέπει:

- Να πληροί τα απαιτούμενα προσόντα, για τη συμμετοχή στην έρευνα (όπως αυτά περιγράφονται στον πίνακα 7.1),
- Να εκφράσει την επιθυμία του για συμμετοχή και στους δύο γύρους της Τροποποιημένης Δελφικής Μεθόδου και
- Να έχει πρόσβαση στο διαδίκτυο και να διαθέτει λογαριασμό ηλεκτρονικού ταχυδρομείου (email).

Τέλος, επισημαίνεται ότι στη συγκεκριμένη έρευνα χρησιμοποιήθηκαν, ως ειδικοί, αποκλειστικά ερευνητές και όχι εμπειρογνώμονες³⁰². παρότι υπήρχαν περιπτώσεις ατόμων που συνδύαζαν χαρακτηριστικά και από τις δύο αυτές ομάδες. Τα άτομα αυτά, αναφερόμενα και ως «θεωρητικοί»³⁰³, έχουν αποκτήσει την απαραίτητη επιστημονική κατάρτιση στο γνωστικό αντικείμενο της ΕΔ, τόσο μέσω της διδασκαλίας όσο και μέσω της έρευνας, ενώ για την κάλυψη των 18 αυτών θέσεων χρησιμοποιήθηκαν δύο κριτήρια:

³⁰⁰ Απόδοση του όρου “Elicitation of expert opinions”.

³⁰¹ Παρομοίως, τα κριτήρια αυτά τέθηκαν και στην έρευνα του Dyar (2006: 104).

³⁰² Είναι ο έμπειρος και ειδικός σε ορισμένα θέματα ή κλάδο, για τα οποία μπορεί να γνωμοδοτήσει, με εγκυρότητα και βαρύνουσα γνώμη (Μπαμπινιώτης, 2008: 595).

³⁰³ Σε κάθε περίπτωση, τα άτομα που επιλέχθηκαν για τη συμμετοχή στην έρευνά μας ήταν απαραίτητο να γνωρίζουν, σε ερευνητικό επίπεδο, το ιδιαίτερο σύστημα ΕΔ της Ελλάδας.

Πίνακας 7.1: Κριτήρια επιλογής υποψηφίων για συμμετοχή στην Τροποποιημένη Δελφική Μέθοδο

Θεωρητικοί – ειδικοί	
1 ^ο Κριτήριο	Ο ειδικός να έχει διεξάγει και δημοσιεύσει έρευνα για την αξιολόγηση της ΕΔ (και να είναι κάτοχος διδακτορικής διατριβής)
2 ^ο Κριτήριο	Ο ειδικός να έχει διεξάγει και δημοσιεύσει έρευνα στο γνωστικό αντικείμενο της ΕΔ και Να κατέχει διδακτορική διατριβή στο συγκεκριμένο ή σε συναφές επιστημονικό πεδίο.

Πηγή: Συγγραφέας

Ειδικότερα, η απαίτηση του πρώτου (κριτηρίου) οδήγησε στην κάλυψη των 8 πρώτων θέσεων, ενώ η συμβολή του δεύτερου υπήρξε καθοριστική για την πλήρωση των εναπομεινάντων 10.

7.4.1.1.4 Επεξεργασία δεδομένων

Για την απάντηση των δύο τεθέντων ερωτημάτων, ο ειδικός καλούνταν να επιλέξει μια τιμή, σε μια αριθμητική κλίμακα από το 0 έως το 10 (Ishikawa, et al., 1993· Mullen, 2003), όπου το 10 εξέφραζε την πλήρη συμφωνία με το ζητούμενο και το 0 την πλήρη διαφωνία. Λαμβάνοντας το σύνολο των απαντήσεων, για καθέναν από τους δύο γύρους, υπολογίστηκαν ορισμένα στατιστικά μέτρα θέσης (ή κεντρικής τάσης) και απόκλισης:

- ο αριθμητικός μέσος, δηλαδή ο λόγος του αθροίσματος όλων των τιμών μιας μεταβλητής προς το πλήθος των τιμών (Κατσή, Σιδερίδης και Εμβαλωτής, 2010),
- η διάμεσος, δηλαδή ο αριθμός που χωρίζει τα δεδομένα μας σε δύο ίσα – το πλήθος – μέρη, όταν αυτά διαταχθούν σ' αύξουσα σειρά μεγέθους³⁰⁴ (Ιωαννίδης, 2011),

³⁰⁴ Συγκεκριμένα, όταν το πλήθος των απαντήσεων είναι άρτιος αριθμός, η τιμή αυτή είναι ο μέσος όρος των δύο μεσαίων παρατηρήσεων, ενώ όταν το πλήθος είναι περιττό, η τιμή αυτή συμπίπτει με τη μεσαία παρατήρηση.

- η τυπική απόκλιση, δηλαδή η μέση απόσταση κάθε παρατήρησης από τον μέσο όρο των δεδομένων (Κατσής, Σιδερίδης και Εμβαλωτής, 2010),
- το ενδοτεταρτημοριακό εύρος, δηλαδή η διαφορά του πρώτου από το τρίτο τεταρτημόριο³⁰⁵ ή εναλλακτικά το 50% των μεσαίων τιμών της κατανομής (Δαφέρμος, 2005),
- Η επικρατούσα τιμή, δηλαδή η παρατήρηση που εμφανίζεται με τη μεγαλύτερη συχνότητα (Δαφέρμος, 2005) και
- ο συντελεστής μεταβλητότητας, δηλαδή ο λόγος της τυπικής απόκλισης προς τον αριθμητικό μέσο (Κατσής, Σιδερίδης και Εμβαλωτής, 2010).

Επισημαίνεται ότι ο συντελεστής αυτός καθορίζει την ομοιογένεια του δείγματος³⁰⁶ και – σε αντίθεση με τα υπόλοιπα μέτρα απόλυτης διασποράς – είναι ανεξάρτητος από τη μονάδα μέτρησης και δεν επηρεάζεται από τον αριθμητικό μέσο.

Όλα τα εν λόγω αποτελέσματα, όπως εκτιμήθηκαν με τη χρήση του στατιστικού πακέτου SPSS 19, παρουσιάζονται στο επόμενο κεφάλαιο.

³⁰⁵ Ειδικότερα, αν διατάξουμε τις n παρατηρήσεις, σε αύξουσα σειρά μεγέθους, τα τρία τεταρτημόρια (Q_1 , Q_2 και Q_3) διαιρούν την κατανομή του δείγματος σε τέσσερα τμήματα και συγκεκριμένα: (i) το πρώτο τεταρτημόριο (Q_1) θα είναι το σημείο της κατανομής – σημείο πάνω στον οριζόντιο άξονα – κάτω από το οποίο (αριστερά) βρίσκεται το 25% των τιμών της κατανομής, (ii) το δεύτερο τεταρτημόριο (Q_2) είναι το σημείο κάτω από το οποίο βρίσκεται το 50% των τιμών της κατανομής – ισούται με τη διάμεσο – και (iii) το τρίτο τεταρτημόριο (Q_3) είναι το σημείο της κατανομής κάτω από το οποίο βρίσκεται το 75% αντίστοιχα.

³⁰⁶ Ένα δείγμα θεωρείται ομοιογενές όταν ο συντελεστής αυτός δεν ξεπερνά το 10%.

7.4.1.2 Βήμα 2^ο: Ανάλυση μεταβλητών σε συνδυασμό με την Κλασική Θεωρία Μέτρησης

7.4.1.2.1 Αντικείμενο της ανάλυσης μεταβλητών

Η ανάλυση μεταβλητών, που περιγράφεται στο κεφάλαιο αυτό, αντλεί το θεωρητικό της υπόβαθρο από την ανάλυση ερωτήσεων (item analysis), που ως όρος συνδέεται, κυρίως, με την ποσοτική προσέγγιση των τελευταίων. Ειδικότερα, όπως διακρίνει η Κουλακόγλου (1998: 95), οι ερωτήσεις ενός τεστ μπορούν να αναλυθούν ποιοτικά, ως προς την εγκυρότητα του περιεχομένου τους και ποσοτικά, με τη χρήση στατιστικών τεχνικών. Σε κάθε περίπτωση, ωστόσο, απώτερος σκοπός είναι η επιλογή μεταβλητών, που θα δημιουργούν έναν αξιόπιστο και έγκυρο δείκτη.

Για τον σκοπό αυτό, τα είδη στατιστικής ανάλυσης που εφαρμόζονται στην παρούσα έρευνα είναι ο δείκτης δυσκολίας και ο δείκτης διαφοροποίησης, που όπως αναφέρθηκε και στο προηγούμενο κεφάλαιο, κατά την Κλασική Θεωρία Μέτρησης, ο μιν πρώτος δίνεται από τον τύπο:

$$\text{Δείκτης Δυσκολίας} = \frac{\text{αριθμός σωστών αποφάσεων σε μια ερώτηση}}{\text{αριθμός εξεταζομένων που απάντησαν στην ερώτηση}}$$

Και ο δε δεύτερος, από τον υπολογισμό του συντελεστή δισειριακής συνάφειας (point biserial)³⁰⁷. Αξίζει να σημειωθεί ότι, καθώς ο συντελεστής αυτός απαιτεί την ύπαρξη μιας διχοτομικής και μιας συνεχούς μεταβλητής, για τον υπολογισμό της μεταξύ τους συσχέτισης, στην εν λόγω έρευνα, διχοτομική είναι η μεταβλητή της πρακτικής ΕΔ – που εξετάζεται κάθε φορά (για μια συγκεκριμένη εταιρεία) – και συνεχής, η βαθμολογία που λαμβάνει η εταιρεία στις υπόλοιπες πρακτικές.

Στη συνέχεια, στρέφοντας την προσοχή μας από το επίπεδο των μεταβλητών στο επίπεδο του δείκτη, διασφαλίσαμε την αξιοπιστία και την εγκυρότητά του, τόσο θεωρητικά όσο και πρακτικά.

³⁰⁷ Εναλλακτικά, ως δείκτης για τον υπολογισμό της διαφοροποίησης, προτείνεται και ο δείκτης συνάφειας Cronbach's alpha, υπό την έννοια της σύγκρισης της διακύμανσης της ολικής βαθμολογίας του τεστ με αυτή της κάθε μεμονωμένης ερώτησης. Κατά αυτόν τον τρόπο, επιδιώκεται η μεγιστοποίηση της εσωτερικής σταθερότητας και υπολογίζοντας μια τιμή για τον συντελεστή αυτό, με ή χωρίς την κάθε μεταβλητή, απορρίπτεται αυτή που αυξάνει τον συντελεστή alpha, μετά την αφαίρεσή της (Αλεξόπουλος, 2011: 125).

Συγκεκριμένα, η εγκυρότητα του ιεραρχικού μοντέλου, ως προς το περιεχόμενό του, προκύπτει από την ταξινόμηση των μεταβλητών σε ευδιάκριτα υποκριτήρια, βάσει της κατηγοριοποίησης που προτείνει ο αντίστοιχος κώδικας. Επιπλέον, η εγκυρότητα του ιεραρχικού μοντέλου, σε σχέση με τον στόχο, δύναται να προκύψει μέσω της εξίσωσης παλινδρόμησης και δη της εξέτασης της βαθμολογίας των εταιρειών, σε σχέση με μια σειρά εναλλακτικών μέτρων (άλλες μεταβλητές που συνδέονται με την ποιότητα)³⁰⁸. Αντίστοιχα, η αξιοπιστία, ως προς την εσωτερική συνέπεια του δείκτη, προκύπτει μέσω του υπολογισμού του συντελεστή Cronbach alpha, ενώ η αξιοπιστία, ως προς τον τρόπο βαθμολόγησης των εταιρειών, μέσω της συμμετοχής δύο βαθμολογητών. Εν κατακλείδι, συνάγεται ότι η αξιοπιστία και η εγκυρότητα αποτελούν τα κατάλληλα μέτρα για την αξιολόγηση της ποιότητας (εν προκειμένω της αξιολόγησης της ποιότητας της ΕΔ), ωστόσο, όμως, παρότι η εγκυρότητα προϋποθέτει την αξιοπιστία, το αντίστροφο δεν ισχύει (Bryman and Bell, 2011: 171).

Στο τμήμα που ακολουθεί περιγράφεται αναλυτικά η διαδικασία της διαμόρφωσης του ιεραρχικού μοντέλου.

7.4.1.2.2 Διαδικασία διαμόρφωσης ιεραρχικού μοντέλου

Το επόμενο βήμα του σχεδιασμού της έρευνάς μας προκύπτει με την ολοκλήρωση της Δελφικής διαδικασίας και την επίτευξη συναίνεσης, στα δύο βασικά ερωτήματα που τίθενται. Ειδικότερα, για την επιλογή των μεταβλητών της έρευνας, απαιτείται, αφενός μία διεξοδική ανάλυση των προτεινόμενων κωδίκων ΕΔ³⁰⁹ και αφετέρου μία εκτενής μελέτη των δηλώσεων ΕΔ. Έπειτα, ακολουθεί η ανάλυση των μεταβλητών, βάσει των ποιοτικών και των ποσοτικών χαρακτηριστικών τους, για τον σχεδιασμό του ιεραρχικού μοντέλου, που έχει τεθεί εξ' αρχής, ως βασικός σκοπός της παρούσας διδακτορικής διατριβής. Τα εν λόγω στάδια συνοψίζονται ως εξής:

³⁰⁸ Ειδικότερα, όπως αναφέρει ο Αλεξόπουλος (2011: 236-240), η εγκυρότητα σε σχέση με το κριτήριο αποδεικνύει την αποτελεσματικότητα του μέσου εκτίμησης της απόδοσης του εξεταζομένου (δηλ. στην περίπτωση αυτή, της εταιρείας), όταν συσχετίζεται η βαθμολογία που αποκτήθηκε από το τεστ αυτό με τη βαθμολογία που αποκτήθηκε από ένα άλλο μέσο μετρήσεως της απόδοσης ή της συμπεριφοράς, για το ίδιο χρονικό διάστημα.

³⁰⁹ Η νομοθεσία είχε προβλεφθεί, ώστε να αναλυθεί διεξοδικά πριν την αποστολή των ερωτηματολογίων της Δελφικής.

1. Ταξινόμηση των μεταβλητών, βάσει περιεχομένου, σε κριτήρια (όπως προκύπτει από τη διαδικασία της τροποποιημένης Δελφικής),
2. Κατάταξη των μεταβλητών, βάσει του περιεχομένου των κωδίκων ΕΔ και της ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας, στα αντίστοιχα υποκριτήρια,
3. Αξιολόγηση των μεταβλητών, για το σύνολο των εταιρειών (ορίζοντας δύο βαθμολογητές),
4. Στατιστική ανάλυση των μεταβλητών (υπολογισμός βαθμού δυσκολίας και βαθμού διακριτικότητας) και
5. Έλεγχος αξιοπιστίας των υποκριτηρίων.

Όλα τα ανωτέρω βήματα αποτελούν βασική προϋπόθεση, για τη δόμηση του ιεραρχικού μοντέλου, ενώ είναι απαραίτητη η πιστή εφαρμογή τους, για τη μετέπειτα απόδοση βαρύτητας στα κριτήρια και υποκριτήριά του.

7.4.1.3 Βήμα 3^ο: Αναλυτική Ιεραρχική Προσέγγιση

Έχοντας διαμορφώσει το τελικό μας μοντέλο, το επόμενο βήμα περιλαμβάνει τον προσδιορισμό των βαρών, σε επίπεδο κριτηρίων και υποκριτηρίων, με τη χρήση της μεθόδου της Αναλυτική Ιεραρχικής Προσέγγισης. Η ανάγκη αυτή διαμορφώνεται, μέσω της επισκόπησης της ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας, για την ανάδειξη της σπουδαιότητας του εκάστοτε μηχανισμού, στην επίλυση του προβλήματος αντιπροσώπευσης και εν προκειμένω στο σύστημα ΕΔ της Ελλάδας.

Για τον λόγο αυτό και δεδομένου ότι η μέθοδος αυτή δε βασίζεται στην επίτευξη συναίνεσης μεταξύ των ειδικών, αλλά στη διαμόρφωση ενός αντιπροσωπευτικού αποτελέσματος, που συνδυάζει τις διάφορες κρίσεις (απόψεις) των συμμετεχόντων, θεωρήσαμε προτιμότερο να εξετάσουμε, αρχικά, τη γνώμη δύο ανεξάρτητων ομάδων. Κατά αυτόν τον τρόπο, επιχειρείται η διαμόρφωση ένα αντιπροσωπευτικότερου αποτελέσματος, το οποίο να συνάδει με τον πρωταρχικό μας στόχο, που δεν είναι άλλος από το προαναφερθέν πρόβλημα αντιπροσώπευσης.

7.4.1.3.1 Μέγεθος δείγματος

Για τη διαμόρφωση των δύο ομάδων (θεωρητικών και εμπειρικών) και την κατάταξη των συμμετεχόντων σε μια από αυτές, διαμορφώθηκαν δύο κριτήρια, βάσει των οποίων:

- Για να συμπεριληφθεί κάποιος στην ομάδα των θεωρητικών, θα πρέπει να έχει διεξάγει και δημοσιεύσει έρευνα στο γνωστικό αντικείμενο της ΕΔ και να κατέχει διδακτορική διατριβή στο συγκεκριμένο ή σε συναφές γνωστικό πεδίο, ενώ
- Για να συμπεριληφθεί στην ομάδα των εμπειρικών, θα πρέπει να είναι ανεξάρτητο ή μη εκτελεστικό μέλος της επιτροπής ελέγχου εισηγμένης, στο Χ.Α.Α., εταιρείας.

Στην τελευταία αυτή περίπτωση, αξίζει να σημειωθεί ότι η επιλογή συνάδει απόλυτα και με τον ιδιαίτερο ρόλο που προσδίδει ο ν. 3693/2008 αρ. 37³¹⁰ στην επιτροπή ελέγχου. Ειδικότερα, τα μέλη της λαμβάνουν μέρος στις συνεδριάσεις του Δ.Σ. και έχουν πλήρη επίγνωση του εσωτερικού της περιβάλλοντος, ενώ στην περίπτωση των ανεξάρτητων (μελών), η αποδεδειγμένη γνώση τους σε θέματα λογιστικής και ελεγκτικής, τους προσδίδει ένα περαιτέρω πλεονέκτημα για τη συμμετοχή τους στην έρευνά μας. Η επιλογή αυτή, που προήλθε κατόπιν κοινής απόφασης του ερευνητή και του επιβλέποντα καθηγητή, εξασφαλίζει σε μεγάλο βαθμό το ενδεχόμενο της επίτευξης συναίνεσης μεταξύ των δύο ομάδων, δεδομένου ότι «αντιμετωπίζουν» το ίδιο πρόβλημα (το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης), από διαφορετική σκοπιά και διαθέτουν τις απαραίτητες γνώσεις (ανεξάρτητα εάν αυτές προέρχονται από εκτενή μελέτη ή από πρακτική εφαρμογή), για τη διατύπωση προτάσεων επίλυσής του. Επιπλέον, δε, συνάδει και με την απαίτηση που διαμορφώνουν οι Saunders, Lewis και Thornhill (2009: 237), περί διατήρησης της ποιότητας του δείγματος.

³¹⁰ Η επιλογή μελών της επιτροπής ελέγχου ενδείκνυται για τις ιδιαίτερες γνώσεις τους, καθώς οι εν λόγω επιτροπές αποτελούνται από άτομα που έχουν ως υποχρέωση: (i) την παρακολούθηση της διαδικασίας της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, (ii) την παρακολούθηση της αποτελεσματικής λειτουργίας του συστήματος εσωτερικού ελέγχου και του συστήματος διαχείρισης κινδύνων, (iii) την παρακολούθηση της πορείας του υποχρεωτικού ελέγχου των ατομικών και ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων, (iv) την επισκόπηση και παρακολούθηση θεμάτων συναφών με την ύπαρξη και διατήρηση της αντικειμενικότητας και ανεξαρτησίας του νόμιμου ελεγκτή (ν. 3693/2008 αρ. 37).

Λαμβάνοντας ένα τυχαίο δείγμα εταιρειών και παραλείποντας όσες δεν ανταποκρίθηκαν στην πρόσκλησή μας, συγκεντρώσαμε τη γνώμη 17 ανεξάρτητων ή μη εκτελεστικών μελών της επιτροπής ελέγχου και την αντιπαραβάλαμε με αυτήν των 17 θεωρητικών, που συμμετείχαν από το στάδιο της Δελφικής μεθόδου. Τα αποτελέσματα θα παρουσιαστούν στο επόμενο κεφάλαιο, ενώ σημειώνεται ότι, προκειμένου να προσπεράσουμε την αδυναμία της επίτευξης άμεσης επαφής με τα ανεξάρτητα μέλη της επιτροπής, αυξήσαμε το δείγμα των ατομικών προσκλήσεων, με αποτέλεσμα η τελική συμμετοχή μη εκτελεστικών μελών και ανεξάρτητων να είναι 6 και 11 αντίστοιχα.

Περαιτέρω, η επιλογή ισάριθμου δείγματος θεωρητικών και εμπειρικών ενισχύεται και από τη αρχή της εν λόγω μεθοδολογίας, για τη λήψη κατάλληλου και όχι απαραίτητα αντιπροσωπευτικού (δείγματος). Επομένως, με τη δυνατότητα συνδυασμού των ατομικών κρίσεων³¹¹ που παρέχεται, επιτεύχθηκε η σύγκριση των δύο αυτών ομαδικών κρίσεων και περαιτέρω η συγχώνευσή τους σε μια κοινή. Συμπερασματικά, η παρούσα μεθοδολογία εναρμονίζει τις απόψεις ατόμων, με διαφορετική γνώση ή δύναμη, κατά τρόπο συστηματικό, δίνοντας την ευκαιρία στις ομάδες να εντοπίσουν το πρόβλημα, στα διάφορα στάδια της διαδικασίας (με τη χρήση διαφορετικών τεχνικών). Ως αποτέλεσμα, η αποσύνθεση του προβλήματος βοηθά στην καλύτερη κατανόησή του, ενώ η σύγκριση των στοιχείων του, ανά ζεύγη, διευκολύνει την απόκτηση συναίνεσης, δεδομένου ότι δεν απαιτείται αυτή να λαμβάνεται σε επίπεδο συνολικής κρίσης των ατόμων (Saaty and Peniwati, 2012: 77)³¹².

Στη συνέχεια περιγράφεται η διαδικασία συνάθροισης των ατομικών κρίσεων, για την εξαγωγή των τελικών σταθμίσεων.

³¹¹ “Going further, many people still believe that you cannot combine individual judgments into a representative judgment for a group, but in fact we can – with AHP” (Saaty and Peniwati, 2012: 3).

³¹² “The AHP offers a credible way to aggregate judgments of people with different authority, knowledge or power The AHP’s systematic approach lets the group see where the problems lie so they can be addressed at different stages of the process using different techniques... Structuring the hierarchy captures the group’s understanding of different elements of the problem... Clearly it is easier to reach consensus on comparing two things than on many things at once” (Saaty and Peniwati, 2012: 77).

7.4.1.3.2 Προσδιορισμός σχετικών προτεραιοτήτων (σχετικών βαρών)

Στο τρίτο και τελευταίο αυτό βήμα, όπως έχει αναφερθεί, στόχος είναι η απόδοση σχετικής βαρύτητας στο ιεραρχικό μας μοντέλο (κριτήρια – υποκριτήρια): μια διαδικασία που περιλαμβάνει την αποτύπωση της σχετικής προτίμησης (ή σχετικής σημαντικότητας) των στοιχείων ενός επιπέδου, ως προς το αμέσως ανώτερο, μέσω διμερών συγκρίσεων (pairwise comparisons)³¹³. Ο βαθμός αυτός, της προτίμησης του ενός στοιχείου έναντι του άλλου (a_{ij} : η προτίμηση του στοιχείου i από το στοιχείο j), αποτυπώνεται σε μια αριθμητική κλίμακα από το 1 έως το 9 (για περισσότερα, βλ. κεφάλαιο 6) και λαμβάνει τιμές από το ακόλουθο σύνολο:

$$X = \{1,2,3,4,5,6,7,8,9,1/2,1/3,1/4,1/5,1/6,1/7,1/8,1/9\},$$

Υποθέτοντας ότι:

- Όταν $a_{ij} > 1$: το στοιχείο i προτιμάται από το στοιχείο j και
- Όταν $a_{ij} < 1$: το στοιχείο j προτιμάται από το στοιχείο i .

Σημειώνεται, δε, ότι στην περίπτωση που το στοιχείο αυτό συγκρίνεται με τον εαυτό του, η τιμή που λαμβάνει είναι, $a_{ij} = 1$.

Έχοντας αποδώσει μια τιμή για κάθε ζεύγος συγκρίσεων, στη συνέχεια διαμορφώνεται ένας πίνακας n διαστάσεων³¹⁴, στον οποίο η διαγώνιος είναι ίση με τη μονάδα και το κάτω τριγωνικό του μέρος υπολογίζεται από τη σχέση $a_{ji} = 1/a_{ij}$.

$$\begin{vmatrix} \alpha_{11} & \alpha_{12} & \alpha_{13} & \dots & \alpha_{1j} \\ \alpha_{21} & \alpha_{22} & \alpha_{23} & \dots & \alpha_{2j} \\ \alpha_{31} & \alpha_{32} & \alpha_{33} & \dots & \alpha_{3j} \\ \vdots & \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\ \alpha_{i1} & \alpha_{i2} & \alpha_{i3} & \dots & \alpha_{ij} \end{vmatrix}$$

³¹³ Για εκτενέστερη ανάλυση, βλ. Ματσατσίνης (2010: 237).

³¹⁴ Saaty και Kearns (1991: 23), Saaty (1996: 22), Lee (1998).

Προσδιορισμός σχετικών προτεραιοτήτων των ατομικών κρίσεων, για απόλυτα συνεπείς συγκρίσεις:

Στην περίπτωση αυτή, η σύγκριση δύο στοιχείων, a_{ij} , εκφράζει τη βαρύτητα του ενός έναντι του άλλου, δηλαδή ισχύει: $a_{ij} = w_i/w_j$ και ως εκ τούτου συνεπάγεται ότι:

$$a_{ij} \frac{w_j}{w_i} = 1$$

Παράλληλα, δεδομένου ότι:

$$\sum_{j=1}^n a_{ij} \frac{w_j}{w_i} = n \quad \text{ή} \quad \sum_{j=1}^n a_{ij} w_j = n w_i$$

Ισχύει: $\mathbf{Aw} = n\mathbf{w}$ (1)

$$\text{Όπου } \mathbf{A} = \begin{vmatrix} w_1/w_1 & w_1/w_2 & w_1/w_3 & \dots & w_1/w_n \\ w_2/w_1 & 1 & w_2/w_3 & \dots & w_2/w_n \\ \vdots & \vdots & 1 & \dots & \vdots \\ w_n/w_1 & w_n/w_2 & w_n/w_3 & \dots & 1 \end{vmatrix}$$

$$\text{Και } \mathbf{w} = \begin{vmatrix} w_1 \\ w_2 \\ \vdots \\ w_n \end{vmatrix}$$

Επομένως, η σχέση (1) αποτυπώνεται ως εξής:

$$\mathbf{Aw} = \begin{vmatrix} w_1/w_1 & w_1/w_2 & w_1/w_3 & \dots & w_1/w_n \\ w_2/w_1 & 1 & w_2/w_3 & \dots & w_2/w_n \\ \vdots & \vdots & 1 & \dots & \vdots \\ w_n/w_1 & w_n/w_2 & w_n/w_3 & \dots & 1 \end{vmatrix} \begin{vmatrix} w_1 \\ w_2 \\ \vdots \\ w_n \end{vmatrix} = n \begin{vmatrix} w_1 \\ w_2 \\ \vdots \\ w_n \end{vmatrix}$$

Στην απλή αυτή περίπτωση, οι προτεραιότητες προκύπτουν με την κανονικοποίηση κάθε στήλης του πίνακα και τον υπολογισμό της μέση τιμής – κάθε

γραμμής του – ή εναλλακτικά υπολογίζοντας, για κάθε γραμμή, τον γεωμετρικό της μέσο (Saaty and Kearns 1991: 31· Saaty, 1994: 8).

Προσδιορισμός σχετικών προτεραιοτήτων των ατομικών κρίσεων, για μη συνεπείς συγκρίσεις:

Επειδή, όμως, όπως αναφέρουν οι Saaty και Kearns (1991: 33), η περίπτωση αυτή στην πράξη είναι σπάνια να επιτευχθεί, εισάγεται η παράμετρος της εκτίμησης της ασυνέπειας των κρίσεων. Ειδικότερα, όταν λαμβάνουμε τις απαντήσεις ενός συμμετέχοντα, υποθέτουμε ότι η σύγχυση που είχε, κατά τη διατύπωση της γνώμης του, αποτυπώνεται αντίστοιχα και στις ιδιοτιμές του. Ως εκ τούτου, η όλη διαδικασία αναγάγει το πρόβλημα στη διερεύνηση του αντιπροσωπευτικότερου βάρους – για κάθε στοιχείο – και ο υπολογισμός του ακολουθεί την μέθοδο του ιδιοδιανύσματος, μια διαδικασία που διαφέρει αρκετά από την προηγούμενη και αποτυπώνεται με τον ακόλουθο τύπο:

$$A'w' = \lambda_{\max} w' \quad (2)$$

Με το λ_{\max} να εκφράζει τη μέγιστη ιδιοτιμή του A .

Όπως προκύπτει από την εξίσωση (2), στην περίπτωση που ο πίνακας A είναι συνεπής, το λ_{\max} θα είναι ίσο με n ($\lambda_{\max} = n$), ωστόσο, όμως, σε κάθε άλλη περίπτωση ισχύει $\lambda_{\max} \geq n$.

Εντούτοις, κάθε αλλαγή στο a_{ij} μεταβάλλει και το λ_{\max} , αιτιολογώντας συγχρόνως και την απόκλισή του από το n (απόκλιση από τη συνέπεια), ως εξής (Saaty and Peniwati, 2012: 157):

$$(\lambda_{\max} - n) / (n-1).$$

Η απόκλιση αυτή αναφέρεται ως δείκτης συνέπειας (CI – consistency index) και διαιρούμενος με τη μέση συνέπεια ενός πίνακα της ίδιας τάξης (RI: Random index)³¹⁵ μας δίνει τον λόγο συνέπειας (CR: Consistency Ratio).

Ο τελευταίος χρησιμοποιείται για τον εντοπισμό της συνέπειας ενός πίνακα και δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το 10%. Συγκεκριμένα, στην περίπτωση ενός πίνακα 3x3 απαιτείται ο λόγος αυτός να κυμαίνεται κοντά στο 5%, για έναν πίνακα 4x4 κοντά στο 8% και για μεγαλύτερους, στο 10% (Saaty, 1995· Lee, 1998).

Στην περίπτωση που ο λόγος συνέπειας είναι μεγαλύτερος από 10%, ο ερευνητής έχει 3 επιλογές (Saaty and Peniwati, 2012: 159):

- Να εντοπίσει την κρίση με τη μεγαλύτερη ασυνέπεια (δηλαδή το μεγαλύτερο $\epsilon_{ij} = a_{ij} w_j / w_i$),
- Να καθορίσει ένα εύρος τιμών, στο οποίο η κρίση αυτή θα μπορούσε να ήταν συνεπής και
- Να ζητήσει από τον συμμετέχοντα να την αλλάξει, εφόσον το επιθυμεί, επιλέγοντας μια τιμή από το εύρος αυτό.

Εάν ο υποψήφιος αρνηθεί, η διαδικασία αυτή επαναλαμβάνεται για την αμέσως επόμενη ασυνεπή κρίση κ.ο.κ. Ωστόσο, εάν δεν επιθυμεί να αλλάξει καμία από τις ασυνεπείς κρίσεις του, θα πρέπει να ακολουθήσει νέος γύρος για την αποτύπωση των προτεραιοτήτων, παρέχοντας περισσότερες πληροφορίες, για τα υπό σύγκριση στοιχεία, προκειμένου με τον τρόπο αυτό να βελτιωθεί ο λόγος συνέπειας³¹⁶.

Προσδιορισμός σχετικών προτεραιοτήτων μέσω της συνάθροισης των ατομικών κρίσεων, για μη συνεπείς συγκρίσεις:

Έχοντας εξασφαλίσει όλα τα ανωτέρω, σε ατομικό επίπεδο, το τελευταίο στάδιο περιλαμβάνει τη συγχώνευση των κρίσεων αυτών, μέσω της χρήσης του αριθμητικού ή του γεωμετρικού μέσου. Σε κάθε περίπτωση, η επιλογή του τρόπου συνάθροισης

³¹⁵ Ειδικότερα, ο δείκτης αυτός, όπως αναφέρεται και στο κεφάλαιο 6, αποτυπώνει τη μέση τιμή της ασυνέπειας, για κάθε πίνακα διάστασης $n \times n$. Συγκεκριμένα, διαμορφώθηκε στο Εθνικό Εργαστήριο του Oak Ridge, χρησιμοποιώντας δείγμα για πίνακες διαστάσεως έως 15x15 (Για περισσότερα, βλ. Saaty, 1996: 61-64).

³¹⁶ Σε κάθε περίπτωση, η ποιότητα των απαντήσεων καθορίζεται από τρεις παράγοντες: ακρίβεια (ή εγκυρότητα), συνέπεια και αποτελεσματικότητα (Saaty and Peniwati, 2012: 159).

εξαρτάται από την επιθυμία του συμμετέχοντα να δράσει ως ομάδα ή ως ξεχωριστό άτομο (Forman and Peniwati, 1998) και ειδικότερα:

- όταν ο συμμετέχοντας επιλέγει να συμμετάσχει στην όλη διαδικασία, αλλά επιμένει να διατηρήσει την προσωπική του άποψη μετά τη διαμόρφωση της ομαδικής απόφασης, χρησιμοποιείται είτε ο γεωμετρικός είτε ο αριθμητικός μέσος, ενώ
- Όταν ο συμμετέχοντας επιθυμεί να λάβει μέρος στη διαδικασία, μέσω της συζήτησης και της σύνθεσης της ατομικής του κρίσης, με τρόπο ώστε να δρα συντονισμένα με τους υπόλοιπους συμμετέχοντες και με σκοπό τη διαμόρφωση ενός νέου αποτελέσματος, που θα αντιπροσωπεύει τη γνώμη της ομάδας, εφαρμόζεται η μέθοδος του γεωμετρικού μέσου³¹⁷ (Saaty and Peniwati, 2012: 165).

Στην προκειμένη περίπτωση εφαρμόζεται η μέθοδος του γεωμετρικού μέσου, βάσει της οποίας η κρίση n συμμετεχόντων, για τη σύγκριση ενός ζεύγους στοιχείων a_{12} , υπολογίζεται ως εξής:

$$(a_{12})_{\text{combined}} = \sqrt[n]{(a_{12})_1 * (a_{12})_2 * (a_{12})_3 \dots * (a_{12})_n}$$

Τέλος, έχοντας λάβει τη συγχωνευμένη μήτρα των ατομικών κρίσεων, τα βάρη κάθε στοιχείου υπολογίζονται, εκ νέου, με τη μέθοδο του ιδιοδιανύσματος.

7.5 Συμπεράσματα

Στο παρόν κεφάλαιο αναπτύχθηκαν τα μεθοδολογικά βήματα, για τη διαμόρφωση του δείκτη αξιολόγησης της ποιότητας των εισηγμένων, στο Χ.Α.Α., εταιρειών, παρουσιάστηκε ο σχεδιασμός του ιεραρχικού μοντέλου και επιλέχθηκε το δείγμα των ειδικών που θα συμμετάσχει σε κάθε στάδιο. Στη συνέχεια, περιγράφεται

³¹⁷ Όπου λαμβάνει τη γνώμη κάθε συμμετέχοντα, ισάξια, στο τελικό αποτέλεσμα, καθώς όλες οι κρίσεις έχουν προτεραιότητα ίση με $1/n$, όπου n είναι ο αριθμός των συμμετεχόντων (Saaty and Peniwati, 2012: 162).

η υλοποίηση του μεθοδολογικού πλαισίου και παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της εφαρμογής του.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

ΥΛΟΠΟΙΗΣΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ

Στο παρόν κεφάλαιο υλοποιείται η μεθοδολογία, για τη διαμόρφωση ενός σταθμικού δείκτη αξιολόγησης της ποιότητας της ΕΔ, περιγράφονται τα επιμέρους – σε κάθε στάδιο – αποτελέσματα και εντοπίζονται οι διαστάσεις ερμηνείας τους.

8.1 Εισαγωγή

Κατά το παρόν στάδιο, υλοποιείται η προτεινόμενη μεθοδολογία, όπως σχεδιάστηκε στο κεφάλαιο 7. Ειδικότερα, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των τριών απαιτούμενων βημάτων, για τη διαμόρφωση ενός δείκτη ΕΔ και συγκεκριμένα:

- Η συναίνεση των ειδικών, ως προς την επιλογή των κριτηρίων αξιολόγησης και του μεθοδολογικού πλαισίου άντλησης μεταβλητών.
- Η στατιστική ανάλυση των τελευταίων (των μεταβλητών που συνθέτουν τον δείκτη) και
- Η βαρύτητα κάθε κριτηρίου και υποκριτηρίου που περιλαμβάνει, βάσει της σπουδαιότητας που αποδίδουν οι ειδικοί (ακαδημαϊκοί και εμπειρικοί), σε καθένα από αυτά.

Με τον τρόπο αυτό, δημιουργείται ένα εργαλείο αξιολόγησης της ποιότητας της ΕΔ, των εισηγμένων, στο Χ.Α.Α., εταιρειών, που αποτελεί το ερέθισμα για τη διαμόρφωση διακριτών βημάτων και την παροχή αξιόπιστων αποτελεσμάτων.

8.2 Υλοποίηση της Τροποποιημένης Δελφικής Μεθόδου

Ο σκοπός της εφαρμογής της μεθόδου αυτής, όπως έχει αναφερθεί, ήταν διττός:

- Να προσδιοριστούν οι κατάλληλοι κώδικες για την άντληση μεταβλητών και συγκεκριμένα: (i) ο αντιπροσωπευτικότερος για τη συμμόρφωση σε εθνικό επίπεδο και (ii) ο αντίστοιχος για τις βέλτιστες διεθνείς πρακτικές και
- Να διαμορφωθούν τα κριτήρια του δείκτη.

Ως εκ τούτου, συντάχθηκε ένα ερωτηματολόγιο δύο θεματικών ζητούμενων (βλ. Παράρτημα Β1), λαμβάνοντας την απαραίτητη περιγραφή, προκειμένου να διασφαλιστεί η πληρέστερη κατανόησή τους και να αποφευχθούν πιθανές παρανοήσεις.

Παράλληλα, συνεκτιμώντας τις απαιτήσεις της ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας, αναφορικά με την ομοιογένεια του δείγματος και τα ποιοτικά του χαρακτηριστικά, επιλέχθηκαν δεκαοχτώ (18) ειδικοί, οι οποίοι να έχουν:

Διεξάγει και δημοσιεύσει έρευνα στο γνωστικό αντικείμενο της αξιολόγησης της Εταιρικής Διακυβέρνησης, ή εναλλακτικά στο ευρύτερο θεματικό περιεχόμενο αυτής και να κατέχουν διδακτορική διατριβή στο συγκεκριμένο ή σε συναφές ερευνητικό πεδίο.

Η συνολική διαδικασία επίτευξης συναίνεσης διενεργήθηκε σε δύο κύκλους ερωτήσεων-απαντήσεων, με βαθμό απόκρισης 83,3% (15 εκ των 18 συμμετεχόντων)³¹⁸ και 66,6% (10 εκ των 15 συμμετεχόντων)³¹⁹ αντίστοιχα, κατά τη περίοδο από 6 Απριλίου έως 14 Ιουνίου και τα ερωτηματολόγια παραδόθηκαν στους ειδικούς, είτε προσωπικώς, είτε μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου³²⁰.

Κατά το πρώτο στάδιο (πρώτος κύκλος Δελφικής), οι συμμετέχοντες καλούνταν να επιλέξουν, μέσω μιας αριθμητικής κλίμακας από 0 έως 10, το βαθμό συμφωνίας τους στην ερώτηση που τους τέθηκε (με την επιλογή 0 να αντιπροσωπεύει την πλήρη διαφωνία και την επιλογή 10 την πλήρη συμφωνία με αυτή) (Ishikawa, et al., 1993· Mullen, 2003· Asonitis and Kostagiolas, 2009: 150) και στη συνέχεια υπολογίστηκαν για κάθε μία:

- Η διάμεσος (του βαθμού συμφωνίας στην 10βάθμια κλίμακα),
- Το ενδοτεταρτημοριακό εύρος (στο οποίο κυμαίνεται το 50% του πλήθους των παρατηρήσεων),
- Η επικρατούσα τιμή,
- Η μέση τιμή,
- Η τυπική απόκλιση και
- Ο συντελεστής μεταβλητότητας.

Ως αποτέλεσμα του γύρου αυτού, όπως απεικονίζεται και στον πίνακα 8.1, ήταν η ύπαρξη σημαντικής σύγκλισης των απόψεων των ειδικών, καθώς ο συντελεστής μεταβλητότητας για την πρώτη ερώτηση ήταν 13% και για τη δεύτερη 10%, ενώ η μέση τιμή τους 8,5 και 9 αντίστοιχα (στη 10-βάθμια κλίμακα συμφωνίας). Επιπλέον, παρότι διαπιστώνεται το 75% των ειδικών να συμφωνεί με τα εν λόγω ερευνητικά

³¹⁸ Από τους 15 συμμετέχοντες, οι 13 ήταν άνδρες και οι 2 γυναίκες.

³¹⁹ Από τους 10 συμμετέχοντες, οι 8 ήταν άνδρες και οι 2 γυναίκες.

³²⁰ Ο βαθμός απόκρισης είναι ιδιαίτερα υψηλός, καθώς και στις δύο περιπτώσεις κυμαίνεται κοντά στο 70%. Ωστόσο, παρότι στον δεύτερο γύρο το ποσοστό αυτό είναι ελάχιστα χαμηλότερο από το όριο που προτείνουν οι Walker και Selfe (1996: 679), Mullen (2003) και Asonitis και Kostagiolas (2009), σε καμία περίπτωση δε θα μπορούσαν να απορριφθούν τα αποτελέσματα, δεδομένου η ανταπόκριση συνδέεται, σε μεγάλο βαθμό, με το ερευνητικό ενδιαφέρον των συμμετεχόντων και ως εκ τούτου είναι δυνατόν να κυμαίνεται ανάλογα με το επιστημονικό πεδίο (Mason and Alamdari, 2007).

ζητούμενα σε βαθμό 9 και 10 (στη 10-βάθμια κλίμακα), ωστόσο, όμως, δεν ήταν δυνατό να αποφευχθεί η διενέργεια και δεύτερου γύρου, καθώς – έστω και οριακά – ο συντελεστής μεταβλητότητας της πρώτης ερώτησης ξεπερνούσε το 10%.

Επομένως, ακολούθησε η εκ νέου κατάρτιση του ερωτηματολογίου, με ταυτόχρονη παράθεση του ενδοτεταρτημοριακό εύρους, προκειμένου οι συμμετέχοντες να επαναδιατυπώσουν την άποψή τους και να αιτιολογήσουν την επιλογή τους, σε περίπτωση που αυτή παρέμενε εκτός του εν λόγω ορίου (εύρους). Στη συνέχεια, επανυπολογίστηκαν τα μέτρα στατιστικής ανάλυσης των ερωτήσεων (πίνακας 8.1) και προέκυψε ο τελικός βαθμός συναίνεσης, εμφανώς πιο ενισχυμένος, καθώς ο συντελεστής μεταβλητότητας και στις δύο περιπτώσεις ήταν κατά πολύ μικρότερος του 10%.

Πίνακας 8.1: Αποτελέσματα Τροποποιημένης Δελφικής Μεθόδου

	1ος Συμμετέχοντας	2ος Συμμετέχοντας	3ος Συμμετέχοντας	4ος Συμμετέχοντας	5ος Συμμετέχοντας	6ος Συμμετέχοντας	7ος Συμμετέχοντας	8ος Συμμετέχοντας	9ος Συμμετέχοντας	10ος Συμμετέχοντας	11ος Συμμετέχοντας	12ος Συμμετέχοντας	13ος Συμμετέχοντας	14ος Συμμετέχοντας	15ος Συμμετέχοντας	Διήμεσος	Q1	Q3	Q=Q3-Q1	Επικρατούσα Τιμή	Μέσος Όρος	Τυπική Απόκλιση	Συντελεστής μεταβλητότητας
1ος Γύρος Δελφικής Μεθόδου																							
Ερώτηση 1η	9	9	6	8	8	9	8	8	10	7	9	10	10	8	9	9	8	9	1	9	8,5	1,09	0,13
Ερώτηση 2η	10	9	8	8	9	10	8	10	9	7	9	10	10	9	9	9	8,5	10	1,5	9	9	0,89	0,1
2ος Γύρος Δελφικής Μεθόδου																							
Ερώτηση 1η	9	9	-	9	9	9	-	8	9	-	9	-	10	-	9	9	9	9	0	9	9	0,45	0,05
Ερώτηση 2η	9	9	-	9	9	10	-	9	9	-	9	-	10	-	9	9	9	9	0	9	9,2	0,4	0,04

Πηγή: Συγγραφέας

Όπως είναι εμφανές, κατά το στάδιο αυτό, τεκμηριώνεται η επιλογή του κώδικα του ΣΕΒ και του Combined Code (2010), ως των καταλληλότερων πλαισίων άντλησης μεταβλητών, για την αξιολόγηση της ποιότητας της ΕΔ των εισηγμένων, στο Χ.Α.Α., εταιρειών και προκύπτει ο ακόλουθος πίνακας κριτηρίων του δείκτη:

Πίνακας 8.2: Αποτελέσματα συναίνεσης κριτηρίων αξιολόγησης ΕΔ**Κριτήρια Αξιολόγησης της Ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης**

- Δομή Δ.Σ.
- Εσωτερικός Έλεγχος
- Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων
- Δημοσιοποίηση Πληροφοριών
- Πολιτική Αμοιβών μελών Δ.Σ.

Πηγή: Συγγραφέας

Τέλος, δόθηκε και μια σειρά ερωτήσεων γενικού περιεχομένου, με σκοπό την αποτύπωση της γνώμης των ειδικών σε τέσσερα σημεία, αναφορικά με:

- Το πλαίσιο λειτουργίας των εισηγμένων, στο Χ.Α.Α., εταιρειών,
- Τον «καταλληλότερο» ορισμό ΕΔ,
- Την «επικρατέστερη» θεωρία ΕΔ και
- Τη δυνατότητα δημιουργίας μιας παγκόσμιας θεωρίας ΕΔ.

Επιπλέον, δε, κατά αυτόν τον τρόπο και δεδομένης της φύσης του αντικειμένου που εξετάζεται, διερευνάται η ομοιογένεια των απόψεων της ομάδας, η οποία αποτυπώνεται στις απαντήσεις τους (πίνακας 8.3). Όπως είναι εμφανές, η πλειονότητα συγκλίνει, τόσο ως προς το πλαίσιο ενδιαφέροντος των εισηγμένων, στο Χ.Α.Α., εταιρειών (μεγαλομέτοχοι), όσο και ως προς τις επικρατέστερες θεωρίες ΕΔ (θεωρία αντιπροσώπευσης και ενδιαφερόμενων μερών). Ωστόσο, όμως, διαπιστώνεται η έλλειψη κοινής συναίνεσης, για τον καταλληλότερο ορισμό ΕΔ, ενώ διχογνωμία υπάρχει και ως προς τη δυνατότητα δημιουργίας μιας παγκόσμιας θεωρίας: δεδομένου ότι το 66,6% τη θεωρεί ανέφικτη, ενώ το 33,3% υλοποιήσιμη, μέσω, κυρίως, ερευνών εστίασης στη μικροδομή κάθε χώρας.

Πίνακας 8.3: Απαντήσεις ερωτήσεων γενικού περιεχομένου κατά το στάδιο της Τροποποιημένης Δελφικής Μεθόδου

	1ος Συμμετέχοντας	2ος Συμμετέχοντας	3ος Συμμετέχοντας	4ος Συμμετέχοντας	5ος Συμμετέχοντας	6ος Συμμετέχοντας	7ος Συμμετέχοντας	8ος Συμμετέχοντας	9ος Συμμετέχοντας	10ος Συμμετέχοντας	11ος Συμμετέχοντας	12ος Συμμετέχοντας	13ος Συμμετέχοντας	14ος Συμμετέχοντας	15ος Συμμετέχοντας
<i>1η Ερώτηση: Θεωρείτε ότι οι εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρείες λειτουργούν σε ένα πλαίσιο ενδιαφέροντος:</i>															
- Των μετόχων							•								
- Των ενδιαφερόμενων μερών							•								
- Των μεγαλομετόχων	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
- Άλλο: Αναφέρατε															
<i>2η Ερώτηση: Ποιος από τους επισυναπτόμενους ορισμούς είναι κατά την άποψή σας καταλληλότερος για την απόδοση της έννοιας της ΕΔ;</i>															
- OECD, 2004				•	•	•	•							•	
- Solomon, 2007	•	•							•						
- Shlifer & Viscny, 1997			•					•							•
- Zingales, 1997										•					
- Ho, 2005											•				
- Demirag, 1998												•			
- Cadbury Committee, 1992								•					•		
<i>3η Ερώτηση: Ποια από τις ακόλουθες θεωρίες ΕΔ περιγράφει καλύτερα της απόψεις σας στο εν λόγω πεδίο;</i>															
- Θεωρία Αντιπροσώπευσης	•	•	70%	50%	•	•	•	•	•	•	60%	•	•		
- Θεωρία Διαχείρισης						•									
- Θεωρία Ενδιαφερόμενων μερών			30%	50%	•						40%	•			•
- Θεωρία της Ηγεμονίας της Διοίκησης															
- Κάποιος συνδυασμός των ανωτέρω			•	•	•						•				
<i>4η Ερώτηση: Πιστεύετε ότι είναι εφικτή η δημιουργία μιας παγκόσμιας θεωρίας περί ΕΔ</i>															
- Ναι			•	•	•								•	•	
- Όχι	•	•	•	•	•			•	•	•	•	•	•	•	•
- Δεν γνωρίζω/Δεν απαντώ															
<i>5η Ερώτηση: Αν ναι, με ποιον τρόπο;</i>															
- Μέσω εμπειρικών ερευνών ολιστικής προσέγγισης							•								
- Μέσω ερευνών εστίασης στη μικροδομή κάθε χώρας				•	•								•	•	

Πηγή: Συγγραφέας

8.3 Υλοποίηση Κλασικής Θεωρίας Μέτρησης

Το επόμενο βήμα της υλοποίησης της μεθοδολογίας προκύπτει με την ολοκλήρωση της Δελφικής διαδικασίας και την επίτευξη συναίνεσης στα δύο βασικά ερωτήματα που θέσαμε. Ειδικότερα, για τον σκοπό αυτό διενεργήθηκε:

- Ταξινόμηση των μεταβλητών, βάσει περιεχομένου, στα κριτήρια (όπως αυτά διαμορφώθηκαν από τη διαδικασία της Δελφικής και απεικονίζονται στο Παράρτημα Γ1),
- Κατάταξη των μεταβλητών, βάσει του περιεχομένου των κωδικών ΕΔ και της ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας, στα αντίστοιχα υποκριτήρια³²¹ (βλ. Παράρτημα Γ2),
- Αξιολόγηση των μεταβλητών, για το σύνολο των εταιρειών, με τον καθορισμό δύο βαθμολογητών,
- Απαλοιφή των μεταβλητών που δε συνεισφέρουν στην αξιολόγηση, δεδομένου ότι εφαρμόζονται από την πλειονότητα των εταιρειών (λαμβάνουν τιμή 1) ή δεν παρατηρούνται σε καμία περίπτωση (λαμβάνουν τιμή 0),
- Στατιστική ανάλυση των μεταβλητών κατά την Κλασική Θεωρία Μέτρησης και
- Έλεγχος αξιοπιστίας των κριτηρίων και υποκριτηρίων.

Τα αποτελέσματα της ταξινόμησης των μεταβλητών σε κριτήρια και υποκριτήρια παρουσιάζονται στο Παράρτημα Γ2, ενώ αυτά της αξιολόγησης θα αναπτυχθούν διεξοδικά στο επόμενο κεφάλαιο. Ωστόσο, σύμφωνα με τη διαδικασία της στατιστικής ανάλυσης των μεταβλητών και του ελέγχου αξιοπιστίας, εντοπίζονται οι αρχές ΕΔ που διαφοροποιούν τις εταιρείες (δείκτης διακριτικότητας) και βελτιώνεται η ποιότητα του δείκτη αξιολόγησης (συντελεστής αξιοπιστίας).

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται οι μεταβλητές του κριτηρίου «Δομή Δ.Σ.», που παρουσιάζουν τιμές συντελεστή point biserial μεγαλύτερες του 0,30, όπως υποδεικνύει η στήλη “Corrected Item-Total Correlation”. Η τιμή αυτή επιλέγεται, ως ένα κατάλληλο κατώτατο όριο (Nunnally, 1978), για την αποδοχή μιας μεταβλητής, λαμβάνοντας ως παραδοχή ότι, όταν μια εταιρεία λαμβάνει θετική τιμή για τη συγκεκριμένη μεταβλητή, τότε τείνει να έχει υψηλή βαθμολογία και στις υπόλοιπες

³²¹ Η ταξινόμηση σε υποκριτήρια έγινε με τέτοιο τρόπο, ώστε να λαμβάνεται υπόψη η προτιμησιακή τους ανεξαρτησία.

μεταβλητές, υποδηλώνοντας ωστόσο και συνέπεια στις απαντήσεις της συγκεκριμένης εταιρείας³²². Επιπλέον, τα αποτελέσματα του συντελεστή συσχέτισης συμφωνούν και με τα αντίστοιχα του συντελεστή Cronbach's Alpha, για τη χρησιμότητα των μεταβλητών σε κάθε υπο-κριτήριο, καθώς σε κάθε περίπτωση υπερβαίνει το ελάχιστο επιτρεπτό όριο του 0,70 (Nunnally, 1978· Δημητριάδης, 2010).

Πίνακας 8.4: Ανάλυση αξιοπιστίας κριτηρίου «Δομής Δ.Σ.»

	Item	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
Μέγεθος & Σύνθεση Δ.Σ.	syn_ds9	0,81	0,547	0,774	0,439
	syn_ds10	1,16	0,893	0,352	0,702
	syn_ds12	0,82	0,590	0,687	0,555
<i>Cronbach's Alpha = 0,758</i>					
Λειτουργία Δ.Σ.	lei_ds1	1,01	1,738	0,414	0,758
	lei_ds2	1,16	1,676	0,619	0,685
	lei_ds3	1,16	1,713	0,578	0,699
	lei_ds4	1,04	1,723	0,441	0,748
	lei_ds5	1,09	1,597	0,613	0,683
<i>Cronbach's Alpha = 0,759</i>					
Επιτροπή Ανάδειξης Υποψηφιοτήτων	ep_ypo1	0,24	0,512	0,851	0,860
	ep_ypo2	0,26	0,544	0,889	0,840
	ep_ypo3	0,32	0,721	0,692	0,902
	ep_ypo4	0,29	0,639	0,771	0,885
<i>Cronbach's Alpha = 0,906</i>					
Καθήκοντα & Συμπεριφορά Μελών Δ.Σ.	kath_ds1	1,05	0,925	0,484	0,803
	kath_ds2	0,79	0,619	0,791	0,627
	kath_ds3	0,72	0,626	0,787	0,632
<i>Cronbach's Alpha = 0,821</i>					
Αξιολόγηση Δ.Σ.	axio_ds1	0,19	0,346	0,723	0,739
	axio_ds2	0,27	0,464	0,715	0,727
	axio_ds3	0,26	0,462	0,692	0,736
	axio_ds4	0,31	0,608	0,487	0,801
<i>Cronbach's Alpha = 0,812</i>					

Πηγή: Συγγραφέας

Αντίστοιχα, όπως φαίνεται και από τους πίνακες που ακολουθούν, τόσο οι συντελεστές point biserial, όσο και οι αυτοί του Cronbach's alpha, υποδηλώνουν μια αξιόπιστη δομή αξιολόγησης, για κάθε ένα από τα υπόλοιπα κριτήρια, που διαμορφώνουν το υπόδειγμα αξιολόγησης της ποιότητας ΕΔ.

³²² Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλ. Κατσίης, Σιδερίδης και Εμβαλωτής (2010: 122-124).

Πίνακας 8.5: Ανάλυση αξιοπιστίας κριτηρίου «Εσωτερικού Ελέγχου»

	Item	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
Μέγεθος & Σύνθεση	syn_ee3	1,03	0,724	0,488	0,672
Επιτροπής Ελέγχου	syn_ee4	1,11	0,691	0,485	0,678
<i>Cronbach's Alpha = 0,712</i>	syn_ee5	1,31	0,600	0,625	0,498
Καθήκοντα & Λειτουργίες	kath_ee3	0,26	0,193	0,581	-
Επιτροπής Ελέγχου	kath_ee4	0,38	0,238	0,581	-
<i>Cronbach's Alpha = 0,732</i>	arm_ese1	1,67	0,443	0,706	0,743
Αρμοδιότητες & Καθήκοντα	arm_ese2	1,64	0,479	0,689	0,761
Εσωτερικών Ελεγκτών	arm_ese3	1,66	0,463	0,665	0,784

Πηγή: Συγγραφέας

Πίνακας 8.6: Ανάλυση Αξιοπιστίας κριτηρίου «Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων»

	Item	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
Δικαιώματα Μετόχων	dik_mtx2	0,55	0,551	0,508	0,649
	dik_mtx3	0,28	0,378	0,492	0,701
<i>Cronbach's Alpha = 0,707</i>	dik_mtx6	0,53	0,471	0,629	0,502
Επικοινωνία Ανώτερης	ep_mtx1	1,40	1,792	0,778	0,878
Διοίκησης με Μετόχους	ep_mtx2	1,40	1,783	0,787	0,875
	ep_mtx3	1,44	1,752	0,829	0,860
<i>Cronbach's Alpha = 0,904</i>	ep_mtx4	1,32	1,824	0,745	0,890

Πηγή: Συγγραφέας

Πίνακας 8.7: Ανάλυση Αξιοπιστίας κριτηρίου «Δημοσιοποίησης Πληροφοριών»

	Item	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
Δημοσιοποίηση στην Εταιρική	dim_ist2	1,21	0,659	0,585	0,620
Ιστοσελίδα	dim_ist3	1,39	0,633	0,558	0,656
<i>Cronbach's Alpha = 0,736</i>	dim_ist4	1,16	0,713	0,540	0,674
Δημοσιοποίηση στη Δήλωση	dim_dil1	1,42	1,108	0,668	0,593
Εταιρικής Διακυβέρνησης	dim_dil2	1,58	1,016	0,615	0,610
	dim_dil4	1,69	1,087	0,484	0,695
<i>Cronbach's Alpha = 0,730</i>	dim_dil5	1,97	1,306	0,349	0,720

Πηγή: Συγγραφέας

Πίνακας 8.8: Ανάλυση Αξιοπιστίας κριτηρίου «Πολιτικής Αμοιβών μελών Δ.Σ.»

	Item	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
Μέγεθος & Σύνθεση Επιτροπής Αμοιβών	syn_ea1	0,16	0,248	0,735	0,779
	syn_ea2	0,17	0,260	0,704	0,808
	syn_ea3	0,19	0,281	0,730	0,788
<i>Cronbach's Alpha = 0,851</i>					
Λειτουργία & Καθήκοντα Επιτροπής Αμοιβών	lei_ea1	0,18	0,239	0,708	0,636
	lei_ea2	0,29	0,373	0,633	0,700
	lei_ea3	0,31	0,406	0,588	0,750
<i>Cronbach's Alpha = 0,782</i>					
Επίπεδο & Διάρθρωση Αμοιβών	ep_am1	2,41	2,555	0,816	0,849
	ep_am4	2,49	2,572	0,777	0,859
	ep_am5	2,32	2,951	0,581	0,888
	ep_am6	2,53	2,589	0,761	0,862
<i>Cronbach's Alpha = 0,892</i>					
	ep_am7	2,34	2,703	0,746	0,866

Πηγή: Συγγραφέας

Τέλος, η ανωτέρω δομή επαληθεύεται και από τον υπολογισμό του συνολικού δείκτη δυσκολίας, που όπως απεικονίζεται και στον πίνακα 8.9, αυτός κυμαίνεται στα επιτρεπτά όρια του 0,10 έως 0,90, που προτείνουν αρκετοί ερευνητές (Αλεξόπουλος, 2011). Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι, στην εν λόγω μελέτη, ο βαθμός δυσκολίας δεν έχει ιδιαίτερη σημασία, καθόσον η στάθμιση θα προκύψει εξωγενώς, με αποτέλεσμα, σε κάθε περίπτωση, αυτός να προσαρμόζεται από τη γνώμη των ειδικών. Παρόλα αυτά, η βαρύνουσα σημασία της αξιοπιστίας του υποδείγματος (Cronbach's alpha) αποτυπώνεται τόσο από τον συνολικό βαθμό του συντελεστή, όσο και από τους αντίστοιχους των υποκριτηρίων, που υπερβαίνουν το κατώτερο όριο (του 0,70). Συνάγεται, επομένως, υψηλή σταθερότητα του δείκτη ΕΔ, δεδομένου ότι η βαθμολογία του τείνει να ελαχιστοποιεί τα σφάλματα μέτρησης και ως εκ τούτου, να υποστηρίζει, με αξιόπιστο και συνεπή τρόπο, την εννοιολογική του κατασκευή.

Εν κατακλείδι, η εσωτερική συνέπεια συνάδει και με τα αποτελέσματα ανάλογων μελετών στην κατασκευή δεικτών και ειδικότερα, με τους Allegriani και Greco (2013), που υπολόγισαν την αξιοπιστία σε 0,784, τον Botosan (1997) σε 0,64 και τους Gul και Leung (2004) σε 0,51.

Πίνακας 8.9: Βαθμός δυσκολίας κριτηρίων

Κριτήριο	Cronbach's Alpha	Βαθμός Δυσκολίας
Δομή Δ.Σ.	0,811	0,2497
Εσωτερικός Έλεγχος	0,707	0,5907
Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων	0,721	0,3379
Δημοσιοποίηση Πληροφοριών	0,715	0,6020
Πολιτική Αμοιβών μελών Δ.Σ.	0,806	0,3338
ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ	0,886	0,3793¹

¹ Υπολογίζεται ως: $0,2497 * (19/52) + 0,5907 * (8/52) + 0,3379 * (7/52) + 0,6020 * (7/52) + 0,3338 * (11/52)$ και εμπίπτει στα αποδεκτά όρια. Ωστόσο, ως δείκτης επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από την εξωγενή στάθμιση, που όπως φαίνεται και στο κεφάλαιο που ακολουθεί, αυξάνεται σε 0,4062.

Πηγή: Συγγραφέας

8.4 Υλοποίηση Μεθόδου Αναλυτικής Ιεραρχικής Προσέγγισης

Έχοντας ιεραρχήσει το μοντέλο αξιολόγησης της ΕΔ, απαιτείται να δοθεί στάθμιση, τόσο στα κριτήρια όσο και στα υποκριτήρια που αυτό περιλαμβάνει³²³, με τη χρήση της μεθόδου της Αναλυτικής Ιεραρχικής Προσέγγισης, σε ένα επιλεγμένο δείγμα δύο ομάδων συμμετεχόντων (θεωρητικών και εμπειρικών), βάσει των ακολούθων κριτηρίων:

1. Για να συμπεριληφθεί ένας συμμετέχοντας στην ομάδα των θεωρητικών, θα πρέπει να έχει διεξάγει και δημοσιεύσει έρευνα στο γνωστικό αντικείμενο της ΕΔ και να κατέχει διδακτορική διατριβή στο συγκεκριμένο ή σε συναφές γνωστικό πεδίο, ενώ
2. Για να συμπεριληφθεί στην ομάδα των εμπειρικών, θα πρέπει να είναι ανεξάρτητο ή μη εκτελεστικό μέλος της επιτροπής ελέγχου εισηγμένης, στο Χ.Α.Α., εταιρείας.

Ειδικότερα, ο λόγος της επιλογής δύο διαφορετικών δειγμάτων συνίσταται στο γεγονός ότι η ΕΔ είναι ένα πολυδιάστατο θέμα, που απαιτεί τη συμβολή τόσο των εμπειρικών όσο και των ακαδημαϊκών, για την ενδελεχή μελέτη και κατανόησή του (Sirikrai and Tang, 2006: 75). Επιπλέον, σύμφωνα με την έρευνα του Basak (1988), η εφαρμογή της εν λόγω πρακτικής συνίσταται, για κάθε ερευνητή, προκειμένου αρχικά

³²³ Ωστόσο, όμως, λόγω της φύσης της μεθόδου, δεν ήταν εφικτό να χρησιμοποιηθεί για τη στάθμιση των μεταβλητών που εμπεριέχουν τα υποκριτήρια, καθώς ο αριθμός των συγκρίσεων που θα έπρεπε να πραγματοποιηθούν θα ήταν 69 επιπλέον (βάσει του τύπου $n \cdot (n-1)/2$).

να διερευνώνται οι πτυχές κάθε ομάδας και στη συνέχεια να εξετάζεται η πιθανότητα συνάθροισής τους, σε περίπτωση που αυτές συγκλίνουν. Παράλληλα, σημειώνεται ότι με τον τρόπο αυτό ελέγχεται και η αξιοπιστία του συνολικού μοντέλου (Madu and Kuei, 1995).

Για την υλοποίηση της μεθόδου, συντάχθηκε και αποστάλθηκε, σε 18 θεωρητικούς και 25 εμπειρικούς, τους μήνες από Αύγουστο έως Νοέμβριο του 2012, ερωτηματολόγιο (όπως απεικονίζεται στο παράρτημα), που αποτελείτο από 28 ερωτήσεις – διμερείς συγκρίσεις, στο οποίο οι συμμετέχοντες καλούνταν να αποτυπώσουν την προσωπική τους άποψη, βασιζόμενοι στη γνώση και την εμπειρία τους. Το ερωτηματολόγιο αυτό, παραδόθηκε είτε προσωπικώς είτε ταχυδρομικώς (σε ηλεκτρονική μορφή – email ή έντυπη, με προπληρωμένο ταχυδρομικό φάκελο) και ο βαθμός ανταπόκρισης ήταν 94,44% (17 εκ των 18) και 70,80% (17 εκ των 24), για την ομάδα των θεωρητικών και των εμπειρικών αντίστοιχα³²⁴. Ειδικότερα, η διαδικασία συλλογής των ερωτηματολογίων και η συγκέντρωση του τελικού δείγματος διενεργήθηκε με τον ακόλουθο τρόπο:

- Πρώτον, επικοινωνήσαμε με όλους τους συμμετέχοντες τηλεφωνικά και μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου, ώστε να τους ενημερώσουμε τόσο για την έρευνά μας, όσο και για την επιλογή μας να συμμετάσχουν σε αυτή. Ως αποτέλεσμα της επικοινωνίας αυτής ήταν η θετική ανταπόκριση 34 ατόμων (17 θεωρητικών και 17 εμπειρικών)³²⁵.
- Δεύτερον, για όσους συμμετέχοντες επιθυμούσαν την υλοποίηση της διαδικασίας μέσω συνάντησης, καθορίστηκε μια ημερομηνία που εξυπηρετούσε τους ίδιους και τον ερευνητή. Στο σημείο αυτό διευκρινίζεται ότι η επιθυμία αυτή εκφράστηκε από το σύνολο των θεωρητικών, καθόσον η προηγούμενη επαφή, κατά το στάδιο της υλοποίησης της Δελφικής μεθοδολογίας, αποτέλεσε, συγχρόνως, το ερέθισμα για τη διεξαγωγή επικοινωνιακού διαλόγου και την ανταλλαγή ιδεών.
- Τρίτον, για τους συμμετέχοντες που είχαν εκφράσει την επιθυμία να λάβουν μέρος στην έρευνά μας και δεν απέστειλαν τις απαντήσεις τους, κατά το καθορισμένο χρονικό διάστημα, υπήρξε ηλεκτρονική υπενθύμιση και εκ νέου

³²⁴ Εξίσου και στην περίπτωση αυτή ο βαθμός ανταπόκρισης ήταν ιδιαίτερα υψηλός (Walker and Selfe, 1996: 679· Mullen, 2003).

³²⁵ Από τους 17 θεωρητικούς, οι 15 ήταν άνδρες και οι 2 γυναίκες, ενώ από τους 17 εμπειρικούς, οι αριθμοί αυτοί ήταν 13 και 4 αντίστοιχα.

τηλεφωνική επικοινωνία, προκειμένου να δοθεί παράταση για τη συμπλήρωση του ερωτηματολογίου. Στην περίπτωση αυτή, οι συμμετέχοντες, που κατά βάση προέρχονταν από την ομάδα των εμπειρικών, επέλεξαν είτε να το αποστείλουν μέσα σε μια προκαθορισμένη ημερομηνία, είτε να το απαντήσουν μέσω προσωπικής συνάντησης (4 συμμετέχοντες από τους 17).

Κατόπιν συλλογής των δεδομένων, υπολογίστηκε ο δείκτης συνέπειας – για τον κάθε συμμετέχοντα ξεχωριστά – και κλήθηκαν να επαναδιατυπώσουν την άποψή τους, όσοι ξεπερνούσαν το ποσοστό του 10%³²⁶. Στη συνέχεια, οι τελικές απαντήσεις συγχωνεύθηκαν σε δύο μήτρες, ανάλογα με την κατηγορία στην οποία ανήκε ο κάθε συμμετέχοντας και συγκρίθηκαν τα αποτελέσματα.

Η εν λόγω διαδικασία, όπως απεικονίζεται και στους πίνακες 8.10 και 8.11, αποκάλυψε τη σύγκλιση των απόψεων των δύο ομάδων, σε μεγάλο βαθμό, παρέχοντας τη δυνατότητα συνάθροισής τους (Basak, 1988), ήτοι της συγχώνευσης τους σε μια μήτρα, για την εξαγωγή αξιόπιστων τελικών σταθμίσεων (Madu and Kuei, 1995).

Ειδικότερα, όπως παρατηρείται από τον πίνακα 8.10, σημαντικότερα κριτήρια για την αξιολόγηση της ΕΔ αποτελούν ο «Εσωτερικός Έλεγχος» και η «Δομή Δ.Σ.», γεγονός που αποτυπώνεται από τη γνώμη τόσο των θεωρητικών όσο και των εμπειρικών, εν αντιθέσει του κριτηρίου της «Πολιτικής Αμοιβών των μελών Δ.Σ.», που λαμβάνει τη μικρότερη σημασία (και για τις δύο ομάδες).

³²⁶ Οι συμμετέχοντες που ξεπερνούσαν το ποσοστό αυτό και κλήθηκαν να επαναδιατυπώσουν την άποψή τους ήταν 2, από την ομάδα των εμπειρικών. Για την αύξηση του ποσοστού του δείκτη συνέπειας των απαντήσεών τους, ήταν απαραίτητη η επιπρόσθετη διευκρίνιση της διαδικασίας των διμερών συγκρίσεων, βάσει της Αναλυτικής Ιεραρχικής Προσέγγισης.

Πίνακας 8.10: Σταθμίσεις κριτηρίων και υποκριτηρίων

Κριτήριο/ Υποκριτήριο	Σταθμίσεις		
	Θεωρητικοί	Εμπειρικοί	Συνολική
Δομή Δ.Σ.	0,267	0,335	0,301
Μέγεθος & Σύνθεση Δ.Σ.	0,179	0,320	0,244
Λειτουργία Δ.Σ.	0,305	0,291	0,306
Επιτροπή Αναδ. Υποψ.	0,169	0,077	0,116
Καθήκ. & Συμπερ. Μελών Δ.Σ.	0,209	0,197	0,205
Αξιολόγηση Δ.Σ.	0,138	0,114	0,128
Ασυνέπεια	0,01	0,01	0,01
Εσωτερικός Έλεγχος	0,282	0,229	0,255
Μέγεθος & Σύνθεση Επ. Ελέγχου	0,279	0,242	0,260
Καθήκ. & Λειτ. Επιτρ. Ελέγχου	0,369	0,400	0,384
Αρμοδ. & Καθηκ. Εσωτ. Ελεγκτών	0,353	0,358	0,356
Ασυνέπεια	0,00	0,01	0,00
Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων	0,202	0,226	0,213
Δικαιώματα Μετόχων	0,706	0,737	0,722
Επικoin. Ανώτερης Διοίκησης με Μετόχους	0,294	0,263	0,278
Ασυνέπεια	0,00	0,00	0,00
Δημοσιοποίηση Πληροφοριών	0,173	0,144	0,160
Δημοσιοπ. στην Εταιρική Ιστοσελίδα	0,668	0,714	0,683
Δημοσιοπ. στη Δήλωση Εταιρ. Διακυβέρνησης	0,332	0,286	0,317
Ασυνέπεια	0,00	0,00	0,00
Πολιτική Αμοιβών μελών Δ.Σ.	0,076	0,065	0,071
Μέγεθος & Συνθ. Επιτρ. Αμοιβών	0,247	0,243	0,247
Λειτ. & Καθηκ. Επιτρ. Αμοιβών	0,316	0,414	0,364
Επίπεδο & Διάρθ. Αμοιβών	0,436	0,343	0,389
Ασυνέπεια	0,00	0,00	0,00

Πηγή: Συγγραφέας

Αντίστοιχα, η σπουδαιότητα σε επίπεδο υποκριτηρίου, όπως αυτή διαμορφώνεται από τον πολλαπλασιασμό του σχετικού βάρους τους, με αυτό του κριτηρίου που ανήκουν, αποκαλύπτει την ιδιαίτερη σημασία των «Δικαιωμάτων των Μετόχων», για την αξιολόγηση της ποιότητας της ΕΔ. Επιπλέον, προτεραιότητα αποτελούν και τα υποκριτήρια της «Δημοσιοποίησης στην Εταιρική Ιστοσελίδα», των «Καθηκόντων & Λειτ. Επιτροπής Ελέγχου» και της «Λειτουργίας του Δ.Σ.», ενώ η μεγαλύτερη απόκλιση, μεταξύ της γνώμης των θεωρητικών και των εμπειρικών, έγκειται στο υποκριτήριο «Μέγεθος & Σύνθεση Δ.Σ.» όπου οι δεύτεροι το θεωρούν σημαντικότερο σε σχέση με τους πρώτους. Ωστόσο, όμως, σε καμία περίπτωση δε θα πρέπει να παραβλέπεται η χρήση της εν λόγω μεθοδολογίας, που σκοπό έχει να μετριάσει την όποια απόκλιση, ούτως ώστε να ληφθεί μια αντιπροσωπευτική τελική γνώμη.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι η σύγκλιση των δύο ομάδων αποτυπώνεται και σε επίπεδο ελάσσονος σημασίας, η οποία απεικονίζεται στα υποκριτήρια της «Αξιολόγησης Δ.Σ.», της «Επιτροπής Ανάδειξης Υποψηφιοτήτων», του «Επιπέδου &

Διάρθρωσης Αμοιβών», της «Λειτουργίας & Καθηκόντων Επιτροπής Αμοιβών» και του «Μεγέθους & Σύνθεσης Επιτροπής Αμοιβών».

Πίνακας 8.11: Ιεράρχηση υποκριτηρίων σε σχέση με τον στόχο της αξιολόγησης της ΕΔ

Ιεράρχηση Υποκριτηρίων					
Ιεράρχηση Θεωρητικών	%	Ιεράρχηση Εμπειρικών	%	Γενική Ιεράρχηση	%
Δικαιώματα Μετόχων	14,3	Δικαιώματα Μετόχων	16,7	Δικαιώματα Μετόχων	15,4
Δημ. στην Ετ. Ιστοσ.	11,5	Μεγ. & Συνθ. Δ.Σ.	10,7	Δημ. στην Ετ. Ιστοσ.	10,9
Καθ. & Λειτ. Επ. Ελεγ.	10,4	Δημ. στην Ετ. Ιστοσ.	10,3	Καθ. & Λειτ. Επ. Ελεγ.	9,8
Αρμ. & Καθ. Εσ. Ελεγ.	10	Λειτουργία Δ.Σ.	9,8	Λειτουργία Δ.Σ.	9,2
Λειτουργία Δ.Σ.	8,1	Καθ. & Λειτ. Επ. Ελεγ.	9,2	Αρμ. & Καθ. Εσ. Ελεγ.	9,1
Μεγ. & Συν. Επ. Ελέγχου	7,9	Αρμ. & Καθ. Εσ. Ελεγ.	8,2	Μεγ. & Συνθ. Δ.Σ.	7,3
Επικ. Αν. Διοικ. με μετοχ.	5,9	Καθ. & Συμπ. Μελων Δ.Σ.	6,6	Μεγ. & Συν. Επ. Ελέγχου	6,6
Δημ. στη Δηλ. Ετ. Διακ.	5,7	Επικ. Αν. Διοικ. με μετοχ.	5,9	Καθ. & Συμπ. Μελων Δ.Σ.	6,2
Καθ. & Συμπ. Μελων Δ.Σ.	5,6	Μεγ. & Συν. Επ. Ελέγχου	5,6	Επικ. Αν. Διοικ. με μετοχ.	5,9
Μεγ. & Συνθ. Δ.Σ.	4,8	Δημ. στη Δηλ. Ετ. Διακ.	4,1	Δημ. στη Δηλ. Ετ. Διακ.	5,1
Επιτρ. Αναδ. Υποψηφ.	4,5	Αξιολόγηση Δ.Σ.	3,8	Αξιολόγηση Δ.Σ.	3,9
Αξιολόγηση Δ.Σ.	3,7	Λειτ. & Καθ. Επ. Αμοιβ.	2,7	Επιτρ. Αναδ. Υποψηφ.	3,5
Επιπ. & Διαρθ. Αμοιβών	3,3	Επιτρ. Αναδ. Υποψηφ.	2,6	Επιπ. & Διαρθ. Αμοιβών	2,8
Λειτ. & Καθ. Επ. Αμοιβ.	2,4	Επιπ. & Διαρθ. Αμοιβών	2,2	Λειτ. & Καθ. Επ. Αμοιβ.	2,6
Μεγ. & Συν. Επ. Αμοιβών	1,9	Μεγ. & Συν. Επ. Αμοιβών	1,6	Μεγ. & Συν. Επ. Αμοιβών	1,7

Πηγή: Συγγραφέας

Ως εκ τούτου, όπως διαπιστώνεται από τα ανωτέρω, σε συνδυασμό με την επισκόπηση της βιβλιογραφίας, η επίλυση του συγκρουσιακού προβλήματος μεταξύ μεγαλομετόχου και μικρομετόχου (πρόβλημα αντιπροσώπευσης) απαιτεί την ιδιαίτερη έμφαση στους μηχανισμούς αυτούς (υποκριτήρια). Συγκεκριμένα, τα ευρήματα δύναται να ερμηνευτούν, κατά ανάλογο τρόπο, από τρεις διαστάσεις:

- Πρακτική: μέσω της δυνατότητας που παρέχεται στους μετόχους, από τη συνάρτηση αξιολόγησης, να σταθμίσουν τους ιδιαίτερους αυτούς μηχανισμούς, που ελαχιστοποιούν τον κίνδυνο της επένδυσής τους.
- Θεωρητική: μέσω της εφαρμογής παρόμοιων μελετών, σε αντίστοιχα περιβάλλοντα (ηπειρωτική Ευρώπη, Ιαπωνία), ώστε να δημιουργηθεί το ερέθισμα για τη διαμόρφωση μιας θεωρίας, περί οικογενειακών συστημάτων ΕΔ.
- Κοινωνική: μέσω μιας συντονισμένης στρατηγικής, από ένα σύνολο φορέων (νομοθετικών, ρυθμιστικών και εποπτικών), για την αντιμετώπιση των εν λόγω προβλημάτων στον «πυρήνα» τους.

8.5 Δείκτης ποιότητας ΕΔ

Στο σημείο αυτό, λαμβάνοντας υπόψη το ιεραρχικό μοντέλο, που διαμορφώθηκε από την Τροποποιημένη Δελφική και την Κλασική Θεωρία Μέτρησης, καθώς επίσης και τη στάθμιση των κριτηρίων και υποκριτηρίων, που αποδόθηκε από την Αναλυτική Ιεραρχική Προσέγγιση, ως τους αντίστοιχους συντελεστές βαρύτητας³²⁷, αναπτύσσεται ένας δείκτης μέτρησης της ΕΔ, προσαρμοσμένος στην ελληνική πραγματικότητα. Απώτερος σκοπός του δείκτη αυτού είναι η αξιολόγηση, κάθε εισηγμένης, στο Χ.Α.Α., εταιρείας και ο προσδιορισμός της συνολικής ποιότητας ΕΔ που παρουσιάζει, μέσω της ακόλουθης συνάρτησης:

$$GCGI^{PA} = W_1 \times GCGI_{BOD}^{PA} + W_2 \times GCGI_{IA}^{PA} + W_3 \times GCGI_{SR}^{PA} + W_4 \times GCGI_{DI}^{PA} + W_5 \times GCGI_{RM}^{PA}$$

Όπου,

$$GCGI_{BOD}^{PA} = W_{11} \times SC_{BOD} + W_{12} \times FU_{BOD} + W_{13} \times NC_{BOD} + W_{14} \times DC_{BOD} + W_{15} \times EV_{BOD}$$

$$GCGI_{IA}^{PA} = W_{21} \times SC_{IA} + W_{22} \times DF_{IA} + W_{23} \times RD_{IA}$$

$$GCGI_{SR}^{PA} = W_{31} \times SR_{SR} + W_{32} \times CS_{SR}$$

$$GCGI_{DI}^{PA} = W_{41} \times WD_{DI} + W_{42} \times SD_{DI}$$

$$GCGI_{RM}^{PA} = W_{51} \times SC_{RM} + W_{52} \times DF_{RM} + W_{53} \times LS_{RM}$$

Ειδικότερα, η ερμηνεία κάθε δείκτη/υποδείκτη και ο αριθμός των μεταβλητών που περιλαμβάνει αποτυπώνονται στον πίνακα που ακολουθεί (πίνακας 8.12):

³²⁷ Για περισσότερα, βλ. Sirikrai και Tang (2006), Li και Tang (2007) και Asonitis και Kostagiolas (2009).

Πίνακας 8.12: Σύνθεση δείκτη αξιολόγησης της ποιότητας της ΕΔ

ΒΑΣΙΚΟΣ ΣΤΟΧΟΣ	ΕΠΙΠΕΔΟ ΚΡΙΤΗΡΙΩΝ	ΕΠΙΠΕΔΟ ΥΠΟΚΡΙΤΗΡΙΩΝ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ
Αξιολόγηση της ΕΔ στις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρείες (GCGI ^{PA}) ³²⁸	Δομή Δ.Σ. (GCGI ^{PA} _{BOD})	Μέγεθος & Σύνθεση Δ.Σ. (SC _{BOD})	3
		Λειτουργία Δ.Σ. (FU _{BOD})	5
		Επιτροπή Αναδ. Υποψ. (NC _{BOD})	4
		Καθήκ. & Συμπερ. Μελών Δ.Σ. (DC _{BOD})	3
		Αξιολόγηση Δ.Σ. (EV _{BOD})	4
	Εσωτερικός Έλεγχος (GCGI ^{PA} _{IA})	Μέγεθος & Σύνθεση Επ. Ελέγχου (SC _{IA})	3
		Καθήκ. & Λειτ. Επιτρ. Ελέγχου (DF _{IA})	2
		Αρμοδ. & Καθήκ. Εσωτ. Ελεγκτών (RD _{IA})	3
	Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων (GCGI ^{PA} _{SR})	Δικαιώματα Μετόχων (SR _{SR})	3
		Επικοινων. Ανώτερης Διοίκησης με Μετόχους (CS _{SR})	4
	Δημοσιοποίηση Πληροφοριών (GCGI ^{PA} _{DI})	Δημοσιοπ. στην Εταιρική Ιστοσελίδα (WD _{DI})	3
		Δημοσιοπ. στη Δήλωση Εταιρ. Διακυβέρνησης (SD _{DI})	4
	Πολιτική Αμοιβών μελών Δ.Σ. (GCGI ^{PA} _{RM})	Μέγεθος & Συνθ. Επιτρ. Αμοιβών (SC _{RM})	3
		Λειτ. & Καθήκ. Επιτρ. Αμοιβών (DF _{RM})	3
		Επίπεδο & Διάρθ. Αμοιβών (LS _{RM})	5

Πηγή: Συγγραφέας

Ως εκ τούτου, ο σταθμικός δείκτης διαμορφώνεται ως:

$$GCGI^{PA} = 0,301 \times GCGI_{BOD}^{PA} + 0,255 \times GCGI_{IA}^{PA} + 0,213 \times GCGI_{SR}^{PA} + 0,160 \times GCGI_{DI}^{PA} + 0,071 \times GCGI_{RM}^{PA}$$

³²⁸ Ο δείκτης αυτός ερμηνεύεται ως Ελληνικός Δείκτης Εταιρικής Διακυβέρνησης (Greece Corporate Governance Index – GCGI), ο οποίος δημιουργήθηκε από το τμήμα Δημόσιας Διοίκησης (Public Administration – PA) του Παντείου Πανεπιστημίου.

Και συνολικά, σε επίπεδο υποκριτηρίων, ως:

$$GCGI_{BOD}^{PA} = 0,073 \times SC_{BOD} + 0,092 \times FU_{BOD} + 0,035 \times NC_{BOD} + 0,062 \times DC_{BOD} + 0,039 \times EV_{BOD} + 0,066 \times SC_{IA} + 0,098 \times DF_{IA} + 0,091 \times RD_{IA} + 0,154 \times SR_{SR} + 0,059 \times CS_{SR} + 0,109 \times WD_{DI} + 0,051 \times SD_{DI} + 0,017 \times SC_{RM} + 0,026 \times DF_{RM} + 0,028 \times LS_{RM}$$

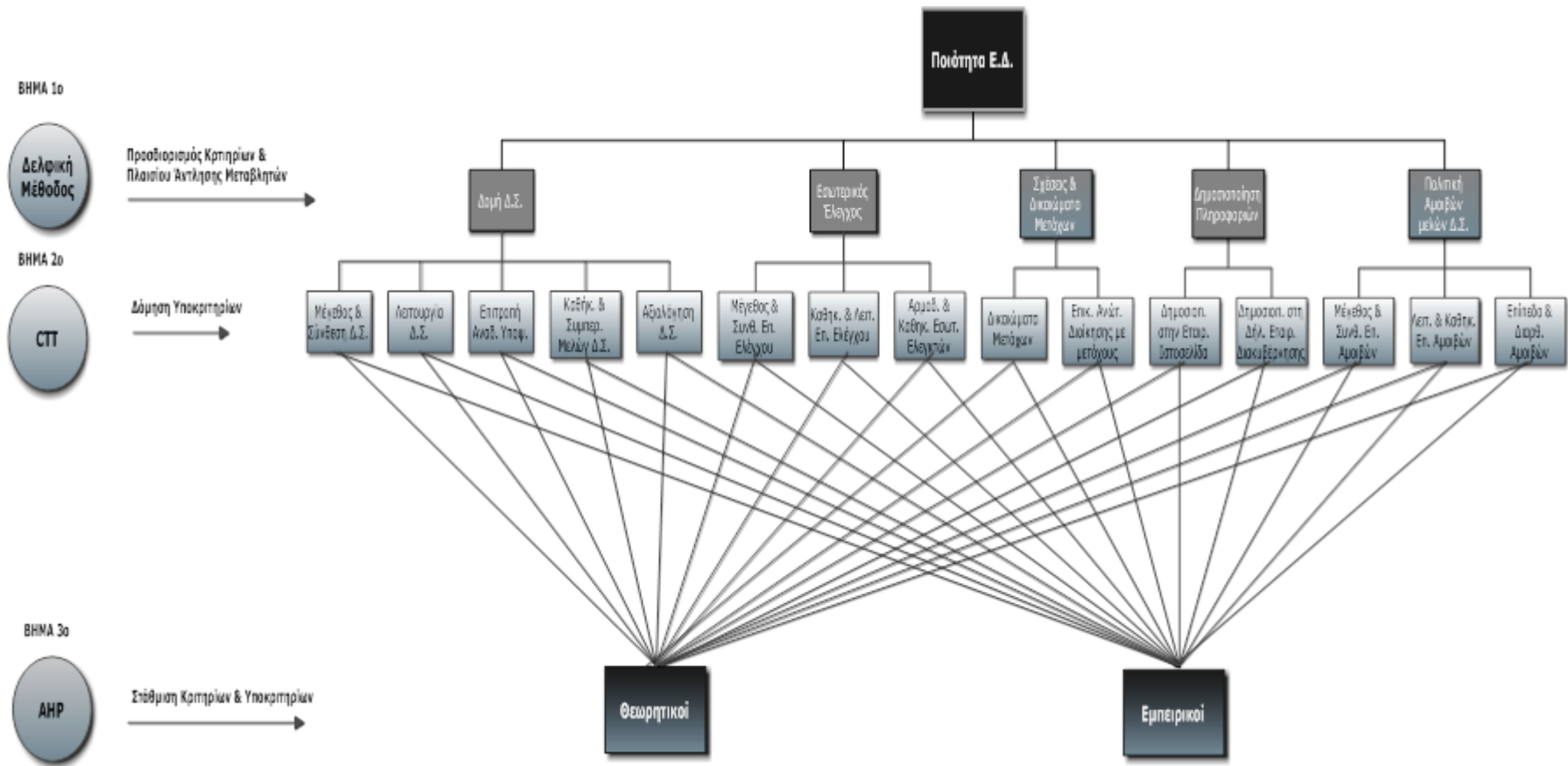
8.6 Συμπεράσματα

Ακολουθώντας ένα συνδυασμό τριών εργαλείων, δημιουργήθηκε ένα μεθοδολογικό πλαίσιο, για την αξιολόγηση της ποιότητας ΕΔ. Συγκεκριμένα, η χρήση της Τροποποιημένης Δελφικής Μεθόδου, για την άντληση μεταβλητών, της Κλασικής Θεωρίας Μέτρησης, για τον έλεγχο των στατιστικών τους ιδιοτήτων και της Αναλυτικής Ιεραρχικής Προσέγγισης, για την απόδοση στάθμισης, οδήγησαν στον σχηματισμό ενός σταθμικού δείκτη.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η ανάγκη διαμόρφωσης ενός ξεκάθολου πλαισίου ανάλυσης προήλθε από τη διαπίστωση του πρώιμου ερευνητικού ενθουσιασμού και ειδικότερα της δημιουργίας δεικτών αξιολόγησης, δίχως την ποσοτική ανάλυση των μεταβλητών τους³²⁹. Στη συνέχεια, τα ευρήματα της βαθμολόγησης θα αναλυθούν και θα συγκριθούν με αυτά παρόμοιων μελετών και θα διερευνηθούν πιθανές σχέσεις, μεταξύ του δείκτη και μιας σειράς παραμέτρων, όπως η κεφαλαιοποίηση, ο κλάδος, η ιδιοκτησιακή δομή κ.ο.κ.

³²⁹ Σε παρόμοια συμπεράσματα έχει καταλήξει και ο Βλησμάς (2012: 294).

Σχήμα 8.1: Υλοποίηση μεθοδολογίας



Πηγή: Συγγραφέας

[Η σελίδα αυτή είναι λευκή σκοπίμως]

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

ΣΥΜΜΟΡΦΩΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΑΙ

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΠΟΙΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΕΔ

Το κεφάλαιο αυτό περιλαμβάνει δύο τμήματα, όπου: (i) στο πρώτο (Τμήμα Α) αποτυπώνεται η συμμόρφωση των εταιρειών, βάσει του νομοθετικού πλαισίου, του κώδικα ΣΕΒ και του Combined Code (2010) και (ii) στο δεύτερο (Τμήμα Β) αξιολογείται η ποιότητα της ΕΔ, με τη χρήση του σταθμικού δείκτη, ανά κεφαλαιοποίηση, κλάδο και ιδιοκτησιακή δομή.

9.1 Εισαγωγή

Για την αποτύπωση της συμμόρφωσης των εισηγμένων, στο Χ.Α.Α., εταιρειών με το νομοθετικό πλαίσιο, τον κώδικα του ΣΕΒ και τον Combined Code, καθώς επίσης και για τον υπολογισμό της ποιότητας ΕΔ, για το έτος 2011³³⁰, χρησιμοποιήθηκε δείγμα 219 εταιρειών³³¹. Αντίστοιχα, η κωδικοποίηση έλαβε τη μορφή 0-1, όπου η τιμή 0 χρησιμοποιήθηκε για να υποδείξει τη μη ύπαρξη-εφαρμογή της συγκεκριμένης μεταβλητής και η τιμή 1 το αντίθετο (την ύπαρξη-εφαρμογή της).

Σκοπός του συγκεκριμένου εγχειρήματος ήταν αφενός να αποτυπώσει την εναρμόνιση των εταιρειών με τις εν λόγω πρακτικές και αφετέρου να αναδείξει και να προάγει τη χρήση αξιόπιστων δεικτών, για την αξιολόγηση της ποιότητας της ΕΔ. Συγκεκριμένα, με τον τρόπο αυτό αναδεικνύεται η ευμετάβλητη φύση της αποτύπωσης της συνολικής ποιότητας, που οφείλεται στην απεικόνιση ενός μόνο αριθμού. Ορόσημο για τη διαδικασία αυτή αποτέλεσε το πρώιμο ερευνητικό ενδιαφέρον, που εστιάζει στη δημιουργία δεικτών, χωρίς να εξετάζονται οι στατιστικές ιδιότητες των μεταβλητών που περιλαμβάνουν, με αποτέλεσμα ο τελικός βαθμός της ποιότητας να είναι αρκετά προσαυξημένος.

³³⁰ Η αξιολόγηση διενεργήθηκε μέσω της ανάλυσης, τόσο της δήλωσης ΕΔ, όσο και της εταιρικής ιστοσελίδας. Ωστόσο, όμως, η φύση της τελευταίας δεν παρέχει τη δυνατότητα απεικόνισης των υπό αξιολόγηση μεταβλητών, για το έτος 2011, μιας και η μελέτη πραγματοποιήθηκε σε μεταγενέστερο, χρονικά, σημείο.

³³¹ Από τον συνολικό αριθμό των εισηγμένων επιχειρήσεων αξιολογήθηκαν όσες εταιρείες παρείχαν επαρκή στοιχεία.

9.2 Τμήμα Α

9.2.1 Εισαγωγή

Στο τμήμα αυτό παρουσιάζονται, πρωτίστως, κάποια στατιστικά στοιχεία, όσον αφορά την ιδιοκτησιακή δομή των εισηγμένων εταιρειών και περιγράφεται, στη συνέχεια, η συμμόρφωσή τους με τρία σημεία: (i) την Ελληνική Νομοθεσία, (ii) τον επικρατέστερο Ελληνικό κώδικα και (iii) τον αντίστοιχο διεθνή. Για τον σκοπό αυτό, το σύνολο των εταιρειών (όπως εμφανίζονται στο Παράρτημα Δ1)³³² ταξινομήθηκαν, βάσει κεφαλαιοποίησης, σε τέσσερις κατηγορίες³³³:

- F.T.S.E./X.A. 20: Οι 20 μετοχές με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση.
- F.T.S.E./X.A. Mid Cap: Οι επόμενες 40 μετοχές με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση.
- F.T.S.E./X.A. Small Cap: Οι επόμενες 80 μετοχές με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση.
- Υπόλοιπες: Οι υπόλοιπες εισηγμένες, στο X.A.A., εταιρείες, που δεν περιλαμβάνονται σε κάποια από τις ανωτέρω τρεις κατηγορίες.

Στα κεφάλαια που ακολουθούν παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της ανάλυσης, ενώ λαμβάνονται υπόψη τα κριτήρια, όπως διαμορφώθηκαν από τη Μέθοδο της Τροποποιημένης Δελφικής.

³³² Η σύνθεση αυτή διαμορφώθηκε από τα αρχεία του Χρηματιστηρίου Αθηνών, για την 30/01/2011.

³³³ Η κατηγοριοποίηση αυτή λαμβάνεται από την αντίστοιχη του Χρηματιστηρίου Αθηνών – FTSE και περιγράφεται εκτενώς στην ακόλουθη ιστοσελίδα:
http://www.euro2day.gr/dm_documents/ase_050603.pdf

9.2.2 Μέγεθος και Σύνθεση

Δεδομένου ότι το μέγεθος του Δ.Σ. και η σύνθεσή του αποτελούν σημαντικές παραμέτρους, για την εύρυθμη λειτουργία μιας επιχείρησης, καθίσταται αναγκαία, τόσο η μελέτη όσο και η σύγκριση τους. Ειδικότερα, όπως περιγράφεται και από τον πίνακα 9.1, ο μέσος όρος των μελών του Δ.Σ. των εισηγμένων εταιρειών περιλαμβάνει 8 μέλη, με το ποσοστό των εκτελεστικών έναντι των μη εκτελεστικών να διαμορφώνεται σε 40,8% προς 59,2%. Αντίστοιχα, ιδιαίτερα έντονη είναι και η παρουσία ανεξάρτητων μελών, που, κατά μέσο όρο, διαμορφώνουν το 55,8% του συνολικού αριθμού των μη εκτελεστικών. Ωστόσο, όμως, παρατηρείται μια ιδιαίτερα μικρή έμφαση στη συμμετοχή στο Δ.Σ. των γυναικών, με ποσοστό 11,6% και των αλλοδαπών, με 5,9%.

Εντούτοις, διαπιστώνεται οι εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης να δίνουν μεγάλη σημασία στο μέγεθος του Δ.Σ., καθώς ο μέσος όρος από 12,7 στον FTSE/X.A. 20 διαμορφώνεται σε 7,3 στον FTSE/X.A. Mid Cap, με μέγιστο αριθμό τα 18 και 10 μέλη αντίστοιχα. Εξίσου σημαίνουσα είναι και η παρουσία των μη εκτελεστικών μελών στις εταιρείες αυτές, καθώς το ποσοστό τους στον FTSE/X.A. 20 (68,2%) υπερέχει σημαντικά, έναντι του FTSE/X.A. Mid Cap (58,3%) και FTSE/X.A. Small Cap (57,8%). Επιπλέον, το ενδιαφέρον είναι ανάλογο, όσον αφορά τη συμμετοχή αλλοδαπών μελών στο Δ.Σ., όπου στον FTSE/X.A. 20 αγγίζει το ποσοστό του 10,9% και στους FTSE/X.A. Mid Cap και FTSE/X.A. Small Cap το 2% και 1,3% αντίστοιχα.

Παραδόξως, όμως, η συμπεριφορά αυτή τείνει να αντιστρέφεται στην περίπτωση των ποσοστών συμμετοχής των ανεξάρτητων μελών και των γυναικών στο Δ.Σ., καθώς μεγαλύτερη έμφαση παρατηρείται στις μικρότερες, σε κεφαλαιοποίηση, εταιρείες. Συγκεκριμένα, το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών (ως ποσοστό των μη εκτελεστικών) είναι 61,9% στην περίπτωση του FTSE/X.A. Small Cap, έναντι του 51,4% και του 45,4% των FTSE/X.A. Mid Cap και FTSE/X.A. 20 αντίστοιχα. Το ίδιο ισχύει και για το ποσοστό συμμετοχής γυναικών στο Δ.Σ., που για τις εταιρείες του FTSE/X.A. Small Cap (12,1%) υπερβαίνει αυτό του FTSE/X.A. Mid Cap (11,9%) και FTSE/X.A. 20 (8,2%).

Πίνακας 9.1: Περιγραφή μεγέθους και σύνθεσης Δ.Σ. ανά κεφαλαιοποίηση

Μεταβλητή	Κεφαλαιοποίηση ¹	Μ. Όρος	Τυπ. Αποκλ.	Ελάχιστο	Μέγιστο
Μέγεθος Δ.Σ.	FTSE/X.A. 20	12,7	2,7	7,0	18,0
	FTSE/X.A. Mid Cap	8,9	2,2	6,0	13,0
	FTSE/X.A. Small Cap	7,3	1,3	5,0	10,0
	Υπόλοιπες	7,4	2,1	4,0	15,0
	Σύνολο Εταιρειών	8,1	2,6	4,0	18,0
Ποσοστό μη-εκτελεστικών μελών (ως ποσοστό του συνολικού μεγέθους)	FTSE/X.A. 20	68,2	14,7	36,4	91,7
	FTSE/X.A. Mid Cap	58,3	15,0	33,3	88,9
	FTSE/X.A. Small Cap	57,8	13,7	33,3	85,7
	Υπόλοιπες	58,4	13,8	33,3	88,9
	Σύνολο Εταιρειών	59,2	14,4	33,3	91,7
Ποσοστό ανεξάρτητων μελών (ως ποσοστό των μη-εκτελεστικών)	FTSE/X.A. 20	45,4	20,3	0,0	87,5
	FTSE/X.A. Mid Cap	51,4	19,9	9,1	100,0
	FTSE/X.A. Small Cap	61,9	17,8	33,3	100,0
	Υπόλοιπες	57,3	20,8	0,0	100,0
	Σύνολο Εταιρειών	55,8	20,7	0,0	100,0
Ποσοστό γυναικών (ως ποσοστό του συνολικού μεγέθους)	FTSE/X.A. 20	8,2	6,8	0,0	28,6
	FTSE/X.A. Mid Cap	11,9	13,9	0,0	57,1
	FTSE/X.A. Small Cap	12,1	12,9	0,0	44,4
	Υπόλοιπες	11,9	15,5	0,0	83,3
	Σύνολο Εταιρειών	11,6	14,4	0,0	83,3
Ποσοστό Αλλοδαπών (ως ποσοστό του συνολικού μεγέθους)	FTSE/X.A. 20	10,9	21,5	0,0	91,7
	FTSE/X.A. Mid Cap	2,0	4,8	0,0	16,7
	FTSE/X.A. Small Cap	1,3	4,6	0,0	20,0
	Υπόλοιπες	7,3	16,8	0,0	100,0
	Σύνολο Εταιρειών	5,9	15,1	0,0	100,0

¹ Οι κατηγορίες αυτές, βάσει των κριτηρίων του Χ.Α.Α. και σε συνδυασμό με τη δυνατότητα παροχής στοιχείων προς αξιολόγηση, περιλαμβάνουν 19, 39, 27 και 134 εταιρείες αντίστοιχα.

Πηγή: Ετήσιες Οικονομικές Εκθέσεις – Υπολογισμοί Συγγραφέα

9.2.3 Συμμόρφωση των Εταιρειών με την Ελληνική Νομοθεσία, τον κώδικα του ΣΕΒ και τον Combined Code

Στο σημείο αυτό και προτού αναλυθούν τα αποτελέσματα της ποιότητας της ΕΔ του σταθμικού δείκτη, αξίζει να ερευνηθεί η συμμόρφωση των εταιρειών με το σύνολο των μεταβλητών, καθώς μέσω της σύγκρισης δύναται να αποτυπωθεί η ιδιαίτερα ευμετάβλητη φύση μιας μελέτης αξιολόγησης. Ειδικότερα, με γνώμονα την παράμετρο της κεφαλαιοποίησης, υπολογίζονται και παρουσιάζονται τα ποσοστά συμμόρφωσης των εισηγμένων εταιρειών, όσον αφορά τον νόμο και τους κώδικες του ΣΕΒ και του Combined.

Όπως απεικονίζεται και από τα αποτελέσματα του πίνακα 9.2, οι μεταβλητές του νόμου εφαρμόζονται, σε μεγάλο βαθμό, από το σύνολο των εισηγμένων εταιρειών, ενώ η διαφοροποίηση που δημιουργούν οι αρχές ενός κώδικα τείνει να είναι μεγαλύτερη για τις εταιρείες με υψηλότερη κεφαλαιοποίηση. Τα αποτελέσματα αυτά, επισημαίνεται ότι συγκλίνουν, σε μεγάλο βαθμό, με την έρευνα των Florou και Galarniotis (2007), ενώ διαπιστώνεται κοινή τομή και στον δείκτη συνολικής ποιότητας³³⁴. Ωστόσο, όμως, η διαφοροποίηση έγκειται στον τρόπο υπολογισμού του τελικού ποσοστού συμμόρφωσης, καθώς στην παρούσα μελέτη προτιμήθηκε η χρήση του σταθμισμένου μέσου όρου, περισσότερο από του απλού, δεδομένου ότι ο τελευταίος τείνει να μεταβάλλει σημαντικά το αποτέλεσμα, προσανυζάνοντάς το³³⁵.

³³⁴ Ο συνολικός δείκτης ποιότητας στην έρευνα αυτή ήταν 44%.

³³⁵ Στην περίπτωση του απλού μέσου όρου, το συνολικό αποτέλεσμα της ποιότητας ΕΔ θα ήταν 53,98% [(89,58% + 36,16% + 36,2%)/3]. Εμφανώς, όμως, αυτό υπονοεί ότι δίνουμε την ίδια βαρύτητα στην κάθε νόρμα (νόμο, κώδικα ΣΕΒ και Combined Code). Είναι βέβαιο ότι η εν λόγω πρακτική αυξάνει την ποιότητα «εικονικά», καθόσον κάθε νόρμα έχει διαφορετικό αριθμό μεταβλητών, βάσει των οποίων αξιολογείται. Συγκεκριμένα, ο νόμος έχει 16 μεταβλητές και οι κώδικες ΣΕΒ και Combined Code 52 και 11 αντίστοιχα (Σύνολο μεταβλητών 79). Με τη χρήση του σταθμισμένου μέσου όρου, το τελικό αποτέλεσμα έχει ως εξής: $\frac{16}{79} \times 89,58 + \frac{52}{79} \times 36,16 + \frac{11}{79} \times 36,2 = 46,99$. Ως εκ τούτου, με τη χρήση του σταθμισμένου μέσου όρου στην περίπτωση της έρευνας των Florou και Galarniotis (2007), η ποιότητα της ΕΔ θα ήταν: $\frac{14}{47} \times 65,5 + \frac{21}{47} \times 42,3 + \frac{12}{47} \times 24,3 = 44,61$.

Πίνακας 9.2: Συμμόρφωση εταιρειών με νόμο και κώδικες (ανά κεφαλαιοποίηση)

Κεφαλαιοποίηση	Νόμος	Κώδικας ΣΕΒ	Κώδικας Combined	Συνολικό Ποσοστό
FTSE/X.A. Large Cap	91,45	54,35	48,80	61,09
FTSE/X.A. Mid Cap	92,95	42,31	31,70	51,09
FTSE/X.A. Small Cap	91,90	37,11	33,67	47,73
Υπόλοιπες	87,87	31,60	36,23	43,64
Σύνολο Εταιρειών	89,58	36,16	36,20	46,99

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

Εξετάζοντας ειδικότερα τη συμμόρφωση σε επίπεδο κριτηρίου, παρατηρείται μια τάση βελτίωσης της ποιότητας της ΕΔ με την αύξηση της κεφαλαιοποίησης. Αρχικά, στο κριτήριο της «Δομής Δ.Σ.», πέραν της υψηλής εναρμόνισης των εταιρειών με τη νομοθεσία, παρατηρείται η ιδιαίτερη αυστηρότητα των αρχών που διαμορφώνονται από τις νόρμες, με μεγαλύτερη αυτή του Combined Code. Συγκεκριμένα, όπως αποτυπώνεται στον πίνακα 9.3, το ποσοστό συμμόρφωσης είναι αρκετά χαμηλό για το σύνολο των εταιρειών και παρότι είναι, εμφανώς, πιο ενισχυμένο για τις εταιρείες του FTSE/X.A. Large Cap, θα μπορούσαμε να θεωρήσουμε ότι ισχύει ανεξαρτήτου κεφαλαιοποίησης.

Πίνακας 9.3: Συμμόρφωση εταιρειών βάσει κριτηρίου «Δομής Δ.Σ.» (ανά κεφαλαιοποίηση)

Κεφαλαιοποίηση	Νόμος	Κώδικας ΣΕΒ	Κώδικας Combined	Συνολικό Ποσοστό
FTSE/X.A. Large Cap	96,84	53,80	33,33	56,99
FTSE/X.A. Mid Cap	99,49	36,18	20,94	43,94
FTSE/X.A. Small Cap	100,00	33,13	22,84	42,53
Υπόλοιπες	99,40	27,53	25,12	39,42
Σύνολο Εταιρειών	99,27	32,04	24,81	42,14

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

Ανάλογα είναι και τα αποτελέσματα στον «Εσωτερικό Έλεγχο», καθώς όπως παρουσιάζεται στον πίνακα 9.4, η κεφαλαιοποίηση – και στην περίπτωση αυτή – τείνει να καθορίζει το βαθμό συμμόρφωσης, με μια μικρή διαφοροποίηση να προκύπτει μεταξύ του FTSE/X.A. Mid Cap και FTSE/X.A. Small Cap. Παράλληλα, παρότι είναι εμφανές ότι πρόκειται για το κριτήριο με τη μεγαλύτερη συμμόρφωση, τα ποσοστά αυτά προκύπτουν, κυρίως, από την εναρμόνιση των εταιρειών με τη

νομοθεσία και τον κώδικα του ΣΕΒ, παρά με τον Combined Code· με μοναδική εξαίρεση την περίπτωση του FTSE/X.A. Large Cap.

Πίνακας 9.4: Συμμόρφωση εταιρειών βάσει κριτηρίου «Εσωτερικού Ελέγχου» (ανά κεφαλαιοποίηση)

Κεφαλαιοποίηση	Νόμος	Κώδικας ΣΕΒ	Κώδικας Combined	Συνολικό Ποσοστό
FTSE/X.A. Large Cap	96,49	66,32	68,42	81,58
FTSE/X.A. Mid Cap	98,29	58,97	15,38	75,00
FTSE/X.A. Small Cap	95,06	60,00	33,33	75,31
Υπόλοιπες	85,95	53,88	43,28	69,03
Σύνολο Εταιρειών	90,18	56,62	39,27	71,96

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

Στη συνέχεια, μελετώντας τον βαθμό συμμόρφωσης στο κριτήριο «Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων», παρατηρείται μια απόκλιση σε επίπεδο αυστηρότητας κωδικών, καθώς οι αρχές του Combined Code τείνουν να έχουν μεγαλύτερη ανταπόκριση από αυτές του ΣΕΒ. Ωστόσο, τα ποσοστά εμφανίζουν αυξητική τάση με την ενίσχυση της κεφαλαιοποίησης.

Πίνακας 9.5: Συμμόρφωση εταιρειών βάσει κριτηρίου «Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων» (ανά κεφαλαιοποίηση)

Κεφαλαιοποίηση	Νόμος	Κώδικας ΣΕΒ	Κώδικας Combined	Συνολικό Ποσοστό
FTSE/X.A. Large Cap	75,00	51,58	73,68	64,91
FTSE/X.A. Mid Cap	76,28	51,79	68,38	64,10
FTSE/X.A. Small Cap	75,93	40,74	65,43	58,64
Υπόλοιπες	75,37	42,99	66,92	59,76
Σύνολο Εταιρειών	75,57	45,02	67,58	60,84

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

Αντίστοιχα είναι και τα αποτελέσματα για τη «Δημοσιοποίηση Πληροφοριών», καθώς η θετική σχέση μεταξύ κεφαλαιοποίησης και βαθμού συμμόρφωσης επιβεβαιώνεται, για ακόμη μια φορά· με τις εταιρείες να εναρμονίζονται, σε μεγαλύτερο ποσοστό, με τον νόμο.

Πίνακας 9.6: Συμμόρφωση εταιρειών βάσει κριτηρίου «Δημοσιοποίησης Πληροφοριών» (ανά κεφαλαιοποίηση)

Κεφαλαιοποίηση	Νόμος	Κώδικας ΣΕΒ	Κώδικας Combined	Συνολικό Ποσοστό
FTSE/X.A. Large Cap	100,00	52,63	-	56,28
FTSE/X.A. Mid Cap	94,87	43,80	-	47,73
FTSE/X.A. Small Cap	96,30	33,64	-	38,46
Υπόλοιπες	91,79	28,98	-	33,81
Σύνολο Εταιρειών	93,61	34,25	-	38,81

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

Τέλος, όσον αφορά την «Πολιτική Αμοιβών των μελών Δ.Σ.», πέραν της επιβεβαίωσης των ανωτέρω αποτελεσμάτων, παρατηρείται και μια ιδιαίτερη δυσκολία συμμόρφωσης των εταιρειών με τις αρχές του Combined Code, με εξαίρεση αυτές του FTSE/X.A. Large Cap. Ως εκ τούτου, τα μικρά ποσοστά συμμόρφωσης, για κάθε μεταβλητή του κριτηρίου αυτού, διαμορφώνουν την εξίσου χαμηλή βαθμολογία που λαμβάνουν οι εταιρείες, σε σύγκριση με τα προηγούμενα.

Πίνακας 9.7: Συμμόρφωση εταιρειών βάσει κριτηρίου «Πολιτικής Αμοιβών μελών Δ.Σ.» (ανά κεφαλαιοποίηση)

Κεφαλαιοποίηση	Νόμος	Κώδικας ΣΕΒ	Κώδικας Combined	Συνολικό Ποσοστό
FTSE/X.A. Large Cap	-	53,07	47,37	52,63
FTSE/X.A. Mid Cap	-	39,10	2,56	36,29
FTSE/X.A. Small Cap	-	35,49	3,70	33,05
Υπόλοιπες	-	26,31	3,73	24,57
Σύνολο Εταιρειών	-	32,04	7,31	30,14

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

Συνεπώς, συνάγεται η ευκολία εναρμόνισης των εταιρειών με την υποχρεωτική νομοθεσία και η ιδιαίτερη δυσκολία εφαρμογής αρχών – διεθνών προτύπων ΕΔ (Combined Code). Ωστόσο, η αδυναμία αυτή τείνει να περιορίζεται, καθώς μεταβαίνουμε από επιχειρήσεις χαμηλότερης κεφαλαιοποίησης σε αυτές με υψηλότερη. Παράλληλα, αξίζει να σημειωθεί ότι αφενός η υποβολή νομοθεσίας (για σύσταση επιτροπής ελέγχου και δήλωση ΕΔ) και αφετέρου η δημοσιοποίηση του κώδικα του ΣΕΒ δεν αποτέλεσαν σημαντικό παράγοντα, για την αύξηση της συμμόρφωσης των εισηγμένων εταιρειών με τις βέλτιστες πρακτικές.

9.3 Τμήμα Β

9.3.1 Εισαγωγή

Βασικός παράγοντας, σε οποιαδήποτε ανάλυση, είναι η αξιοπιστία του δείκτη, καθώς όπως αναφέρει ο Σταθόπουλος (1984), «οι συγκρίσεις έχουν αξία και τα αποτελέσματα μπορούν να οδηγήσουν σε εποικοδομητικές ενέργειες, μόνο όταν τα προς σύγκριση στοιχεία έχουν την ίδια καταγωγή, μετρώνται με τα ίδια μέτρα και σταθμά και προσφέρουν ομοειδές έργο» (από Τσάμη, 1989: 108). Για τον λόγο αυτό, προηγήθηκε η διαμόρφωση ενός μεθοδολογικού πλαισίου, που θα διασφαλίζει τη δημιουργία ενός αξιόπιστου και έγκυρου δείκτη.

Στο παρόν τμήμα εφαρμόζεται, για το σύνολο των εισηγμένων εταιρειών, κατά το έτος 2011, ο σταθμικός δείκτης ΕΔ, όπως σχεδιάστηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο. Ειδικότερα, η ανάλυση αυτή περιλαμβάνει την αξιολόγηση της ποιότητας της ΕΔ, μέσω τριών συγκρίσεων:

- Ανά κεφαλαιοποίηση
- Ανά κλάδο και
- Ανά ιδιοκτησιακή δομή

Με τον τρόπο αυτόν παρέχεται η δυνατότητα σύγκρισης των αποτελεσμάτων, με αυτά που διαμορφώθηκαν από τρεις προγενέστερες μελέτες, έχοντας ως απώτερο σκοπό τη διερεύνηση της εξέλιξης της ΕΔ, στο ιδιαίτερο σύστημα της Ελλάδας. Ωστόσο, όμως, σε καμία περίπτωση δε θα πρέπει να παραβλέπεται το γεγονός ότι «οι δείκτες από μόνοι τους ούτε λύσεις προσφέρουν, ούτε διαπιστώνουν πάντοτε τα αίτια των προβλημάτων τα οποία εντοπίζουν», με αποτέλεσμα να προτείνονται κυρίως ως «οδηγοί και ενδείξεις» (Τσάμης, 1989: 213). Συνεπώς, η εν λόγω προσπάθεια αποτελεί μια, πάραυτα, χρήσιμη πληροφόρηση, που πρέπει να λαμβάνεται υπόψη, από τους εκάστοτε επενδυτές και ρυθμιστικούς-εποπτικούς φορείς.

9.3.2 Ανάλυση ανά κεφαλαιοποίηση

Η διάκριση αυτή εξυπηρετεί, πέραν της απλής απεικόνισης της ποιότητας της ΕΔ, στην ανάδειξη της διαφοροποίησης μεταξύ εταιρειών υψηλής και χαμηλής κεφαλαιοποίησης. Λαμβάνοντας τέσσερις ομάδες και υπολογίζοντας τον σταθμικό δείκτη για κάθε μία, επιχειρείται η μελέτη της σύνδεσης της ποιότητας της ΕΔ με την κεφαλαιοποίηση. Ειδικότερα, όπως παρατηρείται και από τον πίνακα 9.8, η σχέση που συνδέει τα δύο αυτά μεγέθη είναι θετική και ισχύει τόσο σε επίπεδο συνολικού δείκτη όσο και σε επίπεδο κριτηρίου. Σε παρόμοια αποτελέσματα καταλήγουν και οι μελέτες των Τσιπουρί και Xanthakis (2004), Spanos, Τσιπουρί και Xanthakis (2008), Hermes και Katsigianni (2011) και Florou και Galarniotis (2007), που αξιολόγησαν την ποιότητα της ΕΔ στην Ελλάδα. Στους πίνακες που ακολουθούν περιγράφονται τα αποτελέσματα του σταθμικού δείκτη και διενεργείται ανάλυση σε επίπεδο κριτηρίων και υποκριτηρίων.

Πίνακας 9.8: Αξιολόγηση ΕΔ ανά κεφαλαιοποίηση

	FTSE/X.A. 20 (%) (N=19)	FTSE/X.A. Mid Cap (%) (N=39)	FTSE/X.A. Small Cap (%) (N=27)	Υπόλοιπες (%) (N=134)	Σύνολο Εταιρειών (%) (N=219)
ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΕΔ					
Δομή Δ.Σ. ($GCGI_{BOD}^{PA}$) $W_1=0,301$	54,20%	33,78%	30,77%	26,22%	30,56%
Εσωτερικός Έλεγχος ($GCGI_{IA}^{PA}$) $W_2=0,255$	72,13%	61,23%	60,09%	49,68%	54,97%
Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων ($GCGI_{SR}^{PA}$) $W_3=0,213$	43,37%	27,41%	22,16%	22,58%	25,19%
Δημοσιοποίηση Πληροφοριών ($GCGI_{DI}^{PA}$) $W_4=0,160$	87,18%	81,01%	61,53%	52,66%	61,80%
Πολιτική Αμοιβών μελών Δ.Σ. ($GCGI_{RM}^{PA}$) $W_5=0,071$	56,99%	36,15%	31,54%	24,68%	30,37%
$ΣΥΝΟΛΟ = W_1 GCGI_{BOD}^{PA} + W_2$					
$GCGI_{IA}^{PA} + W_3 GCGI_{SR}^{PA} + W_4$	61,94%	47,15%	41,39%	35,55%	40,62%
$GCGI_{DI}^{PA} + W_5 GCGI_{RM}^{PA}$					

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

Παρατηρώντας τη «Δομή του Δ.Σ.», διαπιστώνουμε ότι τα υποκριτήρια με τη μεγαλύτερη βαθμολογία είναι το «Μέγεθος & Σύνθεση του Δ.Σ.», με 46,42% και τα «Καθήκοντα & Συμπεριφορά μελών Δ.Σ.», με 42,47%. Περαιτέρω, επιβεβαιώνεται –

και σε αυτό το σημείο – η σύνδεση μεταξύ της «Δομή του Δ.Σ.» και της κεφαλαιοποίησης, διαμορφώνοντας μια θετική σχέση μεταξύ τους, ενώ παρατηρείται η χαμηλή, σχετικά, συνεισφορά του κριτηρίου στον συνολικό δείκτη· καθώς διαμορφώνει μόνο το 9,2%³³⁶.

Πίνακας 9.9: Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Δομής Δ.Σ.» (ανά κεφαλαιοποίηση)

	FTSE/X.A. 20 (%)	FTSE/X.A. Mid Cap (%)	FTSE/X.A. Small Cap (%)	Υπόλοιπες (%)	Σύνολο Εταιρειών (%)
ΔΟΜΗ Δ.Σ.					
Μέγεθος & Σύνοψη Δ.Σ. (SC_{BOD}) $W_1=0,244$	61,40%	37,61%	39,51%	48,26%	46,42%
Λειτουργία Δ.Σ. (FU_{BOD}) $W_2=0,306$	64,21%	35,38%	28,89%	19,40%	27,31%
Επιτροπή Ανάδειξης Υποψηφιοτήτων (NC_{BOD}) $W_3=0,116$	31,58%	10,90%	5,56%	6,34%	9,25%
Καθήκοντα & Συμπεριφορά μελών Δ.Σ. (DC_{BOD}) $W_4=0,205$	70,18%	53,85%	48,15%	34,08%	42,47%
Αξιολόγηση Δ.Σ. (EV_{BOD}) $W_5=0,128$	11,84%	11,54%	13,89%	6,16%	8,56%
$ΣΥΝΟΛΟ = W_1 SC_{BOD} + W_2 FU_{BOD} + W_3 NC_{BOD} + W_4 DC_{BOD} + W_5 EV_{BOD}$	54,20%	33,78%	30,77%	26,22%	30,56%

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

Στη συνέχεια, μελετώντας τους δύο αυτούς παράγοντες και για το κριτήριο του «Εσωτερικού Ελέγχου», παρατηρείται απόκλιση στην τάση της αξιολόγησης να αυξάνει με την κεφαλαιοποίηση, στην περίπτωση του «Μεγέθους & Σύνοψης της Επιτροπής Ελέγχου», για τη Μεσαία Κεφαλαιοποίηση (FTSE/X.A. Mid Cap). Συγχρόνως, δε, διαπιστώνεται η ιδιαίτερη σημασία που δίνεται, από το σύνολο των επιχειρήσεων, για τις «Αρμοδιότητες & Καθήκοντα των Εσωτερικών Ελεγκτών», γεγονός που ενδεχομένως ερμηνεύεται από τη σύνθεσή του, η οποία βασίζεται αποκλειστικά σε μεταβλητές του νόμου. Ωστόσο, αξίζει να αναφερθεί ότι το εν λόγω κριτήριο έχει τη μεγαλύτερη συνεισφορά στο σύνολο του δείκτη, ήτοι 14,02%.

³³⁶ Το ποσοστό αυτό προκύπτει από τον πολλαπλασιασμό του συνολικού ποσοστού αξιολόγησης, που έλαβε το σύνολο των εταιρειών στο εν λόγω κριτήριο, με το συντελεστή στάθμισης, που δόθηκε από τη μεθοδολογία της AHP ($W_1=0,301$).

Πίνακας 9.10: Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Εσωτερικού Ελέγχου» (ανά κεφαλαιοποίηση)

	FTSE/X.A. 20 (%)	FTSE/X.A. Mid Cap (%)	FTSE/X.A. Small Cap (%)	Υπόλοιπες (%)	Σύνολο Εταιρειών (%)
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ					
Μέγεθος & Σύσταση Επιτροπής Ελέγχου (SC_{IA})	66,67%	45,30%	56,79%	56,72%	55,56%
$W_1=0,260$					
Καθήκοντα & Λειτουργίες Επιτροπής Ελέγχου (DF_{IA})	50,00%	38,46%	33,33%	22,01%	28,77%
$W_2=0,384$					
Αρμοδιότητες & Καθήκοντα Εσωτ. Ελεγκτών (RD_{IA})	100,00%	97,44%	91,36%	74,38%	82,80%
$W_3=0,356$					
$ΣΥΝΟΛΟ = W_1 SC_{IA} + W_2 DF_{IA} + W_3$	72,13%	61,23%	60,09%	49,68%	54,97%
RD_{IA}					

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

Ανάλογα είναι τα αποτελέσματα και για το κριτήριο «Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων», με την «Επικοινωνία Αν. Διοίκησης με τους Μετόχους» να λαμβάνει το μεγαλύτερο ποσοστό αξιολόγησης, για το σύνολο σχεδόν των εταιρειών, με μοναδική εξαίρεση την περίπτωση της υψηλής κεφαλαιοποίησης (FTSE/X.A. 20). Παρά ταύτα, το γεγονός που προκαλεί ιδιαίτερη εντύπωση είναι η σχετικά μικρή σημασία που δίνεται, από τις εταιρείες, στα «Δικαιώματα των Μετόχων», με ποσοστό 17,05%, ενώ το σύνολο του κριτηρίου διαμορφώνει μόλις το 5,36% του δείκτη.

Πίνακας 9.11: Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων» (ανά κεφαλαιοποίηση)

	FTSE/X.A. 20 (%)	FTSE/X.A. Mid Cap (%)	FTSE/X.A. Small Cap (%)	Υπόλοιπες (%)	Σύνολο Εταιρειών (%)
ΣΧΕΣΕΙΣ & ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΜΕΤΟΧΩΝ					
Δικαιώματα Μετόχων (SR_{SR})	43,86%	16,24%	13,58%	14,18%	17,05%
$W_1=0,722$					
Επικοινωνία Αν. Διοίκησης με Μετόχους (CS_{SR})	42,11%	56,41%	44,44%	44,40%	46,35%
$W_2=0,278$					
$ΣΥΝΟΛΟ = W_1 SR_{SR} + W_2 CS_{SR}$	43,37%	27,41%	22,16%	22,58%	25,19%

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

Σε επίπεδο δημοσιοποίησης, είναι εμφανής η υπεροχή της Εταιρικής Ιστοσελίδας έναντι της Δήλωσης ΕΔ, τουλάχιστον για τις εταιρείες υψηλής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης. Παράλληλα, η συνολική βαθμολογία είναι μεγαλύτερη στις δύο αυτές ομάδες, επιβεβαιώνοντας τη θετική σχέση και σε αυτήν την περίπτωση. Ωστόσο, όμως, παρατηρώντας το συνολικό ποσοστό, η αξιολόγηση είναι σχεδόν ίδια και για τα δύο υποκριτήρια, με μικρές αποκλίσεις, ενώ στον τελικό δείκτη η δημοσιοποίηση πληροφοριών λαμβάνει το 9,89%³³⁷.

Πίνακας 9.12: Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Δημοσιοποίησης Πληροφοριών» (ανά κεφαλαιοποίηση)

	FTSE/X.A. 20 (%)	FTSE/X.A. Mid Cap (%)	FTSE/X.A. Small Cap (%)	Υπόλοιπες (%)	Σύνολο Εταιρειών (%)
ΔΗΜΟΣΙΟΠΟΙΗΣΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ					
Δημοσιοποίηση στην Ετ. Ιστοσελίδα (WD_{DI})	96,49%	89,74%	61,73%	51,99%	63,77%
$W_1=0,683$					
Δημοσιοποίηση στη Δηλ. Ετ. Διακυβέρνησης (SD_{DI})	67,11%	62,18%	61,11%	54,10%	57,53%
$W_2=0,317$					
ΣΥΝΟΛΟ = $W_1 WD_{DI} + W_2 SD_{DI}$	87,18%	81,01%	61,53%	52,66%	61,80%

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

Τέλος, στην περίπτωση της «Πολιτικής Αμοιβών Μελών Δ.Σ.», το «Επίπεδο & Διάρθρωση Αμοιβών» λαμβάνει τη μεγαλύτερη αξιολόγηση, για το σύνολο των εταιρειών και παρότι εν γένει υπάρχει μια σχετική σύνδεση μεταξύ «Πολιτικής Αμοιβών» και Κεφαλαιοποίησης, οι επιχειρήσεις που ανήκουν στον FTSE/X.A Mid και Small Cap υπερέχουν βαθμολογικά στο εν λόγω υποκριτήριο. Επιπλέον, δε, διαπιστώνεται και η ιδιαίτερα μικρή έμφαση που δίνεται, τόσο στο μέγεθος και τη σύνθεση, όσο και στη λειτουργία και τα καθήκοντα της Επιτροπής Αμοιβών, με μοναδική εξαίρεση τις εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης (FTSE/X.A. 20), διαμορφώνοντας έτσι χαμηλή σχετικά συμβολή του κριτηρίου στον συνολικό δείκτη, ήτοι 2,16%.

³³⁷ Το ποσοστό αυτό προέρχεται από τη σχέση $w_4 \times 61,80\%$ του πίνακα 9.8.

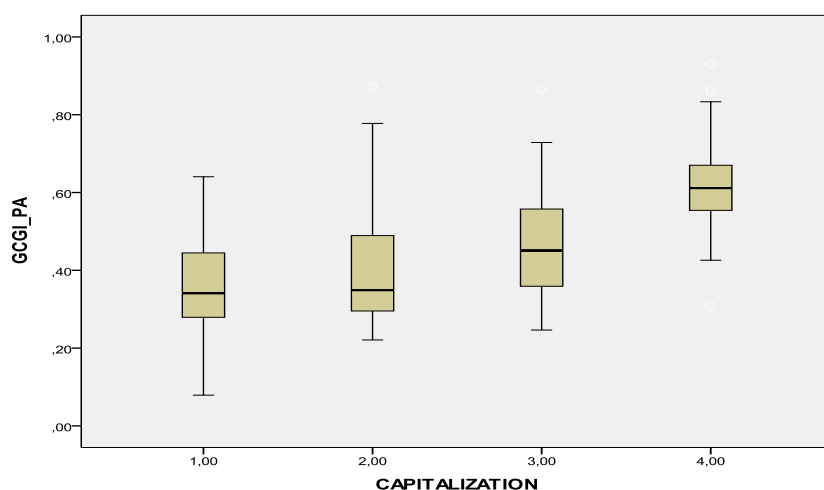
Πίνακας 9.13: Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Πολιτικής Αμοιβών μελών Δ.Σ.» (ανά κεφαλαιοποίηση)

	FTSE/X.A. 20 (%)	FTSE/X.A. Mid Cap (%)	FTSE/X.A. Small Cap (%)	Υπόλοιπες (%)	Σύνολο Εταιρειών (%)
ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΑΜΟΙΒΩΝ ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.					
Μέγεθος & Σύσταση Επιτροπής Αμοιβών (SC_{RM}) $W_1=0,247$	45,61%	6,84%	4,94%	4,73%	8,68%
Λειτουργία & Καθήκοντα Επ. Αμοιβών (DF_{RM}) $W_2=0,364$	49,12%	17,95%	4,94%	7,96%	12,94%
Επίπεδο & Διάρθρωση Αμοιβών (LS_{RM}) $W_3=0,389$	71,58%	71,79%	73,33%	52,99%	60,46%
ΣΥΝΟΛΟ = $W_1 SC_{RM} + W_2 DF_{RM} + W_3 LS_{RM}$	56,99%	36,15%	31,54%	24,68%	30,37%

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

Συνεπώς, αυτό που συνάγεται από την ανάλυση της αξιολόγησης, ανά κεφαλαιοποίηση, είναι η δυνατότητά της να αποτελέσει παράγοντα πρόβλεψης της ποιότητας της ΕΔ, καθόσον επιβεβαιώνεται η θετική σχέση που αναμενόταν. Επιπλέον, το γεγονός αυτό προκύπτει και μέσω της σύγκρισης των μέσων, για κάθε μία από τις ανωτέρω ομάδες, με τα αποτελέσματα να εμφανίζονται τόσο στο σχήμα 9.1 όσο και στον πίνακα 9.14.

Σχήμα 9.1: Δείκτης ποιότητας ΕΔ ανά κεφαλαιοποίηση



Πηγή: Συγγραφέας

Πίνακας 9.14: Αποτελέσματα t-ελέγχου για ισότητα μέσου όρου δείκτη GCGI^{PA}**Kolmogorov-Smirnov Test**

Capitalization 1	FTSE/X.A 20 & Mid	0,552	Asymp. Sig (2-tailed): 0,921
Capitalization 0	FTSE/X.A. Small & Υπόλοιπες	1,006	Asymp. Sig (2-tailed): 0,264
Capitalization 1:	Mean	0,5201	
	Std. Deviation	0,1540	
Capitalization 0:	Mean	0,3653	
	Std. Deviation	0,1342	
Levene's test for Equality of variances:	2,170	Sig.:	0,142
t-test for Equality of Means:	-7,235	Sig (2-tailed):	0,000
Mean Difference:	-0,15476		
Std. Error Difference:	0,02139		

Πηγή: Συγγραφέας

Στην πρώτη περίπτωση (σχήμα 9.1) απεικονίζεται η διαφοροποίηση των μέσων, για τις τέσσερις κατηγορίες κεφαλαιοποίησης (με ένδειξη 4 όταν η εταιρεία ανήκει στον FTSE/X.A. 20, 3 όταν ανήκει στον FTSE/X.A. Mid Cap, 2 όταν ανήκει στον FTSE/X.A. Small Cap και 1 όταν ανήκει στις υπόλοιπες), ενώ στη δεύτερη αποτυπώνονται τα αποτελέσματα της υπόθεσης ελέγχου των μέσων δύο ομάδων³³⁸: (i) των 58 πρώτων επιχειρήσεων (FTSE/X.A. 20 και FTSE/X.A. Mid Cap, με ένδειξη 1) και (ii) των επόμενων 161 (FTSE/X.A. Small Cap και Υπόλοιπες, με ένδειξη 0). Όπως είναι εμφανές, σε επίπεδο σημαντικότητας 5% απορρίπτουμε τη μηδενική υπόθεση ($H_0: \mu_1 = \mu_2$) και θεωρούμε ότι οι μέσοι διαφέρουν ($H_1: \mu_1 \neq \mu_2$). Ως εκ τούτου, συνάγεται ότι:

«Οι εταιρείες με μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση έχουν καλύτερη ποιότητα ΕΔ»

³³⁸ Ο έλεγχος αυτός προϋποθέτει το δείγμα να προέρχεται από κανονικά κατανομημένο πληθυσμό και να υπάρχει ανεξαρτησία μεταξύ των υπό εξέταση ομάδων, υπό την έννοια ότι κάθε εταιρεία εμφανίζεται σε μια και μόνο ομάδα και οι συγκροτούμενες ομάδες δε σχετίζονται (Δαφέρμος, 2005:367). Για τον λόγο αυτό, απαιτείται αρχικά ο έλεγχος της κανονικότητας, με τη χρήση του Kolmogorov-Smirnov test, ενώ στη συνέχεια ερευνάται η ισότητα των μέσων όρων των ομάδων, σε συνδυασμό με την ισότητα των διακυμάνσεων. Στην τελευταία περίπτωση, η διαδικασία περιλαμβάνει, σε πρώτο επίπεδο, τον έλεγχο την ομοιογένειας, με τη χρήση του Levene Test, το οποίο έχει ως μηδενική υπόθεση, H_0 : οι δύο ομάδες είναι ομοιογενείς (έχουν ίση διασπορά). Ανάλογα με την αποδοχή ή όχι της μηδενικής υπόθεσης, μετέπειτα εξετάζεται η ισότητα των μέσων όρων, με τη χρήση του T-test. Η μηδενική υπόθεση στον έλεγχο αυτό είναι, H_0 : δεν υπάρχει διαφορά στον μέσο όρο των δύο ομάδων. Ως εκ τούτου, στο συγκεκριμένο παράδειγμα επιβεβαιώνεται: (i) η κανονική κατανομή των δεδομένων (Kolmogorov-Smirnov test: Sig. = 0,921 > 0,05 και Sig. = 0,264 > 0,05), (ii) η ισότητα των διασπορών (Levene's test: Sig. = 0,142 > 0,05) και (iii) η διαφορά των μέσων όρων (T-test: Sig. = 0,000 < 0,05). Για περισσότερα, βλ. Δαφέρμος (2005: 359-378) και Κατσής, Σιδερίδης και Εμβλωτής (2011: 81-102).

9.3.3 Διακλαδική Ανάλυση

Η εν λόγω διάκριση επιτρέπει τον προσδιορισμό της σχετικής θέσεως ενός κλάδου σε σχέση με έναν άλλον, ως προς την ποιότητα της ΕΔ. Ειδικότερα, ενδείκνυται ως μια στρατηγική βελτίωσης της ΕΔ³³⁹, για την εκάστοτε επιχείρηση και ως εργαλείο διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου, για τον εκάστοτε επενδυτή. Η διακλαδική ανάλυση³⁴⁰ επιτρέπει, τόσο σε επίπεδο εταιρείας, όσο και σε επίπεδο κλάδου, την ανάδειξη συνεργειών και προοπτικών που αποτελούν κινητήριο δύναμη για τη δημιουργία θέσεων υπεροχής, είτε ως προς την ποιότητα της ΕΔ είτε ως προς μια σειρά άλλων μέτρων αποδοτικότητας (Thompson, Strickland and Gamble, 2008: 82). Για τον σκοπό αυτό, η παρούσα ενότητα εστιάζει στην αξιολόγηση της ΕΔ ανά κλάδο και παραθέτει τα αποτελέσματα, σε σύγκριση με τη μελέτη των Hermes και Katsigianni (2011: 39).

Εκ πρώτης όψεως, όπως αποτυπώνεται και στον πίνακα 9.15, η αξιολόγηση του σταθμικού δείκτη ΕΔ παρουσιάζει μικρή διαφοροποίηση μεταξύ των κλάδων, καθώς η μεγαλύτερη συγκέντρωση παρατηρείται στις ενδιάμεσες τιμές, μεταξύ του διαστήματος 35-50%· με την καλύτερη βαθμολογία να σημειώνεται για τους κλάδους των τηλεπικοινωνιών, των τραπεζών και των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και τη χειρότερη για τις ασφάλειες.

³³⁹ Υπάρχει, επομένως, δυνατότητα χρήσης της ανάλυσης αυτής για συγκριτικές μελέτες και συγκριτική προτυποποίηση (benchmarking), καθώς, μέσω της παρουσίασης των αποτελεσμάτων των ανταγωνιστών, μπορούν να εξαχθούν χρήσιμα συμπεράσματα, για τη στρατηγική τους πορεία (Παπαδάκης, 2007: 661).

³⁴⁰ Σύμφωνα με τον Μπαμπινιώτη (2008: 482), μια διακλαδική ανάλυση αναφέρεται στη μελέτη της εξάρτησης και της σχέσης διαφορετικών κλάδων μεταξύ τους.

Πίνακας 9.15: Αξιολόγηση ΕΔ ανά κλάδο

	Δομή Δ.Σ.	Εσωτερ. Έλεγχος	Σχέσ. & Δικαιώμ. Μετόχων	Δημοσιοπ. Πληροφ.	Πολιτική Αμοιβών μελών Δ.Σ.	Ποιότητα ΕΔ ¹	Κατάταξη
Ακίνητη Περιουσία (N=9)	37,01%	48,64%	19,25%	50,27%	31,91%	37,95%	13
Ασφάλειες (N=2)	12,20%	30,80%	15,51%	42,58%	0,00%	21,64%	18
Βιομηχ. Προϊόντα & Υπηρεσίες (N=25)	29,50%	54,89%	26,84%	65,82%	32,81%	41,46%	10
Εμπόριο (N=7)	25,66%	54,97%	39,03%	78,78%	28,60%	44,69%	6
Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών (N=25)	29,37%	52,15%	25,60%	62,77%	27,83%	39,61%	12
Μέσα Ενημέρωσης (N=8)	33,61%	50,38%	21,59%	45,30%	24,91%	36,58%	15
Πετρέλαιο & Αέριο (N=3)	41,26%	64,09%	17,29%	68,97%	34,02%	45,90%	5
Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά (N=30)	27,08%	48,43%	23,53%	55,87%	33,41%	36,82%	14
Πρώτες Ύλες (N=15)	37,89%	60,81%	32,19%	72,21%	30,33%	47,48%	4
Ταξίδια & Αναψυχή (N=14)	30,90%	52,04%	30,86%	64,64%	32,38%	41,79%	9
Τεχνολογία (N=20)	23,18%	57,04%	12,48%	54,95%	24,79%	34,73%	17
Τηλεπικοινωνίες (N=1)	67,37%	100,00%	75,93%	100,00%	75,30%	83,30%	1
Τράπεζες (N=8)	53,11%	67,33%	37,84%	84,28%	58,12%	58,83%	2
Τρόφιμα & Ποτά (N=26)	24,22%	57,22%	18,51%	55,64%	24,38%	36,45%	16
Υγεία (N=8)	37,99%	61,47%	22,39%	58,66%	32,38%	43,56%	7
Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας (N=4)	30,36%	49,07%	18,18%	82,67%	25,00%	40,53%	11
Χημικά (N=8)	30,53%	58,43%	31,15%	64,48%	30,49%	43,21%	8
Χρηματ/κες Υπηρεσίες (N=6)	37,00%	61,09%	45,45%	60,06%	27,12%	47,93%	3
Σύνολο Εταιρειών (N=219)	30,56%	54,97%	25,19%	61,80%	30,37%	40,62%	

¹ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΕΔ = 0,301 · Δομή Δ.Σ. + 0,255 · Εσωτερ. Έλεγχος. + 0,213 · Σχέσ. & Δικαιώμ. Μετόχων + 0,160 · Δημοσιοπ. Πληροφ. + 0,071 · Πολιτική Αμοιβών

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

Μελετώντας, εκτενέστερα, τα αποτελέσματα, σε επίπεδο κριτηρίων και υποκριτηρίων, επιχειρείται η αποσαφήνιση της σχέσης αυτής. Ειδικότερα, ξεκινώντας από τη «Δομή του Δ.Σ.», διαπιστώνεται η υπεροχή των υποκριτηρίων του «Μεγέθους & Σύνθεσης Δ.Σ.» και των «Καθηκόντων & Συμπεριφοράς μελών Δ.Σ.» (γεγονός που διαπιστώθηκε και στην κατηγοριοποίηση των εταιρειών ανά κεφαλαιοποίηση) και επιβεβαιώνεται, από άποψη βαθμολογικής κατάταξης, η υψηλή ποιότητα των Τηλεπικοινωνιών και των Τραπεζών, καθώς και η ιδιαίτερα χαμηλή των ασφαλειών.

Πίνακας 9.16: Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Δομής Δ.Σ.» (ανά κλάδο)

	Μέγεθ. & Σύνθ. Δ.Σ.	Λειτουργ. Δ.Σ.	Επιτρ. Ανάδειξης Υποψηφ.	Καθήκ. & Συμπερ. μελών Δ.Σ.	Αξιολόγ. Δ.Σ.	Δομή Δ.Σ. ¹
Ακίνητη Περιουσία	48,15%	24,44%	16,67%	70,37%	11,11%	37,01%
Ασφάλειες	50,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	12,20%
Βιομηχ. Προϊόντα & Υπηρεσίες	37,33%	24,80%	12,00%	50,67%	8,00%	29,50%
Εμπόριο	33,33%	28,57%	0,00%	42,86%	0,00%	25,66%
Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	48,00%	23,20%	6,00%	40,00%	13,00%	29,37%
Μέσα Ενημέρωσης	70,83%	32,50%	0,00%	29,17%	3,13%	33,61%
Πετρέλαιο & Αέριο	55,56%	53,33%	0,00%	55,56%	0,00%	41,26%
Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	45,56%	22,67%	7,50%	36,67%	5,00%	27,08%
Πρώτες Ύλες	53,33%	42,67%	10,00%	48,89%	5,00%	37,89%
Ταξίδια & Αναμυχή	57,14%	34,29%	3,57%	26,19%	5,36%	30,90%
Τεχνολογία	40,00%	16,00%	7,50%	35,00%	3,75%	23,18%
Τηλεπικοινωνίες	66,67%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%	67,37%
Τράπεζες	79,17%	52,50%	43,75%	50,00%	18,75%	53,11%
Τρόφιμα & Ποτά	38,46%	20,00%	2,88%	38,46%	3,85%	24,22%
Υγεία	50,00%	30,00%	12,50%	58,33%	25,00%	37,99%
Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας	50,00%	35,00%	6,25%	25,00%	12,50%	30,36%
Χημικά	16,67%	32,50%	15,63%	54,17%	28,13%	30,53%
Χρηματ/κες Υπηρεσίες	55,56%	23,33%	29,17%	50,00%	20,83%	37,00%
Σύνολο Εταιρειών	46,42%	27,31%	9,25%	42,47%	8,56%	30,56%

¹ ΔΟΜΗ Δ.Σ. = 0,244 · Μέγεθ. & Σύνθ. Δ.Σ. + 0,306 · Λειτουργ. Δ.Σ. + 0,116 · Επιτρ. Ανάδειξης Υποψηφ. + 0,205 · Καθήκ. & Συμπερ. μελών Δ.Σ. + 0,128 · Αξιολόγ. Δ.Σ.

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

Παρομοίως, τα αποτελέσματα συγκλίνουν σε μεγάλο βαθμό και για το κριτήριο του «Εσωτερικού Ελέγχου», τόσο ως προς τους κλάδους με τη μεγαλύτερη και τη μικρότερη αξιολόγηση, όσο και ως προς το υποκριτήριο με τη μεγαλύτερη συνεισφορά. Ειδικότερα, στην τελευταία περίπτωση, η ιδιαίτερη έμφαση που δίνεται από το σύνολο των εταιρειών, στις αρμοδιότητες και τα καθήκοντα των εσωτερικών ελεγκτών, διακρίνεται και σε επίπεδο κλαδικής ανάλυσης (όπως και στην ανά κεφαλαιοποίηση αξιολόγηση).

Πίνακας 9.17: Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Εσωτερικού Ελέγχου» (ανά κλάδο)

	Μέγεθ. & Σύνθ. Επιτρ. Ελέγχου	Καθήκ. & Λειτουργ. Επιτρ. Ελέγχου	Αρμοδ. & Καθήκ. Εσωτ. Ελεγκτών	Εσωτερικός Έλεγχος ¹
Ακίνητη Περιουσία	40,74%	16,67%	88,89%	48,64%
Ασφάλειες	50,00%	0,00%	50,00%	30,80%
Βιομηχ. Προϊόντα & Υπηρεσίες	58,67%	34,00%	74,67%	54,89%
Εμπόριο	71,43%	28,57%	71,43%	54,97%
Κατασκευές & Υλικά	53,33%	28,00%	77,33%	52,15%
Κατασκευών Μέσα	54,17%	25,00%	75,00%	50,38%
Ενημέρωσης Πετρέλαιο & Αέριο	11,11%	66,67%	100,00%	64,09%
Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	56,67%	16,67%	76,67%	48,43%
Πρώτες Ύλες	48,89%	36,67%	95,56%	60,81%
Ταξίδια & Αναψυχή	52,38%	25,00%	80,95%	52,04%
Τεχνολογία	55,00%	32,50%	85,00%	57,04%
Τηλεπικοινωνίες	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Τράπεζες	66,67%	37,50%	100,00%	67,33%
Τρόφιμα & Ποτά	60,26%	25,00%	89,74%	57,22%
Υγεία	54,17%	50,00%	79,17%	61,47%
Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας	33,33%	12,50%	100,00%	49,07%
Χημικά	66,67%	37,50%	75,00%	58,43%
Χρηματ/κες Υπηρεσίες	61,11%	25,00%	100,00%	61,09%
Σύνολο Εταιρειών	55,56%	28,77%	82,80%	54,97%

¹ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ = 0,260 · Μέγεθ. & Σύνθ. Επιτρ. Ελέγχου + 0,384 · Καθήκ. & Λειτουργ. Επιτρ. Ελέγχου + 0,356 · Αρμοδ. & Καθήκ. Εσωτ. Ελεγκτών

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

Στην περίπτωση του κριτηρίου «Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων», παρότι τη μεγαλύτερη αξιολόγηση λαμβάνει και πάλι ο κλάδος των Τηλεπικοινωνιών – με τους κλάδους του Εμπορίου και των Τραπεζών να έπονται – η μικρότερη βαθμολογία διαμορφώνεται από τις εταιρείες Τεχνολογίας. Παράλληλα, σε επίπεδο υποκριτηρίου, διαφαίνεται η έντονη σημασία που δίνεται – από το σύνολο των εταιρειών – και πάλι στην «Επικοινωνία της Αν. Διοίκησης με τους Μετόχους». Σε κάθε περίπτωση, όμως, εντύπωση προκαλεί το αρκετά μικρό ποσοστό που λαμβάνουν τα δικαιώματα των μετόχων της τάξης του 17,05%. Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι, κατά την ανάλυση των ετήσιων εκθέσεων, παρατηρήθηκε μεγάλη απόκλιση των εταιρειών από τη

διάταξη του νόμου, περί δυνατότητας συμμετοχής στη γενική συνέλευση με ηλεκτρονικά μέσα και με ανέξοδους τρόπου ψηφοφορίας, ενώ εξίσου μικρή είναι και η σημασία που δίνεται για την εκλογή ή επανεκλογή των μελών του Δ.Σ. (από τους μετόχους) <= τρία (3) χρόνια.

Πίνακας 9.18: Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Σχέσεις & Δικαιωμάτων Μετόχων» (ανά κλάδο)

	Δικαιώματα Μετόχων	Επικοινωνία Αν. Διοίκ. με Μετόχους	Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων ¹
Ακίνητη Περιουσία	7,41%	50,00%	19,25%
Ασφάλειες	16,67%	12,50%	15,51%
Βιομηχ. Προϊόντα & Υπηρεσίες	16,00%	55,00%	26,84%
Εμπόριο	23,81%	78,57%	39,03%
Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	14,67%	54,00%	25,60%
Μέσα Ενημέρωσης	16,67%	34,38%	21,59%
Πετρέλαιο & Αέριο	11,11%	33,33%	17,29%
Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	13,33%	50,00%	23,53%
Πρώτες Ύλες	31,11%	35,00%	32,19%
Ταξίδια & Αναμνηχή	21,43%	55,36%	30,86%
Τεχνολογία	3,33%	36,25%	12,48%
Τηλεπικοινωνίες	66,67%	100,00%	75,93%
Τράπεζες	50,00%	6,25%	37,84%
Τρόφιμα & Ποτά	8,97%	43,27%	18,51%
Υγεία	25,00%	15,63%	22,39%
Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας	8,33%	43,75%	18,18%
Χημικά	16,67%	68,75%	31,15%
Χρηματ/κες Υπηρεσίες	38,89%	62,50%	45,45%
Σύνολο Εταιρειών	17,05%	46,35%	25,19%

¹ ΣΧΕΣΕΙΣ & ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΜΕΤΟΧΩΝ = 0,722 · Δικαιώματα Μετόχων + 0,278 · Επικοινωνία Αν. Διοίκ. με Μετόχους

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

Αντίστοιχα, τα αποτελέσματα του κριτηρίου «Δημοσιοποίηση Πληροφοριών» συνάδουν με την αρχική παρατήρηση της βαθμολογικής υπεροχής του κλάδου των Τηλεπικοινωνιών και των Τραπεζών και τη χαμηλή αξιολόγηση των Ασφαλειών. Παρόλα αυτά, όμως, το κριτήριο αυτό παρουσιάζει ένα ιδιαίτερα μεγάλο ποσοστό, της τάξης του 61,80%, για το σύνολο των εταιρειών, ενώ η απόκλιση μεταξύ της «Δημοσιοποίησης στην Ιστοσελίδα» και της «Δημοσιοποίησης στη Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης» είναι μικρή.

Πίνακας 9.19: Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Δημοσιοποίησης Πληροφοριών» (ανά κλάδο)

	Δημοσιοπ. στην Ετ. Ιστοσελίδα	Δημοσιοπ. στη Δηλ. Ετ. Διακυβ.	Δημοσιοπ. Πληροφ. ¹
Ακίνητη Περιουσία	55,56%	38,89%	50,27%
Ασφάλειες	33,33%	62,50%	42,58%
Βιομηχ. Προϊόντα & Υπηρεσίες	66,67%	64,00%	65,82%
Εμπόριο	90,48%	53,57%	78,78%
Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	62,67%	63,00%	62,77%
Μέσα Ενημέρωσης	41,67%	53,13%	45,30%
Πετρέλαιο & Αέριο	77,78%	50,00%	68,97%
Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	56,67%	54,17%	55,87%
Πρώτες Ύλες	75,56%	65,00%	72,21%
Ταξίδια & Αναψυχή	71,43%	50,00%	64,64%
Τεχνολογία	56,67%	51,25%	54,95%
Τηλεπικοινωνίες	100,00%	100,00%	100,00%
Τράπεζες	95,83%	59,38%	84,28%
Τρόφιμα & Ποτά	55,13%	56,73%	55,64%
Υγεία	58,33%	59,38%	58,66%
Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας	83,33%	81,25%	82,67%
Χημικά	62,50%	68,75%	64,48%
Χρηματ/κες Υπηρεσίες	66,67%	45,83%	60,06%
Σύνολο Εταιρειών	63,77%	57,53%	61,80%

¹ ΔΗΜΟΣΙΟΠ. ΠΛΗΡΟΦ. = 0,683 · Δημοσιοπ. στην Ετ. Ιστοσελίδα + 0,317 · Δημοσιοπ. στη Δηλ. Ετ. Διακυβ.

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

Τέλος, στην «Πολιτική Αμοιβών», οι κλάδοι με τα μεγαλύτερα και μικρότερα ποσοστά αξιολόγησης συμπίπτουν, για μια ακόμη φορά, με τα προηγούμενα κριτήρια, ενώ αξίζει να σημειωθεί ότι παρατηρούνται περιπτώσεις εταιρειών που δεν εφαρμόζουν το υποκριτήριο του «Μέγεθ. & Σύνθ. Επιτρ. Αμοιβών». Η απόκλιση αυτή εμφανίζεται στους κλάδους «Πετρέλαιο & Αέριο» και «Τηλεπικοινωνίες», ενώ δε θα πρέπει να παραβλεφθεί και η περίπτωση του κλάδου των ασφαλειών, που δεν εφαρμόζει καμία από τις αρχές για την «Πολιτική Αμοιβών».

Πίνακας 9.20: Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Πολιτικής Αμοιβών μελών Δ.Σ.» (ανά κλάδο)

	Μέγεθ. & Σύνθ. Επιτρ. Αμοιβών	Λειτουργ. & Καθήκ. Επιτρ. Αμοιβών	Επίπ. & Διάρθ. Αμοιβών	Πολιτική Αμοιβών μελών Δ.Σ. ¹
Ακίνητη Περιουσία	7,41%	18,52%	60,00%	31,91%
Ασφάλειες	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Βιομηχ. Προϊόντα & Υπηρεσίες	6,67%	14,67%	66,40%	32,81%
Εμπόριο	4,76%	14,29%	57,14%	28,60%
Κατασκευές & Υλικά	4,00%	5,33%	64,00%	27,83%
Κατασκευών Μέσα	4,17%	4,17%	57,50%	24,91%
Ενημέρωσης Πετρέλαιο & Αέριο	0,00%	22,22%	66,67%	34,02%
Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	6,67%	8,89%	73,33%	33,41%
Πρώτες Ύλες	4,44%	13,33%	62,67%	30,33%
Ταξίδια & Αναψυχή	9,52%	21,43%	57,14%	32,38%
Τεχνολογία	1,67%	5,00%	58,00%	24,79%
Τηλεπικοινωνίες	0,00%	100,00%	100,00%	75,30%
Τράπεζες	66,67%	58,33%	52,50%	58,12%
Τρόφιμα & Ποτά	5,13%	5,13%	54,62%	24,38%
Υγεία	12,50%	8,33%	67,50%	32,38%
Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Χημικά	8,33%	16,67%	57,50%	30,49%
Χρηματ/κες Υπηρεσίες	22,22%	16,67%	40,00%	27,12%
Σύνολο Εταιρειών	8,68%	12,94%	60,46%	30,37%

¹ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΑΜΟΙΒΩΝ ΜΕΛΩΝ Δ.Σ. = 0,247 · Μέγεθ. & Σύνθ. Επιτρ. Αμοιβών + 0,364 · Λειτουργ. & Καθήκ. Επιτρ. Αμοιβών + 0,389 · Επίπ. & Διάρθ. Αμοιβών

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

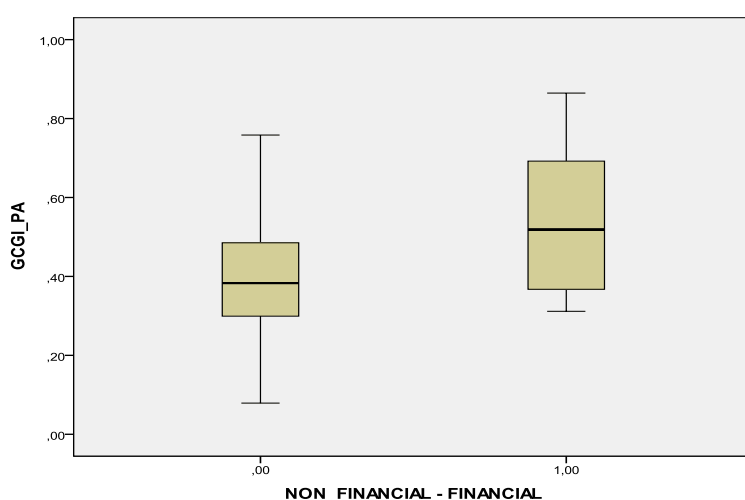
Ως αποτέλεσμα, η ανάλυση αυτή υπέδειξε μικρή διαφοροποίηση μεταξύ του συνόλου των κλάδων, με ένα σχετικά μεγαλύτερο προβάδισμα στην αξιολόγηση του κλάδου των Τηλεπικοινωνιών και των Τραπεζών. Συνεπώς, επιβεβαιώνεται η αρχική ένδειξη, που συνάδει με το συμπέρασμα ότι η διακλαδική ανάλυση δεν παρέχει κάποια ιδιαίτερη συνεισφορά, στη διαμόρφωση τάσης μεταξύ κλάδου και ποιότητας ΕΔ. Για τον λόγο αυτό, είναι προτιμότερο να λαμβάνεται μια σειρά άλλων πληροφοριακών μέτρων, για την υποστήριξη λήψης μιας απόφασης, όταν αυτή αφορά την επιλογή μιας μετοχής (για τον εκάστοτε επενδυτή) ή την επέκταση σε άλλους κλάδους (για έναν όμιλο εταιρειών). Στα ευρήματα αυτά, παρατηρείται μια

μεσοσταθμική απόκλιση των μέσων όρων των κλάδων, από τη μελέτη των Hermes και Katsigianni (2011), της τάξης του 3%, γεγονός που ερμηνεύεται, κυρίως, στην επιλεκτική αξιολόγηση ενός συγκεκριμένου δείγματος εταιρειών από τους ερευνητές (αντί του πληθυσμού που εξετάζεται στην παρούσα).

Εν τέλει, η μικρή υπεροχή των Τραπεζών και των Χρηματοοικονομικών, γενικότερα, υπηρεσιών, οδήγησε την ανάγκη διαμόρφωσης στατιστικού ελέγχου, για τη σύγκριση των μέσων³⁴¹. Ειδικότερα, όπως διαπιστώνεται, τόσο από το σχήμα 9.2, όσο και από τον πίνακα 9.21 των αποτελεσμάτων του t-test (for equality of means), οι εταιρείες αυτές (με την ένδειξη 1) έχουν, κατά μέσο όρο, μεγαλύτερο ποσοστό αξιολόγησης, με αποτέλεσμα να διαμορφώνεται το συμπέρασμα ότι:

«Οι εταιρείες που ανήκουν στον κλάδο των Τραπεζών και των Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών τείνουν να έχουν καλύτερη ποιότητα ΕΔ από τις υπόλοιπες».

Σχήμα 9.2: Δείκτης ποιότητας ΕΔ για χρηματοοικ. και μη-χρηματοοικ. εταιρείες



Πηγή: Συγγραφέας

³⁴¹ Σύμφωνα με τη διαδικασία που έχει αναφερθεί ανωτέρω.

Πίνακας 9.21: Αποτελέσματα t-ελέγχου για ισότητα μέσου όρου δείκτη GCGI^{PA}
Kolmogorov-Smirnov Test

Financial 1	Τράπεζες & Χρημ/κες Υπηρεσ.	0,577	Asymp. Sig (2-tailed): 0,893
Financial 0	Υπόλοιπες	1,168	Asymp. Sig (2-tailed): 0,130
Financial 1:	Mean	0,5413	
	Std. Deviation	0,1920	
Financial 0:	Mean	0,3971	
	Std. Deviation	0,1486	
Levene's test for Equality of variances:		3,194	Sig.: 0,075
t-test for Equality of Means:		-3,444	Sig (2-tailed): 0,001
Mean Difference:		-0,14417	
Std. Error Difference:		0,04186	

Πηγή: Συγγραφέας

9.3.4 Ανάλυση ανά ιδιοκτησιακή δομή

Σκοπός της ανάλυσης αυτής είναι η σύγκριση τριών ομάδων ευδιάκριτων χαρακτηριστικών, ήτοι των οικογενειακών, μη οικογενειακών επιχειρήσεων και Δ.Ε.Κ.Ο., όσον αφορά την αξιολόγηση της ποιότητας της ΕΔ και τη διερεύνηση της ενδεχόμενης εξέλιξης των μεγεθών αυτών από την έρευνα των Spanos, Tsiouri και Xanthakis (2008).

Συγκεκριμένα, υπολογίζοντας τον σταθμικό δείκτη, για κάθε μια περίπτωση, διαφαίνεται, σε μεγάλο βαθμό, η υπεροχή των μη οικογενειακών επιχειρήσεων, ως προς την ποιότητα ΕΔ, όπως προκύπτει και από την προαναφερθείσα μελέτη. Σε γενικό επίπεδο, όπως αποτυπώνεται και από τον πίνακα 9.22, θα μπορούσαμε να πούμε ότι το κριτήριο που λαμβάνει τη μεγαλύτερη αξιολόγηση είναι η «Δημοσιοποίηση Πληροφοριών» και αυτό με τη μικρότερη οι «Σχέσεις και Δικαιώματα Μετόχων».

Πίνακας 9.22: Αξιολόγηση ΕΔ ανά ιδιοκτησιακή δομή

	Μη Οικογενειακές (%) (N=37)	Οικογενειακές (%) (N=176)	Δ.Ε.Κ.Ο. (%) (N=6)	Σύνολο Εταιρειών (%) (N=219)
ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΕΔ				
Δομή Δ.Σ. ($GCGI_{BOD}^{PA}$) $W_1=0,301$	43,70%	27,96%	25,73%	30,56%
Εσωτερικός Έλεγχος ($GCGI_{IA}^{PA}$) $W_2=0,255$	58,95%	54,19%	53,24%	54,97%
Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων ($GCGI_{SR}^{PA}$) $W_3=0,213$	35,83%	22,76%	31,10%	25,19%
Δημοσιοποίηση Πληροφοριών ($GCGI_{DI}^{PA}$) $W_4=0,160$	67,59%	59,80%	84,49%	61,80%
Πολιτική Αμοιβών μελών Δ.Σ. ($GCGI_{RM}^{PA}$) $W_5=0,071$	42,96%	28,01%	21,93%	30,37%
$ΣΥΝΟΛΟ = W_1 GCGI_{BOD}^{PA} + W_2$ $GCGI_{IA}^{PA} + W_3 GCGI_{SR}^{PA} + W_4 GCGI_{DI}^{PA}$ $+ W_5 GCGI_{RM}^{PA}$	49,68%	38,64%	43,02%	40,62%

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

Στη συνέχεια, εξετάζοντας τη σύνδεση της ποιότητας ΕΔ, με τις ομάδες αυτές, για καθένα από τα πέντε κριτήρια, επιβεβαιώνεται η βαθμολογική υπεροχή των μη οικογενειακών επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, στο κριτήριο της «Δομής Δ.Σ.», το ποσοστό που λαμβάνουν είναι το μεγαλύτερο, ήτοι 43,70%. Ωστόσο, εστιάζοντας σε επίπεδο υποκριτηρίου, η εξαίρεση της εν λόγω υπόθεσης προέρχεται από το ποσοστό αξιολόγησης των Δ.Ε.Κ.Ο. στη «Λειτουργία του Δ.Σ.».

Πίνακας 9.23: Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Δομής Δ.Σ.» (ανά ιδιοκτησιακή δομή)

	Μη Οικογενειακές (%)	Οικογενειακές (%)	Δ.Ε.Κ.Ο. (%)	Σύνολο Εταιρειών (%)
ΔΟΜΗ Δ.Σ.				
Μέγεθος & Σύνθεση Δ.Σ. (SC_{BOD}) $W_1=0,244$	66,67%	42,80%	27,78%	46,42%
Λειτουργία Δ.Σ. (FU_{BOD}) $W_2=0,306$	35,68%	25,00%	43,33%	27,31%
Επιτροπή Ανάδειξης Υποψηφιοτήτων (NC_{BOD}) $W_3=0,116$	25,00%	6,25%	0,00%	9,25%
Καθήκοντα & Συμπεριφορά μελών Δ.Σ. (DC_{BOD}) $W_4=0,205$	55,86%	40,15%	27,78%	42,47%
Αξιολόγηση Δ.Σ. (EV_{BOD}) $W_5=0,128$	16,89%	7,10%	0,00%	8,56%
ΣΥΝΟΛΟ = $W_1 SC_{BOD} + W_2$ $FU_{BOD} + W_3 NC_{BOD} + W_4 DC_{BOD}$ $+ W_5 EV_{BOD}$	43,70%	27,96%	25,73%	30,56%

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

Αντίστοιχα, για το κριτήριο του «Εσωτερικού Ελέγχου», απόκλιση αποτελούν οι αρμοδιότητες και τα καθήκοντα των εσωτερικών ελεγκτών, που ενώ όλες οι εταιρείες δίνουν τη μεγαλύτερη έμφαση, ωστόσο, οι μη οικογενειακές λαμβάνουν το μικρότερο, συγκριτικά, ποσοστό.

Πίνακας 9.24: Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Εσωτερικού Ελέγχου» (ανά ιδιοκτησιακή δομή)

	Μη Οικογενειακές (%)	Οικογενειακές (%)	Δ.Ε.Κ.Ο. (%)	Σύνολο Εταιρειών (%)
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ				
Μέγεθος & Σύνθεση Επιτροπής Ελέγχου (SC_{IA}) $W_1=0,260$	55,86%	55,49%	55,56%	55,56%
Καθήκοντα & Λειτουργίες Επιτροπής Ελέγχου (DF_{IA}) $W_2=0,384$	40,54%	26,99%	8,33%	28,77%
Αρμοδιότητες & Καθήκοντα Εσωτ. Ελεγκτών (RD_{IA}) $W_3=0,356$	81,08%	82,58%	100,00%	82,80%
ΣΥΝΟΛΟ = $W_1 SC_{IA} + W_2 DF_{IA}$ $+ W_3 RD_{IA}$	58,95%	54,19%	53,24%	54,97%

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

Σε επίπεδο «Σχέσεων & Δικαιωμάτων Μετόχων», διαπιστώνεται ότι η «Επικοινωνία της Αν. Διοίκησης με τους Μετόχους» λαμβάνει καλύτερη αξιολόγηση από τα «Δικαιώματα των μετόχων», για το σύνολο των εταιρειών, ενώ τα τελευταία δείχνουν να υπερέχουν στην περίπτωση των μη-οικογενειακών επιχειρήσεων και των Δ.Ε.Κ.Ο. Σε συνολικό ποσοστό, το κριτήριο αυτό λαμβάνει τη χαμηλότερη βαθμολογία, ήτοι 25,19%, με την απόκλιση μεταξύ μη-οικογενειακών επιχειρήσεων και Δ.Ε.Κ.Ο. να μην είναι ιδιαίτερα μεγάλη.

Πίνακας 9.25: Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Σχέσεις & Δικαιωμάτων Μετόχων» (ανά ιδιοκτησιακή δομή)

	Μη Οικογενειακές (%)	Οικογενειακές (%)	Δ.Ε.Κ.Ο. (%)	Σύνολο Εταιρειών (%)
ΣΧΕΣΕΙΣ ΚΑΙ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΜΕΤΟΧΩΝ				
Δικαιώματα Μετόχων (SR_{SR}) $W_1=0,722$	30,63%	14,02%	22,22%	17,05%
Επικοινωνία Αν. Διοίκησης με Μετόχους (CS_{SR}) $W_2=0,278$	49,32%	45,45%	54,17%	46,35%
$\Sigma\text{ΥΝΟΛΟ} = W_1 SR_{SR} + W_2 CS_{SR}$	35,83%	22,76%	31,10%	25,19%

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

Εστιάζοντας στη «Δημοσιοποίηση Πληροφοριών», παρατηρείται αρκετά μεγαλύτερη ποιότητα, από το σύνολο των επιχειρήσεων, καθώς το ποσοστό αγγίζει το 61,80%, με τις Δ.Ε.Κ.Ο. να παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη βαθμολογία. Ωστόσο, μεταξύ των υποκριτηρίων, η υπεροχή που διαπιστώνεται μεταξύ της Ιστοσελίδας και της Δήλωσης ΕΔ δεν είναι ιδιαίτερα μεγάλη, καθώς τα συνολικά ποσοστά τους είναι 63,77% και 57,53% αντίστοιχα.

Πίνακας 9.26: Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Δημοσιοποίησης Πληροφοριών» (ανά ιδιοκτησιακή δομή)

	Μη Οικογενειακές (%)	Οικογενειακές (%)	Δ.Ε.Κ.Ο. (%)	Σύνολο Εταιρειών (%)
ΔΗΜΟΣΙΟΠΟΙΗΣΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ				
Δημοσιοποίηση στην Ετ. Ιστοσελίδα (WD_{DI}) $W_1=0,683$	73,87%	60,80%	88,89%	63,77%
Δημοσιοποίηση στη Δηλ. Ετ. Διακυβέρνησης (SD_{DI}) $W_2=0,317$	54,05%	57,67%	75,00%	57,53%
ΣΥΝΟΛΟ = $W_1 WD_{DI} + W_2 SD_{DI}$	67,59%	59,80%	84,49%	61,80%

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

Τέλος, στην περίπτωση της «Πολιτικής αμοιβών των μελών Δ.Σ.» αποτυπώνεται, για ακόμη μια φορά, η χαμηλή σχέση που παρουσιάζει με τον συνολικό δείκτη, με τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις να λαμβάνουν την καλύτερη αξιολόγηση. Ωστόσο, ιδιαίτερη εντύπωση προκαλεί το μικρό ποσοστό που λαμβάνουν οι οικογενειακές επιχειρήσεις στα υποκριτήρια της επιτροπής αμοιβών (στο «Μέγεθος & Σύνθεση») καθώς και στη «Λειτουργία & Καθήκοντα», της τάξης του 3,98% και 9,28%.

Πίνακας 9.27: Αξιολόγηση ΕΔ βάσει κριτηρίου «Πολιτικής Αμοιβών μελών Δ.Σ.» (ανά ιδιοκτησιακή δομή)

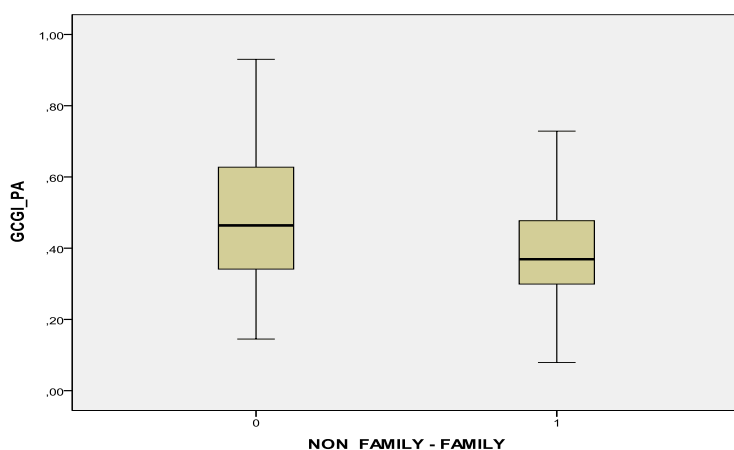
	Μη Οικογενειακές (%)	Οικογενειακές (%)	Δ.Ε.Κ.Ο. (%)	Σύνολο Εταιρειών (%)
ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΑΜΟΙΒΩΝ ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.				
Μέγεθος & Σύνθεση Επιτροπής Αμοιβών (SC_{RM}) $W_1=0,247$	28,83%	3,98%	22,22%	8,68%
Λειτουργία & Καθήκοντα Επ. Αμοιβών (DF_{RM}) $W_2=0,364$	29,73%	9,28%	16,67%	12,94%
Επίπεδο & Διάρθρωση Αμοιβών (LS_{RM}) $W_3=0,389$	64,32%	60,80%	26,67%	60,46%
ΣΥΝΟΛΟ = $W_1 SC_{RM} + W_2 DF_{RM} + W_3 LS_{RM}$	42,96%	28,01%	21,93%	30,37%

Πηγή: Υπολογισμοί Συγγραφέα

Σε τελική ανάλυση, αξίζει να αναφερθεί ότι τα ανωτέρω αποτελέσματα διαμορφώνουν μια συνολική διαφορά 11,04% (πίνακας 9.22), μεταξύ της ποιότητας των οικογενειακών και των μη-οικογενειακών επιχειρήσεων, όπου στην έρευνα των

Spanos, Tsiouri και Xanthakis (2008) διαμορφώνεται στο 9,7%³⁴². Η εν λόγω υπόθεση ερευνάται και με τη χρήση του t-στατιστικού ελέγχου των μέσων³⁴³ των ομάδων αυτών (όπου η τιμή 0 απεικονίζει τις μη-οικογενειακές επιχειρήσεις και η τιμή 1 τις οικογενειακές και Δ.Ε.Κ.Ο.)³⁴⁴, που απεικονίζεται στον πίνακα 9.28.

Σχήμα 9.3: Δείκτης ποιότητας ΕΔ για οικογεν. και μη-οικογεν. εταιρείες



Πηγή: Συγγραφέας

Πίνακας 9.28: Αποτελέσματα t-ελέγχου για ισότητα μέσου όρου δείκτη GCGI^{PA}

Kolmogorov-Smirnov Test

Family 1	Οικογεν. Επιχειρ. & Δ.Ε.Κ.Ο.	1,152	Asymp. Sig (2-tailed): 0,141
Family 0	Μη-Οικογεν. Επιχειρ.	0,479	Asymp. Sig (2-tailed): 0,976
Family 1:	Mean	0,3879	
	Std. Deviation	0,1377	
Family 0:	Mean	0,4968	
	Std. Deviation	0,2013	
Levene's test for Equality of variances:		10,723	Sig.: 0,001
t-test for Equality of Means:		3,145	Sig (2-tailed): 0,003
Mean Difference:		0,10891	
Std. Error Difference:		0,03463	

Πηγή: Συγγραφέας

Ειδικότερα, τόσο από τον έλεγχο αυτό όσο και από τη διαγραμματική απεικόνιση, συνάγεται ότι:

³⁴² 78,1% οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις και 68,4% οι οικογενειακές.

³⁴³ Η εν λόγω διαδικασία περιγράφεται ανωτέρω.

³⁴⁴ Επισημαίνεται ότι ως οικογενειακές θεωρούνται οι επιχειρήσεις στις οποίες οι 5 κύριοι μέτοχοι κατέχουν > 50% των μετοχών (στην περίπτωση αυτή περιλαμβάνονται και οι Δ.Ε.Κ.Ο.) και ως μη-οικογενειακές οι υπόλοιπες.

«Οι μη-οικογενειακές επιχειρήσεις εμφανίζουν καλύτερη ποιότητα ΕΔ από τις οικογενειακές και τις Δ.Ε.Κ.Ο.»

9.4 Συμπεράσματα

Συνοψίζοντας τα ευρήματα της εν λόγω μελέτης, διαπιστώνεται ότι:

- Η ποιότητα της ΕΔ στην Ελλάδα δεν παρουσιάζει κάποια σημαντική βελτίωση, από την έρευνα των Florou και Galarniotis το 2007, ανεξαρτήτως της επιβολής νομοθεσίας, περί υποχρεωτικής σύστασης επιτροπής ελέγχου και δήλωσης ΕΔ. Συγκεκριμένα, η διαφορά που προκύπτει, σε επίπεδο συνολικής συμμόρφωσης (spread), είναι της τάξεως του 2,38%³⁴⁵.
- Η κεφαλαιοποίηση συσχετίζεται θετικά με την ποιότητα της ΕΔ, γεγονός που συνάδει με τις μελέτες των Tsiourgi και Xanthakis (2004), Florou και Galarniotis (2007), Spanos, Tsiourgi και Xanthakis (2008) και Hermes και Katsigianni (2011) και την επισκόπηση της βιβλιογραφίας, περί ΕΔ (μέσω εμπειρικών μελετών σε διεθνές επίπεδο).
- Ο κλάδος των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και των τραπεζών εμφανίζουν την καλύτερη ποιότητα ΕΔ, εν αντιθέσει των ασφαλειών, που λαμβάνουν τη χειρότερη και
- Οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις σημειώνουν μεγαλύτερη βαθμολογία στον δείκτη ΕΔ, από τις οικογενειακές και τις Δ.Ε.Κ.Ο.

Σαν γενικό συμπέρασμα, θα μπορούσε να αναφερθεί ότι η στάθμιση που αποδόθηκε από τους ειδικούς στο προηγούμενο κεφάλαιο, τείνει να επιβεβαιώνεται από τα αποτελέσματα της αξιολόγησης, με χαρακτηριστικό παράδειγμα το κριτήριο των αμοιβών. Ωστόσο, η μεγαλύτερη απόκλιση εμφανίζεται στην περίπτωση του υποκριτηρίου «Δικαιώματα Μετόχων», που ενώ οι ειδικοί το σταθμίζουν στην πρώτη θέση, οι εταιρείες δεν το λαμβάνουν, σε μεγάλο βαθμό, υπόψη.

³⁴⁵ Στην εν λόγω μελέτη το ποσοστό της ποιότητας ΕΔ είναι 46,99%, ενώ σε αυτή των Florou και Galarniotis (2007) 44,61%.

[Η σελίδα αυτή είναι λευκή σκοπίμως]

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10

ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ

Στο παρόν κεφάλαιο χρησιμοποιείται η πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση, για τον προσδιορισμό των παραγόντων που συνδέονται με την ποιότητα της ΕΔ στην Ελλάδα. Για τον σκοπό αυτό, διαμορφώνεται ένα υπόδειγμα και εξετάζονται οι σχέσεις των επιλεγθέντων αυτών μεταβλητών (βάσει βιβλιογραφίας), με τον δείκτη που σχεδιάστηκε και εφαρμόστηκε σε προηγούμενα κεφάλαια.

10.1 Εισαγωγή

Σκοπός του εν λόγω τμήματος είναι η μελέτη διαφόρων μεταβλητών, που εντοπίζονται στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία και σχετίζονται με την ποιότητα της ΕΔ. Συγκεκριμένα, η επιλογή αυτή προκύπτει από την εφαρμογή τους σε παρόμοιες μελέτες και τα αποτελέσματα συγκρίνονται με την εργασία των Lazarides και Drimpetas (2011).

Η διερεύνηση διενεργείται μέσω της ανάλυσης πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης (Multiple OLS) και περιλαμβάνει τόσο συνεχείς όσο και δίτιμες μεταβλητές. Τα αποτελέσματα συνεισφέρουν στην εξαγωγή συμπερασμάτων και την παροχή κατεύθυνσης, για μελλοντικές έρευνες, σε χώρες με παρόμοια ιδιοκτησιακή δομή και συστήματα ΕΔ, ενώ συμβάλλουν και στη διαμόρφωση, από πλευράς εταιρειών και ρυθμιστικών φορέων, πολιτικών, για τη βελτίωση τόσο της ποιότητας της ΕΔ όσο και της αποδοτικότητας.

Στις επόμενες παραγράφους αποδίδονται ορισμένα στοιχεία περιγραφικής στατιστικής των μεταβλητών, που διαμορφώνουν το μοντέλο παλινδρόμησης και ερευνάται η καταλληλότητα του τελευταίου. Συγκεκριμένα, διενεργούνται μια σειρά έλεγχοι (έλεγχοι κανονικότητας, αυτοσυσχέτισης και ομοσκεδαστικότητας σφαλμάτων και έλεγχος πολυσυγγραμμικότητας) και παρουσιάζονται οι δείκτες στατιστικής σημαντικότητας των μεταβλητών (έλεγχοι t-statistic) και προσαρμογής του τελικού μοντέλου (δείκτες R^2 , adjusted R^2 και έλεγχος F-statistic).

10.2 Επιλογή Μεταβλητών

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η επιλογή των μεταβλητών έχει προκύψει κυρίως από τη μελέτη των Lazarides και Drimpetas (2011), καθώς και από αντίστοιχες έρευνες, όπως των Cheung, et al. (2007), Cheung, et al. (2008, 2010), Cheung, et al. (2011), Samaha, et al. (2012) και Allegrini and Greco (2013). Ειδικότερα, όπως απεικονίζεται και στον πίνακα 10.1, αναλύονται μεταβλητές που αφορούν την αποδοτικότητα της επιχείρησης³⁴⁶ (ROA, Tobin's Q), την ιδιοκτησιακή της δομή (συγκέντρωση), τη

³⁴⁶ Επισημαίνεται ότι στην περίπτωση αυτή δε χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης P/E, που παρότι συχνά εντοπίζεται στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία, ωστόσο, δεν είναι εφικτό να χρησιμοποιηθεί για περιπτώσεις εταιρειών που παρουσιάζουν ζημίες. Συγκεκριμένα, για το έτος 2011 εντοπίστηκαν μόνο

σύνθεση του Δ.Σ. (αριθμός ανεξάρτητων μελών, αριθμός γυναικών στο Δ.Σ.³⁴⁷) και τον αριθμό των συνεδριάσεων αυτού και των επιτροπών του. Ωστόσο, μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών, είναι σημαντικό στην ανάλυση παλινδρόμησης να συμπεριληφθούν και ορισμένες μεταβλητές ελέγχου, όπως (i) η αξία των στοιχείων του ενεργητικού (Apostolou, 2012· Filos and Agoraki, 2012· Samaha, et al., 2012), (ii) η Χρηματοπιστηριακή Κεφαλαιοποίηση (Cheung, et al., 2008), (iii) οι πωλήσεις (Allegri and Greco, 2013), (iv) ο αριθμός σελίδων της δήλωσης ΕΔ (Λαζαρίδης, 2009) και (v) οι ημέρες, από την εισαγωγή της επιχείρησης στο Χ.Α.Α., έως τις 31/12/2011 (Cheung, et al., 2008), προκειμένου το μοντέλο να λάβει καλύτερη ερμηνευτικότητα. Ο σκοπός των μεταβλητών αυτών προκύπτει από το γεγονός ότι η έννοια της ΕΔ επηρεάζεται από μια σειρά παραγόντων, που παρότι φαινομενικά δείχνουν να μην έχουν άμεση σχέση, ωστόσο επιδρούν σε μεγάλο βαθμό (Λαζαρίδης, 2009: 426).

63 εταιρείες με κέρδη (από τις 218), με αποτέλεσμα να μη δύναται ο δείκτης αυτός να συνεισφέρει στην ερμηνεία του μοντέλου.

³⁴⁷ Όπως έχει προκύψει από την επισκόπηση της βιβλιογραφίας, η συμμετοχή των γυναικών στο Δ.Σ. βελτιώνει την ποιότητα της ΕΔ. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι περισσότερες χώρες της Ε.Ε. έχουν υιοθετήσει νομοθεσία, για υποχρεωτική ποσοστώση συμμετοχής γυναικών στο Δ.Σ., σε αντίθεση με την Ελλάδα, τόσο σε επίπεδο νομοθεσίας όσο και σε επίπεδο κώδικα βέλτιστων πρακτικών. Για τον σκοπό αυτό θεωρήθηκε απαραίτητη η χρήση της εν λόγω μεταβλητής, για τον έλεγχο της ουσιαστικής συμβολής μιας τέτοιας πρακτικής.

Πίνακας 10.1: Μεταβλητές παλινδρόμησης

Όνομα Μεταβλητής	Τύπος	Περιγραφή
<i>Μεταβλητές Ελέγχου</i>		
TA	Συνεχής	Αξία στοιχείων ενεργητικού
MV	Συνεχής	Χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση
SALES	Συνεχής	Πωλήσεις
CGSTAT_NUM	Συνεχής	Αριθμός σελίδων της δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης
LIST_D	Συνεχής	Ημέρες από την εισαγωγή της επιχείρησης στο Χ.Α.Α. έως τις 31/12/2011.
<i>Μεταβλητές Ιδιοκτησίας</i>		
CONCTR	Δίτιμη	Οι πέντε κύριοι μέτοχοι κατέχουν >50% των μετοχών (1:ναι, 0:όχι)
<i>Μεταβλητές Αποδοτικότητας</i>		
ROA	Συνεχής	Αποδοτικότητα στοιχείων ενεργητικού
TOBINS_Q	Συνεχής	(Χρηματ. Κεφαλ. + Μακρ. Υποχρ.)/Συν. Ενεργητ.
<i>Άλλες Ανεξάρτητες μεταβλητές</i>		
BOD_MEET	Συνεχής	Αριθμός συνεδριάσεων των μελών του Δ.Σ.
AC_MEET	Συνεχής	Αριθμός συνεδριάσεων των μελών της Επ. Ελέγχου
OWN_CEO	Δίτιμη	Ο κύριος μέτοχος είναι και ο Διευθύνων Σύμβουλος (1:Ναι, 0:Όχι)
WOM_BOD	Συνεχής	Αριθμός γυναικών στο Δ.Σ.
WOM_AC	Συνεχής	Αριθμός γυναικών στην Επιτροπή Ελέγχου
BOD_NUM	Συνεχής	Αριθμός των μελών του Δ.Σ.
EXEC_BOD	Συνεχής	Αριθμός των εκτελεστικών μελών του Δ.Σ.
IND_BOD	Συνεχής	Αριθμός των ανεξάρτητων μελών του Δ.Σ.
NEXEC_BOD	Συνεχής	Αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ.

Πηγή: Συγγραφέας

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται τα στατιστικά στοιχεία (μέσος όρος, τυπική απόκλιση, τεταρτημόρια, μέγιστη και ελάχιστη τιμή) των μεταβλητών, ενώ σημειώνεται ότι οι μεταβλητές της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού, της χρηματιστηριακής κεφαλαιοποίησης, των πωλήσεων, του αριθμού των σελίδων της δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης και των ημερών, από την εισαγωγή των εταιριών στο Χ.Α.Α., έως τις 31/12/2011, λογαριθμοποιήθηκαν, προκειμένου να περιοριστεί η μεταβλητότητά τους.

Πίνακας 10.2: Στατιστικά στοιχεία μεταβλητών (N=156)

Συνεχείς μεταβλητές	Μέσος Όρος	1 ^ο Τεταρτ.	Διάμεσος	3 ^ο Τεταρτ.	Ελάχ.	Μέγ.	Τυπ. Απόκλ.
GCGI ^{PA}	0,43	0,31	0,42	0,52	0,08	0,93	0,16
TA	18,99	17,68	18,67	19,89	16,12	25,39	1,88
MV	17,14	15,71	16,69	18,11	13,89	22,50	1,81
SALES	18,18	16,87	17,96	19,40	10,43	22,95	2,01
CGSTAT_NUM	2,29	1,95	2,30	2,71	0	3,56	0,53
LIST_D	8,64	8,33	8,52	8,90	6,79	10,57	0,64
ROA	-0,05	-0,07	-0,02	-0,01	-1,03	0,15	0,13
TOBINS_Q	0,82	0,63	0,79	0,93	0,05	2,43	0,29
BOD_MEET	15,96	0	0	26	0	113	21,84
AC_MEET	2,83	0	3	4	0	14	2,37
WOM_BOD	0,81	0	1	1	0	3	0,81
WOM_AC	0,29	0	0	1	0	1	0,45
BOD_NUM	8,28	6,25	7	9	5	18	2,69
EXEC_BOD	3,42	2	3	4	1	7	1,47
IND_BOD	2,53	2	2	3	0	8	1,21
NEXEC_BOD	2,33	1	2	3	0	10	1,91
Δίτιμες (1,0)	Ναι% (1)	Όχι% (0)					
CONCTR	80,8	19,2					
OWN_CEO	55,1	44,9					

Πηγή: Συγγραφέας

Συγκεκριμένα, στο εν λόγω δείγμα, ο μέσος όρος βαθμολογίας του δείκτη ΕΔ είναι 43,07%³⁴⁸, με τη μικρότερη βαθμολογία να καταγράφεται σε 8% και τη μεγαλύτερη σε 93%. Επιπλέον, ο μέσος αριθμός των ανεξάρτητων μελών του Δ.Σ. είναι 2,53 άτομα, με τυπική απόκλιση 1,21, ενώ διαπιστώνεται και η περίπτωση επιχείρησης που παραβλέπει τις διατάξεις του νόμου, περί ύπαρξης τουλάχιστον δύο ανεξάρτητων μελών (ελάχιστος αριθμός 0 άτομα). Ωστόσο, όμως, αυτό που χρήζει ιδιαίτερης αναφοράς είναι το αρκετά υψηλό ποσοστό συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας σε πέντε μετόχους (>50%), καθώς η περίπτωση αυτή παρατηρείται σε ποσοστό 80,8%, του συνόλου των επιχειρήσεων, ενώ σχεδόν μια στις δύο επιχειρήσεις διοικείται από τον κύριο μέτοχό της (η πιθανότητα ο κύριος μέτοχος να είναι και διευθύνων σύμβουλος είναι 55,1%).

³⁴⁸ Επισημαίνεται ότι ο μέσος όρος του ποσοστού αυτού, εκφρασμένος σε αριθμό, ισούται με 0,43. Το ίδιο ισχύει και για τις υπόλοιπες μεταβλητές, που αναφέρονται ως ποσοστό, και στα περιγραφικά στατιστικά στρογγυλοποιούνται, με μέγιστη τιμή το 1.

Στο σημείο αυτό, αξίζει να αναφερθεί ότι η μέτρηση των μεταβλητών αυτών προέρχεται από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις 156 εταιρειών³⁴⁹, για τη χρήση 2011, σύμφωνα με την οποία υπολογίστηκε και ο δείκτης ΕΔ. Η αξιολόγηση αυτή (που αφορά αποκλειστικά ένα έτος) αποτελεί σημαντικό περιορισμό του μοντέλου, ωστόσο, όμως, πλεονεκτεί ως προς την πηγή συλλογής δεδομένων. Ειδικότερα, η λήψη στοιχείων για την αξιολόγηση των εταιρειών, μέσω των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων (δηλώσεων ΕΔ)³⁵⁰, εν αντιθέσει της χρήσης ερωτηματολογίων και εταιρικών ιστοσελίδων, προσδίδει μεγαλύτερη αντικειμενικότητα στα τελικά αποτελέσματα.

10.3 Μεθοδολογία

Η μελέτη της σχέσης των μεταβλητών, που παρουσιάστηκαν ανωτέρω, με τον δείκτη ΕΔ, πραγματοποιείται μέσω της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης³⁵¹, με τη χρήση κυρίως του στατιστικού πακέτου SPSS 19 και των πακέτων E-views 7 και Stata 12 (για περισσότερο εξειδικευμένους ελέγχους). Ειδικότερα, για τη διαμόρφωση του τελικού μοντέλου, απαλείφθηκαν όσες μεταβλητές δεν παρουσίαζαν στατιστική σημαντικότητα³⁵² και ελέγχθηκε τόσο η καταλληλότητά του, όσο και η θεωρητική επιβεβαίωση των σχέσεων που προέκυψαν, σύμφωνα με τη βιβλιογραφία.

³⁴⁹ Από τη μελέτη αποκλείστηκαν οι εταιρείες που ανήκαν στις κατηγορίες της «Επιτήρησης», «Αναστολής» και «Χαμηλής Διασποράς».

³⁵⁰ Σημειώνεται ότι για την ανάλυση των μεταβλητών του υποκριτηρίου «Δημοσιοποίηση στην Εταιρική Ιστοσελίδα» χρησιμοποιήθηκε η αντίστοιχη πηγή (δηλ. εταιρικές ιστοσελίδες).

³⁵¹ Ειδικότερα, για την επιλογή της μεθόδου παλινδρόμησης δημιουργήθηκαν διαγράμματα σκεδασμού, της κάθε ανεξάρτητης μεταβλητής με την εξαρτημένη, προκειμένου να ανιχνευθεί η σχέση που θα δώσει πληροφορίες για την ύπαρξη γραμμικότητας ή όχι. Σε κάθε ζεύγος μεταβλητών επιβεβαιώθηκε η γραμμική σχέση και ως εκ τούτου χρησιμοποιήθηκε η ανάλυση της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης.

³⁵² Επισημαίνεται ότι για τη διαμόρφωση του τελικού μοντέλου χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος stepwise, η οποία ξεκινάει εισάγοντας δύο μεταβλητές, που ικανοποιούν το κριτήριο εισαγωγής της Forward (δηλαδή μεταβλητές που αυξάνουν τον συντελεστή πολλαπλού καθορισμού, R^2 , σε επίπεδο σ.σ. 5%), συνεχίζει εξετάζοντας το γεγονός αν κάποια από αυτές ικανοποιεί το κριτήριο εξόδου της Backward (αποβάλλει τη μεταβλητή που επιφέρει τη μικρότερη αλλαγή στο R^2 , σε επίπεδο σ.σ. 10%) και επαναλαμβάνει τη διαδικασία και για τις υπόλοιπες (Δαφέρμος, 2005: 546). Η τελική καταλληλότητα του μοντέλου ελέγχθηκε με τη βοήθεια του υποδείγματος πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης (enter), τόσο στο SPSS 19 όσο στα πακέτα Stata 12 και Eviews7.

10.3.1 Μοντέλο Παλινδρόμησης

Στο σημείο αυτό, διερευνάται η επίδραση των επιλεγθέντων μεταβλητών στον δείκτη ΕΔ³⁵³ και διαμορφώνεται το πλήρες μοντέλο:

$$\begin{aligned} GCGI_i^{PA} = & \beta_0 + \beta_1 TA_i + \beta_2 MV_i + \beta_3 SALES_i + \beta_4 CGSTAT_NUM_i + \beta_5 LIST_D_i + \\ & \beta_6 CONCTR_i + \beta_7 ROA_i + \beta_8 TOBINS_Q_i + \beta_9 BOD_MEET_i + \beta_{10} AC_MEET_i + \\ & \beta_{11} OWN_CEO_i + \beta_{12} WOM_BOD_i + \beta_{13} WOM_AC_i + \beta_{14} BOD_NUM_i + \\ & \beta_{15} EXEC_BOD_i + \beta_{16} IND_BOD_i + \beta_{17} NEXEC_BOD_i + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Στη συνέχεια, απαλείφοντας τις μη στατιστικά σημαντικές ανεξάρτητες μεταβλητές, το τελικό μοντέλο έχει ως εξής:

$$\begin{aligned} GCGI_i^{PA} = & \beta_0 + \beta_1 TOBINS_Q_i + \beta_2 BOD_MEET_i + \beta_3 OWN_CEO_i + \beta_4 WOM_BOD_i \\ & + \beta_5 IND_BOD_i + \beta_6 SALES_i + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Ενώ τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης αποτυπώνονται στον ακόλουθο πίνακα³⁵⁴:

³⁵³ Στις μεταβλητές αυτές δεν περιλαμβάνονται οι κλάδοι δραστηριοποίησης, καθώς η σχέση τους με την ποιότητα μελετήθηκε ξεχωριστά και όπως φαίνεται στους πίνακες 1 και 2 του παραρτήματος Ε, είναι στατιστικά σημαντικοί μόνο αυτοί των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, των τηλεπικοινωνιών και των ασφαλειών. Συγκεκριμένα, όταν μια επιχείρηση βρίσκεται στον κλάδο των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών (δοθέντων των υπολοίπων παραμέτρων σταθερών) ή των τηλεπικοινωνιών (δοθέντων των υπολοίπων παραμέτρων σταθερών) αυξάνει την ποιότητα της ΕΔ της, ενώ όταν βρίσκεται στον κλάδο των ασφαλειών (δοθέντων των υπολοίπων παραμέτρων σταθερών) τη μειώνει. Η ανάλυση αυτή βασίστηκε στη μελέτη των Brügggen, Vergauwen και Dao (2009) και τα αποτελέσματά της δεν περιλαμβάνονται στην εν λόγω ανάλυση, καθώς δε διαμορφώνουν στατιστικά σημαντικές σχέσεις με τον δείκτη, όταν συμπεριλαμβάνονται στις μεταβλητές του πίνακα 10.1.

³⁵⁴ Αξίζει να σημειωθεί ότι, για την αποφυγή παράλειψης σημαντικών ερμηνευτικών μεταβλητών, χρησιμοποιήθηκε ο έλεγχος RESET του Ramsey. Η μηδενική υπόθεση του ελέγχου αυτού είναι H_0 : το υπόδειγμα δεν έχει λανθασμένη εξειδίκευση (η μέση τιμή των καταλοίπων είναι $\mu=0$), με εναλλακτική H_1 : το υπόδειγμα έχει λανθασμένη εξειδίκευση ($\mu \neq 0$) (Βάμβουκας, 2007:323). Βάσει των αποτελεσμάτων του ελέγχου: $F(3, 146)=0,26$ και $\text{Prob} > F = 0,8575$, σε κάθε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας, δεν μπορούμε να απορρίψουμε την H_0 .

Πίνακας 10.3: Αποτελέσματα παλινδρόμησης

	Συντελεστής	t-statistic	Sig.	Τυποποιημένος Συντελεστής
Σταθερά	-0,188	-2,145	0,034	
TOBINS_Q	0,119	3,525	0,001	0,213
BOD_MEET	0,001	3,431	0,001	0,201
OWN_CEO	-0,066	-3,529	0,001	-0,206
WOM_BOD	0,035	2,911	0,004	0,176
IND_BOD	0,039	4,572	0,000	0,295
SALES	0,022	4,448	0,000	0,282
R ²	0,528			
AdjustedR ²	0,509			
F-statistics	27,765			
Sig. for F-test	0,000			

Πηγή: Συγγραφέας

Ειδικότερα, όπως διαπιστώνεται από τα ανωτέρω, απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση του έλεγχου, τόσο για κάθε μεταβλητή ξεχωριστά (t-statistic), όσο και για το μοντέλο συνολικά (F-statistic) και δεχόμαστε την εναλλακτική υπόθεση ότι όλες οι μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές³⁵⁵. Παράλληλα, σύμφωνα με τον συντελεστή προσδιορισμού, η προβλεπτική ικανότητα του μοντέλου είναι της τάξης του 50,9%, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές του υποδείγματος ερμηνεύουν το 50,9% της μεταβλητότητας της ποιότητας της ΕΔ.

Τα ανωτέρω αποτελέσματα συνάδουν και με τη βιβλιογραφία της ΕΔ, καθόσον διαπιστώνεται ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ της ποιότητας της ΕΔ και: (i) του δείκτη Tobin's Q, (ii) του αριθμού των συνεδριάσεων του Δ.Σ., (iii) της συμμετοχής γυναικών και ανεξάρτητων μελών στο Δ.Σ. και (iv) των πωλήσεων (ως μεταβλητή ελέγχου)· ενώ παρατηρείται αρνητική σχέση, όταν ο κύριος μέτοχος είναι και διευθύνων σύμβουλος. Περαιτέρω, οι μεταβλητές με τη μεγαλύτερη επίδραση (όπως εμφανίζεται από τη στήλη των τυποποιημένων συντελεστών) είναι ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών και των πωλήσεων, ενώ με τη μικρότερη, ο αριθμός συνεδριάσεων του Δ.Σ. και η συμμετοχή των γυναικών σε αυτό.

³⁵⁵ Η μηδενική υπόθεση του t-test εξετάζει εάν ο κάθε συντελεστής είναι ίσος με το μηδέν (έναντι τη εναλλακτικής υπόθεσης ότι είναι στατιστικά σημαντικός και διάφορος του μηδέν), ενώ η μηδενική υπόθεση του F-test, για το συνολικό μοντέλο, εξετάζει εάν όλοι οι συντελεστές του υποδείγματος είναι ίσοι του μηδενός (έναντι της εναλλακτικής υπόθεσης ότι όλοι είναι διάφοροι του μηδενός). Για περισσότερα, βλ. Κατσή, Σιδερίδης και Εμβαλωτής (2010: 139-144).

Ωστόσο, δεδομένου ότι η ανάλυση παλινδρόμησης δε διατυπώνει αιτιακές σχέσεις, υπό την έννοια ότι δεν μπορεί κανείς να γνωρίζει εάν οι μεταβολές της εξαρτημένης μεταβλητής (στη συγκεκριμένη περίπτωση του δείκτη ΕΔ) προηγούνται, έπονται ή είναι ταυτόχρονες με τις μεταβολές της ανεξάρτητης μεταβλητής³⁵⁶, τα ανωτέρω αποτελέσματα πρέπει να ερμηνευθούν με σύνεση· καθόσον παραμένει υπό διερεύνηση (βιβλιογραφικά) η ενδογένεια της ΕΔ³⁵⁷. Επομένως, διαπιστώνεται ότι υπάρχουν κάποιες σημαντικές σχέσεις, που δεν αναφέρονται σε παρόμοιες μελέτες και αποτελούν ερέθισμα για περαιτέρω έρευνα, με μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα.

Επιπλέον, πληροφορίες για τις σχέσεις των ανεξάρτητων μεταβλητών, τόσο με τον δείκτη όσο και μεταξύ τους, μπορούν να αντληθούν από τον πίνακα συσχετίσεων (Πίνακας 10.4)³⁵⁸. Ειδικότερα, παρατηρείται θετική συσχέτιση μεταξύ του αριθμού των ανεξάρτητων μελών του Δ.Σ. και: (i) του αριθμού των γυναικών σε αυτό, (ii) τις πωλήσεις και (iii) τον δείκτη Tobin's Q. Αντιθέτως, αρνητική σχέση διαπιστώνεται μεταξύ της μεταβλητής OWN_CEO και: (i) του αριθμού των ανεξάρτητων μελών του Δ.Σ. και (ii) των πωλήσεων.

³⁵⁶ Για περισσότερα, βλ. ελέγχους Granger και Sims (Συριόπουλος και Φίλιππας, 2010:743-745)

³⁵⁷ Για περισσότερα, βλ. Klapper και Love (2004:711) και Black, Jang και Kim (2006:394).

³⁵⁸ Επισημαίνεται ότι όλες οι συσχετίσεις που αναφέρονται είναι γραμμικές, εξαιτίας του υποδείγματος που εξετάζουμε (το οποίο είναι γραμμικό).

Πίνακας 10.4: Συσχετίσεις μεταβλητών

	GCGI ^{PA}	TOBINS_Q	BOD_MEET	OWN_CEO	WOM_BOD	IND_BOD	SALES
GCGI ^{PA}	1						
TOBINS_Q	0,329**	1					
BOD_MEET	0,179*	-0,194*	1				
OWN_CEO	-0,326**	-0,055	0,024	1			
WOM_BOD	0,324**	0,078	0,064	0,009	1		
IND_BOD	0,516**	0,188*	-0,046	-0,168*	0,346**	1	
SALES	0,515**	0,266**	0,094	-0,232**	0,062	0,335**	1

Τα σύμβολα *, ** δηλώνουν επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας της τάξεως του 5% και 1% αντίστοιχα, χρησιμοποιώντας δικατάληκτο κριτήριο ελέγχου.

Πηγή: Συγγραφέας

10.3.2 Προϋποθέσεις γραμμικής παλινδρόμησης

Οι προϋποθέσεις αυτές σχετίζονται με τη συμπεριφορά του παράγοντα των σφαλμάτων (ε_i) της παλινδρόμησης και αφορούν (Κατσής, Σιδερίδης και Εμβαλωτής, 2010: 151):

- Τη μέση τιμή των σφαλμάτων (συγκεκριμένα απαιτείται αυτή να είναι μηδενική),
- Την ομοσκεδαστικότητα (να υπάρχει σταθερή διασπορά, για τις διάφορες τιμές των X),
- Την κανονικότητα (τα σφάλματα να ακολουθούν κανονική κατανομή) και
- Τη μη ύπαρξη αυτοσυσχέτισης (για τις διάφορες τιμές του Y , τα σφάλματα να είναι μεταξύ τους ασυσχέτιστα).

Πίνακας 10.5: Αποτελέσματα ελέγχων προϋποθέσεων γραμμικής παλινδρόμησης

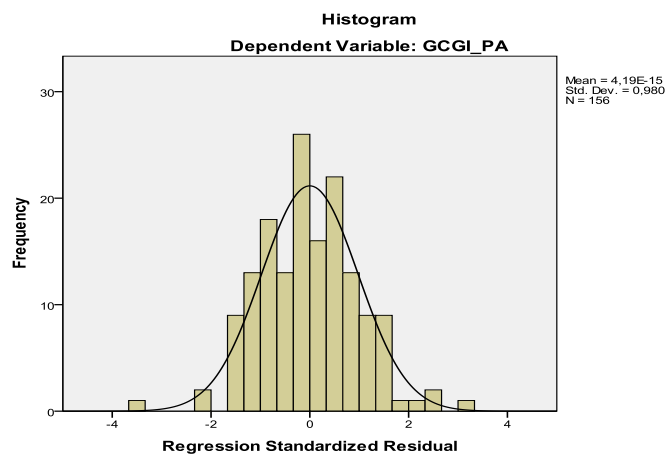
Προϋπόθεση Γραμμικής Παλινδρόμησης	Στατιστικός Έλεγχος
Μέσος Όρος και Τυπ. Απόκλιση Σφαλμάτων	- Μη τυποποιημένα κατάλοιπα: Μέσος Όρος = 0,00 Τυπική Απόκλιση = 0,110 - Τυποποιημένα κατάλοιπα: Μέσος Όρος = 0,00 Τυπική Απόκλιση = 0,980
Ετεροσκεδαστικότητα Σφαλμάτων	White test: $\chi^2 = 34,92$ Prob > $\chi^2 = 0,1133$
Κανονικότητα Σφαλμάτων	Jarque-Bera = 2,2885 Prob. = 0,3185 Kolmogorov-Smirnov = 0,043 Sig. = 0,200
Αυτοσυσχέτιση Σφαλμάτων	DW = 2,001
Πολυσυγγραμμικότητα μεταβλητών	Μέγιστη τιμή δείκτη VIF = 1,318

Πηγή: Συγγραφέας

Ξεκινώντας με τον έλεγχο της κανονικότητας των σφαλμάτων, διαπιστώνεται η επαλήθευση της εν λόγω προϋπόθεσης, τόσο από τη διαγραμματική απεικόνιση (ιστόγραμμα τυποποιημένων σφαλμάτων και P-P plot) όσο και από την τιμή του

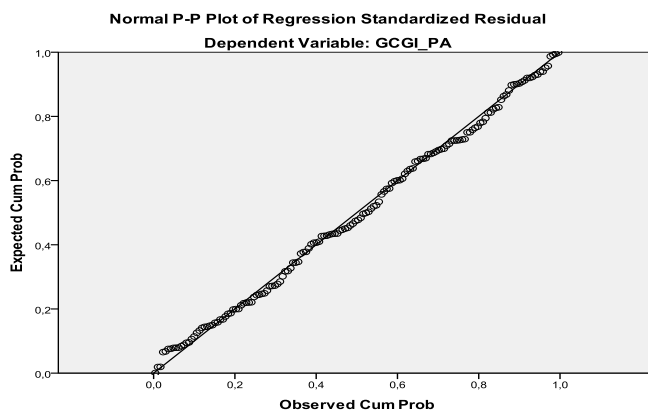
ελέγχου Jarque-Bera³⁵⁹ και Kolmogorov-Smirnov (όπως απεικονίζεται στον πίνακα 10.5).

Σχήμα 10.1: Ιστογράμμο τυποποιημένων καταλοίπων



Πηγή Συγγραφέας

Σχήμα 10.2: Normal P-P Plot τυποποιημένων καταλοίπων



Πηγή: Συγγραφέας

Στη συνέχεια, διερευνάται η παραδοχή του γραμμικού υποδείγματος παλινδρόμησης, περί σταθερής διακύμανση των σφαλμάτων, γνωστή και ως υπόθεση

³⁵⁹ Ο έλεγχος αυτός έχει ως μηδενική υπόθεση H_0 : Τα σφάλματα κατανέμονται κανονικά και ως εναλλακτική H_1 : Τα σφάλματα δεν κατανέμονται κανονικά. (Watson and Teelucksingh, 2002: 184). Επομένως, σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%, δεν μπορούμε να απορρίψουμε τη μηδενική υπόθεση και δεχόμαστε ότι τα σφάλματα ακολουθούν κανονική κατανομή.

της ομοσκεδαστικότητας³⁶⁰. Για τον έλεγχο αυτό, στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία αναφέρονται αρκετές μέθοδοι (Goldfeld-Quandt, Breusch-Pagan-Godfrey, White, Engle³⁶¹), ωστόσο, όμως, το στατιστικό πακέτο SPSS 19 παρέχει μόνο διαγραμματική απεικόνιση. Συγκεκριμένα, λαμβάνοντας στον κάθετο άξονα (y) τα σφάλματα και στον οριζόντιο άξονα (x) τις εκτιμώμενες τιμές, για την επαλήθευση της υπόθεσης της ομοσκεδαστικότητας των σφαλμάτων, αναμένουμε να λάβουμε μια απεικόνιση των ζευγών των παρατηρήσεων σε μια σταθερού εύρους ζώνη, παράλληλη με τον οριζόντιο άξονα (ένδειξη σταθερότητας των σφαλμάτων)³⁶² (Κατσής, Σιδερίδης και Εμβαλωτής, 2010: 154). Στη συγκεκριμένη περίπτωση (σχήμα 10.3), οι τιμές των υπολοίπων – εκτός ελαχίστων εξαιρέσεων – βρίσκονται στο διάστημα [-2, 2] και μάλιστα κατανεμημένες ομοιόμορφα, σε όλο το εύρος των τυποποιημένων εκτιμώμενων τιμών του δείκτη ΕΔ. Επιπλέον, από το σχήμα αυτό διαπιστώνεται ότι, καθόσον δεν υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ των υπολοίπων και των εκτιμώμενων τιμών, η σχέση της εξαρτημένης μεταβλητής με τις ανεξάρτητες είναι γραμμικού τύπου (Γναρδέλλης, 2006: 597)³⁶³. Αντίστοιχα, για τον έλεγχο της υπόθεσης αυτής εφαρμόζεται και η μέθοδος White³⁶⁴, επιβεβαιώνοντας την υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας των καταλοίπων.

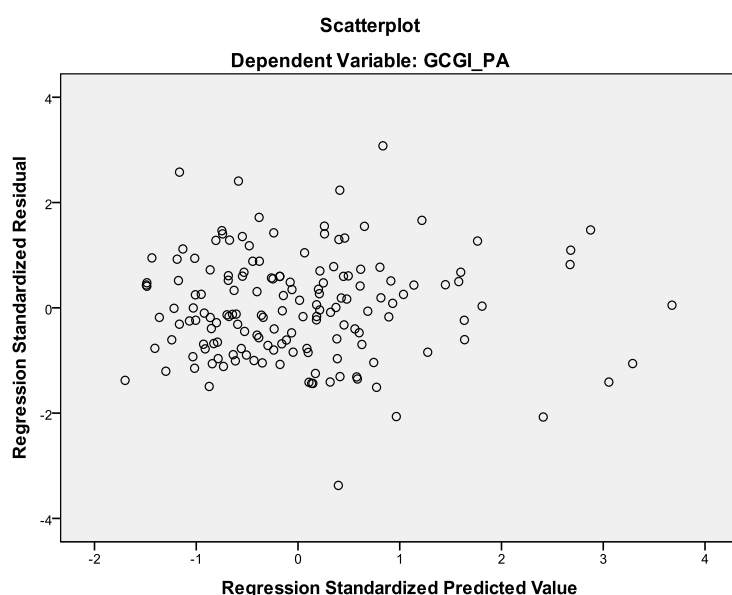
³⁶⁰ $\text{Var}(\varepsilon) = E(\varepsilon^2) = \sigma_\varepsilon^2 = \text{σταθερή}$ (Για περισσότερα, βλ. Βάμβουκας, 2007: 229-248).

³⁶¹ Για περισσότερα, βλ. Βάμβουκας (2007: 234-240).

³⁶² Σημειώνεται ότι με το ίδιο σχήμα επιβεβαιώνεται και η ύπαρξη γραμμικότητας (για περισσότερα, βλ. Γναρδέλλης, 2006: 596-603).

³⁶³ Αντίστοιχα, το σχήμα αυτό είναι ιδιαίτερα χρήσιμο και για τον έλεγχο σφαλμάτων εξειδίκευσης (Gurta, 1999), βάσει του οποίου διερευνάται αν το υπόδειγμα έχει συμπεριλάβει τις σπουδαιότερες ανεξάρτητες μεταβλητές, αν η μαθηματική του διατύπωση είναι σωστή και αν μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών και του στοχαστικού όρου παρατηρείται έντονη συσχέτιση (Βάμβουκας, 2007: 322).

³⁶⁴ Η μέθοδος αυτή έχει ως μηδενική υπόθεση H_0 : τη μη ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας στο υπόδειγμα. Για περισσότερα, βλ. Συριόπουλος και Φίλιππας (2010: 220).

Σχήμα 10.3: Γραφική απεικόνιση ελέγχου ομοσκεδαστικότητας

Πηγή: Συγγραφέας

Σε κάθε περίπτωση, αξίζει να σημειωθεί ότι στους ελέγχους της παλινδρόμησης, όπως αναφέρθηκε, όταν τα δεδομένα είναι διαχρονικά, απαιτείται ο έλεγχος αυτοσυσχέτισης των σφαλμάτων, υπό την έννοια ότι το σφάλμα της χρονικής στιγμής t δε συσχετίζεται με το σφάλμα οποιασδήποτε άλλης χρονικής στιγμής (Συριόπουλος και Φίλιππας, 2010: 232), όσον αφορά τις τιμές που δίνονται για την εξαρτημένη μεταβλητή. Το γνωστότερο μέτρο, για τον έλεγχο αυτοσυσχετίσεων πρώτης τάξεως στον διαταρακτικό όρο, είναι η στατιστική Durbin & Watson (Κάττος, 2004: 450). Η DW-στατιστική λαμβάνει τιμές από το 0 έως το 4, με την τιμή 2 να αποτελεί ένδειξη μη ύπαρξης αυτοσυσχέτισης πρώτου βαθμού (Βάμβουκας, 2007: 204). Επομένως, όπως απεικονίζεται στον πίνακα 10.5, δεν υπάρχει τέτοια αυτοσυσχέτιση (πρώτου βαθμού)³⁶⁵.

Τέλος, η ανάλυση καταλληλότητας του μοντέλου παλινδρόμησης απαιτεί, εκτός από τους ελέγχους που αφορούν τα κατάλοιπα και την απουσία συγγραμμικότητας (ή πολυσυγγραμμικότητας). Συγκεκριμένα, το πρόβλημα αυτό χρήζει ιδιαίτερης σημασίας, καθώς η ύπαρξη γραμμικής συσχέτισης μεταξύ δύο ή περισσότερων μεταβλητών δύναται να επηρεάσει την αξιοπιστία και την ερμηνεία των συντελεστών, δεδομένου ότι η βασική υπόθεση της μεταβολής της εξαρτημένης

³⁶⁵ Ωστόσο, όμως, για την περίπτωση του υπό μελέτη μοντέλου δεν έχει ιδιαίτερη σημασία, δεδομένου ότι τα δεδομένα αφορούν παρατηρήσεις ενός έτους.

μεταβλητής, εξαιτίας μιας μεταβολής σε κάποια ανεξάρτητη, δοθέντων των υπολοίπων παραμέτρων σταθερών, δεν μπορεί να ικανοποιηθεί (Κατσή, Σιδερίδης και Εμβαλωτής, 2010: 157). Για τον έλεγχο αυτό, υπολογίζεται ο δείκτης VIF (Variance Inflation Factor), ο οποίος όσο αυξάνεται τόσο αυξάνει και η διασπορά του αντίστοιχου συντελεστή παλινδρόμησης (Δαφέρμος, 2005: 505). Παρότι δεν υπάρχει κάποιος συγκεκριμένος κανόνας για τις τιμές που πρέπει να παίρνει, αν ξεπερνά την τιμή 10, τότε υπάρχει ανησυχία για την παλινδρομική ανάλυση (Gujarati, 2004: 366· Allegrini and Greco, 2013: 205· Myers, 1990· Δαφέρμος, 2005: 505). Ως αποτέλεσμα, στο εν λόγω μοντέλο απορρίπτεται η υπόθεση της συγγραμμικότητας, καθώς η μέγιστη τιμή του δείκτη αυτού είναι 1,318.

10.4 Συμπεράσματα

Στο κεφάλαιο αυτό μελετήθηκε η σχέση διαφόρων μεταβλητών, που εντοπίζονται στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία, με την ποιότητα της ΕΔ.

Συγκεκριμένα, η ανάλυση παλινδρόμησης οδήγησε στη διαμόρφωση ενός μοντέλου, με αρκετά καλή προσαρμογή και απέδειξε ότι η ποιότητα της ΕΔ συνδέεται θετικά: (i) με τον δείκτη Tobin's Q, (ii) τον αριθμό των συνεδριάσεων του Δ.Σ., (iii) τον αριθμό των γυναικών που συμμετέχουν σε αυτό, (iv) το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών του και (v) τις πωλήσεις. Ωστόσο, επισημαίνεται και η ιδιαίτερα αρνητική συσχέτιση του δείκτη ΕΔ με τη μεταβλητή OWN_CEO, ήτοι της διοίκησης της εταιρείας από τον κύριο μέτοχο (ο κύριος μέτοχος είναι και ο διευθύνων σύμβουλος).

Τα ευρήματα αυτά αποκαλύπτουν πτυχές της ΕΔ, στην Ελλάδα, που δεν έχουν αναφερθεί σε προγενέστερες μελέτες, καθώς αναδεικνύουν μεταβλητές που συσχετίζονται, είτε θετικώς είτε αρνητικώς, με τον υπο αξιολόγηση δείκτη. Συγκεκριμένα, στις κυριότερες παρατηρήσεις συγκαταλέγεται η αρνητική σχέση μεταξύ της διοίκησης της εταιρείας από τον κύριο μέτοχο και της ποιότητας της ΕΔ³⁶⁶ και η θετική συσχέτιση που η τελευταία παρουσιάζει με τον δείκτη Tobin's Q.

³⁶⁶ Γεγονός που συνάδει και με τη βιβλιογραφία, καθώς, όπως αναφέρουν οι Fama και Jensen (1983), η αδυναμία διάκρισης του ρόλου του Διευθύνοντος Συμβούλου και του μεγαλομετόχου αυξάνει το κόστος αντιπροσώπευσης: "When a CEO is also a major shareholder in a firm, there is no real

Συγκρίνοντάς τα εν λόγω αποτελέσματα με τη μελέτη των Lazarides και Drimpetas (2011: 145), διαπιστώνεται για ακόμη μια φορά η θετική σύνδεση μεταξύ της ΕΔ και των μεταβλητών του μεγέθους της εταιρείας (πωλήσεις). Ωστόσο, διαφοροποίηση εντοπίζεται, τόσο στην ύπαρξη θετικής σχέσης της ΕΔ με τον δείκτη Tobin's Q, όσο και στην αρνητική σύνδεση μεταξύ της πρώτης με τη μεταβλητή της διοίκησης της εταιρείας από τον κύριο μέτοχο. Τέλος, αναδεικνύεται η ιδιαίτερη συμβολή των γυναικών και των συνεδριάσεων των μελών του Δ.Σ. στην ποιότητα της ΕΔ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

Το παρόν κεφάλαιο παρουσιάζει μία συνοπτική ανακεφαλαίωση των γενικών συμπερασμάτων, που προκύπτουν από τη μέχρι τώρα διερεύνηση του πεδίου της ΕΔ. Ειδικότερα, το πρώτο τμήμα παραθέτει εν συντομία τα σημαντικότερα σημεία και αποτελέσματα. Το δεύτερο τμήμα προτείνει μεταρρυθμίσεις, είτε σε επίπεδο επιχειρήσεων και επενδυτών είτε σε επίπεδο πολιτικής (νομοθετικούς, ρυθμιστικούς και εποπτικούς φορείς). Το τρίτο και τελευταίο τμήμα αποτυπώνει «ιδέες» για μελλοντική έρευνα και θέτει τους βασικούς περιορισμούς της εν λόγω μελέτης.

11.1 Εισαγωγή

Η ΕΔ είναι μια έννοια σχετικά καινούργια, που έχει κατορθώσει να αναδειχθεί σε ένα ιδιαίτερα προσφιλέσ πεδίο και σε σύντομο χρονικό διάστημα. Μελετώντας την πορεία ανάπτυξής της, κυρίως μέσα από τις δημοσιευμένες ερευνητικές εργασίες, διαπιστώνεται ένας δυναμικός (αυξανόμενος) ρυθμός. Ωστόσο, όμως, δεδομένης της πολυπλοκότητάς της, λαμβάνει διαφορετικές προσεγγίσεις, από διαφορετικούς επιστημονικά κλάδους και θεωρίες, δικαιολογώντας και την απουσία ενός κοινά αποδεκτού ορισμού.

Συγκεκριμένα, η διαφορετικότητα του συστήματος ΕΔ της εκάστοτε χώρας, αλλά και ο χρονικός παράγοντας, επιδρούν στη διαμόρφωση αρκετών θεωριών³⁶⁷, οδηγώντας στο συμπέρασμα της έλλειψης «χρυσών κανόνων», που να συμβάλλουν στη δημιουργία μιας επιτυχημένης «συνταγής» ΕΔ. Το γεγονός αυτό αντισταθμίζεται από τις βασικές αρχές του μανάτζμεντ, σύμφωνα με τις οποίες απαιτείται: i) ελευθερία διοίκησης της επιχείρησης, με τις ελάχιστες παρεμβολές και τη μέγιστη δυνατή παρακίνηση και ii) λογοδοσία για αυτήν.

Υπό αυτόν τον όρο, ενθαρρύνεται:

- Η δημιουργία ενός ξεχωριστού συστήματος, για κάθε χώρα, που θα εναρμονίζεται τόσο με την ιστορία και τον πολιτισμό της, όσο και με το επίπεδο της οικονομικής της ανάπτυξης (Naciri: 2008)³⁶⁸ και
- Η επίλυση οποιουδήποτε συγκρουσιακού προβλήματος, σε ένα σύστημα ΕΔ (κρατικό επίπεδο), με τη χρήση συγκεκριμένων κανόνων, που συνοψίζονται: 1^ο στον εντοπισμό του προβλήματος, 2^ο στη διατύπωση του στόχου, 3^ο στην επάνδρωση του κατάλληλου ανθρώπινου δυναμικού και 4^ο στην εφαρμογή συντονισμένης μακροχρόνιας στρατηγικής (μέσω ενός συνόλου φορέων: νομοθετικών, ρυθμιστικών και εποπτικών).

Επιπλέον, παρότι η ανάγκη της συμβολής της εμπειρικής βιβλιογραφίας³⁶⁹ στη διαμόρφωση μιας παγκόσμιας θεωρίας ΕΔ³⁷⁰ είναι έντονη, εντούτοις, η αδυναμία της

³⁶⁷ Παρατηρείται μια σύγκλιση στη θεωρία αντιπροσώπευσης.

³⁶⁸ Παραθέτουμε την ακριβή απόδοση του συγγραφέα : “The author argues that each country should be encouraged to build its own system of corporate governance which should be harmonized with its history, culture and the level of its economic development”.

³⁶⁹ Πέραν των εμφανών ελλείψεων εμπειρικών εργασιών, για αναδυόμενες οικονομίες, υπάρχουν αρκετά θέματα, με άλλοτε ξεκάθαρα και άλλοτε αντικρουόμενα ευρήματα, ως προς το τι αποτελεί καλή πρακτική για μία εταιρεία.

να αποτυπώσει επαρκώς, μέσω εμπειριστατωμένων μελετών³⁷¹, τη διακυβέρνηση των εταιρειών, σε χώρες όπως η Ελλάδα και η Ηπειρωτική Ευρώπη, αποτελεί σημαντικό περιορισμό, για την απόδοση λύσεων σε ένα τόσο λεπτό ζήτημα. Επομένως, για τη δημιουργία ενός συστήματος ΕΔ, προτείνεται είτε η ανάληψη πρωτοβουλίας από την ίδια την επιχείρηση, είτε η επιβολή του από την κοινωνία και το κράτος, ή και τα δύο (συνδυαστικά). Αντίστοιχα, στην περίπτωση των Δ.Ε.Κ.Ο. διαμορφώνεται η ανάγκη:

- ανάδειξης της ΕΔ, ως βασικό εργαλείο αλλαγής, αναδιάρθρωσης και εξορθολογισμού,
- προώθησης μιας ευρύτερης μεθόδου λήψης αποφάσεων, στην οποία η κυβέρνηση θα υποτάσσεται (Καρκατσούλης, 2004: 316) και
- Αποστροφής από το φιλανθρωπικό μοντέλο διακυβέρνησης.

Ωστόσο, όμως, η παρακίνηση της διαμόρφωσης μιας μεθοδολογίας αξιολόγησης της ΕΔ προήλθε μέσω της διερεύνησης των ακαδημαϊκών και εμπορικών δεικτών και της ανάδειξης τριών βασικών μεθοδολογικών προβλημάτων:

- Απουσία σύνδεσης των δεικτών ΕΔ με τα συστήματα που εξετάζουν,
- Έλλειψη θεωρητικού πλαισίου, για τη «δημιουργία» δεικτών ΕΔ και
- Ανυπαρξία «διαφάνειας», αναφορικά με τη στάθμιση που λαμβάνουν τα διάφορα κριτήρια και υποκριτήρια.

Για την αντιμετώπιση των περιορισμών της διαμόρφωσης δεικτών αξιολόγησης ΕΔ, η παρούσα διατριβή προτείνει το συνδυασμό τριών μεθοδολογικών βημάτων:

- Την τροποποιημένη Δελφική, για την επιλογή του αριθμού των κριτηρίων και του πλαισίου «άντλησης» των μεταβλητών.

³⁷⁰ Ο συντάκτης του περιοδικού Corporate Governance: An international Review αναφέρει, ως βασικό σκοπό ίδρυσης του περιοδικού, τη δημιουργία μίας Παγκόσμιας Θεωρίας περί ΕΔ. Και πράγματι, αυτό που συνάγεται απ' τη βιβλιογραφική επισκόπηση, ως «μοναδική λύση», είναι η δημιουργία περισσότερων μελετών, που να εστιάζουν και στις αναδυόμενες αγορές (όχι μόνο στις ανεπτυγμένες, όπως είθισται να συμβαίνει).

³⁷¹ Εν αντιθέσει του μεγάλου αριθμού των εμπειρικών και θεωρητικών μελετών που εφαρμόζονται, κυρίως, στις αγγλοσαξονικές χώρες (Η.Π.Α. και Η.Β.).

- Την Κλασική Θεωρία Μέτρησης, για την ανάλυση της στατιστικής καταλληλότητας των μεμονωμένων ερωτήσεων και του συνολικού υποδείγματος και
- Την Αναλυτική Ιεραρχική Προσέγγιση, για τη στάθμιση των κριτηρίων, των υποκριτηρίων και των μεταβλητών.

Τα αποτελέσματα της εν λόγω πρακτικής αναδεικνύουν, με τον πιο προφανή τρόπο, την ιδιαίτερη βαρύτητα που θα πρέπει να δίνουν οι επιχειρήσεις, βάσει της γνώμης τόσο των θεωρητικών όσο και των εμπειρικών, στα δικαιώματα των μετόχων και στη δημοσιοποίηση στην εταιρική τους ιστοσελίδα. Αντίστοιχη εντύπωση προκαλεί και το γεγονός της χαμηλής σημασίας του κριτηρίου των «Αμοιβών», που συνάδει τόσο με την πρακτική των εταιρειών όσο και με τη γνώμη των ειδικών.

Σε επίπεδο αξιολόγησης, διαπιστώνεται μια αρκετά μικρή βελτίωση στην ποιότητα της ΕΔ, από την προηγούμενη μελέτη των Florou και Galarniotis (2007), παρά την επιβολή της νομοθεσίας (για επιτροπή ελέγχου και δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης) και τη θέσπιση του νέου κώδικα του ΣΕΒ. Βέβαια, δε θα πρέπει να παραληφθεί το γεγονός ότι και στη δική μας μελέτη επιβεβαιώνεται η διαφοροποίηση της βαθμολογίας των εταιρειών, βάσει της κεφαλαιοποίησης, του κλάδου και της ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης.

Τέλος, η συμβολή της παρούσας διατριβής έγκειται και στον καθορισμό περαιτέρω σχέσεων της ποιότητας της ΕΔ με μεταβλητές όπως, η ύπαρξη γυναικών και ανεξάρτητων μελών στο Δ.Σ., ο αριθμός των συνεδριάσεων των μελών του, και ο δείκτης Tobin's Q (θετικές σχέσεις), ενώ επηρεάζεται και από τον παράγοντα της διοίκησης της εταιρείας από τον μεγαλομέτοχο (αρνητική επίδραση). Ωστόσο, σε κάθε περίπτωση, τα ευρήματα αυτά θα μπορούσαν να συμβάλλουν τόσο στην εξαγωγή συμπερασμάτων και στην παροχή κατεύθυνσης για μελλοντικές έρευνες, όσο και στη διαμόρφωση πολιτικών, από πλευράς εταιρειών και ρυθμιστικών φορέων, για τη βελτίωση της ποιότητας της ΕΔ.

11.2 Προτάσεις μεταρρυθμίσεων σε επίπεδο επιχειρήσεων, επενδυτών και πολιτικής

Οι επιχειρήσεις:

Θα πρέπει να δίνουν ιδιαίτερη έμφαση στα δικαιώματα των μετόχων και στην επικοινωνία των τελευταίων με την ανώτερη διοίκηση, χωρίς, ωστόσο, να παραβλέπουν την έγκαιρη και έγκυρη δημοσιοποίηση των πληροφοριών που τους αφορούν. Παράλληλα, θα πρέπει να εστιάζουν και στη διαμόρφωση κατάλληλων Δ.Σ., που να απαρτίζονται από ανεξάρτητα και διαφοροποιημένα μέλη. Ειδικότερα, συνίσταται να:

1. Προβλέπεται η διενέργεια των Γ.Σ. με τη χρήση ηλεκτρονικών μέσων και η εφαρμογή ανέξοδων τρόπων ψηφοφορίας, συμπεριλαμβανομένης της ηλεκτρονικής ψήφου (όπου είναι δυνατό) και της ψήφου δι' αλληλογραφίας (εφαρμόζοντας τις διατάξεις του άρθρου 6 του ν. 3884/2010),
2. Δίδεται έμφαση στην εκλογή ή επανεκλογή των μετόχων, σε τακτά χρονικά διαστήματα (τουλάχιστον κάθε 4 χρόνια),
3. Αποφεύγεται η συγκέντρωση της εξουσίας, υπό την έννοια της διοίκησης της εταιρείας από τον μεγαλομέτοχο και
4. Συμπεριλαμβάνεται μεγαλύτερο ποσοστό γυναικών στα Δ.Σ.

Οι Επενδυτές:

Θα πρέπει, κατά τη διαμόρφωση του χαρτοφυλακίου τους, να επιλέγουν εταιρείες που δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα στα δικαιώματά τους (π.χ. εταιρείες που εκλέγουν ή επανεκλέγουν τους μετόχους τους σε τακτά χρονικά διαστήματα κ.ο.κ.) και προωθούν τη διαφάνεια στις δηλώσεις τους. Η εφαρμογή αυτή είναι δυνατόν να συμβάλλει, σημαντικά, στην άμβλυνση του συγκρουσιακού προβλήματος που κυριαρχεί στην Ελλάδα και να «γεφυρώσει» τις διαφορές (μεταξύ μικρομετόχων και μεγαλομετόχων).

Επιπλέον, η προσεκτική ανάγνωση και η κατανόηση της δήλωσης ΕΔ της εταιρείας, εστιάζοντας στα θέματα της ανεξαρτησίας του Δ.Σ., του ποσοστού των κυριότερων μετόχων και του διαχωρισμού της θέσης του μεγαλομετόχου, από αυτής του Διευθύνοντος Συμβούλου, δύναται να προσδώσει ένα είδος δικλίδων ασφαλείας στην επένδυση και να δώσει το ερέθισμα στις επιχειρήσεις να βελτιώσουν την

ποιότητα της ΕΔ τους και να στραφούν στην ικανοποίηση των συμφερόντων των μικρομετόχων.

Η πολιτική παρέμβαση απαιτεί:

1. Την προώθηση συντονισμένης στρατηγικής³⁷², από ένα σύνολο φορέων (νομοθετικών, ρυθμιστικών, και εποπτικών), υπό την έννοια της ενίσχυσης της αποδοτικότητας και της αποτελεσματικότητας, λαμβάνοντας παράλληλα υπόψη το περιβάλλον, τα ιδιαίτερα στοιχεία του συστήματος και τις διάφορες πολιτισμικές επιρροές,
2. Την εφαρμογή της νομοθετικής πρωτοβουλίας, μόνο στις περιπτώσεις που υφίσταται κατάλληλος σχεδιασμός, ως προς την αντιμετώπιση του ιδιαίτερου συγκρουσιακού προβλήματος της Ελλάδας (σύγκρουση μικρομετόχων – μεγαλομετόχων),
3. Τη λήψη πρόσθετων μέτρων, για τη βελτίωση των παρεχόμενων, από τις δηλώσεις ΕΔ, πληροφοριών, παρέχοντας ρητή και συνοπτική πληροφόρηση των αρχών που εφαρμόζει, από τον κώδικα στον οποίον συμμορφώνεται (δημιουργία checklist στο τέλος της δήλωσης),
4. Την εφαρμογή συστήματος ελέγχου της εγκυρότητας των δηλώσεων ΕΔ των εταιρειών (έλεγχος ειλικρινούς δηλώσεως),
5. Τη λειτουργία ενός μη κερδοσκοπικού φορέα³⁷³, με σκοπό i) την προώθηση των αρχών ανεξαρτησίας, στη σύνθεση του Δ.Σ., ii) τη διοργάνωση σεμιναρίων και συζητήσεων, αναφορικά με τον ρόλο των ανεξάρτητων μελών (στο Δ.Σ.) και iii) τη δημιουργία βάσης δεδομένων για υποψήφια ανεξάρτητα μέλη, στην οποία θα μπορεί οποιαδήποτε επιχείρηση να ανατρέξει,
6. Τη δημιουργία ενός φορέα αξιολόγησης της ποιότητας της ΕΔ των εισηγμένων εταιρειών, που συνεργαζόμενος με το Χ.Α.Α. και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, θα δημοσιοποιεί, σε τακτά χρονικά διαστήματα, στοιχεία για την πορεία τους. Η πρακτική αυτή θα συμβάλλει τόσο στην ακαδημαϊκή έρευνα (μέσω της παροχής βάσεως δεδομένων), όσο και στον ουσιαστικό έλεγχο των επιχειρήσεων, που θα λογοδοτούν για τις δημοσιοποιήσεις της ΕΔ τους και

³⁷² Η στρατηγική πρέπει να στοχεύει και στην «επιμόρφωση των φορέων ενάσκησης επιχειρηματικής δραστηριότητας, ώστε αυτοί να αντιληφθούν τις ευεργετικές συνέπειες της υιοθέτησης κανόνων ορθής εταιρικής διακυβέρνησης» (Μούζουλας, 2003: 18).

³⁷³ Η εν λόγω πρακτική έχει υιοθετηθεί από τη λειτουργία της PRO NED στο Η.Β. (Monks and Minow, 2004: 241).

7. Τη διαμόρφωση ενός Εθνικού Θεσμικού Κώδικα, που θα αυξάνει την επιρροή για την εφαρμογή βέλτιστων πρακτικών ΕΔ.

11.3 Περιορισμοί της έρευνας

Στο σημείο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι, παρότι έχει καταβληθεί η μέγιστη δυνατή προσπάθεια, ώστε ο σχεδιασμός της έρευνας και τα αποτελέσματά της να είναι αξιόπιστα και έγκυρα, υπάρχουν τέσσερις περιορισμοί που θα πρέπει να ληφθούν υπόψη κατά την ερμηνεία τους:

1. **Η αξιολόγηση βασίστηκε σε κώδικες ΕΔ, αντί διάσπαρτων εμπειρικών ερευνών**, καθώς η εν λόγω πρακτική είναι συνηθέστερη κατά τη διαμόρφωση ενός δείκτη (από το σύνολο των ερευνητών). Εναλλακτικά, τα αποτελέσματα δε θα μπορούσαν να είναι συγκρίσιμα, δεδομένου ότι οι εμπειρικές μελέτες, περί εσωτερικών συστημάτων ΕΔ, είναι ελάχιστες (ηπειρωτική Ευρώπη, Ελλάδα).
2. **Η στάθμιση αποδόθηκε εξωγενώς, παρέχοντας ενδείξεις για την επίλυση του συγκρουσιακού προβλήματος στην Ελλάδα**. Ωστόσο, όμως, η επικύρωσή της μέσω δύο διαφορετικών δειγμάτων (εμπειρικών και ακαδημαϊκών) μειώνει τους όποιους περιορισμούς.
3. **Η αξιοπιστία των δηλώσεων ΕΔ, που προκύπτει από τη λεκτική διατύπωση**. Ο περιορισμός αυτός εξαλείφθηκε, σε σημαντικό βαθμό, μέσω της ανάλυσης περιεχομένου και της χρησιμοποίησης δυο βαθμολογητών (coders).
4. **Η απουσία διαχρονικότητας στην ανάλυση**, καθώς ήταν αδύνατη η συλλογή αξιόπιστων στοιχείων για περισσότερα χρόνια (μιας και η υποχρέωση αναφοράς δήλωσης ΕΔ, στις ετήσιες εκθέσεις, επιβλήθηκε το Σεπτέμβριο του 2010, με τον ν. 3873/2010).

11.4 Προτάσεις για μελλοντική έρευνα

Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω συμπεράσματα, καθώς και τους περιορισμούς που διαμορφώνονται, οι προτάσεις για μελλοντική έρευνα θα μπορούσαν να αφορούν:

- Την επέκταση της μεθοδολογίας και σε άλλες χρηματιστηριακές αγορές, προκειμένου να δημιουργηθεί ένα κοινό πεδίο σύγκρισης των αποτελεσμάτων,
- Τη διεύρυνση του χρονικού ορίζοντα και την περαιτέρω διερεύνηση της σχέσης της ΕΔ με i) τη χρηματοοικονομική απόδοση των εταιρειών, ii) το διανοητικό κεφάλαιο και iii) την πιθανότητα πτώχευσης,
- Την εφαρμογή της θεωρίας Απόκρισης Ερωτημάτων στην κατασκευή ενός δείκτη ΕΔ, λαμβάνοντας μεγαλύτερο δείγμα εταιρειών ή εφαρμόζοντας κατάλληλες διαδικασίες προσομοίωσης σε μικρότερα (δείγματα),
- Τη μελέτη της αλληλεπίδρασης των μηχανισμών της ΕΔ, με τη χρήση δομικών εξισώσεων (Structural Equation Modeling – SEM),
- Την κατανόηση των βαθύτερων αιτιών επιλεκτικής συμμόρφωσης των εταιρειών με του κώδικες ΕΔ, χρησιμοποιώντας ποιοτικές μεθόδους, όπως ημι-δομημένες συνεντεύξεις με εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη των Δ.Σ. (η εν λόγω μελέτη θα συμβάλλει συνάμα και στην εμβάθυνση της θεωρίας νομιμότητας – Legitimacy Theory).

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Ackerman, T.A.** (1994). Using multidimensional item response theory to understand what items and tests are measuring. *Applied measurement in education*, 7 (4), pp. 255 – 278.
- Ackerman, T.** (1996). Graphical representation of multidimensional item response theory analyses. *Applied psychological measurement*, 20 (4), pp. 311 – 329.
- Adams, R. B. and Ferreira, D.** (2008). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. [online]. Διαθέσιμο στο SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1107721>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 15 Νοεμβρίου 2011].
- Adler, M. and Ziglio, E.** (1996). *Gazing into the oracle: the Delphi method and its application to social policy and public health*. London: Jessica Kingsley Publishers.
- Agrawal, A. and Chadha, S.** (2003). Corporate governance and accounting scandals. *Working Paper*, Culverhouse College of Business, University of Alabama.
- Agrawal, A. and Knoeber, Ch.R.** (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (3), pp. 377 – 397.
- Aguilera, R.V. and Cuervo-Cazurra, A.** (2004). Codes of good governance worldwide: what is the Trigger? *Organizational Studies*, 25, pp. 415 – 443.
- Aivazian, V. Ge, Y. and Qiu, J.** (2005a). Corporate governance and manager turnover: an unusual social experiment. *Journal of Banking and Finance*, 29 (6), pp. 1459 – 1481.
- Aivazian, V. Ge, Y. and Qiu, J.** (2005b). Can corporatization improve the performance of state-owned enterprises even without privatization? *Journal of Corporate Finance*, 11 (5), pp. 791 – 808.
- Albrow, M.** (1984). *Bureaucracy*. London: Macmillan.
- Alchian, A.A. and Demsetz, H.** (1972). Production, information costs and economic Organisation. *American Economic Review*, 62 (5), pp. 777 – 795.
- Alexander, J.A. Morlock, L.L. and Gifford, B.D.** (1988). The effects of corporate restructuring on hospital policymaking. *Health Services Research*, 23 (2), pp. 311 – 327.
- Alexander, J.A. and Weimer, B.J.** (1998). The adoption of the corporate governance model by nonprofit organizations. *Nonprofit Management & Leadership*, 8 (3), pp. 223 – 242.

- Allegrini, M. and Greco, G.** (2013). Corporate boards, audit committees and voluntary disclosure: evidence from Italian Listed Companies. *Journal of Management & Governance*, 17 (1), pp. 187 – 216.
- Allen, T.H.** (1978). *New methods in social science: policy sciences and future research*. New York: Praeger Publishing.
- Allen, F. and Gale, D.** (1999). Corporate Governance and Competition. *Working paper*, The Wharton School University of Pennsylvania.
- Allen, F. and Gale, D.** (2002). A comparative theory of corporate governance. Wharton School University of Pennsylvania Philadelphia, 03-27. [online]. Διαθέσιμο: <<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/03/0327.pdf>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 10 Νοεμβρίου 2011].
- Allen, M.J. and Yen, W.M.** (1979). *Introduction to measurement theory*. Monterey, CA: Brooks/Cole.
- Aluchna, M.** (2009). Does good corporate governance matter? Best practice in Poland. *Management Research News*, 32 (2), pp. 185 – 198.
- Alves, C. and Mendes, V.** (2004). Self-Interest on mutual fund management: evidence from the Portuguese market. FEP Working Papers 162, Universidade do Porto, Faculdade de Economia do Porto.
- AMF Report (2004).** *AMF report on information published by public securities issuers and internal control procedures*. [online]. Διαθέσιμο: <http://www.amf-france.org/documents/general/5861_1.pdf> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 3 Φεβρουαρίου 2012].
- Amihud, Y. and Lev, B.** (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *Bell Journal of Economics*, 12, pp. 605 – 617.
- Anderson, R.M., Hobbs, B.F. and Bell, M.L.** (2002). Multi-objective decision-making in negotiation and conflict resolution, in *Encyclopedia of Life Support Systems*. Oxford, UK: EOLSS Publishers Co. Ltd.
- Anderson, C.A. and Anthony, R.N.** (1986). *The New corporate directors*. New York, NY: John Wiley & Sons.
- Andrade, G. and Stafford, E.** (2004). Investigating the economic role of mergers. *Journal of Corporate Finance*, 10 (1), pp. 1 – 36.
- Andrade, G. Mitchell, M. and Stafford, E.** (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), pp. 103 – 120.

- Andrews, K.R.** (1987). *The Concept of Corporate Strategy*. 3rd ed. Homewood, U.S.A.: Irwin.
- Antony, M.M. and Barlow, D.H.** (2010). *Handbook of assessment and treatment planning for psychological disorders*. 2nd ed. United States of America: The Guilford Press.
- Aoki, M.** (2000). *Information corporate governance, and institutional diversity: competitiveness in Japan, the USA, and the transitional economies*. New York: Oxford University Press.
- Apostolou, A.K.** (2012). Voluntary accounting disclosure and market risk: some evidence from Greek listed companies. Στο: *Συμβουλές στη Λογιστική Έρευνα I: Επιστημονικές Μελέτες προς τιμήν του ομότιμου καθηγητού Γ. Καρούση*. Αθήνα: Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών, pp. 213 – 233.
- Arbouw, J.** (1997). Government boards: Where to now? *Company Director*, 13 (7), pp. 8 – 15.
- Armstrong, J.S.** (1985). *Long Range Forecasting: From crystal ball to computer*. 2nd ed. New York: Wiley. [online]. Διαθέσιμο: <http://forprin_old.dev.zoe.co.nz/Long-Range%20Forecasting/LR01-jsa.pdf> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 5 Νοεμβρίου 2011].
- Asonitis, S. and Kostagiolas P.A.** (2009). An analytic hierarchy approach for intellectual capital: evidence from the Greek central public libraries. *Library Management*, 31 (3), pp. 145 – 161.
- Aucoin, P.** (1990). Administrative reform in public management: paradigms, principles, paradoxes and pendulums. *Governance: an International Journal of Policy and Administration*, 3, pp. 115 – 137.
- Ayyub, B.M.** (2001). *Elicitation of Experts Opinions for Uncertainty and Risks*. London: CRC Press.
- Baker, F.B.** (2001). *The basics of Item Response Theory*. 2nd ed. College Park, MD: ERIC Clearinghouse on Assessment and Evaluation, University of Maryland.
- Baker, H.K. and Anderson, R.** (2010). *Corporate governance: a synthesis of theory, research, and practice*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Baliga, B.R. Moyer, R.C. and Rao, R.S.** (1996). CEO duality and firm performance: What's the fuss? *Strategic Management Journal*, 17 (1), pp. 41 – 43.

Balling, M. Holm, C. and Poulsen, T. (2006). Corporate governance as a means to reduce asymmetric information. *Working Paper*, Aarhus School of Business. [online].

Διαθέσιμο:

<<https://research.mbs.ac.uk/accounting-finance/Portals/0/docs/2007/ClausHolm.pdf>>

[Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 22 Ιουνίου 2011].

Barca, F. and Becht, M. (2001). *The control of corporate Europe*. New York: Oxford University Press.

Barker, R.M. (2011). *Corporate governance, competition, and political parties: explaining corporate governance change in Europe*. New York, NY: Oxford University Press.

Barrett, P. (1997). Corporate governance and accountability for performance. *A Joint Seminar by IPAA and ASCPAs as part of a Panel Discussion on 'Governance and the Role of the Senior Public Executive'*, Canberra. [online]. Διαθέσιμο:

<http://www.anao.gov.au/~media/Uploads/Documents/corporate_governance_and_a_ccountability_for_performance.pdf>

[Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 14 Ιανουαρίου 2011].

Bartholomew, D.J. Steele, F. Moustaki, I. and Galbraith, J.I. (2011). *Ανάλυση πολυμεταβλητών τεχνικών στις κοινωνικές επιστήμες*. 2^η αμερικάνικη έκδ. Αθήνα: Κλειδάριθμος.

Barua, A. Rama, D.V. and Sharma, V. (2010). Audit committee characteristics and investment in internal auditing. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29 (5), pp. 503 – 513.

Basak, I. (1988). When to combine group judgments and when not to in the analytic hierarchy process: A new model. *Mathematical Computation Modelling*, 10 (6), pp. 395 – 404.

Bassett, M. Koh, P.S. and Tuticci, I. (2007). The association between employee stock option disclosures and corporate governance: Evidence from an enhanced disclosure regime. *The British Accounting Review*, 39 (4), pp. 303 – 322.

Basu, A. Lal, R. Srinivasan, V. and Staelin, R. (1985). Sales-force compensation plans: an agency theoretic perspective. *Marketing Science*, 4, pp. 267 – 291.

Bauer, R. Gunster, N. and Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: the effect on stock returns, firm value, and performance. *Journal of Asset Management*, 5, pp. 91 – 104.

- Baums, T.** (1992). Corporate governance in Germany: the role of banks. *The American Journal of Comparative Law*, 40 (2), pp. 503 – 526.
- Baysinger, B.D. and Butler, H.N.** (1985). Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics & Organization*, 1 (1), pp. 101 – 124.
- Baysinger, B.D. and Hoskisson, R.E.** (1990). The composition of boards of directors and strategic control: effects on corporate strategy. *Academy of Management Review*, 15 (1), pp. 72 – 87.
- Bean, J.W.Jr.** (1999). *The audit committees roadmap*. [online]. Διαθέσιμο: <<http://www.journalofaccountancy.com/issues/1999/jan/bean.htm>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 5 Μαΐου 2011].
- Bebchuk, L. Cohen, A. and Ferrell, A.** (2009). What matters in corporate governance? *The Review of Financial Studies*, 22 (2), pp. 783 – 827.
- Bebchuk, L.A. and Fried, J.M.** (2003). Executive compensation as an Agency Problem. *Law and Economics Workshop*, pp. 1 – 25. [online]. Διαθέσιμο: <<http://escholarship.org/uc/item/4fc8q4f8>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 2 Ιουνίου 2011].
- Beekes, W. and Brown, P.** (2005). Do better governed Australian firms make more 21 informative disclosures. Working paper, Lancaster University. [online]. Διαθέσιμο: <<http://www.lums.lancs.ac.uk/files/accounting/5470.pdf>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 12 Μαρτίου 2010].
- Behn, R.D.** (1998). The new public management paradigm and the search for democratic accountability. *International Public Management Journal*, 1 (2), pp. 131 – 164.
- Belton, V. and Gear, T.** (1982). On a shortcoming of Saaty's method of analytic hierarchies. *Omega*, 11, pp. 228 – 230.
- Ben-Ner, A.** (1993). Organizational reform in central and eastern Europe: a comparative perspective. *Annals of Public and Cooperative Economy*, 64 (3), pp. 329 – 366.
- Berle, A.Jr. and Means, G.C.** (1932). *The Modern Corporation and private property*. New York, NY: Transaction Publishers.
- Bezes, P. et al.** (2012). New public management and professional in the public sector. What new patterns beyond opposition. *Sociologie du Travail*, 54, pp. e1 – e52.

- Bhagat, S. and Black, B.** (2002). The non-correlation between board independence and long term performance. *Journal of Corporation Law*, 27, pp. 231 – 274.
- Bhagat, S. and Bolton, B.J.** (2007). Corporate governance and firm performance. [online]. Διαθέσιμο στο SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1017342>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 10 Φεβρουαρίου 2012].
- Bhattacharya, S.** (1979). An Exploration of Nondissipative Dividend Signaling Structures. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 14 (4), pp. 667 – 668.
- Bhusan N. and Rai K.** (2004). *Strategic decision making: applying the analytic hierarchy process*. United Kingdom: Springer.
- Bihari, E.** (2008). Information security governance and Boards of Directors: are they compatible? Proceedings of 6th *Australian Information Security Management Conference*, 1 – 3 Δεκεμβρίου 2008, Edith Cowan University, Perth, Western Australia. [online]. Διαθέσιμο: <<http://igneous.scis.ecu.edu.au/proceedings/2008/aism/Bihari%20Information%20Security%20Governance.pdf>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 5 Νοεμβρίου 2011].
- Bilimoria, D. and Piderit, S.K.** (1994). Board committee membership: effects of sex-based bias. *Academy of Management Journal*, 37 (6), pp. 1453 – 1477.
- Birnbaum, A.** (1968). Some latent trait models and their use in inferring an examinee's ability. Στο: F.M. Lord and M.R. Novick (eds.), *Statistical theories of mental test scores*, Reading, Mass: Addison-Wesley, pp. 397 – 479.
- Black, B.** (2001). The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review*, 2 (2), pp. 89 – 108.
- Black, J. and Champion, D.J.** (1976). *Methods and issues in social research*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Black, B.S. Jang, H. and Kim, W.** (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *The Journal of Law, Economics & Organization*, 22 (2), pp. 366 – 413.
- Blanchard, O.** (2012). *Μακροοικονομική*. Μετάφραση από τα αγγλικά από τον Χ. Νίκα. 5^η έκδ. Αθήνα: Επίκεντρο.
- Bliss, M.A.** (2011). Does CEO duality constrain board independence? Some evidence from audit pricing. *Accounting & Finance*, 51 (2), pp. 361 – 380.
- Bodin, L. and Gas, S.I.** (2003). On teaching the analytic hierarchy process. *Computers and Operations Research*, 30 (10), pp. 1487 – 1497.

- Borins, S.** (1995). The new public management is here to stay. *Canadian Public Administration*, 38 (1), pp. 122 – 132.
- Borokhovich, K.A. Parrino, R. and Trapani, T.** (1996). Outside directors and CEO selection. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (3), pp. 337 – 355.
- Botosan, C.A.** (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72 (3), pp. 323 – 349.
- Bouton, D.** (2002). *Promoting better corporate governance in listed companies*. [online]. Διαθέσιμο: <http://www.ecgi.org/codes/documents/rapport_bouton_en.pdf> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 10 Φεβρουαρίου 2012].
- Bowen, H.R.** (1953). *Social responsibilities of the businessman*. New York, NY: Harper.
- Box, R.** (1999). Running government like a business. *American Review of Public Administration*, 29 (1), pp. 19 – 43.
- Boycko, M. Shleifer, A. and Vishny, R.** (1995). *Privatizing Russia*. Cambridge, MA: The MIT Press.
- Boycko, M. Shleifer, A. and Vishny, R.W.** (1996). A theory of privatization. *The Economic Journal*, 106 (435), pp. 309 – 319.
- Bozec, R. and Bozec, Y.** (2011). The use of governance indexes in the governance-performance relationship literature: international evidence. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 29 (1), pp. 79 – 98.
- Bozec, R. Zéghal, D. and Boujenoui, A.** (2004). The effect of the reform of Canadian state-owned enterprises on major corporate governance mechanisms. *Australian Journal of Public Administration*, 63 (2), pp. 79 – 94.
- Braeken J. and Tuerlinckx F.** (2009). Investigating latent constructs with item response models: a MATLAB IRTm toolbox. *Behavior Research Methods*, 41 (4), pp. 1127 – 1137.
- Braiotta, L.Jr.** (1999). *The audit committee handbook*. 3rd ed. New York, NY: John Wiley & Sons Inc.
- Brammer, S.J. Millington, A. and Pavelin, S.** (2009). Corporate reputation and women on the board. *British Journal of Management*, 20 (1), pp. 17 – 29.
- Brealey, R.A. and Myers, S.C.** (2003). *Principles of Corporate Finance*. 7th ed. International edition, New York, NY: McGraw-Hill.

- Brickley, J.A. Bhagat, S. and Lease, R.C.** (1985). The impact of long-range managerial compensation plans on shareholder wealth. *Journal of Accounting and Economics*, 7 (1-3), pp. 115 – 129.
- Brickley, J.A. Coles, J.L. and Jarrell, G.** (1997). Leadership structure: separating the CEO and Chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, 3 (3), pp. 189 – 220.
- Brickley, J.A. Coles, J.L. and Terry, R.L.** (1994). Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics*, 35 (3), pp. 371 – 390.
- Brickley, J.A. and Zimmerman, J.L.** (2010). Corporate governance myths: comments on Armstrong, Guay, and Weber. *Journal of Accounting and Economics*, 50 (2-3), pp. 235 – 245.
- Bronson, S.N. Carcello, J.V. Hollingsworth, C.W. and Neal, T.L.** (2009). Are fully independent audit committee really necessary? *Journal of Accounting and Public Policy*, 28 (4), pp. 265 – 280.
- Brown, L.D. and Caylor, M.L.** (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25 (4), pp. 409 – 434.
- Brown, J.D. and Hudson, T.** (2002). *Criterion referenced language testing*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Brüggen, A. Vergauwen, P. and Dao, M.** (2009). Determinants of intellectual capital disclosure: evidence from Australia. *Management Decision*, 47 (2), pp. 223 – 245.
- Bruyat, C. and Julien, P.A.** (2000). Defining the field of research in entrepreneurship. *Journal of Business Venturing*, 16, pp. 165 – 180.
- Bryman, B. and Bell, E.** (2011). *Business research methods*. 3rd ed., Oxford: Oxford University Press.
- Buchheit, S. Collins, D. and Reitenga, A.** (2002). A cross-discipline comparison of top-tier academic journal publication rates: 1997–1999. *Journal of Accounting Education*, 20 (2), pp. 123 – 130.
- Burke, F.M. Guy, D.M. and Tatum, K.W.** (2001). *Audit committees: a guide for directors, management, and consultants*. New York, NY: Aspen publishers.
- Burrough, B. and Helyar, J.** (1990). *Barbarians at the gate: the fall of RJR Nabisco*. New York, NY: HarperBusiness Essentials.

- Bushee, B.J. and Noe, C.F.** (2000). Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research*, 38, pp. 171 – 202.
- Byrd, J. and Hickman, A.** (1992). Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32 (2), pp. 195 – 221.
- Cabral, L.** (2003). *Βιομηχανική οργάνωση*. Μετάφραση από τα αγγλικά από την Α. Σακκά. Αθήνα: Κριτική.
- Cadbury, A.** (2002). *Corporate governance and chairman: a personal view*. Oxford: Oxford University Press.
- Cadbury Committee Report** (1992). *Report of the Cadbury Committee on the financial aspects of corporate governance*. United Kingdom, UK: Gee Professional Publishing Ltd.
- CalPERS** (1999). *Global corporate governance principles*. [online]. Διαθέσιμο: <http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=144> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 10 Ιανουαρίου 2011].
- Campbell, K. and Mínguez-Vera, A.** (2008). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of Business Ethics*, 83 (3), pp. 435 – 451.
- Carati, G. and Tourani, A.** (2000). Convergence of corporate governance systems. *Managerial Finance*, 26 (10), pp. 66 – 83.
- Carcello, J.V. and Neal, T.L.** (2000). Audit committee composition and auditor reporting. *The Accounting Review*, 75 (4), pp. 453 – 467.
- Carroll, A.B.** (1999). Corporate social responsibility: evolution of a definitional construct. *Business Society*, 38 (3), pp. 268 – 295.
- Carter, D.A. Simkins, B.J. and Simpson, W.G.** (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *The Financial Review*, 38 (1), pp. 33 – 53.
- Charkham, J. and Simpson, A.** (1999). *Fair shares: the future of shareholder power and responsibility*. New York: Oxford University Press.
- Cheung, Y.J. Connelly, J.T. Jiang, P. and Limpaphayom, P.** (2011). Does corporate governance predict future performance? Evidence from Hong Kong. *Financial Management*, 40 (1), pp. 159 – 197.
- Cheung, Y.L. Connelly, J.T. Limpaphayom, P. and Zhou, L.** (2007). Do investors really value corporate governance? Evidence from the Hong Kong market. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 18 (2), pp. 86 – 122.

- Cheung, Y.L. Jiang, P. Limpaphayom, P. and Lu, T.** (2008). Does corporate governance matter in China? *China Economic Review*, 19, pp. 460 – 479.
- Cheung, Y.L. Jiang, P. Limpaphayom, P. and Lu, T.** (2010). Corporate Governance in China: a Step Forward. *European Financial Management*, 16(1), 94-123.
- Cheung, Y.L. Stouraitis, A. Tan, W.** (2011). Corporate governance, investment, and firm valuation in Asian emerging markets. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 22 (3), pp.246 – 273.
- Chevallier, J.** (1993). *Διοικητική επιστήμη*. Μετάφραση από τα γαλλικά από τους Β.Π. Ανδρουλάκη και Β.Ν. Σουλανδρού. Αθήνα: Αντ. Ν. Σάκκουλα.
- Chhaochharia, V. and Laeven, L.** (2008). *The invisible hand in corporate governance*. Unpublished working paper, the World Bank and IMF.
- Claessens, S. Djankov, S. and Lang, L.H.P.** (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 81 – 112.
- Coase, R.H.** (1937). The Nature of the firm. *Economica*, N.S. 4 (16), pp. 386-405.
- Coles, J.L. and Hesterly, W.S.** (2000). Independence of the chairman and board composition: firm choices and shareholder value. *Journal of Management*, 26 (2), pp. 195 – 214.
- Coles, J.L. Daniel, N.D. and Naveen, L.** (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87, pp. 329 – 356.
- Coles, J.W. McWilliams, V.B. and Sen, N.** (2001). An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. *Journal of Management*, 27 (1), pp. 23 – 50.
- Colley, J.L. Doyle, J.L. Stettinius, W. and Logan, G.** (2003). *Corporate governance*. New York: McGraw-Hill.
- Combined Code** (2010). [online]. Διαθέσιμο: http://www.ecgi.org/codes/documents/uk_cgc_june_2010_en.pdf [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 25 Μαΐου 2011].
- Comrey, A.L. and Lee, H.B.** (1992). *A first course in factor analysis*. 2nd ed. Hillsdale, New Jersey: Lawrence Erlbaum.
- Conyon, M.J. and Peck, S.I.** (1998a). Board size and corporate performance: evidence from European countries. *The European Journal of Finance*, 4 (3), pp. 291 – 304.

- Canyon, M.J. and Peck, S.I.** (1998b). Board control remuneration committees and top management compensation. *The Academy of Management Journal*, 41 (2), pp. 146 – 157.
- Cooke, D.J. and Michie, C.** (1997). An item response theory analysis of the Hare Psychopathy Checklist – Revised. *Psychological Assessment*, 9 (1), pp. 3 – 14.
- Core, J.E. Gay, W. and Larcker, D.F.** (2003). Executive equity compensation and incentives: a survey. *Economic Policy Review*, 9 (1), pp. 27 – 50.
- Core, J.E. Guay, W.R. and Rusticus, T.** (2006). Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectation. *The Journal of Finance*, 61 (2), pp. 655 – 687.
- Core, J.E. Holthausen, R.W. and Larcker, D.F.** (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51, pp. 371 – 406.
- Costello, A. B. and Osborne, J.** (2005). Best practices in exploratory factor analysis: four recommendations for getting the most from your analysis. *Practical Assessment Research & Evaluation*, 10 (7), pp. 1 – 9. [online]. Διαθέσιμο: <<http://pareonline.net/getvn.asp?v=10&n=7>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 18 Ιανουαρίου 2012].
- Coughlan, A.T. and Schmidt, R.M.** (1985). Executive compensation, management turnover, and firm performance: an empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics*, 7 (1-3), pp. 43 – 66.
- Council of Institutional Investors** (2002). *Core policies, general principles, positions & explanatory notes*. [online]. Διαθέσιμο: <http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=139> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 3 Μαρτίου 2012].
- Cremers, K.J.M. and Nair, V.B.** (2005). Governance mechanisms and equity prices. *The Journal of Finance*, 60 (6), pp. 2859 – 2894.
- Crosan, R. and Buchan, N.** (1999). Gender and culture: international experimental evidence from trust games. *The American Economic Review*, 89 (2), pp. 386 – 391.
- 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), pp. 84 – 93.

- Cuervo-Cazurra, A. and Aguilera, R.** (2004). The Worldwide Diffusion of Codes of Good Governance. Στο: Grandori, A. (ed.), *Corporate Governance and Firm Organization*. Oxford: Oxford University Press.
- Daft, R.L.** (2006). *The new era of management*. United Kingdom: Thomson South-Western.
- Dahlsrud, A.** (2006). How corporate social responsibility is defined: and analysis of 37 definitions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15 (1), pp. 1 – 13.
- Dahya, J. McConnell, J.J. and Travlos, N.G.** (2002). The Cadbury Committee, corporate performance and top management turnover. *Journal of Finance*, 57 (1), pp. 461 – 483.
- Daily, C.M. Certo, S.T. and Dalton, D.R.** (1999). A decade of corporate women: some progress in the boardroom, none in the executive suite. *Strategic Management Journal*, 20 (1), pp. 93 – 99.
- Daily, C.M. and Dalton, D.R.** (1994). Corporate governance and the bankrupt firm: An empirical assessment. *Strategic Management Journal*, 15 (8), pp. 643 – 654.
- Daines, R.M. Gow, I.D. and Larcker, D.F.** (2010). Rating the ratings: How good are commercial governance ratings? *Journal of Financial Economics*, 98 (3), pp. 439 – 461.
- Dalkey, N.C.** (1969). *The Delphi method: an experimental study of group opinion*. [online]. Διαθέσιμο: <http://192.5.14.43/content/dam/rand/pubs/research_memoranda/2005/RM5888.pdf> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 4 Ιουνίου 2012].
- Dalkey, N.C.** (2003). *The Delphi methodology*. [online]. Διαθέσιμο: <www.fernuni-hagen.de/ZIFF/v2-ch45a.htm> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 5 Νοεμβρίου 2011].
- Dalkey, N.C. and Helmer, O.** (1963). An experimental application of the Delphi method to the use of experts. *Management Science*, 9 (3), pp. 458 – 467.
- Dalton, D.R. Daily, C.M. Ellstrand, A.E. and Johnson, J.L.** (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19 (3), pp. 269 – 290.
- Davis, J.H. Schoorman, F.D. and Donaldson, L.** (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22 (1), pp. 20 – 47.

- Dayton, K.N.** (1984). Corporate governance: The other side of the coin. *Harvard Business Review*, 62, pp. 34 – 37.
- De Anca, C.** (2008). Women on corporate boards of directors in Spanish listed companies. Στο: Vinnicombe, S., Singh, V., Burke, R., Bilimoria, D. and Huse, M. (eds.) *Women on corporate boards of directors: international research and practice*, pp. 96 – 107. Cheltenham: Edward Elgar.
- De Andres, P. Azofra, V. and Lopez, F.** (2005). Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review*, 13 (2), pp. 197 – 210.
- Dechow, P.M. and Sloan, R.G.** (1991). Executive Incentives and the Horizon Problem: An Empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics*, 14 (1), pp. 51 – 89.
- Dechow, P.M. Sloan, R.G. and Sweeney, A.P.** (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13 (1), pp. 1 – 36.
- De Jong, A. DeJong, D.V. Mertens, G. and Wasley, C.E.** (2005). The role of self-regulation in corporate governance: evidence and implications from the Netherlands. *Journal of Corporate Finance*, 11 (3), pp. 473 – 503.
- De la Torre, J. and Hong Y.** (2010). Parameter estimation with small sample size: a higher-order IRT model approach. *Applied Psychological Measurement*, 34 (4), pp. 267 – 285.
- Delbeq, A. Van de Ven, A. and Gustafson, D.H.** (1975). *Group techniques for program planning: a guide to nominal group and Delphi processes*. Glenview, U.S.A.: Scott, Foresman and Company.
- DeLeon, L. and Denhardt, R.B.** (2000). The political theory of reinvention. *Public Administration Review*. 60 (2), pp. 89 – 97.
- Deli, D.N. and Gillan, S.L.** (2000). On the demand for independent and active audit committees. *Journal of Corporate Finance*, 6 (4), pp. 427 – 445.
- Delves, D.P.** (2011). *Principles-Based corporate governance and the development of principles for the governance of executive compensation*. Doctoral Dissertation, Fielding Graduate University, UMI 3461365. [online]. Διαθέσιμο: <<http://udini.proquest.com/view/principles-based-corporate-pqid:2409601361/>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 10 Νοεμβρίου 2012].

- Demirguc-Kunt, A. and Maksimovic, V.** (1998). Law, finance and firm growth. *The Journal of Finance*, 53 (6), pp. 2107 – 2137.
- Demsetz, H. and Lehn, K.** (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93, pp. 1155 – 1177.
- Demski, J. and Feltham, G.** (1978). Economic incentives in budgetary control systems. *Accounting Review*, 53, pp. 336 – 359.
- Denhardt, R. and Denhardt, J.** (2000). The new public service: serving rather than steering. *Public Administration Review*, 60 (6), pp. 549 – 559.
- Denis, D.K. and McConnell, J.J.** (2003). International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 (1), pp. 1 – 36.
- Dennis J.D.** (2000). Managerial Discipline and Corporate Restructuring following Performance Declines. *Journal of Financial Economics*, 55, pp. 391 – 424.
- Dodgson, J. Spackman, M. Pearman, A. and Phillips, L.** (2001). *Multicriteria Analysis: a manual*. Department for environment, food and rural affairs, London.
- Doidge, C. Karolyi, A. and Stulz, R.M.** (2007). Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics*, 86, pp. 1 – 39.
- Donaldson, L. and Davis, J.H.** (1989). *CEO governance and shareholder returns: Agency theory or stewardship theory*. Paper presented at the annual meeting of the Academy of Management, Washington, DC.
- Donaldson, L. and Davis, J.H.** (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns, *Australian Journal of Management*, 16, pp. 49 – 64.
- Donnelly, M. Wisniewski, M. Dalrymple, J.F. and Curry, A.C.** (1995). Measuring service quality in local government: the SERVQUAL approach. *International Journal of Public Sector Management*, 8 (7), pp. 15 – 20.
- Drobetz, W. Schillhofer, A. and Zimmermann, H.** (2004). Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany. *European Financial Management*, 10 (2), pp. 267 – 293.
- Drucker, P.E.** (1973). Managing in the public service institution. *The Public interest*, 33, pp. 43 – 60.
- Dubnick, M.J.** (2005). Accountability and the promise of performance in search of the mechanisms. *Public Performance and Management Review*, 28 (3), pp. 376 – 417.
- Dunsire, A.** (1995). Administrative theory in the 1980s: a viewpoint. *Public Administration*, 73, pp. 17 – 40.

- Durney, A. and Kim, E.H.** (2005). To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. *The Journal of Finance*, 60 (3), pp. 1461 – 1493.
- Durst, S.L. and Newell, C.** (1999). Better, faster, stronger, government reinvention in the 1990s. *American Review of Public Administration*, 29 (1), pp. 61 – 75.
- Dyar, M.D.** (2006). *Sarbanes-Oxley: Is it working? How will we know?* Doctoral Dissertation, University of La Verne, United States of America.
- Dyl, E.A.** (1988). Corporate control and management compensation: evidence on the Agency Problem. *Managerial and Decision Economics*, 9 (1), pp. 21 – 25.
- Earl, M.J.** (1983). *Perspectives on management: a multidisciplinary analysis*. Oxford; New York: Oxford University Press.
- Eccles, R.** (1985). Transfer pricing as a problem of agency. Στο: J. Pratt & R. Zeckhauser (eds.), *Principals and agents: the structure of business*. Boston: Harvard Business School Press, pp. 151 – 186.
- Edwards, J. and Nibler, M.** (1993). Corporate governance in Germany: the role of banks and ownership concentration. *Economic Policy*, 15 (31), pp. 237 – 267.
- Eisenberg, M.A.** (1989). The structure of corporation law. *Columbia Law Review*, 89 (7), pp. 1461 – 1525.
- Eisenberg, T. Sundgren, S. and Wells, M.T.** (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48, pp. 35 – 54.
- Eisenhardt, K.M.** (1985). Control: Organizational and Economic Approaches. *Management Science*, 31 (2), pp. 134 – 149.
- Eisenhardt, K.M.** (1988). Agency – And Institutional – Theory Explanations: The case of retail sales compensation. *Academy of Management Journal*, 31 (3), pp. 488 – 511.
- Eisenhardt, K.M.** (1989). Agency Theory: an assessment and review. *The Academy of Management Review*, 14 (1), pp. 57 – 74.
- El Mehdi, I.K.** (2007). Empirical evidence on corporate governance and corporate performance in Tunisia. *Corporate Governance: An International Review*, 15 (6), pp. 1429 – 1441.
- Elsayed, K.** (2007). Does CEO duality really affect corporate performance? *Corporate Governance: An International Review*, 15 (6), pp. 1203 – 1214.

- Eminet, A. and Guedri, Z.** (2010). The role of nominating committees and director reputation in shaping the labor market for directors: an empirical assessment. *Corporate Governance: An International Review*, 18 (6), pp. 557 – 574.
- Emy, H.V. and Hughes, O.E.** (1991). *Australian politics: realities in conflict*. 2nd ed. Melbourne: Macmillan.
- Erhardt, N.L. Werbel, J.D. and Shrader, C.B.** (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11 (2), pp. 102 – 111.
- European Commission** (2011). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee of the regions. [online]. Διαθέσιμο: <http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sustainable-business/files/csr/new-csr/act_en.pdf> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 30 Απριλίου 2012].
- Fama, E.F.** (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88 (2), pp. 288 – 307.
- Fama, E.F. and Jensen, M.C.** (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26 (2), pp. 301 – 325.
- Farrell, K.A. and Hersch, P.L.** (2005). Additions to corporate boards: the effect of gender. *Journal of Corporate Finance*, 11 (1-2), pp. 85 – 106.
- Fauver, L. and Fuerst, M.E.** (2006). Does good corporate governance include employee representation? Evidence from German corporate boards. *Journal of Financial Economics*, 82, pp. 673 – 710.
- Ferlie, E. Pettigrew, A. Ashburner, L. and Fitzgerald, L.** (1996). *The new public management in action*. Oxford: Oxford University Press.
- Filos, I. and Agoraki, M.E.** (2012). Determinants of audit committee structure and audit fees. Στο: *Συμβολές στη Λογιστική Έρευνα I Επιστημονικές Μελέτες*. Αθήνα: Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών, pp. 355 – 376.
- Fink, A. and Kosecoff, J.** (1985). *How to conduct surveys: a step-by-step guide*. London, United Kingdom: Sage Publications.
- Finkelstein, S. and D’Aveni, R.** (1994). CEO duality as a double-edged sword: How Boards of Directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *The Academy of Management Journal*, 37 (5), pp. 1079 – 1108.

- Florou, A. and Galarniotis, A.** (2007). Benchmarking Greek corporate governance against different standards. *Corporate Governance: An International Review*, 15 (5), pp. 979 – 998.
- Forman, E. and Peniwati, K.** (1998). Aggregating individual judgments and priorities with the analytic hierarchy process. *European journal of operational research*, 108 (1), pp. 165 – 169.
- Forman, E.H. and Selly, M.A.** (2002). *Decision by objectives: How to convince others that you are right*. Singapore: World Scientific Publishing Co. Pte Ltd.
- Fottler, M.D.** (1981). Is management really generic? *The Academy of Management Review*, 6 (1), pp. 1 – 12.
- Fox, C. and Miller, H.** (1995) *Postmodern Public Administration*. CA: Sage Publications, Thousand Oaks.
- Francoeur, C. Labelle, R. and Sinclair-Desgagné, B.** (2008). Gender Diversity in Corporate Governance and Top Management. *Journal of Business Ethics*, 81 (1), pp. 83 – 95.
- Franks, J. and Mayer, C.** (1990). Capital markets and corporate control: a study of France, Germany and the UK. *Economic policy*, 5 (10), pp. 189 – 231.
- Franks, J. and Mayer, C.** (1996). Hostile takeovers and the correction of managerial failure. *Journal of Financial Economics*, 40 (1), pp.163 – 181.
- Franks, J. and Mayer, C.** (2001). Ownership and control of German corporations. *The Review of Financial studies*, 14 (4), pp. 943 – 977.
- Frederickson, G.H.** (1997). *The Spirit of Public Administration*. San Francisco: Josse-Bass.
- Freeman, R.E.** (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman Series in Business and Public Policy.
- Freeman, R.E. et al.** (2010). *Stakeholder theory: the state of the art*. New York, NY: Cambridge University Press.
- Gao, F. and Chen, L.** (2005). Bayesian or non-Bayesian: A comparison study of item parameter estimation in the three-parameter logistic model. *Applied Measurement in Education*, 18 (4), pp. 351 – 380.
- Garay, U. and González, M.** (2008). Corporate governance and firm value: The case of Venezuela. *Corporate Governance: An International Review*, 16 (3), pp. 194 – 209.

- German Corporate Governance Code, GCGC** (2001). *German Corporate Governance Code*. [online]. Διαθέσιμο: <http://www.ecgi.org/codes/documents/corgov_endfassung_e.pdf> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 7 Ιουλίου 2012].
- Ghiselli, E.E., Campbell, J.P. and Zedeck, S.** (1981). *Measurement theory for the behavioral sciences*. A Series of books in psychology. San Francisco: W.H. Freeman.
- Goergen, M. Martynova, M. and Renneboog, L.** (2005). Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation Reforms in Europe. *Oxford Review of Economic Policy*, 21 (2), pp. 243 – 268.
- Gold, M.** (2011). 'Taken on board': An evaluation of the influence of employee board-level representatives on company decision-making across Europe. *European Journal of Industrial Relations*, 17 (1), pp. 41 – 56.
- Gompers, P. Ishii, J. and Metrick, A.** (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118 (1), pp. 107 – 156.
- Goodijk, R.** (2000). Corporate Governance and Workers' Participation. *Corporate Governance: An International Review*, 8 (4), pp. 303 – 310.
- Gordon, T.J.** (1969). The Delphi Method. Millennium Project, Future Research Methodology-V3.0, [online]. Διαθέσιμο: <<http://www.millennium-project.org/millennium/RTD-method.pdf>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 16 Δεκεμβρίου 2011].
- Gordon, M.** (1981). *Government in Business*. Montreal: C.D. Howe Institute.
- Gore A.** (1993). *Creating a government that works better and cost less*. Washington: Government Printing Office.
- Gorton, G. and Schmid, F.A.** (2004). Capital, labor, and the firm: a study of German codetermination. *Journal of the European Economic Association*, 2 (5), pp. 863 – 905.
- Graham, R.J. Naglieri, A.J. and Weiner B.I.** (2003). *Handbook of psychology: assessment psychology*. Vol. 10. New Jersey: John Wiley and Sons, Inc.
- Graziano, C.** (2004). Audit committee step up. *Corporate Board Member*, 7 (4), pp. 7.
- Gregory, R.J.** (1992). *Psychological testing. History, principles and applications*. Boston: Allyn and Bacon.
- Gruening, G.** (2001). Origin and theoretical basis of new public management. *International Public Management Journal*, 4, pp. 1 – 25.

- Guest, G. Bunce, A. and Johnson, L.** (2006). How many interviews are enough? An experiment with data saturation and validity. *Field Methods*, 18 (1), pp. 59 – 82.
- Gugler, K.** (2001). *Corporate governance and economic performance*. New York: Oxford University Press.
- Gugler, K. Mueller, D.C. and Yurtoglu, B.B.** (2003). The impact of corporate governance on investment returns in developed and developing countries. *The Economic Journal*, 113 (491), pp. 511 – 539.
- Gujarati, D.N.** (2004). *Basic Econometrics*. Boston: McGraw-Hill.
- Gul, F.A. and Leung, S.** (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23 (5), pp. 351 – 379.
- Gupta, Vijay** (1999). SPSS for Beginners, [online]. Διαθέσιμο: <<http://119.93.23.123/resourcematerials/ACADEME/e-books/general%20information/spss-for-beginners.pdf>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 25 Φεβρουαρίου 2013]
- Guthrie, J. Olson, O. and Humphrey, C.** (1999). Debating developments in new public financial management: the limits of global theorising and some new ways forward. *Financial Accountability and Management*, 15 (3-4), pp. 209 – 228.
- Hajkowicz, S.A., McDonald, G.T. and Smith, P.N.** (2000). An evaluation of multiple objective decision support weighting techniques in natural resource management. *Journal of Environmental Planning and Management*, 43 (4), pp. 505 – 518.
- Haka, S. and Chalos, P.** (1990). Evidence of Agency conflict among management, auditors, and the audit committee chair. *Journal of Accounting and Public Policy*, 9 (4), pp. 271 – 292.
- Halachmi, A. and Bovaird, T.** (1997). Process reengineering in the public sector: learning some private sector lessons. *Technovation*, 17 (5), pp. 227 – 235.
- Hall, B. and Liebman, J.** (1998). Are CEOs really paid like bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics*, 113 (3), pp. 653 – 691.
- Hambleton, R.K. Swaminathan, H. and Rogers, H.J.** (1991). *Fundamentals of Item Response Theory*. United Kingdom: Sage Publications.
- Hanson, B.A. and Beguin, A.A.** (2002). Obtaining a common scale for item response theory item parameters using separate versus concurrent estimation in the common-item equating design. *Applied Psychological Measurement*, 26 (1), 3—24.

Hartman, F. and Baldwin, A. (1995). Using technology to improve the Delphi method. *Journal of Computing in Civil Engineering*, 9 (4), pp. 244 – 249.

Hartman, F. and Jugdev, K. (1998). Leadership undertow: Project manager fears and frustrations. Proceedings of the *29th Annual Project Management Institute Seminars and Symposium*, Long Beach, USA.

Hatcher, L. (1994). *A step-by-step approach to using the SAS system for Factor Analysis and Structural Equation Modeling*, Cary, North Carolina: SAS Institute, Inc.

Haugh, H. (2007). New Strategies for a Sustainable Society: The growing Contribution of Social Entrepreneurship. *Business Ethics Quarterly*, 17 (4), pp. 743 – 749.

Hawley, J.P. and Williams, A.T. (1996). Corporate governance in the United States: The rise of fiduciary capitalism – A review of the literature. [online]. Διαθέσιμο: <www.lens-library.com/info/papers96/first/firstcontents.htm> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 5 Ιανουαρίου 2011].

Hawley, J.P. and Williams, A.T. (2000). *The rise of fiduciary capitalism: how institutional investors can make corporate America more democratic*. United States of America: University of Pennsylvania Press.

Hays, R.D. Morales, L.S. and Reise, S.P. (2000). Item response theory and health outcomes measurement in the 21st century. *Med. Care*, 38 (1), pp. 1128 – 1142.

He, Q. and Wheadon C. (2012). The effect of sample size on item parameter estimation for the partial credit model. *Centre for Education Research and Policy*. [online]. Διαθέσιμο: <https://cerp.aqa.org.uk/sites/default/files/pdf_upload/CERP_RP_QH_11122008.pdf> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 22 Ιουλίου 2011].

Heffner, M.C. (2006). *Knowledge management for technological innovation in organization: The fusion process for creating intellectual capital*. Unpublished dissertation, University of Maryland University College (UMUC). [online]. Διαθέσιμο: <<http://www.scribd.com/doc/39255082/KNOWLEDGE-Management-for-Technological-Innovation-in-Orgns-For-Creating-Intellutural-Capital>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 26 Μαΐου 2012].

Helmer, O. (1968). Analysis of the future: the Delphi method, and the Delphi method-an illustration. Στο: J. Bright (ed.), *Technological Forecasting for Industry and Government*, London: Prentice Hall, Englewood Cliffs, NJ.

- Heminway, J.M.L.** (2007). Sex, trust, and corporate boards. *Hastings Women's Law Journal*, 18 Hasting Women's L.J., pp. 173
- Hepworth, N.** (1994) *Principles of corporate governance and the public services*. London: CIPFA.
- Hermalin, B.E. and Weisbach, M.S.** (1991). The effects of boards composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 20 (4), pp. 101 – 112.
- Hermalin, B.E. and Weisbach, M.S.** (2003). Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review*, 9 (1), pp. 7 – 26.
- Hermes, N. and Katsigianni, V.** (2011). Corporate Governance and Company Performance: Evidence from Greece. [online]. Διαθέσιμο στο SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1980331>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 7 Απριλίου 2012].
- Higgs, D.** (2003). *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*. London: The Department of Trade and Industry.
- Hilb, G.W.** (1982). Group versus individual performance: Are N1 heads better than one? *Psychological Bulletin*, 91 (3), pp. 517 – 539. [online]. Διαθέσιμο: <<http://psycnet.apa.org/index.cfm?fa=buy.optionToBuy&id=1982-23527-001>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 4 Σεπτεμβρίου 2011].
- HKEx Hong Kong Stock Exchange** (1999a). Code of Best Practice. [online]. Διαθέσιμο: <http://www.ecgi.org/codes/documents/hk_app14.pdf> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 21 Μαΐου 2011].
- Hobbs, B. and Meier, P.** (2000). *Energy decision and the environment: a guide to the user of multicriteria methods*. Massachusetts: Kluwer Academic Publishers.
- Holmstrom, B. and Kaplan, S.** (2001). Corporate governance and merger activity in United States: Making sense of the 1980s and 1990s. *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), pp. 121 – 144.
- Hood, C.** (2002). Control bargains, and cheating: the politics of public-service reform. *Journal of Public Administration Research and Theory*, 12 (3), pp. 309 – 333.
- Hulin, C.L. Lissak, R.I. and Drasgow, F.** (1982). Recovery of two- and three parameter logistic item characteristic curves: A Monte Carlo study. *Applied Psychological Measurement*, 6 (3), pp. 249 – 260.

- Ip, E.H.** (2010). Empirically indistinguishable multidimensional IRT and locally dependent unidimensional item response models. *British Journal of Mathematical and Statistical Psychology*, 63 (2), pp. 395 – 416.
- Ishikawa, A. et al.** (1993). The max-min Delphi method and fuzzy Delphi method via fuzzy integration. *Fuzzy Sets and Systems*, 55 (3), pp. 241 – 253.
- Jensen, M.C.** (1986). Agency Costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76 (2), pp. 323 – 329.
- Jensen, M.C.** (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48 (3), pp. 831 – 888.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.** (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), pp. 305 – 360.
- Jensen, M.C. and Murphy, K.J.** (1990). Performance pay and top management incentives. *Journal of Political Economy*, 98 (2), pp. 225 – 264.
- Jensen, M.C. and Ruback, R.S.** (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11 (1-4), pp. 5 – 50.
- Jones, L.R. and Thompson, F.** (1999). *Public Management: Institutional Renewal for the twenty-first century*. Stamford: JAI Press Inc.
- Jones, L.R. Guthrie, J. and Steane, P.** (2001). *New Public Management: Learning From International Public Management Reform*, Vol. 2. New York, NY: Elsevier Science Inc.
- Jones, L.R. Guthrie, J. and Steane, P.** (2001). *Learning From International Public Management Reform*, Vol. 1. New York, NY: Elsevier Science Inc.
- Jones, L.R. Guthrie, J. and Steane, P.** (2001). Learning from International Public Management Reform Experience. Στο: Jones, L.R. Guthrie, J. and Steane, P. (eds), 25 *Learning From International Public Management Reform*, Vol. 1. New York, NY: Elsevier Science Inc.
- Johnson, E.D.** (1998). *Applied multivariate methods for data analysts*. USA: Duxbury press.
- Kalay, A.** (1982). Stockholder-bondholder conflict and dividend constraints. *Journal of Financial Economics*, 10 (2), pp. 211 – 233.
- Kang, E. and Zardkoohi, A.** (2005). Board leadership structure and firm performance. *Corporate Governance: An International Review*, 13 (6), pp. 785 – 799.

- Kasperczyk, N. and Knickel, K.** (2006). The Analytic Hierarchy Process (AHP). [online]. Διαθέσιμο: <http://www.ivm.vu.nl/en/Images/MCA3_tcm53-161529.pdf> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 11 Απριλίου 2011].
- Kay, C.A.** (2004). *A comparison of traditional and IRT factor analysis*. Dissertation Thesis. University of North Texas. [online]. Διαθέσιμο: <http://digital.library.unt.edu/ark:/67531/metadc4695/m2/1/high_res_d/dissertation.pdf> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 5 Απριλίου 2011].
- Keeney, S. Hasson, F. and McKenna, H.** (2006). Consulting the oracle: Ten from using the Delphi technique in nursing research. *Journal of Advanced Nursing*, 53 (2), pp. 205 – 212.
- Kersbergen, K.V. and Waarden, F.V.** (2004). “Governance” as a bridge between disciplines: cross-disciplinary inspiration regarding shifts in governance and problems of governability, accountability and legitimacy. *European Journal of Political Research*. 43, pp. 143 – 171.
- Kesner, I.F.** (1988). Directors’ characteristics and committee membership: an investigation of type, occupation, tenure, and gender. *Academy of Management Journal*, 31 (1), pp. 66 – 84.
- Kettl, D.F.** (2000). *The global public management revolution: A report on the transformation of governance*. 2nd ed. Washington: Brookings Institution.
- King, R.G. and Levine, R.** (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *The Quarterly Journal of Economics*, 108 (3), pp. 717 – 737.
- Klapper, L.F. and Love, I.** (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10 (5), pp. 703 – 728.
- Klein, A.** (1998). Firm performance and board committee structure. *Journal of Law and Economics*, 41 (1), pp. 275 – 304.
- Klein, A.** (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33, pp. 375 – 400.
- Knack, S. and Manning, N.** (2000). *Towards consensus on governance indicators*. [online]. Διαθέσιμο: <<http://www.worldbank.com>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 17 Οκτωβρίου 2012].
- Köke, F.G.** (2001). New evidence on ownership structures in Germany. *Kredit und Kapital*, 34, pp. 252 – 292.

- Kole, S. and Lehn, K.** (1997). Deregulation, the evolution of corporate governance structure and survival. *The American Economic Review*, 87 (2), pp. 421 – 425.
- Kosnik, R.** (1987). Greenmail: a study in board performance in corporate governance. *Administrative Science Quarterly*, 32, pp. 163 – 185.
- Kostyuk, A.N. Gerner-Beuerle, C. and Apreada, R.** (2011). *Corporate governance: an international outlook*. Ukraine: Virtus Interpress.
- Kramer, V. Konrad, A. Erkut, S. and Hooper, M.J.** (2007). Critical mass on corporate boards: Why three or more women enhance governance. Wellesley Centers for Women, Report No. WCW 11. [online]. Διαθέσιμο: <<http://vkramerassociates.com/writings/NACD%20article.pdf>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 26 Μαΐου 2012].
- Kumar, T.N.S.** (2010). *Corporate governance*. Oxford: Oxford University Press.
- Lam, T.Y. and Lee, S.K.** (2008). CEO duality and firm performance: evidence from Hong Kong. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 8 (3), pp. 299 – 316.
- Landeta, J.** (2006). Current validity of the Delphi method in social sciences, *Technological Forecasting and Social Change*, 73, pp. 467 – 482.
- La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F. Shleifer, A. and Vishny, R.** (1997). Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, 52 (3), pp. 1131 – 1150.
- La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F. Shleifer, A. and Vishny, R.** (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106 (6), pp. 1113 – 1155.
- La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F. Shleifer, A. and Vishny, R.** (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), pp. 3 – 27.
- Larcker, D. and Tayan, B.** (2011). *Corporate governance matters: a closer look at organizational choices and their consequences*. New Jersey: Pearson Education.
- Larcker, D.F. Richardson A. S. and Tuna, İ.** (2005). Does corporate governance really matter? *The Wharton School, University of Pennsylvania*, Philadelphia, PA 19104-6365.
- Laux, J.K. and Molot, M.A.** (1988). *State capitalism. Public enterprise in Canada*. Cornell University.
- Lawley, D.N.** (1943). On problems connected with item selection and test construction. *Proceedings of the Royal Statistical Society of Edinburgh*. Section A. Mathematical and Physical Sciences, 61 (3), pp. 273 – 287.

- Lazarides, Th.** (2010). Corporate governance law effect in Greece. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 18 (4), pp. 370 – 385.
- Lazarides, Th.** (2011). Corporate governance legal and regulatory framework's effectiveness in Greece: a response. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 19 (3), pp. 244 – 253.
- Lazarides, Th. and Drimpetas, E.** (2011). Evaluating corporate governance and identifying its formulating factors: the case of Greece. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 11 (2), pp. 136 – 148.
- Lazarides, Th. Drimpetas, E. Argyropoulou, M. and Motwani, J.** (2008). Corporate governance and information systems excellence factor. *International Journal of Business Excellence*, 2 (1), pp. 16 – 29.
- Lee, S.M.** (1998). *Analytic hierarchy approach for transport project appraisal: an application to Korea*. Phd Thesis. The University of Leeds Institute for Transport Studies, United Kingdom. [online]. Διαθέσιμο: <<http://etheses.whiterose.ac.uk/927/>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 26 Μαΐου 2012].
- Lehn, K. Patro, S. and Zhao, M.** (2004). Determinants of the size and structure of corporate boards: 1935-2000. *Working Paper*, University of Pittsburgh.
- Leland, H. and Pyle, D.** (1977). Information Asymmetry, Financial Structure and Financial Intermediation. *Journal of Finance*, 32 (2), pp. 371 – 387.
- Leledakis, G. Kontopoulou, K. and Nerantzidis, M.** (2008). Insider trading and ownership structure: evidence from the Athens Stock Exchange, 7^ο Ετήσιο Συνέδριο του Συνδέσμου Επιστημόνων Χρηματοοικονομικής και Λογιστικής Ελλάδος, Χανιά, Κρήτη, 12 – 13 Δεκεμβρίου 2008.
- Leledakis, G. Kontopoulou, K. and Nerantzidis, M.** (2009a). Insider trading and ownership structure: evidence from the Athens Stock Exchange, 16th Annual Meeting of the Multinational Finance Society, Ρέθυμνο, Κρήτη, 28 Ιουνίου – 1 Ιουλίου 2009.
- Leledakis, G. Kontopoulou, K. and Nerantzidis, M.** (2009b). Insider trading and ownership structure: evidence from the Athens Stock Exchange, 9th Hellenic European Conference on Computer Mathematics and its Applications (HERCMA), Αθήνα, 24 – 26 Σεπτεμβρίου 2009.
- Leuz, C. and Verrecchia, R.E.** (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38, pp. 91 – 124.
- Levine, R.** (1997). Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature*, 35 (2), pp. 688 – 726.

- Levine, C.H. Backoff, R.W. Cahoon, A.R. and Siffin, W.J.** (1975). Organizational design: A post-minnowbrook perspective for the “new” administration. *Public Administration Review*, 35 (4), pp. 425 – 435.
- Levine, R. and Zervos, S.** (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *The American Economic Review*, 88 (3), pp. 537 – 558.
- Levinson, K.** (2001). Employee representatives on company boards in Sweden. *Industrial Relations Journal*, 32 (3), pp. 264 – 274.
- Levy, L.** (1981). Reforming board reform. *Harvard Business Review*, 59 (1), pp. 166 – 172.
- Li, W.A.** (2008). *Corporate governance in China: research and evaluation*. Singapore: John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd.
- Li, W. and Tang, Y.** (2007). An evaluation of corporate governance evaluation, governance index (CGI^{NK}) and performance: evidence from Chinese listed companies in 2003. *Frontiers of Business Research in China*, 1 (1), pp. 1 – 18.
- Linstone, H.A. and Turoff, M.** (1975). *The Delphi method: techniques and applications*. New York: Addison-Wesley Pub. Co., Advanced Book Program.
- Lioukas, S. Bourantas, D. and Papadakis, V.** (1993). Managerial autonomy of State-Owned Enterprises: determining factors. *Organization Science*, 4 (4), pp. 645 – 666.
- Lipton, M. and Lorsch, J.W.** (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer*, 48 (1), pp. 59 – 77.
- Lord, F.M.** (1968). An analysis of the verbal scholastic aptitude test using Birnbaum’s three-parameter logistic model. *Educational and Psychological Measurement*, 28, pp. 989 – 1020.
- Lord, F.M. and Novick, M.R.** (1968). *Statistical theories of mental test scores*. Reading, Mass: Addison-Wesley.
- Lückerath-Rovers, M.** (2011). Women on board and firm performance. *Journal of Management & Governance* [online]. Διαθέσιμο: http://download.springer.com/static/pdf/96/art%253A10.1007%252Fs10997-011-9186-1.pdf?auth66=1362996061_6ca9beb9a2a816e24913ae4bcfc2c043&ext=.pdf [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 4 Ιουνίου 2012].
- Lueber, K.** (1996). Triumph des markets im oeffentlichen sector? – einige Anmerkungen zur aktuellen verwaltungsreformdiskussion. *Die oeffentliche Verwaltung*, 49, pp. 93 – 100.

Lummus, R. Vokurka, R. and Duclos, L. (2005). Delphi study on supply chain flexibility. *International Journal of Production Research*, 43 (13), pp. 2687 – 2708.

MacAvoy, P.W. Cantor, S. Dana, J. and Peck, S. (1983). ALI proposals for increased control of the corporation by the board of directors: an economic analysis. Στο: Statement of the Business Roundtable on the American Law Institute's proposed principles of corporate governance and structure: Restatement and recommendations, New York: Business Roundtable.

Macharis, C. Springael, J. De Brucker, K. and Verbeke, A. (2004): PROMETHEE and AHP: The design of operational synergies in multicriteria analysis.: Strengthening PROMETHEE with ideas of AHP. *European Journal of Operational Research*, 153 (2), pp. 307 – 317.

MacNeil, I. and Li, X. (2006). “Comply or explain”: market discipline and non-compliance with the Combined Code. *Corporate Governance: An International Review*, 14 (5), pp. 486 – 496.

Madu, C.N. and Kuei, C.H. (1995). Stability analysis of group decision making. *Computers and Industrial Engineering*, 28 (4), pp. 881 – 892.

Mak, Y.T. and Kusnadi, Y. (2005). Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, pp. 301 – 318.

Mak, Y.T. and Li, Y. (2001). Determinants of Corporate Ownership and Board Structure: Evidence from Singapore. *Journal of Corporate Finance*, 7 (3), pp. 235 – 256.

Malczewski, J. (1999). *GIS and multicriteria decision analysis*. United States of America: John Wiley Inc.

Mallin, C. (2002). Institutional investors and the growth of global influence. *Corporate Governance: An International Review*, 10 (2), pp. 67 – 68.

Mallin, C.A. (2006). Corporate governance developments in the UK. Στο: C.A. Mallin (ed.) 2006. *Handbook on international corporate governance: country analyses*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, pp. 3 – 10.

Mallin, C.A. (2010). *Corporate Governance*. 3rd ed. Oxford: Oxford University Press.

Martino, J.P. (1970). The consistency of Delphi forecast. *The Futurist*, 4, pp. 63 – 64.

- Mason, J.** (1996). *Qualitative researching*. United States of America: Sage Publications.
- Mason, K.J. and Alamdari, F.** (2007). EU network carriers, low cost carriers and consumer behavior: a Delphi study of future trends. *Journal of Air Transport Management*, 13 (5), pp. 299 – 310.
- Matolcsy, Z. Stokes, D. and Wright, A.** (2004). Do independent directors add value? *Australian Accounting Review*, 14 (32), pp. 33 – 40.
- Mayer, C.** (1998). Financial systems and corporate governance: a review of the international evidence. *Journal of Institutional and theoretical economics (JITE)*, 154 (1), pp. 144 – 165.
- McWilliams, A. and Siegel, D.** (2001). Corporate Social Responsibility: a theory of the firm Perspective. *Academy of Management Review*, 26 (1), pp. 117 – 127.
- Meggison, W.L. and Netter, J.M.** (2001). From state to market: a survey of empirical studies on privatization. *Journal of Economic Literature*, 39 (2), pp. 321 – 389.
- Menon, K. and Williams, D.** (1994). The use of audit committees for monitoring. *Journal of Accounting and Public Policy*, 13 (2), pp. 121 – 139.
- Mikkelson, W. and Partch, M.** (1997). The decline of takeovers and disciplinary managerial turnover. *Journal of Financial Economics*, 44 (2), pp. 205 – 228.
- Miller, T. and del Carmen Triana, M.** (2009). Demographic diversity in the boardroom: mediators of the board diversity – firm performance relationship. *Journal of Management Studies*, 46 (5), pp. 755 – 786.
- Miller, M.D. and Oshima, T.C.** (1992). Effect of sample size, number of biased items, and magnitude of bias on a two-stage item bias estimation method. *Applied Psychological Measurement*, 16 (4), pp. 381 – 388.
- Millet, I. and Wedley, W.C.** (2002). Modelling risk and uncertainty with the analytic hierarchy process. *Journal of Multi-Criteria Decision Analysis*, 11 (2), pp. 97 – 107.
- Mintzberg, H.** (1996). Managing government: governing management. *Harvard Business Review*, 74 (3), pp. 75 – 83.
- Mitchell, M. and Mulherin, H.** (1996). The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of Financial Economics*, 41 (2), pp. 193 – 229.
- Mitnick, B.** (1986). The theory of agency and organizational analysis. *Unpublished working paper*, University of Pittsburgh.

- Monks, R.A.G. and Minow, N.** (2004). *Corporate governance*. 3rd ed. United Kingdom: Blackwell Publishing.
- Moerland, P.W.** (1995a). Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems. *Journal of Economic Behaviour and Organization*, 26 (1), pp. 17 – 34.
- Moerland, P.W.** (1995b). Corporate ownership and control structures: An international comparison. *Review of Industrial Organization*, 10 (4), pp. 443 – 464.
- MPhil, J.B. Lovell, K. and Harris, N.** (2006). How expert are the experts? An exploration of the concept of 'expert' within Delphi panel techniques. *Nurse Researcher*, 14 (1), pp. 59 – 70.
- Mueller, D.C. and Reardon, E.A.** (1993). Rates of return on corporate investment. *Southern Economic Journal*, 60, pp. 430 – 453.
- Muir, R. and Saba, J.P.** (1995). *Improving state enterprise performance: the role of internal and external incentives*. Technical Paper 306, Washington, D.C.: The International Bank of Reconstruction and Development/The World Bank.
- Mullen, P.** (2003). Delphi: myths and reality. *Journal of Health Organization and Management*, 17 (1), pp. 37 – 52.
- Murphy, C.K.** (1993). Limits on the analytic hierarchy process from its consistency index. *European journal of operational research*, 65, pp. 138 – 139.
- Murphy, K.J.** (1999). *The executive Compensation*. Στο: O. Ashenfelter and D. Card, eds. *Handbook of Labor Economics*, vol. 3, Amsterdam: North Holland.
- Muthén, B.O.** (1984). A general structural equation model with dichotomous, ordered, categorical, and continuous latent indicators. *Psychometrika*, 49, pp. 115 – 132.
- Muthén, B.O.** (1989). Dichotomous factor analysis of symptom data. *Sociological Methods and Research*, 18, pp. 19 – 65.
- Myers, R.** (1990). *Classical and modern regression with applications*. 2nd ed. Boston, MA: Duxbury Press.
- Naciri, A.** (ed.) (2008). *Corporate governance around the world*. London: Taylor & Francis Group.
- Naschold, F. Oppen, M. Tondorf, K. and Wegener, A.** (1995). *Neue staedte braucht das land – Public governance: strukturen, prozesse und wirkungen kommunaler innovationsstrategien in Europa – eine projektskizze*. Berlin: Wissenschaftszentrum Berlin.

- National Association of Corporate Directors (NACD)** (2001). *Report of the NACD Blue Ribbon commission on director professionalism*. [online]. Διαθέσιμο: <http://nacd.cambriasurvey.com/auth/client/nacd/en-US/media/document/nacd_blue_ribbon_report_on_director_professionalism.pdf> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 21 Νοεμβρίου 2011].
- Nerantzidis, M.** (2010). The corporate governance of Stated-Owned enterprises and enterprises listed on Athens Stock Exchange. Comparisons, effects and proposals for improvement. Στο: *8th European Academic Conference on Internal Audit and Corporate Governance* (PhD Workshop). Χίος, Ελλάδα, 21 – 23 Απριλίου 2010, pp. 65 – 69, [ISBN 978-960-7475-47-3].
- Nerantzidis, M.** (2011). The evolution of corporate governance: the case of Greece. Στο: *3rd International Conference on Governance Fraud Ethics and Social Responsibility*. Καπαδοκία, Τουρκία, 7 – 11 Ιουνίου 2011, pp. 23 – 24, [ISBN 978-975-374-140-8].
- Nerantzidis, M.** (2012a). *Delphic Hierarchy Process (DHP): A methodology for the resolution of the problems of the evaluation of Corporate Governance Quality*. [online]. Διαθέσιμο στο SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=2056926>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 13 Μαΐου 2012].
- Nerantzidis, M.** (2012b). *Delphic Hierarchy Process (DHP): A methodology for the resolution of the problems of the evaluation of Corporate Governance Quality*. Στο: *10th European Academic Conference on Internal Audit and Corporate Governance* (PhD Workshop). Βερόνα, Ιταλία, 18 – 20 Απριλίου 2012, [ISBN 978-96419-30-4].
- Nerantzidis, M. and Filo, J.** (2012). Recent corporate governance developments in Greece. *Corporate Governance: The international journal of business in society* (forthcoming).
- Nerantzidis, M. Filo, J. and Lazarides, T.G.** (2012). The Puzzle of Corporate Governance Definition(s): A Content Analysis. *Corporate Board: role, duties and composition*, 8 (2), (in press).
- Netter, J. Poulsen, A. and Stegemoller, M.** (2009). The rise of corporate governance in corporate control research. *Journal of Corporate Finance*, 15 (1), pp. 1 – 9.
- Newman, W.L.** (2005). *Social Research Methods*. 6th ed. London: Pearson.
- Nichols, K.** (1997). The crucial edge of reinvention: a primer on scoping and measuring for organizational change. *Public Administration Quarterly*, 21 (4), pp. 405 – 418.

- Nielsen, S. and Huse, M.** (2010). The contribution of women on board of directors: going beyond the surface. *Corporate Governance: An International Review*, 18 (2), pp. 136 – 148.
- Niskanen, K.** (ed.) (2011). Gender and power in the Nordic countries: with focus on politics and business. Nordic Gender Institute – NIKK. [online]. Διαθέσιμο: <<http://www.west-info.eu/files/nordic1.pdf#page=88>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 3 Σεπτεμβρίου 2011].
- Nordberg, D.** (2010). Unfettered Agents? The role of ethics in Corporate Governance. Στο: H.K. Baker and R. Anderson, (ed.) *Corporate Governance: A synthesis of theory, research, and practice*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. Ch.10, pp. 175 – 191.
- Novick, M.R.** (1966). The axioms and principals results of classical test theory. *Journal of Mathematical Psychology*, 3 (1), pp. 1 – 18.
- Nunnally, J.C.** (1978). *Psychometric theory*. 2nd ed. New York: McGraw Hill.
- Nunnally, J.C. and Bernstein, I.H.** (1994). *Psychometric theory*. 3rd ed. New York: McGraw-Hill.
- Nutt, P.C. and Backoff, R.W.** (1993). Transforming public organizations with strategic management and strategic leadership. *Journal of Management*, 19 (2), pp. 299 – 347.
- O'Connor, M.** (2000-2001). Labor's role in the American corporate governance structure. *Comparative Labor Law and Policy Journal*, 22, pp. 97 – 133.
- Okabe, M.** (2004). The financial system and corporate governance in Japan. *Policy and Governance Working Paper Series no. 17*, pp. 1 – 34.
- Okoli, C. and Pawlowski, S.D.** (2004). The Delphi method as a research tool: An example, design considerations and applications, *Information & Management* 42 (1), pp. 15 – 29.
- Olson, O. Guthrie, J. and Humphrey, C.** (1998). Global warning! International experiences with “new” Public Financial Management (NPFM) Reforms: New World? Small World? Better World? Στο: Olson, O., Guthrie J. and Humphrey C. (eds.) *Global warning – debating international developments in new public financial management*. Bergen, Norway: Cappelen Akademisk Forlag, pp. 17 – 48.
- O'Neal, D. and Thomas, H.** (1995). Director networks/director selection: the board's strategic role. *European Management Journal*, 13 (1), pp. 79 – 90.

Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) (1995). *Governance in transition: public management reforms in OECD countries*. Paris: OECD.

Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) (1999). *OECD OECD Principles on Corporate Governance*.

Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*. Paris.

Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) (2005a). *OECD annual report 2005*. [online]. Διαθέσιμο:

<<http://www.oecd.org/about/34711139.pdf>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 5 Δεκεμβρίου 2011].

Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) (2005b). *Guidelines on corporate governance of state-owned enterprises*. OECD Publishing. [online]. Διαθέσιμο:

<<http://www.oecd.org/corporate/corporateaffairs/corporategovernanceofstate-ownedenterprises/34803211.pdf>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 5 Δεκεμβρίου 2011].

Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) (2005c). *Corporate Governance of State-Owned Enterprises: A Survey of OECD Countries*. OECD Publishing.

Osborne, D. and Gaebler, T. (1992). *Reinventing Government*. New York: Perguin Group.

Owen, G. Kirchmaier, T. and Grant, J. (2006). *Corporate governance in the US and Europe*. New York: Palgrave Macmillan.

Page, S. (2005). What's new about the new public management? Administrative change in the human services. *Public Administration Review*, 65 (6), pp. 713 – 727.

Parat, F. (1999). *Le government d' enterprise, Ce qui va changer, ce qui va évoluer, Suivi de l' enquête integrale réalisée par KPMG*. Paris: Maxima Laurent du Mesnil Editeur.

Patton, M.Q. (2002). *Qualitative evaluation and research methods*. 3rd ed. Thousand Oaks, CA: Sage Publications, Inc.

Philip, A.E. Smith, N.J. and McCulloch, J.W. (1975). *Social Work Research and the Analysis of Social Data*. Oxford: Pergamon Press.

- Philippidou, S.S. Soderquist, K.E. and Prastacos, G.P.** (2004). Towards new public management in Greek public organizations and the path to implementation. *Public Organization Review*, 4 (4), pp. 317 – 337.
- Piacentini, M. MacFadyen, L. and Eadie, D.** (2000). Corporate social responsibility in food retailing. *International Journal of Retail and Distribution Management*, 28 (11), pp. 459 – 469.
- Plumptre, T. and Graham, J.** (1999). *Governance and Good Governance: International and Aboriginal Perspectives*. Institute on Governance, Ottawa. [online]. Διαθέσιμο: <<http://iog.ca/en/publications/governance-and-good-governance-international-and-aboriginal-perspectives>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 3 Απριλίου 2011].
- Prowse, S.D.** (1994). Corporate governance in an international perspective: a survey of corporate control mechanisms among large firms in the US, UK, Japan and Germany. *Financial markets, institutions & instruments*, 4 (1), pp. 1 – 63.
- Raber, R.G. and Lajoux, A.R.** (2009). The United States of America. Στο: Institute of Directors (ed.) *The handbook of international corporate governance*. 2^η έκδ. London: Kogan Page, pp. 145 – 166.
- Rajan, R. and Zingales, L.** (1998a). Debt, folklore, and cross-country differences in financial structure. *Journal of Applied Corporate Finance*, 10 (4), pp. 102 – 107.
- Rajan, R. and Zingales, L.** (1998b). Financial dependence and growth. *The American Economic Review*, 88 (3), pp. 559 – 586.
- Ramanathan, R.** (2001). A note on the use of the analytic hierarchy process for environmental impact assessment. *Journal of Environmental Management*, 63, pp. 27 – 35.
- Rasch, G.** (1960). *Probabilistic models for some intelligence and attainment tests*. Copenhagen: Paedagogiske Institut.
- Rechner, P.L. and Dalton, D.R.** (1989). The impact of CEO as board chairperson on corporate performance: evidence vs. rhetoric. *The Academy of Management Executive*, 3 (2), pp. 141 – 143.
- Rechner, P.L. and Dalton, D.R.** (1991). CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, 12 (2), pp. 155 – 160.
- Reckase, M.D.** (1985). The difficulty of test items that measure more than one ability. *Applied psychological measurement*, 9, pp. 401 – 412.

- Reckase, M.D.** (1997). The past and future of multidimensional item response theory. *Applied psychological measurement*, 21 (1), pp. 25 – 36.
- Reckase, M.D.** (2009). *Multidimensional Item Response Theory*. New York, USA: Springer.
- Reda, J.F. Reifler, S. and Thatcher, L.G.** (2008). *Compensation committee handbook*. 3^η έκδ. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Reder, A.** (1994). *In Pursuit of Principle and Profit: Business Success through Social Responsibility*. New York: Putnam's Sons.
- Renders, A. Gaeremynck, A. and Sercu, P.** (2010). Corporate-governance ratings and company performance: a cross-European study. *Corporate Governance: An International Review*, 18 (2), pp. 87 – 106.
- Reise, S.P.** (1999). Personality measurement issues viewed through the eyes of IRT. Στο: S.E. Embretson and S.L. Hershberger (eds.), *The new rules of measurement: What every psychologist and educator should know*, pp. 219 – 241. Mahwah, New Jersey: Erlbaum.
- Reise, S.P. and Yu, J.** (1990). Parameter recovery in the graded response model using MULTILOG. *Journal of Educational Measurement*, 27 (2), 133 – 144.
- Reise, S.P., Waller, N.G. and Comrey A.L.** (2000). Factor analysis and scale revision. *Psychological Assessment*, 12 (3), pp. 287 – 297.
- Rhode, D. and Packel, A.K.** (2010). Diversity on corporate boards: How much difference does difference make? Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 89. [online]. Διαθέσιμο στο SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1685615>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 9 Οκτωβρίου 2012].
- Rhodes, M. and van Apeldoorn, B.** (1998). Capital unbound? The transformation of European corporate governance. Στο: T. Clarke, (Ed.), 2007, *Theories of corporate governance*, London: Routledge Taylor & Francis Group, pp. 243 – 258.
- Ridley, F.F.** (1996). The New Public Management in Europe: Comparative Perspectives. *Public Policy and Administration*, 11 (1), pp. 16 – 29.
- Rittenberg, L. and Nair, R.** (1993). *Improving the effectiveness of audit committees*. Montvale, NJ: Institute of Management Accountants.
- Roe, M.** (2004). The institutions of corporate governance. *Harvard Law and Economics Discussion Paper no. 488*, pp. 1 – 28.

- Rose, C.** (2007). Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15 (2), pp. 404 – 413.
- Rosenstein, S. and Wyatt, J.G.** (1990). Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 26 (2), pp. 175 – 191.
- Ross, S.A.** (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. *Bell Journal of Economics*, 8 (1), pp. 23 – 40.
- Rossi, P.H. and Freeman, H.E.** (1999). *Evaluation: a systematic approach*. 6th ed. Newbury Park, CA: Sage Publications.
- Rowe, G. and Wright, G.** (1999). The Delphi technique as a forecasting tool: issues and analysis. *International Journal of Forecasting*, 15 (4), pp. 353 – 375.
- Ruigrok, W. et al.** (2006). The determinants and effects of board nomination committees. *Journal of Management & Governance*, 10 (2), pp. 119 – 148.
- Ryan, C. and Chew, N.** (2000). Public sector corporate governance disclosures: an examination of annual reporting practices in Queensland. *Australian Journal of Public Administration*, 59 (2), pp. 11 – 23.
- Saaty, T.L.** (1986a). Axiomatic foundation of the analytic hierarchy process. *Management Science*, 32 (7), pp. 841 – 855.
- Saaty, T.L.** (1986b). Exploring optimization through hierarchies and ratio scales. *Socio-Economic Planning Sciences*, 20 (6), pp. 355 – 363.
- Saaty, T.L.** (1994a). *Fundamentals of decision making and priority theory: with the Analytic Hierarchy Process*. Vol. VI, United States of America: RWS Publications.
- Saaty, T.L.** (1994b). Highlights and critical points in the theory and application of the analytic hierarchy process. *European Journal of Operational Research*, 74, pp. 426 – 447.
- Saaty, T.L.** (1995). Transport planning with multiple criteria: the analytical hierarchy process applications and progress review. *Journal of Advanced Transportation*, 29 (1), pp. 81 – 126.
- Saaty, T.L.** (1996). *The Analytic Hierarchy Process: Planning, Priority Setting, Resource Allocation*. 2nd ed. Pittsburgh PA: RWS Publications.
- Saaty, T.L. and Kearns, K.** (1991). *Analytical Planning: The Organization of Systems*. Vol. IV. 2nd ed. Pittsburgh PA: RWS Publications.
- Saaty, T.L. and Peniwati, K.** (2012). *Group Decision Making: drawing out reconciling differences*. United States of America: RWS Publications.

Saaty, T. L. and Vargas, L. (1994). *Decision Making in Economic, Political, Social and Technological Environments with the Analytic Hierarchy Process*. Vol. VII. Pittsburgh PA: RWS Publications.

Sackman, H. (1974). Delphi assessment: expert opinion, forecasting and group process. *The Rand Corporation*, R-1283-PR.

Samaha, K. Dahawy, K. Hussainey, K. and Stapleton, P. (2012). The extent of corporate governance disclosure and its determinants in a development market: The case of Egypt. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 28, pp. 168 – 178.

Sarbanes-Oxley Act (2002). Public Law 107-204 – July 30, 2002. [online]. Διαθέσιμο: <<http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 7 Ιουλίου 2011].

Saunders, M. Lewis, P. and Thornhill, A. (2009). *Research methods for business students*. 5th ed. England: Pearson Education.

Saunders, A. Strock, E. and Travlos, N.G. (1990). Ownership structure, deregulation, and bank risk taking. *The Journal of Finance*, 45 (2), pp. 643 – 654.

Schmeizer, C.B. and Welch, C.J. (2006). Test Development. Στο: R. L. Brennan (ed.), *Educational Measurement*. 4th ed. Westport, CT: Praeger Publishers.

Schmidt, R. Lyytinen, K. Keil, M. and Cule, P. (2001). Identifying software project risks: an international Delphi study. *Journal of Management Information Systems*, 17 (4), pp. 5 – 36.

Schmidt, R.H. and Tyrell, M. (1997). Financial systems, corporate finance and corporate governance. *European Financial Management Association*, 3 (3), pp. 333 – 361.

Schmitz, J.A. (1996). The role played by public enterprises: How much does it differ across countries? *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 20 (2), pp. 2 – 15.

Schwartz, H. (1994). Small states in big trouble: state reorganization in Australia, Denmark, New Zealand, and Sweden in 1980s. *World Politics*, 46, pp. 527 – 555.

Setia-Atmaja, L. Haman, J. and Tanewski, G. (2011). The role of board independence in mitigating agency problem II in Australian family firms. *The British Accounting Review*, 43 (3), pp. 230 – 246.

- Shelanski, H.A. and Klein, P.G.** (1995). Empirical research in transaction cost economics: a review and assessment. *The Journal of Law, Economics & Organization*, 11 (2), pp. 335 – 361.
- Sheridan, T. and Kendall, N.** (1992). *Corporate Governance: An Action Plan for Profitability and Business Success*. London: Financial Times/Pitman Publishing.
- Shivdasani, A. and Yermack, D.** (1999). CEO involvement in the selection of new board members: an empirical analysis. *The Journal of Finance*, 54 (5), pp. 1829 – 1853.
- Shleifer, A.** (1998). State versus private ownership. *The Journal of Economic Perspectives*, 12 (4), pp. 133 – 150.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W.** (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52 (2), pp. 737 – 783.
- Shrader, C.B. Blackburn V.B. and Iles, P.** (1997). Women in management and firm financial performance: an exploratory study. *Journal of Managerial Issues*, 9 (3), pp. 355 – 372.
- Singh, V.** (2008). Contrasting positions of women directors in Jordan and Tunisia. Στο: Vinnicombe, S., Singh, V., Burke, R., Bilimoria, D. and Huse, M. (eds.) *Women on corporate boards of directors: international research and practice*, pp. 165 – 185. Cheltenham: Edward Elgar.
- Sinha, K. and Labi, S.** (2007). *Transportation Decision Making: principles of project evaluation and programming*. New Jersey: John Wiley and Sons, Inc.
- Sirikrai, S.B. and Tang, J.C.S.** (2006). Industrial competitiveness analysis: Using the analytic hierarchy process. *The Journal of High Technology Management Research*, 17 (1), pp. 71 – 83.
- Skulmoski, G.J. Hartman, F.T. and Krahn, J.** (2007). The Delphi method for graduate research. *Journal of Information Technology Education*, 6, pp. 1 – 21.
- Smith, A.** (1776). *The Wealth of Nations*, United Kingdom: W. Strahan and T. Cadell.
- Smith, A.** (2009). *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nation*. United States of America: Digireads.com Publishing.
- Smith, C.W. and Warner, J.B.** (1979). On Financial Contracting: An analysis of Bond Covenants. *Journal of Financial Economics*, 7, pp. 117 – 161.
- Solomon, A. and Solomon, J.F.** (1999). Empirical evidence of Long-Termism and shareholder activism in UK unit trusts. *Corporate Governance: An International Review*, 7 (3), pp. 288 – 300.

Spanos, L. (2005). Corporate Governance in Greece: Developments and Policy Implications. *Corporate Governance: International Journal of Business in Society*, 5 (1), pp. 15 – 30.

Spanos, L. and Papoulias, D. B. (2005). Corporate governance as an instrument of change state owned companies: The case of the Hellenic Telecommunications Organization. Working Paper. [online]. Διαθέσιμο στο SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=774786>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 15 Ιανουαρίου 2012].

Spanos, L. Tsipouri, L. and Xanthakis, M. (2008). Corporate Governance Rating of family firms at the Athens Exchange Market. *Managerial Finance*, 34 (7), pp. 465 – 478.

Spearman, C. (1904). The proof and measurement of association between two things. *The American Journal of Psychology*, 15 (1), pp. 72 – 101.

Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87 (3), pp. 355 – 374.

Spence, A.M. and Zeckhauser, R. (1971). Insurance, information, and individual action. *American Economic Review*, 61, pp. 380 – 387.

Stanford, B. (1997). What is the new public management is achieving: a survey of commonwealth experience. Στο: Jones, L. Schedler, K. and Wade, S. *Advances in international comparative public management*. Greenwich: Jai Press Inc.

Starks, L.T. (1987). Performance incentive fees: an agency theoretic approach. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22 (1), pp. 17 – 32.

Steinberg, L. and Thissen, D. (1995). Item response theory in personality research. Στο: P. E. ShROUT and S. T. Fiske (eds.), *Personality research, methods, and theory: a festschrift honoring Donald W. Fiske*, Hildale, NJ: Lawrence Erlbaum Associates, Inc, pp. 161 – 181.

Steward, W.D. (1981). The application and misapplication of factor analysis in marketing research. *Journal of Marketing Research*, 18 (1), pp. 51 – 62.

Stiglitz, J.E. (1985). Credit markets and the control of capital. *Journal of Money, Credit and Banking*, 17 (2), pp. 133 – 152.

Stiles, P. and Taylor, B. (2001). *Boards at work; how directors view their roles and responsibilities*. New York, NY: Oxford University Press.

- Stone, C.A.** (1992). Recovery of marginal maximum likelihood estimates in the two-parameter logistic response model: An evaluation of MULTILOG. *Applied Psychological Measurement*, 16, pp. 1 – 16.
- Stone Sweet, A.** (2000). *Governing with judges: constitutional politics in Europe*. Oxford: Oxford University Press.
- Strenger, C.** (2009). Overview and current issues in Germany. Στο: The Institute of Directors (ed.) 2009. *The handbook of international corporate governance: a definitive guide*. 2nd ed. London: Kogan Page, pp. 191 – 202.
- Suen, H.K.** (1990). *Principles of test theories*. Hillsdale, New Jersey: Lawrence Erlbaum Associates.
- Sundaramurthy, C. Mahoney, J.M. and Mahoney, J.T.** (1997). Board structure, anti-takeover provisions, and stockholder wealth. *Strategic Management Journal*, 18 (3), pp. 231 – 245.
- Swaminathan, H. and Gifford, J.A.** (1983). Estimation of parameters in the three-parameter latent trait model. Στο: D. Weiss (ed.), *New horizons in testing*, pp. 13 – 30, New York: Academic Press.
- Taylor, F.W.** (1911). *The principles of scientific management*. New York, NY: Harper & Brothers.
- Terjesen, S. Sealy, R., and Singh, V.** (2009). Women directors on corporate boards: a review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 17 (3), pp. 320 – 337.
- The Greenbury Report** (1995). *Directors' remuneration*. [online]. Διαθέσιμο: <<http://www.ecgi.org/codes/documents/greenbury.pdf>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 20 Απριλίου 2011].
- The Hampel Report** (1998). *Committee on corporate governance*. [online]. Διαθέσιμο: <<http://www.ecgi.org/codes/documents/hampel.pdf>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 20 Απριλίου 2011].
- The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, ICAEW** (1999). *Internal control: guidance for directors on the combined code*. [online]. Διαθέσιμο: <<http://www.ecgi.org/codes/documents/turnbul.pdf>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 20 Απριλίου 2011].
- The World Bank** (1991). [online]. Διαθέσιμο: <<http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2006/03/07/00009>>

0341_20060307104630/Rendered/PDF/34899.pdf> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 20 Απριλίου 2011].

The World Bank (2006). Held by the visible hand: The challenge of State-Owned Enterprise corporate governance for emerging markets. [online]. Διαθέσιμο: <<http://rru.worldbank.org/Documents/Other/CorpGovSOEs.pdf>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 20 Απριλίου 2011].

Thomas, P.G. (1996). Beyond the buzzwords: coping with changes in the public sector. *International Review of Administrative Sciences*, 62 (1), pp. 5 – 29.

Thompson, A.A. Strickland, A.J. and Gamble, J.E. (2008). *Crafting and executing strategy: the quest for competitive advantage*. 16th ed. New York: McGraw-Hill.

TIAA-CREF (2000). *TIAA-CREF Policy statement on corporate governance*. [online]. Διαθέσιμο: <http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=142> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 18 Μαρτίου 2011].

TIAA-CREF (2007). *TIAA-CREF Policy statement on corporate governance*. [online]. Διαθέσιμο: <http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=142> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 18 Μαρτίου 2011].

Tosi, H.L. and Gomez-Mejia, L.R. (1994). CEO compensation monitoring and firm performance. *The Academy of Management Journal*, 37 (4), pp. 1002 – 1016.

Traub, R.E. (1997). Classical test theory in historical perspective. *Educational measurement: issues and practice*, 16 (4), pp. 8 – 14.

Tricker, B. (2009). *Corporate Governance: Principles, policies, and practices*. Oxford and New York: Oxford University Press.

Tsibanoulis, D. (2005). Corporate governance in the fields of corporate and securities laws. Στο συλλογικό τόμο “*Corporate Governance – Transparency and investors’ protection in listed companies*”, XVI Congress UAE, 13 – 15 June 2002, Chania, Bruxelles: Bruylant, pp. 1 – 16.

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

Tuggle, C.S. Sirmon, D.G. Reutzell, C.R. and Bierman, L. (2010). Commanding board of director attention: investigating how organizational performance and CEO duality affect board members' attention to monitoring. *Strategic Management Journal*, 31 (9), pp. 946 – 968.

- Turnbull, S.** (1997). Corporate governance: Its scope, concerns and theories. *Corporate Governance: An International Review*, 5 (4), pp. 180 – 205.
- Uchida, K.** (2011). Does corporate board downsizing increase shareholder value? Evidence from Japan. *International Review of Economics and Finance*, 20, pp. 562 – 573.
- Vafeas, N.** (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53 (1), pp. 113 – 142.
- Van De Walle, S.** (2005). Measuring bureaucratic quality in governance indicators. Παρουσιάστηκε στο 8th Public Management Research Conference, Los Angeles, 29 Σεπτεμβρίου – 1 Οκτωβρίου 2005. [online]. Διαθέσιμο: <<http://www2.ku.edu/~pmranet/conferences/USC2005/USC2005papers/pmra.vandewalle.2005.pdf>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 18 Μαρτίου 2011].
- Van der Linden, W.J. and Hambleton, R.K.** (1997). *Handbook of modern item response theory*. New York: Springer.
- Vienot, I Report** (1995). The board of directors of listed companies in France. [online]. Διαθέσιμο: <http://www.ecgi.org/codes/documents/vienot1_en.pdf> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 22 Δεκεμβρίου 2012].
- Vienot, II Report** (1999). Recommendations of the Committee on corporate governance chaired by Mr Marc VIENOT. [online]. Διαθέσιμο: <http://www.ecgi.org/codes/documents/vienot2_en.pdf> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 22 Δεκεμβρίου 2012].
- Vinnicombe, S. et al.** (2008). *Women on corporate boards of directors: international research and practice*. London: Edward Elgar.
- Visentini, G.** (2006). Compatibility and competition between European and American corporate governance: Which model of capitalism? Στο: T. Clarke and de la Rama, M. (ed.), *Corporate governance and globalization*, London: SAGE Publications, vol. 1, pp. 227 – 241.
- Vives, X.** (2000). *Corporate governance: theoretical and empirical perspectives*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Waldman, D. and Jensen, E.** (2009). *Βιομηχανική Οργάνωση: Θεωρία και πράξη*. Μετάφραση από τα αγγλικά από την Α. Αποστολοπούλου. Τ. Ι. Αθήνα: ΕΛΛΗΝ.
- Walker, A.M. and Selfe, J.** (1996). The Delphi method: a useful tool for the allied health researcher. *British Journal of of Therapy and Rehabilitation*, 3 (12), pp. 677 – 681.

- Wang, Y. and Clift, B.** (2009). Is there a “business case” for board diversity? *Pacific Accounting Review*, 21 (2), pp. 88 – 103.
- Ward, R.** (1997). *21st century corporate board*. New York: John Wiley & Sons.
- Wasserman, J.D. and Bracken, B.A.** (2003). Psychometric considerations of assessment procedures. Στο: Graham, R.J., Naglieri, A.J. and Weiner, B.I. (eds.), *Handbook of psychology: assessment psychology*. pp. 43 – 66, New Jersey: John Wiley and Sons, Inc.
- Watson, W.E. Kumar, K. and Michaelsen, L.K.** (1993). Cultural diversity’s impact on interaction process and performance: Comparing homogeneous and diverse task groups, *Academy of Management Journal*, 36 (3), pp. 590 – 602.
- Watson, P.K. and Teelucksingh, S.S.** (2002). *A practical introduction to econometric methods: Classical and Modern*. Jamaica: The University of the West Indies Press.
- Weatherman, R. and Swenson, K.** (1974). Delphi technique. Στο: S. Hencley and J. Yates (ed.), *Futurism in education: methodologies*. Berkeley, California, United States of America: McCutchan Publishing Corporation, pp. 97 – 114.
- Weaver, W.T.** (1971). The Delphi forecasting method. *The Phi Delta Kappan*, 52 (5), pp. 267 – 271.
- Weimer, J. and Pape, J.C.** (1999). A taxonomy of systems of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 7 (2), pp. 152 – 166.
- Weisbach, M.S.** (1988). Outside directors and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics*, 20 (1-2), pp. 431 – 460.
- Werder, A.v. and Talaulicar, T.** (2006). Corporate governance developments in Germany. Στο: C.A. Mallin, ed. *Handbook on International Corporate Governance*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, Inc., pp. 28 – 44.
- White, H.** (1985). Agency as control. Στο J. Pratt & R. Zeckhauser (eds.), *Principals and agents: the structure of business*. Boston: Harvard Business School Press, pp. 187 – 214.
- Wiersema, M.F. and Bantel, K.A.** (1992). Top management demography and corporate strategic change. *Academy of Management Journal*, 35 (1), pp. 91 – 121.
- Wong, S.C.Y.** (2004). Improving corporate governance in SOEs: an integrated approach. *Corporate Governance International*, 7 (2), pp. 5 – 15.
- WorldBank** (1989). Washington, D.C. [online]. Διαθέσιμο: <www.worldbank.com> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 20 Ιουνίου 2010].

- WorldBank** (1994). Washington, D.C. [online]. Διαθέσιμο: <www.worldbank.com> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 20 Ιουνίου 2010].
- World Business Council for Sustainable Development** (2000). *Corporate Social Responsibility: Making Good Business Sense*. World Business Council for Sustainable Development: Greneva, Greece.
- Yafeh, Y.** (2000). Corporate Governance in Japan: past performance and future prospects. *Oxford Review of Economics Policy*, 16 (2), pp. 74 – 84.
- Yen, W.M.** (1987). A comparison of the efficiency and accuracy of BILOG and LOGIST. *Psychometrika*, 52, pp. 275 – 291.
- Yermack, D.** (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 185 – 211.
- Yoshimori, M.** (2008). The Japanese national system of corporate governance. Στο: A. Naciri (ed.) 2008. *Corporate governance around the world*. London: Taylor & Francis Group, pp. 172 – 197.
- Youngman, M.B. and Eggleston, J.F.** (1979). *Constructing tests and scales*. Berkshire: Nottingham University.
- Zahra, S.A. and Stanton, W.W.** (1988). The implications of board directors' composition for corporate strategy and performance. *International Journal of Management*, 5 (2), pp. 229 – 236.
- Zheka, V.** (2006). Does corporate governance causally predict firm performance? Panel data and instrumental variables evidence. [online]. Διαθέσιμο στο SSRN: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=877913> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 17 Νοεμβρίου 2011].
- Zingales, L.** (1997). Corporate Governance. [online]. Διαθέσιμο στο SSRN: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=46906> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 7 Δεκεμβρίου 2012]
- Αγγελόπουλος, Π.Χ.** (2005). *Τράπεζες και χρηματοπιστωτικό σύστημα: αγορές, προϊόντα, κίνδυνοι*. Αθήνα: Σταμούλη Α.Ε.
- Αθανασίου, Λ.Ι.** (2010). *Μέτοχοι και εταιρική εποπτεία: Η ενεργός ανάμειξη των μετόχων στις εταιρικές αποφάσεις ως μέσο άσκησης εποπτείας στη διοίκηση της α.ε.* Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη.
- Αλεξόπουλος, Δ.Σ.** (2011). *Ψυχομετρία*. Αθήνα: Πεδίο.
- Αναγνωστόπουλος, Κ. και Βαβάτσικος, Α.** (2006). Πολυκριτηριακές Μέθοδοι και ασαφείς επεκτάσεις τους σε χωρικά συστήματα στήριξης αποφάσεων. *4^ο Πανελλήνιο*

Συνέδριο της HellasGI, Ηλεκτρονική Διακυβέρνηση: ο ρόλος των Γ.Σ.Π., 4-5 Μαΐου, Αθήνα. [online]. Διαθέσιμο:

<http://www.gipsynoise.gr/HellasGI/4oSynedrio/papers/Anagnostopoulos_Vavatsiko_s.pdf> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 13 Φεβρουαρίου 2012].

Αντωνιάδης, Ι.Η. (2004). *Η επίδραση παραγόντων εταιρικής διακυβέρνησης στα κέρδη και τις επενδύσεις στις επιχειρήσεις τροφίμων και λοιπών βιομηχανικών κλάδων στην Ελλάδα.* Διδακτορική Διατριβή, Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο Θεσσαλονίκης, Θεσσαλονίκη.

Αντωνόπουλος, Β.Γ. (2011). *Κ.Ν. 2190/1920 Περί ανωνύμων εταιριών και συναφή νομοθετήματα.* 3^η έκδ., Αθήνα: Σακούλα.

Βαβούρας, Σ.Ι. (1998). *Οικονομική Πολιτική.* Αθήνα: Παπαζήση.

Βαβούρας Ι. και Πετράκος, Γ. (2010). Ένα προτεινόμενο ιεραρχικό γραμμικό υπόδειγμα για την αυτοαξιολόγηση των ακαδημαϊκών μονάδων. *Πανελλήνιο Συνέδριο Τοπικές Κοινωνίες και Τριτοβάθμια εκπαιδευτικά ιδρύματα: συνύπαρξη για αειφορική ανάπτυξη,* 23-24 Απριλίου, Ρόδος. [online]. Διαθέσιμο:

<<http://www.rhodes.gr/userfiles/f3d32225-c364-4819-aea4-00cf65c58887/VavourasIoannis.pdf>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 13 Φεβρουαρίου 2012].

Βαγγέλας, Γ.Κ. (2008). *Δυναμική ισορροπία συμμετοχής δημόσιου και ιδιωτικού τομέα στην παραγωγή λιμενικών υπηρεσιών.* Διδακτορική Διατριβή. Πανεπιστήμιο Αιγαίου, Χίος.

Βάμβουκας, Γ. (2007). *Σύγχρονη Οικονομετρία: Ανάλυση και Εφαρμογές.* Αθήνα: Εκδόσεις Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών.

Βλησμάς, Ο. (2012). Το Νοητικό Κεφάλαιο και οι μέθοδοι παρουσίασής του. Στο: *Συμβολές στη λογιστική έρευνα Ι: Επιστημονικές Μελέτες προς τιμήν του ομότιμου καθηγητού Γ. Καρούση.* Αθήνα: Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών, pp. 286 – 302.

Γέροντας, Α. et al. (2010). *Διοικητικό δίκαιο.* 2^η έκδ. Αθήνα: Σάκκουλα.

Γεωργακόπουλος, Θ.Α. (2005). *Εισαγωγή στη δημόσια οικονομική.* Αθήνα: Ε. Μπένου.

Γκίκας, Δ.Χ. Παπαδάκη, Α.Ι. και Σιουγλέ, Γ.Σ. (2010). *Ανάλυση και αποτίμηση επιχειρήσεων.* Αθήνα: Γ. Μπένου.

Γναρδέλλης, Χ. (2006). *Ανάλυση δεδομένων με το SPSS 14.0 for Windows.* Αθήνα: Παπαζήση.

Γρηγορούδης, Β. και Σίσκος, Ι. (2000). Ποιότητα Υπηρεσιών και μέτρηση Ικανοποίησης του πελάτη: το σύστημα MUSA. Αθήνα: Εκδόσεις Νέων Τεχνολογιών ΕΠΕ.

Δαφέρμος, Β. (2005). *Κοινωνική στατιστική με το SPSS*. Θεσσαλονίκη: Ζήτη.

Δαφέρμος, Β. (2009). *Παραγοντική Ανάλυση: Διερευνητική με το SPSS και Επιβεβαιωτική με το LISREL*. Αθήνα: Γκιούρδας.

Δεδούσης, Η. (2002). *Εταιρική Διακυβέρνηση και επενδυτική συμπεριφορά στην Ελλάδα*. Διδακτορική Διατριβή. Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Αθήνα.

Δημητράς, Α. (1995). *Πολυκριτήριες μέθοδοι εκτίμησης του κινδύνου πτώχευσης επιχειρήσεων*. Διδακτορική Διατριβή. Πολυτεχνείο Κρήτης, Κρήτη.

Δημητριάδης, Ε. (2010). *Στατιστικές Εφαρμογές με SPSS 17.0 και LISREL 8.7*. Αθήνα: Κριτική.

Εμμανουηλίδης, Ξ.Χρ. (2009). *Η στρατηγική της εταιρικής διακυβέρνησης και η σπουδαιότητά της στην λήψη χρηματοοικονομικών αποφάσεων: η περίπτωση των ελληνικών τραπεζών*. Διδακτορική Διατριβή, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη.

Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα υπό τον συντονισμό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (1999). *Αρχές εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα: συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνισμού μετασχηματισμού της*. [online]. Διαθέσιμο:

<http://www.ecgi.org/codes/documents/greece_gr.pdf> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 16 Φεβρουαρίου 2010].

Θεοδωρίδης, Μ.Γ. (2008). *Εταιρική διακυβέρνηση στις δημόσιες επιχειρήσεις: η διεθνής εμπειρία και η περίπτωση της Ελλάδας*. Διπλωματική Εργασία. Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Πειραιάς.

Θεοφανίδης, Σ. (1989). *Πώς θα γίνετε καλύτερος πρωθυπουργός, υπουργός, διοικητής: Εγχειρίδιο αποτελεσματικής διοίκησης δημοσίων υποθέσεων*. Αθήνα: Παπαζήση.

Ιωαννίδης, Δ.Α. (2011). *Στατιστική μεθοδολογία*. Θεσσαλονίκη: Ζήτη.

Καζαντζής, Χρ.Ι. (2006). *Ελεγκτική & Εσωτερικός Έλεγχος: μια συστηματική προσέγγιση Εννοιών, Αρχών και Προτύπων*. Πειραιάς: BUSINESS PLUS A.E.

Καινούργιος, Δ. (2004). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση Δημοσίων Επιχειρήσεων και Οργανισμών*. Αθήνα: Εκδόσεις Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών.

- Καραμάνης, Κ.** (2008). *Σύγχρονη Ελεγκτική: Θεωρία και Πρακτική σύμφωνα με τα Διεθνή Ελεγκτικά Πρότυπα*. Αθήνα: Εκδόσεις Εταιρείας Αξιοποίησης και Διαχείρισης της Περιουσίας του ΟΠΑ.
- Καρκατσούλης, Π.** (2004). *Το κράτος σε μετάβαση: από τη «διοικητική μεταρρύθμιση» και το «νέο δημόσιο μανάτζμεντ» στη «διακυβέρνηση»*. Αθήνα: Ι. Σιδέρης.
- Κατσίης, Α. Σιδέρης, Γ.Δ. και Εμβαλωτής, Α.** (2010). *Στατιστικές μέθοδοι στις Κοινωνικές Επιστήμες*. Αθήνα: Τόπος.
- Κάττος, Α.** (2001). *Οικονομετρία, Θεωρία και Εφαρμογές*. Θεσσαλονίκη: Ζυγός
- Κέφης, Β.** (1998). *Το μανάτζμεντ των δημοσίων επιχειρήσεων και οργανισμών: συστηματική προσέγγιση των επιδράσεων του στην ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας*. Αθήνα: Interbooks.
- Κέφης, Β.** (2005). *Ολοκληρωμένο μανάτζμεντ: Βασικές αρχές για σύγχρονες οικονομικές μονάδες*. Αθήνα: Κριτική.
- Κοϊμτζόγλου, Ι.** (2007). Νομική προσέγγιση της διοικητικής μεταρρύθμισης. Στο 1^ο Συνέδριο Διοικητικών Επιστημόνων *Διοικητική Θεωρία και πράξη – διοίκηση και κοινωνία*. Αθήνα, 6 – 7 Οκτωβρίου 2005. Αθήνα: Σάκκουλας Α.Ε.
- Κουλακόγλου Κ.** (1998). *Ψυχομετρία και ψυχολογική αξιολόγηση*. Αθήνα: Παπαζήση.
- Κουτούπης Α.Γ.** (2008). *Οι επιδράσεις του θεσμικού πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης και των βέλτιστων πρακτικών στην ανάπτυξη των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου των επιχειρήσεων: η περίπτωση των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρειών*. Διδακτορική Διατριβή. Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών, Αθήνα.
- Λαζαρίδης, Θ.** (2009). *Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Εφικτότητα εφαρμογής στο σύγχρονο επιχειρησιακό – οργανωσιακό – πληροφοριακό – στρατηγικό και νομικό περιβάλλον*. Διδακτορική Διατριβή. Δημοκρίτειο Πανεπιστήμιο Θράκης, Κομοτηνή.
- Λαζαρίδης, Θ.Γ. και Δρυμπέτας, Ε.** (2011). *Εταιρική Διακυβέρνηση: Διεθνής Πρακτική & Ελληνική Εμπειρία*. Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις “σοφία”.
- Λελεδάκης, Γ.Ν. Ευθυμίου, Β.Α. Κοντοπούλου, Κ.Π. και Νεραντζίδης, Μ.Δ.** (2010). Η αντίδραση της αγοράς σε συναλλαγές προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες: συμπεράσματα από το χρηματιστήριο Αθηνών. Στο: Η.

Τζαβαλής (επιμ.) 2010. *Μελέτες για το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*. Αθήνα: Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, σ. 619 – 638.

Ματσατσίνης Ν. (2010). *Συστήματα υποστήριξης αποφάσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Νέων Τεχνολογιών.

Μέκος, Κ.Ζ. (2003). *Η εταιρική διακυβέρνηση: όψεις του προβλήματος και πιθανές απαντήσεις*. Θεσσαλονίκη: Αντ. Σταμούλη.

Μερτζάνης, Χ.Β. (2007). Το καθεστώς ρύθμισης της κεφαλαιαγοράς. Παρουσίαση στο: *3^ο Τριήμερο Συνέδριο*. Αθήνα, 16-18 Ιανουαρίου 2007. [online]. Διαθέσιμο: <http://www.hcmc.gr/photos/Statistics/files/Mertzanis_Presentation.pdf>

[Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 10 Ιανουαρίου 2012].

Μιχαλόπουλος, Ν. (2003). *Από τη δημόσια γραφειοκρατία στο δημόσιο management*. Αθήνα: Παπαζήση.

Μούζουλας, Σ. (2003). *Εταιρική διακυβέρνηση (Corporate Governance): διεθνής εμπειρία, ελληνική πραγματικότητα*. Αθήνα: Σάκκουλα.

Μπαμπινιώτης, Γ.Δ. (2008). *Λεξικό της νέας Ελληνικής γλώσσας: με σχόλια για τη σωστή χρήση των λέξεων*. 3^η έκδ. Αθήνα: Κέντρο Λεξικολογίας ΕΠΕ.

Μπασαγιάννης, Ν.Χ. και Θεοδωροπούλου – Δένδια, Β. (2003). *Δίκαιο των εμπορικών εταιριών*. Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη.

Μπέσιλα-Βήκα, Ε. και Λυκογιάννη, Β. (2007). Ο ρόλος του πολίτη στη σύγχρονη δημόσια διοίκηση. Στο 1^ο Συνέδριο Διοικητικών Επιστημόνων *Διοικητική Θεωρία και πράξη – διοίκηση και κοινωνία*. Αθήνα, 6 – 7 Οκτωβρίου 2005. Αθήνα: Σάκκουλας Α.Ε.

Νεραντζίδης, Μ. (2010). Το επίπεδο πληροφόρησης περί εσωτερικού ελέγχου μέσω των ετήσιων δελτίων: περίπτωση εισηγμένων εταιρειών, περίοδοι 2005 και 2010. Στην: *Εκδήλωση της Ελληνικής Εταιρίας Διοικήσεως Επιχειρήσεων «Η ποιότητα των υπηρεσιών εσωτερικού ελέγχου»* (Β' συνεδρία). Αθήνα, Ελλάδα, 19 Νοεμβρίου 2010.

Νεραντζίδης, Μ. και Φίλος, Ι. (2012). Δελφική Ιεραρχική Προσέγγιση: Μία μεθοδολογία για την επίλυση των προβλημάτων αξιολόγησης της ποιότητας της εταιρικής διακυβέρνησης. Στο: *International Conference on International Business (ICIB 2012)*. Θεσσαλονίκη, Ελλάδα, 17 – 19 Μαΐου 2012, p. 122, [ISBN 978-960-98740-3-8].

Ξανθάκης, Μ. Τσιπούρη, Α. και Σπανός, Α. (2003). *Εταιρική διακυβέρνηση: έννοια και μέθοδοι αξιολόγησης*. Αθήνα: Παπαζήση.

- Ορφανός, Β.Α.** (2003) (ed.) *Λεξικό της σύγχρονης οικονομίας: θεωρητικής και εφαρμοσμένης*. 2^η έκδ. Αθήνα: Σταφυλίδη.
- Παναγιώτου, Ν.** (2010). *Συστήματα Αποφάσεων: Πολυκριτηριακή Ανάλυση (Multicriteria Analysis)*. Σημειώσεις Διαλέξεων για το μάθημα «Συστήματα Αποφάσεων», Ερευνητική Ομάδα Βιομηχανικού Υλικού, Τομέας Βιομηχανικής Διοίκησης & Επιχειρησιακής Έρευνας, Σχολή Μηχανολόγων Μηχανικών, Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο. [online]. Διαθέσιμο: http://panayiot.simor.ntua.gr/attachments/086_Lecture%2002%20Multicriteria%20Analysis.pdf [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 13 Φεβρουαρίου 2012].
- Παπαδάκης, Β.Μ.** (2002). *Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία*. 4^η έκδ. Αθήνα: Ε. Μπένου.
- Παπαδάκης, Β.Μ.** (2007). *Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία. Τόμος Α: Θεωρία*. 5^η έκδ. Αθήνα: Ε.Μπένου.
- Παπαδημητρίου, Κ.** (2007). *Απόφοιτοι Εθνικής Σχολής Δημόσιας Διοίκησης: αξιοποίηση τους στην ελληνική δημόσια διοίκηση*. Στο 1^ο Συνέδριο Διοικητικών Επιστημόνων *Διοικητική Θεωρία και πράξη – διοίκηση και κοινωνία*. Αθήνα, 6 – 7 Οκτωβρίου 2005. Αθήνα: Σάκκουλας Α.Ε.
- Παπαλεξανδρή, Ν.** (2007). *Σχόλιο της αντιπρυτάνεως ακαδημαϊκών υποθέσεων και προσωπικού του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών*. Στο 1^ο Συνέδριο Διοικητικών Επιστημόνων *Διοικητική Θεωρία και πράξη – διοίκηση και κοινωνία*. Αθήνα, 6 – 7 Οκτωβρίου 2005. Αθήνα: Σάκκουλας Α.Ε.
- Προβόπουλος Α.Γ.** (1982). *Οι Δημόσιες Επιχειρήσεις και Οργανισμοί – Οικονομική θεωρία και ελληνική πραγματικότητα*. Ειδικές Μελέτες 11, Αθήνα: Εκδόσεις ΙΟΒΕ.
- Ροκκά, Λ.Α.** (2007). *Διοίκηση μέσω στόχων και οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης – εφαρμογή του ν. 3230/2004 στους οργανισμούς τοπικής αυτοδιοίκησης – η περίπτωση του δήμου Βόλου*. Εθνικό Κέντρο Δημόσιας Διοίκησης, Εθνική Σχολή Τοπικής Αυτοδιοίκησης, Αθήνα.
- Σακέλλης, Ε.Ι.** (2003). *Το Ελληνικό λογιστικό σχέδιο*. 2^η έκδ. Αθήνα: Ε. Σακέλλη.
- Σιαρδός, Γ.Κ.** (2004). *Μέθοδοι πολυμεταβλητής στατιστικής ανάλυσης: με την επίλυση ασκήσεων μέσω του στατιστικού προγράμματος SPSS*. Θεσσαλονίκη: Ζήτη.
- Σπηλιωτόπουλος, Ε.Π.** (2010). *Η δημόσια επιχείρησης*. 2^η έκδ. Αθήνα: Σάκκουλα.
- Σπανός, Λ.** (2001). *Συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης και σύγχρονη επιχείρηση*. *Ένωση Ελληνικών Τραπεζών*, α' τρίμηνο, σ. 57 – 63.

- Σταθόπουλος, Α.Ν.** (1984). *Εισαγωγή στην οικονομική και διοικητική των επιχειρήσεων*. 2^η έκδ. Αθήνα: Το Οικονομικόν.
- Σταϊκούρας, Π.** (2008). *Εταιρική διακυβέρνηση και ηθική*. [σημειώσεις μαθήματος] Μάρτιος – Απρίλιος 2008 (ed.). Αθήνα. [online]. Διαθέσιμο: <<http://epikouros.unipi.gr/eclass/FBA120/document/Lecture%206/Lecture%206.pdf>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 16 Φεβρουαρίου 2010].
- Σύλλογος Ελλήνων Βιομηχάνων (ΣΕΒ)** (2001). *Αρχές εταιρικής διακυβέρνησης*. [online]. Διαθέσιμο: http://www.ecgi.org/codes/documents/wn_010724.pdf [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 7 Δεκεμβρίου 2011].
- Σύλλογος Ελλήνων Βιομηχάνων (ΣΕΒ)** (2011). *Κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης ΣΕΒ για τις εισηγμένες εταιρείες*. [online]. Διαθέσιμο: <http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=317> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 7 Δεκεμβρίου 2011].
- Συριόπουλος, Κ. και Φύλιππας, Δ.** (2010). *Οικονομετρικά Υποδείγματα & Εφαρμογές με το Eviews*. Θεσσαλονίκη: ΑΝΙΚΟΥΛΑ.
- Σωτηράκου, Τ. και Ζέππου, Μ.** (2007). Άυλες μορφές διοίκησης: η δυναμική της σύγχρονης διοικητικής μεταρρύθμισης. Στο 1^ο Συνέδριο Διοικητικών Επιστημόνων *Διοικητική Θεωρία και πράξη – διοίκηση και κοινωνία*. Αθήνα, 6 – 7 Οκτωβρίου 2005. Αθήνα: Σάκκουλας Α.Ε.
- Τάχος, Α.Ι.** (2005). *Ελληνικό διοικητικό δίκαιο*. Αθήνα: Σάκκουλας Α.Ε.
- Τραυλός, Ν.** (2001). Η ανάπτυξη συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης στις κεφαλαιαγορές. *Τάσεις-Η ελληνική οικονομία*, pp. 170 – 182.
- Τραυλός, Ν.** (2003). Εταιρική Διακυβέρνηση: Έννοιες και Εμπειρικά Πορίσματα. *Athens Laboratory of Business Administration (ALBA)*, pp. 1–12.
- Τραυλός, Ν.** (2005). Αμοιβές Διευθυντικών Στελεχών και Ασυμμετρία Συμφερόντων μεταξύ Διοίκησης και Μετόχων. *Υπό δημοσίευση στην Ετήσια Έκδοση του Περιοδικού ΕΠΙΛΟΓΗ – ΤΑΣΕΙΣ*, pp. 1 – 12.
- Τσάμης, Α.** (1989). *Προβλήματα επιλογής και αξιοπιστίας των χρηματοοικονομικών δεικτών*. Διδακτορική Διατριβή. Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών, Αθήνα.
- Φίλος, Γ.Α.** (2004). *Σύστημα εσωτερικού ελέγχου επιχειρήσεων*. Αθήνα: IQ Group.
- Φίλος, Ι. Νεραντζίδης, Μ. Κουτούπης, Α. και Κοντογεώργης, Γ.** (2010). Η οικονομική κρίση και η επισκόπηση της Ελληνικής οικονομίας: μία θεωρητική προσέγγιση. Στο: *11^ο Διεθνές Συνέδριο της Εταιρείας Οικονομολόγων Θεσσαλονίκης*:

Παγκόσμια Κρίση και Οικονομικές Πολιτικές. Θεσσαλονίκη, Ελλάδα, 17 – 19 Δεκεμβρίου 2010.

Φώταρης, Π. (2011). *Αξιολόγηση πολυμεσικού μαθησιακού υλικού με εφαρμογή της θεωρίας απόκρισης ερωτήματος (IRT) σε συστήματα ηλεκτρονικής μάθησης*. Διδακτορική Διατριβή. Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη.

Χριστοπούλου, Σ. (2008). *Δημόσια πολιτική για τη διοικητική μεταρρύθμιση: η προσπάθεια μέτρησης της απόδοσης και καθιέρωσης συστήματος διοίκησης με στόχους*. Διπλωματική εργασία. Εθνική Σχολή Δημόσιας Διοίκησης, Αθήνα.

ΕΥΡΥΤΕΡΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Aras, G. and Crowther, D. ed., (2009). *Global perspectives on corporate governance and CSR*. England: Gower.

Barker, R.M. (2011). *Corporate governance, competition, and political parties: explaining corporate governance change in Europe*. 2nd ed. Oxford: Oxford University Press.

Benn, S. and Dunphy, D. (2007). *Corporate governance and sustainability: challenges for theory and practice*. London and New York: Routledge.

Bjuggren, P.O. and Mueller, D.C. (2009). *The modern firm, corporate governance and investment*. United Kingdom, UK: Edward Elgar Publishing Limited.

Brickley, J.A. Smith, C.W. and Zimmerman, J.L. (2004). *Managerial economics and organizational architecture*. 3rd ed. New York: McGraw-Hill.

Cadbury, A. (2002). *Corporate governance and chairmanship: a personal view*. New York, NY: Oxford University Press.

Clarke, T. and Branson, D. (2012). *The SAGE handbook of corporate governance*. London: Sage Publications Ltd.

Clarke, T. and dela Rama, M. ed., (2006). *Corporate governance and globalization, Volume I: ownership and control*. London: Sage Publications Ltd.

Clarke, T. and dela Rama, M. ed., (2006). *Corporate governance and globalization, Volume II: development and regulation*. London: Sage Publications Ltd.

Clarke, T. and dela Rama, M. ed., (2006). *Corporate governance and globalization, Volume III: convergence and diversity*. London: Sage Publications Ltd.

Denis, D.K. and McConnell, J.J. ed., (2005). *Governance: an international perspective, Volume I*. United Kingdom, UK: Edward Elgar Publishing Limited.

- Denis, D.K. and McConnell, J.J. ed.,** (2005). *Governance: an international perspective, Volume II*. United Kingdom, UK: Edward Elgar Publishing Limited.
- Epstein, M.J. and Hanson, K.O. ed.,** (2006). *The accountable corporation, Volume 1: Corporate governance*. United States of America: Praeger Perspectives.
- Freeman, R.E. et al.** (2010). *Stakeholder theory: the state of the art*. United Kingdom, UK: Cambridge University Press.
- Garratt, B.** (2009). *Thin on top: why corporate governance matters and how to measure and improve board performance*. 3rd ed. London: Nicholas Brealey Publishing.
- Goergen, M.** (2012). *International corporate governance*. England: Pearson.
- Gospel, H. and Pendleton, A. ed.** (2005). *Corporate governance and labour management: an international comparison*. New York, NY: Oxford University Press.
- Hilb, M.** (2005). *New corporate governance: successful board management tools*. New York, NY: Springer.
- Horn, L.** (2012). *Regulating corporate governance in the EU: towards a marketization of corporate control*. United Kingdom, UK: Palgrave Macmillan.
- Hughes, V.** (2004). *Becoming a director: learn the basics and become an effective and successful director*. United Kingdom: How to Books Ltd.
- Huse, M.** (2007). *Boards, governance and value creation: the human side of corporate governance*. New York: Cambridge University Press.
- Institute of Directors and SAS** (2004). *Corporate governance: practical advice for directors on today's most important boardroom issue*. London: Director Publications Ltd.
- Kallifatides, M. Nachemson-Ekwall, S. and Sjöstrand, S.E.** (2010). *Corporate governance in modern financial capitalism: old mutual's hostile takeover of Skandia*. United Kingdom, UK: Edward Elgar Publishing Limited.
- Kieff, F.S. and Paredes, T.A.** (2010). *Perspectives on corporate governance*. New York: Cambridge University Press.
- Kumar, S.T.N.** (2010). *Corporate governance*. Oxford: Oxford University Press.
- MacAvoy, P.W. and Millstein, I.M.** (2004). *The recurrent crisis in corporate governance*. Stanford, California: Stanford University Press.
- Macey, J.R.** (2008). *Corporate governance: promises kept, promises broken*. Princeton and Oxford: Princeton University Press.

- Morck, R.K.** (2005). *A history of corporate governance around the world: family business groups to professional managers*. Chicago and London: The University of Chicago Press.
- Morrioni, M.** (2009). *Corporate governance, organization and the firm: co-operation and outsourcing in the global economy*. United Kingdom, UK: Edward Elgar Publishing Limited.
- Nordberg, D.** (2011). *Corporate governance: principles and issues*. London: Sage Publications Ltd.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD)** (2001). *Corporate governance in Asia: a comparative perspective*. Paris: OECD.
- Padgett, C.** (2012). *Corporate governance: theory and practice*. United Kingdom, UK: Palgrave Macmillan.
- Sapovadia, V. and Patel, K.** (2010). *Corporate governance and public governance: issues and cases on corporate governance and public governance*. Germany: LAP LAMBERT Academic Publishing.
- Sharma, V.D.** (2008). *Corporate governance and financial restatements: effect of independent audit committee director characteristics, auditor fees, and audit-firm tenure on financial restatements*. Germany: VDM Verlag Dr. Müller.
- Smith, R.C. and Walter, I.** (2006). *Governing the modern corporation: capital markets, corporate control, and economic performance*. Oxford: Oxford University Press.
- Sun, W. Stewart, J. and Polland, D.** (2011). *Corporate governance and the global financial crisis: international perspectives*. United Kingdom, UK: Cambridge University Press.
- The Institute of Directors** (2009). *The handbook of international corporate governance: a definitive guide*. 2nd ed. London and Philadelphia: Kogan Page.
- Van Frederikslust, R.A.I. Ang, J.S. and Sudarsanam, P.S.** (2008). *Corporate governance and corporate finance: a European perspective*. London and New York: Routledge.
- Verma, M.** (2011). *Corporate governance rating: a study of selected listed companies in India*. Germany: LAP LAMBERT Academic Publishing.
- Verschoor, C.C.** (2008). *Audit committee essentials*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Wearing, R.** (2006). *Cases in corporate governance*. London: Sage Publications.

Li, W.A. (2008). *Corporate governance in China: research and evaluation*. Singapore: John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd.

Weiss, R. (2009). *Audit committee characteristics and monitoring effectiveness: an evaluation of independence, financial expertise, firm support, and oversight activities*. 2nd ed. Germany: VDM Verlag Dr. Müller.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΩΝ

Cadbury Committee Report (1992). *Report of the Cadbury Committee on the financial aspects of corporate governance*. United Kingdom, UK: Gee Professional Publishing Ltd.

Cannon, T. (1994). *Corporate responsibility: a textbook on business ethics, governance, environment: roles and responsibilities*. London: Pitman.

Clarke, T. (2004). *Theories of Corporate Governance*. London and New York, NY: Routledge.

Demb, A. and Neubauer, F.F. (1992). *The Corporate Board: confronting the paradoxes*. New York, NY: Oxford University Press.

Demirag, I. (1998). *Corporate Governance, Accountability and Pressures to Perform: An International Study*. Stamford, CT: JAI Press.

Ho, C.K. (2005). Corporate governance and corporate competitiveness: An international analysis. *Corporate Governance: An International Review*, 13 (2), pp. 211 – 253.

Holmstrom, B. and Kaplan, S. (2001). Corporate governance and merger activity in United States: Making sense of the 1980s and 1990s. *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), pp. 121 – 144.

Keasey, K. and Wright, M. (1993). Issues in corporate accountability and governance. *Accounting and Business Research*, 23 (91), pp. 291 – 303.

Krafft, J. and Ravix, J. (2005), The governance of innovative firms: An evolutionary perspective. *Economics Innovation New Technology*, 14 (3), pp. 125 – 147.

La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F. Shleifer, A. and Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), pp. 3 – 27.

Larcker, D.F. Richardson A. S. and Tuna, İ. (2005). Does corporate governance really matter? *The Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphia, PA* 19104-6365.

Mayer, C. (1996). Corporate Governance, Competition and Performance. *OECD Economics Department Working Papers*, no. 164, OECD Publishing. [online]. Διαθέσιμο: <<http://dx.doi.org/10.1787/536410876068>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 18 Ιουλίου 2011].

Nelson, J. (2005). Corporate Governance Practices, CEO Characteristics and Firm Performance. *Journal of Corporate Finance*, 11 (1-2), pp. 197 – 228.

Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*. Paris.

Parkinson, J. (1994). *Corporate Power and Responsibility*. Oxford: Oxford University Press.

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

Solomon, J. (2007). *Corporate Governance and Accountability*. 2nd ed., England: John Wiley & Sons Ltd.

Tricker, B. (2009). *Corporate Governance: Principles, policies, and practices*. Oxford and New York: Oxford University Press.

NOMOI

K.N.2190/1920 (Φ.Ε.Κ. Α΄-37) Περί ανωνύμων εταιρειών.

N.2880/2001 (Φ.Ε.Κ. Α΄-9) Πρόγραμμα «Πολιτεία» για τη μεταρρύθμιση και τον εκσυγχρονισμό της Δημόσιας Διοίκησης και άλλες διατάξεις.

N.3016/2002 (Φ.Ε.Κ. Α΄-110) Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις.

N.3091/2002 (Φ.Ε.Κ. Α΄-330) Απλουστεύσεις και βελτιώσεις στη φορολογία εισοδήματος και κεφαλαίου και άλλες διατάξεις.

N.3230/2004 (Φ.Ε.Κ. Α΄-44) Καθιέρωση συστήματος διοίκησης με στόχους, μέτρηση της αποδοτικότητας και άλλες διατάξεις.

N.3340/2005 (Φ.Ε.Κ. Α΄-112) Για την προστασία της Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς.

N.3345/2005 (Φ.Ε.Κ. Α'-138) Οικονομικά θέματα Νομαρχιακών Αυτοδιοικήσεων και ρύθμιση διοικητικών θεμάτων.

N.3429/2005 (Φ.Ε.Κ. Α'-314) Δημόσιες Επιχειρήσεις και Οργανισμοί (Δ.Ε.Κ.Ο.).

N.3556/2007 (Φ.Ε.Κ. Α'-91) Προϋποθέσεις διαφάνειας για την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά και άλλες διατάξεις.

N.3604/2007 (Φ.Ε.Κ. Α'-189) Αναμόρφωση και τροποποίηση του κωδικοποιημένου νόμου 2190/1920 «Περί ανωνύμων εταιρειών» και άλλες διατάξεις.

N.3693/2008 (Φ.Ε.Κ. Α'-174) 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.

N.3873/2010 (Φ.Ε.Κ. Α'-150) 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.

N.3884/2010 (Φ.Ε.Κ. Α'-128) Ενσωμάτωση στο ελληνικό δίκαιο της Οδηγίας 2007/36/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 11^{ης} Ιουλίου 2007, σχετικά με την άσκηση ορισμένων δικαιωμάτων, από μετόχους εισηγμένων εταιρειών – Τροποποίηση και προσαρμογή του κωδικοποιημένου νόμου 2190/1920, περί ανωνύμων εταιρειών του ν. 2396/1996.

N.3965/2011 (Φ.Ε.Κ. Α'-113) Αναμόρφωση πλαισίου λειτουργίας Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων, Οργανισμού Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους, Δημοσίων Επιχειρήσεων και Οργανισμών, σύσταση Γενικής Γραμματείας Δημόσιας Περιουσίας και άλλες διατάξεις.

ΟΔΗΓΙΕΣ

Ευρωπαϊκή Οδηγία 2005/162/EK Σύσταση της Επιτροπής της 15^{ης} Φεβρουαρίου 2005 σχετικά με το ρόλο των μη εκτελεστικών και των εποπτικών διοικητικών στελεχών των εισηγμένων εταιρειών, καθώς και με τις επιτροπές του διοικητικού ή του εποπτικού συμβουλίου (Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον ΕΟΧ).

Οδηγία 2006/46/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 14^{ης} Ιουνίου 2006 για την τροποποίηση της οδηγίας 78/660/ΕΟΚ του Συμβουλίου περί των ετήσιων λογαριασμών εταιρειών ορισμένων μορφών, της οδηγίας 83/349/ΕΟΚ του Συμβουλίου σχετικά με τους ενοποιημένους λογαριασμούς, της οδηγίας 86/635/ΕΟΚ του Συμβουλίου για τους ετήσιους και ενοποιημένους λογαριασμούς των τραπεζών και λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και της οδηγίας 91/674/ΕΟΚ του Συμβουλίου για τους ετήσιους και τους ενοποιημένους λογαριασμούς των ασφαλιστικών επιχειρήσεων.

ΔΙΚΤΥΟΓΡΑΦΙΑ

American Law Institute [online]. Διαθέσιμο: <<http://www.ali.org>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 16 Φεβρουαρίου 2010].

www.anao.gov.au/uploads/documents/Corporate_Governance_in_Commonwealth_Authorities_and_Companies.pdf [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 3 Δεκεμβρίου 2010].

Australian National Audit Office (2003) [online]. Διαθέσιμο: <http://www.anao.gov.au/uploads/documents/Corporate_Governance_in_Commonwealth_Authorities_and_Companies.pdf> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 3 Δεκεμβρίου 2010].

California Public Employees' Retirement System [online]. Διαθέσιμο: <www.calpers.ca.gov> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 9 Φεβρουαρίου 2011].

CFA Institute [online]. Διαθέσιμο: <http://www.cfainstitute.org/about/press/release/Pages/03172008_16466.aspx> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 11 Αυγούστου 2012].

Corporate governance in Asia (2010). [online]. Διαθέσιμο: <www.acga-asia.org/public/files/CG_Watch_2010_Extract.pdf> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 10 Οκτωβρίου 2010].

Council of Institutional Investors [online]. Διαθέσιμο: <www.cii.org> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 11 Μαρτίου 2011].

European Commission: Étymologie du terme "gouvernance" [online]. Διαθέσιμο: <http://ec.europa.eu/governance/docs/doc5_fr.pdf> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 13 Ιουλίου 2012].

European Corporate Governance Institute [online]. Διαθέσιμο: <www.ecgi.org/codes/all_codes.php> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 16 Απριλίου 2011].

EVA [online]. Διαθέσιμο: <www.eva.fi> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 13 Φεβρουαρίου 2012].

Governance Risk Indicators 2.0 (2012). [online]. Διαθέσιμο: <www.issgovernance.com/files/GRIId2.0_TechnicalDocument20120306.pdf> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 21 Ιουνίου 2012].

Institutional Shareholder Services (2002). [online]. Διαθέσιμο: <www.isscgq.com> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 21 Ιουνίου 2011].

Institutional Shareholder Services [online]. Διαθέσιμο: <www.issgovernance.com/about> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 22 Ιουνίου 2011].

National Association of Corporate Directors [online]. Διαθέσιμο: <<http://www.nacdonline.org/>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 3 Απριλίου 2012].

New York Stock Exchange [online]. Διαθέσιμο: <<https://nyse.nyx.com/>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 17 Μαρτίου 2010].

Sarbanes-Oxley Act (2002) [online]. Διαθέσιμο: <www.soxlaw.com> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 7 Ιουλίου 2011].

Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund [online]. Διαθέσιμο: <www.tiaa-cref.org> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 18 Μαρτίου 2011].

World Business Council for Sustainable Development [online]. Διαθέσιμο: <www.wbcsd.org> (στο πεδίο Business Ethics) [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 31 Δεκεμβρίου 2012].

The World Bank [online]. Διαθέσιμο: <www.worldbank.org> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 20 Ιουνίου 2010].

Δίκτυο Ευρωπαϊκής Επιτροπής (2011) [online]. Διαθέσιμο: <http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/quota-working_paper_en.pdf> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 13 Φεβρουαρίου 2012].

Εφημερίδα «ΜΕΤΟΧΟΣ» (2003). Εταιρική διακυβέρνηση: ασπίδα διαφάνειας. Μέτοχος, ειδικό 32σέλιδο ένθετο, 30 Μαΐου, τεύχ. 271. [online]. Διαθέσιμο:

<<http://www.euro2day.gr/specials/folders/134/articles/30571/ArticleSpecialFolders.aspx#bellow>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 22 Νοεμβρίου 2011].

Ημερήσια οικονομική εφημερίδα ΕΞΠΡΕΣ [online]. Διαθέσιμο: <<http://www.express.gr/>> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 15 Οκτωβρίου 2012].

Σύλλογος Επενδυτών και Διαδικτύου (ΣΕΔ) [online]. Διαθέσιμο: <http://www.sed.gr/cms/front_content.php> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 10 Φεβρουαρίου 2010].

Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών [online]. Διαθέσιμο: <www.ase.gr> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 5 Ιανουαρίου 2010].

Χρηματιστήριο Αθηνών – FTSE. *Βασικοί Κανόνες Διαχείρισης και Υπολογισμού των Δεικτών FTSE/XA 20, FTSE/XA Mid 40 και FTSE/XA Small Cap 80*. [online]. Διαθέσιμο: <http://www.euro2day.gr/dm_documents/ase_050603.pdf> [Ημερομηνία τελευταίας πρόσβασης 7 Απριλίου 2012].

[Η σελίδα αυτή είναι λευκή σκοπίμως]

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α:

Πίνακας 1: Συγκριτική και συνοπτική παρουσίαση του θεσμικού πλαισίου της εταιρικής διακυβέρνησης σε δημόσιες επιχειρήσεις και οργανισμούς (εισηγμένες και μη) και σε εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

	Εταιρική διακυβέρνηση στις Δημόσιες Επιχειρήσεις και Οργανισμούς (μη εισηγμένες)	Εταιρική διακυβέρνηση στις εισηγμένες Δημόσιες Επιχειρήσεις και Οργανισμούς και στις εταιρείες με εισηγμένες μετοχές προς διαπραγμάτευση στο Χ.Α.Α.
	Κύριος Νόμος: Ν.3429/27-12-2005/ΦΕΚ 314 Α' (Κεφ. Α').	Κύριοι Νόμοι: Ν. 3016/17-05-2002/ΦΕΚ 110 Α'.
	Συμπληρωματικοί Νόμοι: Ν.3697/25-09-2008/ΦΕΚ 194 Α' άρθρο 33 (Κεφ. Ε' Μέρος Δ').	Ν.3429/27-12-2005/ΦΕΚ 314 Α' (Κεφ. Β').[Μόνο για εισηγμένες Δ.Ε.Κ.Ο.].
ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΗ ΠΑΡΑΘΕΣΗ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΑΝΑ ΦΟΡΕΑ	Ν.3965/18-05-2011/ΦΕΚ 113 Α' (Κεφ.Γ'). Ν.3884/24-09-2010/ΦΕΚ 128 Α'. Ν.3899/17-12-2010/ΦΕΚ 212 Α'. Ν.3833/15-03-2010/ΦΕΚ 40 Α'. Ν.2190/1920/ΦΕΚ Α' 37/30-03-1963 (όπως τροποποιήθηκε με το ν. 3604/08-08-2007/ΦΕΚ 189Α').	Συμπληρωματικοί Νόμοι (εξαιρείται η ειδική νομοθεσία των χρηματοπιστωτικών οργανισμών): Ν.3091/24-12-2002/ΦΕΚ 330 Α' άρθρο 26 (Κεφ. Γ'). Ν.3693/25-08-2008/ΦΕΚ 174 Α'. Ν.3340/10-05-2005/ΦΕΚ 112 Α'. Ν.3873/06-09-2010/ΦΕΚ 150 Α'. Ν.3884/24-09-2010/ΦΕΚ 128 Α'. Ν.2190/1920/ΦΕΚ Α' 37/30-03-1963 (όπως τροποποιήθηκε με το ν.3604/08-08-2007/ΦΕΚ 189 Α').
ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΥΡΙΟΥ ΝΟΜΟΥ	Ν.3429/27-12-2005/ΦΕΚ 314 Α' (Κεφ. Α').	Ν. 3016/17-05-2002/ΦΕΚ 110 Α'. Ν.3429/27-12-2005/ΦΕΚ 314 Α' (Κεφ. Β') [Μόνο για εισηγμένες

ΠΕΔΙΟ
ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ

Δημόσιες επιχειρήσεις (μη εισηγμένες) (ν.3429/2005
Κεφ. Α' άρθρο 1 §1, §2 και §3).

ΟΡΓΑΝΩΣΗ
ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Διοικητικό Συμβούλιο (διαμορφώνει τη στρατηγική και την πολιτική ανάπτυξη της εταιρείας):
Το Δ.Σ. αποτελείται το ανώτερο από επτά (7) μέλη (συμπεριλαμβανομένων του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου). Στο Δ.Σ. συμμετέχει ένας εκπρόσωπος των εργαζομένων, στη δημόσια επιχείρηση, σύμφωνα με όσα ορίζονται στο καταστατικό της (ν.3965/2011, άρθρο 14 §1-2). Αξίζει να σημειωθεί ότι τα μέλη του Δ.Σ. διακρίνονται

Δ.Ε.Κ.Ο.].

- ✓ **Δημόσιες επιχειρήσεις (εισηγμένες)** Ανώνυμες εταιρείες, των οποίων οι μετοχές έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση, σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά (ν.3429/2005 Κεφ. Α' άρθρο 1 §5), εφόσον το δημόσιο ή τα νομικά πρόσωπα (του Κεφ. Α' άρθρο 1 §2) εξακολουθούν να συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο.
- ✓ **Ανώνυμες εταιρείες** που εισαγάγουν ή έχουν εισαγάγει μετοχές ή άλλες κινητές αξίες τους σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά (ν.3016/2002 Κεφ. Α' άρθρο 1).

Διοικητικό Συμβούλιο (έχει ως πρώτη υποχρέωση και καθήκον τη διαρκή επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρείας και την προάσπιση του γενικού συμφέροντος):

Το Δ.Σ. αποτελείται (ν.3016/2002 άρθρο 3) από:

- εκτελεστικά μέλη,
- μη εκτελεστικά μέλη (ο αριθμός των οποίων δεν πρέπει να είναι μικρότερος του 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών, αν προκύψει κλάσμα στρογγυλοποιείται στον επόμενο ακέραιο αριθμό) και

(σύμφωνα με τον ν.3429/2005, άρθρο 3 §2-6) σε:

- εκτελεστικά μέλη,
- μη εκτελεστικά μέλη και
- ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη

Επιπλέον, οι διατάξεις των άρθρων 3 §1 και 4 §1 και §2 του ν.3016/2002, ΦΕΚ 110 Α' εφαρμόζονται αναλογικά (σύμφωνα με τον ν.3429/2005 άρθρο 3 §6). [Πράγμα που σημαίνει ότι ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. δεν πρέπει να είναι μικρότερος του 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών. Αν προκύψει κλάσμα, στρογγυλοποιείται στον επόμενο ακέραιο αριθμό. Μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να υπάρχουν τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη, ενώ η ύπαρξη ανεξάρτητων μελών δεν είναι υποχρεωτική όταν στο Δ.Σ. ορίζονται ρητά και συμμετέχουν, ως μέλη, εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων. Επιπλέον, τα ανεξάρτητα μέλη του Δ.Σ. μπορούν να υποβάλλουν, ο καθένας ή από κοινού, αναφορές και ξεχωριστές εκθέσεις από αυτές του Δ.Σ. προς την

➤ ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη (δύο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη, η οποία δεν είναι υποχρεωτική, όταν στο Δ.Σ. ορίζονται ρητά και συμμετέχουν, ως μέλη, εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων).

Αξίζει να σημειωθεί ότι η ιδιότητα των μελών του Δ.Σ., ως εκτελεστικών ή μη, ορίζεται από το Δ.Σ. Τα ανεξάρτητα μέλη ορίζονται από τη γενική συνέλευση. Αν εκλεγεί, από το Δ.Σ., προσωρινό μέλος, μέχρι την πρώτη γενική συνέλευση σε αναπλήρωση άλλου ανεξάρτητου που παραιτήθηκε, εκλέγεται πρέπει να είναι και αυτό ανεξάρτητο. Επίσης, τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη 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 αυτήν πρόσωπα (ν.3091/2002 άρθρο 26).

τακτική ή έκτακτη γενική συνέλευση της εταιρείας, εφόσον κρίνουν τούτο αναγκαίο].

Ενώ, τέλος, ο διευθύνων σύμβουλος πρέπει να είναι τουλάχιστον πτυχιούχος Πανεπιστημιακού Ιδρύματος της ημεδαπής ή ισότιμου της αλλοδαπής και να έχει τουλάχιστον πενταετή εμπειρία σε θέση σημαντικής ευθύνης και απαιτήσεων στο δημόσιο ή ιδιωτικό τομέα. Ο διευθύνων σύμβουλος δύναται να ασκεί παράλληλα και καθήκοντα Προέδρου του Δ.Σ., χωρίς καμία πρόσθετη αμοιβή (ν.3697/2008 άρθρο 33).

Αξίζει να σημειωθεί ότι, σύμφωνα με το άρθρο 2 του νόμου 3899/2010 και το άρθρο 2 του νόμου 3833/2010, οι πάσης φύσεως αποδοχές, επιδόματα, αποζημιώσεις και αμοιβές, γενικά, στους απασχολούμενους, με οποιαδήποτε σχέση εργασίας, των φορέων που υπάγονται στο πεδίο εφαρμογής του Κεφ. Α' του ν.3429/2005, απαγορεύεται από 01/01/2011 να υπερβαίνουν, κατά μήνα, υπολογιζόμενες σε δωδεκάμηνη βάση, το ποσό των τεσσάρων χιλιάδων (4.000) ευρώ. Επιτρέπεται υπέρβαση του ορίου ανάλογα

με τα ειδικά προσόντα και τις ειδικές συνθήκες απασχόλησης και τη θέση ιδιαίτερης ευθύνης στην οποία υπηρετούν, σε στελέχη των ανωτέρω φορέων και μέχρι του ορίου των αποδοχών Γενικού Γραμματέα Υπουργείου (σύμφωνα με το άρθρο 2 του ν.3833/2010). [Εξαιρούνται οι εταιρείες που υπάγονται στο Κεφ. Β΄ του ν.3429/2005, δηλαδή οι εισηγμένες Δ.Ε.Κ.Ο., εφόσον το δημόσιο ή τα νομικά πρόσωπα των παραγράφων 2 και 3 του άρθρου 1 του ν.3833/2010, κατέχουν, μόνα ή από κοινού, ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου μικρότερο του 50%, ή τράπεζες, καθώς και οι εταιρείες, στις οποίες το δημόσιο, αν και πλειοψηφών μέτοχος, δεν ασκεί τη διοίκηση και διαχείρισή τους].

Ενώ επιπλέον αξίζει να σημειωθεί ότι, σύμφωνα με το άρθρο 19 παρ. 2 περ. ε του νόμου 3899/2010, υποχρεώνονται οι δημόσιες επιχειρήσεις να υποβάλλουν στην Ειδική Γραμματεία Δημοσίων Επιχειρήσεων και Οργανισμών: τριμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις, σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής

Πληροφόρησης, ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή-
λογιστή, ανεξάρτητα από τον ετήσιο κύκλο εργασιών.

**Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας μη Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας εισηγμένων εταιρειών
εισηγμένων Δ.Ε.Κ.Ο. (Κεφ. Α' άρθρο 4): (v.3016/2002 Κεφ. Α' άρθρο 6):**

Ο Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας καταρτίζεται με
απόφαση του Δ.Σ. της δημόσιας επιχείρησης και
περιλαμβάνει τουλάχιστον:

- τη διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρείας,
τα αντικείμενά τους, καθώς και τη σχέση των
υπηρεσιών μεταξύ τους και με τη διοίκηση.
- τη σύσταση υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου.
- τις διαδικασίες αξιολόγησης της απόδοσης
των διευθυντικών στελεχών της εταιρείας.

Ο Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας καταρτίζεται με απόφαση του
Δ.Σ. της εταιρείας και περιλαμβάνει τουλάχιστον:

- τη διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρείας, τα αντικείμενά
τους, καθώς και τη σχέση των υπηρεσιών μεταξύ τους και με
τη διοίκηση. Μεταξύ των υφισταμένων υπηρεσιών πρέπει
να προβλέπεται η ύπαρξη:
 - ✓ Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου
 - ✓ Υπηρεσίας Εξυπηρέτησης Μετόχων και
 - ✓ Υπηρεσίας Εταιρικών Ανακοινώσεων.
- τον προσδιορισμό των αρμοδιοτήτων των εκτελεστικών και
μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ.
- τις διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών της
εταιρείας και αξιολόγησης της απόδοσής τους.
- τις διαδικασίες παρακολούθησης των συναλλαγών των
μελών του Δ.Σ., των διευθυντικών στελεχών και των προσώπων

ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΣ
ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ

που, εξαιτίας της σχέσης τους με την εταιρεία, κατέχουν εσωτερική πληροφόρηση, σε κινητές αξίες της εταιρείας ή συνδεδεμένων επιχειρήσεων, κατά την έννοια του άρθρου 42^ε §5 του Κ.Ν.2190/1920, εφόσον αυτές είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, καθώς και από άλλες δραστηριότητες που συνδέονται με την εταιρεία.

➤ τις διαδικασίες προαναγγελίας και δημόσιας γνωστοποίησης σημαντικών συναλλαγών και άλλων οικονομικών δραστηριοτήτων των μελών του Δ.Σ. ή τρίτων, στους οποίους έχουν ανατεθεί αρμοδιότητες του Δ.Σ., οι οποίες σχετίζονται με την εταιρεία, καθώς και με βασικούς πελάτες ή προμηθευτές της.

➤ τους κανόνες που διέπουν τις συναλλαγές μεταξύ συνδεδεμένων εταιρειών, την παρακολούθηση των συναλλαγών αυτών και την κατάλληλη γνωστοποίησή τους στα όργανα και τους μετόχους της εταιρείας.

ΥΠΗΡΕΣΙΑ
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
ΕΛΕΓΧΟΥ

Η Υπηρεσία Εσωτερικού Ελέγχου έχει τις ακόλουθες αρμοδιότητες (ν.3429/2005, Κεφ. Α' άρθρο 4 §3):

Η Υπηρεσία Εσωτερικού Ελέγχου έχει τις ακόλουθες αρμοδιότητες (ν.3016/2002 Κεφ. Α' άρθρο 8):

➤ παρακολουθεί την εφαρμογή και τη συνεχή τήρηση του εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας και του καταστατικού της δημόσιας επιχείρησης, καθώς και της εν γένει νομοθεσίας που αφορά την επιχείρηση.

➤ παρακολουθεί και αναφέρει, στο Δ.Σ. της δημόσιας επιχείρησης και στη γενική συνέλευση των μετόχων, περιπτώσεις σύγκρουσης των ιδιωτικών συμφερόντων των μελών του Δ.Σ., με τα συμφέροντα της επιχείρησης ή παράβασης των διατάξεων του ν.3429/2005, από μέλη του Δ.Σ., συμπεριλαμβανομένου του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου.

➤ ενημερώνει εγγράφως, μία φορά τουλάχιστον κάθε τρίμηνο, το Δ.Σ., καθώς και τη γενική συνέλευση των μετόχων, για τους ελέγχους που διενεργεί.

➤ είναι υπεύθυνη για την παροχή και την ακρίβεια οποιασδήποτε πληροφορίας

➤ παρακολουθεί την εφαρμογή και τη συνεχή τήρηση του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας και του Καταστατικού της εταιρείας, καθώς και της εν γένει νομοθεσίας που αφορά την εταιρεία και ιδιαίτερα της νομοθεσίας των ανωνύμων εταιρειών και της χρηματιστηριακής.

➤ αναφέρει, στο Δ.Σ. της εταιρείας, περιπτώσεις σύγκρουσης των ιδιωτικών συμφερόντων των μελών του Δ.Σ. ή των διευθυντικών στελεχών της εταιρείας με τα συμφέροντα της εταιρείας, τις οποίες διαπιστώνει, κατά την άσκηση των καθηκόντων του.

➤ οι εσωτερικοί ελεγκτές οφείλουν να ενημερώνουν εγγράφως, μία φορά τουλάχιστον το τρίμηνο, το Δ.Σ., για το διενεργούμενο από αυτούς έλεγχο και να παρίσταται κατά τις γενικές συνελεύσεις των μετόχων.

➤ οι εσωτερικοί ελεγκτές παρέχουν, μετά από έγκριση του Δ.Σ. της εταιρείας, οποιαδήποτε πληροφορία ζητηθεί, εγγράφως, από Εποπτικές Αρχές, συνεργάζονται με αυτές και διευκολύνουν, με κάθε δυνατό τρόπο, το έργο παρακολούθησης, ελέγχου και εποπτείας που αυτές ασκούν.

ζητηθεί, από την Ειδική Γραμματεία Δημοσίων Επιχειρήσεων & Οργανισμών, που συνίσταται με το άρθρο 11 του ν.3429/2005 και διευκολύνει, με κάθε πρόσφορο μέσο, το έργο παρακολούθησης, ελέγχου και εποπτείας που αυτή εκτελεί.

Στην Υπηρεσία Εσωτερικού Ελέγχου απασχολείται **τουλάχιστον ένας** εσωτερικός ελεγκτής, που ορίζεται από τη γενική συνέλευση των μετόχων. Οι εσωτερικοί ελεγκτές (σύμφωνα με το ν.3429/2005, Κεφ. Α' άρθρο 4 §4):

- είναι ανεξάρτητοι, δεν υπάγονται ιεραρχικά σε καμία υπηρεσιακή μονάδα της δημόσιας επιχείρησης.
- παρέχουν υπηρεσίες με έμμισθη εντολή και δεν αποκτούν ιδιότητα υπαλλήλου ή σχέση εξαρτημένης εργασίας.

Ο εσωτερικός ελεγκτής οφείλει να αναφέρει στην Επιτροπή Ελέγχου, κάθε θέμα που έχει σχέση με την πορεία και τα αποτελέσματα του ελέγχου, να συντάξει

Η διενέργεια Εσωτερικού Ελέγχου (σύμφωνα με το ν.3091/2002 άρθρο 26) πραγματοποιείται από ειδική υπηρεσία της εταιρείας στην οποία:

- οι εσωτερικοί ελεγκτές, κατά την άσκηση των καθηκόντων τους, είναι ανεξάρτητοι, δεν υπάγονται ιεραρχικά σε καμία άλλη υπηρεσιακή μονάδα της εταιρείας και εποπτεύονται από ένα έως τρία μη εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ. (ν.3016/2002 άρθρο 7 §2).
 - οι εσωτερικοί ελεγκτές ορίζονται από το Δ.Σ. της εταιρείας και είναι πλήρους αποκλειστικής απασχόλησης.
 - δεν μπορούν να ορισθούν ως εσωτερικοί ελεγκτές μέλη του Δ.Σ., διευθυντικά στελέχη τα οποία έχουν και άλλες, εκτός του Εσωτερικού Ελέγχου, αρμοδιότητες ή συγγενείς των παραπάνω μέχρι και του δευτέρου βαθμού εξ αίματος ή εξ αγχιστείας. Η εταιρεία υποχρεούται να ενημερώνει την Επιτροπή
-

ΣΥΝΘΕΣΗ
ΥΠΗΡΕΣΙΑΣ
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
ΕΛΕΓΧΟΥ

και να της παραδώσει ιδιαίτερη έκθεση, με τις αδυναμίες του συστήματος εσωτερικού ελέγχου, ιδίως, με τις αδυναμίες των διαδικασιών που αφορούν στη χρηματοοικονομική πληροφόρηση και τη σύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων (ν.3965/2011 Κεφ. Γ' άρθρο 15 §1).

Κεφαλαιαγοράς, για οποιαδήποτε μεταβολή στα πρόσωπα ή την οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου, εντός δέκα εργάσιμων ημερών, από τη μεταβολή αυτή (ν.3091/2002 άρθρο 26).

➤ κατά την άσκηση των καθηκόντων τους οι εσωτερικοί ελεγκτές δικαιούνται να λάβουν γνώση οποιουδήποτε βιβλίου, εγγράφου, αρχείου, τραπεζικού λογαριασμού και χαρτοφυλακίου της εταιρείας και να έχουν πρόσβαση σε οποιαδήποτε υπηρεσία της εταιρείας. Τα μέλη του Δ.Σ. οφείλουν να συνεργάζονται και να παρέχουν πληροφορίες στους εσωτερικούς ελεγκτές και γενικά να διευκολύνουν, με κάθε τρόπο, το έργο τους. Η διοίκηση της εταιρείας οφείλει να παρέχει στους εσωτερικούς ελεγκτές όλα τα απαραίτητα μέσα για τη διευκόλυνση του έργου τους (ν.3016/2002 άρθρο 7 §4).

ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ
ΠΛΑΙΣΙΟ
ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ
ΕΛΕΓΧΟΥ

Ν.3965/18-05-2011/ΦΕΚ 113 Α'.

Ν.3693/25-08-2008/ΦΕΚ 174 Α'.

ΣΥΝΘΕΣΗ
ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ
ΕΛΕΓΧΟΥ

Σε κάθε δημόσια επιχείρηση συνίσταται Επιτροπή Ελέγχου, η οποία αποτελείται από:

- δύο τουλάχιστον μη εκτελεστικά μέλη και
- ένα ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος του

Κάθε οντότητα δημοσίου ενδιαφέροντος (δηλ. οι οντότητες που διέπονται από το δίκαιο ενός κράτους-μέλους, των οποίων οι μεταβιβάσιμοι τίτλοι είναι εισηγμένοι, προς διαπραγμάτευση, σε οργανωμένη αγορά οποιαδήποτε κράτους-μέλους, κατά την έννοια του

οργάνου διοίκησής της.

άρθρου 4 §1 σημείο 14 της Οδηγίας 2004/39/EK, με Κανονιστική Πράξη της ΕΛΤΕ μπορούν να ορισθούν και άλλες οντότητες δημοσίου ενδιαφέροντος, για τους σκοπούς του παρόντος νόμου, με γνώμονα τη φύση των δραστηριοτήτων τους, το μέγεθός τους, τον αριθμό των απασχολουμένων σε αυτές και άλλα παρεμφερή κριτήρια) συστήνει και διατηρεί Επιτροπή Ελέγχου, που αποτελείται από:

- δύο τουλάχιστον μη εκτελεστικά μέλη και
- ένα ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος του οργάνου διοίκησής της.

ΟΡΙΣΜΟΣ ΜΕΛΩΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ

Τα μέλη της Επιτροπής Ελέγχου ορίζονται και παύονται, με κοινή απόφαση του Υπουργού Οικονομικών και του Υπουργού που εποπτεύει τη δημόσια επιχείρηση, το δε ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος της Επιτροπής Ελέγχου πρέπει να έχει αποδεδειγμένη επαρκή γνώση σε θέματα λογιστικής και ελεγκτικής (άρθρο 15 § 2 εδάφιο α').

Όλα τα μέλη της Επιτροπής Ελέγχου ορίζονται από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων ή εταίρων, το δε ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος της Επιτροπής Ελέγχου πρέπει να έχει αποδεδειγμένη επαρκή γνώση σε θέματα λογιστικής και ελεγκτικής.

ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ

Χωρίς να μεταβάλλονται ή να μειώνονται οι υποχρεώσεις των μελών των οργάνων διοίκησης, η Επιτροπή Ελέγχου έχει, ενδεικτικά, τις παρακάτω υποχρεώσεις:

Χωρίς να μεταβάλλονται ή να μειώνονται οι υποχρεώσεις των μελών των οργάνων διοίκησης, που ορίζονται από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων ή εταίρων της ελεγχόμενης οντότητας, η Επιτροπή Ελέγχου έχει, ενδεικτικά τις παρακάτω υποχρεώσεις:

-
- την παρακολούθηση της διαδικασίας της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης.
 - την παρακολούθηση της αποτελεσματικής λειτουργίας του συστήματος εσωτερικού ελέγχου και του συστήματος διαχείρισης κινδύνων, καθώς και την παρακολούθηση της ορθής λειτουργίας της υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου της παραγράφου 3.
 - την παρακολούθηση της πορείας του υποχρεωτικού ελέγχου των ατομικών και ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων.
 - την αξιολόγηση της απόδοσης των εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. της δημόσιας επιχείρησης, μεταξύ άλλων και με κριτήριο την υλοποίηση του επιχειρησιακού σχεδίου και την υποβολή των πορισμάτων της στον Υπουργό Οικονομικών και στον Υπουργό που εποπτεύει τη δημόσια επιχείρηση.

-
- την παρακολούθηση της διαδικασίας της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης.
 - την παρακολούθηση της αποτελεσματικής λειτουργίας του συστήματος εσωτερικού ελέγχου και του συστήματος διαχείρισης κινδύνων, καθώς και την παρακολούθηση της ορθής λειτουργίας της μονάδας των εσωτερικών ελεγκτών της ελεγχόμενης οντότητας.
 - την παρακολούθηση της πορείας του υποχρεωτικού ελέγχου των ατομικών και ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων.
 - την επισκόπηση και παρακολούθηση θεμάτων συναφών με την ύπαρξη και διατήρηση της αντικειμενικότητας και ανεξαρτησίας του νόμιμου ελεγκτή ή του ελεγκτικού γραφείου, ιδιαίτερος όσον αφορά την παροχή, στην ελεγχόμενη οντότητα, άλλων υπηρεσιών, από τον νόμιμο ελεγκτή ή το ελεγκτικό γραφείο.

ΟΡΟΙ ΚΑΙ
ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ
ΔΗΜΟΣΙΟΠΟΙΗΣΗΣ
ΠΡΟΝΟΜΙΑΚΩΝ
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ

N.3340/10-05-2005/ΦΕΚ 112 Α΄.

Με απόφαση του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς καθορίζονται οι όροι και η διαδικασία δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών (άρθρο 19):

- οι εκδότες (Ν.Π. των οποίων κινητές αξίες έχουν εισαχθεί σε οργανωμένη αγορά) υποχρεούνται να δημοσιοποιούν, χωρίς υπαίτια βραδύτητα, τις προνομιακές πληροφορίες που τους αφορούν άμεσα (άρθρο 10 και άρθρο 11 §2-3).
- οι εκδότες μπορούν, υπ' ευθύνη τους, σε εξαιρετικές περιπτώσεις, να αναβάλουν προσωρινά τη δημοσιοποίηση μιας προνομιακής πληροφορίας, προκειμένου να μη βλάψουν νόμιμο συμφέρον τους, εφόσον η αναβολή αυτή δεν ενέχει κίνδυνο παραπλάνησης του επενδυτικού κοινού και εφόσον ο εκδότης μπορεί να διασφαλίσει ότι η εν λόγω πληροφορία θα παραμείνει εμπιστευτική, για όσο διάστημα διαρκεί η αναβολή δημοσιοποίησης (άρθρο 11 §1).

ΠΡΟΛΗΠΤΙΚΑ ΜΕΣΑ

➤ οι εκδότες υποχρεούνται να καταρτίζουν κατάλογο των προσώπων που απασχολούν, είτε με σύμβαση εργασίας είτε άλλως και τα οποία έχουν πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες. Οι εκδότες ενημερώνουν τον κατάλογο, σε κάθε περίπτωση μεταβολής των στοιχείων που περιλαμβάνει. Οι εκδότες υποχρεούνται να θέτουν τον κατάλογο στη διάθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, αμέσως, μόλις αυτή το ζητήσει (άρθρο 12).

➤ (i) Τα πρόσωπα που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα σε εκδότη και οι έχοντες στενό δεσμό με αυτά τα πρόσωπα οφείλουν να γνωστοποιούν στον εκδότη τις συναλλαγές που διενεργούνται για δικό τους λογαριασμό και αφορούν μετοχές που εκδίδονται από τον ανωτέρω εκδότη ή παράγωγα ή άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα που είναι συνδεδεμένα με αυτές (άρθρο 13 §1).

(ii) Ο εκδότης οφείλει να διαβιβάζει τη γνωστοποίηση της παραπάνω παραγράφου στο επενδυτικό κοινό και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

(iii) Ο εκδότης οφείλει να καταρτίζει κατάλογο των υπόχρεων προσώπων της ενότητας i και να τον υποβάλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Ο εκδότης ενημερώνει τον κατάλογο σε κάθε

περίπτωση μεταβολής των στοιχείων που περιλαμβάνει και τον υποβάλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ
ΠΛΑΙΣΙΟ
ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗΣ
ΔΗΛΩΣΗΣ
ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ
ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

N.3873/06-09-2010/ΦΕΚ 150 Α΄.

ΠΕΔΙΟ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ

Ανώνυμη Εταιρεία ή μετοχές ή άλλες κινητές αξίες, της οποίας έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, συμπεριλαμβάνει στην Ετήσια Έκθεση Διαχείρισής της και Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης (ν.3873/2010 άρθρο 2 § 2).

ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΑ
ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΔΗΛΩΣΗΣ
ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ
ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Η δήλωση αυτή συμπεριλαμβάνεται, ως ειδικό τμήμα της Ετήσιας Έκθεσης Διαχείρισης, και περιέχει τουλάχιστον τα παρακάτω πληροφοριακά στοιχεία:

- αναφορά στον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης στον οποίο υπάγεται η εταιρεία ή τον οποίο έχει αποφασίσει αυτοβούλως να εφαρμόζει η εταιρεία, καθώς και τον τόπο στον οποίο είναι διαθέσιμο, στο κοινό, το σχετικό κείμενο.
 - αναφορά στις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζει η εταιρεία, επιπλέον των προβλέψεων του νόμου,
-

καθώς και παραπομπή στον τόπο όπου τις έχει δημοσιοποιήσει.

➤ περιγραφή των κύριων χαρακτηριστικών των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων της εταιρείας σε σχέση με τη διαδικασία σύνταξης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων.

➤ τα πληροφοριακά στοιχεία που απαιτούνται, κατά το άρθρο 10 παράγραφος 1 στοιχεία γ), δ), στ), η) και θ) της οδηγίας 2004/25/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21^{ης} Απριλίου 2004, σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς, εφόσον η εταιρεία υπάγεται στην εν λόγω οδηγία.

➤ πληροφοριακά στοιχεία για τον τρόπο λειτουργίας της γενικής συνέλευσης των μετόχων και τις βασικές εξουσίες της, καθώς και την περιγραφή των δικαιωμάτων των μετόχων και του τρόπου άσκησής τους.

➤ τη σύνθεση και τον τρόπο λειτουργίας του Δ.Σ. και τυχόν άλλων διοικητικών, διαχειριστικών ή εποπτικών οργάνων ή επιτροπών της εταιρείας.

Αξιίζει να σημειωθεί ότι αν η εταιρεία αποκλίνει από τον κώδικα

εταιρικής διακυβέρνησης, στον οποίο υπάγεται ή τον οποίο εφαρμόζει, η δήλωση της εταιρικής διακυβέρνησης περιλαμβάνει περιγραφή της απόκλισης, με αναφορά στα σχετικά μέρη του κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης και αιτιολόγηση της απόκλισης αυτής. Αν η εταιρεία δεν εφαρμόζει ορισμένες διατάξεις του κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης στον οποίο υπάγεται ή τον οποίο εφαρμόζει, η δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης περιλαμβάνει αναφορά της διάταξης που δεν εφαρμόζει και εξήγηση των λόγων της μη εφαρμογής. Ενώ σε περίπτωση που το προσάρτημα και η ετήσια έκθεση διαχείρισης του Δ.Σ. δεν περιλαμβάνουν τις παραπάνω πληροφορίες επιβάλλονται στα μέλη του Δ.Σ. οι ποινές σύμφωνα με το άρθρο 58α (ν.3873/2010 άρθρο 2).

ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ
ΠΛΑΙΣΙΟ ΠΕΡΙ ΤΗΣ
ΑΣΚΗΣΗΣ
ΟΡΙΣΜΕΝΩΝ
ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΑΠΟ
ΜΕΤΟΧΟΥΣ
ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΚΑΙ
ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ
ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Ν.3884/24-09-2010/ΦΕΚ 128 Α΄.

Ν.3884/24-09-2010/ΦΕΚ 128 Α΄.

ΔΙΚΑΙΟΥΜΕΝΟΙ
ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ ΣΤΗ
ΓΕΝΙΚΗ
ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ
ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Σύμφωνα με το άρθρο 5 του ν.3884/2010, Σύμφωνα με το άρθρο 6 του ν.3884/2010, δικαιούμενοι συμμετοχής δικαιούμενοι συμμετοχής στη γενική συνέλευση στη γενική συνέλευση εταιρείας, με μετοχές εισηγμένες σε εταιρείας, με μετοχές που δεν είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο:

- είναι δυνατή η διεξαγωγή γενικής συνέλευσης, μέσω τηλεδιάσκεψης, εφόσον τούτο προβλέπεται από το καταστατικό.
- το καταστατικό μπορεί να προβλέπει τη δυνατότητα εξ αποστάσεως συμμετοχής στη ψηφοφορία, κατά τη γενική συνέλευση των μετόχων, με την εκ των προτέρων αποστολή στους μετόχους των θεμάτων της ημερήσιας διάταξης της γενικής συνέλευσης και σχετικών ψηφοδελτίων με τα θέματα αυτά. Τα θέματα και τα ψηφοδέλτια μπορεί να διατίθενται και η συμπλήρωσή τους να γίνεται και ηλεκτρονικά, μέσω του διαδικτύου. Με απόφαση του Υπουργού Οικονομίας, Ανταγωνιστικότητας και Ναυτιλίας μπορεί να ορίζονται οι προϋποθέσεις ενημέρωσης των μετόχων και

- στη γενική συνέλευση εταιρείας με μετοχές εισηγμένες σε χρηματιστήριο δικαιούται να συμμετέχει και να ψηφίζει κάθε μέτοχος. Η άσκηση των εν λόγω δικαιωμάτων δεν προϋποθέτει τη δέσμευση των μετοχών του δικαιούχου, ούτε την τήρηση άλλης ανάλογης διαδικασίας, η οποία περιορίζει τη δυνατότητα πώλησης και μεταβίβασης αυτών, κατά το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί ανάμεσα στην ημερομηνία καταγραφής, όπως αυτή ορίζεται στην παράγραφο 4 και στην οικεία γενική συνέλευση. Ο μέτοχος συμμετέχει στη γενική συνέλευση και ψηφίζει είτε αυτοπροσώπως είτε μέσω αντιπροσώπων.
- Ο μέτοχος μπορεί να διορίσει αντιπρόσωπο, για μία και μόνο γενική συνέλευση ή για όσες συνελεύσεις λάβουν χώρα, εντός ορισμένου χρόνου.
- Ο αντιπρόσωπος μετόχου υποχρεούται να γνωστοποιεί στην εταιρεία, πριν από την έναρξη της συνεδρίασης της γενικής συνέλευσης, κάθε συγκεκριμένο γεγονός, το οποίο μπορεί να είναι χρήσιμο στους μετόχους για την αξιολόγηση του κινδύνου

διασφάλισης της προέλευσης της ψήφου, ή διαδικασία για την εξ αποστάσεως συμμετοχής στη γενική συνέλευση, καθώς και η τύχη των ψήφων που έχουν σταλεί σε περίπτωση ματαίωσης ή αναβολής της συνέλευσης.

να εξυπηρετήσει ο αντιπρόσωπος άλλα συμφέροντα, πλην των συμφερόντων του μετόχου.

➤ Στη γενική συνέλευση δικαιούται να συμμετέχει όποιος εμφανίζεται ως μέτοχος στα αρχεία του φορέα, στον οποίο τηρούνται οι κινητές αξίες της εταιρείας. Η απόδειξη της μετοχικής ιδιοκτησίας γίνεται με την προσκόμιση σχετικής έγγραφης βεβαίωσης του ως άνω φορέα ή εναλλακτικά με απευθείας ηλεκτρονική σύνδεση της εταιρείας με τα αρχεία του τελευταίου.

➤ Το καταστατικό μπορεί να προβλέπει τη δυνατότητα συμμετοχής στη γενική συνέλευση με ηλεκτρονικά μέσα, χωρίς τη φυσική παρουσία των μετόχων στον τόπο διεξαγωγής της. Η συμμετοχή αυτή μπορεί να γίνει είτε με μετάδοση της συνέλευσης σε πραγματικό χρόνο είτε με αμφίδρομη επικοινωνία σε πραγματικό χρόνο, ώστε να μπορούν οι μέτοχοι να απευθύνονται στη συνέλευση εξ αποστάσεως.

➤ Το καταστατικό μπορεί να προβλέπει και τη δυνατότητα εξ αποστάσεως συμμετοχής των μετόχων στη ψηφοφορία είτε με την άσκηση του δικαιώματος ψήφου, με ηλεκτρονικά μέσα, είτε με ψηφοφορία δι' αλληλογραφίας. Στις περιπτώσεις αυτές, η

εταιρεία πρέπει αντίστοιχα να διαθέτει εκ των προτέρων σχετικά ψηφοδέλτια είτε σε ηλεκτρονική μορφή, μέσω της ιστοσελίδας της, είτε σε έντυπη μορφή, στην έδρα της.

Πηγή: Συγγραφέας

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β1: Ερωτηματολόγιο Τροποποιημένης Δελφικής (Γύρος Α και Β)

Επιστολή πρόσκλησης συμμετοχής

Αγαπητό πιθανό μέλος,

Ονομάζομαι Νεραντζίδης Μιχαήλ και είμαι υποψήφιος διδάκτορας στο τμήμα Δημόσιας Διοίκησης του Παντείου Πανεπιστημίου Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών. Το παρόν χρονικό διάστημα διεξάγω μία μελέτη, σχετικά με την «αξιολόγηση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης στις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρείες», η οποία αποτελεί μέρος της διατριβής μου, με τίτλο «Η εταιρική διακυβέρνηση στον ιδιωτικό τομέα στις Δημόσιες Επιχειρήσεις και Οργανισμούς και στη δημόσια διοίκηση. Συγκρίσεις, αποτελέσματα και προτάσεις για βελτίωση».

Σκοπό της συγκεκριμένης επιστολής αποτελεί η πρόσκλησή σας για συμμετοχή σε μία διαδικασία, που θα συμβάλλει στην επίτευξη συναίνεσης, σε ορισμένα ζητήματα που ταλανίζουν την επιστημονική κοινότητα, σχετικά με την αξιολόγηση της ποιότητας της εταιρικής διακυβέρνησης. Ειδικότερα, η έρευνα προσπαθεί να δώσει απαντήσεις, σε όλες εκείνες τις δυσκολίες που εντοπίζονται στη διεθνή βιβλιογραφία (σχετικά με την αξιολόγηση της ποιότητας της εταιρικής διακυβέρνησης), όσον αφορά την προσπάθεια ποσοτικοποίησης ποιοτικών παραμέτρων, των κριτηρίων αξιολόγησης και των κατάλληλων σταθμίσεων αυτών.

Για τον σκοπό αυτό, λόγω της πολυπλοκότητας του προβλήματος αξιολόγησης της ποιότητας της εταιρικής διακυβέρνησης, επιχειρήθηκε ένας συνδυασμός δύο μεθοδολογιών, ώστε να αντιμετωπιστούν όλα τα μεθοδολογικά προβλήματα. Μίας ποιοτικής μεθόδου (της τροποποιημένης μεθοδολογίας Delphi), με στόχο τη συναίνεση, όσον αφορά i) το πλαίσιο άντλησης μεταβλητών (ερωτήσεων) και ii) των κριτηρίων αξιολόγησης, καθώς και μίας ποσοτικής μεθόδου (της Αναλυτικής Ιεραρχικής Προσέγγισης) για τη στάθμιση των κριτηρίων και των υπο-κριτηρίων. Ο συνδυασμός των δύο αυτών μεθοδολογιών αναφέρεται από τους Khorramshahgol και Moustakis (1988) και ως Δελφική Διαδικασία Ιεράρχησης (Delphic Hierarchy Process, DHP). Αξίζει, δε, να σημειωθεί ότι οι υποψηφιότητες που προτάθηκαν για συμμετοχή στην εν λόγω μελέτη έγιναν σύμφωνα με την τεχνική της σκόπιμης δειγματοληψίας (που στηρίζεται στην αρχή της ορθολογικής κρίσης του ερευνητή).

Η συγκεκριμένη μεθοδολογία χρησιμοποιεί την υλοποίηση μιας Δελφικής (δύο γύρων), για την επίτευξη συναίνεσης στην επιλογή των ποιοτικών κριτηρίων και μίας

δεύτερης Δελφικής, για τη στάθμισή τους. Συγκεκριμένα, στην πρώτη Δελφική θα σας ζητηθεί (στον πρώτο γύρο) να εκφράσετε τη γνώμη σας, σε δύο καίρια ζητήματα (δύο ερωτήσεις), που αποτελούν και το εναρκτήριο λάκτισμα της σωστής πορείας της έρευνας. Στη συνέχεια, οι απαντήσεις θα συλλεχθούν και θα ποσοτικοποιηθούν, ώστε να υπάρξει ανατροφοδότηση σε εσάς, των συνολικών αποτελεσμάτων του προηγούμενου γύρου (προκειμένου να έχετε αντίληψη της άποψης των υπολοίπων) και να εκφράσετε εκ νέου ή να αλλάξετε την άποψη σας (δεύτερος γύρος).

Στην περίπτωση της δεύτερης Δελφικής, θα σας αποσταλεί ένα δεύτερο δομημένο ερωτηματολόγιο, όπου θα σας ζητηθεί να εκφράσετε την προτίμησή σας, για τα κριτήρια και τα υπο-κριτήρια που έχουν επιλεγεί. Ειδικότερα, θα εφαρμοστεί η Αναλυτική Ιεραρχική Προσέγγιση (Analytical Hierarchy Process), για την εξαγωγή των σταθμίσεων, μέσω των συγκρίσεων των κριτηρίων και υπο-κριτηρίων ανά ζεύγη.

Εάν αποφασίσετε να συμμετάσχετε στην έρευνά μας, θα χρειαστεί να συμπληρώσετε τις ακόλουθες δύο φόρμες: 1^ο Ένα δελτίο δημογραφικών και βιογραφικών πληροφοριών και 2^ο Ένα έντυπο οικειοθελούς συμμετοχής και να τις αποστείλετε, μαζί με το συμπληρωμένο ερωτηματολόγιο, μέχρι τις /.../.., στη διεύθυνση επικοινωνίας (που αναγράφεται στον φάκελο που εσωκλείεται στην επιστολή σας). Ενώ δεν πρέπει να παραληφθεί το γεγονός ότι η συμμετοχή σας είναι προαιρετική, καθώς μπορεί να διακοπεί οποτεδήποτε το θελήσετε εσείς, δίχως καμία επίπτωση.

Κλείνοντας, θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους τους πιθανούς και μη υποψήφιους. Και να τονίσω για μία ακόμη φορά την αξιόλογη προσπάθεια που επιχειρείται και βασίζεται, σε μεγάλο βαθμό, στη δική σας συμμετοχή. Μία προσπάθεια, που δε θα μπορούσε να διεξαχθεί, εάν οι περισσότεροι συμμετέχοντες δεν είχαν ασχοληθεί στο παρελθόν με την αξιολόγηση της εταιρικής διακυβέρνησης, ώστε οι νεότεροι να απευθυνθούν, για ακόμη μία φορά, στους πρωτεργάτες, για μία κοινή συναίνεση. Για μία προσπάθεια που απαιτεί τη συνέργια όλων.

Παραμένω στη διάθεσή σας για οποιαδήποτε περαιτέρω διευκρίνιση.

Σας ευχαριστώ, εκ των προτέρων, για τον πολύτιμο χρόνο σας και την κατάθεση της επιστημονικής σας άποψης.

Με εκτίμηση,

Νεραντζίδης Μιχαήλ

Έντυπο Προσωπικών Πληροφοριών

Σας ευχαριστούμε που αποδεχτήκατε να συμμετάσχετε σε αυτήν τη μελέτη. Η συμμετοχή σας θα βελτιώσει την έρευνα και τα αποτελέσματά της. Με τη συμπλήρωση του εντύπου, παρακαλείστε να επιστρέψετε το παρόν έντυπο, στον φάκελο που περιλαμβάνει το ερωτηματολόγιο. Σας διαβεβαιώνουμε ότι θα τηρηθεί η πρέπουσα εμπιστευτικότητα, όσον αφορά τη συμμετοχή σας, καθώς θα υπάρξει απόρρητο δημοσιοποίησης των προσωπικών σας στοιχείων.

Όνοματεπώνυμο:

Φύλο:

Εθνικότητα:

Ηλικία:

Ακαδημαϊκή/ Επαγγελματική θέση:.....

.....

Τηλέφωνα επικοινωνίας:

Ώρες επικοινωνίας:

Διεύθυνση επικοινωνίας:

.....

Ηλεκτρονική διεύθυνση:

Έντυπο οικειοθελούς συμμετοχής

Όροι Συμμετοχής:

Εμπιστευτικότητα Δεδομένων:

Με τη συμμετοχή σας διασφαλίζεται η εμπιστευτικότητα των προσωπικών σας δεδομένων, καθώς αυτά δε θα συνδέονται με οποιαδήποτε πιθανή δημοσίευση που θα προκύψει, αλλά ούτε και με τα αποτελέσματα της έρευνας. Ειδικότερα, παρέχεται η δυνατότητα σε κάθε συμμετέχοντα, με την υπογραφή του παρόντος εντύπου, να επιλέξει αν επιθυμεί να δημοσιοποιηθεί το όνομά του και η συμμετοχή του στη συγκεκριμένη έρευνα ή στον αντίποδα να χρησιμοποιηθούν «ανώνυμα» μόνο οι απόψεις που θα εκφράσει.

Ανάκληση συναίνεσης:

Με τη συμμετοχή σας στην παρούσα έρευνα έχετε το δικαίωμα να μην απαντήσετε σε κάποια ερώτηση (χωρίς να αποκλείεστε από την έρευνα), ενώ μπορείτε να ανακαλέσετε τη συναίνεσή σας για συμμετοχή, ανά πάσα χρονική στιγμή, αποστέλλοντας το γραπτό σας αίτημα στον ερευνητή.

Δήλωση Συμμετοχής:

Δηλώνω ότι έχω διαβάσει το παρόν έντυπο οικειοθελούς συμμετοχής και συναινώ να λάβω μέρος στην παρούσα έρευνα. Για τον λόγο αυτό:

Επιθυμώ να υπάρχει δημοσιοποίηση του ονόματός μου και της συμμετοχής μου σε οποιαδήποτε δημοσίευση προκύψει.

Δεν επιθυμώ να υπάρξει καμία δημοσιοποίηση του ονόματός μου και της συμμετοχής μου σε οποιαδήποτε δημοσίευση προκύψει, πέραν της δυνατότητας χρησιμοποίησης των ευρημάτων της έρευνας.

Όνο/πώνυμο

Ημερομηνία

Υπογραφή

Ερωτηματολόγιο 1^ο Κύκλου Δελφικής μεθόδου

Οδηγίες Συμπλήρωσης:

Στο ερωτηματολόγιο που ακολουθεί επιλέξτε, για κάθε απάντηση, έναν αριθμό στην κλίμακα από (0) έως δέκα (10), όπου ο αριθμός μηδέν (0) σημειώνεται όταν δε συμφωνείτε καθόλου και ο αριθμός (10) όταν συμφωνείτε πλήρως, ως εξής:

0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	----

Προτού επιλέξετε την απάντησή σας, παρακαλώ διαβάστε προσεκτικά τον σχεδιασμό της μεθοδολογίας έρευνας που ακολουθείται, για καθένα από τα επόμενα δύο μέρη του ερωτηματολογίου.

Μέρος I του ερωτηματολογίου–Γύρος I

Η έρευνα αυτή επιχειρεί να κατασκευάσει ένα δείκτη αξιολόγησης της ποιότητας της εταιρικής διακυβέρνησης (για τις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρείες) αντλώντας ερωτήσεις (εφεξής μεταβλητές) από τρία σημεία: 1^ο την ελληνική νομοθεσία, δηλαδή το θεσμικό πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης³⁷⁴, 2^ο τον επικρατέστερο ελληνικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης και 3^ο τον κώδικα διεθνών βέλτιστων πρακτικών.

Συγκεκριμένα, για τον σκοπό αυτό, προτείνεται να χρησιμοποιηθούν αποκλειστικά συμπληρωματικές μεταβλητές από την ελληνική νομοθεσία, τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης του Συνδέσμου Ελλήνων Βιομηχάνων (Σ.Ε.Β., 2011) και τον κώδικα βέλτιστων πρακτικών του Ην. Βασιλείου (Combined Code, 2010) και να αποφευχθούν μεταβλητές για τις οποίες δεν υπάρχει καμία πληροφόρηση. Η επιλογή των ανωτέρω στηρίζεται στο γεγονός ότι: στη μεν πρώτη περίπτωση η ελληνική νομοθεσία αποτελεί τον ελάχιστο «άτυπο κώδικα», που πρέπει να εφαρμόζει μια εισηγμένη επιχείρηση, ενώ στη δεύτερη και τρίτη περίπτωση ο κώδικας του Σ.Ε.Β. (2011) και του Combined Code (2010) προτείνονται, κατόπιν αναλυτικής διερεύνησης του συνόλου των εταιρειών στο Χ.Α.Α. Αντιθέτως, η χρήση

³⁷⁴ Ν.3016/17-05-2002/ΦΕΚ 110 Α΄, Ν.3429/27-12-2005/ΦΕΚ 314 Α΄ (ΚΕΦ. Β΄) [Μόνο για εισηγμένες Δ.Ε.Κ.Ο.], Ν.3091/24-12-2002/ΦΕΚ 330 Α΄ άρθρο 26 (ΚΕΦ. Γ΄), Ν.3693/25-08-2008/ΦΕΚ 174 Α΄, Ν.3873/06-09-2010/ΦΕΚ 150 Α΄, Ν.3884/24-09-2010/ΦΕΚ 128 Α΄.

κάποιου άλλου κώδικα, που δεν εφαρμόζεται από καμία επιχείρηση (π.χ. κώδικας King Code of Governance for South Africa 2009) ή παρουσιάζει κοινή τομή με κάποιον από τους παραπάνω τρεις (π.χ. ο κώδικας του ΟΟΣΑ, 2004 που επικαλύπτεται, πέραν του 80%, με τον κώδικα του Σ.Ε.Β., 2011), δε θα μπορούσε να αποτελέσει τέτοια επιλογή. Επιπλέον, δε, παρόμοια έρευνα που διεξήχθη από τους Florou και Galarniotis (2007)³⁷⁵ μας επιτρέπει να συγκρίνουμε τα αποτελέσματά μας, καθώς αξιολογεί την εταιρική διακυβέρνηση, με γνώμονα τα τρία επίπεδα: της Ελληνικής Νομοθεσίας, του Κώδικα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (1999) και του Combined Code (2000).

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι ο κώδικας του Σ.Ε.Β. δίνει ιδιαίτερη βαρύτητα στα προβλήματα που ανακύπτουν από τις σχέσεις μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων, τα οποία αποτελούν και το πιο σημαντικό πρόβλημα εταιρικής διακυβέρνησης στη χώρα μας (λόγω ιδιοκτησιακού καθεστώτος). Με τον τρόπο αυτό καλύπτεται ένα μεγάλο μέρος των ελλείψεων που διατυπώνει ο Τραυλός (2003)³⁷⁶ για το Νόμο 3016/2002.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι το συγκεκριμένο υπόδειγμα μελετά τη συμμόρφωση των εταιρειών, με τα ανωτέρω τρία σημεία, καθώς επίσης και την παραδοχή ότι αξιολογεί **αποκλειστικά** τις εσωτερικές τους δομές³⁷⁷:

1. Σε ποιο βαθμό συμφωνείτε με τη χρήση των αναφερθέντων στοιχείων (ελληνικό θεσμικό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης, κώδικα Σ.Ε.Β. 2011 και κώδικα Combined Code 2010), για τη συλλογή συμπληρωματικών μεταβλητών (ερωτήσεων), προς αξιολόγηση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης, στις εισηγμένες, στο Χ.Α.Α., εταιρείες;

0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	----

³⁷⁵ Florou, A. And Galarniotis, A. (2007). Benchmarking Greek Corporate Governance against different standards. *Corporate Governance: An International Review*, 15 (5), pp. 979 – 998.

³⁷⁶ Τραυλός, Ν. (2003). Εταιρική Διακυβέρνηση: Έννοιες και Εμπειρικά Πορίσματα. *Athens Laboratory of Business Administration (ALBA)*, pp.1–12.

³⁷⁷ Τόσο η νομοθεσία όσο και οι νόρμες αναφέρονται ως εξωτερικές δομές ΕΔ, ωστόσο όμως αποτυπώνουν κανόνες-αρχές που αφορούν το εσωτερικό περιβάλλον μιας επιχείρησης.

Μέρος II του ερωτηματολογίου – Γύρος 1

Για την αξιολόγηση της ποιότητας της εταιρικής διακυβέρνησης και την ομαδοποίηση των μεταβλητών επιλέγονται πέντε κύριες κατηγορίες (κριτήρια) που περιλαμβάνουν:

- τη Δομή του Διοικητικού Συμβουλίου,
- τον Εσωτερικό Έλεγχο,
- τις Σχέσεις και τα Δικαιώματα Μετόχων,
- τη Δημοσιοποίηση Πληροφοριών και
- την Πολιτική Αμοιβών των μελών του Δ.Σ.

Σημειώνεται, δε, ότι, σε μεγάλο βαθμό, συνάδουν με τις προηγούμενες μελέτες των Tsipouri και Xanthakis (2004)³⁷⁸, Drobetz, Schillhofer and Zimmermann (2004)³⁷⁹, Black, Jang and Kim (2006)³⁸⁰, Florou και Galarniotis (2007), Cheung, Jiang, Limpaphayom and Lu (2010)³⁸¹ και Cheung, Connelly, Jiang and Limpaphayom (2011)³⁸².

2. Σε ποιο βαθμό συμφωνείτε με τη χρησιμοποίηση των ανωτέρω 5 κατηγοριών (κριτηρίων), για την αξιολόγηση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης;

0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	----

³⁷⁸ Tsipouri, L. and Xanthakis, M. (2004). Can Corporate Governance be rated? Ideas based on the Greek experience. *Corporate Governance: An International Review*, 12 (1), pp. 16 – 28.

³⁷⁹ Drobetz, W. Schillhofer, A. and Zimmerman, H. (2004). Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. *European Financial Management* 10, pp. 267 – 293.

³⁸⁰ Black, B. S. Jang, H. and Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics and Organization*, 1, pp. 1 – 47.

³⁸¹ Cheung, Y. L. Jiang, P. Limpaphayom, P. and Lu, T. (2010). Corporate Governance in China: a Step Forward. *European Financial Management*, 16 (1), pp. 94 – 123.

³⁸² Cheung, Y. L. Connelly, J. T. Jiang, P. and Limpaphayom, P. (2011). Does Corporate Governance predict future performance? Evidence from Hong Kong. *Financial Management*, 40 (1), pp. 159 – 197.

Πίνακας 1. Κώδικες Εταιρικής Διακυβέρνησης που εφαρμόζονται από τις εισηγμένες στο ΧΑΑ εταιρείες σύμφωνα με τις Ετήσιες Οικονομικές Εκθέσεις του 2011

Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης	Αριθμός Εταιρειών
ΣΕΒ (2011)	144
ΚΕΔ	67
ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ «ως άτυπος ελάχιστος κώδικας»	5
ΧΑΚ (2011)	2
Combined Code (2010)	1
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	219

Σημειώσεις:

1 Αποσαφήνιση των αναφερόμενων κωδίκων και Αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης βρίσκεται παρακάτω

2 Οι εισηγμένες Δ.Ε.Κ.Ο. έχουν κυρίως υιοθετήσει δικό τους ΚΕΔ (5 στις 6 εταιρείες) με εξαίρεση μια που δηλώνει ότι εφαρμόζει τον ΣΕΒ.

Πηγή: Συγγραφέας (2012)

Αποσαφήνιση των Κωδίκων και Αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης του Πίνακα 1:

ΣΕΒ (2011): Κώδικας Συνδέσμου Ελληνικών Βιομηχανιών (Ιανουάριος, 2011).

ΚΕΔ εταιρειών που δεν υπάρχουν σε καμία εκ των ανωτέρω κατηγοριών: Θέσπιση Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης της εταιρείας που εφαρμόζεται μόνο από αυτήν. Σε μεγάλο βαθμό, οι κώδικες των εταιρειών αυτών καταρτίζονται, βάσει κάποιου άλλου Πρότυπου κώδικα, όπως του ΣΕΒ (2011), του Combined Code (2010) του ΟΟΣΑ (2004) και σε γενικά παραδεδεγμένες αρχές εταιρικής διακυβέρνησης των κρατών-μελών ΕΕ.

ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ: Πρακτικές της κείμενης Νομοθεσίας (Ν. 2190/1920, Ν. 2778/1999, Ν. 3016/2002, Ν. 3693/2008, Ν. 3884/2010) ως ‘άτυπος’ – ελάχιστος – κώδικας.

ΧΑΚ (2011): Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης Χρηματιστηρίου Αξιών Κύπρου (Φεβρουάριος 2011).

Combined Code (2010): Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης Ην. Βασιλείου (2010).

Ερωτηματολόγιο 2^ο Κύκλου Δελφικής Μεθόδου

Οδηγίες Συμπλήρωσης

Στο ερωτηματολόγιο που ακολουθεί σκιαγραφείται το εύρος τιμών, στο οποίο κυμαίνεται το 50% των απαντήσεων που δόθηκαν στον πρώτο κύκλο της Δελφικής Μεθόδου, ως εξής:

0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	----

Στην συνέχεια, καλείστε να δώσετε την απάντησή σας, επιλέγοντας μια τιμή στην κλίμακα από (0) έως (10), όπου ο αριθμός μηδέν (0) σημειώνεται όταν δε συμφωνείτε καθόλου και ο αριθμός (10) όταν συμφωνείτε πλήρως. Εάν η επιλογή σας βρίσκεται εκτός του σκιαγραφημένου εύρους τιμών, θα πρέπει να δώσετε ένα συνοπτικό κείμενο αιτιολόγησης. Επισημαίνεται δε, ότι **έχετε τη δυνατότητα να αλλάξετε την επιλογή σας ή να διατηρήσετε την αρχική σας άποψη (του πρώτου κύκλου Δελφικής Μεθόδου).**

Προτού επιλέξετε την απάντησή σας, μπορείτε να ανατρέξετε στο αρχικό ερωτηματολόγιο το οποίο παρατίθεται σε ξεχωριστό αρχείο.

Μέρος I του ερωτηματολογίου

Λαμβάνοντας υπόψη ότι το υπόδειγμα μελετά τη συμμόρφωση των εταιρειών, με τα εξής τρία σημεία: (i) την Ελληνική νομοθεσία, δηλαδή το θεσμικό πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης, (ii) τον επικρατέστερο ελληνικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης και (iii) τον κώδικα βέλτιστων πρακτικών, καθώς επίσης και την παραδοχή ότι αξιολογεί **αποκλειστικά** τις εσωτερικές τους δομές:

1. Σε ποιο βαθμό συμφωνείτε με τη χρήση των αναφερθέντων στοιχείων (ελληνικό θεσμικό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης, κώδικα Σ.Ε.Β. 2011 και κώδικα Combined Code 2010), για τη συλλογή συμπληρωματικών μεταβλητών (ερωτήσεων), προς αξιολόγηση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης, στις εισηγμένες, στο Χ.Α.Α., εταιρείες;

0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	----

Η απάντησή σας είναι: []

Σε περίπτωση που η απάντησή σας είναι εκτός του εύρους τιμών από 8 έως 9, παρακαλώ αιτιολογήστε:

Μέρος II του ερωτηματολογίου – Γύρος II

Για την αξιολόγηση της ποιότητας της εταιρικής διακυβέρνησης και την ομαδοποίηση των μεταβλητών επιλέγονται πέντε κύριες κατηγορίες (κριτήρια) που περιλαμβάνουν:

- τη Δομή του Διοικητικού Συμβουλίου,
- τον Εσωτερικό Έλεγχο,
- τις Σχέσεις και τα Δικαιώματα Μετόχων,
- τη Δημοσιοποίηση Πληροφοριών και
- την Πολιτική Αμοιβών των μελών του Δ.Σ.

2. Σε ποιο βαθμό συμφωνείτε με τη χρησιμοποίηση των ανωτέρω 5 κατηγοριών (κριτηρίων), για την αξιολόγηση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης;

0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	----

Η απάντησή σας είναι: []

Σε περίπτωση που η απάντησή σας είναι διαφορετική της επιλογής [9], παρακαλώ αιτιολογήστε:

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β2: Ερωτήσεις Γενικού Περιεχομένου στους Θεωρητικούς που συμμετείχαν στη Δελφική Μέθοδο

- 1) Θεωρείτε ότι οι εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρείες λειτουργούν σε ένα πλαίσιο ενδιαφέροντος:
- Των μετόχων (shareholders)
 - Των ενδιαφερόμενων μερών (stakeholders)
 - Των μεγαλομετόχων (blockholders)
 - Άλλο. Αναφέρετε
 -
- 2) Ποιος από τους επισυναπτόμενους ορισμούς είναι, κατά την άποψή σας, καταλληλότερος για την απόδοση της έννοιας της Εταιρικής Διακυβέρνησης;
-
- 3) Ποια από τις ακόλουθες θεωρίες Εταιρικής Διακυβέρνησης περιγράφει καλύτερα τις απόψεις σας στο εν λόγω πεδίο;
- Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency Theory)
 - Θεωρία Διαχείρισης (Stewardship Theory)
 - Θεωρία Ενδιαφερόμενων Μερών (Stakeholder Theory)
 - Θεωρία της Ηγεμονίας της Διοίκησης (Managerial Hegemony Theory)
 - Κάποιος συνδυασμός των ανωτέρω
 - Κάποια άλλη. Αναφέρετε
 -
- 4) Πιστεύετε ότι είναι εφικτή η δημιουργία μια παγκόσμιας θεωρίας περί ΕΔ;
- Ναι
 - Όχι
 - Δε γνωρίζω / Δεν απαντώ
- 5) Αν ναι, με ποιο τρόπο;
- Μέσω εμπειρικών ερευνών ολιστικής προσέγγισης
 - Μέσω ερευνών εστίασης στη μικροδομή κάθε χώρας
 - Άλλο. Αναφέρετε
 -

Πίνακας 1: Ενδεικτικοί ορισμοί της ΕΔ

Συγγραφέας/Επιτροπή	Πρωτότυπος Ορισμός	Ελεύθερη Απόδοση στην Ελληνική
Cadbury Committee (1992)	The system by which companies are directed and controlled.	Το σύστημα μέσω του οποίου διευθύνονται και ελέγχονται οι εταιρείες.
Demb and Neubauer (1992)	A process by which corporations are made responsive to the rights and wishes of stakeholders.	Η διαδικασία μέσω της οποίας οι εταιρείες ανταποκρίνονται στα δικαιώματα και τις επιθυμίες των ενδιαφερομένων μερών.
Keasey and Wright (1993)	The structures, process, cultures and systems that engender the successful operation of the organization.	Οι δομές, οι διαδικασίες, οι κουλτούρες και τα συστήματα που προκαλούν την επιτυχή λειτουργία του οργανισμού.
Cannon (1994)	The governance of enterprise is the sum of those activities that make up the internal regulation of the business, in compliance with the obligations placed on the firm by legislation, ownership and control. It incorporates the trusteeship of assets, their management and their deployment.	Το σύνολο των δραστηριοτήτων που συνθέτουν τον εσωτερικό κανονισμό της επιχείρησης, σύμφωνα με τις υποχρεώσεις που υποβάλλονται στην εταιρεία, από τη νομοθεσία και την ιδιοκτησία της.
Parkinson (1994)	The process of supervision and control intended to ensure that the company's management acts in accordance with the interests of shareholders.	Η διαδικασία εποπτείας και ελέγχου, που διασφαλίζει ότι η διοίκηση της εταιρείας ενεργεί σύμφωνα με τα συμφέροντα των μετόχων.
Mayer (1996)	CG is concerned with ways of bringing the interests of the two parties into line and ensuring that firms are run for the benefit of investors.	Οι τρόποι με τους οποίους εναρμονίζονται τα συμφέροντα των δύο μερών και διασφαλίζουν ότι οι επιχειρήσεις λειτουργούν προς όφελος των επενδυτών.
Shleifer and Vishny (1997)	CG deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.	Οι τρόποι με τους οποίους οι χρηματοδότες μιας επιχείρησης διασφαλίζονται, ως προς την απολαβή μιας λογικής απόδοσης από τα κεφάλαιά τους.
Zingales (1997)	The complex set of constraints that shape the ex-post bargaining over the quasi-rents generated in the course of a	«Το σύνθετο σύνολο περιορισμών, που διαμορφώνουν τη διαπραγμάτευση στις οιονεί προσόδους που δημιουργούνται,

Demirag (1998)	relationship. The system by which companies are controlled, directed and made accountable to shareholders and other stakeholders; control is understood as including indirect influences of financial markets.	κατά την πορεία της επιχείρησης» (Δεδούσης, 2002:2-3). Το σύστημα μέσω του οποίου οι εταιρείες ελέγχονται, κατευθύνονται και λογοδοτούν στους μετόχους και στα άλλα ενδιαφερόμενα μέρη.
La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (2000)	A set of mechanisms through which outside investors protect themselves against expropriation by the insiders.	Το σύνολο των μηχανισμών, μέσω των οποίων οι εξωτερικοί επενδυτές προστατεύουν τους εαυτούς τους από την εκμετάλλευση των στελεχών και των μετόχων με επιρροή.
Holmstrom and Kaplan (2001)	CG means the mechanisms by which corporations and their managers are governed.	Οι μηχανισμοί με τους οποίους κατέχονται και διοικούνται οι επιχειρήσεις.
Krafft and Ravix (2005) Clarke (2004), Tricker (2009)	Is the general system by which firms are owned and managed 'CG is about the way corporate entities are governed' and 'CG is about the exercise of power over the corporate entities'.	«Η ΕΔ αναφέρεται στον τρόπο με τον οποίο οι εταιρικές οντότητες διοικούνται» και «ΕΔ είναι η άσκηση εξουσίας στις εταιρικές οντότητες».
OECD (2004)	CG involves a set of relationships between a company's management, its board, its shareholders and other stakeholders. Also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined.	Ένα σύνολο σχέσεων, μεταξύ της διοίκησης της επιχείρησης, του διοικητικού συμβουλίου, των μετόχων της και τα άλλα ενδιαφερόμενα μέρη, που συνδέονται με τη λειτουργία της επιχείρησης· ενώ επιπρόσθετα συνιστά τη δομή, μέσω της οποίας καθορίζονται οι στόχοι της επιχείρησης, τα μέσα επίτευξης των στόχων αυτών, καθώς και τους τρόπους παρακολούθησης και ελέγχου της απόδοσης της εταιρείας.
Ho (2005)	The structure and processes among the board of directors, shareholders, top management and other stakeholders, and	Η δομή και οι διαδικασίες μεταξύ του Δ.Σ., των μετόχων, των ανώτερων στελεχών και των άλλων ενδιαφερόμενων μερών, η

	involves the roles of the stewardship process and exercising strategic leadership, and the objectives of assuring accountability and improving performance.	οποία περιλαμβάνει αφενός τους ρόλους της διαδικασίας διαχείρισης και της εξάσκησης στρατηγικής ηγεσίας κι αφετέρου τους αντικειμενικούς σκοπούς, της βελτίωσης της αποδοτικότητας και της δέσμευσης των στελεχών απέναντι στους μετόχους.
Larcker, Richardson and Tuna (2005)	The set of mechanisms that influence the decisions made by managers when there is a separation of ownership and control.	Το σύνολο των μηχανισμών, οι οποίοι επηρεάζουν τις αποφάσεις, που λαμβάνονται από τους διευθυντές των επιχειρήσεων, όταν υπάρχει διαχωρισμός της ιδιοκτησίας και ελέγχου της επιχείρησης.
Nelson, (2005)	The set of constraints on managers and shareholders as they bargain for the distribution of firm value.	Το σύνολο των περιορισμών, που θέτονται στα στελέχη και τους μετόχους της επιχείρησης, κατά τη διαπραγμάτευση της διανομής της εταιρικής αξίας.
Solomon (2007)	The system of checks and balances, both internal and external to companies, which ensures that companies discharge their accountability to all their stakeholders and act in a socially responsible in all areas of their business activity.	Το σύστημα ελέγχων και εξισορρόπησης (εσωτερικό και εξωτερικό), το οποίο διασφαλίζει ότι οι εταιρείες λογοδοτούν στα ενδιαφερόμενα μέρη και ενεργούν, με κοινωνικά υπεύθυνο ρόλο, σε όλους τους τομείς της επιχειρηματικής τους δραστηριότητας.

Πηγή: Συγγραφέας

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β3: Επιστολή Πρόσκλησης Ομάδας Θεωρητικών και Ερωτηματολόγιο Αναλυτικής Ιεραρχικής Προσέγγισης.

Επιστολή πρόσκλησης συμμετοχής

Αγαπητό πιθανό μέλος,

Ονομάζομαι Νεραντζίδης Μιχαήλ και είμαι υποψήφιος διδάκτορας στο τμήμα Δημόσιας Διοίκησης του Παντείου Πανεπιστημίου Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών. Το παρόν χρονικό διάστημα διεξάγω μία μελέτη, σχετικά με την «αξιολόγηση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης στις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρείες», η οποία αποτελεί μέρος της διατριβής μου, με τίτλο «Η εταιρική διακυβέρνηση στον ιδιωτικό τομέα στις Δημόσιες Επιχειρήσεις και Οργανισμούς και στη δημόσια διοίκηση. Συγκρίσεις, αποτελέσματα και προτάσεις για βελτίωση».

Σκοπός της συγκεκριμένης επιστολής είναι η πρόσκλησή σας για συμμετοχή σε μία διαδικασία, που θα συμβάλλει στη δημιουργία ενός υποδείγματος αξιολόγησης της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης των εισηγμένων, στο Χ.Α.Α., εταιρειών και θα αναδείξει τη σπουδαιότητα των κριτηρίων και υπο-κριτηρίων του. Για τον λόγο αυτό, έχει δημιουργηθεί ένα δομημένο ερωτηματολόγιο, στο οποίο ζητείται να εκφράσετε την προτίμησή σας για τα συγκεκριμένα κριτήρια και υπο-κριτήρια (συνολικά 28 ερωτήσεις). Ενώ τέλος, εφαρμόζεται η μέθοδος της Αναλυτικής Ιεραρχικής Προσέγγισης (Analytic Hierarchy Process), για την εξαγωγή των σταθμίσεων, μέσω της διαδικασίας των, κατά ζεύγη, συγκρίσεων.

Εάν αποφασίσετε να συμμετάσχετε στην έρευνά μας, θα χρειαστεί να συμπληρώσετε τις ακόλουθες δύο φόρμες: 1^ο Ένα δελτίο δημογραφικών και βιογραφικών πληροφοριών και 2^ο Ένα έντυπο οικειοθελούς συμμετοχής και να τις αποστείλετε, μαζί με το συμπληρωμένο ερωτηματολόγιο, μέχρι τις .../.../....., στη διεύθυνση επικοινωνίας (που αναγράφεται στον φάκελο, που εσωκλείεται στην επιστολή σας).

Κλείνοντας, θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους τους πιθανούς και μη υποψήφιους. Και να τονίσω για μία ακόμη φορά την αξιόλογη προσπάθεια που επιχειρείται και βασίζεται, σε μεγάλο βαθμό, στη δική σας συμμετοχή. Μία προσπάθεια που απαιτεί τη συνέργια όλων.

Παραμένω στη διάθεσή σας για οποιαδήποτε περαιτέρω διευκρίνιση.

Σας ευχαριστώ, εκ των προτέρων, για τον πολύτιμο χρόνο σας και την κατάθεση της επιστημονικής σας άποψης.

Με εκτίμηση,

Νεραντζίδης Μιχαήλ

ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟ ΑΗΡ

Το ερωτηματολόγιο αυτό αποτελείται από δύο τμήματα:

Στο «τμήμα» Α' αξιολογούμε τα κύρια κριτήρια (α. Δομή του Δ.Σ., β. Εσωτερικό Έλεγχο, γ. Σχέσεις και Δικαιώματα των Μετόχων, δ. Δημοσιοποίηση Πληροφοριών και ε. Πολιτική Αμοιβών των μελών Δ.Σ), σε σχέση με τον απόλυτο στόχο, που είναι η «αξιολόγηση» της ποιότητας της εταιρικής διακυβέρνησης, στις εισηγμένες, στο ΧΑΑ, εταιρείες.

Στο «τμήμα» Β' αξιολογούμε, καθένα από τα ανωτέρω πέντε κριτήρια, σε σχέση με τα υποκριτήρια που τα διαμορφώνουν (στο παράρτημα δίδεται αναλυτικά η απεικόνιση του υποδείγματος).

Τμήμα Α: Κύρια Κριτήρια

- Η αξιολόγηση της ποιότητας της «Εταιρικής Διακυβέρνησης» αποτελείται από πέντε κριτήρια: i) Δομή Δ.Σ., ii) Εσωτερικός Έλεγχος, iii) Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων, iv) Δημοσιοποίηση Πληροφοριών και v) Πολιτική Αμοιβών μελών Δ.Σ. Σκοπός, στο σημείο αυτό, είναι να αναδείξουμε την βαρύτητα των κριτηρίων αυτών, μέσω μιας διαδικασίας σύγκρισής τους, ανά ζεύγη. Παρακαλώ κυκλώστε την επιλογή σας στις δέκα (10) συγκρίσεις που ακολουθούν:

Κριτήρια	← πιο σημαντικό πιο σημαντικό →	Κριτήρια
Δομή Δ.Σ.	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Εσωτερικός Έλεγχος
"	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Σχέσεις & Δικαιώματα μετόχων
"	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Δημοσιοποίηση Πληροφοριών
"	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Πολιτική Αμοιβών μελών Δ.Σ.
Εσωτερικός Έλεγχος	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων
"	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Δημοσιοποίηση Πληροφοριών
"	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Πολιτική Αμοιβών μελών Δ.Σ.
Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Δημοσιοποίηση Πληροφοριών
"	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Πολιτική Αμοιβών μελών Δ.Σ.
Δημοσιοποίηση Πληροφοριών	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Πολιτική Αμοιβών μελών Δ.Σ.

Τμήμα Β: Υπο-Κριτήρια

■ Το κριτήριο της «Δομής του Δ.Σ.» αποτελείται από πέντε υπο-κριτήρια: i) Μέγεθος & Σύνθεση Δ.Σ., ii) Λειτουργία Δ.Σ., iii) Επιτροπή Ανάδειξης Υποψηφιοτήτων, iv) Καθήκοντα & Συμπεριφορά μελών Δ.Σ. και v) Αξιολόγηση Δ.Σ. Σκοπός, στο σημείο αυτό, είναι να αναδείξουμε την βαρύτητα των υπο-κριτηρίων αυτών, μέσω μιας διαδικασίας σύγκρισής τους, ανά ζεύγη. Παρακαλώ κυκλώστε την επιλογή σας στις δέκα (10) συγκρίσεις που ακολουθούν:

Υπο-Κριτήρια	← πιο σημαντικό πιο σημαντικό →	Υπο-Κριτήρια
Μέγεθος & Σύνθεση Δ.Σ.	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Λειτουργία Δ.Σ.
"	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Επιτροπή Ανάδειξης Υποψηφιοτήτων
"	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Καθήκοντα & Συμπεριφορά μελών Δ.Σ.
"	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Αξιολόγηση Δ.Σ.
Λειτουργία Δ.Σ.	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Επιτροπή Ανάδειξης Υποψηφιοτήτων
"	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Καθήκοντα & Συμπεριφορά μελών Δ.Σ.
"	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Αξιολόγηση Δ.Σ.
Επιτροπή Ανάδειξης Υποψηφιοτήτων	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Καθήκοντα & Συμπεριφορά μελών Δ.Σ.
"	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Αξιολόγηση Δ.Σ.
Καθήκοντα & Συμπεριφορά μελών Δ.Σ.	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Αξιολόγηση Δ.Σ.

■ Αντίστοιχα, το κριτήριο «Εσωτερικός Έλεγχος» αποτελείται από τρία (3) υπο-κριτήρια: i) Μέγεθος & Σύνθεση Επιτροπής Ελέγχου, ii) Καθήκοντα & Λειτουργίες Επιτροπής Ελέγχου και iii) Αρμοδιότητες & Καθήκοντα Εσωτερικών Ελεγκτών. Παρακαλώ κυκλώστε την επιλογή σας στις τρεις (3) συγκρίσεις που ακολουθούν:

Υπο-Κριτήρια	← πιο σημαντικό πιο σημαντικό →	Υπο-Κριτήρια
Μέγεθος & Σύνθεση Επιτροπής Ελέγχου	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Καθήκοντα & Λειτουργίες Επιτροπής Ελέγχου
"	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Αρμοδιότητες & Καθήκοντα Εσωτερικών Ελεγκτών
Καθήκοντα & Λειτουργίες Επιτροπής Ελέγχου	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Αρμοδιότητες & Καθήκοντα Εσωτερικών Ελεγκτών

- Αντίστοιχα, το κριτήριο «Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων» αποτελείται από δύο (2) υπο-κριτήρια: i) Δικαιώματα Μετόχων και ii) Επικοινωνία Ανώτερης Διοίκησης με Μετόχους. Παρακαλώ κυκλώστε την επιλογή σας στη σύγκριση που ακολουθεί:

Υπο-Κριτήρια	← πιο σημαντικό πιο σημαντικό →	Υπο-Κριτήρια
Δικαιώματα Μετόχων	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Επικοινωνία Ανώτερης Διοίκησης με Μετόχους

- Αντίστοιχα, το κριτήριο «Δημοσιοποίηση Πληροφοριών» αποτελείται από δύο (2) υπο-κριτήρια: i) Δημοσιοποίηση στην Εταιρική Ιστοσελίδα και ii) Δημοσιοποίηση στη Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης. Παρακαλώ κυκλώστε την επιλογή σας στη σύγκριση που ακολουθεί:

Υπο-Κριτήρια	← πιο σημαντικό πιο σημαντικό →	Υπο-Κριτήρια
Δημοσιοποίηση στην Εταιρική Ιστοσελίδα	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Δημοσιοποίηση στη Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης

- Αντίστοιχα, το κριτήριο «Πολιτική Αμοιβών των μελών του Δ.Σ.» αποτελείται από τρία (3) υπο-κριτήρια: i) Μέγεθος & Σύνθεση Επιτροπής Αμοιβών, ii) Λειτουργία & Καθήκοντα Επιτροπής Αμοιβών και iii) Επίπεδο & Διάρθρωση Αμοιβών. Παρακαλώ κυκλώστε την επιλογή σας στις τρεις (3) συγκρίσεις που ακολουθούν:

Υπο-Κριτήρια	← πιο σημαντικό πιο σημαντικό →	Υπο-Κριτήρια
Μέγεθος & Σύνθεση Επιτροπής Αμοιβών	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Λειτουργία & Καθήκοντα Επιτροπής Αμοιβών
"	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Επίπεδο & Διάρθρωση Αμοιβών
Λειτουργία & Καθήκοντα Επιτροπής Αμοιβών	9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9	Επίπεδο & Διάρθρωση Αμοιβών

Πίνακας 1: Απεικόνιση μοντέλου αξιολόγησης της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης στις εισηγμένες στο ΧΑΑ εταιρείες – Όπως επισυνάφτηκε στο ερωτηματολόγιο της Αναλυτικής Ιεραρχικής Προσέγγισης.

Αξιολόγηση της Ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης: Κριτήρια και Υποκριτήρια Αξιολόγησης	
Δομή Δ.Σ.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Μέγεθος & Σύνθεση Δ.Σ. ▪ Λειτουργία Δ.Σ. ▪ Επιτροπή Ανάδειξης Υποψηφιοτήτων ▪ Καθήκοντα & Συμπεριφορά μελών Δ.Σ. ▪ Αξιολόγηση Δ.Σ.
Εσωτερικός Έλεγχος	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Μέγεθος & Σύνθεση Επιτροπής Ελέγχου ▪ Καθήκοντα & Λειτουργίες Επιτροπής Ελέγχου ▪ Αρμοδιότητες & Καθήκοντα Εσωτερικών Ελεγκτών
Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Δικαιώματα Μετόχων ▪ Επικοινωνία Ανώτερης Διοίκησης με Μετόχους
Δημοσιοποίηση Πληροφοριών	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Δημοσιοποίηση στην Εταιρική Ιστοσελίδα ▪ Δημοσιοποίηση στη Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης
Πολιτική Αμοιβών μελών Δ.Σ.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Μέγεθος & Σύνθεση Επιτροπής Αμοιβών ▪ Λειτουργία & Καθήκοντα Επιτροπής Αμοιβών ▪ Επίπεδο & Διάρθρωση Αμοιβών

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β4: Επιστολή πρόσκλησης Ομάδας Εμπειρικών

Επιστολή πρόσκλησης συμμετοχής

Αγαπητό πιθανό μέλος,

Ονομάζομαι Νεραντζίδης Μιχαήλ και είμαι υποψήφιος διδάκτορας στο τμήμα Δημόσιας Διοίκησης του Παντείου Πανεπιστημίου Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών. Το παρόν χρονικό διάστημα διεξάγω μία μελέτη, σχετικά με την «αξιολόγηση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης στις εισηγμένες, στο Χ.Α.Α., εταιρείες», η οποία αποτελεί μέρος της διατριβής μου, με τίτλο «Η εταιρική διακυβέρνηση στον ιδιωτικό τομέα στις Δημόσιες Επιχειρήσεις και Οργανισμούς και στη δημόσια διοίκηση. Συγκρίσεις, αποτελέσματα και προτάσεις για βελτίωση».

Σκοπός της συγκεκριμένης επιστολής είναι η πρόσκλησή σας για συμμετοχή σε μία διαδικασία, που θα συμβάλει στη δημιουργία ενός υποδείγματος αξιολόγησης της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης, των εισηγμένων, στο Χ.Α.Α., εταιρειών. Ειδικότερα, έχετε επιλεγεί ως μέλος Δ.Σ. (και μέλος της επιτροπής ελέγχου) εισηγμένης εταιρείας, μέσω ενός τυχαίου στατιστικού δείγματος και η συμβολή σας έγκειται στην ανάδειξη της σπουδαιότητας των κριτηρίων και υπο-κριτηρίων που έχουν επιλεγθεί. Για τον λόγο αυτό, έχει δημιουργηθεί ένα δομημένο ερωτηματολόγιο, στο οποίο ζητείται να εκφράσετε την προτίμησή σας για τα συγκεκριμένα κριτήρια και υπο-κριτήρια (συνολικά 28 ερωτήσεις). Ενώ τέλος, εφαρμόζεται η μέθοδος της Αναλυτικής Ιεραρχικής Προσέγγισης (Analytic Hierarchy Process), για την εξαγωγή των σταθμίσεων, μέσω της διαδικασίας των κατά ζεύγη συγκρίσεων.

Εάν αποφασίσετε να συμμετάσχετε στην έρευνά μας, θα χρειαστεί να συμπληρώσετε τις ακόλουθες δύο φόρμες: 1^ο Ένα δελτίο δημογραφικών και βιογραφικών πληροφοριών και 2^ο Ένα έντυπο οικειοθελούς συμμετοχής και να τις αποστείλετε, μαζί με το συμπληρωμένο ερωτηματολόγιο, μέχρι τις .../.../....., στη διεύθυνση επικοινωνίας (που αναγράφεται στον φάκελο που εσωκλείεται στην επιστολή σας).

Για τη διευκόλυνσή σας επισυνάπτεται και ένα έντυπο σχετικά με τον τρόπο συμπλήρωσης του ερωτηματολογίου.

Κλείνοντας, θα ήθελα να σας ευχαριστήσω και να τονίσω για μία ακόμη φορά την αξιόλογη προσπάθεια που επιχειρείται και βασίζεται, σε μεγάλο βαθμό, στη δική σας συμμετοχή. Μία προσπάθεια που απαιτεί τη συνέργια όλων.

Παραμένω στη διάθεσή σας για οποιαδήποτε περαιτέρω διευκρίνιση.

Σας ευχαριστώ, εκ των προτέρων, για τον πολύτιμο χρόνο σας και την κατάθεση της επιστημονικής σας άποψης.

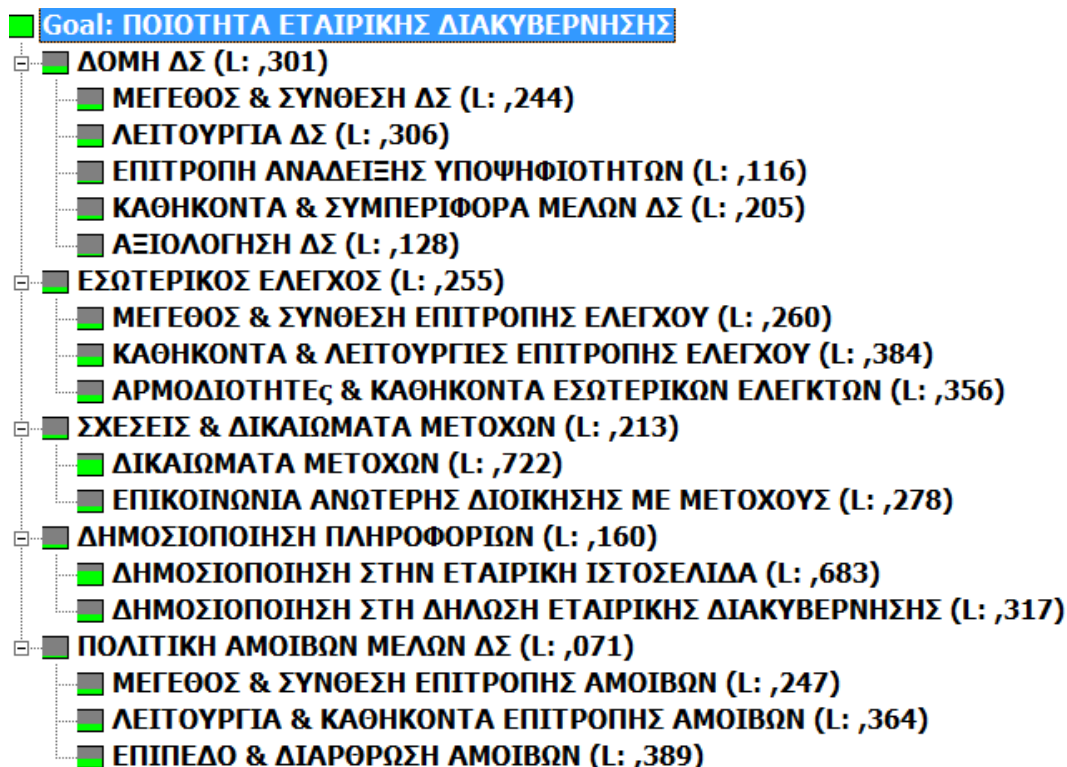
Με εκτίμηση,

Νεραντζίδης Μιχαήλ

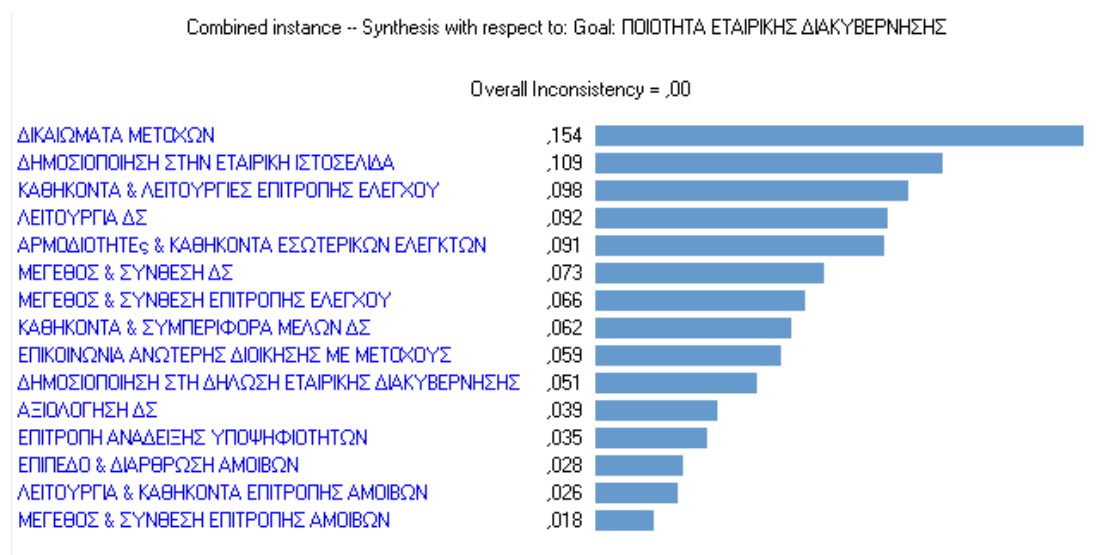
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β5: Συμμετέχοντες στην έρευνα

A/A	Ιδιότητα	Φορέα/Κλάδος	Όνοματεπώνυμο	
1	Καθηγητής	ALBA University	Τραυλός Ν.	
2	Αναπληρωτές Καθηγητές	Brunel University	Κουφόπουλος Δ.	
3		King's College London	Φλώρου Α.	
4	Επίκουροι Καθηγητές	Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών	Λελεδάκης Γ.	
5		Δημοκρίτειο Πανεπιστήμιο Θράκης	Δρυμπέτας Ε.	
6		ΤΕΙ Δυτ. Μακεδονίας		Αντωνιάδης Ι.
7				Λαζαρίδης Θ.
8			Επιθυμούσε μη δημοσιοποίηση ονόματος	
9	Επιστημονικοί Συνεργάτες	Πανεπιστήμιο Δυτικής Ελλάδας και Πανεπιστήμιο Αιγαίου	Κουτούπης Α.	
10		Πάντειο Πανεπιστήμιο	Αγοράκη Μ. Ε.	
11	Ερευνητής	Κέντρο Μελετών και Εκπαίδευσης Χρηματοοικονομικής – KEMEX του πανεπιστημίου Αθηνών	Σπανός Λ.	
12	Διδάκτορες		Δεδούσης Σ.	
13			Εμμανουηλίδης Ξ.	
14			Κορομηλάς Γ.	
15			Μενεξιάδης Μ.	
16			Μούζουλας Σ.	
17			Τούντας Κ.	
18	Ανεξάρτητα μέλη Επιτροπής Ελέγχου	Ακίνητη Περιουσία	Επιθυμούσαν μη δημοσιοποίηση ονόματος	
19		Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες		
20		Πρώτες Ύλες		
21		Τρόφιμα & Ποτά		
22		Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών		
23				
24		Εμπόριο		
25		Ταξίδια & Αναψυχή		
26	Τράπεζες			
27				
28				
29	Μη εκτελεστικά μέλη Επιτροπής Ελέγχου	Βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες	Επιθυμούσαν μη δημοσιοποίηση ονόματος	
30		Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών		
31		Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά		
32		Ταξίδια & Αναψυχή		
33		Τεχνολογία		
34				

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β6: Αποτελέσματα ΑΗΡ (Συνολικά)



Πηγή: Συγγραφέας



Πηγή: Συγγραφέας

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ1: Κριτήρια Αξιολόγησης

ΚΡΙΤΗΡΙΟ: «ΔΟΜΗ Δ.Σ.»

Ελληνικός Νόμος

Μεταβλητές

- 1 Το Δ.Σ. αποτελείται από εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη (ως μη εκτελεστικά νοούνται τα ανεξάρτητα και τα μη ανεξάρτητα μέλη) ν. 3016/2002 αρ.3 παρ.1
- 2 Τα μη εκτελεστικά μέλη είναι μεγαλύτερα ή ίσα του 1/3 του μεγέθους του Δ.Σ. ν. 3016/2002 αρ. 3 παρ. 1
- 3 Το Δ.Σ. συμπεριλαμβάνει τουλάχιστον δύο (2) ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη (εκτός εάν συμμετέχουν ως μέλη εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων) ν. 3016/2002 αρ. 3 παρ. 1
- 4 Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη κατέχουν \leq του 0,5% των μετοχών της επιχείρησης ν. 3091/2002 αρ.26
- 5 Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη δεν έχουν καμία σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή με συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα ν. 3091/2002 αρ.26

Κώδικας ΣΕΒ

Μεταβλητές

- 1 Το Δ.Σ. αποτελείται από επτά (7) έως δεκαπέντε (15) μέλη (Μέρος Α ΙΙ 2.1.)
- 2 Το Δ.Σ. αποτελείται κατά πλειοψηφία από μη εκτελεστικά μέλη (συμπεριλαμβανομένων και των ανεξάρτητων μελών) και από τουλάχιστον δύο εκτελεστικά μέλη (Μέρος Α ΙΙ 2.2.)
- 3 Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του είναι \geq του 1/3 του μεγέθους του Δ.Σ. (Μέρος Α ΙΙ 2.3.)
- 4 Στη μη ύπαρξη διαχωρισμού της θέσης του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου, η εταιρεία έχει ορίσει ανεξάρτητο αντιπρόεδρο (Μέρος Α ΙΙΙ 3.3.)
- 5 Το Δ.Σ. έχει διορίσει ανεξάρτητο αντιπρόεδρο, σε περίπτωση που ο πρόεδρος είναι εκτελεστικό μέλος (Μέρος Α ΙΙΙ 3.3.)
- 6 Τα μέλη του Δ.Σ. δε συμμετέχουν σε Δ.Σ. περισσότερα των πέντε (5) εισηγμένων εταιρειών (Μέρος Α ΙV 4.2.α)
- 7 Τα μέλη του Δ.Σ. γνωστοποιούν πριν τον διορισμό τους στο Δ.Σ. άλλες επαγγελματικές δεσμεύσεις (συμμετοχή και σε μη κερδοσκοπικά ιδρύματα) (Μέρος Α ΙV 4.2.β)
- 8 Διασφάλιση εκ μέρους των μη εκτελεστικών μελών, κατά τον διορισμό τους ότι θα έχουν επαρκή χρόνο για την εκτέλεση των καθηκόντων τους (Μέρος Α ΙV 4.2.α)
- 9 Η εταιρεία έχει επιτροπή που είναι υπεύθυνη για την υποβολή υποψηφιοτήτων προς εκλογή στο Δ.Σ. (Μέρος Α V)
- 10 Η επιτροπή ανάδειξης υποψηφιοτήτων έχει τρία (3) μέλη, μη εκτελεστικά στην πλειονότητά τους (Μέρος Α V 5.5.)
- 11 Το Δ.Σ. υιοθετεί ημερολόγιο συνεδριάσεων (12μηνης δράσης) στην αρχή κάθε ημερολογιακού έτους (το οποίο δύναται να αναθεωρείται) (Μέρος Α VI 6.1.)
- 12 Σαφής και συνοπτική περιγραφή των καθηκόντων και των αρμοδιοτήτων των μελών του Δ.Σ. σε ειδικό κανονισμό λειτουργίας και στο καταστατικό της εταιρείας (Μέρος Α VI 6.1., Μέρος Α Ι 1.1.α)
- 13 Το Δ.Σ. υποστηρίζεται από ικανό, εξειδικευμένο και έμπειρο εταιρικό γραμματέα που παρέχει υποστήριξη στον πρόεδρο και στα άλλα μέλη του Δ.Σ. (Μέρος Α VI 6.2.)
- 14 Το Δ.Σ. διασφαλίζει την ύπαρξη προγραμμάτων εισαγωγικής ενημέρωσης για τα νέα μέλη και διαρκή επαγγελματική επιμόρφωση για τα υπόλοιπα μέλη (Μέρος Α VI 6.5.)
- 15 Το Δ.Σ. έχει τη δυνατότητα να χρησιμοποιεί ανεξάρτητους συμβούλους με έξοδα της εταιρείας στις περιπτώσεις που το κρίνει απαραίτητο για την εκτέλεση των καθηκόντων του (Μέρος Α VI 6.8.)
- 16 Το Δ.Σ. προβαίνει τουλάχιστον κάθε δύο (2) χρόνια (με συγκεκριμένη διαδικασία) σε αξιολόγηση της ίδιας αυτού αποτελεσματικότητας καθώς και της αποτελεσματικότητας των επιτροπών του (Μέρος Α VII 7.1.)
- 17 Το Δ.Σ. αξιολογεί την επίδοση του προέδρου του Δ.Σ. (διαδικασία στην οποία προΐσταται ο ανεξάρτητος αντιπρόεδρος ή άλλο μη εκτελεστικό μέλος) (Μέρος Α VII 7.1.)
- 18 Τα μη εκτελεστικά μέλη συνέρχονται περιοδικά (χωρίς την παρουσία των εκτελεστικών μελών) προκειμένου να αξιολογήσουν την επίδοση των εκτελεστικών μελών (Μέρος Α VII 7.2)

Combined Code

Μεταβλητές

- 1 Τουλάχιστον οι μισές θέσεις στο Δ.Σ., μη περιλαμβανομένης αυτής του προέδρου,

	στελεχώνονται από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη.
2	Υπάρχει διαχωρισμός της θέσης του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου.
3	Δεν υπάρχουν σχέσεις συγγένειας μεταξύ των μελών του Δ.Σ.
4	Η επιτροπή ανάδειξης υποψηφιοτήτων στελεχώνεται κατά πλειοψηφία από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη.
5	Η προεδρία της επιτροπής ανάδειξης υποψηφιοτήτων ανατίθεται στον πρόεδρο του Δ.Σ. (μη εκτελεστικό μέλος) ή σε κάποιο ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος.
6	Το Δ.Σ. προβαίνει ετησίως σε μια τυπική και αυστηρή αξιολόγηση της ίδιας αυτού απόδοσης, καθώς και της απόδοσης των επιτροπών του και των επιμέρους μελών του.

Πηγή: Συγγραφέας

ΚΡΙΤΗΡΙΟ: «ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ»

Ελληνικός Νόμος

Μεταβλητές

- 1 Η εταιρεία έχει επιτροπή ελέγχου (ν. 3693/2008 αρ. 37 παρ. 1)
- 2 Η επιτροπή ελέγχου αποτελείται από δύο (2) τουλάχιστον μη εκτελεστικά μέλη και ένα (1) ανεξάρτητο μη εκτελεστικό (ν. 3693/2008 αρ. 37 παρ. 1)
- 3 Το ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος της επιτροπής ελέγχου έχει αποδεδειγμένη επαρκή γνώση σε θέματα λογιστικής και ελεγκτικής (ν. 3693/2008 αρ. 37 παρ. 1)
- 4 Οι εσωτερικοί ελεγκτές ορίζονται από το Δ.Σ. της εταιρείας και είναι εργαζόμενοι πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης (ν. 3091/2002 αρ. 26)
- 5 Οι εσωτερικοί ελεγκτές είναι ανεξάρτητοι και εποπτεύονται από ένα (1) έως τρία (3) μη εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ. (ν. 3016/2002 αρ. 7 παρ. 2)
- 6 Οι εσωτερικοί ελεγκτές δεν είναι μέλη του Δ.Σ. (ή διευθυντικά στελέχη τα οποία έχουν και άλλες εκτός του εσωτερικού ελέγχου αρμοδιότητες ή συγγενείς των παραπάνω μέχρι και του δευτέρου βαθμού εξ αίματος ή εξ αγχιστείας) (ν. 3091/2002 αρ. 7 παρ. 2)

Κώδικας ΣΕΒ

Μεταβλητές

- 1 Η επιτροπή ελέγχου είναι τουλάχιστον τριμελής και αποτελείται αποκλειστικά από μη εκτελεστικά μέλη (στην πλειονότητά τους ανεξάρτητα μη εκτελεστικά) (Μέρος Β Ι 1.4.α)
- 2 Ο πρόεδρος της επιτροπής ελέγχου είναι ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος (Μέρος Β Ι 1.4.α)
- 3 Οι αρμοδιότητες της επιτροπής ελέγχου αφορούν: i) το σύστημα εσωτερικού ελέγχου και τα συστήματα πληροφόρησης, ii) την εποπτεία της μονάδας εσωτερικού ελέγχου και iii) την εποπτεία του τακτικού ελέγχου (Μέρος Β Ι 1.5.)
- 4 Η επιτροπή ελέγχου i) συνεδριάζει \geq από τέσσερις (4) φορές τον χρόνο και ii) συναντά τον τακτικό ελεγκτή της εταιρείας δίχως την παρουσία μελών της διοίκησης \geq από δύο (2) φορές τον χρόνο (Μέρος Β Ι 1.6.)
- 5 Η επιτροπή ελέγχου μπορεί να χρησιμοποιεί υπηρεσίες εξωτερικών συμβούλων (Μέρος Β Ι 1.9.)

Combined Code

Μεταβλητές

- 1 Η επιτροπή ελέγχου θα πρέπει να αποτελείται από δύο (2) ή τρία (3) ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη.

Πηγή: Συγγραφέας

ΚΡΙΤΗΡΙΟ: «ΣΧΕΣΕΙΣ & ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΜΕΤΟΧΩΝ»

Ελληνικός Νόμος

Μεταβλητές

- 1 Η εταιρεία έχει τμήμα εξυπηρέτησης μετόχων (ν. 3016/2002 Κεφ. Α' αρ. 6)
- 2 Η εταιρεία έχει τμήμα εταιρικών ανακοινώσεων (ν. 3016/2002 Κεφ. Α' αρ. 6)
- 3 Οι μέτοχοι μπορούν να ψηφίσουν είτε αυτοπροσώπως είτε μέσω αντιπροσώπων (ν. 3884/2010 αρ. 6)
- 4 Το καταστατικό της εταιρείας προβλέπει τη δυνατότητα συμμετοχής στη Γενική Συνέλευση με ηλεκτρονικά μέσα, καθώς και ανέξοδους τρόπους ψηφοφορίας, συμπεριλαμβανομένης της ηλεκτρονικής ψήφου, όπου είναι δυνατόν και της ψήφου δι' αλληλογραφίας (ν. 3884/2010 αρ. 6)

Κώδικας ΣΕΒ

Μεταβλητές	
1	Τα μέλη του Δ.Σ. εκλέγονται ή επανεκλέγονται από τους μετόχους κάθε τέσσερα (4) χρόνια (Μέρος Α V 5.1.)
2	Ο πρόεδρος του Δ.Σ. (και ο ανεξάρτητος αντιπρόεδρος εφόσον υπάρχει) είναι διαθέσιμοι για συναντήσεις με μετόχους της εταιρείας με σημαντικές συμμετοχές (Μέρος Δ I 1.1.)
3	Ο πρόεδρος του Δ.Σ. διασφαλίζει τη γνωστοποίηση των απόψεων των μετόχων στο Δ.Σ. (Μέρος Δ I 1.2. & Combined Code, 2010)
4	Ο πρόεδρος της Γενικής Συνέλευσης διαθέτει επαρκή χρόνο στους μετόχους για την υποβολή ερωτημάτων (Μέρος Δ II 2.4.α)
5	Στη Γενική Συνέλευση υπάρχει παρουσία του προέδρου, του ανεξάρτητου αντιπροέδρου του Δ.Σ. (εφόσον υπάρχει), του διευθύνοντος συμβούλου ή του γενικού διευθυντή και των προέδρων των επιτροπών του Δ.Σ., ώστε να ενημερώνουν τους μετόχους και να τους παρέχουν διευκρινήσεις επί θεμάτων της αρμοδιότητάς τους (Μέρος Δ II 2.4.α & Combined Code, 2010)
<i>Combined Code</i>	
Μεταβλητές	
1	Όλοι οι μέτοχοι έχουν τα ίδια δικαιώματα ψήφου.
2	Δεν υπάρχουν ειδικά δικαιώματα σε συγκεκριμένες κλάσεις μετόχων.
3	Τα μέλη του Δ.Σ. εκλέγονται ή επανεκλέγονται από τους μετόχους ≤ τρία (3) χρόνια.

Πηγή: Συγγραφέας

ΚΡΙΤΗΡΙΟ: «ΔΗΜΟΣΙΟΠΟΙΗΣΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ»

Ελληνικός Νόμος

Μεταβλητές

- 1 Δημοσιοποίηση στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης της σύνθεσης και του τρόπου λειτουργίας του Δ.Σ. και των άλλων διαχειριστικών επιτροπών (ν. 3878/2010 αρ. 2 παρ. 2)

Κώδικας ΣΕΒ

Μεταβλητές

- 1 Δημοσιοποίηση στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης της διάρκειας θητείας των μελών του Δ.Σ. και παράθεση σύντομων βιογραφικών σημειωμάτων (Μέρος Α II 2.7.)
- 2 Δημοσιοποίηση στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης των αρμοδιοτήτων του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου (ακόμη κι όταν πρόκειται για το ίδιο πρόσωπο) (Μέρος Α III 3.1.)
- 3 Δημοσιοποίηση στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης των επαγγελματικών δεσμεύσεων των μελών του Δ.Σ. (πριν τον διορισμό και σε περίπτωση αλλαγής κατά τη διάρκεια της θητείας τους) (Μέρος Α IV 4.2.β)
- 4 Δημοσιοποίηση στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης της συχνότητας παράστασης κάθε μέλους του Δ.Σ. στις συνεδριάσεις του ίδιου και των επιτροπών του (Μέρος Α IV 4.4.)
- 5 Δημοσιοποίηση στον ιστότοπο της εταιρείας του κανονισμού λειτουργίας των επιτροπών που διαθέτει (Μέρος Α V 5.6. & Μέρος Γ I 1.8.α)
- 6 Δημοσιοποίηση στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης του έργου και του αριθμού των συνεδριάσεων των επιτροπών που διαθέτει η εταιρεία (Μέρος Α V 5.6. & Μέρος Β I 1.8. & Μέρος Γ I 1.8.β)
- 7 Δημοσιοποίηση στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης συνοπτικής περιγραφής της διαδικασίας αξιολόγησης του Δ.Σ. και των επιτροπών του (Μέρος Α VII 7.3.)
- 8 Δημοσιοποίηση στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης ότι το Δ.Σ. έχει εξετάσει τους κύριους κινδύνους που ενδεχομένως απειλούν την εταιρεία καθώς και το σύστημα εσωτερικού ελέγχου (Μέρος Β I 1.3.α)
- 9 Δημοσιοποίηση στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης της έκθεσης αμοιβών των μελών του Δ.Σ. (Μέρος Γ I 1.11.)
- 10 Δημοσιοποίηση στον ιστότοπο της εταιρείας (περιγραφή) i) της εταιρικής διακυβέρνησης, ii) της διοικητικής διάρθρωσης, iii) του ιδιοκτησιακού καθεστώτος, iv) άλλες χρήσιμες πληροφορίες για τους επενδυτές και τους μετόχους (Μέρος Δ I 1.3.)
- 11 Δημοσιοποίηση στον ιστότοπο της εταιρείας της πρόσκλησης της Γενικής Συνέλευσης (τόσο στην ελληνική όσο και στην αγγλική) τουλάχιστον είκοσι (20) ημέρες πριν τη συνεδρίαση (Μέρος Δ II 2.1.)
- 12 Δημοσιοποίηση στον ιστότοπο της εταιρείας της περίληψης των πρακτικών της Γενικής Συνέλευσης (περιλαμβανομένου των αποτελεσμάτων των ψηφοφοριών) εντός δεκαπέντε (15) ημερών (Μέρος Δ II 2.3.)

Πηγή: Συγγραφέας

ΚΡΙΤΗΡΙΟ: «ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΑΜΟΙΒΩΝ ΜΕΛΩΝ Δ.Σ.»

Κώδικας ΣΕΒ

Μεταβλητές

- 1 Η αμοιβή των εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. διασφαλίζει την κατάλληλη ισορροπία ανάμεσα σε i) σταθερά στοιχεία, ii) μεταβλητά στοιχεία συνδεδεμένα με την απόδοση και iii) άλλες συμβατικές ρυθμίσεις (Μέρος Γ I 1.1.)
- 2 Οι συμβάσεις των εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. προβλέπουν ότι το Δ.Σ. μπορεί να απαιτήσει την επιστροφή όλου ή μέρους του bonus που έχει απονεμηθεί, λόγω αναθεωρημένων οικονομικών καταστάσεων προηγούμενων χρήσεων ή γενικώς βάσει εσφαλμένων οικονομικών καταστάσεων (Μέρος Γ I 1.3.)
- 3 Η αμοιβή κάθε εκτελεστικού μέλους του Δ.Σ. εγκρίνεται από το Δ.Σ. (ή πρόταση προς έγκριση στη Γενική Συνέλευση) μετά από πρόταση της επιτροπής αμοιβών, χωρίς την παρουσία των εκτελεστικών μελών (Μέρος Γ I 1.4.)
- 4 Κατά τον καθορισμό των αμοιβών των εκτελεστικών, το Δ.Σ. λαμβάνει υπόψη το ύψος των αμοιβών των εργαζομένων στην εταιρεία και σε ολόκληρο τον όμιλο (Μέρος Γ I 1.5.)
- 5 Η επιτροπή αμοιβών συνίσταται από τουλάχιστον τρία (3) μέλη, αποτελούμενη αποκλειστικά από μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα στην πλειονότητά τους μέλη (Μέρος Γ I 1.6.)
- 6 Ο πρόεδρος της επιτροπής αμοιβών είναι ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος του Δ.Σ. (Μέρος Γ I 1.6.)
- 7 Η εταιρεία έχει επιτροπή καθορισμού αμοιβών (Μέρος Γ I 1.6.)
- 8 Οι αρμοδιότητες της επιτροπής αμοιβών αφορούν i) την υποβολή πρότασης στο Δ.Σ. σχετικά με την αμοιβή κάθε εκτελεστικού μέλους, ii) την εξέταση και υποβολή προτάσεων στο Δ.Σ. σχετικά με τις συνολικές αμοιβές, iii) την εξέταση και υποβολή προτάσεων σχετικά με τα προγράμματα δικαιωμάτων προαίρεσης, iv) την υποβολή προτεινόμενων στόχων απόδοσης, v) την υποβολή προτάσεων στο Δ.Σ. σχετικά με την επιχειρησιακή πολιτική των αμοιβών, vi) την τακτική επανεξέταση του μισθού των εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. και vii) την εξέταση της ετήσιας έκθεσης αμοιβών (Μέρος Γ I 1.7.)
- 9 Η επιτροπή αμοιβών μπορεί να ζητά υπηρεσίες εξωτερικού συμβούλου (Μέρος Γ I 1.9.)
- 10 Η αμοιβή των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. εγκρίνεται από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων μετά από πρόταση του Δ.Σ. (Μέρος Γ I 1.10.)
- 11 Στις αμοιβές των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. υπάρχει ρητή απαγόρευση περίληψης bonus, stock options ή αποζημιώσεων με βάση την απόδοση (Μέρος Γ I 1.10. & Combined Code, 2010)
- 12 Τα επίπεδα των αμοιβών των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. είναι ανάλογα προς τον χρόνο που διαθέτουν προς την άσκηση των καθηκόντων τους (Μέρος Γ I 1.10. & Combined Code, 2010)

Combined Code

Μεταβλητές

- 1 Η επιτροπή αμοιβών αποτελείται από δύο (2) ή τρία (3) ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ.

Πηγή: Συγγραφέας

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ2: Κριτήρια – Υποκριτήρια – Μεταβλητές Αξιολόγησης

A/A	Μεταβλητή	Κωδικοποίηση
Κριτήριο: «Δομή Δ.Σ.»		
Μέγεθος & Σύσταση Δ.Σ.: Περιλαμβάνει αρχές που αναφέρονται στο μέγεθος και τη σύσταση του Δ.Σ. και αντικατοπτρίζουν το ιδιοκτησιακό καθεστώς της επιχείρησης		
1	Το Δ.Σ. αποτελείται από εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη (ως μη εκτελεστικά νοούνται τα ανεξάρτητα και τα μη ανεξάρτητα μέλη) (ν. 3016/2002 αρ. 3 παρ. 1)	syn_ds1
2	Τα μη εκτελεστικά μέλη είναι $\geq 1/3$ του μεγέθους του Δ. Σ. (ν. 3016/2002 αρ. 3 παρ. 1)	syn_ds2
3	Το Δ.Σ. συμπεριλαμβάνει τουλάχιστον δύο (2) ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη (εκτός αν συμμετέχουν ως μέλη εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων) (ν. 3016/2002 αρ. 3 παρ. 1)	syn_ds3
4	Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη κατέχουν $\leq 0,5\%$ των μετοχών της επιχείρησης (ν. 3091/2002 αρ. 26)	syn_ds4
5	Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη δεν έχουν καμία σχέση "εξάρτησης" με την εταιρεία ή με συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα (ν. 3091/2002 αρ. 26)	syn_ds5
6	Το Δ.Σ. αποτελείται από επτά (7) έως δεκαπέντε (15) μέλη (ΣΕΒ Μέρος Α ΙΙ 2.1.)	syn_ds6
7	Το Δ.Σ. αποτελείται κατά πλειοψηφία από μη εκτελεστικά μέλη (συμπεριλαμβανομένων και των ανεξάρτητων μελών) και από τουλάχιστον (2) εκτελεστικά μέλη (ΣΕΒ Μέρος Α ΙΙ 2.2.)	syn_ds7
8	Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του είναι $\geq 1/3$ του μεγέθους του Δ.Σ. (ΣΕΒ Μέρος Α ΙΙ 2.3.)	syn_ds8
9	Στη μη ύπαρξη διαχωρισμού της θέσης του προέδρου και του διευθύνοντος Συμβούλου, η εταιρεία έχει ορίσει ανεξάρτητο αντιπρόεδρο (ΣΕΒ Μέρος Α ΙΙΙ 3.3.)	syn_ds9
10	Το Δ.Σ. έχει διορίσει ανεξάρτητο αντιπρόεδρο, σε περίπτωση που ο πρόεδρος είναι εκτελεστικό μέλος (ΣΕΒ Μέρος Α ΙΙΙ 3.3.)	syn_ds10
11	Τουλάχιστον οι μισές θέσεις στο Δ.Σ., μη περιλαμβανομένης αυτής του προέδρου, στελεχώνονται από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη (Combined Code, 2010)	syn_ds11
12	Υπάρχει διαχωρισμός της θέσης του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου (Combined Code, 2010)	syn_ds12
13	Δεν υπάρχουν σχέσεις συγγένειας μεταξύ των μελών Δ.Σ. (Combined Code, 2010)	syn_ds13
Λειτουργία Δ.Σ.: Αναφέρεται σε πρακτικές που εξασφαλίζουν την αποτελεσματική εκτέλεση των καθηκόντων του Δ.Σ.		
14	Το Δ.Σ. υποστηρίζεται από ικανό, εξειδικευμένο και έμπειρο εταιρικό γραμματέα που παρέχει υποστήριξη στον πρόεδρο και στα άλλα μέλη του Δ.Σ. (ΣΕΒ Μέρος Α VI 6.2.)	lei_ds1
15	Το Δ.Σ. υιοθετεί ημερολόγιο συνεδριάσεων (12μηνης δράσης) στην αρχή κάθε ημερολογιακού έτους (το οποίο δύναται να αναθεωρείται) (ΣΕΒ Μέρος Α VI 6.1.)	lei_ds2
16	Το Δ.Σ. διασφαλίζει την ύπαρξη προγραμμάτων εισαγωγικής ενημέρωσης για τα νέα μέλη και διαρκή επαγγελματική επιμόρφωση για τα υπόλοιπα μέλη (ΣΕΒ Μέρος Α VI 6.5.)	lei_ds3
17	Σαφής και συνοπτική περιγραφή των καθηκόντων και των αρμοδιοτήτων των μελών του Δ.Σ. σε ειδικό κανονισμό λειτουργίας και στο καταστατικό της εταιρείας (ΣΕΒ Μέρος Α VI 6.1.& ΣΕΒ Μέρος Α Ι 1.1α)	lei_ds4
18	Το Δ.Σ. έχει τη δυνατότητα να χρησιμοποιεί ανεξάρτητους συμβούλους με έξοδα της εταιρείας στις περιπτώσεις που το κρίνει απαραίτητο για την εκτέλεση των καθηκόντων του (ΣΕΒ Μέρος Α VI 6.8.)	lei_ds5
Επιτροπή Ανάδειξης Υποψηφιοτήτων: Αναφέρεται στην ύπαρξη της επιτροπής αυτής με απότερο σκοπό τη διασφάλιση της ομαλής διαδοχής των μελών του Δ.Σ. και των ανώτατων διοικητικών στελεχών		
19	Η εταιρεία έχει επιτροπή που είναι υπεύθυνη για την υποβολή υποψηφιοτήτων προς εκλογή στο Δ.Σ. (ΣΕΒ Μέρος Α V)	ep_ypo1

20	Η επιτροπή ανάδειξης υποψηφιοτήτων έχει τουλάχιστον τρία (3) μέλη μη εκτελεστικά στην πλειονότητά τους (ΣΕΒ Μέρος Α V 5.5)	ep_yp02
21	Η επιτροπή ανάδειξης υποψηφιοτήτων στελεχώνεται κατά πλειοψηφία από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη (Combined Code, 2010)	ep_yp03
22	Η προεδρία της επιτροπής ανάδειξης υποψηφιοτήτων ανατίθεται στον πρόεδρο του Δ.Σ. (μη εκτελεστικό μέλος) ή σε κάποιο ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος (Combined Code, 2010)	ep_yp04
Καθήκοντα & Συμπεριφορά Μελών Δ.Σ.: <i>Περιλαμβάνει πρακτικές που απαιτούνται για την ικανοποιητική απόδοση των μελών του Δ.Σ.</i>		
23	Τα μέλη του Δ.Σ. δε συμμετέχουν σε Δ.Σ. περισσότερα των πέντε (5) εισηγμένων εταιρειών (ΣΕΒ Μέρος Α IV 4.2α)	kath_ds1
24	Διασφάλιση εκ μέρους των μη εκτελεστικών μελών, κατά τον διορισμό τους ότι θα έχουν επαρκή χρόνο για την εκτέλεση των καθηκόντων τους (ΣΕΒ Μέρος Α IV 4.2.α)	kath_ds2
25	Τα μέλη του Δ.Σ. γνωστοποιούν πριν τον διορισμό τους στο Δ.Σ. άλλες επαγγελματικές δεσμεύσεις (συμμετοχή και σε μη κερδοσκοπικά ιδρύματα) (ΣΕΒ Μέρος Α IV 4.2.β)	kath_ds3
Αξιολόγηση Δ.Σ.: <i>Αφορά τον έλεγχο της αποτελεσματικότητας του Δ.Σ. και των επιτροπών του</i>		
26	Το Δ.Σ. προβαίνει τουλάχιστον κάθε δύο (2) χρόνια (με συγκεκριμένη διαδικασία) σε αξιολόγηση της ίδιας αυτού αποτελεσματικότητας καθώς και της αποτελεσματικότητας των επιτροπών του (ΣΕΒ Μέρος Α VII 7.1.)	axio_ds1
27	Τα μη εκτελεστικά μέλη συνέρχονται περιοδικά (χωρίς την παρουσία εκτελεστικών μελών) προκειμένου να αξιολογήσουν την επίδοση των εκτελεστικών μελών (ΣΕΒ Μέρος Α VII 7.2)	axio_ds2
28	Το Δ.Σ. αξιολογεί την επίδοση του προέδρου του Δ.Σ. (διαδικασία την οποία προΐσταται ο ανεξάρτητος αντιπρόεδρος ή άλλο μη εκτελεστικό μέλος του, ελλείψει ανεξάρτητου αντιπροέδρου) (ΣΕΒ Μέρος Α VII 7.1.)	axio_ds3
29	Το Δ.Σ. προβαίνει ετησίως σε μια τυπική και αυστηρή αξιολόγηση της ίδιας αυτού απόδοσης, καθώς και της απόδοσης των επιτροπών του και των επιμέρους μελών του (Combined Code, 2010)	axio_ds4
Κριτήριο: «Εσωτερικός Έλεγχος»		
Μέγεθος & Σύνθεση Επιτρ. Ελέγχου: <i>Περιλαμβάνει αρχές που αναφέρονται στο μέγεθος και τη σύνθεση της Επιτροπής Ελέγχου, για την υποστήριξη του Δ.Σ. στα καθήκοντα που αφορούν την χρηματοοικονομική πληροφόρηση, τον εσωτερικό έλεγχο και την εποπτεία του τακτικού ελέγχου.</i>		
30	Η επιτροπή ελέγχου αποτελείται από δύο (2) τουλάχιστον μη εκτελεστικά μέλη και ένα (1) ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος (ν. 3693/2008 αρ. 37 παρ. 1)	syn_ee1
31	Το ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος της επιτροπής ελέγχου έχει αποδεδειγμένη επαρκή γνώση σε θέματα λογιστικής και ελεγκτικής (ν. 3693/2008 αρ. 37 παρ. 1)	syn_ee2
32	Η επιτροπή ελέγχου είναι τουλάχιστον τριμελής και αποτελείται αποκλειστικά από μη εκτελεστικά μέλη (στην πλειονότητά τους ανεξάρτητα μη εκτελεστικά) (ΣΕΒ Μέρος Β I 1.4α)	syn_ee3
33	Ο πρόεδρος της επιτροπής ελέγχου είναι ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος (ΣΕΒ Μέρος Β I 1.4α)	syn_ee4
34	Η επιτροπή ελέγχου θα πρέπει να αποτελείται από δύο (2) ή τρία (3) ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη (Combined Code, 2010)	syn_ee5
Καθήκοντα & Λειτουργίες Επιτρ. Ελέγχου: <i>Αφορά πρακτικές που περιγράφουν τις κύριες αρμοδιότητες της επιτροπής και την αποτελεσματική εκπλήρωση των καθηκόντων τους.</i>		
35	Η εταιρεία έχει επιτροπή ελέγχου (ν. 3693/2008 αρ. 37 παρ. 1)	kath_ee1
36	Οι αρμοδιότητες της επιτροπής ελέγχου αφορούν: i) το σύστημα εσωτερικού ελέγχου και τα συστήματα πληροφόρησης, ii) την εποπτεία της μονάδας εσωτερικού ελέγχου και iii) την εποπτεία του τακτικού ελέγχου (ΣΕΒ Μέρος Β I 1.5.)	kath_ee2
37	Η επιτροπή ελέγχου i) συνεδριάζει >= τέσσερις (4) φορές τον χρόνο και ii) συναντά τον τακτικό ελεγκτή της εταιρείας δίχως την παρουσία μελών της διοίκησης >= δύο (2) φορές τον χρόνο (ΣΕΒ Μέρος Β I 1.6.)	kath_ee3
38	Η επιτροπή ελέγχου μπορεί να χρησιμοποιεί υπηρεσίες εξωτερικών συμβούλων (ΣΕΒ Μέρος Β I 1.9)	kath_ee4
Αρμοδιότητες & Καθήκ. Εσωτ. Ελεγκτών: <i>Αποτυπώνει τους νομοθετικούς κανόνες που περιγράφουν τις</i>		

<u>αρμοδιότητες των εσωτερικών ελεγκτών και διασφαλίζουν την αποτελεσματική εκπλήρωση των καθηκόντων τους</u>		
39	Οι εσωτερικοί ελεγκτές ορίζονται από το Δ.Σ. της εταιρείας και είναι εργαζόμενοι πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης (ν. 3091/2002 αρ. 26)	arm_ese1
40	Οι εσωτερικοί ελεγκτές είναι ανεξάρτητοι και εποπτεύονται από ένα (1) έως τρία (3) μη εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ. (ν. 3016/2002 αρ. 7 παρ. 2)	arm_ese2
41	Οι εσωτερικοί ελεγκτές δεν είναι μέλη του Δ.Σ. (ή διευθυντικά στελέχη τα οποία έχουν και άλλες εκτός του εσωτερικού ελέγχου αρμοδιότητες ή συγγενείς των παραπάνω μέχρι και του δεύτερου βαθμού εξ αίματος ή εξ αγχιστείας) (ν. 3091/2002 αρ. 7 παρ. 2)	arm_ese3
Κριτήριο: «Σχέσεις & Δικαιώματα Μετόχων»		
<u>Εταιρικές Υπηρεσίες: Αναφέρεται στις υπηρεσίες που οι εταιρείες παρέχουν στους μετόχους τους</u>		
42	Η εταιρεία έχει τμήμα εξυπηρέτησης μετόχων (ν. 3016/2002 Κεφ. Α' αρ. 6) ¹	et_ypir1
43	Η εταιρεία έχει τμήμα εταιρικών ανακοινώσεων (ν. 3016/2002 Κεφ. Α' αρ. 6) ²	et_ypir2
<u>Δικαιώματα Μετόχων: Περιλαμβάνει πρακτικές που ενισχύουν τους μηχανισμούς προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων</u>		
44	Οι μέτοχοι μπορούν να ψηφίσουν είτε αυτοπροσώπως είτε μέσω αντιπροσώπων (ν. 3884/2010 αρ. 6)	dik_mtx1
45	Το καταστατικό της εταιρείας προβλέπει τη δυνατότητα συμμετοχής στη γενική συνέλευση με ηλεκτρονικά μέσα, καθώς και ανέξοδους τρόπους ψηφοφορίας, συμπεριλαμβανομένης της ηλεκτρονικής ψήφου, όπου είναι δυνατόν και της ψήφου δι' αλληλογραφίας (ν. 3884/2010 αρ. 6)	dik_mtx2
46	Τα μέλη του Δ.Σ. εκλέγονται ή επανεκλέγονται από τους μετόχους <= (κάθε) τέσσερα (4) χρόνια (ΣΕΒ Μέρος Α V 5.1.)	dik_mtx3
47	Όλοι οι μέτοχοι έχουν τα ίδια δικαιώματα ψήφου (Combined Code, 2010)	dik_mtx4
48	Δεν υπάρχουν ειδικά δικαιώματα σε συγκεκριμένες κλάσεις μετόχων (Combined Code, 2010)	dik_mtx5
49	Τα μέλη του Δ.Σ. εκλέγονται ή επανεκλέγονται από τους μετόχους <= τρία (3) χρόνια (Combined Code, 2010)	dik_mtx6
<u>Επικοινωνία Αν. Διοίκησης με Μετόχους: Αναφέρεται στις αρχές που διασφαλίζουν την ύπαρξη συνεχούς και εποικοδομητικού διαλόγου της εταιρείας με τους μετόχους της</u>		
50	Ο πρόεδρος του Δ.Σ. (και ο ανεξάρτητος αντιπρόεδρος εφόσον υπάρχει) είναι διαθέσιμοι για συναντήσεις με μετόχους της εταιρείας με σημαντικές συμμετοχές (ΣΕΒ Μέρος Δ I 1.1.)	ep_mtx1
51	Ο πρόεδρος της γενικής συνέλευσης διαθέτει επαρκή χρόνο στους μετόχους για την υποβολή ερωτημάτων (ΣΕΒ Μέρος Δ II 2.4.α)	ep_mtx2
52	Ο πρόεδρος του Δ.Σ. διασφαλίζει τη γνωστοποίηση των απόψεων των μετόχων στο Δ.Σ. (ΣΕΒ Μέρος Δ I 1.2. & Combined Code, 2010)	ep_mtx3
53	Στη γενική συνέλευση υπάρχει παρουσία του προέδρου, του ανεξάρτητου αντιπροέδρου του Δ.Σ. (εφόσον υπάρχει), του διευθύνοντος συμβούλου ή του γενικού διευθυντή και των προέδρων των επιτροπών του Δ.Σ., ώστε να ενημερώνουν τους μετόχους και να τους παρέχουν διευκρινήσεις επί θεμάτων της αρμοδιότητάς τους (ΣΕΒ Μέρος Δ II 2.4α & Combined Code 2010)	ep_mtx4
Κριτήριο: «Δημοσιοποίηση Πληροφοριών»		
<u>Δημοσιοποίηση στην Ετ. Ιστοσελίδα: Περιγράφει πρακτικές για την έγκαιρη και συμμετρική πληροφόρηση των επενδυτών</u>		
54	Δημοσιοποίηση στον ιστότοπο της εταιρείας του κανονισμού λειτουργίας των επιτροπών που διαθέτει (ΣΕΒ Μέρος Α V 5.6. & Μέρος Γ I 1.8α)	dim_ist1
55	Δημοσιοποίηση στον ιστότοπο της εταιρείας (περιγραφή) i) της εταιρικής διακυβέρνησης, ii) της διοικητικής διάρθρωσης, iii) του ιδιοκτησιακού καθεστώτος και iv) άλλες χρήσιμες πληροφορίες για τους επενδυτές και τους μετόχους (ΣΕΒ Μέρος Δ I 1.3.)	dim_ist2
56	Δημοσιοποίηση στον ιστότοπο της εταιρείας της πρόσκλησης της Γενικής Συνέλευσης (τόσο στην ελληνική όσο και στην αγγλική) τουλάχιστον είκοσι (20) ημέρες πριν τη συνεδρίαση (ΣΕΒ Μέρος Δ II 2.1.)	dim_ist3
57	Δημοσιοποίηση στον ιστότοπο της εταιρείας της περίληψης των πρακτικών	dim_ist4

	της Γενικής Συνέλευσης (περιλαμβανομένων των αποτελεσμάτων των ψηφοφοριών) εντός δεκαπέντε (15) ημερών (ΣΕΒ Μέρος Δ ΙΙ 2.3.)	
	<u>Δημοσιοποίηση στη Δήλωση ΕΑ:</u> <i>Αποτυπώνει τις αρχές που διασφαλίζουν την πλήρη και έγκυρη πληροφόρηση που απαιτείται για την ύπαρξη διαφάνειας και την προστασία των επενδυτών</i>	
58	Δημοσιοποίηση στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης της σύνθεσης και του τρόπου λειτουργίας του Δ.Σ. και των άλλων διαχειριστικών επιτροπών (ν. 3878/2010 αρ. 2 παρ. 2)	dim_dil1
59	Δημοσιοποίηση στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης του έργου και του αριθμού των συνεδριάσεων των επιτροπών που διαθέτει η εταιρεία (ΣΕΒ Μέρος Α V 5.6. & Μέρος Β Ι 1.8 & Μέρος Γ Ι 1.8β)	dim_dil2
60	Δημοσιοποίηση στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης της έκθεσης αμοιβών των μελών του Δ.Σ. (ΣΕΒ Μέρος Γ Ι 1.11)	dim_dil3
61	Δημοσιοποίηση στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης της διάρκειας θητείας των μελών του Δ.Σ. και παράθεση σύντομων βιογραφικών σημειωμάτων (ΣΕΒ Μέρος Α ΙΙ 2.7)	dim_dil4
62	Δημοσιοποίηση στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης της συχνότητας παράστασης κάθε μέλους του Δ.Σ. στις συνεδριάσεις του ίδιου και των επιτροπών του (ΣΕΒ Μέρος Α ΙV 4.4)	dim_dil5
63	Δημοσιοποίηση στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης των επαγγελματικών δεσμεύσεων των μελών του Δ.Σ. (πριν τον διορισμό και σε περίπτωση αλλαγής κατά τη διάρκεια της θητείας τους) (ΣΕΒ Μέρος Α ΙV 4.2.β)	dim_dil6
64	Δημοσιοποίηση στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης συνοπτικής περιγραφής της διαδικασίας αξιολόγησης του Δ.Σ. και των επιτροπών του (ΣΕΒ Μέρος Α VΙΙ 7.3)	dim_dil7
65	Δημοσιοποίηση στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης ότι το Δ.Σ. έχει εξετάσει τους κύριους κινδύνους που ενδεχομένως απειλούν την εταιρεία καθώς και το σύστημα εσωτερικού ελέγχου (ΣΕΒ Μέρος Β Ι 1.3.α)	dim_dil8
66	Δημοσιοποίηση στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης των αρμοδιοτήτων του Προέδρου και του Διευθύνοντος Συμβούλου (ακόμη και όταν πρόκειται για το ίδιο πρόσωπο) (ΣΕΒ Μέρος Α ΙΙΙ 3.1)	dim_dil9
Κριτήριο: «Πολιτική Αμοιβών μελών Δ.Σ.»		
<u>Μέγεθος & Σύνθεση Επιτρ. Αμοιβών:</u> <i>Περιλαμβάνει αρχές που αναφέρονται στο μέγεθος και τη σύνθεση της επιτροπής αυτής, για την υποστήριξη του Δ.Σ. στον καθορισμό των αμοιβών των μελών του και των ανωτάτων διευθυντικών στελεχών</i>		
67	Η επιτροπή αμοιβών συνίσταται από τουλάχιστον τρία (3) μέλη, αποτελούμενη αποκλειστικά από μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα στην πλειονότητά τους μέλη (ΣΕΒ Μέρος Γ Ι 1.6)	syn_ea1
68	Ο πρόεδρος της επιτροπής αμοιβών είναι ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος του Δ.Σ. (ΣΕΒ Μέρος Γ Ι 1.6)	syn_ea2
69	Η επιτροπή αμοιβών αποτελείται από δύο (2) ή τρία (3) ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ. (Combined Code, 2010)	syn_ea3
<u>Λειτουργία & Καθήκοντα Επιτρ. Αμοιβών:</u> <i>Αφορά πρακτικές που περιγράφουν τις κύριες αρμοδιότητες της επιτροπής και την αποτελεσματική εκπλήρωση των καθηκόντων της</i>		
70	Η εταιρεία έχει επιτροπή καθορισμού αμοιβών (ΣΕΒ Μέρος Γ Ι 1.6)	lei_ea1
71	Οι αρμοδιότητες της επιτροπής αμοιβών αφορούν i) την υποβολή πρότασης στο Δ.Σ. σχετικά με την αμοιβή κάθε εκτελεστικού μέλους, ii) την εξέταση και υποβολή προτάσεων στο Δ.Σ. σχετικά με τις συνολικές αμοιβές, iii) την εξέταση και υποβολή προτάσεων σχετικά με τα προγράμματα δικαιωμάτων προαίρεσης, iv) την υποβολή προτεινόμενων στόχων απόδοσης, v) την υποβολή προτάσεων στο Δ.Σ. σχετικά με την επιχειρησιακή πολιτική των αμοιβών, vi) την τακτική επανεξέταση του μισθού των εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. και vii) την εξέταση της ετήσιας έκθεσης αμοιβών (ΣΕΒ Μέρος Γ Ι 1.7)	lei_ea2
72	Η επιτροπή αμοιβών μπορεί να ζητά υπηρεσίες εξωτερικού συμβούλου (ΣΕΒ Μέρος Γ Ι 1.9)	lei_ea3
<u>Επίπεδο & Διάρθρωση Αμοιβών:</u> <i>Διαμορφώνει τις αρχές που στοχεύουν στην προσέλκυση και παραμονή μελών του Δ.Σ., διοικητικών στελεχών και εργαζομένων, οι οποίοι προσθέτουν αξία στην εταιρεία</i>		
73	Η αμοιβή των εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. διασφαλίζει την κατάλληλη	ep_am1

	ισορροπία ανάμεσα σε i) σταθερά στοιχεία, ii) μεταβλητά στοιχεία συνδεδεμένα με την απόδοση και iii) άλλες συμβατικές ρυθμίσεις (ΣΕΒ Μέρος Γ I 1.1)	
74	Οι συμβάσεις των εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. προβλέπουν ότι το Δ.Σ. μπορεί να απαιτήσει την επιστροφή όλου ή μέρους του bonus που έχει απονεμηθεί, λόγω αναθεωρημένων οικονομικών καταστάσεων προηγούμενων χρήσεων ή γενικώς βάσει εσφαλμένων οικονομικών καταστάσεων (ΣΕΒ Μέρος Γ I 1.3)	ep_am2
75	Η αμοιβή κάθε εκτελεστικού μέλους του Δ.Σ. εγκρίνεται από το Δ.Σ. (ή πρόταση προς έγκριση στη Γ.Σ.) μετά από πρόταση της επιτροπής αμοιβών, χωρίς την παρουσία των εκτελεστικών μελών (ΣΕΒ Μέρος Γ I 1.4)	ep_am3
76	Κατά τον καθορισμό των αμοιβών των εκτελεστικών, το Δ.Σ. λαμβάνει υπόψη το ύψος των αμοιβών των εργαζομένων στην εταιρεία και σε ολόκληρο τον όμιλο (ΣΕΒ Μέρος Γ I 1.5)	ep_am4
77	Η αμοιβή των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. εγκρίνεται από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων μετά από πρόταση του Δ.Σ. (ΣΕΒ Μέρος Γ I 1.10)	ep_am5
78	Στις αμοιβές των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. υπάρχει ρητή απαγόρευση περίληψης bonus, stock options ή αποζημιώσεων με βάση την απόδοση (ΣΕΒ Μέρος Γ I 1.10 & Combined Code, 2010)	ep_am6
79	Τα επίπεδα των αμοιβών των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. είναι ανάλογα προς τον χρόνο που διαθέτουν προς την άσκηση των καθηκόντων τους (ΣΕΒ Μέρος Γ I 1.10 & Combined Code, 2010)	ep_am7
<p>^{1, 2} Οι μεταβλητές αυτές, παρότι χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό του ποσοστού συμμόρφωσης των εταιρειών με τον νόμο, δεν περιλαμβάνονται στο τελικό μοντέλο, δεδομένου ότι η καθολική τους εφαρμογή (από το σύνολο των εταιρειών) δεν συνεισφέρει στην αξιολόγηση (η διακύμανση των μεταβλητών είναι μηδέν).</p>		

Πηγή: Συγγραφέας

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Δ1: Σύνοψη Δεικτών FTSE/Χ.Α.Α. την 31/12/2011

ΣΥΜΒΟΛΟ		ΕΠΩΝΥΜΙΑ
FTSE – ΧΑΑ LARGE CAP		
ΑΛΦΑ	ALPHA	ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.
ΒΙΟΧΚ	BIOX	ΒΙΟΧΑΛΚΟ Ε.Β. ΧΑΛΚΟΥ ΚΑΙ ΑΛΟΥΜ.
ΔΕΗ	PPC	ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΥ ΑΕ
ΕΕΕΚ	ΕΕΕΚ	COCA – COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε.
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	ELLAKTOR	ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.
ΕΛΠΕ	ELPE	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.
ΕΤΕ	ΕΤΕ	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.
ΕΥΡΩΒ	EUROB	ΤΡΑΠΕΖΑ EUROBANK ERGASIAS Α.Ε.
ΚΥΠΡ	BOC	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ
ΛΑΙΚΗ	CPBANK	CYPRUS POPULAR BANK PUBLIC CO LTD
ΜΙΓ	MIG	MARFIN INVESTMENT GROUP Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΜΟΗ	ΜΟΗ	ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛ. ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΑΕ
ΜΠΕΛΑ	BELA	JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ
ΜΥΤΙΑ	MYTIL	ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΩΝ
ΟΠΑΠ	OPAP	ΟΠΑΠ ΑΕ
ΟΤΕ	ΗΤΟ	ΟΤΕ Α.Ε.
ΠΕΙΡ	TPEIR	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.
ΤΙΤΚ	TITK	ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΤΙΤΑΝ
ΤΤ	ΤΤ	ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Τ.Ε.
ΦΦΓΚΡΠ	FFGRP	ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛ. ΕΙΔΩΝ Α.Ε.
FTSE – ΧΑΑ MID CAP		
ΑΒΑΞ	AVAX	J. & P. - ΑΒΑΞ Α.Ε.
ΑΤΤ	TATT	ΑΤΤΙΚΑ BANK ΑΝΩΝΥΜΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΒΩΒΟΣ	VOVOS	ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.
ΓΕΚΤΕΡΝΑ	GEKTERNA	ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ Α.Ε. ΣΥΜ/ΧΩΝ, ΑΚΙΝΗΤΩΝ, ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ
ΔΙΟΝ	DION	ΝΤΙΟΝΙΚ Α.Ε.Β.Ε.
ΕΒΖ	HSI	ΕΛΛ. ΒΙΟΜ. ΖΑΧΑΡΗΣ Α.Ε.
ΕΔΡΙΠ	EDRIP	EURODRIP Α.Β.Ε.Γ.Ε.
ΕΛΓΕΚ	ELGEK	ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε.
ΕΛΚΑ	ELKA	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ Α.Ε.
ΕΛΤΟΝ	ELTON	ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ Α.Ε.Β.Ε.
ΕΠΙΑΚ	EPIL	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣ/ΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε.
ΕΣΥΜΒ	EUROC	ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ Α.Ε.
ΕΥΑΠΣ	EYAPS	ΕΤ. ΥΔΡΕΥΣΗΣ & ΑΠΟΧ. ΘΕΣ/ΚΗΣ Α.Ε.
ΕΥΔΑΠ	EYDAP	Ε.ΥΔ.Α.Π. Α.Ε.

EXAE	EXAE	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
IATR	IATR	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.
IKTIN	IKTIN	ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
INLOT	INLOT	ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.
INTKA	INTRK	ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
KARTZ	KARTZ	ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.
KLEM	KLEM	ΚΛΕΕΜΑΝ HELLAS Α.Β.Ε.Ε.
KLM	KLM	Ι. ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ - Ι. ΛΑΠΠΑΣ ΤΕΧΝ. & ΕΜΠΟΡ.Α.Ε.
KRETA	CRETA	ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ
METK	METKK	ΜΕΤΚΑ Α.Ε.
MLS	MLS	MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε.
NHP	NIR	ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘ/ΓΕΙΕΣ Α.Ε.
OLΘ	OLTH	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΘΕΣ/ΚΗΣ Α.Ε.
ΟΛΥΜΠ	OLYMP	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε.
ΣΑΡ	SAR	ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΣΕΛΟ	SELO	ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ Α.Ε.Γ.Ε.
ΣΕΝΤΡ	CENTR	CENTRIC ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.
ΣΙΔΕ	SIDE	ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε. (ΠΡΩΗΝ ΕΡΛΙΚΟΝ)
ΣΩΛΚ	SOLK	ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.
TENERΓ	TENERGY	ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Α.Β.Ε.Τ.Ε.
ΤΡΑΣΤΟΡ	TRASTOR	TRASTOR Α.Ε.Ε. ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ
ΥΓΕΙΑ	HYGEIA	ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ & ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ
ΦΛΕΞΟ	FLEXO	FLEXOPACK Α.Ε.Β.Ε.Π.
ΦΡΙΓΟ	FRIGO	FRIGOGLASS Α.Β.Ε.Ε.
ΦΡΑΚ	FOYRK	FOURLIS Α.Ε.ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΧΑΚΟΡ	ΧΑΚΟ	ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε (ΠΡΩΗΝ ΒΕΚΤΩΡ)
FTSE – XAA SMALL CAP		
ΑΒΕΝΙΡ	AVENIR	AVENIR LEISURE & ENTERTAINMENT ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ ΑΕ
ΑΛΚΟ	ALCO	ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ ΑΒΕΕ
ΑΛΜΥ	ALMY	ΑΛΟΥΜΥΛ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε.
ΑΧΟΝ	AXON	ΑΧΟΝ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΒΙΟΤ	BIOT	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΤΕΧΝΙΚΑ ΕΡΓΑ ΒΙΟΤΕΡ Α.Ε.
ΒΟΣΥΣ	VOSYS	ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS Α.Ε.
ΓΕΔ	GED	Γ.Ε. ΔΗΜΗΤΡΙΟΥ Α.Ε.Ε.
ΔΟΜΙΚ	DOMIK	ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.
ΔΡΟΜΕ	DROME	ΠΑΠΑΠΑΝΑΓΙΩΤΟΥ ΑΒΕΕΑ - ΔΡΟΜΕΑΣ
ΕΛΣΤΡ	ELSTR	ΕΛΑΣΤΡΟΝ Α.Ε.Β.Ε. - ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ
ΕΤΕΜ	ETEM	ΕΤΕΜ Α.Ε.
ΕΥΡΟΜ	EUROM	EUROMEDICA Α.Ε. ΠΑΡΟΧΗΣ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ
ΙΝΚΑΤ	INKAT	ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤ. Α.Ε.ΤΕΧΝ. ΕΡΓ. & ΜΕΤ.ΚΑΤ.

ΚΕΚΡ	ΚΕΚΡ	Ο ΚΕΚΡΟΥ Α.Ε.
ΚΜΟΛ	ΚΜΟΛ	ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.
ΚΡΕΚΑ	ΚΡΕΚΑ	ΚΡΕ.ΚΑ Α.Ε.
ΚΥΡΙΟ	ΚΥΡΙ	ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε.
ΛΑΒΙ	ΛΑΒΙ	ΛΑΒΙΡΗΑΡΜ Α.Ε.
ΛΙΒΑΝ	LIVAN	ΕΚΔΟΤΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΒΑΝΗ Α.Β.Ε.
ΜΑΘΙΟ	ΜΑΘΙΟ	ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ Α.Ε.
ΜΟΧΛ	ΜΟΧΛ	ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.
ΠΑΡΝ	ΡΑΡΝ	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε.
ΠΑΣΑΛ	PASAL	PASAL Α.Ε. ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ
ΠΠΑΚ	ΡΡΑΚ	PAPERPACK Α.Β.Ε.Ε.
ΠΡΟΦ	ΡΡΟΦ	PROFILE Α.Ε.Β.Ε. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ
ΡΕΒΟΙΑ	ΡΕΒΟΙΛ	ΡΕΒΟΪΛ Α.Ε.Ε.Π
ΡΙΛΚΕ	RILK	RILKEN ΒΙΟΜ/ ΚΑΛ/ΚΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ Α.Ε.
ΣΠΡΙ	SPRDER	SPRIDER STORES Α.Ε.Β.Ε. ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ - ΚΤΗΜΑΤΙΚΗ
ΥΠΟΛΟΙΠΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ Χ.Α.Α.		
ΑΑΑΠ	ΑΑΑΡ	ΕΡΓΟΥΡΓΙΑ ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ Α.Ε.
ΑΒΕ	ΑΒΕ	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΗΧΟΥ ΚΑΙ ΕΙΚΟΝΟΣ Α.Ε.
ΑΓΚΡΙ	ΑΓΡΙ	ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ Α.Ε.
ΑΕΓΕΚ	ΑΕΓΕΚ	ΑΕΓΕΚ Α.Ε.
ΑΘΗΝΑ	ΑΘΙΝΑ	ΑΘΗΝΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΑΙΟΛΚ	ΑΙΟΛΚ	ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.
ΑΚΡΙΤ	ΑΚΡΙΤ	ΑΚΡΙΤΑΣ Α.Ε.
ΑΛΑΠΙΣ	ΑΛΑΠΙΣ	ΑΛΑΠΙΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΑΛΚΑΤ	ΑΛΚΑ	NEXANS ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.
ΑΛΣΙΝ	ΑΛΣΙΝ	ΑΛΣΙΝΚΟ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΙΔΩΝ ΕΝΔΥΣΗΣ-ΥΠΟΔΗΣΗΣ
ΑΛΤΕΚ	ΑΛΤΕΚ	ΑΛΤΕΚ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΤΕΧΝΙΚΗ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ
ΑΛΤΙ	ΑΛΤΙ	ΑΛΤΙΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.
ΑΝΔΡΟ	ΑΝΔΡΟ	ΑΛΦΑ ΤΡΑΣΤ ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ Α.Ε.Ε.Χ.
ΑΝΕΚ	ΑΝΕΚ	ΑΝΩΝΥΜΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.
ΑΡΑΙΓ	ΑΕΓΝ	ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε.
ΑΡΒΑ	ΑΡΒΑ	S & B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ Α.Ε.
ΑΣΚΟ	ΑΣΚΟ	A.S. ΕΜΠΟΡΙΚΗ-ΒΙΟΜ. ΕΤΑΙΡΕΙΑ Η/Υ & ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ Α.Ε.
ΑΣΤΑΚ	ΑΣΤΑΚ	ΑΛΦΑ ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε.
ΑΣΤΗΡ	ΑΣΤΗΡ	ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ε.Ε.
ΑΤΕ	ΑΤΕ	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.
ΑΤΕΚ	ΑΤΕΚ	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.

ΑΤΤΙΚ	ΑΤΤΙΚ	ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε.
ΑΤΤΙΚΑ	ΑΤΤΙCΑ	ΑΤΤΙCΑ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΒΑΛΚ	ΒΑΛΚ	ΒΑΛΚΑΝ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ Α.Ε.
ΒΑΡΓ	ΥΑΡΓ	ΒΑΡΑΓΚΗΣ Α.Β.Ε.Π.Ε.
ΒΑΡΝΗ	ΥΑΡΝΗ	ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ Α.Ε.
ΒΙΟΚΑ	ΒΙΟΚΑ	ΒΙΟΚΑΡΠΙΕΤ Α.Ε.
ΒΙΟΣΚ	ΒΙΟΣΚ	ΥΝΙΒΙΟΣ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΒΙΣ	ΥΙΣ	ΒΙΣ Α.Ε.
ΒΥΤΕ	ΒΥΤΕ	ΒΥΤΕ CΟΜΡΤΕR Α.Β.Ε.Ε.
ΓΑΛΑΞ	ΓΜΥ	ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.
ΓΕΒΚΑ	ΓΕΒΚΑ	ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ
ΓΤΕ	ΤΓΕΝ	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.
ΔΑΙΟΣ	ΔΑΙΟΣ	ΔΑΙΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΑΒΕΕ
ΔΙΧΘ	ΔΙΥ	ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΔΟΛ	ΔΟΛ	ΔΗΜΟΣΙΟΓΡΑΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε.
ΔΟΥΡΟ	ΔΥΡ	ΔΟΥΡΟΣ Α.Ε.
ΔΡΟΥΚ	ΔΡΟΥΚ	ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ ΑΕΒΕ
ΕΒΡΟΦ	ΕΥΡΟΦ	ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ ΑΒΕΕ – ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ
ΕΔΡΑ	ΕΔΡΑ	ΕΔΡΑΣΗ – Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε.
ΕΚΤΕΡ	ΕΚΤΕΡ	ΕΚΤΕΡ Α.Ε.
ΕΛΑΙΝ	ΕΛΙΝΕ	ΕΥΡΟΛΙΝΕ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.
ΕΛΒΑ	ΕΛΒΑ	ΕΛΒΑΛ Α.Ε. ΒΙΟΜ/ΝΑΙ ΕΠΕΞΕΡΓ. ΑΛΟΥΜ.
ΕΛΒΕ	ΕΛΒΕ	ΕΛΒΕ ΑΝΩΝΥΜΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΕΛΒΙΟ	ΕΛΒΙΟ	ΕΛΒΙΕΜΕΚ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ – ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΙΚΑ ΚΕΝΤΡΑ – ΕΝΕΡΓΕΙΑ – ΑΝΑΚΥΚΛΩΣΗ Α.Ε.
ΕΛΙΝ	ΕΛΙΝ	ΕΛΙΝΟΙΑ Α.Ε.
ΕΛΙΧΘ	ΕΛΥΙΣ	ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΕΛΛ	ΤΕΛΛ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΛΜΠΙ	ΕΛΒΙ	ΕΛΒΙΣCΟ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΕΛΤΚ	ΕΛΤΡΚ	ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.
ΕΛΥΦ	ΕΛΥΥ	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.
ΕΛΦΚ	ΕΛΥΙΚ	ΕΛΦΙΚΟ Α.Ε.Ε.
ΕΥΒΡΚ	ΕΥΒΡΚ	ΓΙΟΥΡΟΜΠΡΟΚΕΡΣ ΜΕΣΙΤΕΣ ΑΣΦΑΛΙΣΕΩΝ Α.Ε.
ΕΥΠΙΚ	ΕΥΠΙC	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Α.Ε.Γ.Α.
ΕΥΠΡΟ	ΕΥΠΡΟ	ΕΥΡΟΒΑΝΚ ΡΟΡΤΕΡΙΕΣ Α.Ε.Ε.Α.Π.
ΕΥΡΩΣ	ΕΥΡΟΣ	ΕΥΡΟΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.
ΕΦΤΖΙ	ΥΓΕ	Υ.Γ. ΕΥΡΟΠΕ Α.Ε.
ΖΑΜΠΑ	ΖΑΜΥ	ΖΑΜΠΑ Α.Ε.
ΗΛΕΑΘ	ΕΛΑΤΗ	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.Ε.
ΗΟΛ	ΗΟΛ	ΗΕΛΛΑΣ ΟΝΛΙΝΕ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε.

ΗΡΑΚ	HRAK	Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ
ΙΑΣΩ	IASO	ΙΑΣΩ Α.Ε.
ΙΛΥΔΑ	ILYDA	ΙΛΥΔΑ Α.Ε.
ΙΜΠΕ	IMPE	ΙΜΠΕΡΙΟ – ΑΡΓΩ ΓΚΡΟΥΠ
ΙΝΤΕΚ	INTEK	ΟΜΙΛΟΣ ΙΝΤΕΑΛ Α.Β.Ε.Ε.Δ.Ε.Σ.
ΙΝΤΕΡ	IDER	INTERINVEST ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.
ΙΝΤΕΤ	INTET	ΙΝΤΕΡΤΕΚ Α.Ε. ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΤΕΧΝ/ΓΙΕΣ
ΙΝΦΙΣ	INTERFISH	INTERFISH Α.Ε.
ΙΟΝΑ	IOKA	ΙΟΝΙΚΗ (ΞΕΝ/ΚΕΣ ΕΠΙΧ/ΣΕΙΣ)
ΙΠΠΚ	IPPOK	ΙΠΠΟΤΟΥΡ Α.Ε.
ΚΑΘΗ	KATHI	Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Α.Ε.
ΚΑΜΠ	KAMP	REDS Α.Ε. ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ & ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ
ΚΑΝΑΚ	KANAK	ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ ΑΒΕΕ
ΚΑΡΕΛ	KARE	ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε.
ΚΕΠΕΝ	KEPEN	ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.
ΚΕΡΑΛ	KERAL	ΚΕΡΑΜΕΙΑ – ΑΛΛΑΤΙΝΗ Α.Ε. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΚΟΜΠ	COMP	COMPUCON ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ Α.Β.Ε.Ε.
ΚΟΡΔΕ	KORDE	ΑΦΟΙ Χ. ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ Α.Ε.Β.Ε.
ΚΟΡΡΕΣ	KORRES	ΚΟΡΡΕΣ Α.Ε. ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ
ΚΟΥΑΛ	QUAL	QUALITY AND RELIABILITY Α.Β.Ε.Ε.
ΚΟΥΕΣ	QUEST	QUEST ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.
ΚΟΥΜ	KOUM	ΚΟΥΜΠΙΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΚΡΙ	KRI	ΚΡΙ-ΚΡΙ Α.Ε.
ΚΤΗΛΑ	KTILA	ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.
ΚΥΡΜ	KYRM	F.H.L. Η ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ-ΓΡΑΝΙΤΕΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΛΑΜΔΑ	LAMDA	LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε.
ΛΑΜΨΑ	LAMPS	ΛΑΜΨΑ Α.Ε. ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ
ΛΑΝΑΚ	LANAC	ΛΑΝΑΚΑΜ Α.Ε.
ΛΕΒΚ	LEBEK	N. ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ Α.Ε.
ΛΟΓΟΣ	LOGISMOS	LOGISMOS ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ Α.Ε.
ΛΟΥΛΗ	KYLO	ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.
ΛΥΚ	LYK	INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.
ΜΑΙΚ	MAIK	M. I. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.
ΜΑΡΑΚ	MARAC	ΜΑΡΑΚ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.
ΜΕΒΑ	MEVA	MEVACO ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.
ΜΕΝΤΙ	MEDIC	MEDICON ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΜΕΡΚΟ	MERKO	MERMEREN KOMBINAT A.D. PRILEP
ΜΗΧΚ	MHXAK	ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.
ΜΙΓΡΕ	MIGRE	MIG REAL ESTATE Α.Ε.Ε.Α.Π.

ΜΙΝ	ΜΙΝ	ΑΦΟΙ Ι. & Β. ΛΑΔΕΝΗΣ Α.Ε. «ΜΙΝΕΡΒΑ» Β. ΠΛΕΚΤΙΚΗΣ
ΜΙΝΟΑ	ΜΙΝΟΑ	ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ Α.Ν.Ε.
ΜΛΑΝΤ	ΜΛΑΝΔ	MICROLAND COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε.
ΜΟΝΤΑ	ΜΟΔΑ	Ν. ΒΑΡΒΕΡΗΣ – ΜΟΔΑ BAGNO Α.Ε.
ΜΟΤΟ	ΜΟΤΟ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΗ ΑΥΤΟΚΙΝΗΤΩΝ ΔΙΤΡΟΧΩΝ ΚΑΙ ΜΗΧΑΝΩΝ ΘΑΛΑΣΣΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΜΟΥΖΚ	ΜΟΥΖΚ	ΕΛ. Δ. ΜΟΥΖΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.Μ. & Ε.
ΜΠΟΚΑ	ΜΡΚ	Ι. ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ & ΥΙΟΣ HOLDING Α.Ε.
ΜΠΤΚ	ΜΡΙΤΡ	ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.
ΝΑΚΑΣ	ΝΑΚΑΣ	ΝΑΚΑΣ ΜΟΥΣΙΚΗ
ΝΑΥΠ	ΝΑΥΡ	ΚΛΩΣΤΟΨΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ Α.Β.Ε.Ε.
ΝΑΥΤ	ΝΑΦΤ	Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ – Π. ΑΘΑΝΑΣΙΑΔΗΣ & ΣΙΑ Α.Ε.
ΝΕΛ	ΝΕΛ	ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΕΣΒΟΥ Α.Ε.
ΝΕΩΡΣ	ΝΕΟΡΣ	ΝΕΩΡΙΟΝ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΝΙΚΑΣ	ΝΙΚΑΣ	Π.Γ. ΝΙΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΝΙΟΥΣ	NEWS	ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Ε.
ΝΤΡΙΑΡΤ	NUTRIART	NUTRIART Α.Β.Ε.Ε.
ΞΥΛΚ	ΧΥΛΕΚ	ΙΝΤΕΡΓΟΥΝΤ – ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ Α.Τ.Ε.Ν.Ε.
ΟΛΚΑΤ	ΟΛΚΑΤ	OLYMPIC CATERING Α.Ε.
ΟΛΠ	ΡΡΑ	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.
ΟΤΟΕΛ	ΟΤΟΕΛ	ΑΥΤΟHELLAS ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ & ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΠΑΙΡ	ΡΑΙΡ	Ε. ΠΑΙΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε. ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ
ΠΑΠ	ΡΑΡ	ΠΑΠΟΥΤΣΑΝΗΣ ΑΒΕΕ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΩΝ ΑΓΑΘΩΝ
ΠΕΡΣ	ΡΕΡΣ	ΠΕΡΣΕΥΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΙΔΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΠΕΤΡΟ	ΡΕΤΡΟ	ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε.
ΠΗΓΑΣ	ΡΕΓΑΣ	ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΠΛΑΘ	ΡΛΑΤ	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΠΛΑΙΣ	ΡΛΑΙΣ	ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε.
ΠΛΑΚΡ	ΡΛΑΚΡ	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΠΡΔ	ΡΡΔ	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ Α.Τ.Ε.
ΠΡΕΖΤ	ΡΡΕΣΔ	ΓΕΚΕ Α.Ε.
ΠΣΥΣΤ	ΡΡΣΥΣΤ	ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΜΙΚΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ Α.Ε.
ΡΙΝΤΕ	ΡΙΔΕ	ΡΙΝΤΕΝΚΟ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ & ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΣΑΙΚΛ	ΡΥΚΛ	ΡΥΚΛΟΝ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε. & Ε. ΛΙΠΑΝΤΙΚΩΝ & ΠΕΤΡ/ΩΝ
ΣΑΝΥΟ	ΡΑΝΥΟ	ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε.
ΣΑΟΣ	ΡΑΟΣ	ΣΑΟΣ Α.Ν.Ε. ΣΑΜΟΘΡΑΚΗΣ
ΣΑΡΑΝ	ΡΥΣΑ	ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.
ΣΑΤΟΚ	ΡΑΤΟΚ	ΣΑΤΟ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΙΔΩΝ ΓΡΑΦΕΙΟΥ ΚΑΙ

		ΣΠΙΤΙΟΥ
ΣΕΛΜΚ	SELMK	ΣΕΛΜΑΝ ΕΛΛΗΝΟΕΛΒΕΤΙΚΗ ΒΙΟΜ. ΕΠΕΞ. ΞΥΛΟΥ Α.Ε.
ΣΙΔΜΑ	SIDMA	ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΜΑ Α.Ε.
ΣΙΕΝΣ	SCIENS	SCIENS ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΣΠΕΙΣ	SPACE	SPACE HELLAS Α.Ε.
ΣΠΙ	CPI	CPI Α.Ε. ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ
ΣΠΙΝΤ	SPID	SPIDER ΜΕΤ/ΝΑΙ Ν. ΠΕΤΣΙΟΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.
ΣΠΥΡ	SPIR	ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε.
ΣΦΑ	SFA	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.
ΤΕΚΔΟ	TEKDO	ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.
ΤΕΞΤ	TEXT	ΤΕΞΑΠΡΕΤ Α.Ε.
ΤΖΚΑ	PROFK	ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΙΑ ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ ΠΡΟΦΙΛ Α.Ε.
ΤΗΛΕΤ	TELET	ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ Α.Ε.
ΥΑΛΚΟ	YALCO	ΥΑΛΚΟ – ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ Α.Ε.
ΦΙΕΡ	FIER	ΦΙΕΡΑΤΕΞ ΑΦΟΙ ΑΝΕΖΟΥΛΑΚΗ Α.Ε.
ΦΙΝΤΟ	FIDO	ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ Α.Ε.
ΦΟΡΘ	FORTH	FORTHNET Α.Ε.
ΧΑΙΔΕ	HAIDE	ΧΑΙΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.
ΧΑΤΖΚ	HATZK	ΧΑΤΖΗΩΑΝΝΟΥ ΑΒΕΕ
ΧΚΡΑΝ	HKRAN	ΥΙΟΙ Ε. ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ – ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜ. ΤΥΡΝΑΒΟΥ Α.Ε.

Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ε: Αποτελέσματα παλινδρόμησης κλάδων

Πίνακας 1: Αποτελέσματα παλινδρόμησης δείκτη ΕΔ και κλάδου εταιρειών (Μοντ. 1)

	Συντελεστής	t-statistic	Sig.
Constant	-0,280***	-2,871	0,005
LOG_SALES	0,036***	6,679	0,000
CGSTAT_NUM	0,006***	3,569	0,000
OWN_CEO	-0,045***	-2,343	0,020
HEALT_CARE	-0,021	-0,406	0,685
BANKS	0,063	1,058	0,291
CONSTR_MAT	0,009	0,246	0,806
MEDIA	-0,038	-0,742	0,459
TRAV_LEIS	-0,045	-1,035	0,302
TECHNOL	-0,031	-0,834	0,405
FINANC_SERV	0,106*	1,846	0,066
INDUST_GOODS	0,006	0,179	0,858
BASIC_RESOUR	0,045	1,055	0,293
RETAIL	0,030	0,547	0,585
OIL_GAS	-0,091	-1,099	0,273
CHEMICALS	0,036	0,690	0,491
FOOD_BEVER	-0,036	-1,032	0,303
TELECOM	0,247*	1,857	0,065
UTILITIES	-0,089	-1,268	0,206
INSURANCE	-0,158*	-1,673	0,096
REAL_ESTATE	0,071	1,401	0,163
R ²	0,391		
AdjustedR ²	0,329		
F-statistics	6,315		
Sig. for F-test	0,000		

¹Τα σύμβολα *, **, *** δηλώνουν επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας της τάξεως του 10%, 5% και 1% αντίστοιχα, χρησιμοποιώντας δικατάληκτο κριτήριο ελέγχου.

²Η συνάρτηση που εκτιμήθηκε βασίζεται στην έρευνα των Brügggen et al. (2009) και είναι η ακόλουθη:
 $GCGI^{PA} = \beta_0 + \beta_1 LOG_SALES + \beta_2 CGSTAT_NUM + \beta_3 OWN_CEO + \beta_4 HEALTH_CARE + \beta_5 BANKS + \beta_6 CONSTR_MAT + \beta_7 MEDIA + \beta_8 TRAV_LEIS + \beta_9 TECHNOL + \beta_{10} FINANC_SERV + \beta_{11} INDUST_GOODS + \beta_{12} BASIC_RESOUR + \beta_{13} RETAIL + \beta_{14} OIL_GAS + \beta_{15} CHEMICALS + \beta_{16} FOOD_BEVER + \beta_{17} TELECOM + \beta_{18} UTILITIES + \beta_{19} INSURANCE + \beta_{20} REAL_ESTATE + \beta_{21} PERS_GOODS + \varepsilon_i$

Πηγή: Συγγραφέας

Πίνακας 2: Αποτελέσματα παλινδρόμησης δείκτη ΕΔ και κλάδου εταιρειών (Μοντ. 2)

	Συντελεστής	t-statistic	Sig.
Constant	-0,256***	-3,068	0,002
LOG_SALES	0,035***	7,897	0,000
CGSTAT_NUM	0,005***	3,180	0,002
OWN_CEO	-0,042**	-2,340	0,020
FINANC_SERV	0,107**	2,009	0,046
TELECOM	0,256**	1,969	0,050
INSURANCE	-0,157*	-1,712	0,088
R ²	0,340		
AdjustedR ²	0,321		
F-statistics	18,125		
Sig. for F-test	0,000		
<u>Μη τυποποιημένα κατάλοιπα:</u>		White Heteroskedasticity Test:	
Μέσος:	0,00	Obs*R-squared:	17,06
Τυπική Απόκλιση:	0,13	Probability:	0,32
Kolmogorov-Smirnov Z:	0,052		
Asymp. Sig (2-tailed):	0,200	Collinearity Statistics:	
<u>Τυποποιημένα κατάλοιπα:</u>		Max VIF:	1,089
Μέσος:	0,00		
Τυπική Απόκλιση:	0,99		
Kolmogorov-Smirnov Z:	0,052		
Asymp. Sig (2-tailed):	0,200		

¹Τα σύμβολα *, **, *** δηλώνουν επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας της τάξεως του 10%, 5% και 1% αντίστοιχα, χρησιμοποιώντας δικατάληκτο κριτήριο ελέγχου.

²Η συνάρτηση που εκτιμήθηκε είναι η ακόλουθη:

$$GCGI^{PA} = \beta_0 + \beta_1 LOG_SALES + \beta_2 CGSTAT_NUM + \beta_3 OWN_CEO + \beta_4 FINANC_SERV + \beta_5 TELECOM + \beta_6 INSURANCE + \varepsilon_i$$

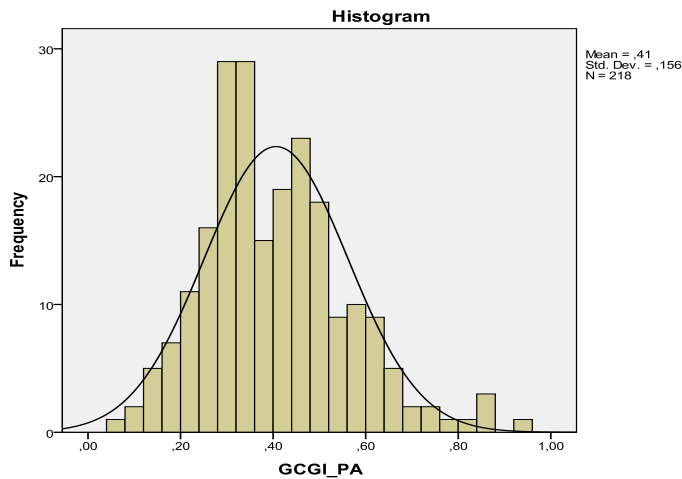
Πηγή: Συγγραφέας

Πίνακας 3: Στατιστικά στοιχεία μεταβλητών (N=219)

Συνεχείς μεταβλητές	Μέσος Όρος	Διάμεσος	Ελάχ.	Μέγ.	Τυπ. Απόκλ.
GCGI ^{PA}	0,41	0,40	0,08	0,93	0,15
GCGI ^{PA} _{BOD}	0,31	0,27	0,00	0,97	0,21
GCGI ^{PA} _{IA}	0,55	0,53	0,00	1,00	0,24
GCGI ^{PA} _{SR}	0,25	0,24	0,00	1,00	0,20
GCGI ^{PA} _{DI}	0,62	0,61	0,00	1,00	0,24
GCGI ^{PA} _{RM}	0,30	0,39	0,00	1,00	0,22

Πηγή: Συγγραφέας

Σχήμα 1: Ιστόγραμμα σταθμικού δείκτη GCGI^{PA}



Πηγή: Συγγραφέας

Πίνακας 4: Έλεγχος κανονικότητας σταθμικού δείκτη GCGI^{PA}

	Normal Parameters		Kolmogorov-Smirnov Z	Asymp. Sig (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation		
GCGI ^{PA}	0,4064	0,1556	1,256	0,085

Πηγή: Συγγραφέας