



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ  
ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΤΜΗΜΑ  
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ  
ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗΝ  
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ &  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ  
ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

---

**Η καινοτομία της  
Εταιρικής  
Διακυβέρνησης –  
Μελέτη της Δομής  
του Διοικητικού  
Συμβουλίου  
εταιρειών σε σχέση  
με την απόδοσή τους**

---

Μελέτη 50 επιχειρήσεων  
εισηγμένων στο Χ.Α.Α.

---

ΤΣΙΑΝΑΚΑ ΝΙΚΗ ΜΟΕΣ 0732

---

Social responsibility other than to make ... money for stockholders ... is a  
fundamentally subversive doctrine.”

Milton Friedman

## ΔΗΛΩΣΗ

Η παρούσα εργασία με τον τίτλο «*Η καινοτομία της Εταιρικής Διακυβέρνησης – Μελέτη της Δομής του Διοικητικού Συμβουλίου Εταιρειών σε σχέση με την απόδοσή τους*» είναι πρωτότυπη και εκπονήθηκε αποκλειστικά και μόνο για την απόκτηση του μεταπτυχιακού τίτλου στο πρόγραμμα **Οικονομική & Επιχειρησιακή Στρατηγική**, του τμήματος **Οικονομικής Επιστήμης** του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Υποβάλλεται για την μερική κάλυψη των απαιτήσεων με στόχο την απόκτηση του διπλώματος από το παραπάνω μεταπτυχιακό πρόγραμμα για τα ακαδημαϊκά έτη 2007 – 2009. Οποιαδήποτε λάθη ή παραλείψεις βαρύνουν εξ ολοκλήρου τη συγγραφέα της συγκεκριμένης μελέτης.

Νίκη Τσιανάκα

Μεταπτυχιακή φοιτήτρια Πανεπιστημίου Πειραιώς

**ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ**

<b>ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ .....</b>	<b>1</b>
<b>ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....</b>	<b>2</b>
<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....</b>	<b>3</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ &amp; ΕΠΙΚΡΑΤΟΥΣΕΣ ΑΠΟΦΕΙΣ.....</b>	<b>6</b>
1.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ.....	6
1.2 ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΕΣ ΣΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ.....	8
1.3 ΑΡΧΕΣ.....	10
1.3.1 Κώδικες και οδηγίες.....	12
1.4 ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΕΛΕΓΧΟΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ.....	15
1.4.1 Εσωτερικοί Εταιρικοί Έλεγχοι Διακυβέρνησης.....	15
1.4.2 Εξωτερικοί Εταιρικοί Έλεγχοι Διακυβέρνησης.....	17
1.5 ΣΥΣΤΗΜΙΚΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ.....	17
1.6 ΜΕΤΡΗΣΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ.....	18
1.7 ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΠΡΟΤΥΠΑ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΣΕ ΟΛΟ ΤΟΝ ΚΟΣΜΟ.....	19
1.7.1 Αγγλο-αμερικανικό μοντέλο.....	19
1.8 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ: ΠΩΣ ΤΗΝ ΑΝΤΙΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΙ ΣΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ.....	21
1.8.1 Ρόλος των θεσμικών επενδυτών.....	22
1.9 Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	25
1.10 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΣΤΑΘΕΡΗ ΑΠΟΔΟΣΗ.....	31
1.10.1 Σύνθεση ΔΣ.....	32
1.10.2 Ανταμοιβή/αποζημίωση.....	32
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΣΤΗΝ</b>	
<b>ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ &amp; ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ.....</b>	<b>35</b>
2.1 ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ.....	44
2.2 ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ.....	46
2.3 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΤΗΣ ΣΥΝΘΕΣΗΣ ΤΟΥ.....	47
2.4 Ο ΔΙΑΧΩΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΡΟΛΟΥ ΤΟΥ ΠΡΟΕΔΡΟΥ ΑΠ' ΑΥΤΟΝ ΤΟΥ ΔΙΕΥΘΥΝΟΝΤΟΣ ΣΥΜΒΟΥΛΟΥ.....	50
2.5 ΆΛΛΕΣ ΑΠΟΦΕΙΣ.....	51

2.5.1 Θεωρία των ενδιαφερομένων μερών (*stakeholder theory*)..... 51

2.5.2 Θεωρία Οργανωτικού Ελέγχου (*Organizational Control Theory*)..... 52

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ – ΕΛΛΗΝΙΚΑ

**ΘΕΜΑΤΑ..... 54**

3.1 ΔΟΜΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ – ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ..... 54

3.1.1 Σύσταση Α.Ε. .... 55

3.1.2 Καταστατικό ..... 55

3.1.3 Όργανα της Α.Ε. .... 55

3.1.4 Σύμβαση εργασίας μέλους Δ.Σ. με Α.Ε. .... 57

3.1.5 Νομικά ζητήματα ..... 58

3.1.6 Διαπραγμάτευση μετοχών ..... 58

3.1.7 Λύση της ανώνυμης εταιρείας ..... 59

3.1.8 Εταιρική Διακυβέρνηση ..... 59

3.1.9 Νόμος 3016/2002 (*EuroCharity 2009*)..... 60

3.1.10 Νόμος 3604/2007 ..... 64

Νόμος 2190/1920 ..... 70

3.2 ΔΟΜΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ – ΔΙΕΘΝΗΣ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ..... 71

3.2.1 Δομές ιδιοκτησίας ..... 72

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ..... 74**

4.1 ΣΤΟΧΟΣ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ ΈΡΕΥΝΑΣ ..... 74

4.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ..... 76

4.3 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ..... 78

4.3.1 ROA – κεφαλαιακή απόδοση των περιουσιακών στοιχείων ..... 80

4.3.2 ROE – Αποδοτικότητα των Ίδιων Κεφαλαίων ..... 82

4.3.3 Market Return – Απόδοση Αγοράς ..... 85

4.3.4 Tobin's Q ..... 86

4.4 ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΞΕΤΑΖΟΜΕΝΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ..... 87

4.4.1 Μεταβλητές Χωρίς Ακραίες Τιμές ..... 88

4.4.2 Μεταβλητές Με Ακραίες Τιμές (*Outliers*) ..... 93

4.5 ΣΥΣΧΕΤΙΣΕΙΣ – CORRELATIONS ..... 95

4.5.1 Ανάλυση Γραμμικότητας.....	95
4.5.2 Έλεγχος κανονικότητας.....	96
4.6 ΓΡΑΜΜΙΚΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ.....	98
4.6.1 Απλή Γραμμική Παλινδρόμηση Απόδοσης Αγοράς ως προς το Σύνολο Μελών ΔΣ.....	99
4.6.2 Απλή Γραμμική Παλινδρόμηση Απόδοσης Αγοράς για τα παραπάνω μέλη του ελαχίστου ορίου του Νόμου.....	102
4.6.3 Απλή Γραμμική Παλινδρόμηση Απόδοσης Αγοράς ως προς το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών σε σχέση με το συνολικό αριθμό μελών του ΔΣ.....	102
4.7 ΠΟΛΛΑΠΛΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ.....	103
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ.....</b>	<b>104</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....</b>	<b>106</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ.....</b>	<b>109</b>
ΕΛΛΗΝΙΚΗ.....	109
ΞΕΝΗ.....	111
ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ:.....	117
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....</b>	<b>118</b>

### ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ

<b>CHAEBOLS.....</b>	<b>118</b>
<b>SARBANES-OXLEY.....</b>	<b>118</b>
<b>ΑΠΟΦΑΣΗ DISNEY.....</b>	<b>118</b>
<b>KOLMOGOROV-SMIRNOV TEST.....</b>	<b>119</b>
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ ROA, ROE ΚΑΙ MARKET RETURN.....</b>	<b>120</b>
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ TOBIN'S Q ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 2005 – 2007.....</b>	<b>122</b>
<b>ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ.....</b>	<b>124</b>
<b>ΠΙΝΑΚΕΣ ΚΑΙ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ.....</b>	<b>127</b>

1.	ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΑ ΜΕΛΗ.....	127
2.	ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΑ ΜΕΛΗ.....	127
3.	ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΑ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΑ ΜΕΛΗ.....	128
4.	ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΛΩΝ ΔΣ.....	128
5.	ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΑ.....	128
6.	ROA.....	129
7.	ROE.....	129
8.	MARKET RETURN.....	129
9.	TOBIN'S Q 2005.....	130
10.	TOBIN'S Q 2006.....	130
11.	TOBIN'S Q 2007.....	130
12.	DUALITY.....	131
13.	ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΣΥΣΧΕΤΙΣΕΩΝ.....	131
14.	SCATTER PLOT ΤΩΝ ΔΙΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΣΥΣΧΕΤΙΣΕΩΝ.....	132
15.	KOLMOGOROV – SMIRNOV TEST.....	133
16.	ΑΠΛΗ ΓΡΑΜΜΙΚΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ.....	136
	<i>16.1 Απλή Γραμμική Παλινδρόμηση Απόδοσης Αγοράς ως προς το Σύνολο Μελών ΔΣ.....</i>	<i>136</i>
	16.1.1 Ελάχιστος αριθμός μελών (5 μέλη).....	136
	16.1.2 Σύνολο μελών μεγαλύτερο από το ελάχιστο οριζόμενο του Νόμου.....	137
	16.2.1 Ελάχιστος αριθμός μελών (5 μέλη).....	138
	16.2.2 Σύνολο μελών μεγαλύτερο από το ελάχιστο οριζόμενο του Νόμου.....	140
	<i>16.3 Απλή Γραμμική Παλινδρόμηση Απόδοση Αγοράς ως προς το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών ως ποσοστό επί του συνόλου.....</i>	<i>142</i>
17.	ΠΟΛΛΑΠΛΗ ΓΡΑΜΜΙΚΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ.....	143

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ιδιαίτερες ευχαριστίες θα ήθελα να δώσω στην επιβλέπουσα καθηγήτρια της διπλωματικής μου εργασίας, Επίκουρο Καθηγήτρια του Τμήματος Οικονομικής Επιστήμης του Πανεπιστημίου Πειραιώς, κυρία Ειρήνη Κυριλλοπούλου – Φαφαλιού. Η συμβολή της – με ουσιαστικές επισημάνσεις, διορθώσεις και κατευθύνσεις – και η διαρκής ενθάρρυνσή της υπήρξαν αναγκαία και κρίσιμα στοιχεία για την ολοκλήρωση του παρόντος πονήματος. Επιπρόσθετα, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον σύζυγό μου και τα παιδιά μου που με βοήθησαν στην περάτωση της διπλωματικής εργασίας με την ανοχή τους, καθώς και για την αμέριστη συμπαράστασή τους στην προσπάθεια ολοκλήρωσης του παρόντος μεταπτυχιακού προγράμματος. Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους ανθρώπους είτε από τον ακαδημαϊκό είτε από τον επιχειρηματικό χώρο που με βοήθησαν με τη συμβολή και την καθοδήγησή τους.

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η προσπάθεια εύρεσης στοιχείων που επαυξάνουν ή έστω επεξηγούν την απόδοση μιας εταιρείας αποτελεί αρκετά σημαντικό θέμα, λαμβάνοντας υπόψη τη δυσμενή χρονική περίοδο που διανύουμε, κατά την οποία η εύρεση λύσεων και παραγόντων που βοηθούν στην περαιτέρω διασφάλιση της ζωής και ευημερίας της επιχείρησης καθίσταται απαραίτητη. Στόχος της παρούσας έρευνας είναι να διερευνηθεί κατά πόσο η δομή ενός Διοικητικού Συμβουλίου επηρεάζει την απόδοση μιας εταιρείας. Συγκεκριμένα, εξετάζεται κατά πόσο η διαφορετικότητα των μελών ενός Διοικητικού Συμβουλίου (δηλαδή από πόσα εκτελεστικά, μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη αποτελείται) επηρεάζει και σε ποιο βαθμό την απόδοση μιας εταιρείας. **Η υπόθεση που τίθεται είναι ότι ένα διαφοροποιημένο Διοικητικό Συμβούλιο συμβάλει στην υψηλή απόδοση μιας εταιρείας.**

Καθώς καθίσταται δύσκολη η μελέτη μη εισηγμένων εταιρειών (υπάρχει δυσχέρεια στην εύρεση χρηματοοικονομικών πληροφοριών), επιλέχθηκαν τυχαία πενήντα εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών με αντιπροσωπευτικό δείγμα από τον κάθε δείκτη του (**FTSE/XA 20, FTSE/XA Mid 40, FTSE/XA SmallCap 80**).

Από την έρευνα προέκυψε ότι οι εταιρείες του δείγματος εμφανίζουν απόδοση μικρότερη από την αναμενόμενη, καθώς και ότι δε γίνεται ικανοποιητική χρήση των περιουσιακών τους στοιχείων. Επίσης δε διαπιστώνονται γραμμικές συσχετίσεις μεταξύ των αριθμοδεικτών και του συνολικού αριθμού μελών ενός ΔΣ, καθώς και τα υποδείγματα που προκύπτουν εμφανίζουν μικρή ερμηνευτική ικανότητα. Συνεπώς δεν επαληθεύεται η παραπάνω υπόθεση. Επιπρόσθετα, οι περισσότερες εταιρείες του δείγματος δεν παρουσιάζουν δυαδικότητα στους ρόλους του Προέδρου και του Διευθύνοντος Συμβούλου γεγονός που δηλώνει την «ανεξαρτησία» των αποφάσεών τους.



## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι η διερεύνηση της σχέσης μεταξύ της δομής του Διοικητικού Συμβουλίου και της απόδοσης μιας επιχείρησης. Συγκεκριμένα, στη διάθρωση εξετάζεται η αναλογία των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών σε σχέση με το συνολικό αριθμό μελών του ΔΣ. Αρχικά παρατίθενται εισαγωγικές πληροφορίες για την Εταιρική Διακυβέρνηση, τις αρχές και τους μηχανισμούς που τη διέπουν, διάφορα συστηματικά προβλήματα που έχουν προκύψει καθώς και πρότυπα διακυβέρνησης που ακολουθούν διάφορες χώρες στον κόσμο. Στο τέλος της ενότητας αναλύεται η σχέση της Εταιρικής Διακυβέρνησης και της σταθερής απόδοσης της εταιρείας που την εφαρμόζει.

Στη συνέχεια, αναφέρονται η αλληλεπιδράσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης, της επιχειρηματικότητας και της καινοτομίας, καθώς και ο ρόλος που διαδραματίζει το Διοικητικό Συμβούλιο και η σύνθεσή του. Αναφέρονται αρκετές απόψεις, πολλές φορές αλληλοσυγκρουόμενες, προκειμένου να δοθεί η σφαιρικότητα του θέματος. Στην επόμενη ενότητα γίνεται εκτενής αναφορά στο θεσμικό πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης και του ΔΣ αναφορικά με την ελληνική νομοθεσία (σύνθεση, αρμοδιότητες και υποχρεώσεις των μελών του ΔΣ). Παρατίθενται τα κύρια σημεία των **Νόμων 3016/2002** «για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις», **3604/2007** ο οποίος ουσιαστικά είναι η τροποποίηση του Ν. 2190/1920 και του **2190/1920** «περί Αωνόμων Εταιρειών». Στο τέλος της ενότητας γίνεται μικρή αναφορά σε διάφορες έρευνες της διεθνούς βιβλιογραφίας σχετικά με το υπό διερεύνηση θέμα, καθώς και στις δομές ιδιοκτησίας που εφαρμόζονται στο εξωτερικό.

Στο επόμενο κεφάλαιο παρουσιάζεται η εμπειρική έρευνα: εισαγωγικά στοιχεία για το δείγμα των εταιρειών, ανάλυση των αριθμοδεικτών και παρουσίαση των αποτελεσμάτων.

των της έρευνας. Οι υποθέσεις εργασίας που διερευνώνται είναι:

- Εάν και σε ποιο βαθμό η απόδοση αγοράς (Market Return) μιας εταιρείας επηρεάζεται από το συνολικό αριθμό μελών του ΔΣ της. Η συγκεκριμένη υπόθεση αναλύεται σε δύο φάσεις. Πρώτον εξετάζεται κατά πόσο ένα ΔΣ αποτελούμενο από 5– 6 μέλη (ελάχιστος αριθμός που ορίζεται από την ελληνική νομοθεσία) και σε δεύτερη φάση, κατά πόσο ένα ΔΣ αποτελούμενο από περισσότερα μέλη επηρεάζουν την απόδοση μιας εταιρείας.
- Εάν και σε ποιο βαθμό η απόδοση μιας εταιρείας επηρεάζεται από τα μέλη που είναι περισσότερα από όσα ορίζει η ελληνική νομοθεσία ως ελάχιστα (που είναι 5 μέλη). Και σ' αυτή την περίπτωση η ανάλυση γίνεται σε δύο φάσεις. Πρώτα μελετώνται τα ΔΣ που έχουν συνολικό αριθμό μελών κοντά στο ελάχιστο όριο, δηλαδή 5 και 6 μέλη, κι ύστερα μελετώνται οι εταιρείες που έχουν περισσότερα μέλη.
- Και τέλος, εάν και σε ποιο βαθμό ένα διαφοροποιημένο Διοικητικό Συμβούλιο συμβάλλει περισσότερο στην απόδοση μιας εταιρείας από ένα Διοικητικό Συμβούλιο, το οποίο απαρτίζεται κυρίως από εκτελεστικά και μη- εκτελεστικά μέλη. Δηλαδή κατά πόσο επηρεάζει ο αριθμός των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών την απόδοση αγοράς.

Στα τελευταία δύο κεφάλαια παρουσιάζονται συνοπτικά τα κυριότερα πορίσματα και συμπεράσματα της έρευνας και ο επίλογος της παρούσας διπλωματικής εργασίας με προτάσεις για περαιτέρω έρευνα .

Αναφορικά με τις εταιρείες του δείγματος σημειώνονται τα ακόλουθα: χρησιμοποιήθηκαν τα χρηματοοικονομικά στοιχεία του έτους 2007 των παρακάτω πενήντα ελληνικών επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών στις τρεις κατηγορίες **FTSE/XA 20, FTSE/XA Mid 40, FTSE/XA SmallCap 80** :

**FTSE/XA 20**

1. Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού Α.Ε.
2. Coca-Cola E.E.E. Α.Ε.
3. Ελλάκτωρ Ανώνυμη Εταιρεία
4. Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε.
5. Μότορ Όϊλ (Ελλάς) Διυλιστήρια Κορίνθου Α.Ε.
6. Μυτιληναίος Α.Ε. Όμιλος Επιχειρήσεων
7. ΟΤΕ Α.Ε.
8. ΤΙΤΑΝ ΑΕ Τσιμέντων

**FTSE/XA Mid 40**

1. J & P ΑΒΑΞ Α.Ε.
2. S & B Βιομηχανικά Ορυκτά Α.Ε.
3. Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική Α.Ε.
4. Ε.ΥΔ.Α.Π. Α.Ε.
5. Eurobank Properties
6. Ιατρικό Αθηνών Ε.Α.Ε.
7. ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ Α.Ν.Ε.
8. JUMBO ΑΕΕ
9. ΟΛΘ Α.Ε.
10. Διαγνωστικό και Θεραπευτικό Κέντρο Αθηνών Υγεία Α.Ε.
11. Folli - Follie Α.Β.Ε.Ε.
12. Forthnet Α.Ε.
13. FRIGOGLASS Α.Β.Ε.Ε.
14. FOURLIS Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

**FTSE/XA SmallCap 80**

1. ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
2. ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ Α.Ε.
3. Α.Σ. ΕΜΠΟΡΙΚΗ-ΒΙΟΜ. ΕΤΑΙΡΙΑ Η/Υ & ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ Α.Ε.

4. ΒΑΡΔΑΣ ΑΕΒΕΕ
5. Βιοκαρπét Α.Ε.
6. Byte Computer Α.Β.Ε.Ε.
7. Ελληνική Βιομηχανία Ζάχαρης Α.Ε.
8. ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε.
9. Ελινόϊλ Ελληνική Εταιρεία Πετρελαίων ΑΕ
10. ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣ/ΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε.
11. ΕΤΕΜ Α.Ε.
12. ΙΜΑΚΟ ΜΗΝΤΙΑ Α.Ε. Μ.Μ.Ε.
13. ΙΜΠΕΡΙΟ-ΑΡΓΩ ΓΚΡΟΥΠ ΑΜΕ
14. REDS Α.Ε. ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ & ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ
15. ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.
16. ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.
17. ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.
18. INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.
19. ΜΕΝΑΚΟ ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.
20. Χ. ΜΠΙΕΝΡΟΥΜΠΗ & ΥΙΟΣ Α.Ε.
21. ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Ε.
22. ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.
23. CYCLON ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.
24. ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε.
25. SATO Α.Ε.
26. SPACE HELLAS ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
27. Χ.Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.
28. ΥΑΛΚΟ Α.Ε.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ &**

### **ΕΠΙΚΡΑΤΟΥΣΕΣ ΑΠΟΨΕΙΣ**

#### **1.1 Ιστορική Αναδρομή**

Το 19ο αιώνα, οι νόμοι κρατικών εταιρειών ενίσχυσαν τα δικαιώματα των εταιρικών συμβουλίων να κυβερνούν χωρίς ομόφωνη συγκατάθεση των μετόχων με αντάλλαγμα νομικά οφέλη, όπως τα δικαιώματα αξιολόγησης και να καταστήσουν την εταιρική διακυβέρνηση αποδοτικότερη. Από τότε, και επειδή οι περισσότερες μεγάλες δημόσιες εμπορικές εταιρείες στις ΗΠΑ λειτουργούσαν βάσει του φιλικού εταιρικού νόμου του Delaware, καθώς κι ο αμερικανικός πλούτος ασφαλιζόταν όλο και περισσότερο σε διάφορες εταιρικές οντότητες και ιδρύματα, τα δικαιώματα των μεμονωμένων ιδιοκτητών και των μετόχων είχαν περάσει σε δεύτερη μοίρα. Οι ανησυχίες των μετόχων για τις αμοιβές της διοίκησης και τις απώλειες αποθεμάτων οδηγούσαν περιστασιακά σε έντονη ανάγκη μεταρρυθμίσεων της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Στον 20ο αιώνα, ως άμεση συνέπεια του κραχ του 1929 της Wall Street, νομικοί μελετητές όπως ο Adolf Augustus Berle, ο Edwin Dodd, και Gardiner C. Means μελέτησαν το μεταβαλλόμενο ρόλο της σύγχρονης εταιρείας στην κοινωνία. Οι Berle και Means με το σύγγραμμά τους «Η Σύγχρονη Εταιρεία και η Ιδιωτική Ιδιοκτησία» (1932, Macmillan) συνεχίζουν να έχουν βαθιά επιρροή στη έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης ακόμα και σε σημερινές συζητήσεις.

Από τη σχολή οικονομικών του Σικάγο, με το έργο του Ronald Coase «Η φύση της εταιρείας» (1937) εισήχθη η έννοια των συναλλακτικών δαπανών (transaction costs) στην προσπάθεια κατανόησης γιατί οι εταιρείες ιδρύονται και πώς συνεχίζουν να συμπεριφέρονται. Πενήντα χρόνια αργότερα, οι Eugene Fama και Michael Jensen με το έργο τους «Ο Χωρισμός της Ιδιοκτησίας και Έλεγχος» (1983, Journal of Law and

Economics) καθιερώνουν τη Θεωρία Αντιπροσωπειών (Agency Theory) ως τρόπο κατανόησης της εταιρικής διακυβέρνησης: η εταιρεία αντιμετωπίζεται ως σειρά συμβάσεων. Η κυριαρχία της θεωρίας αυτής τονίστηκε σε ένα άρθρο του 1989 από την Kathleen Eisenhardt.

Η Αμερικανική επέκταση μετά το Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο αντιμετώπισε την καθιέρωση της διευθυντικής τάξης μέσω της εμφάνισης των πολυεθνικών εταιρειών. Ακολούθως, οι καθηγητές διοίκησης του Harvard Business School δημοσίευσαν συγγράμματα μελετώντας την επέκτασή τους: Myles Mace (επιχειρηματικότητα – entrepreneurship), Alfred D. Chandler, Jr. (επιχειρησιακή ιστορία – business history), Jay Lorsch (οργανωτική συμπεριφορά – organizational behavior) και Elizabeth MacIver (οργανωτική συμπεριφορά). Σύμφωνα με τους Lorsch και MacIver "πολλές μεγάλες εταιρείες έχουν τον κυρίαρχο έλεγχο των επιχειρησιακών υποθέσεων χωρίς ικανοποιητική υπευθυνότητα ή παρακολούθηση από το διοικητικό συμβούλιό τους."

Από το τέλος της δεκαετίας του '70, η εταιρική διακυβέρνηση είχε αποτελέσει το αντικείμενο σημαντικής συζήτησης στις ΗΠΑ καθώς και σε όλη την υφήλιο. Οι τολμηρές και ευρείες προσπάθειες να μεταρρυθμιστεί η εταιρική διακυβέρνηση είχαν οδηγηθεί, εν μέρει, από τις ανάγκες και τις επιθυμίες των ιδιοκτητών να ασκήσουν τα δικαιώματα εταιρικής ιδιοκτησίας τους και να αυξήσουν την αξία των μετοχών και, επομένως, του πλούτου τους. Κατά τη διάρκεια των επόμενων τριών δεκαετιών, τα καθήκοντα των εταιρικών διευθυντών είχαν επεκταθεί πέρα από την παραδοσιακή νομική ευθύνη καθήκοντός τους και της αφοσίωσης στην εταιρεία και τους ιδιοκτήτες της.

Στο πρώτο μισό της δεκαετίας του '90, το ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης στις ΗΠΑ έλαβε την ιδιαίτερη προσοχή του Τύπου λόγω του κύματος των απολύσεων CEO (π.χ.: IBM, Kodak, Honeywell ) από τα Διοικητικά Συμβούλιά τους. Το σύστημα συνταξιοδότησης των δημόσιων υπαλλήλων Καλιφόρνιας (CalPERS – California Public

Employees' Retirement System) οδήγησε σε ένα κύμα θεσμικού ακτιβισμού μετόχων (κάτι που πολύ σπάνια μπορεί να προβλεφθεί), ως τρόπο διασφάλισης ότι η εταιρική αξία δεν θα καταστρεφόταν από τις τώρα παραδοσιακά άνετες σχέσεις μεταξύ του CEO και του Διοικητικού Συμβουλίου (π.χ., από την ασυγκράτητη έκδοση stock options, όχι σπάνια με παλιότερη ημερομηνία).

Το 1997, η *Ανατολική Ασιατική Οικονομική Κρίση* είδε τις οικονομίες της Ταϊλάνδης, Ινδονησίας, Νότιας Κορέας, Μαλαισίας και Φιλιππίνων να έχουν σοβαρές επιπτώσεις από την έξοδο του ξένου κεφαλαίου μετά από την κατάρρευση ιδιόκτητων περιουσιακών στοιχείων. Η έλλειψη μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης σε αυτές τις χώρες τόνισε τις αδυναμίες των ιδρυμάτων αυτών των οικονομιών.

Στις αρχές του 2000, οι μαζικές πτωχεύσεις (και εγκληματική διάπραξη αδικήματος) της Enron Worldcom, καθώς επίσης και μικρότερες εταιρικές καταρρεύσεις, όπως των Adelphia Communications, AOL, Arthur Andersen, Global Crossing, Tyco, οδήγησαν σε αυξανόμενο ενδιαφέρον των μετόχων και των κυβερνήσεων για την Εταιρική Διακυβέρνηση. Αυτό απεικονίζεται άλλωστε και στο νόμο Sarbanes-Oxley που διαμορφώθηκε το 2002. Αναφορά του νόμου παρουσιάζεται στο παράρτημα.

Ο όρος Εταιρική Διακυβέρνηση (*Corporate Governance*) χρησιμοποιήθηκε πρώτη φορά από τον Richard Eells (1960, σελ. 108) για να δηλώσει «τη δομή και τη λειτουργία της εταιρικής πολιτικής» (the structure and functioning of the corporate policy).

Όμως η έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι αρκετά παλιότερη και είχε ήδη χρησιμοποιηθεί σε βιβλία χρηματοοικονομικών στις αρχές του 20ου αιώνα (Becht, Bolton, Röell 2004). Αυτές τις πηγές προέλευσης αποδέχονται αρκετοί υποστηρικτές της θεωρίας της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

## **1.2 Συμμετέχοντες στην Εταιρική Διακυβέρνηση**

Τα συμβαλλόμενα μέρη που συμμετέχουν στην Εταιρική Διακυβέρνηση περιλαμβάνουν

νουν το ρυθμιστικό σώμα (π.χ. Διευθύνων Σύμβουλος – CEO, Διοικητικό Συμβούλιο, Διοίκηση και Μέτοχοι). Άλλες ομάδες ενδιαφερομένων (stakeholders) που συμμετέχουν είναι οι προμηθευτές, οι υπάλληλοι, οι πιστωτές, οι πελάτες και το κοινό.

Στις εταιρείες, ο μέτοχος εξουσιοδοτεί τα δικαιώματα απόφασεων στο διευθυντή για να ενεργεί βάσει του συμφέροντος του ιδιοκτήτη. Αυτός ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας από τον έλεγχο υπονοεί απώλεια αποτελεσματικού ελέγχου από τους μετόχους σε διευθυντικές αποφάσεις. Εν μέρει, ως αποτέλεσμα αυτού του διαχωρισμού μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών, εφαρμόζεται ένα σύστημα ελέγχου Εταιρικής Διακυβέρνησης για να βοηθήσει στην ευθυγράμμιση των κινήτρων των διευθυντών με εκείνα των μετόχων. Η σημαντική αύξηση κατοχής κοινών μετοχών από επενδυτές οδήγησε στην αντιστροφή του διαχωρισμού των προβλημάτων ιδιοκτησίας και ελέγχου, επειδή η ιδιοκτησία δεν είναι τόσο διάχυτη. Ένα **Διοικητικό Συμβούλιο** συχνά διαδραματίζει βασικό ρόλο στην Εταιρική Διακυβέρνηση. Ευθύνη του είναι να **επικυρώσει τη στρατηγική του οργανισμού, να αναπτύξει την κατευθυντήρια πολιτική, να διορίσει, να εποπτεύσει και να αμείψει τα ανώτερα στελέχη καθώς και να εξασφαλίσει υπευθυνότητα της οργάνωσης στους ιδιοκτήτες και τις αρχές.**

Όλοι οι συμμετέχοντες στην Εταιρική Διακυβέρνηση έχουν όφελος, είτε άμεσο είτε έμμεσο, κατά την αποτελεσματική απόδοση της εταιρείας. Οι διευθυντές, οι εργαζόμενοι και η διαχείριση λαμβάνουν τους μισθούς, τα οφέλη και τη φήμη, ενώ οι μέτοχοι λαμβάνουν επιστροφή κεφαλαίου. Οι πελάτες λαμβάνουν αγαθά και υπηρεσίες και οι προμηθευτές λαμβάνουν αντιστάθμιση για τα αγαθά ή τις υπηρεσίες τους. Σε αντάλλαγμα αυτά τα άτομα επιστρέφουν αξία υπό μορφή φυσικών, ανθρώπινων, κοινωνικών και άλλων μορφών κεφαλαίου.

Ένας βασικός παράγοντας είναι η απόφαση ενός ατόμου να συμμετέχει σε μια εταιρεία π.χ. μέσω παροχής οικονομικού κεφαλαίου και να εμπιστευθεί ότι θα λάβει σημαντικό

μέρος μέσω οργανωτικών επιστροφών. Εάν κάποια συμβαλλόμενα μέρη λαμβάνουν περισσότερα από ό,τι δικαιούνται, οι συμμετέχοντες μπορούν να επιλέξουν να μην συνεχίσουν τη συμμετοχή τους, οδηγώντας έτσι την εταιρεία σε κατάρρευση.

### **1.3 Αρχές**

Τα βασικά στοιχεία των καλών αρχών της Εταιρικής Διακυβέρνησης περιλαμβάνουν την **τιμιότητα, την εμπιστοσύνη και την ακεραιότητα, την ειλικρίνεια, τον προσανατολισμό απόδοσης, την ευθύνη και την υπευθυνότητα, τον αμοιβαίο σεβασμό, και τη δέσμευση στην εταιρεία**. Σημαντικό είναι πώς διευθυντές και διοίκηση αναπτύσσουν ένα μοντέλο διακυβέρνησης που ευθυγραμμίζεται με τις αξίες των εταιρικών συμμετεχόντων και έπειτα αξιολογούν περιοδικά αυτό το μοντέλο για την αποτελεσματικότητά του. Ειδικότερα, τα ανώτερα στελέχη πρέπει να συμπεριφέρονται ειλικρινά και ηθικά, κυρίως όταν έχουν να κάνουν με πραγματικές ή προφανείς συγκρούσεις συμφερόντων και στην κοινοποίηση οικονομικών εκθέσεων.

Οι συνήθως αποδεκτές αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης είναι:

✓ **Δικαιώματα και δίκαιη μεταχείριση των μετόχων:** Οι εταιρείες πρέπει να σέβονται τα δικαιώματα των μετόχων και να τους βοηθούν να ασκούν αυτά τα δικαιώματα. Η βοήθειά τους συνίσταται στην αποτελεσματική μεταβίβαση των πληροφοριών κατά τρόπο κατανοητό και προσιτό, ενθαρρύνοντάς τους να συμμετέχουν στις Γενικές Συνελεύσεις.

✓ **Συμφέροντα άλλων ενδιαφερομένων μερών:** Οι εταιρείες πρέπει να αναγνωρίσουν ότι έχουν νομικές και άλλου είδους υποχρεώσεις προς όλα τα νόμιμα ενδιαφερόμενα μέρη (stakeholders).

✓ **Ρόλος και ευθύνες του Διοικητικού Συμβουλίου:** Το ΔΣ πρέπει να κατέχει μια σειρά από δεξιότητες καθώς και κατανόηση για να είναι σε θέση να εξετάσει τα διάφορα επιχειρησιακά ζητήματα, να μπορεί να ανασκοπήσει και να έχει αποδοτική διοί-



κτηση. Πρέπει να είναι ικανοποιητικού μεγέθους και να έχει ένα κατάλληλο επίπεδο δέσμευσης, ώστε να πληροί τις ευθύνες και τα καθήκοντά του. Υπάρχουν αρκετά ζητήματα για το κατάλληλο μείγμα των εκτελεστικών και μη-εκτελεστικών μελών, τα οποία αναλύονται εκτενέστερα στη συνέχεια.

✓ **Ακεραιότητα και ηθική συμπεριφορά:** Η δεοντολογική και υπεύθυνη λήψη αποφάσεων δεν είναι μόνο σημαντικά για τις δημόσιες σχέσεις, αλλά είναι επίσης απαραίτητα στοιχεία στη διαχείριση κινδύνων και την αποφυγή δικών. Οι επιχειρήσεις πρέπει να αναπτύσσουν έναν κώδικα δεοντολογίας για τους διευθυντές και τους ανώτερους υπαλλήλους τους, έτσι ώστε να προωθούνται οι ηθικές και υπεύθυνες αποφάσεις. Άλλωστε, η άκρατη εμπιστοσύνη στην ακεραιότητα και την ηθική των ατόμων σε μια επιχείρηση συχνά συνδέονται με μια ενδεχόμενη αποτυχία. Γι' αυτό το λόγο πολλές επιχειρήσεις καθιερώνουν προγράμματα συμμόρφωσης και ηθικής, για να ελαχιστοποιηθεί ο κίνδυνος η εταιρεία να λειτουργεί πέρα από τα ηθικά και νομικά όρια.

✓ **Κοινοποίηση και διαφάνεια:** Οι επιχειρήσεις πρέπει να διευκρινίζουν και να γνωστοποιούν δημόσια τους ρόλους και τις ευθύνες του ΔΣ και της διοίκησης προκειμένου να παρέχουν στους μετόχους όσο το δυνατόν περισσότερες πληροφορίες. Πρέπει επίσης να εφαρμόζουν συγκεκριμένες διαδικασίες για να ελέγχουν ανεξάρτητα και να προστατεύσουν την ακεραιότητα της υποβαλλόμενης οικονομικής έκθεσης της επιχείρησης. Η κοινοποίηση των υλικών θεμάτων σχετικά με την επιχείρηση πρέπει να είναι έγκαιρη και ισοσκελισμένη, ώστε να εξασφαλίζεται ότι όλοι οι επενδυτές έχουν πρόσβαση σε σαφείς, πραγματικές πληροφορίες.

Τα θέματα που θέτουν οι Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι μεταξύ άλλων:

- εσωτερικοί έλεγχοι και εσωτερικοί ελεγκτές
- ανεξαρτησία των εξωτερικών ελεγκτών και ποιότητα των λογιστικών ελέγχων τους

- επίβλεψη και διαχείριση του κινδύνου
- επίβλεψη της προετοιμασίας των οικονομικών δηλώσεων
- ανασκόπηση των ρυθμίσεων αμοιβών του Διευθύνοντα Σύμβουλου και άλλων ανώτερων στελεχών
- διάθεση πόρων στους διευθυντές για την πραγματοποίηση των καθηκόντων τους
- διαδικασία επιλογής μελών στο ΔΣ
- πολιτική μερισμάτων

Εντούτοις, η Εταιρική Διακυβέρνηση, παρά τις αδύναμες προσπάθειες από διάφορα μέρη, παραμένει μια διφορούμενη και συχνά παρανοημένη φράση. Παλιότερα είχε περιοριστεί μόνο στην εταιρική διοίκηση. Πλέον είναι κάτι πολύ ευρύτερο, καθώς περιλαμβάνει δίκαιη, αποδοτική και διαφανή διοίκηση και προσπαθεί να επιτύχει ορισμένους καλά καθορισμένους γραπτούς στόχους. Η Εταιρική Διακυβέρνηση πρέπει να ξεπεράσει το νόμο. Η ποσότητα, η ποιότητα και η συχνότητα της οικονομικής και διοικητικής κοινοποίησης, ο βαθμός και η έκταση των ευθυνών των επιτροπών (ουσιαστικά πρόκειται για ηθική υποχρέωση), και η υποχρέωση να είναι διαφανείς οι διαδικασίες των εταιρειών πρέπει συνεχώς να αναπτύσσονται, εξαιτίας της αλληλεπίδρασης πολλών παραγόντων και ρόλων που διαδραματίζονται από τα προοδευτικότερα/αρμόδια στοιχεία στο πλαίσιο του εταιρικού τομέα. Για παράδειγμα, στην Ινδία προέκυψε έντονη ζήτηση για την εξέλιξη ενός κώδικα ορθών πρακτικών από τις εταιρείες, ο οποίος θα γράφεται από κάθε διοίκηση εταιρειών.

### 1.3.1 Κώδικες και οδηγίες

Οι Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης και οι κώδικες έχουν αναπτυχθεί σε διάφορες χώρες και έχουν εκδοθεί από Χρηματιστήρια, εταιρείες, θεσμικούς επενδυτές, ή ενώσεις (ιδρύματα) των μελών και των διευθυντών με την υποστήριξη των κυβερνήσεων και των διεθνών οργανισμών. Σημειώνεται ότι η συμμόρφωση με αυτές

τις συστάσεις διακυβέρνησης δεν εξουσιοδοτείται από το νόμο, αν και οι κώδικες που συνδέονται με τις προϋποθέσεις εισαγωγής εταιρειών στο Χρηματιστήριο μπορούν να έχουν καταναγκαστικό αποτέλεσμα (Corporate Governance International Journal 2003). Παρόλο που οι οδηγίες του ΔΣ μιας εταιρείας απεικονίζουν τις προσπάθειές του να βελτιώσουν την ικανότητα διακυβέρνησής της, εντούτοις τέτοια έγγραφα μπορούν να έχουν ένα ευρύτερο πολλαπλασιαστικό αποτέλεσμα προτρέποντας άλλες επιχειρήσεις να υιοθετήσουν παρόμοια έγγραφα και πρότυπα της καλύτερης πρακτικής.

Παραδείγματος χάριν, οι επιχειρήσεις που διαπραγματεύονται στα Χρηματιστήρια του Λονδίνου και του Τορόντου τυπικά δεν χρειάζονται να ακολουθήσουν τις συστάσεις των αντίστοιχων εθνικών κωδικών τους. Εντούτοις, πρέπει να γνωστοποιούν εάν ακολουθούν τις συστάσεις στα έγγραφά τους και όπου δεν τις ακολουθούν, πρέπει να παρέχουν εξηγήσεις σχετικά με τις αποκλίνουσες πρακτικές. Τέτοιες απαιτήσεις κοινοποίησης ασκούν σημαντική πίεση στις εισηγμένες επιχειρήσεις για συμμόρφωση.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες, οι επιχειρήσεις ρυθμίζονται πρώτιστα από τη πολιτεία στην οποία ενσωματώνονται καθώς και από την ομοσπονδιακή κυβέρνηση και, εάν είναι δημόσιες, από το Χρηματιστήριο Αξιών τους. Ο μεγαλύτερος αριθμός επιχειρήσεων είναι ενσωματωμένος στο Delaware, που περιλαμβάνει περισσότερες από τις μισές του Fortune 500. Αυτό οφείλεται κυρίως στο φιλικό προς τις επιχειρήσεις εταιρικό νομικό περιβάλλον του Delaware και στην ύπαρξη ενός κρατικού δικαστηρίου που ασχολείται μόνο με επιχειρησιακά ζητήματα (Delaware Court of Chancery).

Το δίκαιο των εταιρειών των περισσότερων πολιτειών ακολουθεί γενικά το επιχειρησιακό μοντέλο του πρότυπου νόμου της American Bar Association (American Bar Foundation, 2003). Ενώ το Delaware δεν ακολουθεί το νόμο, εξετάζει όμως τις παροχές του και αρκετά χαρακτηριστικά δικαστήρια του Delaware, συμπεριλαμβανομένου του

πρώην Ανώτατου Δικαστηρίου (Supreme Court Chief Justice) του Delaware με δικαστή τον E. O Norman Veasey, συμμετέχουν στις επιτροπές του ABA. Ένα ζήτημα που προέκυψε από την απόφαση Disney το 2005 είναι ο βαθμός στον οποίο οι επιχειρήσεις διαχειρίζονται τις ευθύνες διακυβέρνησής τους. Στο παράρτημα παρουσιάζεται περιληπτική αναφορά της παραπάνω περίπτωσης. Συνοπτικά, η απόφαση επιδιώκει να παραγκωνίσει το νομικό κατώτατο όριο, ή να δημιουργήσει οδηγίες διακυβέρνησης που να ανέρχονται στο επίπεδο καλύτερης πρακτικής.

Μια από τις επικρατέστερες οδηγίες ήταν οι Αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ που παρουσιάστηκαν το 1999, οι οποίες αναθεωρήθηκαν το 2004. Ο ΟΟΣΑ παραμένει υπερασπιστής των Αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης σε όλο τον κόσμο. Στηριγμένοι στην εργασία του ΟΟΣΑ, άλλοι διεθνείς οργανισμοί, ενώσεις ιδιωτικού τομέα και περισσότεροι από 20 εθνικοί κωδικοί εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς και η διακυβερνητική ομάδα εργασίας των εμπειρογνομόνων στα διεθνή πρότυπα λογιστικής και υποβολής έκθεσης (ISAR) των Ηνωμένων Εθνών έχουν δημιουργήσει εθελοντική *Καθοδήγηση* σχετικά με τις ορθές πρακτικές για την κοινοποίηση εταιρικής διακυβέρνησης (United Nations, 2006). Αυτή η διεθνής συγκριτική μέτρηση επιδόσεων αποτελείται από περισσότερα από πενήντα ευδιάκριτα στοιχεία κοινοποίησης σε πέντε ευρύτερες κατηγορίες:

- Ελεγκτική
- Δομή και διαχείριση ΔΣ και διαδικασία
- Εταιρική ευθύνη και συμμόρφωση
- Οικονομική διαφάνεια και γνωστοποίηση πληροφοριών
- Δομή ιδιοκτησίας και άσκηση των δικαιωμάτων ελέγχου

Το Συμβούλιο παγκόσμιων επιχειρήσεων για τη βιώσιμη ανάπτυξη (World Business

Council for Sustainable Development – WBCSD) έχει ασχοληθεί με την Εταιρική Διακυβέρνηση, ιδιαίτερα επάνω στην υπευθυνότητα και την υποβολή έκθεσης (accountability and reporting), και το 2004 δημιούργησαν το Διοικητικό Εργαλείο Ζητημάτων (Issue Management Tool): Στρατηγικές προκλήσεις επιχειρήσεων στη χρήση των κωδίκων εταιρικής ευθύνης, των προτύπων και των πλαισίων. Το έγγραφο στοχεύει στην παροχή γενικών πληροφοριών, ένα "στιγμιότυπο" του τοπίου και μια προοπτική από think-tank/ επαγγελματικό σύνδεσμο για μερικούς βασικούς κώδικες, πρότυπα και πλαίσια σχετικά με την ημερήσια διάταξη ικανότητας υποστήριξης.

#### **1.4 Μηχανισμοί και έλεγχοι Εταιρικής Διακυβέρνησης**

Οι μηχανισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης και οι έλεγχοι σχεδιάζονται για να μειώσουν τις ανεπάρκειες που προκύπτουν από ηθικούς κινδύνους και δυσμενές επιλογές. Για παράδειγμα, προκειμένου να ελέγχεται η συμπεριφορά των διευθυντών, ένα ανεξάρτητο τρίτο άτομο (ο εξωτερικός ελεγκτής) βεβαιώνει την ακρίβεια των πληροφοριών που παρέχεται από τη διοίκηση στους επενδυτές. Ένα ιδανικό σύστημα ελέγχου ρυθμίζει και το κίνητρο και την ικανότητα.

##### **1.4.1 Εσωτερικοί Εταιρικοί Έλεγχοι Διακυβέρνησης**

Εσωτερικοί εταιρικοί έλεγχοι διακυβέρνησης σημαίνει έλεγχος των δραστηριοτήτων και λήψη διορθωτικών μέτρων για την πραγματοποίηση των επιχειρησιακών στόχων.

Συγκεκριμένα:

❖ **Έλεγχος από το Διοικητικό Συμβούλιο:** Το ΔΣ με τη νομική ισχύ του να μισθώνει, να προσλαμβάνει και να αμείβει την ανώτατη διοίκηση προστατεύει το επενδεδυμένο κεφάλαιο. Οι τακτικές συνεδριάσεις του ΔΣ επιτρέπουν τον προσδιορισμό, τη συζήτηση και την αποφυγή πιθανών προβλημάτων. Ενώ τα μη εκτελεστικά μέλη είναι πιθανά πιο ανεξάρτητα, δεν οδηγούν όμως πάντα σε αποτελεσματι-

κότερη εταιρική διακυβέρνηση και αύξηση της απόδοσης. Διαφορετικές δομές ΔΣ είναι ιδανικές για διαφορετικές εταιρείες. Επιπλέον, η ικανότητα του ΔΣ να ελέγχει τους ανώτερους υπαλλήλους της εταιρείας είναι μια εκδοχή της πρόσβασης του σε πληροφορίες. Τα εκτελεστικά μέλη κατέχουν ανώτερη γνώση της διαδικασίας λήψης αποφάσεων και επομένως αξιολογούν ex ante την διοίκηση βάσει της ποιότητας των αποφάσεων της που οδηγούν σε οικονομικά αποτελέσματα.

❖ **Διαδικασίες εσωτερικού ελέγχου και εσωτερικοί ελεγκτές:** Οι διαδικασίες εσωτερικού ελέγχου είναι πολιτικές που εφαρμόζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο, την Επιτροπή Λογιστικού Ελέγχου, τη διοίκηση και άλλα μέλη του προσωπικού προκειμένου να παρέχουν τη δομημένη βεβαίωση της επίτευξης των στόχων της επιχείρησης. Οι στόχοι αυτοί έχουν να κάνουν με την αξιόπιστη οικονομική έκθεση, τη λειτουργική αποδοτικότητα και τη συμμόρφωση με τους νόμους και τους κανονισμούς. Οι εσωτερικοί ελεγκτές ανήκουν στο προσωπικό της επιχείρησης και εξετάζουν το σχέδιο, την εφαρμογή των διαδικασιών εσωτερικού ελέγχου και την αξιοπιστία της οικονομικής έκθεσής του.

❖ **Εξισορρόπηση της δύναμης:** Ουσιαστικά πρόκειται για την εξισορρόπηση της δύναμης ανάμεσα στα μέλη της διοίκησης και τους υπαλλήλους. Για παράδειγμα, ο Πρόεδρος πρέπει να είναι διαφορετικό πρόσωπο από τον ταμία. Η εφαρμογή του διαχωρισμού της δύναμης αναπτύσσεται κυρίως στις επιχειρήσεις όπου χωριστά τμήματα ελέγχουν και εξισορροπούν τις μεταξύ τους ενέργειες. Ενδεικτικά, μια ομάδα μπορεί να προτείνει διοικητικές αλλαγές σ' όλη την επιχείρηση, μια άλλη να επιθεωρεί και να εμποδίζει τις αλλαγές και μία τρίτη να ελέγχει αν συγκλίνουν τα συμφέροντα των ανθρώπων εκτός των τριών ομάδων (πελάτες, μέτοχοι, υπάλληλοι).

❖ **Ανταμοιβή:** Η ανταμοιβή βασισμένη στην απόδοση έχει ως σκοπό να συνδέσει κάποιο ποσοστό του μισθού με την ατομική απόδοση. Μπορεί να είναι υπό μορφή με-

τητών ή σε είδος πληρωμών, όπως μετοχές και μερίδια options, συνταξιοδότηση ή άλλα οφέλη. Όμως, τέτοια σχέδια κινήτρων είναι αντιδραστικά υπό την έννοια ότι δεν παρέχουν κανέναν μηχανισμό για την πρόληψη λαθών ή καιροσκοπικής συμπεριφοράς, και μπορούν να προκαλέσουν μυωπική συμπεριφορά.

#### **1.4.2 Εξωτερικοί Εταιρικοί Έλεγχοι Διακυβέρνησης**

Οι εξωτερικοί έλεγχοι της Εταιρικής Διακυβέρνησης περιλαμβάνουν τους ελέγχους των εξωτερικών ενδιαφερομένων μερών που ασκούν πάνω στην επιχείρηση, όπως:

- ανταγωνισμός
- συμβόλαια χρέους
- ζήτηση και αξιολόγηση απόδοσης (συγκεκριμένα οικονομικές δηλώσεις)
- κυβερνητικές ρυθμίσεις
- διαχείριση αγοράς εργασίας
- πίεση Τύπου
- εξαγορές

#### **1.5 Συστημικά προβλήματα της Εταιρικής Διακυβέρνησης**

Τα βασικά συστημικά προβλήματα της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η ζήτηση πληροφοριών, οι δαπάνες ελέγχου και η παροχή λογιστικής πληροφόρησης.

Αναφορικά με το πρώτο πρόβλημα, ένα εμπόδιο των μετόχων που ζητούν καλή πληροφόρηση είναι το κόστος απόκτησής της, ειδικά όταν πρόκειται για έναν μικρό μέτοχο.

Η παραδοσιακή απάντηση σε αυτό το πρόβλημα είναι Υπόθεση της Αποδοτικής Αγοράς (Efficient Market Hypothesis: θεωρεί ότι οι χρηματοοικονομικές αγορές είναι αποδοτικές), η οποία προτείνει ότι ο μικρός μέτοχος θα ακολουθήσει ελεύθερα τις κρίσεις των μεγαλύτερων επαγγελματιών επενδυτών.

Το πρόβλημα των δαπανών ελέγχου έγκειται στο γεγονός ότι προκειμένου να επηρεα-

στούν τα μέλη του ΔΣ, οι μέτοχοι πρέπει να συνεργαστούν μεταξύ τους, για να αποτελέσουν μια σημαντική ομάδα ψήφων που θα μπορεί να είναι μια πραγματική απειλή σε ψηφίσματα προτάσεων ή διορισμούς μελών στις Γενικές Συνελεύσεις. Αυτή όμως η συνεργασία απαιτεί αρκετό κόστος από την πλευρά των μετόχων.

Τέλος, αναφορικά με το πρόβλημα της *παροχής λογιστικής πληροφόρησης*, οι χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί διαμορφώνουν μια κρίσιμη σύνδεση μεταξύ των προμηθευτών χρηματοδότησης και των μελών του ΔΣ. Οι ατέλειες στην διαδικασία υποβολής οικονομικών εκθέσεων προκαλούν ατέλειες στην αποτελεσματικότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Η επίλυση του προβλήματος επιτυγχάνεται με την χρήση εξωτερικής διαδικασίας ελέγχου.

### **1.6 Μέτρηση Διακυβέρνησης**

Σαν διαδικασία, η διακυβέρνηση μπορεί να λειτουργήσει σε μια επιχείρηση οποιουδήποτε μεγέθους: από έναν μόνο άνθρωπο έως σε όλη ανθρωπότητα, και μπορεί να λειτουργήσει για οποιοδήποτε σκοπό, «αγαθό» ή «κακό», για κέρδος ή όχι. Ένας μετριοπαθής ή ορθολογικός σκοπός της διακυβέρνησης θα μπορούσε να είναι ο στόχος εξασφάλισης (μερικές φορές εξ ονόματος άλλων) παραγωγής ενός σημαντικού αριθμού σχεδίων ικανοποιητικών αποτελεσμάτων αποφεύγοντας ανεπιθύμητες πρακτικές του παρελθόντος. Ίσως ο ηθικός και φυσικός σκοπός της διακυβέρνησης να αποτελείται από την επιβεβαίωση, εξ ονόματος εκείνων που κυβερνώνται, ενός αντάξιου «καλού» σχεδίου αποφεύγοντας ένα ανεπιθύμητο «κακό» σχέδιο.

Την τελευταία δεκαετία, διάφορες προσπάθειες γίνονται πάνω στην έρευνα και τη διεθνή ανάπτυξη κοινοτήτων προκειμένου να αξιολογηθεί και να μετρηθεί η ποιότητα της διακυβέρνησης των χωρών σε όλο τον κόσμο. Μία από αυτές αποτελεί και η έρευνα των παγκόσμιων δεικτών Διακυβέρνησης (Worldwide Governance Indicators), η οποία αναπτύχθηκε από μέλη της Παγκόσμιας Τράπεζας (World Bank) και του Ινστιτούτου



της (World Bank Institute). Η έρευνα αυτή αναφέρει συνολικούς και ατομικούς δείκτες για περισσότερες από 200 χώρες για έξι διαστάσεις της διακυβέρνησης: *άποψη και υπευθυνότητα, πολιτική σταθερότητα και έλλειψη βίας, αποτελεσματική διακυβέρνηση, ρυθμιστική ποιότητα, κράτος δικαίου, έλεγχος της δωροδοκίας*. Για την ολοκλήρωση των μακροπρόθεσμων δεικτών που αφορούν σε κάθε χώρα, το Ινστιτούτο της Παγκόσμιας Τράπεζας ανέπτυξε μελέτες διακυβέρνησης (World Bank Governance Surveys), οι οποίες χρησιμοποιούνται ως εργαλεία αξιολόγησης του επιπέδου διακυβέρνησης των χωρών. Επίσης, λειτουργούν σε μικροοικονομικό ή υπο-εθνικό (sub-national) επίπεδο και χρησιμοποιούν πληροφόρηση συγκεντρωμένη από τους πολίτες της κάθε χώρας, τους επιχειρηματίες και τους υπαλλήλους του δημόσιου τομέα, προκειμένου να εντοπίσουν τις ευπάθειες της διακυβέρνησης και να προτείνουν συγκεκριμένες προσεγγίσεις για την πάταξη της δωροδοκίας.

### **1.7 Εταιρικά Πρότυπα Διακυβέρνησης σε όλο τον κόσμο**

Αν και το αμερικανικό πρότυπο της εταιρικής διακυβέρνησης είναι το πιο πασίγνωστο, υπάρχει μια ιδιαίτερη διαφοροποίηση στα εταιρικά πρότυπα διακυβέρνησης σε όλο τον κόσμο. Οι περίπλοκες μετοχικές δομές keiretsus στην Ιαπωνία, η έντονη παρουσία τραπεζών στα κεφάλαια των γερμανικών εταιρειών, τα chaebols στη Νότια Κορέα καθώς και άλλα είναι παραδείγματα των συμφωνιών που προσπαθούν να ανταποκριθούν στις ίδιες προκλήσεις Εταιρικής Διακυβέρνησης όπως στις ΗΠΑ.

#### **1.7.1 Αγγλο-αμερικανικό μοντέλο**

Υπάρχουν πολλά διαφορετικά πρότυπα της Εταιρικής Διακυβέρνησης σε όλο τον κόσμο. Διαφέρουν ανάλογα με την ποικιλία του καπιταλισμού στον οποίο ενσωματώνονται. Το φιλελεύθερο μοντέλο (liberal model), που είναι κοινό στις αγγλο-αμερικανικές χώρες, τείνει να δώσει προτεραιότητα στα συμφέροντα των μετόχων. Το συντονισμένο μοντέλο (coordinated model), που συναντάται στην ηπειρωτική Ευρώπη και την Ιαπω-

νία, αναγνωρίζει επίσης τα συμφέροντα των εργαζομένων, των διευθυντών, των προμηθευτών, των πελατών, και της κοινότητας. Κάθε μοντέλο έχει το δικό του ευδιάκριτο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Το φιλελεύθερο μοντέλο της εταιρικής διακυβέρνησης ενθαρρύνει τη ριζική καινοτομία (Radical Innovation) και τον ανταγωνισμό δαπανών, ενώ το συντονισμένο μοντέλο διευκολύνει την επαυξητική καινοτομία (Incremental Innovation) και τον ποιοτικό ανταγωνισμό. Εντούτοις, υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ της πρόσφατης αμερικανικής προσέγγισης στα ζητήματα διακυβέρνησης και των συμβάντων στο Ηνωμένο Βασίλειο. Στις Ηνωμένες Πολιτείες, μια εταιρεία διοικείται από το Διοικητικό Συμβούλιο, το οποίο έχει τη δύναμη να επιλέξει έναν εκτελεστικό υπάλληλο, συνήθως γνωστό ως Διευθύνων Σύμβουλο (CEO). Ο CEO έχει ευρεία δύναμη να διαχειριστεί την εταιρεία σε καθημερινή βάση, αλλά χρειάζεται να έχει την έγκριση του ΔΣ για ορισμένες σημαντικές ενέργειες, όπως τη μίσθωση των άμεσων υφισταμένων του/της, τη συγκέντρωση χρημάτων, την απόκτηση άλλης επιχείρησης, σημαντικές κεφαλαιακές επενδύσεις ή άλλα ακριβά προγράμματα. Άλλα καθήκοντα του ΔΣ είναι η οριοθέτηση πολιτικής, η λήψη αποφάσεων, ο έλεγχος διοικητικής απόδοσης ή ο εταιρικός έλεγχος.

Το Διοικητικό Συμβούλιο επιλέγεται κυρίως από τους μέτοχους και είναι υπόλογο σ' αυτούς, αλλά οι κανονισμοί πολλών επιχειρήσεων κατέστησε δύσκολο για όλους εκτός από τους μεγαλύτερους μετόχους να έχουν οποιαδήποτε επιρροή στη στελέχωση του ΔΣ. Συνήθως οι μεμονωμένοι μέτοχοι δεν έχουν τη δυνατότητα να επιλέξουν ανάμεσα στους υποψηφίους τα νέα μέλη του ΔΣ, αλλά τους ζητείται να εγκρίνουν ανεξέταστα τους υποψηφίους του συνεδριασμένου ΔΣ. Παράλογα κίνητρα έχουν επιβληθεί σε πολλά ΔΣ στον ανεπτυγμένο κόσμο, με τα μέλη συμβουλίων να είναι υπόχρεα στον Διευθύνοντα Σύμβουλο, του οποίου τις ενέργειες καλούνται να επιτηρήσουν. Συχνά, τα μέλη των Διοικητικών Συμβουλίων είναι Διευθύνοντες Σύμβουλοι άλλων εταιρειών,

γεγονός που πολλοί θεωρούν ως σύγκρουση συμφερόντων, καθώς παρεκκλίνουν από τον υγιή κανόνα και πρέπει να είναι σε θέση να δίνουν πειστικές εξηγήσεις στους μετόχους τους.

### **1.8 Η έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης: Πώς την αντιλαμβάνονται στο εξωτερικό**

Σύμφωνα με τη συγγραφέα επιχειρηματικών άρθρων Gabrielle O'Donovan (Corporate Governance International Journal, 2003), η Εταιρική Διακυβέρνηση συμβολίζει το εσωτερικό σύστημα κάλυψης πολιτικών, διαδικασιών και ατόμων, τα οποία εξυπηρετούν τις ανάγκες των μετόχων και άλλων ενδιαφερομένων μερών, διευθύνοντας και ελέγχοντας τις εργασίες της διοίκησης με καλή κατανόηση των επιχειρηματικών δρόμων, αντικειμενικότητα, υπευθυνότητα και ακεραιότητα. Επίσης βασίζεται στην σύνδεση με την εξωτερική αγορά και τη νομοθεσία της, καθώς και σε μια «υγιή» κουλτούρα του Διοικητικού Συμβουλίου, το οποίο προστατεύει τις πολιτικές και τις διαδικασίες της εταιρείας. Παράλληλα, η «ποιότητα» της Εταιρικής Διακυβέρνησης μιας επιχείρησης μπορεί να επηρεάσει την τιμή της μετοχής της καθώς και το κόστος αύξησης κεφαλαίου. Η ποιότητα καθορίζεται από τις χρηματοοικονομικές αγορές, τη νομοθεσία και άλλους παράγοντες της εξωτερικής αγοράς καθώς και από την εφαρμογή των πολιτικών και διαδικασιών και την καθοδήγηση των ανθρώπων. Εξωτερικοί παράγοντες βρίσκονται σε μεγάλο βαθμό εκτός του κύκλου ελέγχου οποιουδήποτε Διοικητικού Συμβουλίου. Το εσωτερικό περιβάλλον από την άλλη είναι εντελώς διαφορετική περίπτωση και προσφέρει στις εταιρείες την δυνατότητα να διαφοροποιηθούν από τους ανταγωνιστές μέσω της κουλτούρας του Διοικητικού Συμβουλίου τους. Μέχρι σήμερα το μεγαλύτερο μέρος της συζήτησης για την Εταιρική Διακυβέρνηση έχει επικεντρωθεί στην νομοθετική πολιτική, προκειμένου να αποτραπούν δραστηριότητες εξαπάτησης και πολιτικών αδιαφανειών που παραπλανούν τους ανώτερους υπαλλήλους,

θεραπεύοντας τα συμπτώματα και όχι την αιτία.

Αναφορά της επιτροπής SEBI (Securities and Exchange Board of India) στην Ινδία ορίζει την Εταιρική Διακυβέρνηση ως την αποδοχή από τη διοίκηση από τη μια των αναφαίρετων δικαιωμάτων των μετόχων, ως πραγματικοί ιδιοκτήτες της εταιρείας, και από την άλλη το δικό τους ρόλο, ως επίτροποι για λογαριασμό των μετόχων. Έχει να κάνει με την δέσμευση με τις αξίες, με την ηθική της επιχειρηματικής συμπεριφοράς και με τη διαφοροποίηση μεταξύ ατομικών και εταιρικών κεφαλαίων στη διοίκηση μιας εταιρείας. Ο ορισμός προέρχεται από τις αρχές του Gandhi για τις ευθύνες θεματοφύλακα (the Gandhian principle of trusteeship) και τις Άμεσες Αρχές (Directive Principles) του Ινδικού Ινστιτούτου. Ουσιαστικά, η Εταιρική Διακυβέρνηση αντιμετωπίζεται ως δεοντολογική και ηθική υποχρέωση. Άλλωστε η θετική της επίδραση στα διαφορετικά ενδιαφερόμενα μέρη τελικά ενδυναμώνει την οικονομία και ως εκ τούτου η καλή Εταιρική Διακυβέρνηση είναι ένα εργαλείο για την κοινωνικο-οικονομική ανάπτυξη.

### **1.8.1 Ρόλος των θεσμικών επενδυτών**

Πριν από πολλά χρόνια, οι αγοραστές και οι πωλητές των μετοχών εταιρειών ήταν παγκοσμίως μεμονωμένοι επενδυτές, όπως πλούσιοι επιχειρηματίες ή οικογένειες, οι οποίοι είχαν συχνά προσωπικό και συναισθηματικό ενδιαφέρον για τις εταιρείες των οποίων ήταν μέτοχοι. Κατά το πέρασμα του χρόνου, οι αγορές έγιναν κατά ένα μεγάλο μέρος θεσμοποιημένες (institutionalized): μεγάλα ιδρύματα πήραν τη θέση των αγοραστών και των πωλητών (π.χ. συνταξιοδοτικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια, κεφάλαια εξασφάλισης - hedge funds, συναλλαγματικά κεφάλαια - exchange traded funds, άλλες ομάδες επενδυτών, ασφαλιστικές εταιρείες, τράπεζες, μεσίτες, και άλλοι χρηματοδοτικοί οργανισμοί).

Η είσοδος του θεσμικού επενδυτή επέφερε το ζήτημα της επαγγελματικής επιμέλειας, η οποία έτεινε να βελτιώσει τον κανονισμό του χρηματιστηρίου (αλλά όχι απαραίτητα

προς όφελος του μικρού επενδυτή ή ακόμα και των καινοτόμων ιδρυμάτων - *naive institutions*). Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι αυτή η διαδικασία εμφανίστηκε ταυτόχρονα με την αύξηση του αριθμού των έμμεσων επενδυτών στην αγορά (παραδείγματος χάριν άτομα διαθέτουν διπλάσιο ποσό χρημάτων σε αμοιβαία κεφάλαια από όσο σε τραπεζικούς λογαριασμούς). Εντούτοις, η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στην εμφάνιση "επαγγελματιών", οι οποίοι διαχειρίζονται τα κεφάλαια των επενδυτών, όπως στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων. Κατ' αυτό τον τρόπο, η πλειοψηφία των επενδύσεων πλέον περιγράφεται ως "θεσμική επένδυση" ακόμα κι αν η μεγάλη πλειοψηφία των κεφαλαίων είναι προς όφελος των μεμονωμένων επενδυτών.

Υπάρχει και η περίπτωση των εταιρειών που διοικούνται από μεγάλα ιδρύματα. Το Διοικητικό Συμβούλιο αυτών των εταιρειών επιλέγεται συνήθως από τους αρχικούς μετόχους, οι οποίοι έχουν μια συναισθηματική καθώς και κεφαλαιακή επένδυση στην επιχείρηση (περίπτωση Ford). Το ΔΣ παρακολουθεί επιμελώς την επιχείρηση και τους κύριους ανώτερους υπαλλήλους της (συνήθως μισθώνει και απολύει τον Πρόεδρο ή τον Διευθύνοντα Σύμβουλο).

Μια πρόσφατη μελέτη από την Credit Suisse κατέδειξε ότι οι επιχειρήσεις στις οποίες "οι ιδρυθείσες οικογένειες διατηρούσαν μέρος περισσότερο από 10% του κεφαλαίου της επιχείρησης είχαν ανώτερη απόδοση από τους αντίστοιχους αντιπάλους τους." Από το 1996, αυτή η ανώτερη απόδοση ανέρχεται σε 8% ετησίως. Σύμφωνα με το Business Week, ένα από τα μεγαλύτερα στρατηγικά πλεονεκτήματα που μπορεί να έχει μια επιχείρηση είναι οι «γραμμές αίματος». Σ' αυτή την τελευταία μελέτη, "η BW προσδιόρισε πέντε βασικά συστατικά που συμβάλλουν στην ανώτερη απόδοση. Δεν είναι όλες οι ιδιότητες μοναδικές σε επιχειρήσεις με διατηρημένα οικογενειακά ενδιαφέροντα. Αλλά προσπαθούν να εξηγήσουν γιατί είναι θετικό να υπάρχει κάποιος στο τιμόνι — ή να δρα στο παρασκήνιο — ο οποίος να μην ενδιαφέρεται μόνο για την αμοιβή του και την

*προοπτική μιας άνετης αποχώρησης σε περίπτωση κίνδυνου."*

Στη σημερινή εποχή εάν τα ιδρύματα-ιδιοκτήτες δε συμφωνούν με τις πράξεις του Πρόεδρου ή του Διευθύνοντα Συμβούλου και θεωρούν ότι η απόλυσή τους θα ήταν πιθανόν δαπανηρή ή/και χάσιμο χρόνου, «πουλούν» απλά τη συμμετοχή τους. Το ΔΣ συνήθως επιλέγεται από τον Πρόεδρο ή το Διευθύνοντα Σύμβουλο και μπορεί να αποτελείται πρώτιστα από τους φίλους και τους συνεταίρους τους, όπως για παράδειγμα ανώτεροι υπάλληλοι της επιχείρησης ή συνάδελφοι. Δεδομένου ότι οι (θεσμικοί) μέτοχοι αντιτίθενται σπάνια, ο Πρόεδρος ή ο Διευθύνοντας Σύμβουλος γενικά παίρνει την έδρα της θέσης επιτροπής (κι έτσι καθίσταται δυσκολότερο για τους θεσμικούς ιδιοκτήτες να τον/την απολύσουν). Περιστασιακά, αλλά σπάνια, θεσμικοί επενδυτές υποστηρίζουν ψηφίσματα μετόχων σχετικά με θέματα όπως ειδικές πληρωμές και μη εξαγορά της εταιρείας. Τέλος, οι μεγαλύτερες ομάδες των χρημάτων προς επένδυση (όπως το αμοιβαίο κεφάλαιο "Vanguard 500", ή η μεγαλύτερη εταιρεία διαχείρισης επενδύσεων για εταιρείες, State Street Corp.) σχεδιάζονται απλά για να επενδυθούν σε έναν πολύ μεγάλο αριθμό διαφορετικών επιχειρήσεων με ικανοποιητική ρευστότητα, βασιζόμενες στην ιδέα ότι αυτή η στρατηγική θα εξαλείψει κατά ένα μεγάλο μέρος το χρηματοοικονομικό ή οποιοδήποτε άλλο κίνδυνο στη μεμονωμένη επιχείρηση και, επομένως, αυτοί οι επενδυτές θα έχουν ακόμα λιγότερο ενδιαφέρον να λάβουν μέρος στη διακυβέρνηση μιας επιχείρησης.

Από τη δεκαετία του '90 που παρουσιάστηκε σημαντική άνοδος στη χρήση συναλλαγών μέσω διαδικτύου, τόσο ατομικές όσο και επαγγελματικές επενδύσεις σε μετοχές σε όλο τον κόσμο αναδύθηκαν ως πιθανό νέο είδος σημαντικής (βραχυπρόθεσμης) δύναμης στην άμεση ή έμμεση ιδιοκτησία των εταιρειών και στις αγορές: ο περιστασιακός συμμετέχων. Παρόλο που η αγορά μεμονωμένων μετοχών οποιασδήποτε εταιρείας από μεμονωμένους επενδυτές μειώνεται, η πώληση παράγωγων (π.χ., συναλλαγματικά κεφά-

λαια ETFs – exchange-traded funds, δείκτες χρηματιστηρίου, options κ.λπ.) έχει εκτοξευθεί στα ύψη. Έτσι, τα συμφέροντα των περισσότερων επενδυτών είναι τώρα όλο και σπανιότερα συνδεδεμένα στις τύχες μεμονωμένων εταιρειών. Αλλά, η κατοχή μετοχών στις αγορές σε όλο τον κόσμο ποικίλλει. Για παράδειγμα, η πλειοψηφία των μετοχών στην ιαπωνική αγορά κατέχεται από οικονομικές επιχειρήσεις και βιομηχανικές εταιρείες (υπάρχει ένα μεγάλο και προμελετημένο ποσό «διασταυρώσεων» μεταξύ των ιαπωνικών keiretsu εταιρειών και νοτιοκορεάτικων ομίλων), ενώ οι μετοχές στις ΗΠΑ ή το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ευρώπη κατέχονται κυρίως από το Διοικητικό Συμβούλιο, συχνά ακόμα κι από μεγάλους μεμονωμένους επενδυτές. Σημειώνεται ότι ο όρος keiretsu δηλώνει έναν όμιλο εταιρειών με αλληλοσυνδεδεμένες εταιρικές σχέσεις και ιδιοκτησίες μετοχών. Πρόκειται για ένα τύπο επιχειρησιακής οργάνωσης. Παραδείγματα ομίλων τύπου keiretsu αποτελούν: Mitsubishi, Mitsui, Fuyo, Toyota ("vertically-integrated" keiretsu όμιλος) κλπ. Ακόμα και όμιλοι εκτός Ιαπωνίας λειτουργούν με το ίδιο σύστημα, όπως: Virgin Group (UK), Tata Group (India), Cisco Systems (USA) κλπ. (Masahiko Aoki and Hugh Patrick, 1994).

### **1.9 Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα**

Ο όρος Εταιρική Διακυβέρνηση αναφέρεται στο πλαίσιο που καθορίζει τις σχέσεις μεταξύ των τριών πυλώνων της σύγχρονης επιχείρησης, δηλαδή των μετόχων, της ανώτατης διοίκησης και του Διοικητικού Συμβουλίου. Η ρύθμιση των δικαιωμάτων αλλά και των υποχρεώσεων των τριών αυτών πλευρών αποτελεί αντικείμενο συστηματικού προβληματισμού σε όλες τις αναπτυγμένες οικονομίες (Μητσοτάκης, 2001).

Στην Ελλάδα η έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης δεν είναι ευρέως διαδεδομένη. Σε αυτό συνέτεινε το γεγονός ότι για την μέση ελληνική επιχείρηση οι μέτοχοι, η ανώτατη διοίκηση και το Διοικητικό Συμβούλιο είναι ένα και το αυτό, με αποτέλεσμα η ρύθμιση των σχέσεων μεταξύ των τριών πλευρών να καθίσταται προβληματική. Όμως

η ωρίμανση της κεφαλαιαγοράς τα τελευταία χρόνια οδήγησε στην μεγαλύτερη ευαισθητοποίηση του νομοθέτη (Νόμος 3016/2002), αλλά και της αγοράς γύρω από τα ζητήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης. Για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεις, η υιοθέτηση αυστηρών κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι περίπου μονόδρομος, όχι μόνο διότι απαιτείται από το υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο, αλλά και επειδή αργά ή γρήγορα η ίδια η αγορά ανταμείβει εκείνες τις εταιρείες, που ρυθμίζουν με το βέλτιστο τρόπο τις σχέσεις μεταξύ μετόχων ανώτατης διοίκησης και ΔΣ. Πρακτικές όπως η ανάδειξη του ΔΣ σε κύριο πόλο λήψης αποφάσεων σχετικά με τη στρατηγική της επιχείρησης και το διορισμό ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο ΔΣ αποτελούν ολοένα και πιο πολύ αντικείμενο διαφοροποίησης μεταξύ των εισηγμένων επιχειρήσεων. Η βελτίωση των πρακτικών Εταιρικής Διακυβέρνησης αφορά όμως εξ' ίσου και τις μη εισηγμένες εταιρείες. Η συμμετοχή εταιρειών venture capital στο μετοχικό κεφάλαιο μη εισηγμένων επιχειρήσεων είναι συνήθως το πρώτο βήμα προκειμένου οι εταιρείες αυτές να εξοικειωθούν με τις σύγχρονες πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης και να προετοιμασθούν για τις υποχρεώσεις τους όταν θα διαβούν το κατώφλι της κεφαλαιαγοράς.

Η Εταιρική Διακυβέρνηση αναφέρεται σε ένα σύνολο αρχών με βάση το οποίο επιδιώκεται η υπεύθυνη οργάνωση, η λειτουργία, η διοίκηση και ο έλεγχος μιας επιχείρησης, με μακροπρόθεσμο στόχο τη μεγιστοποίηση της αξίας της και τη διαφύλαξη όλων των έννομων συμφερόντων που συνδέονται με αυτήν. Οι αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης επηρεάζουν τον τρόπο με τον οποίο τίθενται και επιτυγχάνονται οι εταιρικοί στόχοι, εξασφαλίζεται η διαφάνεια, προάγεται η ανταγωνιστικότητα της επιχείρησης καθώς και υιοθετούνται τα συστήματα παρακολούθησης και αποτίμησης κινδύνων.

Ένα σύγχρονο μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης, σύμφωνο με τους διεθνείς κώδικες και τις βέλτιστες πρακτικές, περιλαμβάνει:



- Σεβασμό και προστασία των δικαιωμάτων και συμφερόντων όλων των μετόχων.
- Διασφάλιση κατάλληλης σύνθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου που να πληροί τα κριτήρια ανεξαρτησίας και σαφούς διαχωρισμού αρμοδιοτήτων από τα όργανα διοίκησης.
- Δημιουργία οργάνων διοίκησης με σαφείς ρόλους, που να εξισορροπούν τα προσόντα και την εμπειρία των στελεχών με τις απαιτήσεις, τη φύση και το εύρος των εταιρικών δραστηριοτήτων.
- Καθορισμό συστημάτων ανταμοιβών, αξιολόγησης και ανάπτυξης, τέτοιων ώστε να προσελκύουν και να διατηρούν στελέχη με ικανότητες να επιτυγχάνουν την απόδοση που απαιτείται από τους μετόχους.
- Υποστήριξη της διαφάνειας, ακεραιότητας και υπευθυνότητας στις διαδικασίες λήψης αποφάσεων.
- Ανάπτυξη συγκεκριμένων εταιρικών διαδικασιών που απεικονίζουν τον τρόπο καθημερινής εργασίας και διασφάλιση ενός αποτελεσματικού συστήματος εσωτερικού ελέγχου που να λειτουργεί σύμφωνα με τις σύγχρονες θεωρίες διαχείρισης κινδύνων.
- Ικανοποίηση των αναγκών για ορθή, έγκαιρη και επαρκή παροχή πληροφοριών στην επενδυτική κοινότητα και το ευρύτερο κοινωνικό σύνολο σχετικά με την πορεία της επιχείρησης.
- Ευαισθητοποίηση σε θέματα κοινωνικής ευθύνης.

Ειδικότερα, η υπεύθυνη Εταιρική Διακυβέρνηση περιλαμβάνει και την ευαισθητοποίηση όλων των υπαλλήλων της εταιρείας (στην περίπτωση ομίλου, απαιτείται η ενεργοποίηση και του ομίλου) στη σωστή διαχείριση των εμπιστευτικών πληροφοριών που περιέρχονται στην κατοχή τους και στην απαγόρευση χρήσης τους για την αποκόμιση ιδίου οφέλους. Μέσα από συγκεκριμένες διαδικασίες και πρακτικές, καλούνται όλοι να

διατηρούν υψηλό επίπεδο επαγγελματικής δεοντολογίας κατά την εκτέλεση των καθηκόντων τους αλλά και στις σχέσεις τους με τις δημόσιες αρχές και το κοινό εν γένει. Τέλος, η εκάστοτε εταιρεία προωθεί τη συνεργασία με τους πελάτες της και όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά, αναπτύσσοντας νέα προϊόντα και υπηρεσίες που ανταποκρίνονται στις απαιτήσεις των πελατών της και συζητώντας σε βάθος όλες τις σημαντικές αποφάσεις ή τυχόν τροποποιήσεις των κανονισμών της.

Με την εγκαθίδρυση του παραπάνω πλαισίου Αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης, η εταιρεία θεωρεί ότι είναι κατάλληλα εξοπλισμένη ώστε να ανταγωνιστεί διεθνώς, να διατηρήσει και να προωθήσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών τόσο εντός όσο και εκτός των συνόρων της χώρας. Παράλληλα, το ίδιο σημαντική θεωρείται η επαγρύπνηση για διαρκή ανασκόπηση όλων των παραπάνω πρακτικών, έτσι, ώστε να επιβεβαιώνεται ότι συνεχίζουν να ανταποκρίνονται στις τοπικές και διεθνείς εξελίξεις.

Σε πλήρη συμμόρφωση με τις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης και όλους τους κανόνες συμπεριφοράς των εισηγμένων εταιρειών, που ορίζονται στην απόφαση 5/204/14.11.2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, όπως ισχύει, και στις διατάξεις του Ν. 3016/17.5.2002, όπως τροποποιήθηκε από το Ν. 3091/24.12.2002, οι εταιρείες οφείλουν να προχωρήσουν στην προσαρμογή του εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας και να θεσπίσουν Συμβούλια, Επιτροπές καθώς και Εσωτερικούς και Εξωτερικούς Ελεγκτικούς Μηχανισμούς.

Κάθε εταιρεία και όμιλος ακολουθεί το δικό του σύστημα εσωτερικού και εξωτερικού ελέγχου, ανάλογα με τις αρχές που έχει θεσπίσει, τον τομέα δραστηριότητας και τις εν γένει συναλλαγές. Ενδεικτικά, επίπεδα εσωτερικού και εξωτερικού ελέγχου (σύμφωνα με το υπόδειγμα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας) για μια εταιρεία που ακολουθεί τις αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης θα μπορούσαν να είναι:

Εσωτερικά επίπεδα ελέγχου

1. Εσωτερική επιθεώρηση

Η Διεύθυνση Εσωτερικής Επιθεώρησης λειτουργεί υπό την άμεση ευθύνη της Εκτελεστικής Επιτροπής. Τα καθήκοντα της Διεύθυνσης Εσωτερικής Επιθεώρησης ορίζονται στο Καταστατικό Επιθεώρησης της εταιρείας που έχει εγκριθεί από την Εκτελεστική Επιτροπή. Το Καταστατικό Επιθεώρησης ενδείκνυται να θεσπίζεται με βάση διεθνώς παραδεδεγμένα επαγγελματικά πρότυπα και ειδικότερα τα πρότυπα του Ινστιτούτου Εσωτερικών Ελεγκτών.

2. Διάρθρωση του συστήματος εσωτερικού ελέγχου

Η διάρθρωση του εσωτερικού ελέγχου μιας εταιρείας βασίζεται σε μια λειτουργική προσέγγιση. Κάθε υπηρεσιακή μονάδα (Τμήμα, Διεύθυνση ή Γενική Διεύθυνση) είναι υπεύθυνη για το δικό της εσωτερικό έλεγχο και τη δική της αποτελεσματικότητα. Προς το σκοπό αυτό, οι υπηρεσιακές μονάδες εφαρμόζουν μια σειρά από διαδικασίες λειτουργικού ελέγχου στον τομέα της αρμοδιότητάς τους.

3. Κώδικας συμπεριφοράς και κανόνες περί εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών

Ο Κώδικας Συμπεριφοράς παρέχει κατευθυντήριες γραμμές και καθορίζει σημεία αναφοράς για το προσωπικό και τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής. Όλοι καλούνται να διατηρούν υψηλό επίπεδο επαγγελματικής δεοντολογίας κατά την εκτέλεση των καθηκόντων τους στην εταιρεία, αλλά και στις σχέσεις τους με τους πελάτες, τις δημόσιες αρχές, τους συμμετέχοντες στην αγορά, τους εκπροσώπους των μέσων ενημέρωσης και το κοινό εν γένει.

Τα μέλη του ΔΣ συμμορφώνονται και αυτά στον Κώδικα Συμπεριφοράς, ο οποίος

αντανακλά την ευθύνη τους να διαφυλάττουν την ενότητα και το κύρος της εταιρείας, καθώς και την αποτελεσματικότητα των πράξεών τους.

Η Εκτελεστική Επιτροπή έχει θεσπίσει και ένα σύνολο εσωτερικών ελέγχων για την πρόληψη της κατάχρησης ευαίσθητων πληροφοριών στις χρηματοπιστωτικές αγορές (κανόνες περί εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών).

Διαδικασία συμμόρφωσης και Σύμβουλος Δεοντολογίας

Μια διαδικασία συμμόρφωσης επιβάλλει συγκεκριμένες υποχρεώσεις στα μέλη του προσωπικού που έχουν τακτική πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες. Η Εκτελεστική Επιτροπή διορίζει Σύμβουλο Δεοντολογίας με σκοπό την παροχή κατευθυντήριων γραμμών για όλες τις πτυχές επαγγελματικής συμπεριφοράς και επαγγελματικού απορρήτου. Επιπλέον, ο Σύμβουλος Δεοντολογίας εξασφαλίζει ότι οι κανόνες για την εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών ερμηνεύονται με συνεπή τρόπο.

#### 4. Αρχή αρμόδια για τον προϋπολογισμό

Αρμόδιο όργανο για τον προϋπολογισμό είναι το ΔΣ, το οποίο ψηφίζει τον προϋπολογισμό της εταιρείας, ύστερα από πρόταση της Εκτελεστικής Επιτροπής. Επιπλέον, η Επιτροπή Προϋπολογισμού επικουρεί το ΔΣ σε θέματα που σχετίζονται με τον προϋπολογισμό της εταιρείας.

#### 5. Πρόληψη της απάτης στο εσωτερικό της εταιρείας

Ορίζονται μέτρα από την εταιρεία για την καταπολέμηση της απάτης, της δωροδοκίας και κάθε άλλης παράνομης δραστηριότητας επιζήμιας για τα οικονομικά συμφέροντα της εταιρείας (ή του ομίλου). Επίσης ορίζονται μέτρα σχετικά με την τροποποίηση των όρων απασχόλησης του προσωπικού. Πρόκειται για ένα ολοκληρωμένο πρόγραμμα καταπολέμησης της απάτης υπό τον τελικό έλεγχο μιας ανεξάρτητης Επιτροπής Καταπολέμησης της Απάτης.

## 6. Επιτροπή Εσωτερικών Επιθεωρητών

Η Επιτροπή Εσωτερικών Επιθεωρητών είναι υπεύθυνη για τη διενέργεια και το συντονισμό ελέγχων με εντολή του ΔΣ, το οποίο θεσπίζει την πολιτική ελέγχου προκειμένου να διασφαλίζεται έλεγχος για τα κοινά προγράμματα και τα κοινά λειτουργικά συστήματα σε επίπεδο ομίλου.

### Εξωτερικά επίπεδα ελέγχου

Το Καταστατικό μιας εταιρείας μπορεί να προβλέπει εξωτερικούς ελεγκτές, οι οποίοι ελέγχουν τους ετήσιους λογαριασμούς της εταιρείας (ή του ομίλου). Ορθές πρακτικές όσον αφορά την επιλογή και την εντολή των Εξωτερικών Ελεγκτών ορίζονται στο Καταστατικό.

### **1.10 Εταιρική Διακυβέρνηση και Σταθερή Απόδοση**

Στη παγκόσμια δημοσκόπηση επενδυτών (Global Investor Opinion Survey) για πάνω από 200 θεσμικούς επενδυτές που έλαβε χώρα πρώτα το 2000 και ανανεώθηκε το 2002, η McKinsey διαπίστωσε ότι 80% των συμμετεχόντων θα πλήρωνε ένα ασφάλιστρο, που ξεπερνούσε το 20% για τις καλά κυβερνημένες επιχειρήσεις και με σωστές πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Όρισαν ως μια καλά κυβερνημένη επιχείρηση κάποια που το ΔΣ της αποτελείται κυρίως από εξωτερικά μέλη, τα οποία δεν έχουν κανέναν διοικητικό δεσμό, αναλαμβάνουν την επίσημη αξιολόγηση των διευθυντών της και ανταποκρίνονται στα αιτήματα των επενδυτών για πληροφορίες σε ζητήματα διακυβέρνησης. Το μέγεθος του ασφαλιστρού ποίκιλλε από αγορά σε αγορά, από 11% για τις канаδικές επιχειρήσεις σε περίπου 40% για τις επιχειρήσεις όπου το ρυθμιστικό σκηνικό ήταν λιγότερο βέβαιο (Μαρόκο, Αίγυπτος και Ρωσία).

Άλλες μελέτες σύνδεσαν τις ευρείες αντιλήψεις για την ποιότητα των επιχειρήσεων με την ανώτερη απόδοση των χρηματιστηριακών τιμών. Σε μια μελέτη πενταετών συσσωρευτικών αποδόσεων του περιοδικού Fortune για τις «πιο θαυμαστές εταιρείες», ο Antunovich και λοιποί διαπίστωσαν ότι οι «πιο θαυμαστές» είχαν μια μέση επιστροφή της τάξης του 125%, ενώ οι «λιγότερο θαυμαστές» εταιρείες επέστρεψαν το 80%. Σε μια άλλη μελέτη του Business Week, οι θεσμικοί επενδυτές και εμπειρογνώμονες καλέστηκαν να βοηθήσουν στη διαφοροποίηση μεταξύ των ΔΣ με καλή και κακή διακυβέρνηση και διαπιστώθηκε ότι οι επιχειρήσεις στις υψηλότερες θέσεις είχαν τις υψηλότερες οικονομικές αποδόσεις.

### 1.10.1 Σύνθεση ΔΣ

Μερικοί ερευνητές υποστηρίζουν τη σχέση μεταξύ της συχνότητας των συνεδριάσεων και της κερδοφορίας. Άλλοι έχουν βρει μια αρνητική σχέση μεταξύ του ποσοστού των εξωτερικών διευθυντών και της εταιρικής απόδοσης, ενώ άλλοι δεν βρήκαν καμία σχέση μεταξύ της εξωτερικών μελών του ΔΣ και της απόδοσης. Σε μια πρόσφατη έρευνα των Bhagat και Black διαπιστώθηκε ότι οι επιχειρήσεις με πιο ανεξάρτητα ΔΣ δεν αποδίδουν καλύτερα από άλλες επιχειρήσεις. Είναι απίθανο η σύνθεση του ΔΣ να ασκεί άμεση επίδραση στην εταιρική απόδοση. Εκτενέστερη ανάλυση για το θέμα γίνεται στην ενότητα 2.3.

### 1.10.2 Ανταμοιβή/αποζημίωση

Τα αποτελέσματα της προηγούμενης έρευνας για τη σχέση μεταξύ της εταιρικής απόδοσης και της εκτελεστικής αμοιβής έχει αποτύχει να βρει σταθερές και σημαντικές σχέσεις μεταξύ της αμοιβής των μελών του ΔΣ και της σταθερής απόδοσης. Με τον όρο εκτελεστική αμοιβή (δείχνει πώς αμείβονται τα υψηλόβαθμα στελέχη των επιχειρήσεων. Περιλαμβάνει το βασικό μισθό, bonus, μετοχές, options και άλλα οφέλη της επι-

χείρησης. Τις τελευταίες 3 δεκαετίες η εκτελεστική αποζημίωση αυξήθηκε δραματικά, πέρα από τα επίπεδα αύξησης του μισθού του μέσου εργάτη. Αποτελεί σημαντικό μέρος της εταιρικής διακυβέρνησης και συχνά καθορίζεται από το ΔΣ των εταιρειών (Paolo Cioppa, 2006). Τα χαμηλά μέσα επίπεδα ευθυγράμμισης αμοιβής-απόδοσης δεν υπονοούν απαραίτητως ότι αυτή η μορφή ελέγχου διακυβέρνησης είναι ανεπαρκής. Δεν αντιμετωπίζουν όλες οι εταιρείες τα ίδια επίπεδα σύγκρουσης αντιπροσώπων και τα εξωτερικά και εσωτερικά μέτρα ελέγχου μπορεί να είναι αποτελεσματικότερα για μερικές απ' ό,τι για άλλες.

Μερικοί ερευνητές διαπίστωσαν ότι τα μεγαλύτερα κίνητρα απόδοσης των CEO προέρχονται από την ιδιοκτησία των μετοχών της εταιρείας, ενώ άλλοι ερευνητές διαπίστωσαν ότι η σχέση μεταξύ της ιδιοκτησίας μεριδίου και της εταιρικής απόδοσης εξαρτάται από το επίπεδο ιδιοκτησίας. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι αυξήσεις στην ιδιοκτησία άνω του 20% ωθούν τη διαχείριση να γίνει πιο οχυρωμένη και να ενδιαφέρεται λιγότερο για την ευημερία των μετόχων τους.

Άλλοι υποστηρίζουν ότι η εταιρική απόδοση συνδέεται θετικά με το σχεδιασμό διανομής options και ότι αυτά τα σχέδια οδηγούν τις ενέργειες των διευθυντών να επεκτείνουν τους ορίζοντες απόφασής τους προς τη μακροπρόθεσμη παρά τη βραχυπρόθεσμη απόδοση της επιχείρησης. Εντούτοις, αυτή η άποψη έχει τεθεί υπό ουσιαστική κριτική εξαιτίας των διάφορων σκανδάλων ασφάλειας, συμπεριλαμβανομένων των επεισοδίων χρονολόγησης αμοιβαίων κεφαλαίων και ειδικότερα την προχρονολόγηση των επιχορηγήσεων options.

Ακόμη και πριν από την αρνητική επιρροή της κοινής γνώμης που προκλήθηκε το 2006 με το σκάνδαλο της προχρονολόγησης, η χρήση των options αντιμετώπισε διάφορες κριτικές. Μια ιδιαίτερα ισχυρή και μακράς διάρκειας διαφωνία αφορούσε την αλληλεπίδραση των εκτελεστικών options με τα εταιρικά προγράμματα ανάκτησης μετοχών.

Αρκετές αρχές (συμπεριλαμβανομένου του οικονομολόγου Weisbenner της U.S. Federal Reserve Board) καθόρισαν ότι τα options μπορούν να υιοθετηθούν σε συνδυασμό επαναγοράς μετοχών κατά τρόπο αντίθετο προς τα ενδιαφέροντα των μετόχων. Αυτοί οι συγγραφείς υποστήριξαν ότι, εν μέρει, οι εταιρικές επαναγορές μετοχών στο U.S. Standard & Poors 500 επιχειρήσεων οδήγησαν σε ένα ετήσιο ποσοστό \$500 δισεκατομμυρίων στα τέλη του 2006 λόγω του αντίκτυπου των options.

Ένας συνδυασμός αλλαγών λογιστικής και ζητημάτων διακυβέρνησης οδήγησε στο να γίνουν τα options λιγότερο δημοφιλή μέσα ανταμοιβής μετά το 2006, οπότε και διάφορες εναλλακτικές εφαρμογές ανάκτησης εμφανίστηκαν για να δοκιμάσουν την κυριαρχία της «ελεύθερης αγοράς» στην ανάκτηση μετρητών, καθώς τα προτιμημένα μέσα ανάκτησης μεριδίων επανακτούσαν έδαφος. Εκτενέστερη ανάλυση για το θέμα γίνεται στην ενότητα 2.3.



## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ & ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ**

Σε έρευνα που εκπονήθηκε το 2009 από τους Sapra, Subramanian A. και Subramanian K. (2008) αναπτύχθηκε μια θεωρία σχετικά με τις επιδράσεις των εξωτερικών μηχανισμών (πχ. πίεση εξαγορών) και των εσωτερικών μηχανισμών της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην καινοτομία (πχ. συμβόλαια αμοιβών και βαθμός ελέγχου). Αναπτύχθηκε ένα μοντέλο του οποίου τα συμπεράσματα γενικεύονται στις ακόλουθες τρεις εξετάσιμες υποθέσεις:

- Η σχέση της καινοτομίας με τις πιέσεις εξαγοράς είναι της μορφής U,
- Η καινοτομία αυξάνεται αναλογικά σε σχέση με το βαθμό ελέγχου που ασκούν οι μέτοχοι στο Διευθύνοντα Σύμβουλο και
- Καθώς αυξάνεται η πίεση εξαγοράς, η ευαισθησία της καινοτομίας μειώνεται σε σχέση με το βαθμό εποπτείας των μετόχων.

Χρησιμοποιώντας *ex ante* και *ex post* μετρήσεις της καινοτομίας επαληθεύονται εμπειρικά οι παραπάνω υποθέσεις. Η εμπειρική ανάλυση χρησιμοποιεί ένα αντιπροσωπευτικό δείγμα καθώς και διακυμάνσεις χρονοσειρών για τη μελέτη των πιέσεων εξαγορών που δημιουργούνται από τις επακόλουθες επιβολές νόμων κατά των εξαγορών σε διάφορες πολιτείες των ΗΠΑ. Η έρευνα καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η καινοτομία υποστηρίζεται είτε από τον ελεύθερο διακυβερνητικό έλεγχο είτε από τους ισχυρούς νόμους κατά των εξαγορών, οι οποίοι αποτρέπουν τις εξαγορές. Ένας ελεύθερος διακυβερνητικός έλεγχος καλλιεργεί την καινοτομία μέσω των κινήτρων που παρέχονται από *takeover premia*, τα οποία αυξάνουν το βαθμό της καινοτομίας. Ωστόσο ορισμένοι νόμοι κατά των εξαγορών ενθαρρύνουν την καινοτομία εκ των προτέρων, μειώνοντας την πιθανότητα των μετέπειτα ιδιωτικών ελέγχων κερδών – ζημιών. Η αλληλεπίδραση μεταξύ των αντίθετων αυτών δυνάμεων προκαλεί τη σημαντική διαφοροποίηση της και-

νοτομίας σε πιέσεις εξαγορών.

Στα πλαίσια της έρευνας αναπτύχθηκε ένα μοντέλο βάσει του οποίου ένας manager, ο οποίος αποφασίζει με γνώμονα το κέρδος, επιλέγει το βαθμό της καινοτομίας ενός νέου έργου φέρνοντας ως παράδειγμα την περίπτωση των φαρμακευτικών εταιρειών, όπου εκεί ο manager καλείται να επιλέξει μεταξύ της παραγωγής καινούργιου φαρμάκου (πολύ καινοτόμο project – radical innovation, με όλους τους κινδύνους και τα οφέλη που ενέχει η ανάληψη ενός τέτοιου έργου) και της παραγωγής ενός γενετικού υποκατάστατου (generic substitute – incremental innovation, το οποίο θεωρείται λιγότερο καινοτόμο έργο, διότι απευθύνεται σε ήδη υπάρχουσα αγορά). Λήφθηκαν υπόψη αρκετοί παράγοντες που επηρεάζουν την επιλογή ανάμεσα στα δύο έργα, όπως είναι οι νόμοι κατά των εξαγορών, οι οποίοι επηρεάζουν τις πιέσεις εξαγοράς που αντιμετωπίζει μια εταιρεία, το γεγονός ότι η επιλογή του manager δεν είναι εύκολα ανιχνεύσιμη τη στιγμή που δε κατοχυρώνεται με κάποιο συμβόλαιο, καθώς και το γεγονός ότι από την επιλογή του απορρέουν συχνά χρηματικά οφέλη, τα οποία δεν είναι ορατά διότι δεν έχει συναφθεί συμβόλαιο. Επίσης τα ιδιωτικά οφέλη του manager μειώνονται όσο εντείνεται η εποπτεία των μετόχων.

Κατά την επιλογή του βαθμού καινοτομίας, ο manager αντιμετωπίζει το ακόλουθο δίλημμα. Η επιλογή του πιο καινοτόμου έργου αυξάνει την πιθανότητα της εξαγοράς της εταιρείας κι έτσι αυξάνεται η αναμενόμενη απώλεια των προσωπικών ωφελειών του.

Από την άλλη, όσο υψηλότερη είναι η πιθανότητα ανάληψης αυτού του καινοτόμου έργου, τόσο πιο μεγάλο είναι το αναμενόμενο πριμ του. Επομένως, ο manager αντισταθμίζει τα θετικά οφέλη μιας διαταρακτικής καινοτομίας, δηλαδή το αναμενόμενο πριμ του, με το αρνητικό αποτέλεσμα σε περίπτωση αναμενόμενης απώλειας των ωφελειών ελέγχου. Επειδή τα ιδιωτικά οφέλη του manager μειώνονται καθώς εντείνεται η εποπτεία του από τους μετόχους, η παραπάνω διαπραγμάτευση επηρεάζεται τόσο από

το βαθμό εποπτείας του όσο και από την πίεση εξαγοράς που αντιμετωπίζει η εταιρεία. Έτσι διαπιστώθηκε και εμπειρικά ότι υπάρχει μια σχέση της μορφής U μεταξύ του βαθμού της καινοτομίας και της πίεσης εξαγοράς μιας εταιρείας από μια άλλη. Πληροφορικά σημειώνεται ότι το δείγμα που λήφθηκε ήταν μεταξύ των ετών 1980 – 1995. Τερματίστηκε το 1995, διότι από τότε οι αιτήσεις για πατέντα πιθανόν να μην γίνονταν αποδεκτές κι έτσι δεν εμφανίζονται στη βάση δεδομένων της NBER. Επίσης, η βάση δεδομένων είναι μέχρι το 2002, μ' αποτέλεσμα να μην περιλαμβάνονται οι παραπομπές των πρόσφατων πατεντών. Άλλωστε, ο τελευταίος νόμος κατά των εξαγορών ψηφίστηκε το 1992 στις ΗΠΑ. Πάντως και σε περίπτωση επέκτασης του διαστήματος ως το 2002, τα αποτελέσματα παραμένουν αναλλοίωτα. Ως ex ante μέτρα προσέγγισης της καινοτομίας λήφθηκε το ποσοστό των δαπανών του R&D σε σχέση με τις πωλήσεις κι ως ex post μετρήσεις της καινοτομίας λήφθηκαν α) τα δεδομένα των πατεντών των Αμερικάνικων επιχειρήσεων του Γραφείου Πατέντας – USPTIO, και β) οι ακόλουθες παραπομπές μέχρι το 2002 που έγιναν γι' αυτές τις πατέντες.

Για την επεξήγηση της καμπύλης σχήματος U αναπτύχθηκαν οι ακόλουθες θεωρίες: Στην αρχή διαπιστώνεται η «μυωπική θέση» του manager (managerial myopia view), καθώς ισχυροί νόμοι κατά των εξαγορών ενθαρρύνουν την καινοτομία μέσω διευκόλυνσης σύναψης μακροπρόθεσμων συμβολαίων και μακροπρόθεσμων επενδύσεων σ' αυτή (κατερχόμενο τμήμα καμπύλης). Αργότερα εμφανίζεται η «άποψη της ήρεμης ζωής» (quiet life view) όπου οι νόμοι που παρεμποδίζουν τις επιχειρήσεις να ασκούν εταιρικούς ελέγχους ενθαρρύνουν την απραξία της διοίκησης και ωθούν τους managers να αποφεύγουν τις επενδύσεις σε καινοτόμες δραστηριότητες (ανερχόμενο τμήμα καμπύλης). Επίσης παρατηρήθηκε ότι όσο πιο υψηλός ο βαθμός εποπτείας των managers τόσο πιο πλατιά γίνεται η καμπύλη, εξαιτίας της μεγαλύτερης απώλειας των αναμενόμενων ωφελειών ελέγχου τους (control benefit) κι έτσι μειώνεται η ευαισθησία του

βαθμού καινοτομίας σε αλλαγές πιέσεων εξαγορών.

Γίνεται αναφορά στο συγγραφικό έργο αρκετών επιστημόνων προκειμένου να δομηθούν και θεωρητικά τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας. Αρκετά συγγράμματα στήριξαν τη θεωρία της σχέσης μορφής U μεταξύ του βαθμού της καινοτομίας και της πίεσης εξαγοράς μιας εταιρείας, ενδυναμώνοντας τις θεωρίες περί μυωπικών απόψεων και ήρεμης ζωής των managers. Ενδιαφέρον παρουσιάζει η άποψη των Aghion και λοιπών, οι οποίοι προέβλεψαν και απέδειξαν ότι μεγάλος βαθμός ιδιοκτησίας από θεσμικούς επενδυτές συνδέεται θετικά με υψηλό βαθμό καινοτομίας.

Η εμπειρική έρευνα των Sapra, Subramanian A. και Subramanian K. καταλήγει στα ακόλουθα βασικά συμπεράσματα:

1. Η πιθανότητα εξαγοράς είναι μεγαλύτερη για το πιο καινοτόμο έργο καθώς και η εξαγορά είναι επιτυχής, όταν οι αναμενόμενες κοινοπραξίες που δημιουργούνται από τον αποκτών είναι σημαντικά υψηλές, ώστε να τον αποζημιώσουν για το πριμ της εξαγοράς που πρέπει να καταβάλει στην εταιρεία.
2. Σε περιπτώσεις όπου δεν υπάρχουν προστριβές (το έργο είναι επιδεικτικό συμβολαίου) και ο manager δεν έχει ατομικά οφέλη, επιλέγει το έργο εκείνο που μεγιστοποιεί τα συνολικά αναμενόμενα έσοδα της εταιρείας. Επομένως επιλέγει πάντα το πιο καινοτόμο έργο.
3. Όταν ασκείται χαμηλή πίεση εξαγοράς από το εξωτερικό περιβάλλον της εταιρείας, οπότε είναι και απίθανη η εξαγορά της εταιρείας, το αναμενόμενο πριμ εξαγοράς καθώς και η αναμενόμενη απώλεια ελέγχου είναι ασήμαντα. Έτσι η απόφαση του manager επηρεάζεται από τα αβέβαια αναμενόμενα κέρδη του έργου και γι' αυτό επιλέγει το πιο καινοτόμο. Το ίδιο ισχύει και στην περίπτωση που υπάρχει υψηλή πίεση εξαγοράς στο εξωτερικό περιβάλλον της εταιρείας (εξαιτίας της σχέσης μορφής U που υπάρχει μεταξύ του βαθμού καινοτομίας και της πίεσης εξαγοράς). Αξίζει να σημειωθεί ότι η ανα-

μενόμενη μείωση στα οφέλη ελέγχου εξαρτάται από το βαθμό εποπτείας που ασκούν οι μέτοχοι.

Ένα γενικό συμπέρασμα της έρευνας είναι ότι και εμπειρικά αποδείχθηκε πως οι νόμοι κατά των εξαγορών όντως επηρεάζουν την καινοτομία.

Το 2007 γράφτηκε ένα άρθρο από τον Houman B. Shadab με θέμα την επίδραση του νόμου Sarbanes-Oxley (SOX) στην καινοτομία. Βάσει εμπειρικής έρευνας κατέληξε στο συμπέρασμα ότι ο SOX μειώνει την καινοτομία δυνατότητα σε ένα σημαντικό μέρος των δημόσιων επιχειρήσεων και κατ' επέκταση επιβάλλει ένα κοινωνικό κόστος με το αντιστάθμισμα των αναπότρεπτων ωφελειών της καινοτομίας.

Σε έρευνα του πανεπιστημίου Winthrop University, Rock Hill των ΗΠΑ για τα καλύτερα Διοικητικά Συμβούλια που έλαβε χώρα το 2002 παρουσιάστηκαν αξιολογικά συμπεράσματα. Από στατιστική σκοπιά, στο Fortune 500 ο μέσος αριθμός μελών των ΔΣ των εταιρειών είναι 12 άτομα, εκ των οποίων τα 9 είναι εξωτερικά μέλη, με μέση διάρκεια 3–5 χρόνια. Βασικά χαρακτηριστικά ενός «καλού» ΔΣ (κι άρα πιο αποδοτικού) αποδεικνύεται ότι είναι:

**Ανεξαρτησία** των μελών μεταξύ τους (όχι φίλοι, συγγενείς κλπ.).

**Ποιότητα.** Η πληροφόρηση πρέπει να είναι πραγματική και τα μέλη πρέπει να είναι εξοικειωμένα με τους διευθυντές και τις επικρατούσες συνθήκες της εταιρείας και του εξωτερικού περιβάλλοντος.

**Υπευθυνότητα.** Τα μέλη οφείλουν να συνδέουν τα συμφέροντά τους με αυτά της εταιρείας.

Βάσει της έρευνας εντοπίστηκαν στοιχεία που επαυξάνουν την απόδοση ενός ΔΣ. Συγκεκριμένα, ο αριθμός των μελών που προέρχονται από την ίδια εταιρεία καλό είναι να μην υπερβαίνει τα δύο άτομα. Επίσης, ενδείκνυται τα άτομα που βρίσκονται στις ελεγκτικές επιτροπές, στις επιτροπές αποζημιώσεων καθώς και αυτά που διενεργούν προσ-

λήψεις να μην είναι υπάλληλοι των εταιρειών. Παράλληλα, να μην αποσπούν αμοιβές άτομα εκτός εταιρειών, να μην αλληλοσυνδέονται διοικήσεις διαφορετικών εταιρειών, τα εξωτερικά μέλη να συναντιούνται συχνά χωρίς την παρουσία του Διευθύνοντος Συμβούλου (CEO), να υπάρχουν εκλογές για το ΔΣ σε ετήσια βάση, καθώς και ετησίως να κρίνεται η απόδοσή τους. Τέλος, προτείνεται τα εκτελεστικά μέλη να μην ανήκουν ταυτόχρονα σε περισσότερα από 3 ΔΣ, ενώ τα μη εκτελεστικά σε περισσότερα από 6 ΔΣ. Επίσης, τουλάχιστον ένα ανεξάρτητο μέλος να είναι γνώστης των κύριων εργασιών της εταιρίας, τα μέλη να παρίστανται τουλάχιστον στο 75% των συναντήσεων και ο αριθμός των μελών να μην ξεπερνά τα 15 άτομα.

Από την έρευνα προέκυψαν δέκα βασικά στοιχεία που αν τηρούνται από τα ΔΣ και γενικά αν διέπουν όλη τη φιλοσοφία των εταιρειών, οδηγούν σε επαυξητική καινοτομία (*Incremental Innovation*):

- ❑ Ορισμός της ποιότητας και της αξίας των πελατών
- ❑ Ανάπτυξη πελατοκεντρικού προσανατολισμού
- ❑ Εστίαση στις εταιρικές εργασίες και διαδικασίες
- ❑ Ανάπτυξη πελατειακών και προμηθευτικών συνεργασιών
- ❑ Λήψη προληπτικών μέτρων
- ❑ Υιοθέτηση συμπεριφοράς που να αποκλείει τα λάθη
- ❑ Λήψη πρώτα των γεγονότων
- ❑ Ενθάρρυνση όλων των διευθυντών και υπαλλήλων να συμμετέχουν
- ❑ Δημιουργία περιβάλλοντος όπου συμμετέχουν όλοι
- ❑ Συνεχής προσπάθεια για βελτίωση

Από την άλλη, υπάρχει η ριζοσπαστική καινοτομία (*Breakthrough Innovation*). Πρόκειται ουσιαστικά για καινοτομίες στο προϊόν, τις διαδικασίες, την τεχνολογία, ακόμα και στο κόστος που σχετίζεται μ' αυτά και αντιπροσωπεύει ένα ποσοτικό άλμα σε ένα ή

περισσότερα από τα παραπάνω. Οι ριζοσπαστικές καινοτομίες είναι εγγενώς πιο ριψοκίνδυνες από ό,τι οι επαυξητικές προσεγγίσεις καινοτομιών. Οι κύριοι λόγοι που συντελούν στην επικινδυνότητα έγκεινται στο γεγονός ότι η καινοτομία ασχολείται με τη δημιουργία ενός προϊόντος, μιας υπηρεσίας κλπ τα οποία δεν υπάρχουν. Απαιτούνται μακροχρόνιες συνήθειες προκειμένου να επιτύχει μια καινοτόμα διαδικασία, αλλά υπάρχει πάντα κι ο κίνδυνος της αγοράς και της τεχνολογίας.

Προκειμένου να διαχειριστούν ορθά και προς όφελος της εκάστοτε εταιρείας οι υπάρχοντες κίνδυνοι, θα πρέπει να είναι αρχικά σαφές ότι η ουσία της καινοτομίας είναι η ανάπτυξη. Αν δεν αναπτύσσεται μια επιχείρηση, δεν είναι σε θέση να συλλάβει και να αναπτύξει καινοτόμες διαδικασίες, προϊόντα ή υπηρεσίες. Παράλληλα, θα πρέπει να εξαντλούνται τα μέγιστα ακόμα και για την πιο ασήμαντη καινοτομία. Επαυξητικές καινοτομίες σε προϊόντα βοηθούν στο να «κλειδωθούν» οι υπάρχοντες πελάτες, ενώ επαυξητικές καινοτομίες σε διαδικασίες μπορούν να δημιουργήσουν περισσότερα κέρδη ή αποταμιεύσεις με λιγότερο ρίσκο από ό,τι οι ριζοσπαστικές, καθ' ό,τι οι ριζοσπαστικές καινοτομίες ενέχουν υψηλό κίνδυνο απώλειας των επενδυμένων σ' αυτές κεφαλαίων. Άλλωστε το πότε είναι η κατάλληλη εποχή προκειμένου να εισαχθούν στην αγορά ριζοσπαστικές καινοτομίες εξαρτάται από την εκάστοτε αγορά.

Υπάρχουν αρκετοί τρόποι προκειμένου να μειωθεί ο κίνδυνος. Συγκεκριμένα μέσω προϊοντικών ομάδων, όπου υπάρχει ποικιλία διαφορετικών απόψεων, καθώς και μέσω ομάδων που διασταυρώνονται οι λειτουργίες τους (*cross-functional groups*), οπότε μεταφέρει η μία ομάδα την τεχνογνωσία της στην άλλη. Επίσης το σύστημα των Joint Ventures και της συνεργασίας με «ηγετικούς χρήστες» συμβάλλουν σημαντικά στην καλύτερη διαμόρφωση των καινοτόμων προϊόντων και υπηρεσιών. Τέλος, μεγάλης σημασίας είναι η καινοτομία που αποκτάται από την ίδια την επιχείρηση ("Do it yourself" innovation), διότι έτσι γίνεται κομμάτι της φιλοσοφίας και της τεχνογνωσίας της. Όμως

δεν πρέπει να παραγκωνίζεται και η περίπτωση της εξωτερικής ανάθεσης καινοτομιών, κυρίως όταν το κόστος απόκτησης των καινοτομιών μέσα από την επιχείρηση είναι απαγορευτικό.

Τέλος, στο επιστημονικό άρθρο του Jad Bitar (2003) γίνεται μνεία για τη σχέση της εταιρικής διακυβέρνησης και της ανάπτυξης καινοτομίας, κυρίως σε επίπεδο στρατηγικής σε «ταραχώδη» περιβάλλοντα. Σκοπός του άρθρου είναι να διαφωτίσει την επίδραση των μηχανισμών της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην ανάπτυξη καινοτόμων διαδικασιών στις επιχειρήσεις.

Αξιοσημείωτη είναι η περίπτωση της αμερικάνικης οικονομίας στα μέσα της δεκαετίας του '90, που παρατηρήθηκε απίστευτη ανάκαμψη, παρά το γεγονός ότι οι ειδήμονες της εποχής είχαν αγνοήσει το γεγονός αυτό τα προηγούμενα χρόνια. Εξαιτίας της συνεχούς απειλής των ιαπωνικών εταιρειών, οι αμερικάνικες συνειδητοποίησαν ότι ήταν μη αποδοτικές και ανίκανες να ανταγωνιστούν τους καλύτερα πειθαρχημένους και εστιασμένους αντιπάλους τους. Η απίστευτη ανατροπή που έγινε στα μισά του '90 – παρόλο που παραβλέφθηκε αργότερα, σωστά ή λανθασμένα, ως τίποτα περισσότερο από μια οικονομική φούσκα – οφειλόταν κυρίως στη ραγδαία ταχύτητα των τεχνολογικών αλλαγών που εισήχθησαν στην αγορά. Με άλλα λόγια, στην καινοτομία.

Ο όρος «καινοτομία» είχε αναφερθεί από τις πρώτες μέρες της ίδρυσης των Οικονομικών ως μια θετική επιστήμη, ως ένας από τους κύριους μηχανισμούς εξέλιξης των αγορών και ως ένας παράγοντας που επηρεάζει τον ανταγωνισμό. Παρ' όλα αυτά, τα τελευταία χρόνια παρατηρήθηκε ραγδαία λατρεία για την καινοτομία. Όμως ακόμα και τα τελευταία χρόνια, παρά την εκτεταμένη αφοσίωση που της δείχνουν και την πεποίθηση ότι πρόκειται περί εκπληκτικής ικανότητας και κερδοφορίας, δεν έχει κατανοηθεί πλήρως η έννοια της καινοτομίας. Όχι μόνο παρατηρείται σύγχυση στους ορισμούς, αλλά και η κρίσιμη σχέση αιτίου – αιτιατού μεταξύ των επενδυμένων πόρων στην καινοτομία



και στην επαύξηση της απόδοσης των επιχειρήσεων και των αποτελεσμάτων ακόμα παραμένει να αποδειχθεί. Με μια γρήγορη ματιά στο κόσμο των επιχειρήσεων εύκολα διαπιστώνει κανείς ότι η καινοτομία αντιμετωπίζεται ως μια πρόχειρη κι άρα εξαιρετικά επικίνδυνη διαδικασία. Το απογοητευτικά υψηλό ποσοστό αποτυχιών πρωτοβουλιών καινοτομιών ωθεί σε προσεκτικότερη ανάλυση της στρατηγικής έτσι, ώστε να αποδειχθεί ότι είναι η πιο σημαντική γραμμή παραγωγής που ορισμένες εταιρείες μπορούν να αναπτύξουν σ' όλη τη διάρκεια ζωής τους.

Σημαντικό στοιχείο της Εταιρικής Διακυβέρνησης τη σημερινή εποχή αποτελεί το γεγονός ότι υπάρχει διαχωρισμός του ρόλου του ιδιοκτήτη και του διαχειριστή μιας εταιρείας, μ' αποτέλεσμα να προκύπτει το πρόβλημα αντιπροσώπευσης και να καθίσταται απαραίτητη η υιοθέτηση αποδοτικών μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης. Αξίζει να σημειωθεί ότι το κύριο εργαλείο μιας επιχείρησης προκειμένου να μεγιστοποιήσει τον πλούτο της είναι η αναγνώριση των συναλλακτικών εξόδων στην αγορά και των εσωτερικών συναλλακτικών εξόδων, η σύγκριση αυτών των εξόδων και η επιλογή του φθηνότερου. Κοινές παραδοχές για την αποτελεσματικότερη λειτουργία των επιχειρήσεων είναι οι ακόλουθες:

1. Τα μακροπρόθεσμα συμβόλαια μεταξύ των υπαλλήλων και του εργοδότη αποτελούν την κύρια ουσία των επιχειρήσεων.
2. Δύο εργαζόμενοι σε ομάδα μπορούν να παράγουν περισσότερο από ό,τι αν εργάζονται μεμονωμένα.
3. Όσο πιο καλά εποπτεύεται μια εταιρεία, τόσο υψηλότερη είναι η απόδοσή της.

Έτσι προκύπτει ένα πρόβλημα: ποιος εποπτεύει τον manager. Για την επίλυσή του προτείνεται η ύπαρξη ανταγωνισμού από νέους managers, καθώς και ο ανταγωνισμός μεταξύ των ήδη υπαρχόντων υπαλλήλων στην εταιρεία.

Παράλληλα, αναπτύχθηκε η θεωρία αντιπροσώπευσης, βασικό στοιχείο της οποίας εί-

ναι ο διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και εποπτείας. Η κάθε ομάδα (ιδιοκτήτες – διαχειριστές) διακρίνεται από διαφορετικά χαρακτηριστικά. Συγκεκριμένα, οι διαχειριστές παρακινούνται από τη μεγιστοποίηση των ατομικών τους αναγκών, οι οποίες δεν είναι απαραίτητο να συμπίπτουν με την αύξηση της υπολειμματικής αξίας στην οποία στοχεύουν οι ιδιοκτήτες. Έτσι, ως λύση προτείνεται η εποπτεία της συμπεριφοράς τους καθώς και ο ορισμός κατάλληλων κινήτρων στους managers, ώστε οι ενέργειές τους να μη στοχεύουν στην κάλυψη των προσωπικών τους προτεραιοτήτων. Άλλωστε, αυτό που καθιστά επιτυχές ένα σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η ενσωμάτωση νομικής προστασίας των επενδυτών, ορίζοντας συγκεκριμένους ρόλους στους μεγάλους επενδυτές (Shleifer, Andrei και Vishny, R., 1997)

Μια άλλη θέση υποστηρίζει ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση ουσιαστικά προσπαθεί να δώσει απαντήσεις σε θέματα κατανομής διαχείρισης αποφάσεων, ελέγχου αποφάσεων και ρίσκου εξαιτίας των διαφορετικών managers και οργανωτικών δομών των εταιρειών. (Fama, E. and M. Jensen, 1983). Ουσιαστικά διαφορετικό περιβάλλον απαιτεί και διαφορετικούς συνδυασμούς (ιδιοκτήτες, managers, Διοικητικό Συμβούλιο) αν πρόκειται για μια μικρή εταιρεία ή για μια μεγάλη, όπου υπάρχει διαχωρισμός ρόλων.

Υπήρξαν αρκετές μελέτες σχετικά με την επίλυση των προβλημάτων της θεωρίας αντιπροσώπευσης, με κύριες προτάσεις α) τον ορισμό μισθών βάσει απόδοσης και β) τη χρήση πληροφοριακών συστημάτων (όπως είναι το ΔΣ) για τη μείωση της ασύμμετρης πληροφόρησης. Κάθε επιχείρηση μπορεί να επιλέξει μία από τις παραπάνω λύσεις ή συνδυασμό αυτών.

## **2.1 Επιχειρηματικότητα και Καινοτομία**

Η επιχειρηματικότητα έχει να κάνει με τη διαδικασία συγκερασμού των δημιουργικών και των καινοτόμων ιδεών και ενεργειών με διοικητικές και οργανωτικές ικανότητες, που είναι απαραίτητες προκειμένου να κινητοποιηθούν τα κατάλληλα άτομα, χρήματα

και λειτουργικοί πόροι, και να μπορέσουν τελικά να καλύψουν αναγνωρίσιμες ανάγκες και να δημιουργήσουν πλούτο κατά τη διάρκεια της όλης διαδικασίας. Ανάλογα με το βαθμό της δημιουργικότητας, της καινοτομίας και των διοικητικών – επιχειρησιακών ικανοτήτων, οι ιδιοκτήτες επιχειρήσεων κατηγοριοποιούνται σε τέσσερις ομάδες: επενδυτές, οργανωτές, διαχειριστές και επιχειρηματίες. Όμως σε όποια κατηγορία κι αν ανήκει ένας επιχειρηματίας, υπάρχουν τρία στοιχεία, τα οποία είναι κοινά στην επιχειρησιακή διαδικασία: η **ευκαιρία**, οι **επιχειρησιακές ομάδες** και οι **πόροι**. Οι πόροι μπορεί να προέρχονται από χρηματοδότηση χρέους (όπως χορήγηση δανείου από εμπορική τράπεζα για την αγορά περιουσίας, εξοπλισμού ακόμα και κεφαλαίου κίνησης), ή και από χρηματοδότηση Ιδίων Κεφαλαίων (προέρχεται συνήθως από πολλές πηγές, όπως φιλικές, ανεπίσημους venture επενδυτές ή επαγγελματίες venture capitalists).

Υπάρχει και η περίπτωση της ενδοεπιχειρηματικότητας, που παρατηρείται κυρίως σε μεγάλες εταιρείες. Ουσιαστικά πρόκειται για τη διαδικασία της προσπάθειας αναγνώρισης, ενίσχυσης, ενεργοποίησης και υποβοήθησης της επιχειρηματικότητας σε μια μεγάλη εγκαθιδρυμένη επιχείρηση προκειμένου να δημιουργηθούν καινούργια προϊόντα, διαδικασίες ή υπηρεσίες τα οποία θα γίνουν οι κύριοι πόροι εσόδων και πηγών αποζημιώσεων της επιχείρησης.

Συνοψίζοντας, καταλήγουμε ότι κάθε επιχείρηση πρέπει να υπερπηδήσει δέκα «παράγοντες ελευθερίας» προκειμένου να έχει πιο ευοίωνη κερδοφόρα πορεία. Οι παράγοντες αυτοί, ή αλλιώς *Pinchot's 10 Freedom Factors* είναι:

- Αυτοεπιλογή
- Εμπλοκή στις διαδικασίες ανάπτυξης καινοτομιών
- Ο άνθρωπος της δράσης αποφασίζει
- Προσοχή στην εταιρική χαλαρότητα
- Αποφυγή της οικογενειακής φιλοσοφίας (η οποία συχνά είναι κοντόφθαλμη)
- Ανοχή του ρίσκου, της αποτυχίας και των λαθών

- Τα χρήματα έρχονται με αργούς ρυθμούς (Patient money)
- Απελευθέρωση από τους «αγώνες δρόμου»
- Δημιουργία ομάδων με κοινές εργασίες (Cross-functional teams)
- Πολλαπλές επιλογές

## **2.2 Καινοτομία και Εταιρική Διακυβέρνηση**

Η καινοτομία έχει τη δυνατότητα να μεταλλάξει διαφορετικά «αντικείμενα» σε διαφορετικά επίπεδα. Ένας τεχνικός ορισμός του όρου, σύμφωνα με τον Bitar (2003), είναι η ικανοποίηση δύο βασικών κριτηρίων της «αληθινής» καινοτομίας. Πρώτον, πρέπει να είναι ευδιάκριτη από ό,τι υπάρχει κατά τη φάση δημιουργίας ή υιοθέτησης και δεύτερον πρέπει να έχει κάποια επίδραση σ' αυτόν που την υιοθετεί (οικονομικό όφελος, απόδοση, κύρος κλπ.). Η καινοτομία πρέπει να περάσει αρκετά στάδια προτού γίνει αποδεκτή από το μεγαλύτερο μέρος των καταναλωτών.

Επίσης, όπως έχει προαναφερθεί, η καινοτομία συνδυάζεται με την Εταιρική Διακυβέρνηση στην προσπάθεια μιας επιχείρησης να υπερπηδήσει τα προβλήματα της θεωρίας αντιπροσώ-πυσης, καθώς η αναζήτηση αποδοτικών λειτουργιών την οδηγεί στη θέσπιση επαρκών μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης και αποδοτική κατανομή των πόρων που διαθέτει. Επομένως οι διαχειριστές πρέπει να έχουν πρόσβαση στα σωστά εργαλεία και τις πρακτικές της επιχείρησης. Άλλωστε σ' αυτή την πολυτάραχη εποχή, μια κοντόφθαλμη εστίαση στο παρόν πιθανόν να θυσιάσει το μέλλον κι όπως το έθεσε καλύτερα ο Seneca (5 π.Χ. – 65 μ.Χ.) «*Να χαιρέσετε τωρινές απολαύσεις κατά τέτοιο τρόπο ώστε να μη θίγετε το μέλλον τους*». Παράλληλα, η διοίκηση κυρίως των καινοτόμων εταιρειών πρέπει να έχει μοναδική πρόσβαση στη γνώση που οδηγεί σε καινοτομίες (δυνατότητες αγοράς, εσωτερικές ικανότητες, συνδυασμός των τελευταίων προκειμένου να επιτευχθούν οι πρώτες), που όμως οι ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων συχνά δεν έχουν. Έτσι θα μπορούσε να ειπωθεί πως όσο πιο καινοτόμα είναι μια επιχείρηση, τόσο πιο μεγάλο είναι το κενό της γνώσης μεταξύ των ιδιοκτητών και των managers.

### **2.3 Ο ρόλος του Διοικητικού Συμβουλίου και της σύνθεσής του**

Ο ρόλος του Διοικητικού Συμβουλίου δεν περιορίζεται μόνο στην εποπτεία μιας εταιρείας. Πλέον είναι πολυδιάστατος. Ενδεικτικά αναφέρονται ορισμένες από τις αρμοδιότητές του: δραστηριότητες ελέγχου και εποπτείας, χορήγηση συμβουλών και εξειδικευμένης γνώσης, σύνδεση της εταιρείας με το περιβάλλον της ή ακόμα και μια συνεχής συνεργασία με τη διοίκηση στη λήψη αποφάσεων. Σύμφωνα με τον Kose (1998), η αποδοτικότητα ενός ΔΣ καθορίζεται από την ανεξαρτησία του, το μέγεθος και τη σύνθεσή του. Πιστεύεται ότι αμιγώς ανεξάρτητα ΔΣ είναι πιο αποδοτικά στη διοίκηση των εταιρειών από ό,τι μέλη που εξαρτώνται από τους διαχειριστές τους. Η έλλειψη ανεξαρτησίας αντιμετωπίζεται ως προώθηση της παθητικότητας του ΔΣ τόσο στην ευθύνη όσο και στη λήψη αποφάσεων. Στο ερώτημα «ποιος εποπτεύει τον επόπτη» η θεωρία αντιπροσώπευσης εισηγείται τα μέλη του ΔΣ να παρακινούνται στη δέσμευσή τους με δραστηριότητες που επαυξάνουν την αξία της εταιρείας για διάφορους λόγους, όπως διαφύλαξη ή επαύξηση της φήμης τους ή συνθέτοντας ένα ευαισθητοποιημένο ΔΣ στην εκτίμηση της εταιρείας.

Η σύνθεση ενός ΔΣ διαχωρίζεται στα εσωτερικά μέλη (πχ. μέλη που ανήκουν στη παρούσα ή προηγούμενη ομάδα διοίκησης της εταιρείας) και στα εξωτερικά μέλη (πχ. μέλη που δεν έχουν σχέση με την εταιρεία). Παραδοσιακά τα εξωτερικά μέλη αντιμετωπίζονται ως ανεξάρτητα και γι' αυτό ως ένας αποδοτικός μοχλός ελέγχου, ενώ τα εσωτερικά χρησιμοποιούνται κυρίως ως πηγή συμβουλευτικής σε θέματα στρατηγικής. Επίσης, συχνά τα εξωτερικά μέλη θεωρούνται ότι είναι μια σημαντική πηγή αξιολογής πληροφόρησης και διευκόλυνσης της πρόσβασης σε πηγές. Επομένως, ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών είναι ένα θέμα που απαιτεί αρκετή συζήτηση.

Υπάρχει όμως και ο αντίλογος σχετικά με τη θετική επιρροή των εξωτερικών μελών, ο οποίος αναφέρεται κυρίως στις εταιρείες που επιδιώκουν την καινοτομία, καθώς παρά-

γονται και αναλύονται μεγάλες ποσότητες πληροφόρησης, στις οποίες τα εξωτερικά μέλη δεν έχουν τη δυνατότητα ή ακόμα και το χρόνο να τις παρακολουθήσουν. Επίσης, χρειάζεται μεγάλη προσοχή στην επιλογή των κατάλληλων ανεξάρτητων μελών, διότι μη ικανά μέλη ή μη πρόθυμα να συνεργαστούν με τη διοίκηση συντελούν στη μείωση της αποδοτικότητας της εταιρείας. Όμως, η μείωση της αποδοτικότητας μπορεί να οφείλεται και στο γεγονός ότι τα ανεξάρτητα μέλη προστίθενται σε ΔΣ εταιρειών με πολύ χαμηλή απόδοση ή ακόμα η επιλογή των εξωτερικών μελών μπορεί να προκύπτει μετά από πολιτική διαδικασία (πχ. ΟΛΠ, ΟΛΘ κλπ.). Ένα άλλο αρνητικό στοιχείο των εξωτερικών μελών είναι ότι τείνουν να οδηγούν την εταιρεία, στην οποία είναι μέλη, σε αποκτήσεις άλλων εταιρειών παρά σε εσωτερική καινοτομία κι έτσι μειώνεται η αβεβαιότητα και ο κίνδυνος επένδυσης σε καινοτόμες διαδικασίες. Αντιθέτως, τα εσωτερικά μέλη, καθώς έχουν καλύτερη πληροφόρηση και συγκριτικό πλεονέκτημα σε σχέση με τα ανεξάρτητα μέλη, μπορούν να αντιμετωπίσουν καλύτερα την αβεβαιότητα και το ρίσκο. Συνεπώς, οι εταιρείες με κυρίαρχα μέλη εσωτερικά τείνουν να εστιάζουν σε εσωτερική καινοτομία παρά σε αποκτήσεις. Έτσι λοιπόν, οι εταιρείες που θέλουν να προωθήσουν την καινοτομία πρέπει να βρουν μια ισορροπία μεταξύ των ανεξάρτητων και των εσωτερικών μελών καθώς και να βρουν τρόπους να εξάγουν περισσότερη αξία από τα ανεξάρτητα μέλη τους.

Έμφαση επίσης πρέπει να δοθεί στη σύνθεση της διοίκησης στην ανώτατη βαθμίδα. Οι managers πρέπει να έχουν μια καθαρή εικόνα των δυνατοτήτων της εταιρείας τους, ένα καθαρό όραμα πώς θα δημιουργήσουν αξία μ' αυτές τις δυνατότητες και να αποφασίσουν πώς θα κατανεύουν καλύτερα τις επενδύσεις τους (με ανάληψη των αντίστοιχων κινδύνων) έτσι, ώστε να παρουσιάσουν νέα προϊόντα/υπηρεσίες στους υπάρχοντες αλλά και στους νέους πελάτες. Επομένως οι managers αποτελούν είτε την κύρια οδό ή το εμπόδιο της καινοτομίας δράσης.

Το κύριο πρόβλημα της θεωρίας αντιπροσώπευσης αποτελεί η μη ευθυγράμμιση μεταξύ των ιδιοκτητών και των διαχειριστών. Παραδοσιακά προτεινόταν η μισθοδοσία βάσει απόδοσης έτσι, ώστε να συνδεθεί η χρησιμότητα των διοικητών με αυτή των ιδιοκτητών. Το κύριο επιχείρημα είναι ότι οι managers κατέχουν μέρος της εταιρείας ενδυναμώνεται το μακροπρόθεσμο προσωπικό ενδιαφέρον των διοικητών και μειώνεται μέρος των μεσολαβητικών εξόδων και κατ' επέκταση αυξάνεται η απόδοση. Συνεπώς υπάρχει θετική σχέση μεταξύ της εσωτερικής ιδιοκτησίας (οι managers κατέχουν μέρος της εταιρείας) και της απόδοσης.

Όμως η σύνδεση της μισθοδοσίας με την απόδοση δεν οδηγεί πάντα σε θετικά αποτελέσματα. Βάσει ερευνών των Beatty, R. and R. Zajac (1994), στενή σύνδεση ανταπόδοσης των managers με την απόδοσή τους μπορεί να οδηγήσει σε αποφυγή του κινδύνου ανάληψης καινοτόμων ερευνών. Έτσι αποδείχτηκε ότι πιο ρισοκίνδυνες εταιρείες (που ενθαρρύνουν την καινοτομία) είναι πιο απίθανο να περιλαμβάνουν stock options στις ανταμοιβές τους. Αυτό το υψηλό επίπεδο κινδύνου συνδυασμένο με το χαμηλό επίπεδο διοικητικής ιδιοκτησίας μετοχών μπορεί να ειπωθεί ότι οφείλεται είτε στο γεγονός ότι οι εταιρείες που προωθούν την καινοτομία είναι επιφυλακτικές απέναντι στο πρόσωπο του Διευθύνοντος Συμβούλου προκειμένου να τον επιβραβεύουν για θέματα τύχης, είτε ο Διευθύνων Σύμβουλος θέτει από μόνος του την αμοιβή του κι έτσι αποφεύγει την καινοτομία. Κι άλλη έρευνα των Miller, Janice S., Wiseman, Robert M., and Gomez-Mejia, Luis R. (2002) κατέληξε στο ίδιο συμπέρασμα, ότι δηλαδή τα πακέτα ανταμοιβών όταν συνδέονται με την απόδοση ενδείκνυνται καλύτερα στις εταιρίες που σχετίζονται με προϋποθέσεις μετρίασης του μη συστηματικού κινδύνου ανάληψης έργων, παρά σ' αυτές με προϋποθέσεις χαμηλού ή υψηλού ρίσκου.

Άλλωστε η ρισοκίνδυνη συμπεριφορά (η οποία προωθεί την καινοτομία) εντείνεται σε απλές μορφές διοίκησης, όπου οι ιδιοκτήτες είναι μέτοχοι. Όμως, οι στρατηγικές μείω-

σης του κινδύνου υιοθετούνται καθώς οι managers αποκτούν μεγαλύτερο μέρος των μετοχών της εταιρίας. Το μεγαλύτερο λάθος των περισσότερων εταιρειών είναι η σύνδεση του πακέτου αμοιβών με τις βραχυπρόθεσμες χρηματοοικονομικές αποδόσεις. Συνοψίζοντας, είναι χρήσιμο η κάθε εταιρεία να χρησιμοποιεί ένα μείγμα βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων μέτρων στο σχεδιασμό των αμοιβών προκειμένου να ενταθεί το ενδιαφέρον των managers στην καινοτομία. Είναι όμως απαραίτητο να σημειωθεί ότι στην περίπτωση χρεών υπάρχει αρνητική επίπτωση στην ανάπτυξη καινοτομίας σε μια εταιρεία και μπορεί να ωθήσει τους καινοτόμους διαχειριστές να υιοθετήσουν βραχυπρόθεσμες στρατηγικές παρά να εστιάσουν σε μακροπρόθεσμες καινοτομίες.

#### **2.4 Ο διαχωρισμός του ρόλου του Προέδρου απ' αυτόν του Διευθύνοντος**

##### **Συμβούλου**

Οι δύο πιο σπουδαίοι ρόλοι σε μια τυπική επιχείρηση είναι αυτός του Προέδρου (ως ο νόμιμος επιβλέπων των ενδιαφερόντων των ιδιοκτητών) κι αυτός του Διευθύνοντος Συμβούλου (νομικά υπεύθυνος για τη καλή διοίκηση της εταιρίας). Η κλασική θεωρία αντιπροσώπευσης υποστηρίζει το διαχωρισμό των δύο παραπάνω ρόλων σε δύο διαφορετικούς ανθρώπους ως καλή πρακτική. Ο παραπάνω διαχωρισμός όχι μόνο αποδυναμώνει το ρόλο του Διευθύνοντος Συμβούλου, αλλά και αποδεικνύει στους επενδυτές ότι λαμβάνουν χώρα επαρκή συστήματα εποπτείας. Όμως ο διαχωρισμός μπορεί να προκαλέσει κατά περίπτωση δυσχέρεια στην επικοινωνία κι έτσι περαιτέρω ασυμμετρία στην πληροφόρηση μεταξύ του Διευθύνοντος Συμβούλου και του Προέδρου. Έτσι όσες εταιρείες θέλουν να προωθήσουν την καινοτομία, η ασυμμετρία της πληροφόρησης είναι ένα μικρό τίμημα που πρέπει να πληρώσουν για τη διαφοροποίηση των δύο ρόλων.

Από την άλλη, ο διαχωρισμός των ρόλων οδηγεί σε μια πιο ευμετάβλητη αρχή, σε αποκεντροποίηση της δύναμης και απλούστευση της οργανωτικής δομής. Αυτοί οι παράγοντες συμβάλλουν στην προώθηση της καινοτομίας δραστηριότητας σε μια εταιρεία. Πα-



ράλληλα, η διαφοροποίηση μπορεί να συμβάλλει ως πηγή ποικίλων γνώσεων και εμπειρίας από τα δύο υψηλόβαθμα στελέχη. Έτσι, προστίθεται αξία στην εταιρεία εισάγοντας μια ευρύτερη βάση γνώσης, η οποία επιτρέπει τα καινοτόμα έργα να προέρχονται από ακόμα πιο καινοτόμες πηγές.

## **2.5 Άλλες απόψεις**

Οι απόψεις της θεωρίας αντιπροσώπευσης (κλασική θεωρία) παρότι ενδιαφέρουσες, θεωρήθηκαν από πολλούς απλοποιημένες, καθώς παρουσιάζει τη συμπεριφορά των ατόμων να χαρακτηρίζεται από ιδιοτέλεια. Επίσης, η συνεργασία και ο συντονισμός τελούν υπό εξαφάνιση. Συνεπώς η θεωρία αντιπροσώπευσης δεν ανταποκρίνεται στις πραγματικές συνθήκες του οικονομικού κόσμου. Αντιθέτως, τα άτομα, οι εταιρείες, οι οργανισμοί και η καινοτομία δεν είναι απλές συντεταγμένες, αλλά αρκετά πιο σύνθετα συστήματα με πολυποίκιλα γεγονότα. Στη συνέχεια αναπτύσσονται δύο άλλες θεωρίες, οι οποίες εξηγούν πιο καλά την πραγματικότητα του οικονομικού κόσμου.

### **2.5.1 Θεωρία των ενδιαφερομένων μερών (stakeholder theory)**

Κύριος στόχος της παρούσας θεωρίας είναι να εμπλουτίσει την περιορισμένη σχέση ιδιοκτήτη –διαχειριστή. Αποτελείται από δύο θέματα – κλειδιά: τα ενδιαφερόμενα μέρη είναι άτομα ή ομάδες με νόμιμα ενδιαφέροντα για την επιχείρηση και το ενδιαφέρον τους προκύπτει από την εσωτερική αξία της. Με άλλα λόγια, η διοίκηση πρέπει να δίνει ταυτόχρονα σημασία στα νόμιμα ενδιαφέροντα όλων των ενδιαφερόμενων μερών τόσο κατά την ίδρυση των οργανωτικών δομών και γενικών πολιτικών όσο και κατά την λήψη απόφασης σε κάθε περίπτωση (Freeman, R. E. 1984).

Στη σημερινή εποχή όπου οι εξελίξεις τρέχουν με γρήγορους ρυθμούς, είναι σχεδόν αδύνατο μια επιχείρηση να καινοτομήσει από μόνη της. Ουσιαστικά πρόκειται για έναν κόμβο στο γενικό δίκτυο των επιχειρήσεων που συμβάλλουν στη συνεχή καινοτομία. Βάσει της θεωρίας των ενδιαφερομένων μερών, η στρατηγική που προτείνεται είναι μια

πλούσια απεικόνιση της φύσης μιας εταιρείας, που βοηθά τους managers να σκέφτονται για τη διοίκηση και τα μέλη του ΔΣ να σκέφτονται τα ενδιαφέροντα των εταιρικών υποστηρικτών.

### 2.5.2 Θεωρία Οργανωτικού Ελέγχου (Organizational Control Theory)

Η θεωρία, με κύριους υποστηρικτές τους William Lazonick και Mary O' Sullivan από το INSEAD, προέκυψε κατά την έρευνα της επίδρασης της Εταιρικής Διακυβέρνησης πάνω στην καινοτομία, καθώς οι κυρίαρχες θεωρίες της Εταιρικής Διακυβέρνησης δεν ενσωμάτωναν μια συστηματική ανάλυση των οικονομικών της καινοτομίας. Η θεωρία του οργανωτικού ελέγχου υιοθετεί μια επαναστατική άποψη για την ανάλυση των καινοτόμων διαδικασιών. Συγκεκριμένα υποστηρίζει ότι επιτυχής καινοτομία μπορεί να δημιουργηθεί από τις υπάρχουσες ικανότητες που θα επιτρέψουν στην εταιρεία να επιβιώσει στο μέλλον χωρίς να χρειαστεί να καινοτομήσει. Δηλαδή η Εταιρική Διακυβέρνηση γίνεται ένα οργανωτικό θέμα, από την πλευρά της κατανομής εξουσίας, για τον προσδιορισμό του καταμερισμού των πόρων και την κατανομή των αποδόσεων της εταιρείας. Η παρούσα θεωρία μπορεί να δώσει απαντήσεις στα ερωτήματα ποιος παίρνει επενδυτικές αποφάσεις, τι τύπου αποφάσεις λαμβάνονται και πώς διανέμονται γενικά οι αποδόσεις.

Τα θέματα της κατανομής των πόρων και των αποδόσεων αντιμετωπίζονται δισδιάστατα: στην οργανωτική ένταξη (οργάνωση του ανθρώπινου κεφαλαίου) και στην οικονομική δέσμευση (παροχή χρημάτων). Η πρώτη είναι ένα χαρακτηριστικό των εταιρειών που μετρούν την προθυμία των ατόμων να παρέχουν τις ικανότητες, τη γνώση και τις επιτυχίες τους στην επίτευξη της αποστολής της εταιρείας. Οικονομική δέσμευση είναι η δυνατότητα της εταιρείας να διατηρεί μια πολύ αβέβαιη καινοτόμα διαδικασία μέχρι την ωρίμανση, όπου αποκομίζει τα οφέλη της προσπάθειάς της. Όμως για να συνεχίσουν οι οικονομικοί πόροι να δεσμεύονται σε μια αβέβαιη διαδικασία, οι ιδιο-

κτήτες πρέπει είτε να κατέχουν γνώση των κατάλληλων περιουσιακών στοιχείων, πχ. επενδύσεις, ή πρέπει να εμπιστεύονται τους διαχειριστές της εταιρείας να έχουν αυτή τη λεπτομερή γνώση.

Έτσι η Εταιρική Διακυβέρνηση μετατρέπεται σε ακόμα άλλο ένα οργανωτικό θέμα (όπως είναι η στρατηγική και το marketing), το οποίο εστιάζει στις στρατηγικές επένδυσης και στο τρόπο που τα άτομα και οι πόροι συνδυάζονται, προκειμένου να δημιουργήσουν νέες ικανότητες που θα μπορέσουν να οδηγήσουν σε μελλοντικές καινοτομίες. Είναι σαφές ότι σε ένα τόσο πολύπλοκο περιβάλλον των επιχειρήσεων είναι αρκετά δύσκολο να ληφθεί μια απόφαση. Συνήθως μετέχουν στη διαδικασία αυτή άτομα που έχουν γνώση του θέματος. Συνεπώς, η Εταιρική Διακυβέρνηση δε στοχεύει στη μείωση των μεσολαβητικών εξόδων (όπως ορίζει η θεωρία αντιπροσώπευσης), αλλά είναι μια κοινωνική διαδικασία που προσδιορίζει τη στρατηγική κατανομή των πόρων και των αποδόσεων μιας επιχειρηματική μονάδας.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑ- ΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ – ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ**

### **3.1 Δομή Διοικητικού Συμβουλίου – Ελληνική Νομοθεσία**

Η Ανώνυμη Εταιρεία βάσει του ορισμού του Εμπορικού Συλλόγου Αθηνών είναι ένα νομικό πρόσωπο που έχει ως επί το πλείστον κερδοσκοπικό χαρακτήρα με κυριότερο πλεονέκτημα την ευθύνη των συμμετέχων της (μέτοχοι) μόνο μέχρι το ύψος της συμμετοχής τους. Βασικό χαρακτηριστικό της ΑΕ είναι η σωματειακή της οργάνωση, που εκδηλώνεται με την ανάθεση της διοίκησής της σε ολιγομελές όργανο, το Δ.Σ. Πρόκειται για κεφαλαιουχική εταιρεία, της οποίας το κεφάλαιο της είναι διαιρεμένο σε μετοχές. Το νομικό της πλαίσιο διαμορφώθηκε από τον κωδικοποιημένο Νόμο 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών», που αποτέλεσε και το επιμέρους Δίκαιο της Α.Ε.. Σύμφωνα με το Εμπορικό Δίκαιο, η Α.Ε. είναι πάντα εμπορική εταιρεία ακόμα και όταν δεν ασκεί εμπορία. Το μέρος του Κεφαλαίου που ισούται με το ελάχιστο όριο του Μετοχικού Κεφαλαίου για τις Α.Ε. είναι από 1/1/2002 60.000 ευρώ (άρθρο 8, του Ν. 2190/1920 όπως τροποποιήθηκε με το άρθρο 11, παρ. 1 του Ν. 2842/2000).

Η Α.Ε. πρέπει να διατηρεί ορισμένες διατυπώσεις δημοσιότητας, οι οποίες προστατεύουν τους καλόπιστους τρίτους και τους συναλλασσόμενους. Μέσα σε αυτές είναι η δημοσίευση των ετήσιων αποτελεσμάτων (δηλ. τον Ισολογισμό, τα Αποτελέσματα Χρήσεως και Αποτελέσματα Διαθέσεως βάσει του Ελληνικού Γενικού Λογιστικού Σχεδίου) κατά ορισμένο τρόπο στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως και σε μία πολιτική εφημερίδα. Στις Α.Ε. το εταιρικό κεφάλαιο διαιρείται σε ίσα μέρη, τις μετοχές, οι οποίες είναι ανώνυμες ή ονομαστικές, και μεταβιβάζονται ελεύθερα, εκτός αν το καταστατικό υποβάλλει το μεταβιβαστό σε ορισμένους περιορισμούς («δεσμευμένες μετοχές»). Κάθε μέτοχος ευθύνεται μέχρι και το ποσό της εισφοράς του.

### 3.1.1 Σύσταση Α.Ε.

Η ίδρυση της Α.Ε. προϋποθέτει έγκριση της Διοικήσεως (Υπουργείου Ανάπτυξης ή αρμόδιας Νομαρχίας), μόνο όμως αν το κεφάλαιο υπερβαίνει τα 3 εκ. ευρώ, και καταχώριση της έγκρισης και του καταστατικού, στο Μητρώο Α.Ε. Περίληψη της σχετικής καταχώρισης δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως (Τεύχος Α.Ε. & Ε.Π.Ε.) και κατατίθεται στο Υπουργείο Εμπορίου (Στασινός, 2008).

### 3.1.2 Καταστατικό

Βάσει του άρθρου 19 του νόμου 2190/1920 §1, η ύπαρξη καταστατικού είναι αναγκαία προϋπόθεση σύστασης της εταιρείας. Πρόκειται για συμβολαιογραφικό έγγραφο που συντάσσεται κατά την σύσταση μίας ΑΕ. Περιληπτικά στο Καταστατικό πρέπει να καθορίζεται ο αριθμός των μελών του Δ.Σ. (κατώτερος και ανώτερος) και ο χρόνος θητείας, ο οποίος δεν μπορεί να υπερβαίνει την εξαετία. Για λόγους προστασίας των συναλλασσομένων με την εταιρεία, ο νόμος απαιτεί τη δημοσίευση του καταστατικού, ώστε τρίτοι να μπορούν να διαπιστώσουν ποιος έχει εξουσία εκπροσώπησης της εταιρείας. Επίσης, τα μέλη του Δ.Σ., που μπορεί να είναι μέτοχοι ή μη, είναι πάντοτε επανεκλέξιμοι και ελεύθερα ανακλητοί. Το Δ.Σ. επιτρέπεται, εφόσον ορίζεται από το Καταστατικό, να συνεδριάζει και σε τόπο εκτός της έδρας, στην ημεδαπή ή μετά από ειδική άδεια του Υπουργού Εμπορίου στην αλλοδαπή (Εφημερίδα Capital, 2008).

### 3.1.3 Όργανα της Α.Ε.

- Το ανώτατο όργανο της Α.Ε. είναι η **Γενική Συνέλευση** (Γ.Σ.), στην οποία λαμβάνονται όλες οι μεγάλες αποφάσεις. Την Γενική Συνέλευση απαρτίζουν οι μέτοχοι της εταιρείας. Οι συνελεύσεις είναι έκτακτες και τακτικές. Τακτική Γενική Συνέλευση γίνεται τουλάχιστον μία φορά το έτος. Κάθε μετοχή αποτελεί μία ψήφο και καθένας έχει δικαίωμα να ψηφίσει ή και να ψηφιστεί. Στις Γενικές Συνελεύσεις γίνεται η ψηφοφορία

για τη σύνθεση του επόμενου ΔΣ, ορίζονται τα καθήκοντά του, λαμβάνονται αποφάσεις για σημαντικά ζητήματα, όπως ο καθορισμός της μακροχρόνιας πολιτικής της εταιρείας, και παρουσιάζονται τα αποτελέσματα που πέτυχε η εταιρεία την προηγούμενη χρήση και εγκρίνεται ο Ισολογισμός της. Τέλος, οποιαδήποτε αλλαγή στο Καταστατικό της εταιρείας πρέπει να αποφασιστεί από τη ΓΣ.

- Το **Διοικητικό Συμβούλιο** (Δ.Σ.) αποτελεί το ανώτατο διοικητικό όργανο της ΑΕ (εφημερίδα Capital, 2008). Αποτελείται από μέλη, τα οποία σύμφωνα με το άρθρο 18, παρ.2, όπως αντικαταστάθηκε με το άρθρο 25 του Ν.3604/2007, ΦΕΚ Α 189/8.8.2007, είναι τουλάχιστον τρία, ψηφίστηκαν στην Γενική Συνέλευση και έχουν το καθήκον της επίβλεψης και διαχείρισης της εταιρείας, της προστασίας και προαγωγής του εταιρικού συμφέροντος, της χάραξης πολιτικής και στρατηγικής και της διαρκούς αποδοτικότητας της εταιρείας, που αντανάκλαται σε μακροχρόνια βελτίωση της εσωτερικής αξίας της μετοχής. Ουσιαστικά πρόκειται για το θεματοφύλακα των Αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης της Α.Ε.. Έτσι, το ΔΣ συνεδριάζει για πολύ σημαντικά ζητήματα, και παρακολουθεί την πορεία της εταιρείας στην αγορά. Επίσης, εκλέγει τον Πρόεδρό του, ο οποίος είναι υπεύθυνος για τον συντονισμό των εργασιών του, καθώς και τον Διευθύνοντα Σύμβουλο, ο οποίος ασκεί την διοίκηση και εκπροσώπηση της εταιρείας. Ο Πρόεδρος και ο Διευθύνων Σύμβουλος μπορεί να είναι συχνά το ίδιο πρόσωπο (δυναμικότητα – duality), ενώ μπορεί να οριστούν περισσότεροι από ένας Διευθύνοντες Σύμβουλοι. Το ΔΣ συνέρχεται με πρόσκληση του Προέδρου μία φορά το μήνα και εκτάκτως κάθε φορά που ο Πρόεδρος θεωρεί σκόπιμο ή μετά από σχετική αίτηση τεσσάρων μελών.
  - Ο Διευθύνων Σύμβουλος είναι το ανώτατο εκτελεστικό όργανο και προΐσταται όλων των υπηρεσιών της εταιρείας, διευθύνει το έργο του ΔΣ, αποφασίζει την Οργανωτική Διάρθρωση των Γενικών Διευθύνσεων, είναι υπεύθυνος για την υλοποί-

ηση του προϋπολογισμού της εταιρείας και γενικότερα παίρνει τις αναγκαίες αποφάσεις μέσα στο πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία της. (Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας του Διαγνωστικού & Θεραπευτικού Κέντρου Υγεία)

- ο Τα μέλη του ΔΣ οφείλουν να απέχουν από την επιδίωξη ιδίων συμφερόντων που αντιβαίνουν στα συμφέροντα της εταιρείας. Επίσης, τα μέλη του ΔΣ οφείλουν να αποκαλύπτουν στα υπόλοιπα μέλη τα σημαντικά ίδια συμφέροντά τους που ενδέχεται να επηρεάζονται άμεσα από συναλλαγές ή αποφάσεις της εταιρείας καθώς και κάθε άλλη σύγκρουση ιδίων συμφερόντων με αυτών της εταιρείας ή συνδεδεμένων με αυτή επιχειρήσεων κατά την έννοια του άρθρου 43ε παρ.5 του Κ.Ν.2190/1920, που ανακύπτει κατά την άσκηση των καθηκόντων τους. Τα μέλη του ΔΣ πρέπει να γνωστοποιούν τις προθέσεις τους για τη διενέργεια σημαντικών συναλλαγών και οικονομικών δραστηριοτήτων που σχετίζονται με την εταιρεία καθώς επίσης και με βασικούς πελάτες ή προμηθευτές της.

### **3.1.4 Σύμβαση εργασίας μέλους Δ.Σ. με Α.Ε.**

Οι συμβάσεις της εταιρείας με μέλη του ΔΣ ρυθμίζονται από το άρθρο 23α του Ν.2190/1920, όπως αυτό αντικαταστάθηκε με το άρθρο 33 του Ν.3604/2007. Οι απαγορεύσεις του νόμου δεν αφορούν μόνο τα μέλη του ΔΣ, αλλά και τα πρόσωπα που ασκούν τον έλεγχο επί της εταιρείας (δηλαδή τις συνδεδεμένες με αυτήν επιχειρήσεις), τους συζύγους και τους συγγενείς των προσώπων αυτών εξ αίματος ή εξ αγχιστείας μέχρι του τρίτου βαθμού, καθώς και τα νομικά πρόσωπα που ελέγχονται από τους ανωτέρω. Ειδικότερα, απαγορεύεται και είναι άκυρη η σύναψη κάθε είδους σύμβασης μεταξύ της εταιρείας και των ανωτέρω προσώπων χωρίς ειδική άδεια της ΓΣ. Προϋπόθεση είναι τα άτομα αυτά να έχουν ήδη αποκτήσει την ιδιότητά τους κατά το χρόνο σύναψης της σύμβασης. Όμως, με το άρθρο 33 του Ν. 3604/2007 εισήχθη η δυνατότητα της παροχής σχετικής αδειάς από τη ΓΣ και σε χρόνο μεταγενέστερο από την κατάρτιση

της σύμβασης, κι όχι υποχρεωτικά προγενέστερο, όπως απαιτούσε ο Ν. 2190/1920 (Πάτσης Ανδρέας, 2008).

### 3.1.5 Νομικά ζητήματα

Επίσης, βάσει του άρθρου 7β του Ν. 2190/1920, το ΔΣ της εταιρείας είναι υπεύθυνο για την υποβολή στην αρμόδια υπηρεσία του Υπουργείου Εμπορίου των πράξεων και στοιχείων για τα οποία απαιτείται δημοσιότητα. Άλλα νομικά ζητήματα αφορούν τους όρους δημοσιότητας της ΓΣ, όπως τη δημοσίευση σε εφημερίδα πρόσκλησης των μετόχων για να συμμετάσχουν στην Γ.Σ. είκοσι ημέρες πριν από αυτήν, διατάξεις για αυξημένη ή απλή απαρτία της Γ.Σ., τροποποιήσεις του Καταστατικού της κ.α.

Μία Α.Ε. απαγορεύεται (με μερικές εξαιρέσεις που αναφέρονται αναλυτικά στο Άρθρο 16 παρ.1 του ν. 2190/1920) να αποκτήσει τις μετοχές της (απόκτηση Ίδιων Μετοχών).

Ωστόσο, βάσει του άρθρου 13 παρ.13 του ίδιου Νόμου, μπορεί να αγοράσει ένα μικρό ποσοστό αυτών με σκοπό τη διάθεσή τους στο προσωπικό της εταιρείας (stock options).

Η Α.Ε. υπόκειται στον έλεγχο των Αποτελεσμάτων και του Ισολογισμού της τόσο για διαπίστωση ύπαρξης ή μη φοροδιαφυγής και σωστής τήρησης των απαραίτητων βιβλίων όσο και για έλεγχο της από Ορκωτούς Ελεγκτές και Λογιστές, οι οποίοι ελέγχουν την επιχείρηση εκ μέρους των μετόχων και πιστοποιούν την ορθότητα ή μη των αποτελεσμάτων.

### 3.1.6 Διαπραγμάτευση μετοχών

Μία Α.Ε. μπορεί να εισαχθεί σε ένα Χρηματιστήριο για την διαπραγμάτευση των μετοχών της. Ωστόσο για την εισαγωγή σε μεγάλα χρηματιστήρια χρειάζεται να ικανοποιούνται αυστηρά κριτήρια και αυξημένες διατυπώσεις δημοσιότητας. Όλοι μπορούν να αποκτήσουν ελεύθερα μετοχές και να τις μεταβιβάσουν όποτε επιθυμούν. Μία μετοχή, η οποία είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο, η τιμή της, πέραν του μεριδίου του εταιρικού κεφαλαίου, περιέχει και πληροφορίες για την αγορά και την επιχείρηση. Οι πληρο-



φορίες αυτές μαζί με την προσφορά και ζήτηση των μετοχών συχνά προκαλούν διακυμάνσεις της τιμής της, χωρίς ουσιαστικά να μειώνεται ή να αυξάνεται πραγματικά το εταιρικό κεφάλαιο.

### 3.1.7 Λύση της ανώνυμης εταιρείας

Βάσει του άρθρου 43α παρ.1 του ν. 2190/1920, η Α.Ε. λύεται στις ακόλουθες περιπτώσεις:

- ❑ όταν παρέλθει ο χρόνος της διάρκειας για την οποία συστήθηκε,
- ❑ όταν η ΓΣ των μετόχων το αποφασίσει με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία,
- ❑ όταν η εταιρεία πτωχεύσει.

Σε ορισμένες περιπτώσεις (π.χ. μη καταβολή του κεφαλαίου, απώλεια των 9/10 του κεφαλαίου, μη υποβολή τριών Ισολογισμών κλπ.) η Διοίκηση μπορεί να ανακαλέσει την άδεια σύστασης της εταιρείας, κι έτσι τίθεται υπό εκκαθάριση. Την εκκαθάριση διενεργούν οι εκκαθαριστές, που είναι όργανα της εταιρείας.

### 3.1.8 Εταιρική Διακυβέρνηση

Η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι ένα σύστημα αρχών βάσει του οποίου οργανώνεται, λειτουργεί και διοικείται η ΑΕ, ειδικά αυτή που είναι εισηγμένη στο ΧΑΑ, ώστε να διαφυλάσσονται και να ικανοποιούνται, στο πλαίσιο του εταιρικού συμφέροντος, τα έννομα συμφέροντα όλων όσων συνδέονται με την εταιρεία. Επιδιώκει πλήρη διαφάνεια στην όλη διαχείριση της εταιρείας, ώστε να παρέχονται όλες οι ζωτικές πληροφορίες προς όλους τους άμεσα ή έμμεσα ενδιαφερομένους για τη λειτουργία της επιχείρησης και να τους δίδεται έτσι η δυνατότητα να έχουν ενεργό ρόλο στη δραστηριότητα της εταιρείας βάσει της κείμενης νομοθεσίας. Περαιτέρω, μέσω της Εταιρικής Διακυβέρνησης επιδιώκεται η δυνατότητα των ενδιαφερομένων μερών να προστατεύουν και προωθούν τα συμφέροντά τους ισότιμα και ακριβοδίκαια μέσα στο πλαίσιο της μακροχρό-

νιας και ισόρροπης ανάπτυξης της εταιρείας. Ουσιαστικά πρόκειται για οικειοθελείς δεσμεύσεις βάσει της νομοθεσίας για τις ΑΕ, της χρηματιστηριακής νομοθεσίας, τις κανονιστικές ρυθμίσεις του Χ.Α.Α. και των εποπτικών αρχών, αλλά μπορεί και να περιλαμβάνει οικειοθελείς δεσμεύσεις που συμβάλλουν στη διατήρηση και βελτίωση της αξιοπιστίας της εταιρείας. Η εταιρεία γνωστοποιεί μέσω του Ετησίου Δελτίου τις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης που εφαρμόζει. Ακολουθεί εκτενή αναφορά του Ν. 3016/2002, ο οποίος ορίζει την Εταιρική Διακυβέρνηση (Plant Management 2001).

Οι αποφάσεις της εταιρείας είναι κατ' αρχήν οι αποφάσεις του Δ.Σ. που δρα συλλογικά. Έτσι παρέχεται η ευχέρεια σ' όλα τα μέλη του Δ.Σ. να έχουν ενεργό ρόλο στην διοίκηση με περαιτέρω όμως δυνατότητα μέσω εξουσιοδοτήσεων, ιδίως προς τα εκτελεστικά μέλη, να υλοποιούν τους στόχους και κατευθύνσεις του Δ.Σ. Τα μη εκτελεστικά μέλη συμμετέχουν κατά πλειοψηφία στις Επιτροπές του Δ.Σ. που προβλέπονται από το Νόμο 3016/2002 (Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου και Επιτροπή Αμοιβών και Παροχών).

Συγκεκριμένα, εκτελεστικά μέλη είναι τα ανώτατα στελέχη της εταιρείας που έχουν την ευθύνη διαχείρισής της. Μη εκτελεστικά μέλη είναι πρόσωπα με ιδιαίτερη επαγγελματική πείρα και κοινωνικό κύρος και με κατά τεκμήριο αντικειμενική κρίση. Ανεξάρτητα μη εκτελεστικά είναι τα μέλη που δεν έχουν συγγένεια μέχρι 2ου βαθμού με τον μέτοχο που ελέγχει την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου ή που δεν κατέχουν μετοχές άνω του 5% της εταιρείας ή θυγατρικής της και που δεν είναι εκτελεστικά, διευθυντικά στελέχη θυγατρικής εταιρείας.

### **3.1.9 Νόμος 3016/2002 (EuroCharity 2009)**

Το πρώτο κεφάλαιο του Νόμου επιδιώκει να ρυθμίσει το φαινόμενο της εταιρικής διακυβέρνησης (corporate governance). Στο πεδίο εφαρμογής του εμπίπτουν οι ανώνυμες εταιρείες που εισάγουν ή έχουν εισαγάγει μετοχές ή άλλες κινητές αξίες τους σε οργα-

νωμένη χρηματιστηριακή αγορά στην Ελλάδα. Οι σχετικές διατάξεις αποτελούν ειδικό νόμο (*lex specialis*) έναντι του Νόμου 2190/1920 «περί ανωνύμων εταιρειών» και, επομένως, σε περίπτωση σύγκρουσης υπερισχύουν έναντι των επιμέρους αντιστοίχων ρυθμίσεων του τελευταίου. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να ορίσει οργανωμένες αγορές όπου οι διατάξεις του παρόντος νόμου δεν θα εφαρμόζονται, εν όλω ή εν μέρει.

#### *Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ.) Σύνθεση - Υποχρεώσεις*

Το Διοικητικό Συμβούλιο των ανωνύμων εταιρειών που εμπίπτουν στις διατάξεις του παρόντος νόμου αποτελείται από εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη. Η ιδιότητα των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου ως εκτελεστικών ή μη ορίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο.

Ως εκτελεστικά θεωρούνται τα μέλη που είναι επιφορτισμένα με τα καθημερινά θέματα διοίκησης της εταιρείας, ενώ μη εκτελεστικά αποκαλούνται τα μέλη που ασχολούνται με την προαγωγή όλων των εταιρικών ζητημάτων. Ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να είναι ίσος τουλάχιστον με το 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών του Δ.Σ. . Τα μη εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ. διακρίνονται περαιτέρω σε ανεξάρτητα και μη ανεξάρτητα. Τα ανεξάρτητα μέλη ορίζονται από τη Γενική Συνέλευση της εταιρείας και πρέπει να είναι τουλάχιστον δύο (μεταξύ των μη εκτελεστικών), με εξαίρεση την περίπτωση που ορίζονται ρητά και συμμετέχουν ως μέλη στο Δ.Σ. εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων, οπότε η ύπαρξη μη εκτελεστικών ανεξάρτητων μελών του Δ.Σ. δεν είναι υποχρεωτική. Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ. πρέπει κατά τη διάρκεια της θητείας τους (α) να μην κατέχουν πάνω από 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας ή (β) να μην τελούν σε σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή με συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα, όπως αυτή προσδιορίζεται λεπτομερώς στον παρόντα νόμο, και συγκεκριμένα στο άρθρο 4 του Νόμου 3016/2002. Στην παράγραφο 1 του ίδιου άρθρου προσδιορίζονται αναλυτικά οι περιπτώσεις κατά τις οποίες υπάρχει σχέση εξάρ-

τησης στα μέλη του Δ.Σ. Τα μέλη αυτά έχουν το δικαίωμα να υποβάλλουν κατά την κρίση τους ο καθένας ή από κοινού αναφορές και εκθέσεις χωριστά από τις αντίστοιχες του Δ.Σ. στην τακτική ή έκτακτη Γενική Συνέλευση της εταιρείας. Το Δ.Σ. κάθε εισηγμένης σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά εταιρείας έχει τις θεμελιώδεις υποχρεώσεις να επιδιώκει διαρκώς της ενίσχυση της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρείας και την προάσπιση του γενικότερου εταιρικού συμφέροντος. Τόσο τα μέλη του Δ.Σ., όσο και κάθε τρίτο πρόσωπο στο οποίο έχουν ανατεθεί σχετικές αρμοδιότητες, απαγορεύεται να επιδιώκουν ίδια συμφέροντα αντίθετα με αυτά της εταιρείας.

#### *Διαδικασία Ελέγχου Τήρησης Διατάξεων περί σύνθεσης*

Μέσα σε είκοσι (20) ημέρες από τη συγκρότηση του Δ.Σ. σε σώμα, η εταιρεία οφείλει να υποβάλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το πρακτικό της Γενικής Συνέλευσης που εξέλεξε τα ανεξάρτητα μέλη του Δ.Σ. . Μέσα στην ίδια προθεσμία πρέπει αντιστοίχως να υποβληθεί και το σχετικό πρακτικό του Δ.Σ., όπου ορίζεται η ιδιότητα κάθε μέλους του ως εκτελεστικού, μη εκτελεστικού ή εκλέγεται προσωρινό ανεξάρτητο μέλος σε αντικατάσταση άλλου που παραιτήθηκε, εξέλιψε ή είναι για άλλο λόγο έκπτωτο.

#### *Εσωτερικός Κανονισμός*

Κάθε εταιρεία που εισαγάγει μετοχές ή άλλες κινητές αξίες σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά πρέπει να διαθέτει κατά την υποβολή της αίτησης εισαγωγής Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας, ο οποίος καταρτίζεται με απόφαση του Δ.Σ. Ο Εσωτερικός Κανονισμός πρέπει να περιλαμβάνει: (α) την ύπαρξη τουλάχιστον Υπηρεσιών Εσωτερικού Ελέγχου, Εξυπηρέτησης Μετόχων και Εταιρικών Ανακοινώσεων, τη διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρείας, τα αντικείμενά τους και τη σχέση των υπηρεσιών μεταξύ τους και με τη Διοίκηση, (β) τις αρμοδιότητες των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ., (γ) τις διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών της

εταιρείας και αξιολόγησης της απόδοσής τους, (δ) τις διαδικασίες παρακολούθησης των συγκεκριμένων συναλλαγών και οικονομικών δραστηριοτήτων που αναφέρονται στο νόμο, (ε) τις διαδικασίες δημόσιας γνωστοποίησης συναλλαγών των προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα και των προσώπων που έχουν στενό δεσμό μαζί τους, καθώς επίσης άλλων προσώπων, όπως ορίζει η υπάρχουσα νομοθεσία, (στ) τους κανόνες που διέπουν τις συναλλαγές μεταξύ συνδεδεμένων εταιρειών, την παρακολούθηση των συναλλαγών αυτών και την κατάλληλη γνωστοποίησή τους στα όργανα και μετόχους της εταιρείας.

#### *Εσωτερικός Έλεγχος Υπηρεσία Εσωτερικού Ελέγχου*

Ο εσωτερικός έλεγχος πραγματοποιείται από ειδική Υπηρεσία της εταιρείας, τα μέλη της οποίας (Εσωτερικοί Ελεγκτές) είναι ανεξάρτητα και εποπτεύονται από ένα ως τρία μη εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ. . Οι Εσωτερικοί Ελεγκτές ορίζονται με απόφαση του Δ.Σ. και απασχολούνται πλήρως και αποκλειστικά με την ανατεθείσα σε αυτούς υπηρεσία. Οι Εσωτερικοί Ελεγκτές έχουν το δικαίωμα να λαμβάνουν γνώση κάθε εγγράφου, αρχείου, βιβλίου, τραπεζικού λογαριασμού ή χαρτοφυλακίου της εταιρείας και να έχουν πρόσβαση σε κάθε υπηρεσία της εταιρείας. Η Διοίκηση της εταιρείας οφείλει να συνεργάζεται με τους εσωτερικούς ελεγκτές και να τους παρέχει τα αναγκαία μέσα για την διευκόλυνση του έργου τους.

#### *Συνέπειες Παραβίασης του παρόντος Νόμου*

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να επιβάλλει τις κυρώσεις του άρθρου 48 του ν. 2836/2000 (χρηματικό πρόστιμο 2.934,70 έως 586.940,57€) σε όποιον ασκεί αρμοδιότητες του Δ.Σ. και δεν τηρεί τις υποχρεώσεις, που αναφέρονται σε συγκεκριμένες διατάξεις του παρόντος νόμου.

### 3.1.10 Νόμος 3604/2007

Ο νέος νόμος 3604/2007 (ΦΕΚ 189/Α'/8.8.2007) αναμόρφωσε ριζικά το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας των ΑΕ και συνέβαλε στην αντιμετώπιση μιας σειράς από διαρθρωτικά προβλήματα που υπάρχουν και αφορούν στην "εταιρική καθημερινότητα", όπως είναι η διοικητική κηδεμονία και εποπτεία της ανώνυμης εταιρείας, ο απόμακρος χαρακτήρας του κ.ν. 2190/1920 προς τους μετόχους και τη μειοψηφία και το ξεπερασμένο πλέον καθεστώς ευθύνης του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας. Με το Ν. 3604/2007 ο νόμος 2190/1920 περί Ανωνύμων Εταιρειών εκσυγχρονίζεται και αλλάζει κυριολεκτικά μορφή επιδιώκοντας, α) να εισάγει τις επιχειρήσεις στην εποχή της πληροφορίας και των νέων δεδομένων που επιβάλλει ο διεθνής ανταγωνισμός, και β) να εναρμονίσει το θεσμικό πλαίσιο i) με το κοινοτικό δίκαιο γενικότερα και ειδικότερα με την Οδηγία 2006/68/ΕΚ σχετικά με τη σύσταση της ανωνύμου εταιρείας και τη διατήρηση και τις μεταβολές του κεφαλαίου της και ολοκληρώνεται η εναρμόνιση με την Οδηγία 2003/58/ΕΚ σχετικά με τις απαιτήσεις δημοσιότητας για ορισμένες μορφές εταιρειών και ii) με την πρόσφατη νομολογία του Συμβουλίου της Επικρατείας και των λοιπών διοικητικών δικαστηρίων. Πέρα από τη διαμόρφωση του Νόμου, εισήχθησαν νέοι θεσμοί, όπως για παράδειγμα η δυνατότητα τηλεδιάσκεψης στις συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου και της γενικής συνέλευσης που διευρύνουν τις εταιρικές δυνατότητες, εκσυγχρονίζουν και διευκολύνουν τη λειτουργία ανωνύμων εταιρειών (Εφημερίδα «Ναυτεμπορική», 2007). Σε γενικές γραμμές, με το νέο νόμο, απλουστεύονται οι διαδικασίες που απαιτούνται για την ίδρυση των Ανωνύμων Εταιρειών, ενώ επέρχονται και ουσιαστικές μεταβολές για την οργάνωση, τη λειτουργία και τις υποχρεώσεις τους. Οι πιο σημαντικές αλλαγές στη λειτουργία των ΑΕ είναι (Εμπορικός Σύλλογος, 2007) :

1. Μειώνεται δραστικά η διοικητική παρέμβαση στη σύσταση και στη λειτουργία της Α.Ε. κι έτσι μειώνονται δραστικά τα γραφειοκρατικά εμπόδια και οι καθυστερήσεις.
2. Καταβάλλεται μέριμνα για την ενίσχυση της θέσης των μετόχων.
3. Διευρύνονται τα περιθώρια καταστατικών διαμορφώσεων.
4. Εισάγονται ρυθμίσεις που διευκολύνουν τις επιχειρηματικές επιλογές των ενδιαφερομένων ή απλοποιούν τη σύσταση και τη λειτουργία της εταιρείας.
5. Αναθεωρούνται ορισμένα μείζονα ζητήματα του «Δικαίου των Α.Ε.» και ρυθμίζονται επιμέρους ζητήματα εξαιρέσεων, τροποποιήσεων, ανακλήσεων, ποσοστών, δικαιωμάτων μετόχων, εταιρικών σχέσεων, απλούστευσης καταστατικών, ευελιξίας και ορίου απόκτησης μετοχών καθώς και το καθεστώς ευθύνης του ΔΣ και το καθεστώς ακυρότητας ή ακυρωσίας των αποφάσεων της ΓΣ, τα οποία αναθεωρούνται, διευκρινίζονται και εκσυγχρονίζονται, ενώ καταργείται η απόκτηση μετοχών με σκοπό τη στήριξή τους στο Χρηματιστήριο.
6. Επιτρέπεται πλέον η ίδρυση μονοπρόσωπης Α.Ε, δυνατότητα που υπήρχε ήδη σε δίκαια άλλων κρατών μελών.
7. Προβλέπονται μεταβατικές διατάξεις για την ομαλή μετάβαση στις νέες ρυθμίσεις, που αφορούν στην σημαντικότερη μορφή του συνεταιρίζεσθαι και άρα θα αποτελέσουν έναν βασικό πυλώνα ανάπτυξης της αγοράς και μάλιστα βραχυπρόθεσμα (Εμπορικός Σύλλογος, 2006).
8. *Ίδιες μετοχές*: Αναμορφώνεται σε σημαντικό βαθμό το άρθρο 16 Ν 2190/1920, καταργώντας, μεταξύ άλλων, την δυνατότητα απόκτησης μετοχών για στήριξη της χρηματιστηριακής αξίας, που μπορεί να συνιστά χειραγώγηση της αγοράς.

9. *Δικαιώματα μειοψηφίας*: Ενισχύονται τα δικαιώματα μειοψηφίας, μειώνοντας, μεταξύ άλλων, τα ποσοστά για την άσκηση των δικαιωμάτων μειοψηφίας από 1/3 σε 1/5, ενώ το δικαίωμα πληροφοριών σε σχέση με την εκτίμηση των θεμάτων της ημερήσιας διάταξης που ανήκει στο 1/20 του κεφαλαίου έγινε ατομικό και ανήκει σε κάθε μέτοχο.
10. *Εξαγορά μετοχών μειοψηφίας*: Με την επιφύλαξη των διατάξεων περί δημόσιας πρότασης, θεσπίζεται αφ' ενός το δικαίωμα της μειοψηφίας να ζητήσει με δικαστική παρέμβαση την εξαγορά των μετοχών της από τον κατά 95% πλειοψηφούντα μέτοχο (sell-out), αφ' ετέρου το (αντίστροφο) δικαίωμα του πλειοψηφούντος μετόχου να ζητήσει την εξαγορά της μειοψηφίας (squeeze-out), υπό τους όρους των νέων άρθρων 49β και 49γ αντιστοίχως.
11. *Μετασχηματισμοί*: Με τη νέα διάταξη του άρθρου 63 παρ. 3 Ν 2190/20, δεν απαιτείται πλέον η πάροδος διμήνου από τη δημοσίευση του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης μέχρι την ημερομηνία της γενικής συνέλευσης. Επίσης, σημαντική είναι η διάταξη του νέου άρθρου 77α Ν 2190/1920, κατά την οποία το τυχόν μη δίκαιο της σχέσης ανταλλαγής δεν αποτελεί πλέον λόγο ακύρωσης της συγχώνευσης και αποτελεί μόνον λόγο αξίωσης αποζημίωσης του θιγόμενου μετόχου.
12. Η Εισηγητική Έκθεση αναφέρει ότι, σε σχέση με τη μεταβίβαση των μετοχών, θα πρέπει να σημειωθεί η διάταξη του άρθρου 78 §11, που επιφυλάσσει την εφαρμογή των σχετικών φορολογικών διατάξεων. Κατά κυριολεξία δεν θα πρόκειται περί πρακτικού συνεδριάσεως αλλά αποφάσεως (Δρυλλεράκης Ι.).

Οι **αρμοδιότητες** που παρέχονται στο **Δ.Σ.** με το νέο κωδικοποιημένο νόμο 2190/1920 περί ανωνύμων εταιρειών είναι (Εφημερίδα Ναυτεμπορική, 2007) :

1. Η ΓΣ όταν αποφασίζει αύξηση κεφαλαίου, επιτρέπεται να εξουσιοδοτεί το ΔΣ να προσδιορίσει αυτό την τιμή έκδοσης των νέων μετοχών, πράγμα που διευκολύνει



τη διαδικασία του βιβλίου προσφορών (book building).

2. Προβλέπεται, για πρώτη φορά, ότι το Καταστατικό μπορεί να παρεκκλίνει από τις διατάξεις για τη σύγκληση του ΔΣ. Συγκεκριμένα, καταργείται πλέον η υποχρέωση τυπικών συνεδριάσεων του ΔΣ κάθε μήνα, εισάγεται η δυνατότητα τηλεδιάσκεψης (άρθρο 28), ενώ καθιερώνεται και η δυνατότητα «πρακτικών δια περιφοράς», αφού, κατά το νέο άρθρο 21 §5 Ν 2190/1920, η κατάρτιση και υπογραφή πρακτικού από όλα τα μέλη του ΔΣ ή τους αντιπροσώπους τους ισοδυναμεί με απόφαση του ΔΣ, ακόμη και αν δεν έχει προηγηθεί συνεδρίαση (Δρυλλεράκης Ι.). Επίσης δίδεται η δυνατότητα άσκησης του δικαιώματος ψήφου των μετόχων εξ αποστάσεως, εφ' όσον υπάρχει σχετική καταστατική πρόβλεψη. Παράλληλα, όπως και στις αποφάσεις του ΔΣ, οι εταιρείες που δεν έχουν μετοχές εισηγμένες σε χρηματιστήριο, όταν καταρτίζουν και υπογράφουν πρακτικά από όλους τους μετόχους ή τους αντιπροσώπους, αυτά ισοδυναμούν με απόφαση της ΓΣ, ακόμη και αν δεν έχει προηγηθεί συνεδρίαση (άρθρο 32 §3 Ν 2190/1920). Τέλος, αναμορφώνεται το σύστημα ελαττωματικών αποφάσεων ΓΣ (ζητήματα ανυπόστατου, ακυρωσίας, ακυρότητας). Ιδιαίτερα σημαντική είναι η νέα διάταξη του άρθρου 18 §9 Ν 2190/1920), κατά την οποία, σε κάθε περίπτωση, τα εναπομένοντα μέλη του ΔΣ, ανεξάρτητα από τον αριθμό τους (άρα, κατά την αιτιολογική έκθεση, ενδεχομένως ακόμη και ένα μέλος) μπορούν να προβούν σε σύγκληση ΓΣ με αποκλειστικό σκοπό την εκλογή νέου ΔΣ.
3. Επιτρέπεται η εκλογή του ΔΣ μέσω διαδικασίας ψηφοδελτίου, ώστε να μπορεί να εκπροσωπηθεί και η μειοψηφία.
4. Επιτρέπεται να εκλέγονται αναπληρωματικά μέλη του ΔΣ, αν το προβλέπει το Καταστατικό, και διευκολύνεται η σύνθεση του ΔΣ με αλλοδαπούς συμβούλους.

5. Με τις νέες ρυθμίσεις διευκρινίζεται ότι μέλος του ΔΣ μπορεί να είναι και νομικό πρόσωπο (άρθρο 18 §2 Ν 2190/1920), ενώ περιέχονται ποικίλες δυνατότητες καταστατικών στα της εκλογής και αντικατάστασης μελών του ΔΣ. Το καταστατικό μπορεί πλέον να ορίσει ότι, επί ισοψηφίας, υπερισχύει η ψήφος του Προέδρου του ΔΣ.
6. Αναμορφώνεται το απηρχαιωμένο καθεστώς ευθύνης του ΔΣ, καθώς αντικαθίσταται το κριτήριο του «συνετού οικογενειάρχη» με εκείνο του «συνετού επιχειρηματία», αντικαθίσταται η ειδική ευθύνη του Διευθύνοντος Συμβούλου με διαβάθμιση της ευθύνης ανάλογα με «τη θέση του κάθε μέλους και τα καθήκοντα που του έχουν ανατεθεί» (τούτο αποσαφηνίζει και την ευθύνη των τυχόν «μη εκτελεστικών» μελών), και εισάγεται ο κανόνας της επιχειρηματικής κρίσης («*business judgment rule*» - άρθρο 22<sup>α</sup>). Ορίζεται επίσης ότι τις ίδιες ευθύνες φέρουν και τα μη μέλη του ΔΣ στα οποία έχουν παραχωρηθεί εξουσίες (π.χ. γενικοί διευθυντές).
7. Αναμορφώνεται το σύστημα επιτρεπτού των συμβάσεων της εταιρείας με μέλη του ΔΣ κλπ με τις ακόλουθες, ιδίως, καινοτομίες: Πρώτον, τα δάνεια, πιστώσεις και εγγυήσεις επιτρέπονται πλέον σε συγκεκριμένες περιπτώσεις για την εξυπηρέτηση ορισμένων συναλλαγών με αυστηρές προϋποθέσεις. Δεύτερον, οι λοιπές συμβάσεις με μέλη ΔΣ κλπ μπορούν να εγκριθούν και εκ των υστέρων και όχι μόνο εκ των προτέρων, όπως ίσχυε μέχρι σήμερα, αλλά με τη δυνατότητα μικρής μειοψηφίας να αντιταχθεί. Τρίτον, το καταστατικό μπορεί να επεκτείνει τις απαγορεύσεις και σε άλλα πρόσωπα (άρθρο 23<sup>α</sup>).
8. Τροποποιούνται ριζικά οι τρόποι λύσης της ΑΕ. Καταργείται το σύστημα της ανάκλησης της άδειας σύστασης από τη Διοίκηση και εισάγεται ο θεσμός της δικαστικής λύσης, που μπορεί να γίνει είτε για λόγους που κυρίως αφορούν την μη καταβολή ή την απώλεια του κεφαλαίου εάν η συνέχιση της εταιρείας αποβαίνει αδύ-

νατη για τον αιτούντα, που αφορά μόνο τις μη εισηγμένες. Στην περίπτωση αυτή όμως μπορεί να παρέμβουν άλλοι μέτοχοι και να ζητήσουν την εξαγορά των μετοχών του αιτούντος.

Αναφορικά με τη ΓΣ, ο νέος νόμος επέφερε τις ακόλουθες τροποποιήσεις:

1. Δεν απαιτείται πλέον ειδική άδεια του Υπουργού προκειμένου να συνέλθει η ΓΣ σε άλλο τόπο εκτός της έδρας της εταιρείας. Εκτός έδρας συνεδρίαση μπορεί να πραγματοποιείται πλέον οπουδήποτε στην ημεδαπή ή στην αλλοδαπή είτε εφ' όσον υπάρχει σχετική καταστατική πρόβλεψη είτε εφ' όσον πρόκειται για καθολική ΓΣ και ουδείς αντιλέγει (ανεξαρτήτως καταστατικής πρόβλεψης).
2. Σε ό,τι αφορά τα ζητήματα της προσκλήσεως, είναι πολύ σημαντικό ότι για τις εταιρείες που εδρεύουν σε δήμο ή κοινότητα του Νομού Αττικής ή του Νομού Θεσσαλονίκης, αλλά εκτός του Δήμου Αθηναίων ή του Δήμου Θεσσαλονίκης, η δημοσίευση της προσκλήσεως μπορεί πλέον να περιορίζεται σε μία ημερήσια πολιτική ή οικονομική εφημερίδα της Αθήνας ή της πρωτεύουσας του νομού της έδρας της εταιρείας, χωρίς να χρειάζεται η προϊσχύουσα υποχρέωση δημοσίευσης και σε τοπική εφημερίδα. Πέραν τούτου, η δημοσίευση της πρόσκλησης κατά το άρθρ. 26 του Ν 2190/1920 μπορεί να αντικατασταθεί πλέον με σχετική κοινοποίηση με δικαστικό επιμελητή ή με συστημένη επιστολή ή με παράδοση της πρόσκλησης, εφ' όσον οι μετοχές είναι ονομαστικές, στο σύνολό τους, και οι μέτοχοι να έχουν γνωστοποιήσει εγκαίρως στην εταιρεία τη διεύθυνσή τους. Περαιτέρω, το καταστατικό μπορεί να προβλέπει ότι, για την πρόσκληση αρκεί ειδοποίηση μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου (e-mail), σύμφωνα με το άρθρο 26 §2α Ν 2190/1920. Νεότερη πρόσκληση δεν απαιτείται, εάν στην αρχική πρόσκληση ορίζονται ο τόπος και ο χρόνος των επαναληπτικών εκ του νόμου συνεδριάσεων για την περίπτωση μη επίτευξης απαρτίας.

Προκειμένου περί εταιρειών με εισηγμένες μετοχές ή σε κάθε περίπτωση όταν πρόκειται να ληφθεί απόφαση για αύξηση κεφαλαίου, η ΓΣ στην τελευταία επαναληπτική συνεδρίαση ευρίσκεται σε απαρτία όταν παρίστανται ή αντιπροσωπεύονται σ' αυτή μέτοχοι εκπροσωπώντας το 1/5 τουλάχιστον του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου.

3. Με το άρθρο 28 Ν 2190/1920, εισάγεται υπό προϋποθέσεις η δυνατότητα συνεδρίασης της ΓΣ με τηλεδιάσκεψη, καθώς και η άσκηση του δικαιώματος ψήφου των μετόχων εξ αποστάσεως, εφ' όσον υπάρχει σχετική καταστατική πρόβλεψη. Επίσης, όπως και στις αποφάσεις του ΔΣ, στις εταιρείες που δεν έχουν μετοχές εισηγμένες σε χρηματιστήριο, η κατάρτιση και υπογραφή πρακτικού από όλους τους μετόχους ή τους αντιπροσώπους τους ισοδυναμεί με απόφαση της ΓΣ, ακόμη και αν δεν έχει προηγηθεί συνεδρίαση (άρθρο 32 §3 Ν 2190/1920). Τέλος, αναμορφώνεται το σύστημα ελαττωματικών αποφάσεων ΓΣ (ζητήματα ανυπόστατου, ακυρωσίας, ακυρότητας).

### **Νόμος 2190/1920**

Για τη σύγκλιση, τη συγκρότηση, τη λειτουργία και τις αρμοδιότητες του ΔΣ, τα θέματα καθορίζονται από τα άρθρα **18, 19, 20, 21, 22, 23, 24** του Ν. 2190/1920.

Από τις κύριες αρμοδιότητες του ΔΣ που περιγράφονται στο νόμο, ουσιώδης είναι η δυνατότητά του να αυξήσει το μετοχικό κεφάλαιο της ΑΕ μέσα στην πρώτη πενταετία από τη σύσταση της εταιρείας, εφόσον ορίζεται στο Καταστατικό, βάσει του άρθρου 19, §1, εδάφιο α. Η εξουσία αυτή του ΔΣ μπορεί να ανανεώνεται από τη ΓΣ για διάστημα μικρότερο της πενταετίας (εδάφιο γ), όμως υποχρεούται (το ΔΣ) να προσαρμόσει το άρθρο του καταστατικού περί του κεφαλαίου, τηρώντας τις απαιτούμενες διατυπώσεις δημοσιότητας (§13).

Το ΔΣ ευθύνεται για το διορισμό ορκωτών ελεγκτών – λογιστών. Επίσης, βάσει του άρθρου 43α §3 εδάφιο α, υποχρεούται να καταρτίζει ετήσια Έκθεση Διαχείρισης, η οποία περιλαμβάνει την πραγματική εικόνα της εξέλιξης και των επιδόσεων των δραστηριοτήτων της εταιρείας και της θέσης της, καθώς και την περιγραφή των κυριότερων κινδύνων και αβεβαιοτήτων που αντιμετωπίζει, όπως είναι ο κίνδυνος μεταβολής τιμών, ο πιστωτικός κίνδυνος, ο κίνδυνος ρευστότητας, ο κίνδυνος ταμειακών ροών κλπ. Η ενοποιημένη ετήσια Έκθεση Διαχείρισης περιλαμβάνει τα ίδια στοιχεία. Όμως βάσει του άρθρου 136 §1 του Ν. 2190/1920, οι εταιρείες που συντάσσουν οικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με τα υιοθετούμενα από την Ευρωπαϊκή Ένωση Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, υποχρεούνται στη σύνταξη Εκθέσεως του Διοικητικού Συμβουλίου ή των Διαχειριστών της εταιρείας, με περιεχόμενο το προβλεπόμενο από τα Πρότυπα αυτά, αντί εκείνου που ορίζεται από τα εδάφια α' και β' της §3 του άρθρου 43α και από την §3 του άρθρου 107 και από την §3 του άρθρου 22 του Ν. 3190/1955.

Στην περίπτωση των Ομίλων, η Έκθεση του ΔΣ ή των Διαχειριστών μπορεί να είναι ενιαία, με κύριο σημείο αναφοράς τα ενοποιημένα οικονομικά δεδομένα της εταιρείας και των θυγατρικών της και με αναφορά στα επί μέρους (μη ενοποιημένα) οικονομικά δεδομένα της εταιρείας, όπου τούτο κρίνεται από τη διοίκηση της εταιρείας σκόπιμο ή αναγκαίο για την καλύτερη κατανόηση του περιεχομένου της (αρ. 136 §2 του Ν. 2190/1920).

### **3.2 Δομή Διοικητικού Συμβουλίου – Διεθνής Νομοθεσία**

Σύμφωνα με τον ορισμό του McNamara, Carter, το Διοικητικό Συμβούλιο αποτελείται από διορισμένα άτομα, τα οποία επιβλέπουν από κοινού τις δραστηριότητες μιας εταιρείας ή ενός οργανισμού. Έχει διάφορα ονόματα, όπως *board of trustees*, *board of governors*, *board of managers*, ή *executive board*. Οι αρμοδιότητες του ΔΣ προσδιορίζονται από την εξουσία, τις υποχρεώσεις και τις ευθύνες των εκπροσώπων του ή των πλη-

ρεξουσίων που έχουν οριστεί. Αυτά τα θέματα αναλύονται λεπτομερέστερα στα Καταστατικά (*bylaws*) των οργανισμών. Επίσης εκεί προσδιορίζεται ο αριθμός των μελών του ΔΣ, πώς επιλέγονται και πότε συναντιόνται.

Σε έναν οργανισμό με μέλη που ψηφίζουν, πχ. μια επαγγελματική κοινότητα (*professional society*) το ΔΣ δρα για λογαριασμό και είναι υποδεέστερο της ΓΣ (*full assembly*), η οποία συνήθως επιλέγει τα μέλη του ΔΣ. Στην περίπτωση των ΑΕ, το ΔΣ εκλέγεται από τους μετόχους και αποτελεί τη μέγιστη αρχή της διοίκησής τους. Αντιθέτως, σε μια εταιρεία που δεν χωρίζεται σε μετοχές (*nonstock corporation*) και δεν διαθέτει δικαιώματα ψηφοφορίας, πχ. σ' ένα Πανεπιστήμιο, το ΔΣ είναι η ανώτατη διοικούσα αρχή του ιδρύματος.

Βασικές αρμοδιότητες του ΔΣ είναι οι ακόλουθες:

- ❑ Διεύθυνση του οργανισμού θέτοντας τις αρχές και τις πολιτικές τους Επιλογή, διορισμός, υποστήριξη και έλεγχος της απόδοσης του Διευθύνοντος Συμβούλου
- ❑ Εξασφάλιση της διαθεσιμότητας επαρκών οικονομικών πηγών
- ❑ Έγκριση ετήσιων προϋπολογισμών
- ❑ Λογοδοσία στα ενδιαφερόμενα μέρη για την απόδοση της επιχείρησης

Οι νομικές ευθύνες των ΔΣ και των μελών τους διαφέρουν ανάλογα με τη φύση της επιχείρησης και τις αρμοδιότητες μέσα στις οποίες λειτουργεί. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι οι ευθύνες για τους δημόσιους οργανισμούς είναι συνήθως πιο αυστηρές και πολύπλοκες απ' αυτές των άλλων τύπων. Το ΔΣ ορίζει ένα από τα μέλη του να είναι ο Πρόεδρος του ΔΣ.

### 3.2.1 Δομές ιδιοκτησίας

Οι δομές ιδιοκτησίας αναφέρονται στα διάφορα σχέδια στα οποία οι μέτοχοι φαίνονται να ιδρύουν μια ορισμένη ομάδα εταιρειών. Είναι ένα εργαλείο που χρησιμοποιείται συ-

χνά από τους σχεδιαστές πολιτικής και τους ερευνητές στις αναλύσεις τους για την Εταιρική Διακυβέρνηση μέσα σε μια χώρα ή μια επιχειρησιακή ομάδα.

Γενικά, οι δομές ιδιοκτησίας προσδιορίζονται με τη χρησιμοποίηση ορισμένων μετρήσιμων μέτρων συγκέντρωσης ιδιοκτησίας (δηλ. αναλογίες συγκέντρωσης) και έπειτα την παραγωγή ενός σχεδίου που δείχνει την εικονική παρουσίασή της. Ο σκοπός των δομών ιδιοκτησίας είναι να γίνει αντιληπτός ο τρόπος με τον οποίο οι μέτοχοι αλληλεπιδρούν με τις εταιρείες και, όποτε είναι δυνατόν, να εντοπίσουν τον τελευταίο ιδιοκτήτη ενός συγκεκριμένου ομίλου εταιρειών. Παραδείγματα των δομών ιδιοκτησίας είναι οι πυραμίδες, οι διαγώνιες ιδιοκτησίες (*cross-share holdings*), τα δαχτυλίδια, και τα δίκτυα.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ**

### **4.1 Στόχος και Μεθοδολογία της Έρευνας**

Σκοπός της παρούσας έρευνας είναι η μελέτη της σχέσης μεταξύ της δομής του ΔΣ και της απόδοσης μιας επιχείρησης. Η διάρκεια της έρευνας ήταν 10 μήνες με κύριο στοιχείο αναφοράς τα χρηματοοικονομικά στοιχεία του 2007. Συγκεκριμένα, παρουσιάζονται αναλυτικά ο αριθμός των εκτελεστικών, των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών, καθώς και η ύπαρξη ή μη δυαδικότητας μεταξύ του Προέδρου και του Διευθύνοντος Συμβούλου του ΔΣ της κάθε μίας εταιρείας ξεχωριστά.

Στο δεύτερο μέρος αναλύονται τα χρηματοοικονομικά στοιχεία των εταιρειών του δείγματος με τη βοήθεια αριθμοδεικτών και υπολογιστικών τύπων. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που χρησιμοποιούνται είναι η κεφαλαιακή απόδοση των Περιουσιακών Στοιχείων (*ROA*), η απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (*ROE*), η απόδοση αγοράς (*Market Return*) και το Tobin's Q για τα έτη 2005 έως 2007. Στο παράρτημα παρουσιάζονται αναλυτικές στατιστικές περιγραφές και διαγράμματα για τον κάθε δείκτη. Στο τρίτο μέρος παρουσιάζεται η περιγραφική στατιστική για τις εξεταζόμενες μεταβλητές, χωρίζοντάς τις σε δύο κατηγορίες, αυτές χωρίς ακραίες τιμές κι αυτές με ακραίες τιμές (**Μη Εκτελεστικά μέλη, Ανεξάρτητα Μη Εκτελεστικά μέλη και Ποσοστιαία Ανεξάρτητα μέλη**). Στο τέταρτο μέρος παρουσιάζονται οι συσχετίσεις μεταξύ του συνολικού αριθμού μελών των ΔΣ και των *ROA*, *ROE*, *Market Return*, *Tobin's Q* 2005, *Tobin's Q* 2006 και *Tobin's Q* 2007. Στο επόμενο μέρος γίνεται ανάλυση της απλής γραμμικής παλινδρόμησης με υποθέσεις εργασίας τις ακόλουθες:

- Εάν και σε ποιο βαθμό η απόδοση αγοράς (*Market Return*) μιας εταιρείας επηρεάζεται από το συνολικό αριθμό μελών του ΔΣ της. Η συγκεκριμένη υπόθεση αναλύεται σε δύο φάσεις. Αρχικά εξάγεται το υπόδειγμα σύμφωνα με τις



εταιρείες που έχουν συνολικό αριθμό μελών κοντά στο ελάχιστο όριο που ορίζει ο Νόμος (δηλαδή 5 και 6 μέλη) και στη συνέχεια εξάγεται ένα άλλο υπόδειγμα για τις υπόλοιπες εταιρείες.

- Εάν και σε ποιο βαθμό η απόδοση μιας εταιρείας επηρεάζεται από τα μέλη που είναι περισσότερα από όσα ορίζει η ελληνική νομοθεσία ως ελάχιστα (που είναι 5 μέλη). Και σ' αυτή την περίπτωση, η ανάλυση γίνεται σε δύο (ίδιες) φάσεις όπως και η προηγούμενη.
- Και τέλος, για να διερευνηθεί περαιτέρω ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών ενός ΔΣ κατά πόσο επηρεάζει σημαντικά την απόδοση μιας εταιρείας, συσχετίζεται το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών ως προς το συνολικό αριθμό μελών ενός ΔΣ με την απόδοση της εκάστοτε εταιρείας.

Στο τελευταίο μέρος παρουσιάζεται πολύ περιληπτικά η πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση ανάμεσα στην απόδοση αγοράς και τις υπόλοιπες μεταβλητές προκειμένου να εντοπιστεί αν υπάρχει κάποια γραμμική σχέση μεταξύ τους.

Τα δεδομένα της έρευνας προκύπτουν ύστερα από προσωπική έρευνα μέσω του Διαδικτύου. Συγκεκριμένα, τα στοιχεία της κάθε εταιρείας προέρχονται από τα Ετήσια Δελτία για τα έτη 2006 και 2007, τα οποία διατίθενται στην εταιρική ιστοσελίδα της κάθε μίας. Οι γενικές και ειδικές πληροφορίες, που αφορούν τόσο στην μελέτη των εταιρειών του δείγματος όσο και στα εισαγωγικά θέματα του παρόντος πονήματος, προέρχονται ύστερα από έρευνα με τη βοήθεια μηχανών αναζήτησης (Google κλπ.). Επίσης, μετά τη συλλογή τους χρησιμοποιήθηκε το στατιστικό πρόγραμμα *SPSS v. 16* καθώς και το πρόγραμμα της Microsoft *Excel*, προκειμένου να αναλυθούν τα δεδομένα και να εξαχθούν τα ευρήματα της έρευνας.

Σημειώνεται ότι οι ακόλουθες τρεις επιχειρήσεις έχουν διαχειριστική χρήση που διήρκεσε από τις 1/6/2007 έως τις 31/6/2008:

- ➔ JUMBO Ανώνυμη Εμπορική Εταιρεία
- ➔ ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣ/ΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε.
- ➔ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΖΑΧΑΡΗΣ ΑΕ

#### 4.2 Ανάλυση Δεδομένων

FTSE/XA 20	Ανεξάρτητα		Σύνολο Μελών	Duality	
	Εκτελεστικά	Μη Εκτελε- στικά			Μη Εκτελε- στικά
ΔΕΗ Α.Ε.	2	3	6	11	NAI
Coca-Cola E.E.E. A.E.	1	6	5	12	OXI
Ελλάκτωρ ΑΕ	7	2	2	11	OXI
Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε.	4	9	0	13	OXI
Μότορ Όϊλ (Ελλάς) Διυλιστήρια					
Κορίνθου Α.Ε	3	7	2	12	NAI
Μυτιληναίος Α.Ε. Όμιλος					
Επιχειρήσεων	2	3	2	7	NAI
ΟΤΕ Α.Ε.	1	6	4	11	NAI
ΤΙΤΑΝ ΑΕ Τσιμεντών	5	2	8	15	OXI
<b>FTSE/XA Mid 40</b>					
J & P ΑΒΑΞ Α.Ε.	7	2	2	11	OXI
S & B Βιομηχανικά Ορυκτά Α.Ε.	1	6	8	15	OXI
ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ					
ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.	4	1	2	7	OXI
Ε.ΥΔ.Α.Π. Α.Ε.	2	2	9	13	OXI
EUROBANK PROPERTIES	3	2	2	7	OXI
ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	3	0	2	5	OXI
ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ Α.Ν.Ε.	3	4	5	12	OXI
JUMBO ΑΕΕ	4	1	2	7	NAI
ΟΛΘ Α.Ε.	1	6	4	11	OXI
ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ ΚΑΙ	6	5	2	13	OXI

<b>ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.</b>					
<b>FOLLI - FOLLIE A.B.E.E.</b>	3	2	2	7	ΝΑΙ
<b>FORTHNET A.E.</b>	1	6	2	9	ΌΧΙ
<b>FRIGOGLASS A.B.E.E.</b>	1	4	4	9	ΌΧΙ
<b>FOURLIS A.E. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ</b>	4	2	3	9	ΌΧΙ
<b>FTSE/XA SmallCap 80</b>					
<b>ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.</b>	3	0	2	5	ΝΑΙ
<b>ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ Α.Ε.</b>	3	2	2	7	ΝΑΙ
<b>A.S. ΕΜΠΟΡΙΚΗ-ΒΙΟΜ. ΕΤΑΙΡΙΑ Η/Υ &amp; ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ Α.Ε.</b>	3	1	1	5	ΝΑΙ
<b>ΒΑΡΛΑΣ ΑΕΒΕΕ</b>	4	1	2	7	ΝΑΙ
<b>ΒΙΟΚΑΡΙΠΕΤ Α.Ε.</b>	6	0	3	9	ΝΑΙ
<b>ΒΥΤΕ COMPUTER Α.Β.Ε.Ε.</b>	2	3	2	7	ΝΑΙ
<b>ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΖΑΧΑΡΗΣ Α.Ε.</b>	4	5	2	11	ΌΧΙ
<b>ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε.</b>	3	3	2	8	ΝΑΙ
<b>ΕΛΙΝΟΪΑ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΩΝ Α Ε</b>	2	5	2	9	ΌΧΙ
<b>ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣ/ΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε.</b>	4	2	2	8	ΌΧΙ
<b>ΕΤΕΜ Α.Ε.</b>	3	2	2	7	ΌΧΙ
<b>ΙΜΑΚΟ ΜΗΝΤΙΑ Α.Ε. Μ.Μ.Ε.</b>	7	0	2	9	ΝΑΙ
<b>ΙΜΠΕΡΙΟ-ΑΡΓΩ ΓΚΡΟΥΠ ΜΕ REDS Α.Ε. ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ &amp; ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ</b>	5	1	2	8	ΌΧΙ
<b>ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ &amp; ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.</b>	6	1	2	9	ΌΧΙ
<b>ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.</b>	4	0	3	7	ΌΧΙ
<b>ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.</b>	6	1	2	9	ΝΑΙ
<b>ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.</b>	3	0	2	5	ΌΧΙ
<b>INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.</b>	2	1	2	5	ΝΑΙ
<b>ΜΕΝΑΚΟ ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.</b>	4	1	2	7	ΌΧΙ
<b>Χ. ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ &amp; ΥΙΟΣ Α.Ε.</b>	3	3	2	8	ΌΧΙ
<b>ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ</b>	3	1	2	6	ΌΧΙ

<b>A.E.E.</b>					
<b>ΟΛΠ Α.Ε.</b>	1	10	2	13	ΌΧΙ
<b>CYCLON ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.</b>	3	2	2	7	ΌΧΙ
<b>ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ</b>					
<b>ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε.</b>	3	0	4	7	ΌΧΙ
<b>SATO Α.Ε.</b>	2	1	2	5	ΝΑΙ
<b>SPACE HELLAS ΑΝΩΝΥΜΗ</b>					
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΑ</b>	4	1	2	7	ΌΧΙ
<b>Χ.Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ</b>					
<b>Α.Ε.</b>	5	1	3	9	ΌΧΙ
<b>ΥΑΛCO Α.Ε.</b>	6	0	3	9	ΝΑΙ

#### **4.3 Χρηματοοικονομικοί Δείκτες και Ανάλυση**

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες είναι εργαλεία που χρησιμοποιούνται στην επεξήγηση οικονομικών καταστάσεων προκειμένου να τεθεί μια βάση για την αξιολόγηση των ασφαλειών και τον υπολογισμό της οικονομικής και διοικητικής απόδοσης. Ένας καλός χρηματοοικονομικός αναλυτής χρησιμοποιεί ένα χρηματοοικονομικό μοντέλο, το οποίο βασίζεται εκτενώς σε χρηματοοικονομικές αναλογίες (*financial ratios*) προκειμένου να καταλήξει σε μια εμπειριστατωμένη ανάλυση. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες επιτρέπουν στον αναλυτή να:

- Τυποποιεί την πληροφόρηση από τις οικονομικές καταστάσεις μεταξύ πολλών οικονομικών ετών και να μπορεί να συγκρίνει την απόδοση μιας εταιρείας κατά την πάροδο ετών σε ένα οικονομικό μοντέλο.
- Τυποποιεί την πληροφόρηση από τις οικονομικές καταστάσεις από διαφορετικές εταιρείες και να μπορεί πλέον να συγκρίνει εταιρείες με διαφορετικό μέγεθος σε ένα οικονομικό μοντέλο.

- Μετρά τις κύριες σχέσεις συσχετίζοντας τα έσοδα (κόστη) με τα έξοδα (κέρδη) και διευκολύνει τη σύγκριση αυτών των σχέσεων κατά την πάροδο του χρόνου και μεταξύ εταιρειών σε ένα οικονομικό μοντέλο.

Γενικά υπάρχουν τέσσερις γενικές κατηγορίες χρηματοοικονομικών δεικτών που χρησιμοποιούνται κατά κόρον από τους αναλυτές. Συγκεκριμένα:

- **Δείκτες Αποδοτικότητας (*Performance Ratios*)**

Βοηθούν στην απάντηση ερωτημάτων, όπως τι απόδοση έχει η εταιρεία από τις επενδύσεις των κεφαλαίων της και ποια είναι τα περιθώρια κέρδους της.

- **Δείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων (*Working Capital Ratios*)**

Βοηθούν στην απάντηση ερωτημάτων, όπως πόσο γρήγορα εξοφλούνται τα δάνεια και πόσες φορές «επιστρέφονται» τα αποθέματα.

- **Δείκτες Ρευστότητας (*Liquidity Ratios*)**

Βοηθούν στην απάντηση ερωτημάτων, όπως αν μπορεί η επιχείρηση να πληρώνει τις υποχρεώσεις και τα χρέη της.

- **Δείκτες Βιωσιμότητας (*Solvency ratios – Longer term*)**

Βοηθούν στην απάντηση ερωτημάτων, όπως ποιο είναι το επίπεδο του χρέους μιας επιχείρησης σε σχέση με άλλα περιουσιακά της στοιχεία και σε σχέση με το μετοχικό κεφάλαιο, καθώς και αν το επίπεδο του επιτοκίου δανεισμού καλύπτεται από τα κέρδη.

Σ' αυτό το σημείο σημειώνεται ότι στις ακόλουθες εταιρείες ως τελικά κέρδη περιόδου μετά φόρων λήφθηκαν τα κέρδη/ (ζημίες) μετά από φόρους (συνεχιζόμενες και διακοπείσες δραστηριότητες) :

AS	ΙΜΠΕΡΙΟ
ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ	J&P AVAX
Byte	KARATZIS
Cardico	MEVACO
ΙΜΑΚΟ	EUROBANK PROPERTIES

#### 4.3.1 ROA – κεφαλαιακή απόδοση των περιουσιακών στοιχείων

Ο αριθμοδείκτης ROA υπολογίζεται διαιρώντας το ετήσια **Καθαρά Κέρδη (ή Ζημίες)** με το **Σύνολο του Ενεργητικού** και εμφανίζεται ως ποσοστό, σύμφωνα με τον τύπο:

$$ROA = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη προ τόκων και φόρων} - \text{EBIT}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Ο αριθμοδείκτης δείχνει πόσο κερδοφόρα είναι μία επιχείρηση σε σχέση με τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία της (Investopedia, 2009). Δίνει μια πρώτη εικόνα για το πόσο αποδοτική είναι η διοίκηση στο να χρησιμοποιεί τα περιουσιακά στοιχεία προκειμένου να δημιουργήσει κέρδη και επιτρέπει την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας της λειτουργίας της. Επίσης, φανερώνει την ικανότητα της επιχείρησης να μπορεί να επιζήσει οικονομικά και να προσελκύσει κεφάλαια που προσφέρονται για επένδυση, «ανταμειβοντάς» τα ανάλογα. Γενικά, όσο πιο μεγάλος είναι ο αριθμός, τόσο πιο αποδοτικά χρησιμοποιεί η επιχείρηση τα περιουσιακά της στοιχεία (My Stock Market Power, 2009). Ονομάζεται και **Απόδοση της Επένδυσης**.

Ουσιαστικά ο ROA δείχνει τι κέρδος προκύπτει από το επενδεδυμένο κεφάλαιο (περιουσιακά στοιχεία). Αναφορικά με τις δημόσιες επιχειρήσεις, ο δείκτης μπορεί να διαφέρει ουσιαστικά και να εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τον κλάδο της βιομηχανίας.

Αυτός είναι και ο λόγος για τον οποίο όταν χρησιμοποιείται ο ROA ως μέτρο είναι προτιμότερο να συγκρίνεται με το ROA της προηγούμενης περιόδου ή με το ROA μιας παρόμοιας επιχείρησης (My Stock Market Power, 2009).

Τα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης αποτελούνται από Δάνεια και Ίδια Κεφάλαια. Και οι δύο αυτοί τύποι χρηματοδότησης χρησιμοποιούνται για να χρηματοδοτήσουν τις λειτουργίες της επιχείρησης. Διαγραμματική απεικόνιση του ROA δίνει στους επενδυτές μια γενική εικόνα για το πόσο αποδοτικά η επιχείρηση μετατρέπει τα επενδυμένα κεφάλαια σε καθαρά κέρδη. Όσο υψηλότερος είναι ο ROA τόσο το καλύτερο, καθώς η επιχείρηση κερδίζει περισσότερα με επενδύσεις μικρότερου κεφαλαίου. Για παράδειγμα, αν μια επιχείρηση έχει Καθαρά Κέρδη ύψους 1 εκατομμυρίου € και Σύνολο Ενεργητικού ύψους 5 εκατομμυρίων € τότε ο ROA είναι 20%. Αν όμως μια άλλη επιχείρηση κερδίζει το ίδιο ποσό αλλά το Σύνολο του Ενεργητικού της ανέρχεται σε 10 εκατομμύρια €, τότε ο ROA θα είναι της τάξης του 10%. Βάσει του παραδείγματος, η πρώτη επιχείρηση μετατρέπει καλύτερα τις επενδύσεις της σε κέρδος. Συνεπώς, με μια πιο προσεκτική προσέγγιση, στόχος της διοίκησης είναι να πραγματοποιεί ορθές επιλογές βάσει των διαθέσιμων πόρων της. Ο καθένας μπορεί να πραγματοποιεί κέρδη ξοδεύοντας υπέρογκα ποσά για την επίλυση ενός προβλήματος, όμως πολύ λίγοι managers διακρίνονται για τη δημιουργία μεγάλων κερδών με μικρές επενδύσεις.

### **Return On Total Assets – ROTA**

Πρόκειται για ένα ποσοστό που υπολογίζει τα **Κέρδη προ Φόρων και Τόκων (EBIT)** σε σχέση με τα **Συνολικά Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία** (περιουσιακά στοιχεία μείον υποτιμήσεις και άλλες επιχορηγήσεις για υψηλά χρέη - bad debts). Σκοπός του είναι να αποκαλυφθούν τα έσοδα που έχει παράγει η επιχείρηση για κάθε ευρώ των καταγεγραμμένων στα λογιστικά της βιβλία περιουσιακών της στοιχείων. Ανήκει στους

αριθμοδείκτες και χρησιμοποιείται για τη μέτρηση της αποδοτικής χρήσης των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης προκειμένου να δημιουργήσει κέρδη πριν καταβληθούν οι συμβατικές υποχρεώσεις. Όσο μεγαλύτερα είναι τα έσοδα μιας επιχείρησης σε σχέση με τα περιουσιακά της στοιχεία, τόσο πιο αποδοτικά θεωρείται ότι χρησιμοποιεί η επιχείρηση τα περιουσιακά της στοιχεία (Investopedia, 2009).

#### 4.3.2 ROE – Αποδοτικότητα των Ίδιων Κεφαλαίων

Ανήκει στους αριθμοδείκτες που υπολογίζουν την αποδοτικότητα της επιχείρησης και στην ουσία μετρούν την κερδοφορία. Ο συγκεκριμένος δείκτης μετρά τη δυναμικότητα της επένδυσης, δηλαδή πόσο κέρδος προκύπτει για την επιχείρηση από τα επενδεδυμένα χρήματα των μετόχων και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από τη χρήση του Μετοχικού Κεφαλαίου. Με άλλα λόγια, μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία τα Κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης απασχολούνται σε αυτήν. Αποτελεί τον βασικό δείκτη, τον οποίο η διοίκηση μιας εταιρείας σε περίπτωση θετικού αποτελέσματος τείνει να προβάλλει με τον πιο επιφανή τρόπο στον ετήσιο απολογισμό χρήσης. Υπολογίζεται με τον ακόλουθο τύπο:

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Shareholder's Equity}} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη μετά φόρων}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

Σύμφωνα με τη Investopedia, ο δείκτης δείχνει πόσο καλά μια επιχείρηση χρησιμοποιεί τις επενδύσεις της ώστε να αυξήσει τα έσοδά της.

Εταιρείες με υψηλό ROE δε σημαίνει ότι έχουν και αποδοτικές επενδύσεις. Για παράδειγμα, μπορεί να έχουν υψηλό ROE επειδή δεν διαθέτουν περιουσιακά στοιχεία, όπως είναι οι εταιρείες συμβούλων. Αντιθέτως, οι βιομηχανίες απαιτούν αρκετές κτηριακές εγκαταστάσεις προτού επιτύχουν οποιοδήποτε κέρδος, όπως είναι η περίπτωση των



διυλιστηρίων πετρελαίου. Συνεπώς δε μπορούμε να καταλήξουμε λέγοντας ότι οι συμβουλευτικές εταιρείες αποτελούν καλύτερες επενδύσεις από τα διυλιστήρια απλά και μόνο λόγω του ROE. Γενικά οι επιχειρήσεις εντάσεως κεφαλαίου έχουν υψηλά εμπόδια εισόδου, τα οποία μειώνουν τον ανταγωνισμό. Όμως, εταιρείες με υψηλό ROE και λίγα περιουσιακά στοιχεία έχουν χαμηλότερα εμπόδια εισόδου. Έτσι, οι τελευταίες έχουν υψηλότερο επιχειρηματικό ρίσκο διότι οι ανταγωνιστές τους μπορούν να αντιγράψουν την επιτυχία τους καθώς δε χρειάζεται να αναζητούν εξωτερικές χρηματοδοτήσεις. **Ως αριθμοδείκτης, ο ROE χρησιμοποιείται κυρίως για σύγκριση εταιρειών στον ίδιο κλάδο.**

Υψηλό ROE δε συνεπάγεται άμεσο κέρδος. Καθώς οι τιμές των μετοχών διαμορφώνονται κυρίως από τα κέρδη ανά μετοχή (*Earnings per Share – EPS*), χρειάζεται να πληρώσει κανείς το διπλάσιο (σε όρους Price/Book) για μια εταιρεία με 20% ROE από ό,τι για μια εταιρεία με 10% ROE. Το κέρδος προκύπτει από τα επενδεδυμένα έσοδα στην εταιρεία με το υψηλό ποσοστό ROE, το οποίο με τη σειρά του προσδίδει στην εταιρεία υψηλό ρυθμό ανάπτυξης. Συνεπώς το ROE είναι προφανώς περιττό όταν τα κέρδη δεν επανεπενδύονται. (Woolridge and Gray, 2006)

Το επικρατέστερο μοντέλο ανάπτυξης υποστηρίζει ότι όταν οι εταιρείες καταβάλλουν μερίσματα, ο ρυθμός των κερδών μειώνεται. Για παράδειγμα, αν μια εταιρεία δίνει το 20% των κερδών της σε μερίσματα (*dividend payout*), αναμένεται ότι η ανάπτυξή της θα είναι μόλις στο 80% του ποσοστού του ROE. Επίσης, ο ρυθμός ανάπτυξης θα είναι πολύ χαμηλότερος, αν τα κέρδη χρησιμοποιηθούν για την αγορά *back shares*. Από την άλλη, αν πρόκειται οι μετοχές να αγοραστούν σε τιμή πολλαπλάσια της αρχικής τους *book value* (πχ. τριπλάσια), ο αυξητικός ρυθμός των κερδών θα είναι ίσος με το κλάσμα αυτό (δηλαδή ROE/3).

Παράλληλα, οι νέες επενδύσεις μπορεί να μην είναι τόσο κερδοφόρες όσο οι τωρινές δραστηριότητες. Το καλύτερο είναι να αναρωτηθεί κανείς τι γίνονται τα κέρδη της εκάστοτε εταιρείας. Τέλος, πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι το ROE υπολογίζεται βάσει της πρόβλεψης της εταιρείας στη συνολική βάση της. Έτσι, καθώς απαιτούνται αρκετοί χρηματοοικονομικοί υπολογισμοί για την έκδοση νέων μετοχών και την αγορά ιδίων μετοχών (*buyback*), πρέπει πάντα να επαναυπολογίζονται σε μεριδιακή βάση ('per share' basis), πχ.  $\frac{\text{Κέρδη ανά μετοχή}}{\text{Αρχική αξία ανά μετοχή}}$  (Woolridge, and Gray, 2006).

Υπάρχουν διάφορες παραλλαγές στον τύπο που οι επενδυτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν:

❖ Οι επενδυτές που επιθυμούν να δουν την **αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων** μπορούν να τροποποιήσουν τον παραπάνω τύπο αφαιρώντας τα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών από το καθαρό εισόδημα και αφαιρώντας το προνομιούχο κεφάλαιο από το σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων

$$\text{Απόδοση (ROCE)} = \frac{\text{Καθαρό Εισόδημα} - \text{Προνομιούχα Μερίσματα}}{\text{Κοινές Μετοχές}}$$

❖ Η αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων μπορεί επίσης να υπολογιστεί με τη διαίρεση του καθαρού εισοδήματος με το **μέσο όρο του συνόλου των Ιδίων Κεφαλαίων**. Ο μέσος όρος του συνόλου των ΙΚ υπολογίζεται με την πρόσθεση των Ι.Κ. στην αρχή μιας περιόδου και των Ι.Κ. στο τέλος της περιόδου και τη διαίρεση του αποτελέσματος με δύο.

❖ Οι επενδυτές μπορούν επίσης να υπολογίσουν την **αλλαγή του ROE για μια περίοδο** χρησιμοποιώντας πρώτα το σύνολο των Ι.Κ. από την αρχή μιας περιόδου ως παρονομαστή για να καθορίσουν το αρχικό ROE. Κατόπιν, το σύνολο των Ι.Κ. στο τέλος της περιόδου μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως παρονομαστής για να καθοριστεί το τε-

λικό ROE. Υπολογίζοντας αρχικό και τελικό ROE επιτρέπει σε έναν επενδυτή να υπολογίσει την αλλαγή της κερδοφορίας μέσα σε μια περίοδο.

### 4.3.3 Market Return – Απόδοση Αγοράς

Για τον υπολογισμό της *Απόδοσης Αγοράς* λήφθηκε η κεφαλαιοποίηση από τη βάση δεδομένων DataStream του Πανεπιστημίου Πειραιώς, του τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής. Η απόδοση της συνολικής αγοράς ονομάζεται **market portfolio** και χρησιμοποιείται στο **CAPM – Capital Asset Pricing Model**.

Η απόδοση μιας μετοχής ισούται με την ποσοστιαία διαφορά μεταξύ της αρχικής και της τελικής περιουσίας του κατόχου και υπολογίστηκε βάσει της σχέσης:

$$r_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

όπου με  $r_t$  συμβολίζεται η απόδοση περιόδου με  $P_t$  η τελική τιμή μετοχής και με  $P_{t-1}$  η αρχική τιμή μετοχής.

Γενικά, η απόδοση της μετοχής είναι το άθροισμα της *απόδοσης υπεραξίας* (ή κεφαλαιακής απόδοσης) και της *μερισματικής απόδοσης* (Παπαχρήστου Γεώργιος, 2008). Η πρώτη υπολογίζεται από τον τύπο  $\frac{[V(t)-V(0)]}{V(0)}$  και η άλλη από το πηλίκο  $\frac{D}{V(0)}$  όπου  $V(t)$  είναι η σημερινή τιμή της μετοχής και  $V(0)$  είναι η τιμή αγοράς της μετοχής και  $D$  το μέρισμα. Ο υπολογισμός του πρώτου τύπου μπορεί να δώσει είτε θετική είτε αρνητική τιμή, αναλόγως με τις τιμές της μετοχής (τωρινή και αρχική), ο δε δεύτερος μεταξύ του μηδενός και οποιασδήποτε θετικής τιμής. Μηδέν θα δώσει όταν δε διανέμεται μέρισμα και θετική τιμή όταν υπάρχει μέρισμα.

### Διακύμανση αποδόσεων

Η διακύμανση της κατανομής μετρά τον κίνδυνο η απόδοση να είναι διαφορετική από την προσδοκώμενη απόδοση. Όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος μιας μετοχής, τόσο μεγαλύτερη πρέπει να είναι η προσδοκώμενη απόδοση της μετοχής, προκειμένου να προσελκύσει επενδυτές, και το αντίθετο. Μέρος του κινδύνου μιας μεμονωμένης μετοχής μπορεί να εξαλειφθεί μέσω του σχηματισμού χαρτοφυλακίου μετοχών, δηλαδή μέσω της διαφοροποίησης των επενδύσεων (Παπαχρήστου Γεώργιος, 2008).

Στο παράρτημα παρουσιάζεται πίνακας με τους αναλυτικούς υπολογισμούς του ROA, ROE και των ετήσιων αποδόσεων (Market Return) για τις 50 εισηγμένες εταιρείες του δείγματος.

#### 4.3.4 Tobin's Q

Για τον υπολογισμό του Tobin's Q παίρνουμε τις μηνιαίες αποδόσεις (Market Value) στο τέλος κάθε μήνα. Ύστερα υπολογίζεται ο μέσος όρος κάθε έτους (2005, 2006, 2007). Οι μηνιαίες αποδόσεις ελήφθησαν από τη βάση δεδομένων DataStream του Πανεπιστημίου Πειραιώς, του τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής.

Πρόκειται για ένα ποσοστό που επινοήθηκε από τον James Tobin του πανεπιστημίου Yale, με Νόμπελ στα οικονομικά, ο οποίος υπέθεσε ότι η συνδυασμένη αγοραστική αξία όλων των επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο πρέπει να είναι ίση με τις δαπάνες αντικατάστασής τους (Investopedia, 2009). Για τον υπολογισμό του λαμβάνεται η αγοραστική αξία μιας επιχείρησης, η οποία διαιρείται με την αξία αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας:

$$Q = \frac{\text{Total Market Value of Firm}}{\text{Total Asset Value}}$$

Για παράδειγμα, χαμηλό Q (μεταξύ 0 και 1) σημαίνει ότι το κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης είναι μεγαλύτερο από την αξία της μετοχής της. Αυτό σημαίνει ότι η μετοχή υποτιμάται. Αντιθέτως, ένα υψηλό Q (μεγαλύτερο του 1) σημαίνει ότι η μετοχή της εταιρείας είναι πιο ακριβή από το κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών της στοιχείων, το οποίο συνεπάγεται ότι η μετοχή υπερτιμάται. Αυτή η μέτρηση της αξίας της μετοχής είναι ο κύριος παράγων πίσω από τις επενδυτικές αποφάσεις του μοντέλου του Tobin's.

Στο παράρτημα παρουσιάζεται πίνακας με τους αναλυτικούς υπολογισμούς του Tobin's Q για τα έτη 2005, 2006 και 2007 για τις 50 εισηγμένες εταιρείες του δείγματος.

#### **4.4 Περιγραφική στατιστική για τις εξεταζόμενες μεταβλητές**

Η μορφή των δεδομένων (*variable view* του προγράμματος SPSS v.16) παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα:

Variable Information			
Variable	Position	Label	Measurement Level
Firm	1	Όνομα εταιρείας	Nominal
executives	2	Εκτελεστικά μέλη	Scale
non_executives	3	Μη Εκτελεστικά μέλη	Scale
independent	4	Ανεξάρτητα Μη Εκτελεστικά μέλη	Scale
SUM	5	Σύνολο μελών ΔΣ	Scale
percentage_independent	6	Ποσοστό Ανεξάρτητων ως προς το συνολικό αριθμό μελών	Scale
Duality	7	Διαδικότητα	Nominal
ROA	8	<none>	Scale
ROE	9	<none>	Scale
Market_Return	10	Απόδοση Αγοράς	Scale
Tobins_Q_2005	11	<none>	Scale
Tobins_Q_2006	12	<none>	Scale
Tobins_Q_2007	13	<none>	Scale

Όλες οι μεταβλητές είναι scale (συνεχείς μεταβλητές, λόγου) με εξαίρεση τη **Firm** και τη **Duality**, οι οποίες είναι nominal (ονοματικές μεταβλητές), διότι οι λέξεις και οι

αριθμοί εκφράζουν ονόματα και ιδιότητες χωρίς ενδείξεις τάξης, μεγέθους, κατάταξης, αξιολόγησης ή προτίμησης. Στο παράρτημα παρουσιάζεται συνοπτικός πίνακας με τις βασικές στατιστικές μετρήσεις των εξεταζομένων μεταβλητών.

#### 4.4.1 Μεταβλητές Χωρίς Ακραίες Τιμές

##### Εκτελεστικά Μέλη

Βάσει των δεδομένων του δείγματος, οι εταιρείες κατά μέσο όρο αποτελούνται από 3 μέλη, ενώ ένα 95% διάστημα εμπιστοσύνης για το μέσο του πληθυσμού είναι το [2,96 , 3,92]. Οι παρατηρήσεις είναι αρκετά συγκεντρωμένες κοντά στο μέσο όρο, όμως η καμπύλη τους εμφανίζεται πλατύκυρτη (αρνητική στατιστικά μη σημαντική κύρτωση), με ουρά προς τα δεξιά (θετική στατιστικά μη σημαντική λοξότητα). Δεν παρατηρούνται ακραίες τιμές. Ο αριθμός των εκτελεστικών μελών των εταιρειών του δείγματος κυμαίνεται μεταξύ 1 και 7 άτομα (**Ελλάκτωρ ΑΕ, J&P ΑΒΑΞ ΑΕ, ΙΜΑΚΟ ΜΗΝΤΙΑ ΑΕ**). Στο παράρτημα παρουσιάζεται το διάγραμμα με τις τιμές της μεταβλητής.

##### Σύνολο μελών ΔΣ

Αναφορικά με το σύνολο των μελών των ΔΣ, οι εταιρείες του δείγματος έχουν κατά μέσο όρο 9 μέλη, ενώ ένα 95% διάστημα εμπιστοσύνης για το μέσο του πληθυσμού είναι το [8,04, 9,56]. Οι παρατηρήσεις είναι διασκορπισμένες από το μέσο όρο κι έτσι η καμπύλη είναι πλατύκυρτη (αρνητική στατιστικά μη σημαντική κύρτωση), με ουρά προς τα δεξιά (θετική λοξότητα, αλλά μη στατιστικά σημαντική). Η τιμή της λοξότητας δηλώνει ότι η καμπύλη ακολουθεί κανονική κατανομή. Δεν εμφανίζονται ακραίες τιμές στο δείγμα. Οι τιμές που λαμβάνει κυμαίνονται μεταξύ 5 ατόμων (κατώτατο επιτρεπτό όριο βάσει νομοθεσίας) και 15 (**TITAN ΑΕ, S&B Βιομηχανικά Ορυκτά ΑΕ**). Στο παράρτημα παρουσιάζεται το διάγραμμα με τις τιμές της μεταβλητής.

**ROA – αριθμοδείκτης αποδοτικότητας Στοιχείων Ενεργητικού**

Κατά μέσο όρο, η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων των εξεταζόμενων εταιρειών είναι κοντά στο 0,06% , ενώ ένα 95% διάστημα εμπιστοσύνης για το μέσο του πληθυσμού είναι το [0,0416 , 0,0748]. Όμως ενώ δεν υπάρχει σημαντική διασπορά στις τιμές (η διακύμανση είναι 0,003), το εύρος των τιμών είναι αρκετά μεγάλο. Η καμπύλη είναι λεπτόκυρτη (θετική στατιστικά σημαντική κύρτωση και απόκλιση από την κανονική κατανομή) και με ουρά προς τα δεξιά (θετική αλλά στατιστικά μη σημαντική λοξότητα).

Ο αριθμοδείκτης παρουσιάζει ακραίες τιμές και συγκεκριμένα η εταιρεία **JUMBO** έχει το μεγαλύτερο ROA 0,22%, ενώ η **Forthnet** έχει το χαμηλότερο (- 0,15%).

Παρατηρείται ότι όλες οι εταιρείες του δείγματος έχουν χαμηλή απόδοση, γεγονός που σημαίνει ότι οι εταιρείες του δείγματος δεν χρησιμοποιούν αποδοτικά τα περιουσιακά τους στοιχεία. Στο παράρτημα παρουσιάζεται το διάγραμμα με τις τιμές της μεταβλητής.

**ROE – αριθμοδείκτης αποδοτικότητας Ίδιων Κεφαλαίων**

Κατά μέσο όρο, ο ROE είναι 0,09%, ενώ ένα 95% διάστημα εμπιστοσύνης για το μέσο του πληθυσμού είναι το [0,0564 , 0,1236]. Εμφανίζει μικρή διασπορά στις τιμές με μικρό εύρος (το μεγαλύτερο μέρος των τιμών του δείγματος είναι συγκεντρωμένο γύρω από το μέσο όρο), η καμπύλη είναι λεπτόκυρτη (θετική στατιστικά μη σημαντική κύρτωση), καθώς και ουρά προς τα αριστερά (αρνητική στατιστικά μη σημαντική λοξότητα). Οι ακραίες τιμές δεν επαναλαμβάνονται στα δεδομένα, όμως εμφανίζονται ως outliers οι αποδόσεις των ακόλουθων εταιρειών: **Μότορ Όϊλ** (Ελλάς) **Δωλιστήρια Κορίνθου Α.Ε** (0,41 – υψηλότερη τιμή ROE), **FOURLIS Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ** (δευτέρα υψηλότερη τιμή - 0,31) και **Forthnet Α.Ε.** (χαμηλότερη τιμή - 0,26).

Αρκετές εταιρείες εμφανίζουν αρνητική αποδοτικότητα, κυρίως αυτές που ανήκουν στον κλάδο **FTSE/XA SmallCap 80** – οι οποίες έχουν χαμηλότερα συνολικά Ίδια Κεφάλαια και αρκετές παρουσιάζουν Ζημίες χρήσης, ενώ τα Καθαρά Κέρδη των υπολοίπων είναι χαμηλότερα σε σχέση μ' αυτές των άλλων κατηγοριών. Στο παράρτημα παρουσιάζεται το διάγραμμα με τις τιμές της μεταβλητής.

### **Market Return**

Αναφορικά με την απόδοση αγοράς ισχύουν τα ακόλουθα: Όταν η καμπύλη είναι λεπτόκυρτη, οι αποδόσεις έχουν μικρή διασπορά, η κατανομή έχει μικρή διακύμανση και επομένως η μετοχή έχει χαμηλό κίνδυνο και το αντίθετο. Στην παρούσα έρευνα, δεν παρατηρείται σημαντική διασπορά στις τιμές, παρόλο που το εύρος τιμών είναι μεγάλο. Όμως η καμπύλη είναι πλατύκυρτη (με στατιστικά σημαντική κύρτωση) και παρουσιάζει συμμετρία (αφού η λοξότητα είναι κοντά στο 0,5 – όριο συμμετρίας), οπότε οι εταιρείες του δείγματος εμφανίζουν **κίνδυνο η απόδοση να είναι μικρότερη από τη προσδοκώμενη**. Οι ακραίες τιμές δεν επαναλαμβάνονται καθώς και δεν εμφανίζονται outliers. Επίσης, από το Stem & Leaf διαπιστώνουμε ότι υπάρχει μεγάλη συγκέντρωση μεταξύ των τιμών 0 έως 0,9. Στο παράρτημα παρουσιάζεται το διάγραμμα με τις τιμές της μεταβλητής.

### **Tobin's Q 2005**

Ο μέσος όρος είναι 0,6164, που σημαίνει ότι το κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης είναι μεγαλύτερο από την αξία της μετοχής της, ενώ ένα 95% διάστημα εμπιστοσύνης για το μέσο του πληθυσμού είναι το [0,4920 , 0,8904]. Οι τιμές παρουσιάζουν διασπορά, η καμπύλη είναι λεπτόκυρτη (θετική στατιστικά σημαντική κύρτωση με απόκλιση από την κανονική κατανομή) με ουρά προς τα δεξιά (θετική στατιστικά σημαντική λοξότητα με απόκλιση από την κανονική κατανομή).



Εμφανίζονται δύο ακραίες τιμές στις υψηλότερες τιμές: **ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ Ελλάς Α.Ε.Ε.** (2,44) και **Folli - Follie A.B.E.E.** (2,31). Γενικά μόνο 7 εταιρείες κατορθώνουν να εμφανίζουν Tobin's Q μεγαλύτερο της μονάδας (εκτός από τις παραπάνω και οι ΟΛΠ ΑΕ, TITAN ΑΕ, Μότορ Όιλ ΑΕ, JUMBO ΑΕ και FOURLIS Α.Ε.).

Από το Stem-and-Leaf Plot διαπιστώνεται ότι η πλειονότητα των παρατηρήσεων είναι συγκεντρωμένη σε τιμές χαμηλότερες του μέσου (0,2 έως 0,7). Στο παράρτημα παρουσιάζεται το διάγραμμα με τις τιμές της μεταβλητής.

### **Tobin's Q 2006**

Ο μέσος όρος είναι 0,7396, σημειώθηκε δηλαδή άνοδος κατά μέσο όρο στις τιμές των εξεταζομένων επιχειρήσεων. Παρόλα αυτά παραμένει χαμηλό (μικρότερο της μονάδας). Επίσης η διακύμανση μειώθηκε, αλλά μειώθηκαν σημαντικά οι ανώτερες τιμές (μόλις 1,83 σημείωσε η **Μότορ Όϊλ (Ελλάς) Α.Ε** και ο **ΟΛΠ Α.Ε.**). Ένα 95% διάστημα εμπιστοσύνης για το μέσο του πληθυσμού είναι το [0,61 , 0,87]. Η καμπύλη είναι πλατύκυρτη (αρνητική στατιστικά μη σημαντική κύρτωση), με ουρά προς τα δεξιά (θετική στατιστικά μη σημαντική λοξότητα). Επίσης, οι παραπάνω εταιρείες παρουσιάζονται κι ως ακραίες υψηλότερες τιμές. Συνολικά 11 εταιρείες βρίσκονται άνω της μονάδας και συγκεκριμένα – εκτός από τις παραπάνω – **ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ Ελλάς Α.Ε,** **FOURLIS Α.Ε., JUMBO ΑΕ, FRIGOGLASS Α.Β.Ε.Ε., TITAN ΑΕ, ΟΛΘ ΑΕ, Forthnet Α.Ε., Coca-Cola Ε.Ε.Ε. Α.Ε., Byte Computer Α.Β.Ε.Ε.**

Από το Stem-and-Leaf Plot διαπιστώνεται ότι η πλειονότητα των παρατηρήσεων είναι συγκεντρωμένη σε τιμές χαμηλότερες και γύρω από το μέσο (0,2 έως 0,9).

**Tobin's Q 2007**

Ο μέσος αριθμός αυξήθηκε συγκριτικά και με τα δύο προηγούμενα έτη (0,8030) καθώς και τα όρια των υψηλότερων – χαμηλότερων σε σχέση με το 2006. Τέσσερις εταιρείες αποτέλεσαν outliers σε υψηλότερες τιμές και συγκεκριμένα: **JUMBO AE** (2,72), **FRIGOGLASS A.B.E.E.** (2,25), **FOURLIS A.E.** (2,09) και **ΟΛΠ Α.Ε.** (1,90).

Ένα 95% διάστημα εμπιστοσύνης για το μέσο του πληθυσμού είναι το [0,6432 , 0,9628]. Δεν εμφανίζεται σημαντική διασπορά στις τιμές, η καμπύλη είναι λεπτόκυρτη (θετική στατιστικά σημαντική κύρτωση με απόκλιση από την κανονική κατανομή) και ουρά προς τα δεξιά (θετική στατιστικά σημαντική λοξότητα). Εκτός από τις τέσσερις παραπάνω ακραίες τιμές (outliers), άλλες 7 εταιρείες παρουσιάζουν τιμή μεγαλύτερη της μονάδας και συγκεκριμένα οι: **ΟΛΘ ΑΕ**, **Forthnet A.E.**, **Μότορ Όιλ (Ελλάς) Α.Ε**, **Coca-Cola E.E.E. A.E.**, **A.S. ΕΜΠΟΡΙΚΗ-ΒΙΟΜ. ΕΤΑΙΡΙΑ Η/Υ & ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ Α.Ε.**, **TITAN ΑΕ.**, **Byte Computer A.B.E.E.**. Στο παράρτημα παρουσιάζεται το διάγραμμα με τις τιμές της μεταβλητής.

**Duality**

Η μεταβλητή duality μετρά την ύπαρξη δυαδικότητας στους ρόλους του Προέδρου και του Διευθύνοντα Συμβούλου των εταιρειών του δείγματος. Τέθηκε η τιμή **0** για τη δήλωση μη δυαδικότητας, ενώ η τιμή **1** συμβολίζει την ύπαρξη δυαδικότητας. Ο μέσος όρος είναι 0,36, που σημαίνει ότι η πλειονότητα των εταιρειών του δείγματος δε χαρακτηρίζεται από δυαδικότητα στους ρόλους Προέδρου και Διευθύνοντα Συμβούλου στα ΔΣ τους. Το ίδιο προκύπτει κι αν δούμε τη διάμεσο, η οποία είναι μηδενική. Ο μέσος του πληθυσμού σε επίπεδο σημαντικότητας  $\alpha=5\%$  αναμένεται να κυμανθεί εντός του διαστήματος [0,22 , 0,50], που σημαίνει ότι αναμένεται οι περισσότερες εταιρίες του πληθυσμού να μην παρουσιάζουν δυαδικότητα στα ΔΣ τους. Η καμπύλη είναι πλατύ-

κυρτη (αρνητική στατιστικά σημαντική κύρτωση), με ουρά προς τα δεξιά (θετική στατιστικά μη σημαντική λοξότητα). Στο παράρτημα παρουσιάζεται το διάγραμμα με τις τιμές της μεταβλητής.

#### 4.4.2 Μεταβλητές Με Ακραίες Τιμές (*Outliers*)

##### Μη Εκτελεστικά μέλη

Αναφορικά με τη μεταβλητή *Μη Εκτελεστικά Μέλη* διαπιστώνονται τα ακόλουθα στατιστικά πορίσματα:

Ο μέσος αριθμός εκτελεστικών μελών είναι περίπου 2 μέλη, ενώ ένα 95% διάστημα εμπιστοσύνης για το μέσο του πληθυσμού είναι το [1.89 , 3,27]. Παρουσιάζεται σημαντική διασπορά στις τιμές, η καμπύλη είναι λεπτόκυρτη (θετική κύρτωση), με μη στατιστικά σημαντική κύρτωση και μη απόκλιση από την κανονική κατανομή, ουρά προς τα δεξιά (θετική λοξότητα), αλλά και η λοξότητα δεν είναι στατιστικά σημαντική, καθώς δεν εκφράζει απόκλιση από την κανονική κατανομή.

Από το διάγραμμα Stem and Leaf διαπιστώνεται ότι 8 παρατηρήσεις έχουν τιμή 0, 13 παρατηρήσεις με τιμή 1, 11 παρατηρήσεις με τιμή 2 κλπ. Επίσης, η εξεταζόμενη μεταβλητή έχει δύο extreme παρατηρήσεις, την 4<sup>η</sup> (**Ελληνικά Πετρέλαια ΑΕ**) και την 44<sup>η</sup> (**Οργανισμός Λιμένος Πειραιώς**) του δείγματος. Επίσης, πολλές εταιρείες εμφανίζουν τις ίδιες ανώτατες και κατώτατες τιμές. Στο παράρτημα παρουσιάζεται το διάγραμμα με τις τιμές της μεταβλητής.

##### Ανεξάρτητα Μη Εκτελεστικά μέλη

Αναφορικά με τη μεταβλητή *Ανεξάρτητα Μη Εκτελεστικά Μέλη* διαπιστώνονται τα ακόλουθα στατιστικά πορίσματα:

Ο μέσος αριθμός ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών είναι περίπου 2 μέλη, ενώ ένα 95% διάστημα εμπιστοσύνης για το μέσο του πληθυσμού είναι το [2,28 , 3,28]. Εμφανίζεται σημαντική διασπορά στις τιμές, η καμπύλη είναι λεπτόκυρτη (θετική στατιστικά σημαντική κύρτωση εκφράζοντας απόκλιση από την κανονική κατανομή), με ουρά προς τα δεξιά (θετική στατιστικά σημαντική λοξότητα εκφράζοντας απόκλιση από την κανονική κατανομή).

Από το διάγραμμα Stem and Leaf φαίνεται ότι 1 παρατήρηση έχει τιμή 1, μάλιστα αποτελεί ακραία τιμή, 1 παρατήρηση με τιμή 1, 33 παρατηρήσεις με τιμή 2 κλπ. Η μεταβλητή παρουσιάζει έξι outliers, τρία εκ των οποίων είναι πάνω από το τριπλάσιο του ενδοτεταρτομοριακού εύρους. Συγκεκριμένα η 12<sup>η</sup> παρατήρηση αποτελεί την πιο ακραία παρατήρηση – 9 ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη (ΕΥΔΑΠ ΑΕ), ακολουθεί η 8<sup>η</sup> με τη 10<sup>η</sup> (TITAN ΑΕ και S & B Βιομηχανικά Ορυκτά ΑΕ αντίστοιχα), η 1<sup>η</sup> (ΔΕΗ ΑΕ) και τέλος η 2<sup>η</sup> και η 15<sup>η</sup> (Coca-Cola ΕΕΕ ΑΕ και ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ ΑΝΕ αντίστοιχα). Στο παράρτημα παρουσιάζεται το διάγραμμα με τις τιμές της μεταβλητής.

### **Ποσοστιαία Ανεξάρτητα μέλη**

Αναφορικά με τη μεταβλητή Ποσοστιαία Ανεξάρτητα διαπιστώνεται ότι σε κάθε ΔΣ τα Ανεξάρτητα Μη Εκτελεστικά Μέλη αντιστοιχούν κατά μέσο όρο στο 31,47% του συνολικού αριθμού των μελών, ενώ ένα 95% διάστημα εμπιστοσύνης για το μέσο του πληθυσμού είναι το [27,93% , 35%]. Εμφανίζεται σημαντική διασπορά στις τιμές, από καθόλου ανεξάρτητα μέλη έως 69% του συνολικού αριθμού. Όμως, λαμβάνοντας τις μεσαίες 50% παρατηρήσεις, μόλις το 17,78% των ΔΣ αποτελείται από ανεξάρτητα μέλη. Η καμπύλη είναι λεπτόκυρτη (θετική στατιστικά μη σημαντική κύρτωση), με ουρά προς τα δεξιά (θετική στατιστικά μη σημαντική λοξότητα). Άλλωστε η ουρά προς

τα δεξιά αποδεικνύεται κι από το γεγονός ότι ο μέσος όρος είναι μεγαλύτερος από τη διάμεσο.

Το διάγραμμα Stem and Leaf δείχνει ότι 6 παρατηρήσεις παίρνουν τιμές μεταξύ 15% και 18%. Υπάρχει ακραία τιμή, η οποία είναι άνω του 69% και συγκεκριμένα η 12<sup>η</sup> παρατήρηση (ΕΥΔΑΠ ΑΕ) αποτελεί outlier: τα Ανεξάρτητα Μη Εκτελεστικά Μέλη της αποτελούν το 69,23% του συνολικού αριθμού των μελών. Επίσης, και οι πέντε κατώτατες παρατηρήσεις έχουν την ίδια τιμή. Στο παράρτημα παρουσιάζεται το διάγραμμα με τις τιμές της μεταβλητής.

## 4.5 Συσχετίσεις – Correlations

### 4.5.1 Ανάλυση Γραμμικότητας

Για την διερεύνηση της ύπαρξης ή όχι γραμμικής σχέσης μεταξύ δύο μεταβλητών scale (όπως είναι οι μεταβλητές Σύνολο Μελών ΔΣ, ROA, ROE, Market Return, Tobin's Q 2005, Tobin's Q 2006 και Tobin's Q 2007), όταν γνωρίζουμε ότι ακολουθούν κανονική κατανομή ή τουλάχιστον προσεγγιστικά κανονική κατανομή, χρησιμοποιούμε το συντελεστή συσχέτισης Pearson. Η τιμή που δίνεται από το Pearson correlation είναι ένα μέτρο για την ύπαρξη ή μη γραμμικής συσχέτισης μεταξύ δύο μεταβλητών.

Γενικά, για την ανάλυση της συσχέτισης λαμβάνεται υπόψη ο συντελεστής συσχέτισης (**correlation coefficient  $\rho$** ), όπου ανάλογα με τη τιμή του συμβολίζεται και διαφορετική γραμμική σχέση. Για τον υπολογισμό του απαιτείται η πληροφόρηση της συνδιακύμανσης (covariance) των δύο υπό μελέτη μεταβλητών. Ο υπολογισμός γίνεται με τη βοήθεια του υπολογιστικού φύλλου Excel και του στατιστικού προγράμματος SPSS.

Ο συντελεστής συσχέτισης θεωρείται ως ένα από τα καλύτερα μέτρα διερεύνησης της σχέσης ανάμεσα σε δύο μεταβλητές, καθώς είναι απαλλαγμένος από μονάδες μέτρησης, οι τιμές του κυμαίνονται μεταξύ  $-1$  και  $1$ , δείχνοντας ταυτόχρονα αν η συσχέτιση αυτή

που υπάρχει είναι θετική ή αρνητική. Οι τιμές στην απόλυτή τους μορφή, μαρτυρούν το πόσο ισχυρή είναι η συσχέτιση. Το πρόσημο δηλώνει την κατεύθυνση της σχέσης καθώς και όσο πιο μεγάλη είναι η απόλυτη τιμή του τόσο πιο ισχυρή είναι η σχέση μεταξύ των δύο εξεταζόμενων μεταβλητών. Το αρνητικό στοιχείο του είναι ότι δεν δείχνει ποια μεταβλητή επηρεάζει ποια.

Ενδιαφέρον έχει η διερεύνηση της συσχέτισης μεταξύ της μεταβλητής Σύνολο Μελών ΔΣ και των υπόλοιπων μεταβλητών ROA, ROE, Market Return, Tobin's Q 2005, Tobin's Q 2006 και Tobin's Q 2007. Σύμφωνα με τον πίνακα διμεταβλητών συσχετίσεων (ο οποίος παρατίθεται στο παράρτημα) δε διαπιστώνεται η ύπαρξη στατιστικά σημαντικών συσχετίσεων μεταξύ τους. Αντιθέτως, θα μπορούσε να ειπωθεί ότι στις περισσότερες δεν εμφανίζεται γραμμική σχέση μεταξύ τους. Όμως ο συντελεστής συσχέτισης δε διευκρινίζει την ύπαρξη σχέσης μεταξύ δύο μεταβλητών. Συνεπώς δε γνωρίζουμε αν υπάρχει μεταξύ τους κάποιου άλλου είδους σχέση, πλην της γραμμικής. Στο παράρτημα της παρούσας εργασίας παρουσιάζονται και τα Scatter Plot των διμεταβλητών συσχετίσεων, στα οποία εξαρτημένη μεταβλητή τέθηκε το Σύνολο Μελών ΔΣ, απ' όπου διαπιστώνεται η μη ύπαρξη οποιασδήποτε σχέσης μεταξύ των παραπάνω μεταβλητών.

#### 4.5.2 Έλεγχος κανονικότητας

Αν δεν είμαστε σίγουροι ότι η εξεταζόμενη μεταβλητή ακολουθεί την κανονική κατανομή (Mirabella, 2006), διενεργούμε Kolmogorov–Smirnov test (στο παράρτημα αναφέρονται στοιχεία για τον έλεγχο).

Η ένδειξη Asymp.Sig. (2-tailed) – γνωστή κι ως p-value – δείχνει την πιθανότητα να ληφθούν τα παραπάνω αποτελέσματα αν η μηδενική υπόθεση ισχύει. Οι υποθέσεις του συγκεκριμένου τεστ είναι:

$H_0$ : η κατανομή των εξεταζομένων μεταβλητών είναι κανονική

$H_1$ : η κατανομή των εξεταζομένων μεταβλητών δεν είναι κανονική.

Αν η p-value είναι μικρότερη από 0,05, απορρίπτεται η υπόθεση της κανονικότητας και αν η p-value είναι μεγαλύτερη από 0,05, τότε υπάρχουν μη επαρκή στοιχεία για να απορριφθεί η υπόθεση της κανονικότητας, δηλαδή μπορούμε να συνεχίσουμε με την υπόθεση της κανονικότητας. Τα αποτελέσματα έχουν ως εξής:

εκτελεστικά μέλη	Μη επαρκή στοιχεία για απόρριψη υπόθεσης κανονικότητας
μη εκτελεστικά μέλη	Απόρριψη υπόθεσης κανονικότητας
ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη	Απόρριψη υπόθεσης κανονικότητας
σύνολο μελών ΔΣ	Μη επαρκή στοιχεία για απόρριψη υπόθεσης κανονικότητας
percentage_independent	Μη επαρκή στοιχεία για απόρριψη υπόθεσης κανονικότητας
Διαδικότητα	Απόρριψη υπόθεσης κανονικότητας
ROA	Μη επαρκή στοιχεία για απόρριψη υπόθεσης κανονικότητας
ROE	Μη επαρκή στοιχεία για απόρριψη υπόθεσης κανονικότητας
Market_Return	Μη επαρκή στοιχεία για απόρριψη υπόθεσης κανονικότητας
Tobin's Q 2005	Απόρριψη υπόθεσης κανονικότητας
Tobin's Q 2006	Μη επαρκή στοιχεία για απόρριψη υπόθεσης κανονικότητας
Tobin's Q 2007	Απόρριψη υπόθεσης κανονικότητας

Μετά το τεστ Kolmogorov-Smirnov διενεργείται t-test μόνο για τις μεταβλητές που δεν έχουν επαρκή στοιχεία για να απορρίψουν την υπόθεση της κανονικότητας. Ο έλεγχος γίνεται σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Όπως έχει προαναφερθεί, όταν για κάποιο δείγμα η τιμή του KS είναι στατιστικώς σημαντική, δηλ.  $p < 0,05$ , τότε η πιθανότητα η κατανομή των τιμών για αυτό το δείγμα να είναι κανονική είναι μικρότερη από 5%. Επομένως απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση και υιοθετούμε την εναλλακτική που προτείνει ότι η κατανομή των τιμών της ποσοτικής μεταβλητής για αυτό το δείγμα δεν είναι κανονική. Όταν έχουμε λιγότερες από 50 περιπτώσεις (cases) χρησιμοποιούμε το τεστ *Shapiro-Wilk*, το οποίο ερμηνεύουμε με τον ίδιο τρόπο (Κόλλιας Ανδρέας, 2007). Τα αποτελέσματα του τεστ Kolmogorov-Smirnov δείχνουν ότι επτά εξεταζόμενες μεταβλητές δε διαθέτουν επαρκή στοιχεία για την απόρριψη της υπόθεσης κανονικότητας (μηδενική υπόθεση).

Για να δούμε αν υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά στο Συνολικό Αριθμό Μελών και στα Tobin's Q για τα τρία έτη διενεργείται t-test για Ζευγαρωτά Δείγματα (Paired Samples t-test). Ο έλεγχος γίνεται σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Προκύπτουν τα ακόλουθα πορίσματα (οι πίνακες και τα διαγράμματα παρουσιάζονται στο παράρτημα):

Μεταξύ των τριών ζευγαριών (Σύνολο μελών – Tobin's Q 2005, Σύνολο μελών – Tobin's Q 2006 και Σύνολο μελών – Tobin's Q 2007) δεν υπάρχει έντονη γραμμική συσχέτιση ( $\rho = 0,093$  για ο πρώτο ζευγάρι,  $0,236$  για το δεύτερο και  $0,173$  για το τρίτο).

Και στα τρία ζευγάρια διαπιστώνεται ότι η πιθανότητα είναι μηδενική ( $p\text{-value} = 0$ ) γεγονός που απορρίπτει τη μηδενική υπόθεση ότι και οι μεταβλητές ακολουθούν την κανονική κατανομή.

#### **4.6 Γραμμική Παλινδρόμηση**

Η ανάλυση Απλής Γραμμικής Παλινδρόμησης, καθώς και της Πολλαπλής, συμβάλλει στη διαδικασία της πρόβλεψης. Στα υποδείγματα που θα ακολουθήσουν εξαρτημένη μεταβλητή θα θεωρείται η απόδοση των εταιρειών (market return).



Ακολουθούν τρεις παλινδρομήσεις για την καλύτερη μελέτη των εταιρειών του δείγματος. Οι πίνακες με τα αναλυτικά στοιχεία της κάθε παλινδρόμησης καθώς και τα αντίστοιχα διαγράμματα παρουσιάζονται στο παράρτημα.

#### 4.6.1 Απλή Γραμμική Παλινδρόμηση Απόδοσης Αγοράς ως προς το Σύνολο Μελών

##### ΔΣ

Στην πρώτη παλινδρόμηση ανεξάρτητη μεταβλητή θεωρείται το σύνολο των μελών του ΔΣ. Σ' αυτή τη φάση γίνεται σύγκριση μεταξύ των εταιρειών που καλύπτουν τις ελάχιστες απαιτήσεις του νόμου (το ΔΣ πρέπει να αποτελείται τουλάχιστον από 5 μέλη) μ' αυτές τις εταιρείες που ο συνολικός αριθμός των μελών τους είναι μεγαλύτερος του ελάχιστου ορίου. Για τις ανάγκες της σύγκρισης δημιουργούνται δύο ομάδες εταιρειών, αυτές που καλύπτουν το όριο του νόμου (5 – 6 μέλη) κι αυτές που το υπερκαλύπτουν (7 – 15 μέλη).

##### Ελάχιστος αριθμός μελών (5 μέλη)

Η ομάδα αποτελείται από 7 παρατηρήσεις με μικρή αρνητική συσχέτιση μεταξύ των δύο μεταβλητών ( $\rho = -0,606$ ). Ο ακόλουθος πίνακας δίνει συνοπτική πληροφόρηση για το μοντέλο.

R	,606 <sup>a</sup>
R Square	,367
Adjusted R Square	,240
Std. Error of the Estimate	,35183

a. Predictors: (Constant), σύνολο μελών 5-6 άτομα

Το υπόδειγμα έχει μικρή ερμηνευτική ικανότητα (συντελεστής προσδιορισμού  $R^2 = 0,367$ ), δηλαδή ο αριθμός του συνόλου των μελών ενός ΔΣ όταν πληροί το ελάχιστο όριο του νόμου προσδιορίζει το 36,7% της μεταβλητότητας της απόδοσης των ίδιων εταιρειών. Συνεπώς το μοντέλο δεν έχει καλή προσαρμογή στα δεδομένα. Μια αιτία της χαμηλής τιμής του συγκεκριμένου συντελεστή είναι έλλειψη άλλων σημαντικών επεξηγηματικών μεταβλητών.

Το  $R^2$  εκφράζει το ποσοστό της εξαρτημένης μας μεταβλητής που ερμηνεύεται από το συγκεκριμένο μοντέλο. Οι τιμές που παίρνει κυμαίνονται από 0 έως το 1. όσο μεγαλύτερη η τιμή του συντελεστή προσδιορισμού, τόσο καλύτερη και η προσαρμογή του μοντέλου μας στα δεδομένα που έχουμε στη διάθεσή μας.

Ο προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού adjusted  $R^2$  προσπαθεί να διορθώσει το  $R^2$  έτσι, ώστε να αντικατοπτρίζει όλο και περισσότερο την καλή προσαρμογή του μοντέλου στον πληθυσμό. Η τιμή του είναι ίση με 0,240 που σημαίνει ότι κατά 24% η μεταβλητότητα της εξαρτημένης μεταβλητής ερμηνεύεται από το εκτιμηθέν υπόδειγμα, προσαρμοζόμενη ανάλογα με τον αριθμό των ανεξάρτητων μεταβλητών.

Το adjusted  $R^2$  έχει πάντα μικρότερη τιμή από το  $R^2$  και είναι πιο αξιόπιστο κριτήριο ερμηνείας της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής από τις ανεξάρτητες, διότι λαμβάνει υπόψη τους βαθμούς ελευθερίας ή τον αριθμό των ανεξάρτητων μεταβλητών. Ένα άλλο σημαντικό χαρακτηριστικό του είναι ότι με το Adjusted R Square μπορούν να συγκριθούν υποδείγματα με διαφορετικό αριθμό ανεξάρτητων μεταβλητών και δείγματος.

Από την ανάλυση διακύμανσης ANOVA προκύπτει ότι σε επίπεδο σημαντικότητας 0,150 η τιμή της F είναι μικρή και επαληθεύει τη μικρή γραμμική συσχέτιση μεταξύ του συνολικού αριθμού μελών και της απόδοσης των εξεταζομένων εταιρειών, γι' αυτό και δεν είναι δυνατό να εξαχθεί γραμμή στο διάγραμμα P-P Plot of Regression Standardized Residual. Το μοντέλο δεν αντιμετωπίζει πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας (Collinearity), αφού VIF μικρότερο του 4 και Tolerance μεγαλύτερο του μηδενός.

Επομένως το μοντέλο είναι της μορφής:  $Y = 3,36 - 0,647x$ , όπου Y είναι η απόδοση της αγοράς εταιρειών με συνολικό αριθμό μελών ΔΣ 5 και 6 άτομα και x ο συνολικός αριθμός μελών ΔΣ 5 και 6 ατόμων. Τέλος, ο συντελεστής BETA δίνει πληροφορία για το πόσο ερμηνεύει η ανεξάρτητη μεταβλητή (συνολικός αριθμός μελών ΔΣ 5 και 6

ατόμων) τις τιμές της εξαρτημένης (απόδοση της αγοράς εταιρειών με συνολικό αριθμό μελών ΔΣ 5 και 6 άτομα), όμως έχει νόημα στην πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση.

#### Σύνολο μελών μεγαλύτερο από το ελάχιστο οριζόμενο του Νόμου

Η ομάδα αποτελείται από 43 παρατηρήσεις με μικρή θετική συσχέτιση μεταξύ των δύο μεταβλητών ( $\rho=0,171$ ). Ο ακόλουθος πίνακας δίνει συνοπτική πληροφόρηση για το μοντέλο.

R	,171 <sup>a</sup>
R Square	,029
Adjusted R Square	,006
Std. Error of the Estimate	,37624

a. Predictors: (Constant), σύνολο μελών 7-15 άτομα

Το υπόδειγμα έχει πολύ μικρή ερμηνευτική ικανότητα (συντελεστής προσδιορισμού  $R^2 = 0.171$ ), δηλαδή ο αριθμός του συνόλου των μελών ενός ΔΣ όταν είναι πάνω από το ελάχιστο όριο του νόμου προσδιορίζει το 2,9% της μεταβλητότητας της απόδοσης των ιδίων εταιρειών. Συνεπώς το μοντέλο δεν έχει καλή προσαρμογή στα δεδομένα. Μια αιτία της χαμηλής τιμής του συγκεκριμένου συντελεστή είναι έλλειψη άλλων σημαντικών επεξηγηματικών μεταβλητών.

Από την ανάλυση διακύμανσης ANOVA προκύπτει ότι σε επίπεδο σημαντικότητας 0,273 η τιμή της F είναι αρκετά μικρή και επαληθεύει τη μικρή γραμμική συσχέτιση μεταξύ του συνολικού αριθμού μελών και της απόδοσης των εξεταζομένων εταιρειών.

Επομένως το μοντέλο είναι της μορφής:  $Y = -0,36 + 0,027x$ , όπου Y είναι η απόδοση της αγοράς εταιρειών με συνολικό αριθμό μελών ΔΣ 7 έως 15 άτομα και x ο συνολικός αριθμός μελών ΔΣ 7 έως 15 ατόμων. Τέλος, ο συντελεστής BETA δίνει πληροφορία για το πόσο ερμηνεύει η ανεξάρτητη μεταβλητή (συνολικός αριθμός μελών ΔΣ 7 έως 15 ατόμων) τις τιμές της εξαρτημένης (απόδοση της αγοράς εταιρειών με συνολικό αριθμό μελών ΔΣ 7 έως 15 άτομα), όμως έχει νόημα στην πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση.

#### 4.6.2 Απλή Γραμμική Παλινδρόμηση Απόδοσης Αγοράς για τα παραπάνω μέλη του ελαχίστου ορίου του Νόμου

Προκειμένου να διερευνήσουμε κατά πόσο τα μέλη που είναι περισσότερα από το ελάχιστο όριο του νόμου συντελούν στη μεγαλύτερη απόδοση των εταιρειών, διενεργείται έρευνα ως προς το επιπλέον του νόμου. Βάσει αυτού του σκεπτικού, ανεξάρτητη μεταβλητή τίθεται η διαφορά του συνόλου από το ελάχιστο όριο του νόμου ( $x - 5$ ).

##### Ελάχιστος αριθμός μελών (5 μέλη)

Μετά από την ανάλυση παλινδρόμησης (όπως μπορεί να δει κανείς αναλυτικά στο πίνακα 16.2.1 του Παραρτήματος) προκύπτει ότι δεν έχει επηρεαστεί κανένα στατιστικό πόρισμα εκτός από τη σταθερά του υποδείγματος. Δηλαδή η νέα εξίσωση είναι της μορφής:  $Y = 0,127 - 0,647x$

Επίσης τα διαγράμματα είναι της ίδιας μορφής, χωρίς σημαντική αλλαγή.

##### Σύνολο μελών μεγαλύτερο από το ελάχιστο οριζόμενο του Νόμου

Όπως και στην περίπτωση του ελάχιστου αριθμού μελών, έτσι και σ' αυτή, δεν σημειώνονται αλλαγές στα στατιστικά πορίσματα, παρά μόνο στη σταθερά του υποδείγματος, το οποίο πλέον είναι της μορφής:  $Y = 0,99 + 0,027x$ .

#### 4.6.3 Απλή Γραμμική Παλινδρόμηση Απόδοσης Αγοράς ως προς το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών σε σχέση με το συνολικό αριθμό μελών του ΔΣ

Σ' αυτό το σημείο κρίνεται ενδιαφέρον να μελετηθεί η σχέση μεταξύ του ποσοστού των ανεξάρτητων μελών ως ποσοστό επί του συνόλου των μελών, πάλι σε σχέση με την απόδοση.

Το δείγμα αποτελείται από τις 50 παρατηρήσεις των εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Από την ανάλυση συσχέτισης δεν προκύπτει γραμμική σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών ( $\rho = 0,044$ ), δηλαδή το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών

δεν επηρεάζει την απόδοση αγοράς μιας εταιρείας. Συνοπτική πληροφόρηση του υποδείγματος δίνεται στον ακόλουθο πίνακα.

R	,044 <sup>a</sup>
R Square	,002
Adjusted R Square	-,019
Std. Error of the Estimate	,38580

a. Predictors: (Constant), percentage\_independent

b. Dependent Variable: Market\_Return

#### 4.7 Πολλαπλή παλινδρόμηση

Μόνο για λόγους ολοκληρωμένης ανάλυσης διενεργείται πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση, προκειμένου να διερευνηθεί κατά πόσο υπάρχουν μεταβλητές που επηρεάζουν την απόδοση της αγοράς. Η ανάλυση δε θα είναι διεξοδική, καθώς κάτι τέτοιο δεν εμπίπτει στους σκοπούς του παρόντος πονήματος.

Θέτοντας ως εξαρτημένη μεταβλητή την απόδοση αγοράς και ανεξάρτητες όλες τις υπόλοιπες (δηλαδή εκτελεστικά μέλη, ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη, σύνολο μελών ΔΣ, ποσοστιαία ανεξάρτητα μέλη, δυαδικότητα, ROA, ROE, Tobin's Q 2005, Tobin's Q 2006, Tobin's Q 2007). Με τη βοήθεια του προγράμματος SPSS παρατηρείται ότι οι μόνες μεταβλητές που επηρεάζουν την απόδοση αγοράς είναι η **Tobin's Q 2006** και η **Tobin's Q 2007**, διότι η σημαντικότητά τους στο υπόδειγμα είναι μικρή (Sig. 0,001 και 0,000 αντίστοιχα).

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ**

Από την εμπειρική έρευνα που διεξήχθη μπορούμε να πούμε συνοπτικά ότι προέκυψαν τα ακόλουθα συμπεράσματα:

- Η πλειονότητα των επιχειρήσεων δε χρησιμοποιεί αποδοτικά τα περιουσιακά τους στοιχεία, μ' αποτέλεσμα να εμφανίζουν χαμηλό δείκτη ROA.
- Παρατηρείται η ύπαρξη μεγάλης πιθανότητας η απόδοση των επιχειρήσεων να είναι μικρότερη από την προσδοκώμενη, γεγονός που επιβεβαιώνεται κι από τις τιμές των μετρήσεων των δεικτών Tobin's Q για τα έτη 2005 έως 2007.
- Επίσης, δεν παρατηρείται στατιστικά σημαντική γραμμική σχέση μεταξύ του Συνολικού Αριθμού μελών των Διοικητικών Συμβουλίων των εταιρειών του δείγματος και των οικονομικών δεικτών ROA, ROE, Market Return και Tobin's Q για τα έτη 2005 έως 2007. Παράλληλα, για όλες τις παραπάνω μεταβλητές – πλην των *Tobin's Q 2005* και *Tobin's Q 2007* – δεν υπάρχουν αρκετά στοιχεία ώστε να απορριφθεί η υπόθεση κανονικότητας, μ' αποτέλεσμα με ένα κατάλληλο υπόδειγμα να είναι δυνατή η πρόβλεψη του πληθυσμιακού μέσου όρου.
- Το μεγαλύτερο μέρος των πενήντα εταιρειών δεν χαρακτηρίζεται από δυαδικότητα καθώς οι 18 μόνο εμφανίζουν οι ρόλοι του Προέδρου και του Διευθύνοντος Συμβούλου να συναντιόνται στο ίδιο άτομο. Ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι το 50% των εταιρειών του FTSE/XA 20 και το 43% των εταιρειών του FTSE/XA SmallCap 80, ενώ μόλις το 14% των εταιρειών του FTSE/XA Mid 40 εμφανίζουν δυαδικότητα στους παραπάνω ρόλους. Συνεπώς, θα μπορούσε να ειπωθεί ότι οι εταιρείες μεσαίας τάξης διοικούνται περισσότερο αντικειμενικά απ' ότι οι εταιρείες των υπολοίπων κατηγοριών, οι οποίες συγκεντρώνουν την εξουσία διοικήσεως σε ένα άτομο είτε διότι είναι οικογενειο-κρατούμενες (όπως

παραδείγματος χάριν η εταιρεία ΒΑΡΔΑΣ ΑΕΒΕΕ του FTSE/XA SmallCap 80), είτε διότι το διοικητικό τους καθεστώς είναι ιδιόμορφο (πχ. ΔΕΗ ΑΕ, ΟΤΕ ΑΕ).

- Τέλος, αναφορικά με τις απλές γραμμικές παλινδρομήσεις όπου εξαρτημένη μεταβλητή θεωρείται η απόδοση των εταιρειών (Market Return), όλες παρουσιάζουν μικρή ερμηνευτική ικανότητα των υποδειγμάτων. Μάλιστα στην περίπτωση όπου ανεξάρτητη μεταβλητή λαμβάνεται ο ελάχιστος Συνολικός Αριθμός μελών ΔΣ που ορίζει ο νόμος διαπιστώνεται ότι υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στις δύο αυτές μεταβλητές ( $\rho = -0,606$ ).
- Αντιθέτως, στο υπόδειγμα που λαμβάνονται ως ανεξάρτητη μεταβλητή οι εταιρείες με Συνολικό Αριθμό μελών ΔΣ μεγαλύτερο του ορίου του νόμου δεν παρατηρείται γραμμική σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών ( $\rho = 0,171$ ).
- Επίσης, όταν εξετάζεται η σχέση του ποσοστού των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών των ΔΣ ως προς την απόδοση των εταιρειών διαπιστώνεται ότι το προκύπτον υπόδειγμα δεν έχει καμία ερμηνευτική ικανότητα (καθώς και  $\rho = 0,044$ ).

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΕΠΙΛΟΓΟΣ**

Στην παρούσα διατριβή ερευνήθηκε η καινοτομία της Εταιρικής Διακυβέρνησης βάσει μελέτης τυχαίου δείγματος πενήντα εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Στόχος ήταν η διερεύνηση της σχέσης μεταξύ της απόδοσης των εταιρειών του δείγματος και της δομής του Διοικητικού τους Συμβουλίου.

Τα κυριότερα προβλήματα που προέκυψαν κατά τη διάρκεια της συγγραφής του παρόντος πονήματος ήταν η έλλειψη στοιχείων και αντίστοιχων μελετών σύμφωνα με την ελληνική πραγματικότητα και νομοθεσία, καθώς και ο περιορισμένος χρόνος που διήρκησε η έρευνα. Έτσι κατέστη δύσκολη η προσαρμογή αντίστοιχων μελετών του εξωτερικού, κυρίως των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής, στον πολυδιάστατο και πολύποικιλο χώρο των ελληνικών επιχειρήσεων.

Από την έρευνα διαπιστώθηκε ότι στην Ελλάδα το ΔΣ δεν επιτελεί το ρόλο που θέτει η βιβλιογραφία. Υπάρχουν επιστήμονες που υποστηρίζουν ότι ενώ τα μη εκτελεστικά μέλη είναι πιθανά πιο ανεξάρτητα, δεν οδηγούν όμως πάντα σε αποτελεσματικότερη Εταιρική Διακυβέρνηση και αύξηση της απόδοσης (McNamara).

Σ' αυτό το σημείο παρατίθενται ορισμένες προτάσεις τόσο για τα μέλη των ΔΣ όσο και για την εκπόνηση άλλων παρόμοιων εργασιών. Σύμφωνα με το άρθρο της Corporate Governance International Journal (2003), τα χαρισματικά μέλη των ΔΣ θεωρούν ότι αποστολή τους είναι να βοηθούν τη διοίκηση να καθοδηγεί την επιχείρηση κι είναι πιθανό να είναι υποστηρικτές τις ανώτερης διοίκησης. Επίσης θεωρούν ότι είναι καθήκον τους να αναμειχθούν σε μια εξονυχιστική ανάλυση για το πώς η επιχείρηση πρέπει να κατευθυνθεί στο μέλλον, μ' αποτέλεσμα τις περισσότερες φορές να ασχολούνται με τα άκρως σημαντικά ζητήματα που απασχολούν την επιχείρηση. Παράλληλα, δεν εμποδίζονται από κανόνες και κανονισμούς οποιοδήποτε νόμου, διότι αντιμετωπίζουν τη



συμμόρφωσή τους ως τη βασική γραμμή για την απόδοσή τους. Με άλλα λόγια, δεν χρειάζονται νόμους για να προστατεύσουν τις αξίες και τη δεοντολογία τους ή να ελέγξουν την απόδοση του Διευθύνοντος Συμβούλου. Συγχρόνως, τα διαφωτισμένα μέλη αναγνωρίζουν ότι δεν είναι ρόλος τους να ασχολούνται με τις καθημερινές διαδικασίες της εταιρείας, αλλά οδηγούν με το παράδειγμά τους. Συνοψίζοντας, αυτό που διακρίνει κυρίως τα διαφωτισμένα μέλη από τα παραδοσιακά και τυπικά είναι η εμπαθής υποχρέωση που αισθάνονται να συμμετέχουν στις καθημερινές προκλήσεις και στη στρατηγική της επιχείρησης. Αυτά τα μέλη μπορούν να βρεθούν στις πολύ μεγάλες, σύνθετες επιχειρήσεις, καθώς επίσης και σε μικρότερες.

Επίσης, σύμφωνα με τον David Yermacka (1999), στην έρευνά του που παρουσίασε τον Ιούλιο του 1995 στην *Journal of Financial Economics*, παρέθεσε στοιχεία σύμφωνα με τις επικρατούσες θεωρίες και κατέληξε ότι τα μικρά ΔΣ είναι αποτελεσματικότερα και υπάρχει αντίστροφη σχέση μεταξύ του μεγέθους του ΔΣ και της αξίας της επιχείρησης (*firm value*). Στην μελέτη του χρησιμοποίησε το Tobin's Q ως προσέγγιση της αξιολόγησης αγοράς σε ένα δείγμα 452 μεγάλων αμερικανικών βιομηχανικών εταιριών μεταξύ 1984 και 1991 κατέληξε ότι το αποτέλεσμα συνδέεται με: πολυάριθμους ελέγχους για το μέγεθος της επιχείρησης, την ύπαρξη τους ως μέλη στη βιομηχανία, την εσωτερική ιδιοκτησία μετοχών (*inside stock ownership*), τις ευκαιρίες ανάπτυξης και τις εναλλακτικές δομές Εταιρικής Διακυβέρνησης. Επίσης συμπέρανε ότι επιχειρήσεις με μικρά ΔΣ παρουσιάζουν ευνοϊκότερες τιμές στους χρηματοοικονομικούς δείκτες, καθώς και παρέχουν ισχυρότερα κίνητρα απόδοσης των Διευθυνόντων Συμβούλων σε θέματα αμοιβών και απειλών απόλυσης. Συνεπώς, είναι προτιμητέο οι επιχειρήσεις να αναζητούν τέτοια χαρισματικά άτομα προκειμένου να τα υιοθετήσουν ως μέλη για το ΔΣ τους.

Συνοψίζοντας, για την πιο ολοκληρωμένη εικόνα του παρόντος πονήματος, ιδιαίτερο

ενδιαφέρον θα παρουσίαζε να επεκταθεί το χρονικό διάστημα της έρευνας, ώστε να καλυφθούν αρκετές ιδιομορφίες και κυκλικότητες των οικονομικών κύκλων, όπως είναι η παρούσα οικονομική κρίση που αντιμετωπίζει τόσο η χώρα μας, όσο κι οι υπόλοιπες οικονομίες του κόσμου. Επίσης, ιδιαίτερο ενδιαφέρον έχει η πραγματοποίηση έρευνας κι ανάλυσης για κάθε επιχειρηματικό και βιομηχανικό κλάδο ξεχωριστά, έτσι ώστε τα προκύπτοντα συμπεράσματα να είναι εξειδικευμένα στον κάθε τομέα. Μια τρίτη πρόταση είναι να επεκταθεί το εύρος των μελετώμενων επιχειρήσεων και να γίνει απόπειρα να πραγματοποιηθεί μια συγκριτική μελέτη μεταξύ επιχειρήσεων της Ελλάδας και του εξωτερικού.

## **Βιβλιογραφικές Αναφορές**

### **Ελληνική**

Γενική Γραμματεία Επενδύσεων και Ανάπτυξης «*NOMOS 3016/2002*», ανάκτηση στις 2/4/2009 από: <http://nomothesia.ependyseis.gr/eu-law/downloadsDetails.do?action=itemDetails&itemId=918>

Γενική Γραμματεία Επενδύσεων και Ανάπτυξης «*N. 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών»* (ΦΕΚ Α' 37/30.3.1963)(όπως τροποποιήθηκε τελευταία με το Ν. 3487/2006 ΦΕΚ Α' 190/11.9.2006)» ανάκτηση στις 2/4/2009 από: <http://nomothesia.ependyseis.gr/eu-law/getFile/N+2190+1920.pdf?bodyId=902990>

Γενική Γραμματεία Επενδύσεων και Ανάπτυξης «*Τροποποίηση Ν 2190/1920*» ανάκτηση στις 2/4/2009 από: <http://nomothesia.ependyseis.gr/eu-law/downloadsDetails.do?action=itemDetails&itemId=916>

Δρυλλεράκης, Ι. «*Τροποποιήσεις Ν.2190/20*». Διαθέσιμο στην εταιρική σελίδα του Λογιστικού-Φοροτεχνικού Γραφείου ΚΕΡΔΙΩΝ, όπως ήταν στις 30/7/2009: <http://sites.google.com/site/forotexnis/τροποποιησεις-v219020>

Εμπορικός Σύλλογος Αθηνών, το κείμενο καταχωρήθηκε στις 11/1/2006 και είναι διαθέσιμο σε: <http://www.esathena.gr/modules/article/view.article.php/c48/122>

Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας του Διαγνωστικού & Θεραπευτικού Κέντρου Υγεία ανάκτηση στις 22/11/2008 στην ιστοσελίδα: [http://www.hygeia.gr/page.aspx?p\\_id=134](http://www.hygeia.gr/page.aspx?p_id=134)

Εφημερίδα Capital 2008, «*Ευθύνη μελών Δ.Σ. και εταιρική αγωγή*» ανάκτηση στις 13/2/2009 από: <http://www.capital.gr/law/articles.asp?id=455040>

Εφημερίδα Ναυτεμπορική 2007, «Στη δημοσιότητα ο νέος νόμος περί ανωνύμων εταιρειών» ανάκτηση στις 2/4/2009 από:  
<http://www.naftemporiki.gr/news/story.asp?id=1398843>

ΕΧΑΕ ανάκτηση στις 11/5/2009 από:  
[http://www.helex.gr/index.php?option=com\\_content&task=view&id=66&Itemid=159](http://www.helex.gr/index.php?option=com_content&task=view&id=66&Itemid=159)

Κανονισμός λειτουργίας της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, ανάκτηση στις 11/5/2009 από: <http://www.ecb.int/ecb/orga/governance/html/index.el.html>

Καταστατικό ΑΕ, ανάκτηση στις 2/4/2009 από:  
[www.gge.gr/09diadsystasis/Documents/Entypa/KatastatikoAE.doc](http://www.gge.gr/09diadsystasis/Documents/Entypa/KatastatikoAE.doc)

Κόλλιας Ανδρέας 2007, «Ένα παράδειγμα εφαρμογής του *t-test* στο SPSS», Τμήμα Πολιτικής Επιστήμης & Ιστορίας, Πάντειο Πανεπιστήμιο. Διατίθεται από <http://209.85.129.132/search?q=cache:6wLj8ITlPTkJ:194.177.218.51/moodle/file.php/2/SPSS+test.pdf+Tests+of+Normality+spss&cd=10&hl=el&ct=clnk&gl=gr>

Μητσοτάκης, Κ. 2001, «Εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα», *Εφημερίδα ΤΟ ΒΗΜΑ*, 6 Μαΐου 2001.

Παπαχρήστου Γεώργιος 2008, «Απόδοση και Κίνδυνος» όπως εμφανίζεται από: [http://users.auth.gr/~gpaahr/courses/stuff\\_finance/slides/05\\_risk%20and%20return.pdf](http://users.auth.gr/~gpaahr/courses/stuff_finance/slides/05_risk%20and%20return.pdf)

Πάτσης Ανδρέας & Συνεργάτες 2008, «Σύμβαση εργασίας μέλους Δ.Σ. με Α.Ε.» ανάκτηση στις 12/3/2009. Διαθέσιμο και στην ιστοσελίδα του δικηγορικού γραφείου: <http://www.legal-ap.com/articles.asp?id=138>

Σιαπέρα, Βασιλική 2007, «Σημαντικές αλλαγές στο νομικό πλαίσιο των ανωνύμων

εταιριών» ανάκτηση στις 2/4/2009 από: <http://lawblog.gr/2007/08/30/allagesae/>

Στασινός, Η. 2008, «Πηγές Δικαίου» σελ. 17 – 20, ανάκτηση στις 4/7/2009 από: <http://www.stasinous.com/Greece/Law/index.html>

European Corporate Governance Institute 2009, «Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης» όπως διατίθεται από: [http://ecgi.org/codes/documents/wn\\_010724.pdf](http://ecgi.org/codes/documents/wn_010724.pdf)

Plant Management 2001, « Το κείμενο αρχών του ΣΕΒ για την εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης» ανάκτηση στις 2/4/2009 από: <http://www.plant-management.gr/index.php?id=11318>

### Ξένη

Aghion, Philippe John Van Reenen, and Luigi Zingales, 2008, “*Innovation and Institutional Ownership.*” Working Paper, University of Chicago Graduate School of Business

American Bar Foundation 2003, “*Model Business Corporation Act.*” Ανάκτηση στις 27/5/2009: <http://www.abanet.org/buslaw/library/onlinepublications/mbca2002.pdf>

Beatty, R. and R. Zajac 1994, “*Managerial incentive, monitoring, and risk bearing: A study of executive compensation, ownership, and board structure in initial public offerings*”, Administrative Science Quarterly.

Beck, Peter M. 2000, “*Are Korea's Chaebol Serious About Restructuring?*” Παρουσίαση στο συνέδριο της Κορέας το 2000.

Bitar, Jad. 2003, “*The Impacts of Corporate Governance on Innovation: Strategy in Turbulent Environments.*” Διαθέσιμο από του ινστιτούτου HEC MONTREAL: [http://neumann.hec.ca/chairemsi/pdfcahiersrech/03\\_05\\_01.pdf](http://neumann.hec.ca/chairemsi/pdfcahiersrech/03_05_01.pdf)

Corporate Governance Alert 2005, “*Disney Decision Delaware Chancery Court.*”  
ανάκτηση στις 27/5/2009: <http://www.akingump.com/docs/publication/795.pdf>

Corporate Governance International Journal 2003, "A Board Culture of Corporate Governance", Vol 6 Issue 3

David Yermack, 1999, “*Higher market valuation of companies with a small board of directors*” , Stern School of Business, New York University USA διαθέσιμο από:  
<http://www.sciencedirect.com/>

Eadie, W.T.; D. Drijard, F.E. James, M. Roos and B. Sadoulet 1971, “*Statistical Methods in Experimental Physics.*” Amsterdam: North-Holland. σελ. 269–271.

Eells, R.S.F. 1960, “*The Meaning of Modern Business: An Introduction to the Philosophy of Large Corporate Enterprise*” (Columbia University Press, NY

Fama, E. and M. Jensen 1983, “*The separation of ownership and control*”, Journal of Law and Economics).

Financial Modeling Guide 2008, “*Analytical Tools in Financial Modeling.*” ανάκτηση  
στις 1/7/2009: <http://www.financialmodelingguide.com/financial-ratios/financial-ratios/>

Freeman, R. E. 1984, “*Strategic Management: A Stakeholder Approach.*” Boston: Pitman.

Investopedia 2009, “*ROA.*” ανάκτηση στις 9/6/2009 από:  
<http://www.investopedia.com/terms/r/returnonassets.asp>

Investopedia 2009, “*ROE.*” ανάκτηση στις 28/4/2009 από:  
<http://www.investopedia.com/terms/r/returnnonequity.asp>

Investopedia 2009, “*ROTA.*” ανάκτηση στις 9/6/2009 από:

[http://www.investopedia.com/terms/r/return\\_on\\_total\\_assets.asp](http://www.investopedia.com/terms/r/return_on_total_assets.asp)

Investopedia 2009, “*Tobin's Q.*” ανάκτηση στις 20/12/2009 από:

<http://www.investopedia.com/terms/q/qratio.asp>

Kathleen Eisenhardt 1989, “*Agency theory: an assessment and review*”, Academy of Management Review.

Kolmogorov – Smirnov Test, ανάκτηση στις 3/7/2009 από:

<http://www.physics.csbsju.edu/stats/KS-test.html>

Kose, John 1998, “*Corporate Governance and Board Effectiveness*”, Journal of Banking and Finance.

Masahiko Aoki and Hugh Patrick 1994, “*The Japanese Main Bank System*”

A McKinsey & Company study commissioned by NYC Mayor Michael Bloomberg and

U.S. Sen. Charles Schumer, (D-N.Y.), 2007, διαθέσιμο από:

[http://www.senate.gov/~schumer/SchumerWebsite/pressroom/special\\_reports/2007/NY\\_REPORT%20\\_FINAL.pdf](http://www.senate.gov/~schumer/SchumerWebsite/pressroom/special_reports/2007/NY_REPORT%20_FINAL.pdf)

McNamara, Carter. “*Overview of Roles and Responsibilities of Corporate Board of Directors*”. Free Management Library. Authenticity Consulting, LLC. Διαθέσιμο στο

site: <http://www.managementhelp.org/boards/brdrspon.htm>

Miller, Janice S., Wiseman, Robert M., and Gomez-Mejia, Luis R. 2002, “*The fit between CEO compensation design and firm risk*”, Academy of Management Journal

Mirabella, d. J. 2006. “*Hypothesis testing with SSPS.*” ανάκτηση στις 3/7/2009 από:

[http://www.drjimmirabella.com/ebook/excerpt%20from%20Hypothesis%20Testing%20with%20SPSS%20ebook%20\(Jim%20Mirabella\).pdf](http://www.drjimmirabella.com/ebook/excerpt%20from%20Hypothesis%20Testing%20with%20SPSS%20ebook%20(Jim%20Mirabella).pdf)

My Stock Market Power 2009, “*Return On Assets.*” ανάκτηση στις 1/7/2009:  
<http://www.mysmp.com/fundamental-analysis/return-on-assets.html>

Paolo Cioppa 2006, “*Executive Compensation: The Fallacy of Disclosure.*”, UC Berkeley, Boalt Hall School of Law

Sapra Haresh, Subramanian Ajay & Subramanian Krishnamurthy 2008, “*Corporate Governance and Innovation: Theory and Evidence.*” Διαθέσιμο στον ιστότοπο:  
<http://papers.ssrn.com/>

Shadab, H. B. 2007. “*Innovation and Corporate Governance - and Sarbanes - Oxley.*” Διαθέσιμο στον ιστότοπο του Institute for Innovation & Information Productivity:  
[http://innovationproductivity.typepad.com/my\\_weblog/2007/10/innovation-and-.html](http://innovationproductivity.typepad.com/my_weblog/2007/10/innovation-and-.html)

Shleifer, Andrei and Vishny, R. 1997, “A survey of corporate”, *Journal of Finance.*

United Nations Conference on Trade and Development 2006, “Guidance On Good Practices In Corporate Governance Disclosure”, *United Nations, New York and Geneva, 2006*, διαθέσιμο και από: [http://www.unctad.org/en/docs/iteteb20063\\_en.pdf](http://www.unctad.org/en/docs/iteteb20063_en.pdf)

University of Winthrop 2009, “*Lessons for Corporate Governance, Innovation and Entrepreneurship*” ανάκτηση στις 6/7/2009 από:  
<http://faculty.winthrop.edu/robbinsk/MGMT%20480/Session%2012%20Spring%202009%20Night%20Section%20Spring%202009.ppt>

Wolfram Math World 2009, διαθέσιμο: <http://mathworld.wolfram.com/Kolmogorov-SmirnovTest.html>

Woolridge, J. Randall and Gray, Gary 2006, “*Applied Principles of Finance*”



Τα Ετήσια Δελτία και τα Χρηματοοικονομικά Στοιχεία των πενήντα εισηγμένων εταιρειών έχουν ληφθεί από τις ακόλουθες εταιρικές ιστοσελίδες.

<b>ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΥ Α.Ε.</b>	<a href="http://www.dei.gr">http://www.dei.gr</a>
<b>COCA-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε.</b>	<a href="http://www.coca-colahellenic.com">http://www.coca-colahellenic.com</a>
<b>ΕΛΛΑΚΤΩΡ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ</b>	<a href="http://www.etae.com">http://www.etae.com</a>
<b>ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.</b>	<a href="http://www.hellenic-petroleum.gr">http://www.hellenic-petroleum.gr</a>
<b>ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.</b>	<a href="http://www.moh.gr">http://www.moh.gr</a>
<b>ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ</b>	<a href="http://www.mytilineos.gr">http://www.mytilineos.gr</a>
<b>ΟΤΕ Α.Ε.</b>	<a href="http://www.ote.gr">http://www.ote.gr</a>
<b>ΤΙΤΑΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ</b>	<a href="http://www.titan-cement.com">http://www.titan-cement.com</a>
<b>J &amp; P ΑΒΑΞ Α.Ε.</b>	<a href="http://www.jp-avax.gr">http://www.jp-avax.gr</a>
<b>S &amp; B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ Α.Ε.</b>	<a href="http://www.sandb.com">http://www.sandb.com</a>
<b>ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.</b>	<a href="http://www.babisvovos.gr">http://www.babisvovos.gr</a>
<b>Ε.ΥΔ.Α.Π. Α.Ε.</b>	<a href="http://www.eydap.gr">http://www.eydap.gr</a>
<b>EUROBANK PROPERTIES</b>	<a href="http://www.eurobankproperties.gr">http://www.eurobankproperties.gr</a>
<b>ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.</b>	<a href="http://www.iatriko.gr">http://www.iatriko.gr</a>
<b>ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ Α.Ν.Ε.</b>	<a href="http://www.minoan.gr">http://www.minoan.gr</a>
<b>JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ</b>	<a href="http://www.jumbo.gr">http://www.jumbo.gr</a>
<b>ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε.</b>	<a href="http://www.thpa.gr">http://www.thpa.gr</a>
<b>ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ &amp; ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.</b>	<a href="http://www.hygeia.gr">http://www.hygeia.gr</a>
<b>FOLLI - FOLLIE Α.Β.Ε.Ε.</b>	<a href="http://www.follifollie.com">http://www.follifollie.com</a>
<b>FORTHNET Α.Ε.</b>	<a href="http://www.forthnet.gr">http://www.forthnet.gr</a>
<b>FRIGOGLOSS Α.Β.Ε.Ε.</b>	<a href="http://www.frigogloss.com">http://www.frigogloss.com</a>
<b>FOURLIS Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ</b>	<a href="http://www.fourlis.gr">http://www.fourlis.gr</a>

<b>ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.</b>	<a href="http://www.alco.gr">http://www.alco.gr</a>
<b>ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΘΗΛΕΟΡΑΣΗ Α.Ε.</b>	<a href="http://www.alter.gr">http://www.alter.gr</a>
<b>Α.Σ. ΕΜΠΟΡΙΚΗ-ΒΙΟΜ. ΕΤΑΙΡΙΑ Η/Υ &amp; ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ Α.Ε.</b>	<a href="http://www.ascompany.gr">http://www.ascompany.gr</a>
<b>ΒΑΡΔΑΣ ΑΕΒΕΕ</b>	<a href="http://www.vardas.gr">http://www.vardas.gr</a>
<b>ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ Α.Ε.</b>	<a href="http://www.biokarpet.gr">http://www.biokarpet.gr</a>
<b>ΒΥΤΕ COMPUTER Α.Β.Ε.Ε.</b>	<a href="http://www.byte.gr">http://www.byte.gr</a>
<b>ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΖΑΧΑΡΗΣ Α.Ε.</b>	<a href="http://www.ebz.gr">http://www.ebz.gr</a>
<b>ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε.</b>	<a href="http://www.elgeka.gr">http://www.elgeka.gr</a>
<b>ΕΛΙΝΟΪΑ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΩΝ ΑΕ</b>	<a href="http://www.elin.gr">http://www.elin.gr</a>
<b>ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣ/ΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε.</b>	<a href="http://www.stiafilco.com">http://www.stiafilco.com</a>
<b>ΕΤΕΜ Α.Ε.</b>	<a href="http://www.etem.gr">http://www.etem.gr</a>
<b>ΙΜΑΚΟ ΜΗΝΤΙΑ Α.Ε. Μ.Μ.Ε.</b>	<a href="http://www.imako.gr">http://www.imako.gr</a>
<b>ΙΜΠΕΡΙΟ-ΑΡΓΩ ΓΚΡΟΥΠ ΑΝΩΝΥΜΗ ΜΕΤΑΦΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ</b>	<a href="http://www.imperio.gr">http://www.imperio.gr</a>
<b>REDS Α.Ε. ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ &amp; ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ</b>	<a href="http://www.reds.gr">http://www.reds.gr</a>
<b>ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ &amp; ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.</b>	<a href="http://www.cardico.com">http://www.cardico.com</a>
<b>ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.</b>	<a href="http://www.karatzis.gr">http://www.karatzis.gr</a>
<b>ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.</b>	<a href="http://www.loulisgroup.com">http://www.loulisgroup.com</a>
<b>INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.</b>	<a href="http://www.lykos.gr">http://www.lykos.gr</a>
<b>ΜΕΝΑΚΟ ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.</b>	<a href="http://www.mevaco.gr">http://www.mevaco.gr</a>
<b>Χ. ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ &amp; ΥΙΟΣ Α.Ε.</b>	<a href="http://www.benrubi.gr">http://www.benrubi.gr</a>
<b>ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Ε</b>	<a href="http://www.newsphone.gr">http://www.newsphone.gr</a>
<b>ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.</b>	<a href="http://www.olp.gr">http://www.olp.gr</a>
<b>CYCLON ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.</b>	<a href="http://www.cyclon.gr">http://www.cyclon.gr</a>

**ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε.**

<http://www.shh.gr>

**SATO Α.Ε.**

<http://www.satogroup.gr>

**SPACE HELLAS ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ**

<http://www.sharehold@space.gr>

**Χ.Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.**

<http://www.enet.gr>

**ΥΑΛCO Α.Ε.**

<http://www.yalco.gr>

**Συντομογραφίες:**

**Α.Ε.** : Ανώνυμη Εταιρεία

**Γ.Σ.** : Γενική Συνέλευση

**Δ.Σ.** : Διοικητικό Συμβούλιο

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

### *Chaebols*

Πρόκειται για μεγάλες πολυεθνικές που υποστηρίζονται από το κράτος, συχνά μεγαλύτερες από τις οικονομίες ολόκληρων κρατών, οι οποίες κατέχουν αρκετές πολυεθνικές επιχειρήσεις. Στα κορεάτικα ο όρος αυτός συμβολίζει την οικογενειακή επιχείρηση ή το μονοπώλιο και συχνά χρησιμοποιείται με την έννοια της μαζικής συσσώρευσης. Παραδείγματα τέτοιων εταιρειών είναι: Samsung, Hyundai, LG. (Beck, 2000)

### *Sarbanes-Oxley*

Πέρασε σε νόμο υπό την προεδρεία του George W. Bush προκειμένου να αναμορφωθούν οι επιχειρηματικές πρακτικές των Αμερικάνικων εταιρειών θέτοντας καινούργια πρότυπα για όλα τα Διοικητικά Συμβούλια των δημόσιων αμερικάνικων εταιρειών, τη διοίκησή τους και τις δημόσιες ελεγκτικές εταιρείες (Sarbanes-Oxley Act, 2009). Στόχος του νόμου ήταν να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη του κοινού στις εθνικές αγορές δυναμώνοντας τους εταιρικούς ελεγκτικούς μηχανισμούς. Εκτός από τα παραπάνω, ο νόμος κάλυπτε κι άλλα θέματα όπως την ανεξαρτησία του ελεγκτή, την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα εσωτερικού ελέγχου και επαυξημένη κοινοποίηση οικονομικών στοιχείων.

### *Απόφαση Disney*

Οι μέτοχοι κατήγγειλαν τον τερματισμό της προεδρίας του Michael Ovitz το 1996, ο οποίος έλαβε αποζημίωση ύψους 140 εκατομμυρίων \$ για εργασία μόλις 14 μηνών! Το Δικαστήριο κατέληξε ότι παρά τη συγκεκριμένη αποτυχία του ομίλου μεταξύ Disney και Ovitz και το αμύθητο ποσό της αποζημίωσης, τα μέλη του ΔΣ της Disney δεν παραβίασαν τα πιστωτικά καθήκοντά τους ή σπατάλησαν τα περιουσιακά στοιχεία της Disney. (Disney Decision Delaware Chancery Court, 2005)

*Kolmogorov–Smirnov test*

Ο έλεγχος βασίζεται στην υπόθεση ότι η αξία της αθροιστικής συνάρτησης του δείγματος ακολουθεί ασυμπτωτικά την κανονική κατανομή. Το Kolmogorov–Smirnov test (K–S test) είναι ένα ελάχιστο μέτρο εκτίμησης αποκλίσεων, χρησιμοποιείται ως μη παραμετρικό τεστ για την ισότητα της πιθανότητας μιας μονοδιάστατης κατανομής, προκειμένου να συγκρίνει ένα δείγμα με τη θεωρητική πιθανότητα κατανομής (*one-sample K–S test*), ή να συγκρίνει δύο δείγματα (*two-sample K–S test*). Για την εφαρμογή του ελέγχου Kolmogorov–Smirnov test αρχικά υπολογίζεται η αθροιστική συχνότητα (ως κανονική κατανομή σύμφωνα με το μέγεθος του δείγματος) των παρατηρήσεων ως συνάρτηση. Μετά υπολογίζεται η αθροιστική συχνότητα της πραγματικής κατανομής (συνήθως της κανονικής κατανομής). Τέλος βρίσκεται η μεγαλύτερη απόκλιση μεταξύ της παρατηρούμενης και της αναμενόμενης αθροιστικής συνάρτησης, η οποία ονομάζεται "*D-statistic*." Γίνεται σύγκριση αυτής της τιμής με την κριτική τιμή της *D-statistic* για το μέγεθος του εξεταζόμενου δείγματος. Αν η τιμή της *D-statistic* είναι μεγαλύτερη από την κριτική τιμή, τότε απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση ότι η κατανομή είναι η αναμενόμενη (κανονική). Αυτός ο έλεγχος είναι ένας R-estimate (Wolfram Math World, 2009).

Στην περίπτωση που υπάρχουν δύο δείγματα, υπολογίζεται η διαφορά μεταξύ της συνάρτησης της θεωρητικής κατανομής και της συνάρτησης της αθροιστικής κατανομής, των συναρτήσεων των εμπειρικών κατανομών δύο δειγμάτων. Όταν εξετάζεται η κανονικότητα, τα δείγματα τυποποιούνται και συγκρίνονται με την κανονική κατανομή. Η διαδικασία αυτή μειώνει τη δύναμη του τεστ. Για να διορθωθεί αυτή η συστηματική απόκλιση διενεργείται Lilliefors' test. Παρ' όλα αυτά, ακόμα και η μορφοποίηση του Lilliefors' είναι λιγότερο αδύναμη από το Shapiro–Wilk test ή το Anderson–Darling test για τον έλεγχο της κανονικότητας. (Kolmogorov–Smirnov, 2009)

Πίνακας ROA, ROE και Market Return

<b>FTSE/XA 20</b>	<b>ROA</b>	<b>ROE</b>	<b>Market Return</b>
Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού Α.Ε.	0,02	0,04	0,88
Coca-Cola E.E.E. Α.Ε.	0,11	0,16	0,50
Ελλάκτωρ Ανώνυμη Εταιρεία	0,02	0,12	0,16
Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε.	0,09	0,14	0,08
Μότορ Όϊλ (Ελλάς) Διυλιστήρια Κορίνθου Α.Ε	0,16	0,41	-0,19
Μυτιληναίος Α.Ε. Όμιλος Επιχειρήσεων	0,08	0,26	0,15
ΟΤΕ Α.Ε.	0,09	0,25	0,11
ΤΙΤΑΝ Ανώνυμη Εταιρεία Τσιμέντων	0,14	0,20	-0,24

**FTSE/XA Mid 40**

J & P ΑΒΑΞ Α.Ε.	0,05	0,10	0,07
S & B Βιομηχανικά Ορυκτά Α.Ε.	0,08	0,13	0,27
Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική Α.Ε.	0,02	-0,01	-0,30
Ε.ΥΔ.Α.Π. Α.Ε.	0,04	0,05	0,64
Eurobank Properties	0,05	0,05	-0,36
Ιατρικό Αθηνών Ε.Α.Ε.	0,07	0,09	-0,08
ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ Α.Ν.Ε.	0,04	0,06	0,16
JUMBO Ανώνυμη Εμπορική Εταιρεία	0,22	0,29	0,50
Οργανισμός Λιμένος Θεσσαλονίκης Α.Ε.	0,12	0,12	0,94
Διαγνωστικό και Θεραπευτικό Κέντρο Αθηνών Υγεία Α.Ε.	0,03	0,04	-0,06
Folli - Follie Α.Β.Ε.Ε.	0,12	0,25	-0,15
Forthnet Α.Ε.	-0,15	-0,26	-0,07
FRIGOGLASS Α.Β.Ε.Ε.	0,02	0,24	0,48
FOURLIS Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	0,14	0,31	0,69

**FTSE/XA SmallCap 80**

ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	0,09	0,12	-0,07
---------------------	------	------	-------

<b>ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ Α.Ε.</b>	0,04	0,05	0,84
<b>A.S. ΕΜΠΟΡΙΚΗ-ΒΙΟΜ. ΕΤΑΙΡΙΑ Η/Υ &amp; ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ Α.Ε.</b>	0,14	0,17	0,77
<b>ΒΑΡΔΑΣ ΑΕΒΕΕ</b>	0,08	0,13	0,34
<b>Βιοκαρπέντ Α.Ε.</b>	0,07	0,07	0,30
<b>Byte Computer Α.Β.Ε.Ε.</b>	0,10	0,14	-0,09
<b>Ελληνική Βιομηχανία Ζάχαρης Α.Ε.</b>	0,02	0,04	0,29
<b>ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε.</b>	0,01	0,09	0,29
<b>Ελινόιλ Ελληνική Εταιρεία Πετρελαίων Ανώνυμη Εταιρεία</b>	0,02	-0,02	0,04
<b>ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣ/ΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε.</b>	-0,05	-0,13	0,19
<b>ΕΤΕΜ Α.Ε.</b>	0,03	0,01	-0,12
<b>ΙΜΑΚΟ ΜΗΝΤΙΑ Α.Ε. Μ.Μ.Ε.</b>	0,02	-0,05	0,61
<b>ΙΜΠΕΡΙΟ-ΑΡΓΩ ΓΚΡΟΥΠ ΑΝΩΝΥΜΗ ΜΕΤΑΦΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ</b>	0,01	-0,02	0,78
<b>REDS Α.Ε. ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ &amp; ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ</b>	0,04	0,04	0,35
<b>ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ &amp; ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.</b>	0,03	-0,08	-0,50
<b>ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.</b>	-0,02	-0,05	-0,01
<b>ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.</b>	0,05	0,11	0,31
<b>INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.</b>	0,06	0,06	-0,10
<b>ΜΕΝΑCΟ ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.</b>	0,07	0,07	-0,12
<b>Χ. ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ &amp; ΥΙΟΣ Α.Ε.</b>	0,03	0,02	0,03
<b>ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Ε.</b>	0,12	0,19	-0,52
<b>ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.</b>	0,12	0,14	0,68
<b>CYCLON ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.</b>	0,05	0,10	-0,12
<b>ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε.</b>	0,01	-0,06	-0,21
<b>SATO Α.Ε.</b>	0,04	0,03	-0,07
<b>SPACE HELLAS ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ</b>	0,07	0,16	0,33
<b>Χ.Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.</b>	0,01	-0,01	0,17
<b>ΥΑΛCΟ Α.Ε.</b>	0,09	0,14	1,03

Πίνακας Tobin's Q για τα έτη 2005 – 2007

<b>FTSE/XA 20</b>	<b>Tobin's Q 2005</b>	<b>Tobin's Q 2006</b>	<b>Tobin's Q 2007</b>
Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού Α.Ε.	0,37	0,34	0,42
Coca-Cola E.E.E. Α.Ε.	0,94	1,02	1,31
Ελλάκτωρ Ανώνυμη Εταιρεία	0,42	0,84	0,49
Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε.	0,71	0,76	0,66
Μότορ Όϊλ (Ελλάς) Δωλιστήρια Κορίνθου Α.Ε	1,14	1,83	1,37
Μυτιληναίος Α.Ε. Όμιλος Επιχειρήσεων	0,40	0,68	0,95
ΟΤΕ Α.Ε.	0,71	0,74	0,99
ΤΙΤΑΝ Ανώνυμη Εταιρεία Τιμμένων	1,16	1,52	1,27

**FTSE/XA Mid 40**

J & P ΑΒΑΞ Α.Ε.	0,63	0,76	0,57
S & B Βιομηχανικά Ορυκτά Α.Ε.	0,40	0,57	0,65
Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική Α.Ε.	0,42	0,48	0,60
Ε.ΥΔ.Α.Π. Α.Ε.	0,51	0,55	0,60
Eurobank Properties	0,00	0,91	0,54
Ιατρικό Αθηνών Ε.Α.Ε.	0,44	0,75	0,88
ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ Α.Ν.Ε.	0,26	0,37	0,56
JUMBO Ανώνυμη Εμπορική Εταιρεία	1,13	1,61	2,72
Οργανισμός Λιμένος Θεσσαλονίκης Α.Ε.	0,77	1,17	1,69
Διαγνωστικό και Θεραπευτικό Κέντρο Αθηνών Υγεία Α.Ε.	0,51	0,91	0,61
Folli - Follie Α.Β.Ε.Ε.	2,31	0,93	0,78
Forthnet Α.Ε.	0,81	1,16	1,55
FRIGOGLASS Α.Β.Ε.Ε.	0,56	1,61	2,25
FOURLIS Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	1,12	1,63	2,09

**FTSE/XA SmallCap 80**

ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	0,20	0,24	0,26
---------------------	------	------	------



<b>ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ Α.Ε.</b>	<b>0,06</b>	<b>0,05</b>	<b>0,11</b>
<b>A.S. ΕΜΠΟΡΙΚΗ-ΒΙΟΜ. ΕΤΑΙΡΙΑ Η/Υ &amp; ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ Α.Ε.</b>	<b>0,72</b>	<b>0,92</b>	<b>1,30</b>
<b>ΒΑΡΔΑΣ ΑΕΒΕΕ</b>	<b>0,38</b>	<b>0,36</b>	<b>0,45</b>
<b>Βιοκαρπέντ Α.Ε.</b>	<b>0,17</b>	<b>0,22</b>	<b>0,34</b>
<b>Byte Computer Α.Β.Ε.Ε.</b>	<b>0,99</b>	<b>1,00</b>	<b>1,20</b>
<b>Ελληνική Βιομηχανία Ζάχαρης Α.Ε.</b>	<b>0,29</b>	<b>0,28</b>	<b>0,49</b>
<b>ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε.</b>	<b>0,19</b>	<b>0,24</b>	<b>0,22</b>
<b>Ελινόιλ Ελληνική Εταιρεία Πετρελαίων Ανώνυμη Εταιρεία</b>	<b>0,68</b>	<b>0,66</b>	<b>0,63</b>
<b>ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣ/ΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε.</b>	<b>0,16</b>	<b>0,30</b>	<b>0,40</b>
<b>ΕΤΕΜ Α.Ε.</b>	<b>0,24</b>	<b>0,29</b>	<b>0,35</b>
<b>ΙΜΑΚΟ ΜΗΝΤΙΑ Α.Ε. Μ.Μ.Ε.</b>	<b>0,25</b>	<b>0,23</b>	<b>0,31</b>
<b>ΙΜΠΕΡΙΟ-ΑΡΓΩ ΓΚΡΟΥΠ ΑΝΩΝΥΜΗ ΜΕΤΑΦΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ</b>	<b>0,71</b>	<b>0,49</b>	<b>0,66</b>
<b>REDS Α.Ε. ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ &amp; ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ</b>	<b>0,58</b>	<b>0,60</b>	<b>0,95</b>
<b>ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ &amp; ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.</b>	<b>0,79</b>	<b>0,84</b>	<b>0,49</b>
<b>ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.</b>	<b>0,18</b>	<b>0,26</b>	<b>0,25</b>
<b>ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.</b>	<b>0,10</b>	<b>0,15</b>	<b>0,19</b>
<b>INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.</b>	<b>0,69</b>	<b>0,84</b>	<b>0,59</b>
<b>MEVACO ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.</b>	<b>0,59</b>	<b>0,61</b>	<b>0,75</b>
<b>Χ. ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ &amp; ΥΙΟΣ Α.Ε.</b>	<b>0,75</b>	<b>0,49</b>	<b>0,45</b>
<b>ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Ε.</b>	<b>2,44</b>	<b>1,67</b>	<b>0,78</b>
<b>ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.</b>	<b>1,45</b>	<b>1,83</b>	<b>1,90</b>
<b>CYCLON ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.</b>	<b>0,23</b>	<b>0,36</b>	<b>0,54</b>
<b>ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε.</b>	<b>0,22</b>	<b>0,33</b>	<b>0,35</b>
<b>SATO Α.Ε.</b>	<b>0,24</b>	<b>0,68</b>	<b>0,63</b>
<b>SPACE HELLAS ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ</b>	<b>0,72</b>	<b>0,87</b>	<b>0,90</b>
<b>Χ.Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.</b>	<b>0,87</b>	<b>0,81</b>	<b>0,71</b>
<b>ΥΑΛCO Α.Ε.</b>	<b>0,21</b>	<b>0,22</b>	<b>0,40</b>

**Συνοπτικός Πίνακας**

μεταβλητή	Mean		95% Confidence Interval for Mean		5% Trimmed Mean	Median	Mode	Variance	Std. Deviation	Min	Max	Range	Inter-quartile Range	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Std. Error	Lower Bound	Upper Bound										Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
Εκτελεστικά μέλη	3,44	,239	2,96	3,92	3,38	3,00	3	2,864	1,692	1	7	6	2	,476	,337	-,396	,662
Μη εκτελεστικά μέλη	2,58	,342	1,89	3,27	2,37	2,00	1	5,840	2,417	0	10	10	3	1,231	,337	1,097	,662
Ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη	2,78	,248	2,28	3,28	2,58	2,00	2	3,073	1,753	0	9	9	1	2,150	,337	4,694	,662
Σύνολο μελών ΔΣ	8,80	,378	8,04	9,56	8,69	8,50	7	7,143	2,673	5	15	10	4	,557	,337	-,427	,662
Ποσοστιαία σχέση ανεξάρτητων - συνόλου	31,4700	1,76044	27,9323	35,0077	31,0397	28,5700		154,958	12,44819	,00	69,23	69,23	17,78	,622	,337	1,246	,662
ROA	,0582	,00828	,0416	,0748	,0593	,0500	,02	,003	,05858	-,15	,22	,37	,07	-,367	,337	2,868	,662
ROE	,0900	,01674	,0564	,1236	,0903	,0900	,04 <sup>a</sup>	,014	,11834	-,26	,41	,67	,12	-,021	,337	1,220	,662
Market Return	,1920	,05405	,0834	,3006	,1864	,1550	-,12 <sup>a</sup>	,146	,38222	-,52	1,03	1,55	,58	,393	,337	-,538	,662
Tobin's Q 2005	,6164	,06949	,4768	,7560	,5608	,5350	,71	,241	,49134	,00	2,44	2,44	,54	1,925	,337	5,029	,662
Tobin's Q 2006	,7396	,06660	,6058	,8734	,7150	,6800	,84	,222	,47092	,05	1,83	1,78	,59	,852	,337	-,006	,662
Tobin's Q 2007	,8030	,07954	,6432	,9628	,7494	,6200	,49	,316	,56244	,11	2,72	2,61	,52	1,586	,337	2,417	,662
δυσαικότητα	,36	,069	,22	,50	,34	,00		,235	,485	0	1	1	1	,602	,337	-1,708	,662

*a Multiple modes exist. The smallest value is shown*

Ανάλυση εννοιών περιγραφικής στατιστικής:

- **Μέσος (mean):** Εκφράζει το μέσο αριθμό της μεταβλητής.
- **Διάστημα εμπιστοσύνης:** Βασισμένοι στο μέσο του δείγματος κάνουμε μία εκτίμηση για το μέσο του πληθυσμού. Σε επίπεδο σημαντικότητας  $\alpha=5\%$  εκτιμούμε ότι ο μέσος του πληθυσμού θα κυμανθεί εντός του διαστήματος που ορίζεται από το lower bound (το κάτω άκρο του διαστήματος εμπιστοσύνης) και αντίστοιχα το upper bound εκφράζει (άνω άκρο του διαστήματος).
- **Διάμεσος (median):** Αν θέσουμε τις παρατηρήσεις μας κατά αύξουσα ή φθίνουσα σειρά, η διάμεσος είναι εκείνη που θα χωρίσει τις παρατηρήσεις στο άνω 50% και κάτω 50%.
- **Mode:** Πρόκειται για την τιμή που επαναλαμβάνεται τις περισσότερες φορές σε μία μεταβλητή.
- **Διακύμανση (variance):** Εκφράζει τη διασπορά των παρατηρήσεων γύρω από το μέσο του δείγματος. Η διακύμανση υποστηρίζει την αξιοπιστία του μέσου όρου, διότι μικρές αποκλίσεις απ' αυτόν εμφανίζουν μικρή διακύμανση, ενώ μεγάλες αποκλίσεις παρουσιάζουν μεγάλη διακύμανση. Είναι η τυπική απόκλιση στο τετράγωνο.
- **Τυπική απόκλιση (Std. Deviation):** Εκφράζει τη διασπορά των παρατηρήσεων γύρω από το μέσο του δείγματος. Πρόκειται για καλύτερο μέτρο (σε σχέση με τη διακύμανση), καθώς δίνει πιο άμεση ερμηνεία του υπό μελέτη φαινομένου.
- **Μέγιστο (maximum):** Ο μέγιστος αριθμός εκτελεστικών μελών ισούται με 7 άτομα.
- **Ελάχιστο (minimum):** Ο ελάχιστος αριθμός εκτελεστικών μελών ισούται με 1 άτομο.
- **Εύρος (range):** Εκφράζει τη διαφορά μεταξύ του μέγιστου αριθμού (maximum) και του ελάχιστου (minimum).
- **Ενδοτεταρτημοριακό εύρος (Interquartile range):** Εκφράζει τη διαφορά του τρίτου (Q3) και του πρώτου (Q1) τεταρτημορίου του δείγματος, δηλαδή των μεσαίων 50% των παρατηρήσεων.
- **5% trimmed mean:** Είναι ο μέσος όρος του 95% των παρατηρήσεων, εάν θέσουμε τις παρατηρήσεις σε αύξουσα σειρά και αφαιρέσουμε από αυτές το άνω 2,5% και το κάτω 2,5% των παρατηρήσεων μας.

- **Λοξότητα (skewness) :** Η λοξότητα μετρά το βαθμό συμμετρίας των δεδομένων. Τιμές κοντά στο μηδέν δηλώνουν συμμετρία, τιμές κοντά στο 0,5 δηλώνουν συμμετρία, ενώ τιμές μεγαλύτερες του 0,5 θεωρούνται ασυνήθιστα μεγάλες. Αν η λοξότητα της κατανομής του δείγματος εμφανίζεται θετική σημαίνει ότι η καμπύλη θα εμφανίζει ουρά προς τα δεξιά. Αντιθέτως, σε περιπτώσεις αρνητικής λοξότητας η καμπύλη εμφανίζει ουρά προς τα αριστερά. Για να επιβεβαιωθεί η ύπαρξη ουράς της καμπύλης, διενεργείται κι ένας άλλος έλεγχος: σύγκριση της διαμέσου με το μέσο όρο. Αν ο μέσος όρος είναι μεγαλύτερος από τη διάμεσο, τότε αποδεικνύεται ότι θα υπάρχει ουρά προς τα δεξιά και το αντίθετο. Επίσης, γίνεται σύγκριση μεταξύ της τιμής της λοξότητας (Statistic) και του διπλάσιου του st.error. Αν η στατιστική τιμή είναι μικρότερη της διπλάσιας του st.error, έπεται ότι η λοξότητα δεν είναι στατιστικά σημαντική, εκφράζοντας τη μη απόκλιση από την κανονική κατανομή και το αντίθετο.
- **Κύρτωση (kurtosis):** Η κύρτωση αποτελεί μέτρο υπολογισμού του σχήματος της κατανομής των δεδομένων, δηλαδή κατά πόσο τα δεδομένα συνωστίζονται γύρω από το μέσο όρο. Η κατανομή μιας καμπύλης χαρακτηρίζεται λεπτόκυρτη (δεδομένα κοντά στο μέσο), μεσόκυρτη (παρόμοια με την κανονική κατανομή) και πλατύκυρτη (εμφανίζει παχιές ουρές). Θετική τιμή της κύρτωσης της κατανομής του δείγματος σημαίνει ότι η καμπύλη θα είναι λεπτόκυρτη, ενώ αντίθετα αρνητική τιμή κύρτωσης σημαίνει ότι η καμπύλη θα είναι πλατύκυρτη. Έπειτα διενεργείται σύγκριση μεταξύ της στατιστικής τιμής (αν είναι αρνητική λαμβάνεται η απόλυτη τιμή) και του διπλάσιου του st.error. Αν η στατιστική είναι μικρότερη του διπλάσιου, έπεται ότι η κύρτωση δεν είναι στατιστικά σημαντική και δεν εκφράζει απόκλιση από την κανονική κατανομή. Οι κανονικές κατανομές εμφανίζουν συντελεστή κύρτωσης 3.
- **Τυπικά σφάλματα λοξότητας (st error skewness) και κύρτωσης (st.error kurtosis):** Τα τυπικά σφάλματα στη λοξότητα και στη κύρτωση χρησιμοποιούνται για την ερμηνεία της ύπαρξης ή μη κύρτωσης και λοξότητας αντίστοιχα.

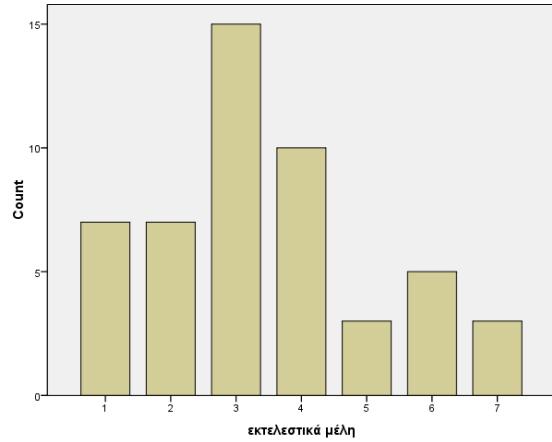
**Πίνακες και Διαγράμματα**

**1. Εκτελεστικά μέλη**

εκτελεστικά μέλη Stem-and-Leaf Plot  
Frequency Stem & Leaf

7,00	1 . 0000000
,00	1 .
7,00	2 . 0000000
,00	2 .
15,00	3 . 000000000000000
,00	3 .
10,00	4 . 0000000000
,00	4 .
3,00	5 . 000
,00	5 .
5,00	6 . 00000
,00	6 .
3,00	7 . 000

Stem width: 1  
Each leaf: 1 case(s)

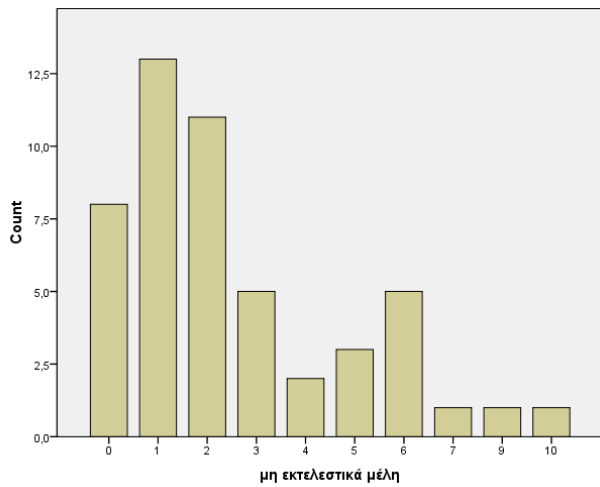


**2. Μη εκτελεστικά μέλη**

μη εκτελεστικά μέλη Stem-and-Leaf Plot  
Frequency Stem & Leaf

8,00	0 . 00000000
13,00	1 . 00000000000000
11,00	2 . 000000000000
5,00	3 . 00000
2,00	4 . 00
3,00	5 . 000
5,00	6 . 00000
1,00	7 . 0
2,00	Extremes (>=9,0)

Stem width: 1  
Each leaf: 1 case(s)



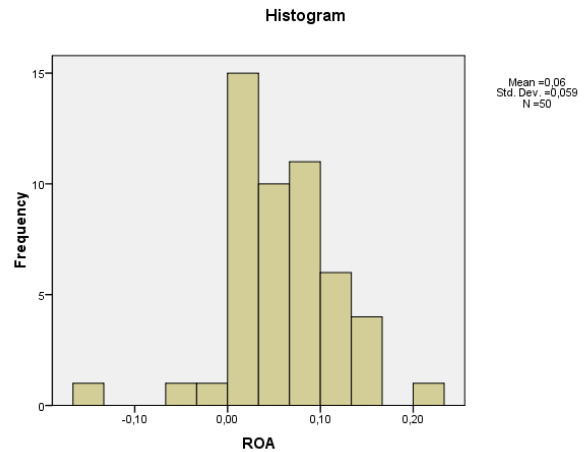


### 6. ROA

ROA Stem-and-Leaf Plot

Frequency Stem & Leaf  
 1,00 Extremes (= <-,15)  
 1,00 -0 . 5  
 1,00 -0 . 2  
 20,00 0 . 11112222222333344444  
 16,00 0 . 5555677778889999  
 9,00 1 . 012222444  
 1,00 1 . 6  
 1,00 Extremes (>=,22)

Stem width: ,10  
 Each leaf: 1 case(s)

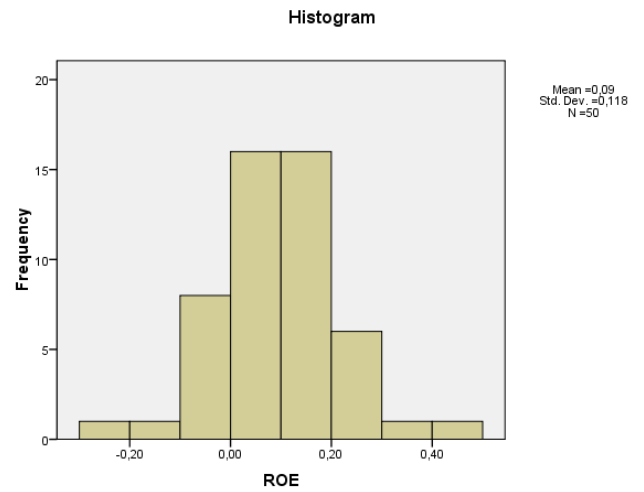


### 7. ROE

ROE Stem-and-Leaf Plot

Frequency Stem & Leaf  
 1,00 Extremes (= <-,26)  
 1,00 -1 . 3  
 4,00 -0 . 5568  
 4,00 -0 . 1122  
 7,00 0 . 1234444  
 9,00 0 . 555667799  
 12,00 1 . 001222334444  
 4,00 1 . 6679  
 2,00 2 . 04  
 4,00 2 . 5569  
 2,00 Extremes (>=,31)

Stem width: ,10  
 Each leaf: 1 case(s)

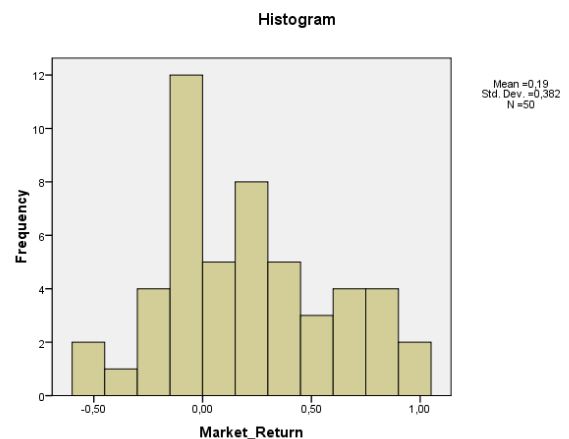


### 8. Market Return

Market\_Return Stem-and-Leaf Plot

Frequency Stem & Leaf  
 2,00 -0 . 55  
 17,00 -0 . 00000001111112233  
 19,00 0 . 0000111111222333334  
 11,00 0 . 55666677889  
 1,00 1 . 0

Stem width: 1,00  
 Each leaf: 1 case(s)

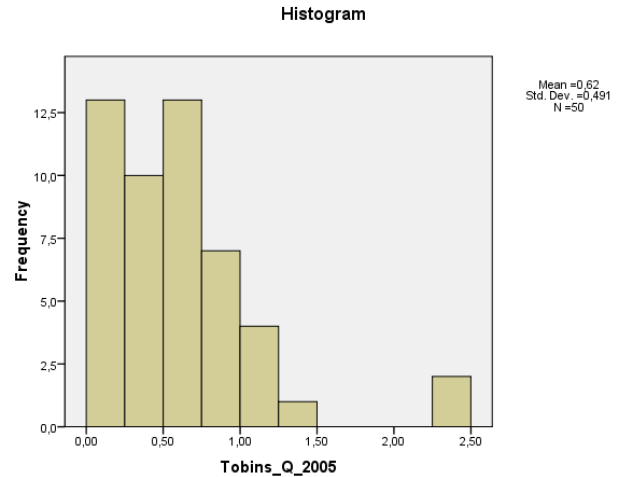


### 9. Tobin's Q 2005

Tobins\_Q\_2005 Stem-and-Leaf Plot

Frequency	Stem & Leaf
7,00	0 . 0011111
11,00	0 . 22222222233
9,00	0 . 444455555
11,00	0 . 66677777777
4,00	0 . 8899
4,00	1 . 1111
,00	1 .
1,00	1 . 4
3,00	Extremes (>=2,3)

Stem width: 1,00  
Each leaf: 1 case(s)

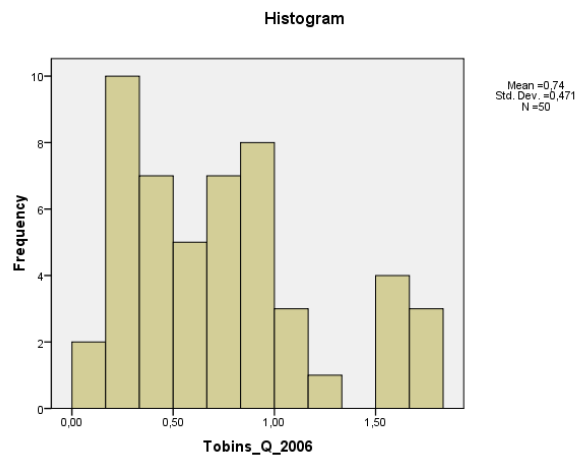


### 10. Tobin's Q 2006

Tobins\_Q\_2006 Stem-and-Leaf Plot

Frequency	Stem & Leaf
2,00	0 . 01
14,00	0 . 22222222333333
5,00	0 . 44455
9,00	0 . 666667777
9,00	0 . 888889999
4,00	1 . 0011
,00	1 .
1,00	1 . 5
4,00	1 . 6666
2,00	Extremes (>=1,8)

Stem width: 1,00  
Each leaf: 1 case(s)

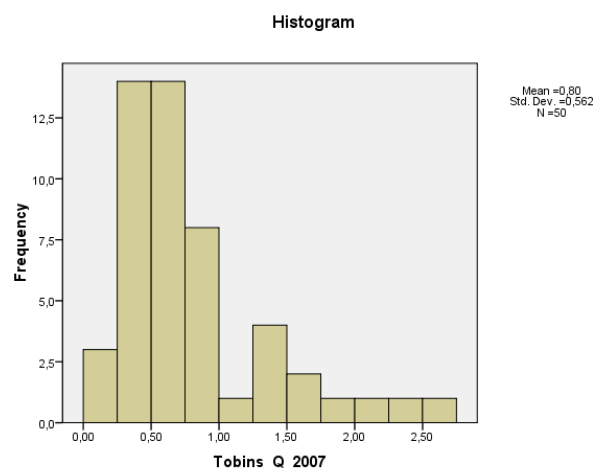


### 11. Tobin's Q 2007

Tobins\_Q\_2007 Stem-and-Leaf Plot

Frequency	Stem & Leaf
2,00	0 . 11
7,00	0 . 2223333
13,00	0 . 4444444455555
12,00	0 . 666666667777
5,00	0 . 89999
,00	1 .
5,00	1 . 22333
1,00	1 . 5
1,00	1 . 6
4,00	Extremes (>=1,9)

Stem width: 1,00  
Each leaf: 1 case(s)



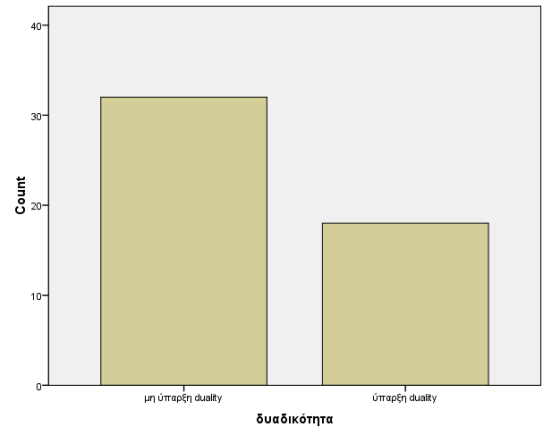


### 12. Duality

δυσαικότητα Stem-and-Leaf Plot

Frequency	Stem & Leaf
32,00	0 . 0000000000000000000000000000000000
,00	1 .
,00	2 .
,00	3 .
,00	4 .
,00	5 .
,00	6 .
,00	7 .
,00	8 .
,00	9 .
18,00	10 . 00000000000000000000

Stem width: 0  
Each leaf: 1 case(s)

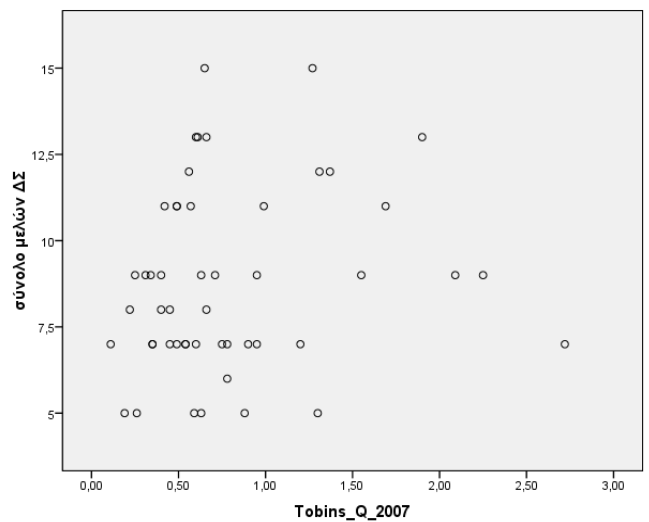
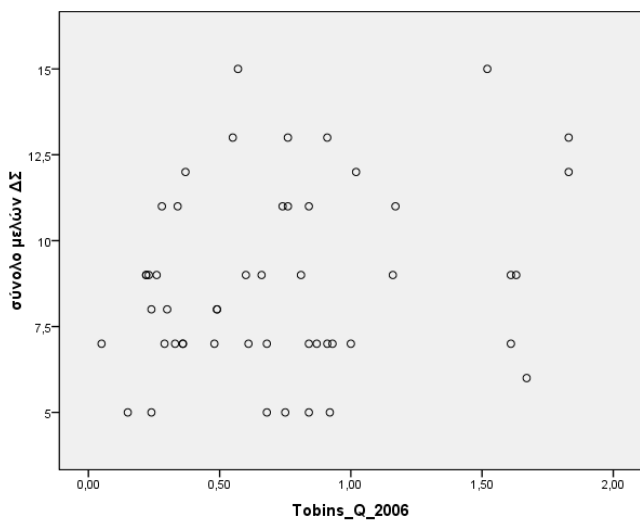
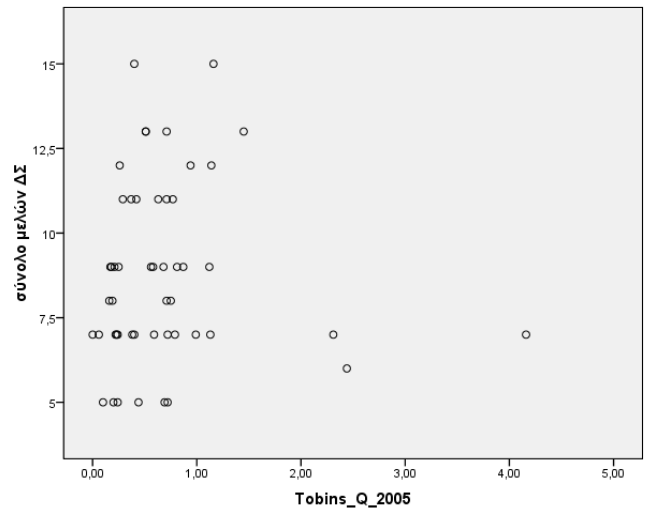
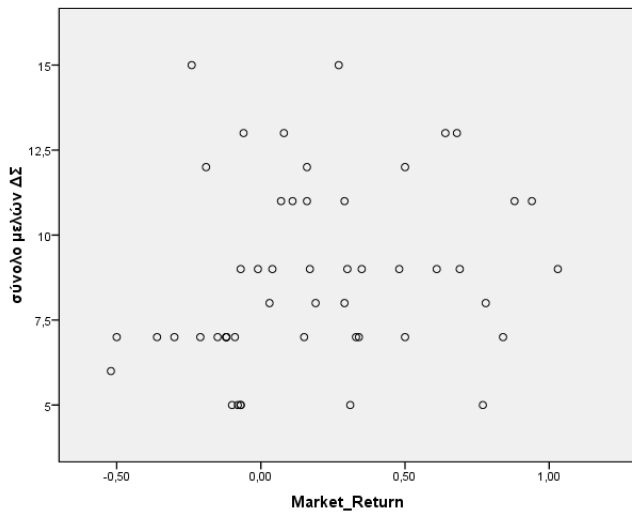
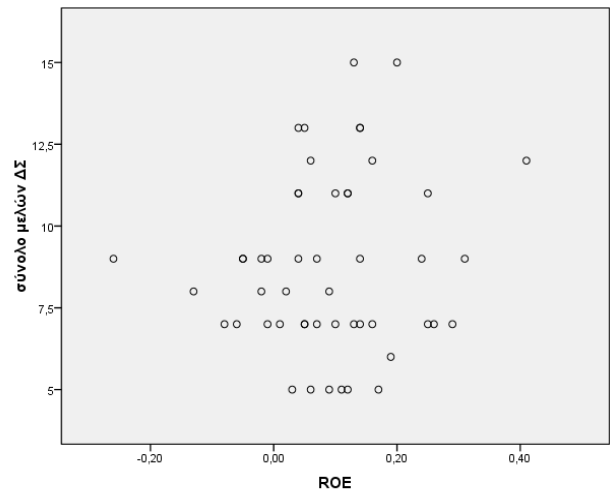
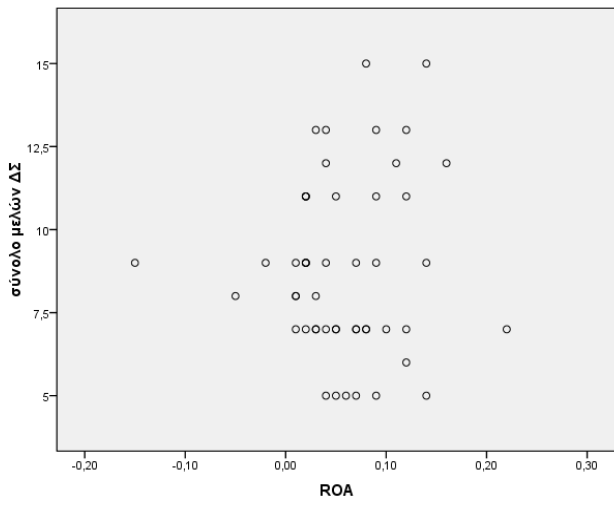


### 13. Πίνακας Διμεταβλητών συσχετίσεων

Correlations

	σύνολο μελών ΔΣ	ROA	ROE	Market_ Return	Tobin's Q 2005	Tobin's Q 2006	Tobin's Q 2007
σύνολο μελών ΔΣ	Pearson Correlation						
	Sig. (2-tailed)						
ROA	Pearson Correlation	,064					
	Sig. (2-tailed)	,658					
ROE	Pearson Correlation	,130	,853**				
	Sig. (2-tailed)	,367	,000				
Market_Return	Pearson Correlation	,212	,134	,134			
	Sig. (2-tailed)	,139	,353	,355			
Tobins_Q_2005	Pearson Correlation	-,008	,257	,204	-,262		
	Sig. (2-tailed)	,956	,071	,156	,066		
Tobins_Q_2006	Pearson Correlation	,236	,491**	,525**	-,102	,449**	
	Sig. (2-tailed)	,099	,000	,000	,481	,001	
Tobins_Q_2007		,173	,466**	,489**	,220	,310*	,839**
		,230	,001	,000	,124	,028	,000

14. Scatter Plot των διμεταβλητών συσχετίσεων



## 15. Kolmogorov – Smirnov test

## One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Εκτελεστικά Μέλη	Μη Εκτελε- στικά Μέλη	Ανεξάρτητα Μη Εκτελε- στικά Μέλη	Σύνολο Με- λών ΔΣ	Ποσο- στιαία Ανεξάρ- τητα	Διαδικότητα	ROA	ROE	Market Return	Tobin's Q 2005	Tobin's Q 2006	Tobin's Q 2007
N		50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Normal Parameters <sup>a</sup>	Mean	3,44	2,58	2,78	8,80	31,4700	,36	,0582	,0900	,1920	,6912	,7396	,8030
	Std. Deviation	1,692	2,417	1,753	2,673	12,44819	,485	,05858	,11834	,38222	,70085	,47092	,56244
Most Extreme Differences	Absolute	,183	,235	,372	,170	,172	,411	,145	,096	,105	,213	,123	,200
	Positive	,183	,235	,372	,170	,172	,411	,096	,096	,105	,213	,123	,200
	Negative	-,117	-,143	-,288	-,110	-,078	-,267	-,145	-,076	-,063	-,164	-,095	-,118
Kolmogorov-Smirnov Z		1,291	1,661	2,629	1,203	1,217	2,907	1,027	,681	,744	1,504	,870	1,417
Asymp. Sig. (2-tailed)		,071	,008	,000	,110	,103	,000	,242	,742	,638	,022	,436	,036

a. Test distribution is Normal.

## Tests of Normality

		εκτελεστικά μέλη	σύνολο μελών ΔΣ	percentage_independent	ROA	ROE	Market_Retur n	Tobins_Q_2006
Kolmogorov- Smirnov <sup>a</sup>	Statistic	,183	,170	,172	,145	,096	,105	,123
	df	50	50	50	50	50	50	50
	Sig.	,000	,001	,001	,010	,200*	,200*	,057
Shapiro-Wilk	Statistic	,924	,926	,952	,941	,982	,967	,911
	df	50	50	50	50	50	50	50
	Sig.	,003	,004	,042	,014	,630	,171	,001

a. Lilliefors Significance Correction

## One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Εκτελεστικά Μέλη	Μη Εκτελε- στικά Μέλη	Ανεξάρτητα Μη Εκτελε- στικά Μέλη	Σύνολο Με- λών ΔΣ	Ποσο- στιαία Ανεξάρ- τητα	Δυσαιτιότητα	ROA	ROE	Market Return	Tobin's Q 2005	Tobin's Q 2006	Tobin's Q 2007
N		50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Normal Parameters <sup>a</sup>	Mean	3,44	2,58	2,78	8,80	31,4700	,36	,0582	,0900	,1920	,6912	,7396	,8030
	Std. Deviation	1,692	2,417	1,753	2,673	12,44819	,485	,05858	,11834	,38222	,70085	,47092	,56244
Most Extreme Differences	Absolute	,183	,235	,372	,170	,172	,411	,145	,096	,105	,213	,123	,200
	Positive	,183	,235	,372	,170	,172	,411	,096	,096	,105	,213	,123	,200
	Negative	-,117	-,143	-,288	-,110	-,078	-,267	-,145	-,076	-,063	-,164	-,095	-,118
Kolmogorov-Smirnov Z		1,291	1,661	2,629	1,203	1,217	2,907	1,027	,681	,744	1,504	,870	1,417
Asymp. Sig. (2-tailed)		,071	,008	,000	,110	,103	,000	,242	,742	,638	,022	,436	,036

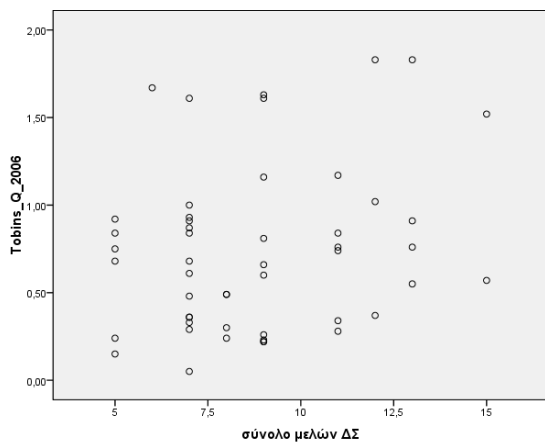
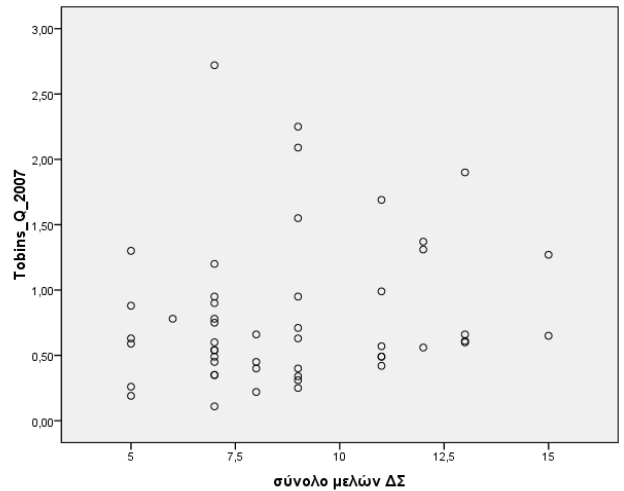
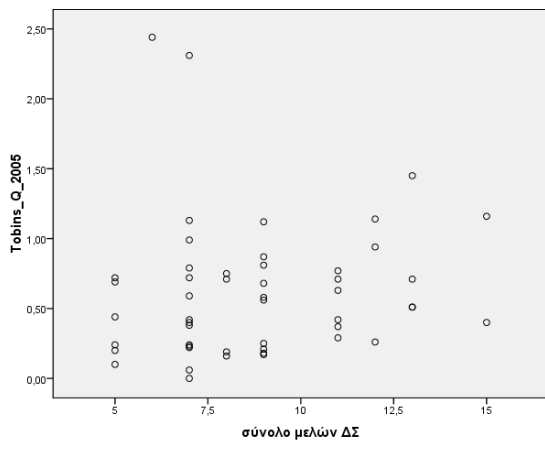
\*. This is a lower bound of the true significance.

## Paired Samples Correlations

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	σύνολο μελών ΔΣ & Tobins_Q_2005	50	,093	,520
Pair 2	σύνολο μελών ΔΣ & Tobins_Q_2006	50	,236	,099
Pair 3	σύνολο μελών ΔΣ & Tobins_Q_2007	50	,173	,230

**Paired Samples Test**

		Paired Differences							
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		t	df	Sig. (2-tailed)
					Lower	Upper			
Pair 1	σύνολο μελών ΔΣ - Tobins_Q_2005	8,18360	2,67201	,37788	7,42422	8,94298	21,657	49	,000
Pair 2	σύνολο μελών ΔΣ - Tobins_Q_2006	8,06040	2,60194	,36797	7,32094	8,79986	21,905	49	,000
Pair 3	σύνολο μελών ΔΣ - Tobins_Q_2007	7,99700	2,63439	,37256	7,24831	8,74569	21,465	49	,000



## 16. Απλή γραμμική παλινδρόμηση

### 16.1 Απλή Γραμμική Παλινδρόμηση Απόδοσης Αγοράς ως προς το Σύνολο Μελών ΔΣ

#### 16.1.1 Ελάχιστος αριθμός μελών (5 μέλη)

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
απόδοση αγοράς	,0343	,40360	7
σύνολο μελών 5-6	5,14	,378	7

Correlations			
		απόδοση αγοράς	σύνολο μελών 5-6
Pearson Correlation	απόδοση αγοράς	1,000	-,606
	σύνολο μελών 5-6	-,606	1,000
Sig. (1-tailed)	απόδοση αγοράς	.	,075
	σύνολο μελών 5-6	,075	.
N	απόδοση αγοράς	7	7
	σύνολο μελών 5-6	7	7

ANOVA <sup>b</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,358	1	,358	2,896	,150 <sup>a</sup>
	Residual	,619	5	,124		
	Total	,977	6			

a. Predictors: (Constant), σύνολο μελών 5-6

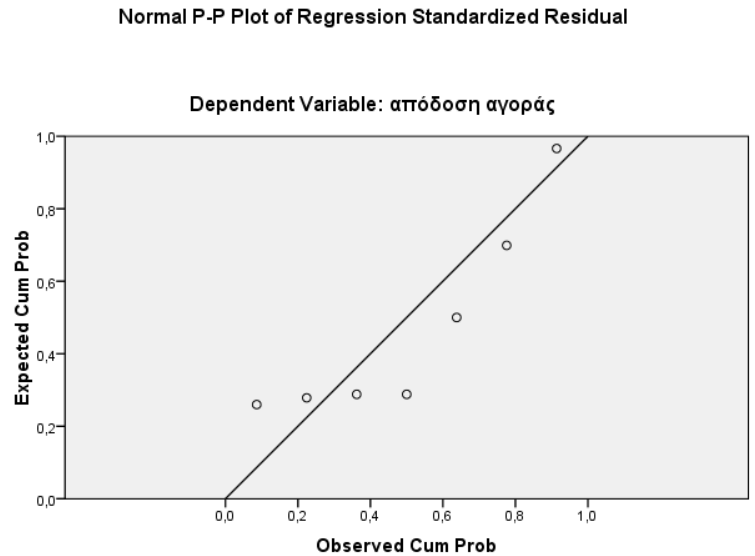
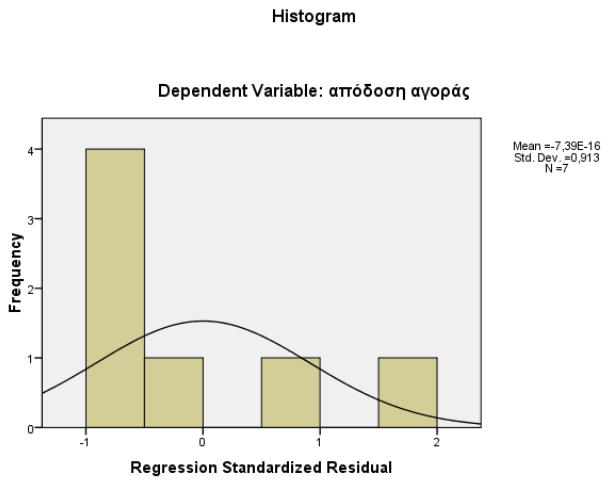
b. Dependent Variable: απόδοση αγοράς

Collinearity Diagnostics <sup>a</sup>						
Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions		
				(Constant)	σύνολο μελών 5-6	
1	1	1,998	1,000	,00	,00	
	2	,002	29,428	1,00	1,00	

a. Dependent Variable: απόδοση αγοράς

Coefficients <sup>a</sup>								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
1	(Constant)	3,360	1,959		1,715	,147		
	σύνολο μελών 5-6	-,647	,380	-,606	-1,702	,150	1,000	1,000

a. Dependent Variable: απόδοση αγοράς



16.1.2 Σύνολο μελών μεγαλύτερο από το ελάχιστο οριζόμενο του Νόμου

**Descriptive Statistics**

	Mean	Std. Deviation	N
απόδοση αγοράς	,2177	,37729	43
σύνολο μελών 7-15	9,40	2,392	43

**Correlations**

		απόδοση αγοράς	σύνολο μελών 7-15
Pearson Correlation	απόδοση αγοράς	1,000	,171
	σύνολο μελών 7-15	,171	1,000
Sig. (1-tailed)	απόδοση αγοράς	.	,137
	σύνολο μελών 7-15	,137	.
N	απόδοση αγοράς	43	43
	σύνολο μελών 7-15	43	43

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	,175	1	,175	1,234	,273 <sup>a</sup>
Residual	5,804	41	,142		
Total	5,979	42			

a. Predictors: (Constant), σύνολο μελών 7-15

b. Dependent Variable: απόδοση αγοράς

**Coefficients<sup>a</sup>**

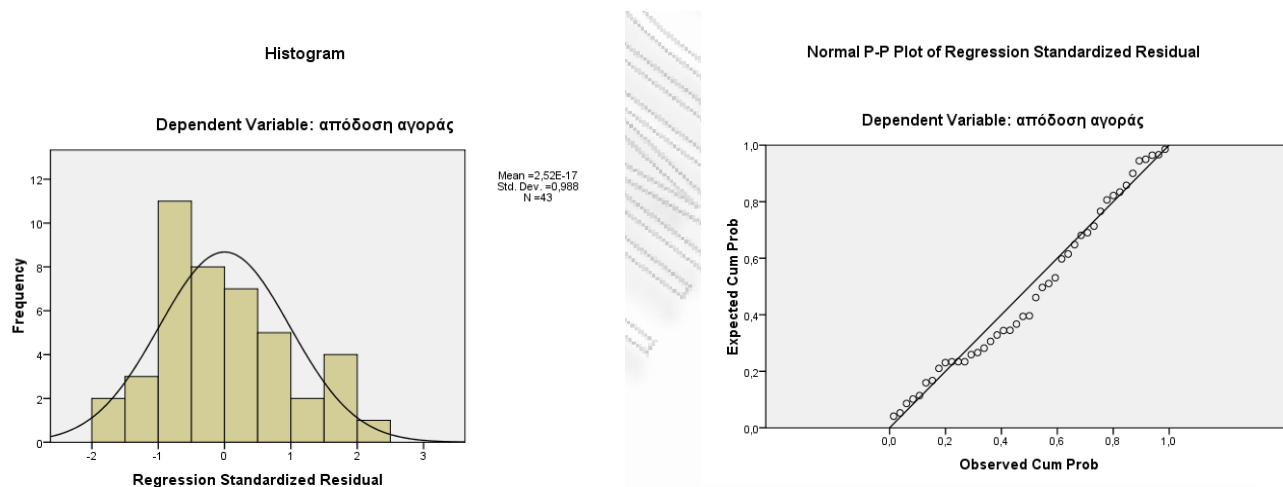
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-,036	,235		-,152	,880		
	σύνολο μελών 7-15	,027	,024	,171	1,111	,273	1,000	1,000

a. Dependent Variable: απόδοση αγοράς

**Collinearity Diagnostics<sup>a</sup>**

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions	
				(Constant)	σύνολο μελών 7-15
1	1	1,970	1,000	,02	,02
	2	,030	8,073	,98	,98

a. Dependent Variable: απόδοση αγοράς



## 16.2 Απλή Γραμμική Παλινδρόμηση για τα παραπάνω μέλη του Νόμου

### 16.2.1 Ελάχιστος αριθμός μελών (5 μέλη)

**Descriptive Statistics**

	Mean	Std. Deviation	N
απόδοση αγοράς	,0343	,40360	7
above_minimum	,1429	,37796	7



**Correlations**

		απόδοση αγοράς	άνω του ελαχίστου
Pearson Correlation	απόδοση αγοράς	1,000	-,606
	above_minimum	-,606	1,000
Sig. (1-tailed)	απόδοση αγοράς	.	,075

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,358	1	,358	2,896	,150 <sup>a</sup>
	Residual	,619	5	,124		
	Total	,977	6			

a. Predictors: (Constant), above\_minimum

b. Dependent Variable: απόδοση αγοράς

**Coefficients<sup>a</sup>**

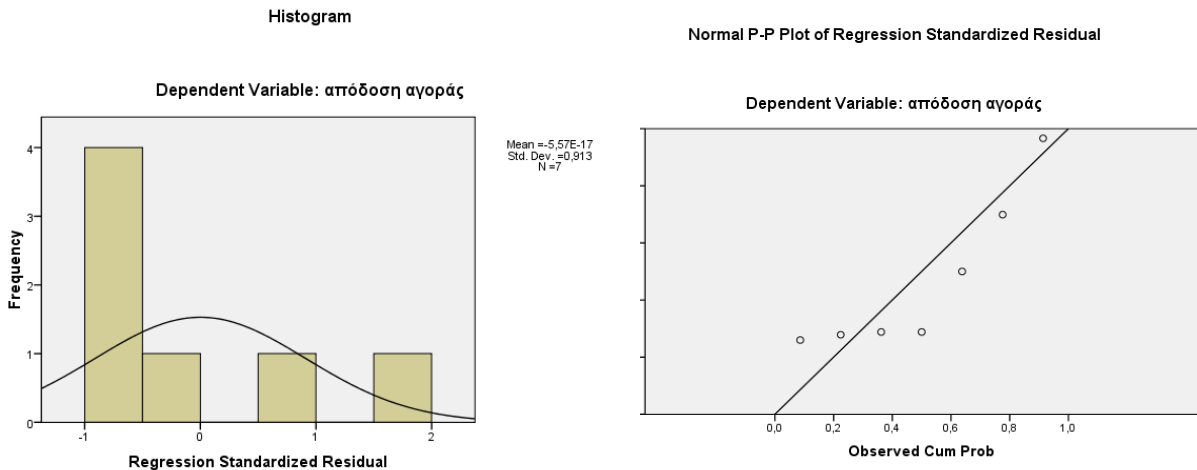
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
1	(Constant)	,127	,144		,882	,418		
	above_minimum	-,647	,380	-,606	-1,702	,150	1,000	1,000

a. Dependent Variable: απόδοση αγοράς

**Collinearity Diagnostics<sup>a</sup>**

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions	
				(Constant)	above_minimum
1	1	1,378	1,000	,31	,31
	2	,622	1,488	,69	,69

a. Dependent Variable: απόδοση αγοράς



16.2.2 Σύνολο μελών μεγαλύτερο από το ελάχιστο οριζόμενο του Νόμου

**Descriptive Statistics**

	Mean	Std. Deviation	N
απόδοση αγοράς	,2177	,37729	43
above_minimum1	4,3953	2,39185	43

**Correlations**

		απόδοση αγοράς	above_minimum1
Pearson Correlation	απόδοση αγοράς	1,000	,171
	above_minimum1	,171	1,000
Sig. (1-tailed)	απόδοση αγοράς	.	,137
	above_minimum1	,137	.
N	απόδοση αγοράς	43	43
	above_minimum1	43	43

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,175	1	,175	1,234	,273 <sup>a</sup>
	Residual	5,804	41	,142		
	Total	5,979	42			

a. Predictors: (Constant), above\_minimum1

b. Dependent Variable: απόδοση αγοράς

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,099	,121		,818	,418		
	above_minimum1	,027	,024	,171	1,111	,273	1,000	1,000

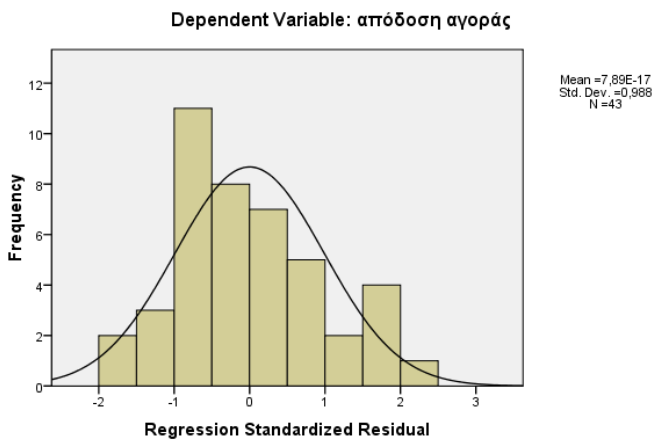
a. Dependent Variable: απόδοση αγοράς

**Collinearity Diagnostics<sup>a</sup>**

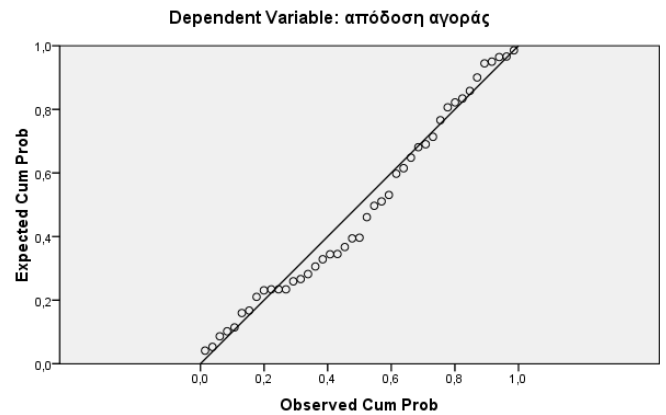
Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions	
				(Constant)	above_minimum1
1	1	1,881	1,000	,06	,06
	2	,119	3,971	,94	,94

a. Dependent Variable: απόδοση αγοράς

Histogram



Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



### 16.3 Απλή Γραμμική Παλινδρόμηση Απόδοση Αγοράς ως προς το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών ως ποσοστό επί του συνόλου

#### Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
Market_Return	,1920	,38222	50
percentage_independent	31,4700	12,44819	50

#### Correlations

		Market_Return	percentage_independent
Pearson Correlation	Market_Return	1,000	,044
	percentage_independent	,044	1,000
Sig. (1-tailed)	Market_Return	.	,381
	percentage_independent	,381	.
N	Market_Return	50	50
	percentage_independent	50	50

#### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,014	1	,014	,093	,761 <sup>a</sup>
	Residual	7,145	48	,149		
	Total	7,158	49			

a. Predictors: (Constant), percentage\_independent

b. Dependent Variable: Market\_Return

#### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
1	(Constant)	,149	,150		,999	,323		
	percentage_independent	,001	,004	,044	,305	,761	1,000	1,000

a. Dependent Variable: Market\_Return

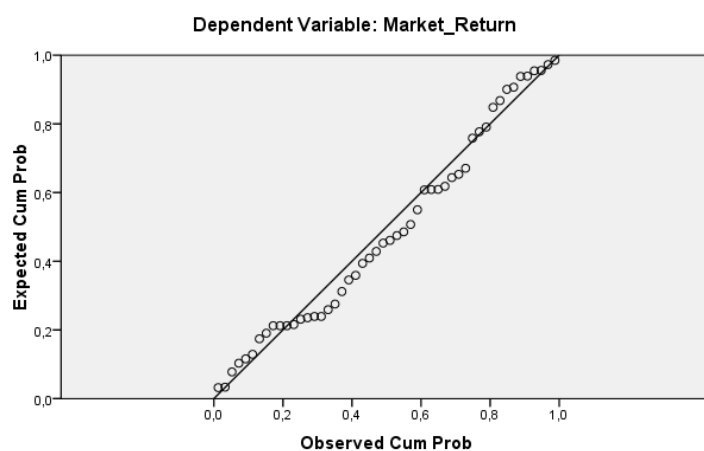
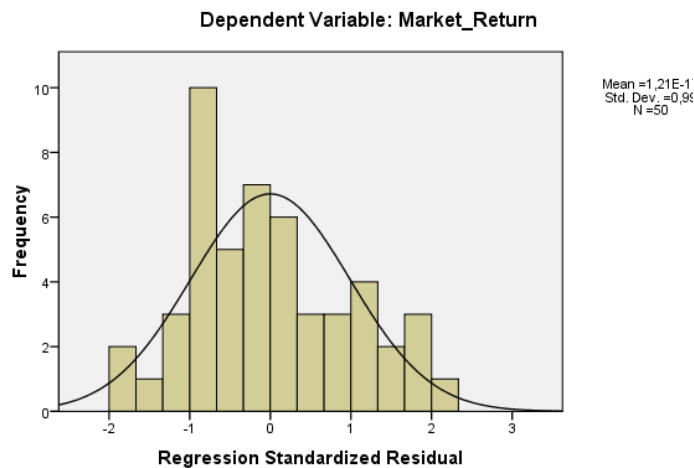
#### Collinearity Diagnostics<sup>a</sup>

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions	
				(Constant)	percentage_independent
1	1	1,931	1,000	,03	,03
	2	,069	5,296	,97	,97

a. Dependent Variable: Market\_Return

Histogram

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



### 17. Πολλαπλή Γραμμική Παλινδρόμηση

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t	
1 (Constant)	-,130	,644		-,201	,842
εκτελεστικά μέλη	,015	,032	,065	,456	,651
ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη	,038	,141	,174	,268	,790
σύνολο μελών ΔΣ	,032	,055	,221	,573	,570
percentage_indepenedent	-,004	,016	-,130	-,242	,810
δυσαισθητικότητα	,116	,112	,147	1,036	,307
ROA	,507	1,589	,078	,319	,752
ROE	,141	,798	,044	,177	,861
Tobins_Q_2005	,027	,151	,035	,179	,859
Tobins_Q_2006	-,885	,260	-1,090	-3,409	,002
Tobins_Q_2007	,706	,169	1,039	4,188	,000

a. Dependent Variable: Market\_Return