

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
(FULL TIME)



UNIVERSITY OF PIRAEUS
DEPARTMENT OF BANKING
AND FINANCIAL MANAGEMENT
(FULL TIME)

**« Η ΕΠΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΗΧΑΝΙΣΜΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ
ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΣΤΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ: ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΩΝ
ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ »**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΙΟΥΛΙΟΣ 2005

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ
(FULL TIME)

« Η ΕΠΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΗΧΑΝΙΣΜΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ
ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΣΤΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ: ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΩΝ
ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ »

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟΥ ΦΟΙΤΗΤΗ : ΟΙΚΟΝΟΜΑΚΗΣ ΓΙΑΝΝΗΣ
ΜΧΡΗ 0326

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : κ. Δ. ΚΥΡΙΑΖΗΣ

ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗ : κ. Δ. ΚΥΡΙΑΖΗΣ
κ. Ε. ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ
κ. Ν. ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Αντί Προλόγου

Η παρούσα εργασία αποτελεί το επισφράγισμα μιας επίπονης προσπάθειας που ξεκίνησε πριν από περίπου δυο χρόνια με την συμμετοχή μου στο Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών του τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής.

Αισθάνομαι την ανάγκη να ευχαριστήσω το σύνολο των καθηγητών που συνεργαστήκαμε και πραγματικά μας μετέδωσαν σημαντικά εφόδια για την επαγγελματική μας σταδιοδρομία. Ιδιαίτερα θα ήθελα να ευχαριστήσω τον κ. Δ. Κυριαζή για την άψογη συνεργασία που είχαμε καθ' όλη την διάρκεια της παρούσας εργασίας και τις πολύτιμες συμβουλές του για την ολοκλήρωση της.

Τέλος, θα ήθελα να αφιερώσω αυτήν την προσπάθεια σε όλο το οικογενειακό μου περιβάλλον, και κυρίως στους γονείς μου, που μου συμπαραστάθηκαν με κάθε τρόπο, σε όλη την διάρκεια των σπουδών μου.

Ευχαριστώ πολύ

Περιεχόμενα

1. Κεφάλαιο 1 – Εισαγωγή	1
1.1 Περί Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	1
1.2 Συμμετέχοντες στην Εταιρική Διακυβέρνηση.....	2
1.3 Η Δημιουργία και το Μέλλον του νέου πλαισίου εταιρικής πρακτικής και συμπεριφοράς.....	2
1.4 Σημασία Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	3
2. Κεφάλαιο 2 - Θεσμικό πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης	7
2.1 Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης (Codes for Best Practice).....	7
2.2 Επαγγελματική Διοίκηση και Εταιρική Διακυβέρνηση.....	8
2.3 α) Κώδικες και Νομοθετικά έργα στην Ευρώπη και τις ΗΠΑ.....	10
β) Ο Νόμος Sarbanes – Oxley.....	18
γ) Κώδικες και Νομοθετικά έργα στην Ελλάδα.....	28
2.4 Ομοιότητες και Διαφορές μεταξύ των συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	36
3. Κεφάλαιο 3 - Επισκόπηση Εμπειρικών Μελετών	39
3.1 Επισκόπηση Παγκόσμιας Βιβλιογραφίας.....	39
3.2 Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελληνική Αγορά.....	54
3.3 Συνοπτικός Πίνακας Εμπειρικών Μελετών.....	56
4. Κεφάλαιο 4 – Δεδομένα και Μεθοδολογία	60
4.1 Δεδομένα.....	60
4.2 Ανάπτυξη Υποθέσεων.....	60

« Η επίπτωση της εισαγωγής μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης στις μετοχικές αποδόσεις των επιχειρήσεων: εφαρμογή στην περίπτωση των Ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων »

4.3	Μεθοδολογία.....	63
5.	Κεφάλαιο 5 – Εμπειρικά Αποτελέσματα.....	70
5.1	Γενικά Στατιστικά Στοιχεία Έρευνας.....	70
5.2	Μεγέθη Αγοράς – Variables.....	76
5.3	Univariate Analysis.....	78
	a) Εταιρική Διακυβέρνηση και Αποδοτικότητα Επιχείρησης.....	79
	b) Εταιρική Διακυβέρνηση και Αγοραία Αξία Επιχείρησης.....	80
	c) Εταιρική Διακυβέρνηση και Μερισματική Απόδοση	81
	d) Σχέση Εταιρικής Διακυβέρνησης και δείκτη P/E.....	82
	e) Εταιρική Διακυβέρνηση και Μετοχικές Αποδόσεις.....	82
	f) Στατιστικοί Έλεγχοι Μέσων.....	83
5.4	Multivariate Analysis.....	85
6.	Κεφάλαιο 6 - Συμπεράσματα.....	97
7.	Βιβλιογραφία	102
8.	Παράρτημα.....	105

Κεφάλαιο 1

«Εισαγωγή»

1.1 Περί Εταιρικής Διακυβέρνησης

Σε ένα σύγχρονο, συνεχώς μεταβαλλόμενο οικονομικό περιβάλλον, όπως αυτό που ζούμε σήμερα, οι επιχειρήσεις καλούνται να υπηρετήσουν τις νέες απαιτήσεις της αγοράς, αν θέλουν να ανταποκριθούν με επιτυχία στον αυξανόμενο ανταγωνισμό. Η μονόπλευρη αντιμετώπιση της επιχείρησης, ως μια οντότητα με ένα σχετικά σταθερό εισόδημα, που η λειτουργία και απόδοση της αφορά μόνο τους ιδιοκτήτες και τους εργαζομένους, έχει πλέον ξεπεραστεί.

Η διαπραγμάτευση των επιχειρήσεων στις χρηματαγορές δημιούργησε μια νέα προοπτική: όλοι μπορούν να θεωρούνται δυνητικοί ιδιοκτήτες μιας επιχείρησης, υπό την ευρύτερη έννοια του όρου, άρα ένα διευρυμένο σύνολο ανθρώπων αποβλέπει σε ένα κοινό στόχο: την κερδοφορία της επιχείρησης. Ενδεχομένως, να υπάρξουν αντικρουόμενα συμφέροντα μεταξύ ιδιοκτητών, διαχειριστών (managers), δανειστών, εργαζομένων και για αυτό κρίνεται αναγκαία η λήψη κατάλληλων μέτρων για να εξασφαλισθεί η εύρυθμη λειτουργία της επιχείρησης και η ορθολογική αντιμετώπιση του κάθε εμπλεκόμενου στην οντότητα αυτή.

Η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί το νέο πλαίσιο εταιρικής πρακτικής και συμπεριφοράς με στόχο την δημιουργία κλίματος εμπιστοσύνης μεταξύ των επιχειρήσεων και των επενδυτών (όποια μορφή αυτοί μπορούν να πάρουν, π.χ. μέτοχοι, δανειστές, ιδιοκτήτες). Ο συγκεκριμένος όρος δεν αποτελεί μια αφηρημένη έννοια, αλλά μια συγκεκριμένη δομή και ένα καθορισμένο σύνολο σχέσεων (*Cadbury Committee (1992)*, *OECD (1999)*).

Συγκεκριμένα, η εταιρική διακυβέρνηση ορίζεται ως το “σύνολο των κανόνων με τους οποίους μία επιχείρηση διοικείται και ελέγχεται με σκοπό τη μεγιστοποίηση της κερδοφορίας και της μακροχρόνιας αξίας της επένδυσης όλων των ομάδων ενδιαφερομένων (stakeholders)” (*Shleifer and Vishny, (1997)*). Κατά συνέπεια δεν περιορίζεται μόνο στους μετόχους, αλλά περιλαμβάνει την κοινωνία ολόκληρη, δίνοντας βάση στην κατανομή των αρμοδιοτήτων και ευθυνών μεταξύ των παραπάνω ομάδων.

1.2 Συμμετέχοντες στην Εταιρική Διακυβέρνηση

Η δομή του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης καθορίζει την κατανομή των δικαιωμάτων και των ευθυνών μεταξύ των διαφόρων που συμμετέχουν στην λειτουργία της επιχείρησης και αποσαφηνίζει τους κανόνες και τις διαδικασίες για την λήψη αποφάσεων σχετικά με εταιρικά ζητήματα.

Πιο συγκεκριμένα η παραπάνω δομή αφορά πρωταρχικά τέσσερις μεγάλες ομάδες συμμετεχόντων:

1. τους μετόχους,
2. το Διοικητικό Συμβούλιο,
3. την διοίκηση (management)
4. τους υπόλοιπους ενδιαφερόμενους (εργαζόμενους, πιστωτές, προμηθευτές, κράτος).

1.3 Η Δημιουργία και το Μέλλον του νέου πλαισίου εταιρικής πρακτικής και συμπεριφοράς

Πρωταρχικά, η διαδικασία για αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση ξεκίνησε στις ΗΠΑ, στις δεκαετίες του '70 και του '80. Στην Ευρώπη έγινε βασικό θέμα συζητήσεων την δεκαετία του '90, ύστερα από την σύσταση της επιτροπής Cadbury στο Ηνωμένο Βασίλειο που είχε ως αποτέλεσμα την πρώτη επίσημη σύνταξη ενός κώδικα συμπεριφοράς των επιχειρήσεων. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, κύρια αιτία για την δημιουργία ενός τέτοιου πλαισίου εταιρικής πρακτικής και συμπεριφοράς αποτέλεσε ο αυξημένος ανταγωνισμός μεταξύ των επιχειρήσεων και η ολοένα και μεγαλύτερη δυσκολία ανεύρεσης κεφαλαίων. Ιδιαίτερα, την τελευταία δεκαετία παρατηρείται μια δυσχέρεια των επιχειρήσεων στην άντληση των αναγκαίων πόρων για την ανάπτυξη τους με συνέπεια δυσμενή οικονομικά γεγονότα (χρηματιστηριακές «φούσκες», σκάνδαλα Enron, WorldCom, Parmalat, κλπ.) που κλονίζουν ακόμα περισσότερο το επενδυτικό κοινό.

Αν και κανείς θα περίμενε οι ίδιες οι επιχειρήσεις να προβούν στην δημιουργία αυτού του νέου πλαισίου για να βοηθήσουν τον εαυτό τους, η πρωτοβουλία προήλθε (αρχικά) από τις κυβερνήσεις, με αποκορύφωμα το νόμο

Sarbanes-Oxley στις ΗΠΑ. Μπορεί οι περιοριστικές διατάξεις να δημιουργούν κατ' αρχήν αυστηρότερο πλαίσιο λειτουργίας αλλά έμμεσα ενθαρρύνουν την επενδυτική δραστηριότητα.

Η προσαρμογή των επιχειρήσεων στις κατευθύνσεις που επιβάλλει η εταιρική διακυβέρνηση είναι αναπόφευκτη εξέλιξη, όσο κι αν οι περιορισμοί αυτοί επιφέρουν κάποιο κόστος. Το ιστορικό παράδειγμα της βιομηχανίας που κατάφερε να ενσωματώσει στην καθημερινή της λειτουργία τις απαιτήσεις για αυξημένη ποιότητα, παρά το ότι αρχικώς αντιμετωπίστηκαν σαν πρόσθετο κόστος, μας δίνει ίσως την πειστικότερη απάντηση για το μέλλον των επιχειρήσεων. Το νέο τοπίο ορίζει δυο βασικούς κανόνες που σχετίζονται με το πώς λειτουργούν οι επιχειρήσεις και με το πώς μετρούν τα μεγέθη τους, δηλ. ορίζει αφενός τους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης και αφετέρου τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα. Και τα δυο είναι μαθηματικά βέβαιο ότι δεν μπορούν να τα αποφύγουν οι ζώσες οικονομικές οντότητες της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας.

1.4 Σημασία Εταιρικής Διακυβέρνησης

Πρόσφατα, η εταιρική διακυβέρνηση φαίνεται πως έχει τύχει ιδιαίτερης προσοχής, καθώς θεωρείται το αποτέλεσμα πολλών αποτυχιών και κρίσεων που αποδόθηκαν σε ανικανότητα των στελεχών, απάτες ή καταχρήσεις. Οι εταιρικές αυτές αποτυχίες επηρέασαν όχι μόνο τα άτομα που συνδέονταν άμεσα με τις εταιρείες (π.χ. μέτοχοι, στελέχη) αλλά και εκείνους που εξαρτώνται από την ύπαρξή τους, όπως εργαζόμενους, πελάτες, προμηθευτές και λοιπές ομάδες ενδιαφερομένων. Έτσι, το κύριο αντικείμενο των ακαδημαϊκών ερευνών (κι αυτό που ουσιαστικά απασχολεί τις επιχειρήσεις) στράφηκε στο πώς μπορεί η εταιρική διακυβέρνηση να λειτουργήσει προς όφελος των επιχειρήσεων, πέρα από το ότι προσθέτει διαφάνεια και εμπιστοσύνη στις σχέσεις των εμπλεκόμενων μερών. Κατά κοινή εκτίμηση με την εφαρμογή των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης ξεκινάει μια εποχή μεγαλύτερης θωράκισης, αποτελεσματικότερου ελέγχου και διαφάνειας. Από εκεί και πέρα τα θετικά στοιχεία αυτής της προσπάθειας, εξετάζοντας τα σε ένα γενικό πλαίσιο, μπορούν να συνοψιστούν ως εξής:

i. μεγαλύτερη εμπιστοσύνη των κεφαλαιαγορών και του ευρύτερου επενδυτικού κοινού προς την επιχείρηση, οδηγεί σε υψηλότερες αποτιμήσεις

εταιρικής αξίας, ευκολότερη άντληση κεφαλαίων και χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου,

ii. αυξημένη αίσθηση ασφάλειας στα μέλη των διοικητικών συμβουλίων και στα διευθυντικά στελέχη που διευκολύνει την λήψη αποφάσεων,

iii. αυξημένη αξιοπιστία απέναντι στους πελάτες και τους προμηθευτές που οδηγεί σε καλύτερες συμφωνίες.

Πέραν αυτών, η σπουδαιότητα και τα οφέλη από την ύπαρξη ενός καλού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης ενισχύεται και από την ύπαρξη των ακόλουθων παραγόντων:

• *Διεθνές άνοιγμα αγορών* : Η παγκοσμιοποίηση ωθεί αρκετές επιχειρήσεις να στραφούν σε διεθνείς χρηματαγορές αντιμετωπίζοντας έτσι μεγαλύτερο ανταγωνισμό. Παράλληλα, η ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί πλέον το κριτήριο για επενδύσεις και δανεισμό. Η εταιρική διακυβέρνηση λαμβάνεται υπόψη και από τους θεσμικούς επενδυτές στην απόφαση των επενδύσεων που αναλαμβάνουν (χρηματοδότηση, ιδιοκτησία). Επιπλέον, οι διεθνείς επενδυτές είναι πεπεισμένοι ότι η κατάλληλη δομή διακυβέρνησης μειώνει τον κίνδυνο και βελτιώνει την απόδοση, ενώ η συμμετοχή των μετόχων παρακινεί τα Διοικητικά Συμβούλια για την εστίαση σε μακροχρόνια αποτελέσματα. Οι εταιρείες που έχουν καλή εταιρική διακυβέρνηση αποκτούν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στην προσέλκυση κεφαλαίων έναντι εκείνων των οποίων οι διοικητικές πρακτικές αποθαρρύνουν τη συμμετοχή των μετόχων.

• *Εταιρική Διακυβέρνηση και Οικονομική ανάπτυξη* : Καλή εταιρική διακυβέρνηση σημαίνει μεγαλύτερη απόδοση και υψηλότερο επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης. Η δραστήρια και ενεργητική διοίκηση ωθεί τις εταιρείες σε νέες αγορές, στην παροχή νέων και φθηνότερων προϊόντων στους πελάτες και στην ταχύτερη ανταπόκριση σε εξωτερικές πιέσεις.

• *Ενίσχυση των ιδιωτικοποιήσεων*

• Η υιοθέτηση προτύπων διαφάνειας στις σχέσεις με τους επενδυτές και τους πιστωτές συμβάλλει στην αποσόβηση συστηματικών κρίσεων.

Το σύνολο των επιχειρήσεων πλέον έχουν συνειδητοποιήσει ότι η εταιρική διακυβέρνηση είναι θέμα ζωτικής σημασίας, άρρηκτα συνδεδεμένο με την επιβίωση τους και την επιχειρηματική τους επιτυχία.

Στην παγκόσμια βιβλιογραφία υπάρχουν αρκετές μελέτες που αναδεικνύουν την σχέση εταιρικής διακυβέρνησης και καλύτερης επιχειρηματικής λειτουργίας, επιβεβαιώνοντας με εμπειρικά στοιχεία μια θετική σχέση μεταξύ μεγαλύτερης αξίας της επιχείρησης και καλύτερης προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων (κάτι το οποίο είναι πρώτιστο μέλημα των νέων κανόνων εταιρικής συμπεριφοράς), καλύτερης ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης και υψηλότερων ποσοστών ανάπτυξης των εργασιών τους καθώς και μικρότερο κόστος κεφαλαίου.

Σε ιδιαίτερα ανεπτυγμένες χώρες, μάλιστα, όπως η Γερμανία και οι ΗΠΑ, έρευνες έχουν καταδείξει ότι η υιοθέτηση μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης από τις επιχειρήσεις είναι ένας κρίσιμος παράγοντας για τους επενδυτές, οι οποίοι «επιβραβεύουν» και επιζητούν τέτοιου είδους πρωτοβουλίες.

Η επισκόπηση της βιβλιογραφίας αποκαλύπτει την απουσία εμπειρικής έρευνας των χαρακτηριστικών εταιρικής διακυβέρνησης των επιχειρήσεων της ελληνικής αγοράς και της σύνδεσης των στοιχείων αυτών με την μετοχική τους απόδοση. Η συγκεκριμένη διαπίστωση αποτέλεσε το έναυσμα για την πραγματοποίηση της συγκεκριμένης μελέτης που εξετάζει το κατά πόσο η υιοθέτηση μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης βρίσκει απήχηση στο επενδυτικό κοινό, εξετάζοντας τυχόν διαφορές στις μετοχικές αποδόσεις εταιρειών με διαφορετική ποιότητα μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης.

Η θεωρητική προσέγγιση των προηγούμενων παραγράφων ανέδειξε τα χαρακτηριστικά των κατηγοριών ιδιοκτησιακής δομής (επιχειρήσεις οικογενειακές, εισηγμένες, θυγατρικές πολυεθνικών, κρατικές) σε σχέση με τα στοιχεία καλής εταιρικής διακυβέρνησης. Τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας καλούνται να συσχετίσουν τις παραπάνω κατηγορίες ιδιοκτησιακής δομής και γενικότερα των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης των επιχειρήσεων με την οικονομική απόδοση αυτών. Τελικό στόχο αποτελεί συνεπώς η ανίχνευση της σχέσης μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και οικονομικής απόδοσης των επιχειρήσεων της ελληνικής αγοράς.

Η διάρθρωση της συγκεκριμένης έρευνας έχει ως εξής : Το παρόν πρώτο κεφάλαιο αποτελεί μια εισαγωγή στην έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης. Στο δεύτερο κεφάλαιο το κύριο αντικείμενο ενδιαφέροντος είναι τα νομοθετικά έργα, σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση, που ισχύουν στην Ευρώπη, την Αγγλία, τις ΗΠΑ και την Ελλάδα, ενώ παράλληλα παρουσιάζονται οι διαφορές μεταξύ των πλαισίων εφαρμογής στις παραπάνω χώρες καθώς και τα διαφορετικά μοντέλα εταιρικής διακυβέρνησης που έχουν παρατηρηθεί. Το τρίτο κεφάλαιο, αποτελεί μια

επισκόπηση της παγκόσμιας βιβλιογραφίας αναφορικά με θέματα εταιρικής διακυβέρνησης. Το τέταρτο κεφάλαιο περιλαμβάνει την περιγραφή του δείγματος και την μεθοδολογία που ακολουθήθηκε στην συγκεκριμένη έρευνα για την ελληνική αγορά. Περιγράφεται η συλλογή του δείγματος, η κατασκευή του ερωτηματολογίου, η κατασκευή του δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης, η αξιολόγηση των εταιρειών βάση αυτού, η κατασκευή δυο χαρτοφυλακίων, ενός με εταιρείες που εφαρμόζουν μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης υψηλής ποιότητας και ενός με εταιρείες που εφαρμόζουν μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης χαμηλότερης ποιότητας, η επιλογή των προς εξέταση ανεξάρτητων μεταβλητών που παράλληλα αποτελούν και δείκτες των εταιρειών και κατά συνέπεια των δυο χαρτοφυλακίων. Στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της έρευνας, επεξηγούνται οι μεταβλητές που επιλέξαμε καθώς και οι λόγοι για τους οποίους επιλέχθηκαν. Επιπρόσθετα, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της univariate analysis και η ανάλυση μας ολοκληρώνεται με την multivariate analysis, προς ενίσχυση και επιβεβαίωση των συμπερασμάτων στα οποία καταλήξαμε μέσω της univariate analysis. Τέλος στο έκτο κεφάλαιο συνοψίζουμε τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξε η παρούσα έρευνα.

Κεφάλαιο 2

«Θεσμικό πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης»

Η εφαρμογή των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης δημιουργεί ένα διαφορετικό εν πολλοίς περιβάλλον γύρω από κρίσιμα θέματα που ταλαιπώρησαν στο πρόσφατο παρελθόν επενδύτες και μετόχους.

2.1 Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης (Codes for Best Practice)

Το ερώτημα που τίθεται ολοένα και συχνότερα αφορά στον τρόπο επίτευξης καλής εταιρικής διακυβέρνηση από τις επιχειρήσεις. Η απάντηση βρίσκεται στη δημιουργία κανόνων (codes) που ορίζουν τη σύνθεση και το ρόλο του Διοικητικού Συμβουλίου, τις σχέσεις της ανώτατης διοίκησης με τους μετόχους, τον έλεγχο και την αποκάλυψη των πληροφοριών, καθώς επίσης την επιλογή, αμοιβή και απομάκρυνση των διοικητικών στελεχών.

Οι συγκεκριμένοι κανόνες είναι ιδιαίτερα χρήσιμοι στην περίπτωση όπου το δίκαιο της χώρας δεν επαρκεί για να εξασφαλίσει την προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων. Χώρες, όπως το Ηνωμένο Βασίλειο, που βασίζονται στο εθιμικό δίκαιο (common law), προσφέρουν καλύτερη προστασία στους μετόχους εν αντιθέσει προς τις χώρες όπου το αστικό δίκαιο (civil law) επικρατεί, όπως η Γερμανία, η Γαλλία και οι σκανδιναβικές χώρες.

Τα όργανα θέσπισης των εν λόγω κανόνων ποικίλουν ανά χώρα. Έτσι, στις χώρες του εθιμικού δικαίου οι κώδικες καλής διακυβέρνησης αναπτύχθηκαν αρκετά νωρίς από τα κατά τόπους χρηματιστήρια. Στις υπόλοιπες χώρες η κυβέρνηση είναι εκείνη που εισάγει τον πρώτο κώδικα. Στην Ελλάδα το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς) και πρόσφατα η κυβέρνηση, μέσω Προεδρικού Διατάγματος, ανέλαβαν να θεσπίσουν επίσημο κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης.

Οι κανόνες της εταιρικής διακυβέρνησης δεν είναι εντελώς αναγκαστικοί ούτε όμως και εθελοντικοί στη φύση τους αλλά ένα μίγμα των δύο. Η επιβολή τους από θεσμοθετημένα όργανα και φορείς ενισχύει τον πρώτο παράγοντα, ενώ η επιδίωξη για επιβίωση της επιχείρησης (καλές σχέσεις με τις ομάδες ενδιαφερομένων και απόδοση) κάνει την υιοθέτησή τους εγγενώς επιτακτική.

Επίσημοι διεθνείς οργανισμοί (Παγκόσμια Τράπεζα, Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης-ΟΟΣΑ) έχουν θεσπίσει συγκεκριμένες οδηγίες (guidelines) εταιρικής διακυβέρνησης. Οι περισσότερες χώρες (συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας) που υιοθετούν κανόνες καλής εταιρικής διακυβέρνησης ακολουθούν λίγο ή πολύ τις οδηγίες των παραπάνω οργανισμών και ιδιαίτερα του ΟΟΣΑ.

2.2 Επαγγελματική Διοίκηση και Εταιρική Διακυβέρνηση

Μια διαφορετική παράμετρος, πέραν των παραπάνω γενικών που παρουσιάστηκαν, η οποία επηρεάζει καθοριστικά τις εσωτερικές διαδικασίες των επιχειρήσεων και κατ' επέκταση την διακυβέρνηση τους είναι το ιδιοκτησιακό τους καθεστώς.

Η σχέση ανάμεσα στην επαγγελματική διοίκηση μιας επιχείρησης και της ικανότητας της να επιβιώνει και να διευρύνει την παρουσία της στην αγορά έχει απασχολήσει την ακαδημαϊκή έρευνα και την επιχειρηματική κοινότητα. Κατά τους *Fama & Jensen (1983)*, έλεγχος σε μια επιχείρηση είναι η «επικύρωση» (ratification) μιας πρότασης και η «παρακολούθηση» της (monitoring) της πορείας υλοποίησης της. Σε αυτό λοιπόν το πλαίσιο, έλεγχος είναι η συμμετοχή στη διαδικασία λήψης αποφάσεων και όχι απαραίτητα η καθημερινή εμπλοκή στα θέματα μιας επιχείρησης.

Γενικά, η παρουσία επαγγελματικής διοίκησης είναι συσχετισμένη με στοιχεία ισχυρότερης εταιρικής διακυβέρνησης. Η εταιρική διακυβέρνηση, συνίσταται στην λειτουργία των επιχειρήσεων με βάση εσωτερικούς κανόνες.

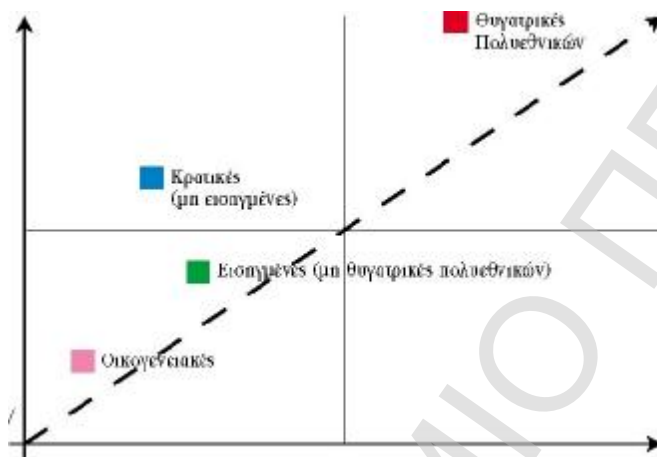
Η κρίσιμη υπόθεση είναι αν οι εταιρείες που εμφανίζουν χαρακτηριστικά ισχυρότερης εταιρικής διακυβέρνησης έχουν και μεγαλύτερη πιθανότητα ανέλιξης στην επιχειρηματική κορυφή.

Στο παρακάτω διάγραμμα¹, παρουσιάζονται ομαδοποιημένες οι επιχειρήσεις ανάλογα με το ιδιοκτησιακό καθεστώς. Στον οριζόντιο άξονα έχουμε το «εύρος κάλυψης κανόνων» (το οποίο αυξάνεται προς τα δεξιά), και στον κάθετο άξονα έχουμε την «φύση των κανόνων» (προφορικοί/ παράδοση στο κάτω μέρος και γραπτοί/ θεσμικοί, πιο αυστηροί προς τα πάνω). Έτσι παρατηρείται ότι οι

¹ Τα στοιχεία αφορούν την Ελλάδα για την περίοδο 1945-2000 και προκύπτουν από έρευνα της ΚΑΝΤΟΡ Σύμβουλοι Επιχειρήσεων

πολυεθνικές και οι θυγατρικές τους είναι αυτές που διοικούνται βάση αυστηρότερων κανόνων, δηλαδή υιοθετούν μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης υψηλής ποιότητας ενώ στο αντίθετο άκρο βρίσκονται οι παραδοσιακές οικογενειακές επιχειρήσεις.

Διάγραμμα 2.1



Πηγή : KANTOR Σύμβουλοι Επιχειρήσεων

Σύμφωνα επίσης με στατιστικά στοιχεία και έρευνες, εταιρείες με ισχυρότερο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης είναι πιθανότερο να ανταποκριθούν στον ανταγωνισμό και να επιβιώσουν διαχρονικά.

----- Διάγραμμα 2.2 (Παράρτημα) -----

Η εταιρική διακυβέρνηση έχει τα θεμέλια της εν μέρει στο εταιρικό δίκαιο, που ορίζει τις εσωτερικές σχέσεις ανάμεσα στους διαφόρους συμμετέχοντες σε μια εταιρεία, και εν μέρει στους ευρύτερους νόμους και πρακτικές αλλά και στις δομές της αγοράς που λειτουργούν σε διαφορετικές χώρες.

Μια κανονιστική έξαρση στα τέλη της προηγούμενης δεκαετίας, με κύριο πρωταγωνιστή τον ΟΟΣΑ αλλά και τις ανεπτυγμένες διεθνείς κεφαλαιαγορές και χρηματιστήρια, απέφερε μια σειρά κανόνων που διέπουν τις σχέσεις μεταξύ μετόχων, διοικητικού συμβουλίου, διευθύνοντος συμβούλου και ελεγχόντων σε μια εισηγμένη επιχείρηση. Η δημιουργία, όμως, ενός νομικού πλαισίου που αφορά καθαρά τους

μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης είχε ξεκινήσει αρκετά χρόνια πριν στο Ηνωμένο Βασίλειο και τις ΗΠΑ.

Μόλις στις δεκαετίες του '70 και του '80 συναντούμε τις πρώτες κανονιστικές προσπάθειες στις ΗΠΑ για αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση. Στην Ευρώπη οι συζητήσεις περί εταιρικής διακυβέρνησης γίνονται ιδιαίτερα διαδεδομένες μετά την σύσταση της επιτροπής Cadbury, ενώ στην Ελλάδα μόλις το 1999 έχουμε την διαμόρφωση και δημοσιοποίηση του πρώτου κανόνα περί εταιρικής διακυβέρνησης από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

2.3 Κώδικες και Νομοθετικά Έργα

α) Κώδικες και Νομοθετικά έργα στην Ευρώπη και τις ΗΠΑ

Σε αντίθεση με την Ελλάδα, το θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης απασχόλησε πολύ νωρίτερα τις ανεπτυγμένες χώρες και τις ώριμες χρηματιστηριακές αγορές, όπως αυτές της Αγγλίας, των ΗΠΑ και άλλων ευρωπαϊκών χωρών (Γερμανία, Βέλγιο), κυρίως λόγω των αυξανόμενων οικονομικών σκανδάλων που παρατηρούνταν.

Πρωτεργάτης σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης θεωρείται το Ηνωμένο Βασίλειο, ενώ αναμφισβήτητα το πλέον αμφιλεγόμενο νομοθετικό έργο αυτή την στιγμή είναι ο νόμος Sarbanes – Oxley, στις ΗΠΑ.

Στην Ευρώπη, οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης άρχισαν να γίνονται καίριο θέμα συζητήσεων στον επιχειρηματικό χώρο στις αρχές της δεκαετίας του '90, ενώ έως τότε μόνο κάποιες προτάσεις επί των διοικητικών μηχανισμών των εισηγμένων εταιρειών υπήρχαν.

Την δεκαετία του '80 η επιχειρηματική αγορά της Αγγλίας γνωρίζει αρκετά οικονομικά σκάνδαλα εταιρειών που κατά βάση οφείλονταν σε κατάχρηση εξουσιών από τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη, με αποτέλεσμα να έχει κλονιστεί σοβαρά η εμπιστοσύνη των επενδυτών προς τις χρηματαγορές.

Η προσπάθεια για να περιοριστούν τέτοια φαινόμενα ξεκίνησε με την σύσταση της επιτροπής Cadbury, η οποία αποτέλεσε την αφετηρία για το κεφάλαιο που σήμερα γενικά ονομάζουμε “Corporate Governance”. Το 1991, ύστερα από έντονες συζητήσεις η παραπάνω επιτροπή συνέταξε μια έκθεση και έναν κώδικα

εταιρικής συμπεριφοράς με την ονομασία “The Code for Best Practice”. Κατά πολλούς η έκθεση αυτή αποτελεί ακόμα και σήμερα τον θεμέλιο λίθο της οργανωτικής και διοικητικής λειτουργίας κάθε εταιρείας που θέλει να πληροί τους βασικούς κανόνες ορθής λειτουργίας και διαφάνειας.

Τα βασικά σημεία της έκθεσης της Επιτροπής Cadbury, έχουν ως εξής:

- α Τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών πρέπει να περιλαμβάνουν και μη εκτελεστικά μέλη, δηλαδή Συμβούλους, που δεν έχουν σχέση εξαρτημένης εργασίας με την εταιρεία.
- α Οι θέσεις του Προέδρου του ΔΣ και του Διευθύνοντος Συμβούλου είναι προτιμότερο να κατέχονται από διαφορετικά πρόσωπα
- α Οι εταιρείες πρέπει να θεσπίσουν Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου που θα απαρτίζεται κατά πλειοψηφία από μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ
- α Οι εταιρείες πρέπει να θεσπίσουν Επιτροπή Καθορισμού Αμοιβών Διευθυντικών / Διοικητικών Στελεχών που θα απαρτίζεται αποκλειστικά ή κύρια από μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ
- α Οι εταιρείες πρέπει να θεσπίσουν Επιτροπή Υποβολής και Αξιολόγησης Υποψηφιοτήτων για το ΔΣ
- α Οι συμβάσεις υπηρεσιών δεν πρέπει να υπερβαίνουν τα τρία έτη.

Το σημαντικότερο ίσως στοιχείο της παραπάνω έκθεσης είναι ότι δεν έχει υποχρεωτικό χαρακτήρα για τις εταιρείες, η εφαρμογή του κώδικα δηλαδή είναι εθελοντική. Το Χρηματιστήριο του Λονδίνου (London Stock Exchange) συνέστησε σε όλες τις εισηγμένες εταιρείες να υιοθετήσουν τον παραπάνω κώδικα, ενώ σε περίπτωση που κάποια επιχείρηση δεν συμμορφωνόταν με οποιαδήποτε διάταξη του κώδικα υποχρεωνόταν να αναφέρει στο ετήσιο δελτίο της τους λόγους μη συμμόρφωσης.

Στα μέσα της δεκαετίας του '90, κι ενώ ο κώδικας που είχε προτείνει η επιτροπή Cadbury ήταν σε εφαρμογή, το βασικό θέμα που είχε ανακύψει ήταν η αμοιβή του Διευθύνοντος Συμβούλου σε σχέση με την αποδοτικότητα του και την πορεία της εταιρείας. Οι μισθοί των ανώτατων διευθυντικών στελεχών στις ιδιωτικές εταιρείες αυξάνονταν, σαν ένα κίνητρο για μεγαλύτερη αποδοτικότητα, χωρίς όμως να υπάρχουν τα αναμενόμενα αποτελέσματα.

Συνεπώς, αναγνωρίστηκε ότι τα εταιρικά ζητήματα διακυβέρνησης σχετικά με την ανταμοιβή του διευθυντή έπρεπε να αντιμετωπιστούν κατά τρόπο αυστηρότερο. Αυτό οδήγησε στην σύσταση της Επιτροπής Greenbury.

Τα συμπεράσματα της Επιτροπής τεκμηριώθηκαν στην έκθεση Greenbury, η οποία ενσωμάτωσε έναν κώδικα της καλύτερης πρακτικής στην ανταμοιβή του διευθυντή (*Code of Best Practice on Director's Remuneration*).

Συγκεκριμένα, τέσσερα κύρια ζητήματα εξετάστηκαν, ως εξής:

- Η καθιέρωση μιας επιτροπής ελέγχου των αμοιβών των διευθυντικών στελεχών (*Remuneration Committee*)
- Πλήρης πληροφόρηση των μετόχων σχετικά με τις αμοιβές των διευθυντικών στελεχών και έγκριση της ΓΣ, όποτε αυτό κρίνεται αναγκαίο
- Διαμόρφωση συγκεκριμένης πολιτικής αμοιβών για τα υψηλόβαθμα στελέχη
- Η εταιρεία θα υποχρεούται σε αποζημίωση του διευθύνοντα συμβούλου σε περίπτωση μη ικανοποιητικής απόδοσης και απόλυσης του

Ακόμα, η επιτροπή Greenbury πρότεινε να μειωθεί η διάρκεια των συμβάσεων από τρία έτη, που ίσχυε σύμφωνα με τον κώδικα της επιτροπής Cadbury, σε 12 μήνες.

Μετά την δημοσιοποίηση των προτάσεων της επιτροπής το Χρηματιστήριο του Λονδίνου περιέλαβε τις συγκεκριμένες προτάσεις στα κριτήρια ένταξης μιας εταιρείας στο LSE (όπως είχε γίνει και με τις προτάσεις της επιτροπής Cadbury), όμως δεν έτυχαν ευρείας αποδοχής, κυρίως γιατί πολλές εταιρείες θεώρησαν ότι το θέμα της αμοιβής των διευθυντικών στελεχών δεν μπορεί να αποτελεί ζήτημα που θα απαιτεί την έγκριση της ΓΣ.

Το 1998 η επιτροπή Hampel, συνεστήθη προκειμένου να αναθεωρήσει και να επικυρώσει τις προτάσεις των δυο προηγούμενων επιτροπών και να δημιουργήσει ένα πλαίσιο καλής εταιρικής διακυβέρνησης. Η πλέον σημαντική διαφορά σε σχέση με τις αποφάσεις των δυο προηγούμενων επιτροπών είναι ότι συνέστησε μεγαλύτερη συμμετοχή των μετόχων στις επιχειρηματικές αποφάσεις μιας εταιρείας, ενώ συντάχθηκε με εκείνους που υποστήριζαν ότι το θέμα της αμοιβής των υψηλόβαθμων στελεχών δεν μπορεί να αποτελεί ζήτημα που θα χρειάζεται την έγκριση της ΓΣ. Έτσι, καταλήγοντας σε αυτά τα συμπεράσματα και συνταιριάζοντας τις αποφάσεις των δυο προηγούμενων επιτροπών, δημιούργησε το πρώτο ολοκληρωμένο πλαίσιο καλής εταιρικής διακυβέρνησης.

Το πλαίσιο αυτό επικυρώθηκε με την δημοσίευση του Combined Code το 1998, που παγίωσε τις αρχές και τις συστάσεις των επιτροπών Cadbury, Greenbury και της έκθεσης Hampel.

Το 2003 μια ακόμη πρόταση περί εταιρικής διακυβέρνησης προστέθηκε στο ήδη υπάρχον νομικό πλαίσιο που είχε διαμορφωθεί κυρίως με τις αποφάσεις των παραπάνω επιτροπών. Η πρόταση του Higgs (2003), αναφερόταν κυρίως στο ρόλο των διευθυντικών στελεχών και του διοικητικού συμβουλίου. Πιο συγκεκριμένα, τα σημαντικότερα σημεία της πρότειναν :

- Το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να αξιολογεί την αποδοτικότητα του (και των επιμέρους μελών του) τουλάχιστον μια φορά τον χρόνο.
- Ο Διευθύνοντας Σύμβουλος (manager) θα πρέπει να λογοδοτεί στο Διοικητικό Συμβούλιο, μέσω του Προέδρου, επί όλων των θεμάτων που αφορούν την επιχείρηση.
- Τα κριτήρια της Επιτροπής Αμοιβών (που θα πρέπει να έχει συσταθεί) για την λήψη των αποφάσεων της, θα πρέπει να αποτελούν δημοσιοποιημένα στοιχεία.

Οι προτάσεις του Higgs, είχαν σαν αποτέλεσμα την αναθεώρηση του κώδικα του 1998, κι ο νέος κώδικας που διαμορφώθηκε περιλάμβανε πλέον, πέραν των προηγούμενων διατάξεων, και τις προτάσεις του Higgs. Πιο συγκεκριμένα, τα βασικά σημεία του Αναθεωρημένου Κώδικα, που ισχύει ακόμα και σήμερα, έχουν ως εξής :

§ Θα πρέπει να υπάρχει διαχωρισμός του Προέδρου και του Διευθύνοντα Συμβούλου (manager). Ο Πρόεδρος απαραίτητα θα πρέπει να πληροί τα κριτήρια που χαρακτηρίζουν ένα «ανεξάρτητο» μέλος.

§ Το ½ του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να απαρτίζεται από ανεξάρτητα μέλη. Ο χαρακτηρισμός ενός μέλους ως ανεξάρτητου, γίνεται σύμφωνα με τα κριτήρια που έθεσε ο Higgs στην πρόταση του 2003.

§ Η αποδοτικότητα του Διοικητικού Συμβουλίου, των μελών του και του ανώτατου Διευθύνοντος Συμβούλου θα πρέπει να αξιολογούνται στο τέλος κάθε χρόνου.

§ Τουλάχιστον ένα εκ των μελών της Επιτροπής Ελέγχου θα πρέπει να έχει πολυετή εμπειρία σε χρηματοοικονομικά και λογιστικά θέματα εταιρειών.

§ Σε αντίθεση με την έκθεση Higgs, ο αναθεωρημένος κώδικας επιτρέπει στον πρόεδρο για να προεδρεύσει της επιτροπής διορισμών, εκτός από όπου η επιτροπή εξετάζει το διορισμό του «διαδόχου» του προέδρου.

Συνοπτικά οι κώδικες περί εταιρικής διακυβέρνησης που ισχύουν στην Αγγλία, έχουν ως εξής :

Corporate Governance: A Practical Guide 2

4 August 2004

The Combined Code on Corporate Governance

23 July 2003

Audit Committees - Combined Code Guidance (the Smith Report)

January 2003

The Higgs Report: Review of the role and effectiveness of non-executive directors

January 2003

The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents - Statement of Principles 21 October 2002

The Hermes Principles

21 October 2002

Review of the role and effectiveness of non-executive directors (Consultation Paper)

7 July 2002

Code of Good Practice

January 2001

The Combined Code: Principles of Good Governance and Code of Best Practice

May 2000

Hermes Statement on International Voting Principles

13 December 1999

The KPMG Review Internal Control: A Practical Guide

October 1999

Internal Control : Guidance for Directors on the Combined Code (Turnbull Report)

September 1999

Hampel Report (Final)

January 1998

Greenbury Report (Study Group on Directors' Remuneration)

15 July 1995

Cadbury Report (The Financial Aspects of Corporate Governance)

1 December 1992

Ένα σημαντικό στοιχείο που θα πρέπει να αναφερθεί σε σχέση με τους παραπάνω κώδικες εταιρικής συμπεριφοράς είναι ότι δεν έχουν την μορφή νόμου, όπως ο αντίστοιχος νόμος 3016/2002 στην Ελλάδα. Η χρηματιστηριακή αγορά της Αγγλίας είναι ιδιαίτερα ανεπτυγμένη και εμμέσως «επιβάλλει» στις επιχειρήσεις να ακολουθήσουν τις προτάσεις αυτές, ειδάλλως «τιμωρούνται» από το επενδυτικό κοινό. Την παραπάνω κατάσταση θα την συναντήσουμε και σε άλλες ανεπτυγμένες χρηματιστηριακές αγορές, και για αυτό θα αποτελέσει χωριστό σημείο αναφοράς παρακάτω.

Στην υπόλοιπη Ευρώπη οι πρώτες προσπάθειες για την διαμόρφωση ενός νομικού πλαισίου περί της εταιρικής διακυβέρνησης φαίνεται να ξεκινούν στα τέλη της δεκαετίας του '90, με την θέσπιση οδηγιών εταιρικής διακυβέρνησης από τον ΟΟΣΑ. Λίγο έως πολύ οι κώδικες που ισχύουν στην Ευρώπη ουσιαστικά καλύπτουν τις πέντε βασικές περιοχές καλής εταιρικής διακυβέρνησης που όρισε ο ΟΟΣΑ, δηλ.:

- α Τα δικαιώματα των μετόχων
- α Την δίκαιη μεταχείριση των μετόχων
- α Τον ρόλο των ομάδων ενδιαφερομένων στην εταιρική διακυβέρνηση
- α Την έγκαιρη και έγκυρη αποκάλυψη και διαφάνεια, και
- α Την ευθύνη του Διοικητικού Συμβουλίου

Οι αρχές του ΟΟΣΑ (*OECD PRINCIPLES*) αποτελούν ένα καλό πλαίσιο αναφοράς για την εξέταση του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης μιας χώρας. Αν και στη βάση τους αφορούν στις πολυμετοχικές επιχειρήσεις (publicly traded), ωστόσο μπορούν επίσης να εφαρμοσθούν σε ιδιωτικές (privately held) και κρατικές επιχειρήσεις (*OECD, 1999*). Σκοπός των συγκεκριμένων αρχών δεν είναι να αναγνωρισθεί ένα και μοναδικό καλό μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης αλλά να δοθούν τα κύρια συστατικά ενός τέτοιου συστήματος. Οι αρχές του ΟΟΣΑ καλύπτουν πέντε βασικές περιοχές καλής εταιρικής διακυβέρνησης:

A. Τα δικαιώματα των μετόχων: οι κανόνες δίνουν έμφαση στην εξασφάλιση της ιδιοκτησίας των μετόχων, στο δικαίωμα για πλήρη αποκάλυψη πληροφοριών, στα δικαιώματα ψήφου, τη συμμετοχή στις αποφάσεις που αφορούν στις κύριες εταιρικές αλλαγές, όπως η πώληση ή αλλαγή στοιχείων του ενεργητικού συμπεριλαμβανομένων των εξαγορών και συγχωνεύσεων και της εκδόσεως νέων μετοχών. Ο εταιρικός έλεγχος οφείλει να είναι αποδοτικός και διαφανής, ώστε οι μέτοχοι να είναι σε θέση να εκτιμήσουν το κόστος και το όφελος από την άσκηση του δικαιώματος ψήφου.

B. Τη δίκαιη μεταχείριση των μετόχων: όλοι οι μέτοχοι και κυρίως οι μικροί θα πρέπει να έχουν ίσα δικαιώματα και υποχρεώσεις, καθώς και τη δυνατότητα να εξασφαλίζουν αποζημίωση για την καταπάτηση των δικαιωμάτων τους. Δίνεται ιδιαίτερη βαρύτητα στην προστασία των μικρομετόχων, ορίζοντας την πλήρη αποκάλυψη όλης της σχετικής πληροφόρησης. Είναι σημαντικό ότι τα στελέχη της επιχείρησης οφείλουν να "εκμεταλλεύονται" το ρόλο τους δημοσιεύοντας κάθε πληροφορία που μπορεί να θεωρηθεί χρήσιμη κατά τις συναλλαγές (συμφωνίες, διαπραγματεύσεις, ενημερωτικά δελτία για έκδοση μετοχών κλπ.).

C. Το ρόλο των ομάδων ενδιαφερομένων στην εταιρική διακυβέρνηση: ένα καλό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να εγγυάται ότι όλες οι ομάδες που έχουν νόμιμα συμφέροντα με την επιχείρηση θα πρέπει να προστατεύονται από το νόμο, να έχουν πλήρη πρόσβαση σε όλη τη σχετική πληροφόρηση. Σε αυτή τη βάση μπορεί να ενισχυθεί η συνεργασία μεταξύ επιχείρησης και ομάδων ενδιαφερομένων με σκοπό τη δημιουργία πλούτου, θέσεων εργασίας και διατηρήσιμων χρηματοοικονομικά επιχειρήσεων.

D. Έγκαιρη και έγκυρη αποκάλυψη και διαφάνεια: οι αρχές του ΟΟΣΑ εξασφαλίζουν ότι υπάρχει πλήρης αποκάλυψη και διαφάνεια όλων των στοιχείων που αφορούν στην επιχείρηση, όπως χρηματοοικονομική κατάσταση, απόδοση, ιδιοκτησία και έλεγχος της επιχείρησης, συμπεριλαμβανομένου του Διοικητικού Συμβουλίου και των αμοιβών των μελών του. Επιπλέον, οι αρχές διευκρινίζουν ότι οι ετήσιοι έλεγχοι διενεργούνται από ανεξάρτητους ελεγκτές που τηρούν υψηλής ποιότητας λογιστικά πρότυπα, χρηματοοικονομικής και μη αποκάλυψης. Τα κανάλια μετάδοσης αυτών των πληροφοριών θα πρέπει να παρέχουν την πληροφόρηση έγκαιρα και με χαμηλό κόστος.

E. Την ευθύνη του Διοικητικού Συμβουλίου: οι αρχές του ΟΟΣΑ παραθέτουν με λεπτομέρεια τις λειτουργίες του Διοικητικού Συμβουλίου για την εξασφάλιση της

καλής πορείας της εταιρείας, την προστασία των μετόχων και των λοιπών ομάδων ενδιαφερομένων. Ένα καλό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να εγγυάται και να αποκαλύπτει τη στρατηγική κατεύθυνση της εταιρείας, την αποδοτικό έλεγχο των στελεχών από το Διοικητικό Συμβούλιο και την ευθύνη του τελευταίου στην εταιρεία που δεν είναι άλλη από τους μετόχους και τις ομάδες ενδιαφερομένων. Γίνεται λοιπόν εμφανής η σχέση των παραγόντων αυτών με την εταιρική στρατηγική, τον κίνδυνο, την αμοιβή των στελεχών και την απόδοση, καθώς επίσης και με τα λογιστικά συστήματα και τις επίσημες εκθέσεις (reports). Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να ενεργούν στη βάση της πλήρους πληροφόρησης, καλόπιστα με αμείωτο ενδιαφέρον για το συμφέρον της εταιρείας και των ομάδων ενδιαφερομένων της σύμφωνα με τους ισχύοντες νόμους. Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να ασκεί αντικειμενική κριτική στα εταιρικά θέματα ανεξάρτητα από τη διοίκηση.

Συμπερασματικά, είναι φανερό ότι οι επιχειρήσεις θα πρέπει να προσαρμόσουν τις πρακτικές διακυβέρνησής τους, ώστε να ανταποκριθούν στις νέες απαιτήσεις και να ωφεληθούν από τις προκύπτουσες ευκαιρίες. Οι αρχές του ΟΟΣΑ αποτελούν έναν καλό οδηγό τονίζοντας ότι ένα καλό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να δημιουργηθεί με την κρατική ανάμιξη και την ιδιωτική πρωτοβουλία των εταιρειών, δίνοντας έμφαση στη δικαιοσύνη, τη διαφάνεια, την αποκάλυψη και την υπευθυνότητα.

Η μόνη αξιοσημείωτη διαφορά είναι ότι σε άλλες χώρες οι κώδικες αυτοί έχουν εθελοντικό χαρακτήρα, και είναι στην κρίση των επιχειρήσεων το αν θα τους υιοθετήσουν ή όχι, ενώ σε άλλες έχουν υποχρεωτικό χαρακτήρα.

Ενδεικτικά, αναφέρουμε ότι στο Βέλγιο και την Δανία η εφαρμογή των κανόνων έχει εθελοντικό χαρακτήρα, σε αντίθεση με την Ιταλία και την Ισπανία όπου έχουν την μορφή νόμου.

Στην πλέον ανεπτυγμένη επιχειρηματική αγορά, αυτή των ΗΠΑ, η διαδικασία για αποτελεσματική διακυβέρνηση ξεκίνησε πολύ νωρίτερα από την Ευρώπη και το Ηνωμένο Βασίλειο, κι αυτό γιατί τα οικονομικά μεγέθη των εταιρειών και η ραγδαία ανάπτυξη τους επέβαλε την δημιουργία μηχανισμών για την καλύτερη και αποδοτικότερη διακυβέρνηση τους.

Πέραν των άλλων νομοθετημάτων που ισχύουν στις ΗΠΑ, ο νόμος Sarbanes – Oxley (γνωστός και ως Sarbox), είναι αυτός που δημιούργησε πλήθος συζητήσεων

και έγινε κεντρικό θέμα συζήτησης ακόμα και πέρα από τα εθνικά σύνορα για τα οποία σχεδιάστηκε να εφαρμοστεί.

Τα τελευταία χρόνια το χρηματοοικονομικό σύστημα των ΗΠΑ κλονίστηκε από μια σειρά οικονομικών σκανδάλων μεγάλων εταιρειών. Το κοινό σημείο σε όλα αυτά οικονομικά σκάνδαλα ήταν οι ατασθαλίες των ανώτατων οικονομικών διευθυντών. Το κλίμα που είχε δημιουργηθεί ήταν ιδιαίτερα αρνητικό για τις επιχειρήσεις και οι επενδυτές ήταν αρκετά επιφυλακτικοί όσον αφορά τις επενδυτικές τους κινήσεις, σε μια εποχή μάλιστα που οι επιχειρήσεις ήδη αντιμετώπιζαν δυσκολία στην ανεύρεση κεφαλαίων για την περαιτέρω εξάπλωση τους και ανάπτυξη των εργασιών τους.

β) Ο Νόμος Sarbanes – Oxley

Στις 30 Ιουλίου του 2002 επικυρώθηκε ο νόμος Sarbanes-Oxley, και περιλάμβανε μια ευρεία δέσμη μέτρων τα οποία θέτουν τις βάσεις για μια νομοθετική προσέγγιση της αποτελεσματικής και αυστηρής εταιρικής διακυβέρνησης.

Τα μέτρα αυτά αφορούν, μεταξύ άλλων,

- τα πρότυπα λειτουργίας των εταιρικών επιτροπών ελέγχου,
- την απαίτηση για ανεξαρτησία και εποπτεία των ελεγκτών,
- την πιστοποίηση της αξιοπιστίας των οικονομικών καταστάσεων από τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη των εταιρειών,
- την απαγόρευση της χορήγησης εταιρικών δανείων σε διευθυντές και ανώτατα στελέχη, και
- τις προϋποθέσεις που θα εξασφαλίσουν βελτίωση της εταιρικής χρηματοοικονομικής λογιστικής και διεύρυνση της διαδικασίας γνωστοποιήσεων.

Ο νόμος Sarbanes-Oxley, ο οποίος επικρίθηκε ως αναποτελεσματικός για το περιβάλλον των Η.Π.Α. για το οποίο είχε σχεδιασθεί, έχει επικριθεί ακόμη εντονότερα για την επίδρασή του διεθνώς. Ως αποτέλεσμα της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας, η νομοθεσία για τις επιχειρήσεις που τίθεται σε ισχύ στις Η.Π.Α. επηρεάζει όλον τον κόσμο, 10% των εγγεγραμμένων εταιρειών στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC, Securities and Exchange Commission) των Η.Π.Α. είναι μη αμερικάνικες εταιρίες. Από τις 2.800 εισηγμένες μετοχές στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, οι 470 αντιπροσωπεύουν μη αμερικάνικες επιχειρήσεις με συνολική

παγκόσμια κεφαλαιοποίηση 4,6 τρισεκατομμύρια δολάρια, δηλαδή περίπου 30% της συνολικής αξίας των συναλλαγών.

▼ ΕΤΑΙΡΙΚΕΣ ΕΠΙΤΡΟΠΕΣ ΕΛΕΓΧΟΥ

Ο νόμος Sarbox υποχρεώνει τις εταιρείες να συστήσουν επιτροπές ελέγχου που να αποτελούνται αποκλειστικά από ανεξάρτητα διευθυντικά στελέχη, τα οποία ορίζονται ως άτομα που δεν «συνδέονται» με την εταιρεία και δεν εισπράττουν από την εταιρεία άλλη αποζημίωση εκτός από τη διευθυντική αμοιβή. Ωστόσο ο νόμος δεν διευκρινίζει πως ορίζεται η «διευθυντική αμοιβή». Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προσπαθεί, επί του παρόντος, να αποφασίσει αν αυτή η διευθυντική μπορεί να συμπεριλαμβάνει δωρεάν χορήγηση μετοχών με δικαίωμα προαίρεσης ή και ειδικές μελλοντικές παροχές συνταξιοδότησης.

Ο νόμος Sarbanes-Oxley καθιστά την επιτροπή ελέγχου «άμεσα υπεύθυνη» για το διορισμό, την αμοιβή και την εποπτεία του έργου που επιτελούν οι ελεγκτές και το οποίο αφορά τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας. Η επιτροπή ελέγχου είναι επίσης «άμεσα υπεύθυνη» για την επίλυση ενδεχόμενων διαφωνιών μεταξύ της διοίκησης και των ελεγκτών για τις οικονομικές καταστάσεις και είναι στη δικαιοδοσία της να προλαμβάνει ανεξάρτητους γνωμοδότες και άλλους συμβούλους αν και εφόσον το κρίνει αναγκαίο. Έτσι ο νόμος Sarbox παρέχει στην επιτροπή ελέγχου δικαιώματα και επιβάλλει υποχρεώσεις που δεν είχε παλαιότερα. Μελέτες που εκπονήθηκαν στις Η.Π.Α. έδειξαν ότι οι εταιρείες που έχουν περισσότερους ανεξάρτητους συμβούλους προσκομίζουν περισσότερο διαφανείς και αξιόπιστες οικονομικές καταστάσεις, παρουσιάζουν λιγότερες ενδείξεις για χειρισμούς που καθορίζονται με βάση διάφορες απολαβές και διαπράττουν λιγότερα οικονομικά εγκλήματα. Εταιρείες με περισσότερες ανεξάρτητες επιτροπές ελέγχου προσλαμβάνουν ελεγκτές που δρουν περισσότερο αυτόνομα σε σχέση με τη διοίκηση και εμπλέκονται σπανιότερα σε χειρισμούς που εξαρτώνται από διάφορες απολαβές.

Η χρήση ανεξάρτητων επιτροπών ελέγχου είναι σχεδόν ανήκουστη σε αρκετές ευρωπαϊκές και ασιατικές εταιρείες. Στην Ευρώπη και στην Ιαπωνία οι εξωτερικοί ελεγκτές επιλέγονται από τους μετόχους και όχι από την επιτροπή ελέγχου, όπως προβλέπει ο νόμος Sarbanes-Oxley. Για παράδειγμα, στη Γερμανία οι επιτροπές ελέγχου που εποπτεύουν τα διοικητικά συμβούλια πρέπει να περιλαμβάνουν

εκπροσώπους των εργαζομένων οι οποίοι, με βάση τον ορισμό Sarbox δεν θεωρούνται ανεξάρτητοι.

Αποκρινόμενη στο νόμο Sarbanes-Oxley, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θέσπισε κανόνες μεταξύ των οποίων περιλαμβάνονται και προσαρμοστικές διατάξεις που αναφέρονται στα προβλήματα συμβατικότητας τα οποία αφορούν τις μη αμερικάνικες εγγεγραμμένες εταιρείες. Έτσι στα ζητήματα που αφορούν την ανεξαρτησία των ελεγκτών, οι κανόνες της Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιτρέπουν στις μη αμερικάνικες εταιρείες να λειτουργούν με βάση τους περιορισμούς της νομοθεσίας της χώρας στην οποία εδρεύουν. Αυτό σημαίνει μεταξύ άλλων ότι μπορούν να συμμετέχουν σε επιτροπές ελέγχου μη διοικητικά στελέχη, ότι την επιλογή και επικύρωση των ελεγκτών μπορεί να αναλάβουν οι μέτοχοι αντί για τις επιτροπές ελέγχου, και ότι τον ρόλο της εποπτείας των ελεγκτών μπορούν να τον αναλάβουν άλλα όργανα, όπως για παράδειγμα το ελεγκτικό συμβούλιο.

▼ ΑΝΕΞΑΡΤΗΣΙΑ ΚΑΙ ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΩΝ ΕΛΕΓΚΤΩΝ

Ο νόμος Sarbox θέτει περιορισμούς στους τύπους μη ελεγκτικών υπηρεσιών που μπορούν να παρέχουν στους πελάτες τους οι ελεγκτικές εταιρείες. Απαγορεύει οκτώ κατηγορίες μη ελεγκτικών υπηρεσιών αλλά επιτρέπει μία βασική μη ελεγκτική υπηρεσία που αφορά φορολογικά ζητήματα. Επίσης απαιτεί προέγκριση από την επιτροπή έλεγχου του πελάτη για κάθε μία από τις μη ελεγκτικές υπηρεσίες ξεχωριστά. Οι αμοιβές των ελεγκτικών εταιρειών, τόσο για τις ελεγκτικές όσο και για τις μη ελεγκτικές υπηρεσίες, πρέπει να δημοσιοποιούνται στον ετήσιο απολογισμό των εταιρειών. Ο λόγος για τον οποίον απαιτείται η δημοσιοποίηση τέτοιων στοιχείων είναι ότι οι αμοιβές για μη ελεγκτικές υπηρεσίες περιορίζουν την ανεξαρτησία των ελεγκτών. Για παράδειγμα, οι υψηλές αμοιβές για μη ελεγκτικές υπηρεσίες που κατέβαλε η Enron κατά το διάστημα 2000-2001 στην Arthur Andersen, εταιρεία που την περίοδο εκείνη διενεργούσε έλεγχο στην Enron, θεωρήθηκαν ως βασικός παράγοντας που υποκίνησε την Andersen να επιτρέψει στην Enron να διαπράξει οικονομική απάτη. Στο σημείο αυτό οι υπάρχουσες μελέτες δεν έχουν απαντήσει οριστικά στο ερώτημα αν οι ελεγκτές θυσιάζουν την ανεξαρτησία τους όταν αναλαμβάνουν μη ελεγκτικές υποχρεώσεις.

Ένα βασικό χαρακτηριστικό του νόμου Sarbox είναι η ίδρυση του Συμβουλίου Εποπτείας Ελεγκτών Εισηγμένων Επιχειρήσεων (PCAOB, Public Company

Accounting Oversight Board). Πριν από τη θέσπιση του νόμου Sarbox οι εταιρείες που διενεργούσαν ελέγχους σε εισηγμένες επιχειρήσεις «αστυνόμευαν» η μία την άλλη μέσω ενός συστήματος διεταιρικών επιθεωρήσεων. Ωστόσο για όσο διάστημα ίσχυε αυτό το σύστημα καμία μεγάλη εταιρεία ελεγκτών δεν κατέθεσε αρνητική αξιολόγηση για κάποια από τις αδελφές εταιρείες. Το PCAOB εκτοπίζει αυτό το σύστημα διότι λειτουργεί ως μηχανισμός εποπτείας. Όλες οι εταιρείες ελεγκτών εισηγμένων επιχειρήσεων οφείλουν να εγγραφούν στο PCAOB και κάθε εταιρεία που ελέγχει περισσότερες από 100 εισηγμένες επιχειρήσεις υπόκειται σε ετήσια επιθεώρηση από το PCAOB. Ο νόμος Sarbox ρυθμίζει τη λειτουργία τόσο των αμερικανικών όσο και των μη αμερικανικών εταιρειών που διενεργούν ελέγχους σε εισηγμένες επιχειρήσεις και δραστηριοποιούνται στις Η.Π.Α., και δίνει στο PCAOB διευρυμένες εξουσίες, συμπεριλαμβανόμενης και της δυνατότητας μόνιμης ανάκλησης της άδειας λειτουργίας οποιασδήποτε ελεγκτικής εταιρίας ή μεμονωμένου ελεγκτή αν αποδειχθεί ότι παραβίασε εκουσίως την επαγγελματική δεοντολογία. Επίσης ο νόμος Sarbox απαιτεί εναλλαγή ανά πενταετία του επικεφαλής ελεγκτή και του ελεγκτή που είναι υπεύθυνος για την επιθεώρηση του ελέγχου.

▼ ΔΗΜΟΣΙΟΠΟΙΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

Αποκρινόμενος στο φιάσκο της Enron, ο νόμος Sarbox υποχρεώνει πλέον την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να εκδώσει κανόνες για τη δημοσιοποίηση των οικονομικών στοιχείων που αφορούν όλες τις κρίσιμους μεγέθους και σημασίας εκτός ισολογισμού συναλλαγές και να εκπονήσει ολοκληρωμένη μελέτη για τις οικονομικές μονάδες ειδικού σκοπού (SPE, Special Purpose Entities). Υπάρχουν αναφορές που καταδεικνύουν ότι κατά το οικονομικό έτος 2000 η Enron είχε πάνω από 4.000 SPE και ότι το μεγαλύτερο μέρος των κερδών προ φόρων προέρχονταν από αυτές και όχι από τα «κανονικά κέρδη». Πολλοί έχουν υποστηρίξει ότι η περιορισμένη και ασαφής δημοσιοποίηση των στοιχείων που αφορούσαν τις SPE στις οικονομικές καταστάσεις της Enron συνέβαλε στην παρανόηση της αγοράς σχετικά με την πραγματική οικονομική κατάσταση της εταιρείας. Ο νόμος Sarbox επιβάλλει τη συμβατότητα των οικονομικών προβλέψεων με τα πραγματικά λογιστικά νούμερα και την έγκαιρη δημοσιοποίηση των κρίσιμων στοιχείων που αφορούν την οικονομική κατάσταση των εταιρειών.

✓ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ

Ένα από τα πλέον πολυσυζητημένα άρθρα του νόμου Sarbanes-Oxley είναι εκείνο που απαιτεί προσωπική έγκριση των οικονομικών εκθέσεων της εταιρείας από τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη. Σύμφωνα με τον νόμο περί χρεογράφων και μετοχών του 1934, οι εταιρείες υποχρεούνται να υποβάλλουν τριμηνιαίες και ετήσιες οικονομικές εκθέσεις, ενώ σύμφωνα με τον νόμο Sarbanes-Oxley, οι διευθύνοντες σύμβουλοι ή οι γενικοί διευθυντές και οι οικονομικοί διευθυντές οφείλουν να πιστοποιούν και να επικυρώνουν προσωπικά ότι αυτές οι εκθέσεις παρουσιάζουν με τρόπο αληθή και ακριβή την οικονομική κατάσταση και λειτουργία της εταιρείας.

Οι παραπάνω απαιτήσεις που αφορούν την πιστοποίηση των στοιχείων είναι αποτέλεσμα διδαγμάτων που εξήχθησαν κατά την προσπάθεια να αποδοθούν ευθύνες για εταιρικές ανομίες, οπότε έγινε σαφές ότι, ενώ ως άτομα είμαστε σαφώς υπεύθυνα για τις συνέπειες των ατομικών μας πράξεων, ως εταιρικά στελέχη έχουμε τη δυνατότητα να κρυβόμαστε πίσω από την έννοια της εταιρικής ευθύνης η οποία δεν μπορεί να αποδοθεί σε κανέναν προσωπικά. Πριν από τη θέσπιση του νόμου Sarbox, για να αποδοθούν ευθύνες σε κάποιο εταιρικό στέλεχος στις Η.Π.Α. έπρεπε να αποδειχθεί, όχι μόνο ότι το συγκεκριμένο στέλεχος είχε επίγνωση ότι οι πληροφορίες που δημοσιοποιούνταν είναι εσφαλμένες, αλλά και ότι υπήρχε «σχέδιο απάτης». Ζητώντας να αποδειχθεί όχι μόνο η γνώση αλλά και η πρόθεση εξαπάτησης, ο νόμος ενθάρρυνε σιωπηλά την παραβατική συμπεριφορά ή τουλάχιστον την αποποίηση ευθυνών. Αυστηρότεροι κανόνες υπήρχαν για τους εργολήπτες δημοσίων έργων. Στη δεκαετία του 1980 το Κογκρέσο, αποκρινόμενο σε κατηγορίες για καταχρήσεις, θέσπισε την Πιστοποίηση Weinberger, σύμφωνα με την οποία τα ανώτατα στελέχη των εταιρειών που αναλαμβάνουν δημόσια έργα πρέπει να πιστοποιούν ότι όλες οι προτάσεις για έμμεσα κόστη είναι αποδεκτές και ακριβείς. Με βάση αυτή την πιστοποίηση, τα στελέχη των εταιρειών είναι υπόλογα απέναντι στον νόμο για συγκεκριμένες και λεπτομερείς γνώσεις των πεπραγμένων της εταιρείας.

Ο νόμος Sarbanes-Oxley θεσμοθετεί την εφαρμογή των ίδιων προτύπων πιστοποίησης και για εισηγμένες εταιρείες. Οι διευθύνοντες σύμβουλοι και οι οικονομικοί διευθυντές δεν μπορούν πλέον να επικαλούνται αποποίηση ευθυνών. Κάθε διευθύνων σύμβουλος ή οικονομικός διευθυντής που πιστοποιεί μία ανακριβή έκθεση αντιμετωπίζει ποινή καταβολής προστίμου που μπορεί να φτάσει το 1

εκατομμύριο δολάρια ή και ποινή κάθειρξης ως 10 έτη. Αν επιπλέον αποδειχθεί ότι ο διευθύνων σύμβουλος ή ο οικονομικός διευθυντής που πιστοποιεί την έκθεση είχε «επίγνωση» ή «πρόθεση», μπορεί να αντιμετωπίσει ποινή καταβολής προστίμου ως και 5 εκατομμύρια δολάρια ή και ποινή φυλάκισης ως 20 έτη. Στην ουσία ο νόμος Sarbox μεταβιβάζει την ευθύνη για την διαφάνεια και ακρίβεια των οικονομικών καταστάσεων εξ ολοκλήρου στις πλάτες του διευθύνοντος συμβούλου και του οικονομικού διευθυντή.

Για να δοθεί στον διευθύνοντα σύμβουλο και στον οικονομικό διευθυντή ή αυτοπεποίθηση που απαιτείται ώστε να μπορούν να επικυρώνουν τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας τους, ο νόμος Sarbox υποχρεώνει όλες τις εισηγμένες επιχειρήσεις να εφαρμόσουν ένα σύστημα εσωτερικών ελέγχων το οποίο θα εξασφαλίσει την πληρότητα της διαδικασίας σύνταξης οικονομικών καταστάσεων σε όλα τα επίπεδα της επιχείρησης. Ουσιαστικά από τη στιγμή που έχει αρθεί η αποποίηση ευθυνών οι εταιρείες πρέπει να παρέχουν στους εργαζόμενους τους την απαραίτητη καθοδήγηση και υποστήριξη ώστε αυτοί να είναι σε θέση να φέρουν εις πέρας επιτυχώς τις αρμοδιότητές τους. Πολλές επιχειρήσεις έχουν καθιερώσει ένα σύστημα υπό – πιστοποίησης, με βάση το οποίο οι εργαζόμενοι που κατέχουν πρωτογενή πληροφόρηση πιστοποιούν ότι τα στοιχεία που παρουσιάζουν είναι αληθή και ακριβή. Ο διευθύνων σύμβουλος και ο οικονομικός διευθυντής πρέπει επίσης να πιστοποιούν την εφαρμογή και αξιολόγηση αυτών των εσωτερικών ελεγκτικών μηχανών. Έτσι ο νόμος Sarbox απαιτεί από τους διευθύνοντες συμβούλους και τους οικονομικούς διευθυντές να πιστοποιούν, όχι μόνο ότι έχουν λάβει τα απαραίτητα μέτρα ώστε να είναι οι ίδιοι σε θέση να γνωρίζουν αν οι καταστάσεις είναι όντως ακριβείς ή όχι.

**✓ ΑΠΑΓΟΡΕΥΣΗ ΧΟΡΗΓΗΣΗΣ ΔΑΝΕΙΩΝ ΣΕ
ΔΙΕΥΘΥΝΤΕΣ ΚΑΙ ΑΝΩΤΑΤΑ ΔΙΕΥΘΥΝΤΙΚΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

Το ένα τρίτο των μεγαλύτερων εταιρειών στις Η.Π.Α. έχουν χορηγήσει ανεξόφλητα δάνεια σε διευθυντές και ανώτερα στελέχη τους. Παρ' ότι υπάρχουν αληθοφανείς λόγοι για τη χορήγηση αυτών των δανείων, όπως π.χ. δάνεια για μετακομίσεις, τις περισσότερες φορές γίνεται κατάχρηση αυτού του πλεονεκτήματος.

Το ύψος αυτών των δανείων είναι τις περισσότερες φορές αδικαιολόγητο υψηλό και εντέλει τα δάνεια παραγράφονται.

• Η εταιρεία Tyco χορήγησε άτοκο δάνειο ύψους 19 εκατομμυρίων δολαρίων στον διευθύνοντα σύμβουλο Denny Kozlowski, το οποίο αργότερα παραγράφηκε.

• Η εταιρεία WorldCom χορήγησε δάνεια ύψους 263 εκατομμυρίων δολαρίων στον διευθύνοντα σύμβουλό της, και η Enron χορήγησε στον διευθύνοντα σύμβουλο της δάνειο ύψους 81 εκατομμυρίων δολαρίων.

Για τα δάνεια αυτά τις περισσότερες φορές δεν υπάρχουν στοιχεία και γι' αυτό είναι δύσκολο να εντοπισθούν. Δεν υπάρχει λογαριασμός στον ισολογισμό για παραγραφέντα δάνεια ή για δάνεια που παραμένουν στα βιβλία ανεξόφλητα.

Τα δάνεια μπορούν ακόμη να έχουν τη μορφή χορηγήσεων έναντι ασφάλιστρων ζωής για τα στελέχη. Η επιχείρηση αγοράζει ένα ασφαλιστικό πρόγραμμα και πληρώνει το ασφάλιστρο. Το στέλεχος ορίζει τον δικαιούχο. Όταν η ασφάλεια αποπληρώνει τον δικαιούχο, αυτός επιστρέφει στην εταιρεία το ποσό των ασφάλιστρων και καρπούται το υπόλοιπο ποσό.

• Η Enron ασφάλισε τον διευθύνοντα σύμβουλό της με το ποσό των 12 εκατομμυρίων δολαρίων, για το οποίο ποσό τα ασφάλιστρα ανέρχονταν σε 1 εκατομμύριο δολάρια.

• Η εταιρεία Estee Lauder εξόφλησε ασφάλεια ζωής 26 εκατομμυρίων δολαρίων για τον διευθύνοντα σύμβουλό της, ενώ η Contrast εξόφλησε μέσα σε διάστημα τριών ετών ασφάλεια 20 εκατομμυρίων δολαρίων για τον δικό της διευθύνοντα σύμβουλο.

Ο νόμος Sarbanes-Oxley απαγορεύει τη χορήγηση είτε άμεσων είτε έμμεσων δανείων στους διευθύνοντες συμβούλους και στους οικονομικούς διευθυντές, αλλά και κάθε άλλη μορφή προσωπικής χρηματοδότησής τους είτε από την ίδια την εταιρεία είτε από οποιανδήποτε θυγατρική της ανεξαρτήτως λόγου. Οποιαδήποτε μορφή προσωπικής χρηματοδότησης πρέπει να παρέχεται από τρίτους. Ωστόσο ο νόμος Sarbox δεν διευκρινίζει επαρκώς τι συνιστά «προσωπικό δάνειο» και επομένως δεν είναι σαφές αν αυτός ο όρος μπορεί να αφορά και προσφορές ασφαλιστικών συμβολαίων ή δικαιώματα προαίρεσης με μηδενικές ή μειωμένες τιμές. Το γεγονός ότι υπάρχει αυτό το «παραθυράκι» έχει προκαλέσει συζητήσεις σχετικά με την αποτελεσματικότητα του νόμου Sarbox αλλά και γενικότερα σχετικά με το κατά πόσον μπορεί να αποτελεί η δεοντολογία αντικείμενο νομοθετικής ρύθμισης.

✓ **Ο ΝΟΜΟΣ SARBANES – OXLEY ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ**

Η ακρίβεια των οικονομικών καταστάσεων δεν αποτελεί θέμα μόνο για τις Η.Π.Α. αλλά και για την Ευρώπη. Αρκετά πρόσφατα, στις 7 Αυγούστου του 2002, ο Goran Tidstrom, πρόεδρος της Ομοσπονδίας Ευρωπαίων Λογιστών (Federation of European Accountants), δήλωσε ότι απέκλειε το ενδεχόμενο να επεκταθούν τα οικονομικά σκάνδαλα των Η.Π.Α. στις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές, με βάση το σκεπτικό ότι οι ευρωπαϊκές εταιρείες χρησιμοποιούν διαφορετική λογιστική φιλοσοφία από αυτή των αμερικάνικων εταιρειών. Η διαφορά έγκειται στο ότι τα ευρωπαϊκά πρότυπα βασίζονται σε αρχές και όχι σε κανόνες. Με άλλα λόγια στις Η.Π.Α. ότι δεν είναι ρητά απαγορευμένο, επιτρέπεται. Αντιθέτως στην Ευρώπη κάθε λογιστική απόφαση πρέπει να δικαιολογείται στη βάση μίας εδραιωμένης επαγγελματικής δεοντολογίας.

Παρ' όλα αυτά τον τελευταίο χρόνο η Ευρώπη συγκλονίστηκε από μία σειρά οικονομικών σκανδάλων.

Ü Τον Φεβρουάριο η ολλανδική εταιρεία καταστημάτων λιανικής πώλησης Royal Ahold ανακοίνωσε λογιστικό άνοιγμα 856 εκατομμυρίων δολαρίων στη μονάδα της, Foodservice, στις Η.Π.Α. και λογιστικές ανωμαλίες που έφθαναν τα 73 εκατομμύρια ευρώ.

Ü Τον Μάρτιο η βρετανική εταιρεία ενοικίασης κατασκευαστικού εξοπλισμού Ashtead Group PLC ανακάλυψε λογιστικά σφάλματα στην αμερικάνικη θυγατρική της Sunbelt Rentals και δήλωσε ότι τα παρελθόντα κέρδη είχαν υπερεκτιμηθεί κατά 11,5 εκατομμύρια στερλίνες.

Ü Τον Ιούνιο η γαλλική μηχανολογική εταιρεία Alstom ανακοίνωσε επιπλέον επιβάρυνση των αποτελεσμάτων της με 51 εκατομμύρια ευρώ επειδή προέκυψαν ζημιές σε συμβόλαιο της αμερικάνικης θυγατρικής της που ασχολείται με τις μεταφορές.

Ü Τον Δεκέμβριο, αφότου η Bank of America κατηγόρησε τη θυγατρική της Parmat Cayman Islands, για παραποίηση εγγράφων, η ιταλική εταιρεία τροφίμων Parmlat αποκάλυψε μία διαφορά 4 δισεκατομμυρίων ευρώ στις οικονομικές καταστάσεις της. Καθώς οι έρευνες συνεχίζονται αποκαλύπτεται σταδιακά ένα δαιδαλώδες δίκτυο θυγατρικών εταιρειών που έχουν ως στόχο να εμφανίζουν εικονικά περιουσιακά στοιχεία, να συγκαλύπτουν ζημιές και να καταχρώνται κεφάλαια.

Ü Στις 24 Δεκεμβρίου, δύο χρόνια μετά την Enron, η Parmalat κατέθεσε αίτηση για προστασία λόγω χρεοκοπίας.

Το γεγονός ότι όλα αυτά τα ευρωπαϊκά λογιστικά σκάνδαλα έχουν τις ρίζες τους στις Η.Π.Α. δεν αποτελεί σύμπτωση. Η ενδελεχής εξέταση ζητημάτων που αφορούν τη λογιστική και την εταιρική διακυβέρνηση, η οποία επιβλήθηκε στις Η.Π.Α. μέσω του νόμου Sarbanes-Oxley, παρακινεί τους ελεγκτές και τις εταιρείες να εξετάζουν τα βιβλία τους με μεγαλύτερη προσοχή, και αυτή η διαδικασία φέρνει στο φως πολλά από τα ενυπάρχοντα προβλήματα.

Ένα από παράδειγμα αποτελεί η σουηδική ασφαλιστική εταιρεία Skandia. Η απόφαση της εταιρείας να λειτουργήσει με βάση τις απαιτήσεις του νόμου Sarbox για τις επιτροπές ελέγχου, παρ' ότι δεν δραστηριοποιείται στις Η.Π.Α., προκάλεσε αίσθηση. Η Skandia αντικατέστησε την παραδοσιακή επιτροπή ελέγχου την οποία αποτελούσαν ο πρόεδρος της εταιρείας και ακόμη ένας διευθυντής, με τρεις ανεξάρτητους μη εκτελεστικούς διευθυντές, από τους οποίους ο ένας τουλάχιστον πρέπει να έχει σημαντική ειδίκευση στα χρηματοοικονομικά. Την 1^η Δεκεμβρίου ο πρόεδρος της εταιρείας Bengt Braun, παραιτήθηκε εν μέσω κατηγοριών για οικονομική απάτη και κατάχρηση κεφαλαίων. *Φαίνεται ότι ο ανεξάρτητος έλεγχος των οικονομικών καταστάσεων έχει κρισιμότερη σημασία από το σύστημα στο οποίο στηρίζονται αυτές οι οικονομικές καταστάσεις.*

✓ ΔΙΕΘΝΗΣ ΣΥΓΚΛΙΣΗ Ή ΚΑΝΟΝΕΣ ENANTI APXΩN

Ο νόμος Sarbanes-Oxley υποχρεώνει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να μελετήσει το σύστημα χρηματοοικονομικής λογιστικής προκειμένου να διαπιστώσει αν και κατά πόσον βασίζεται σε «αρχές» ή σε «κανόνες» και να προσδιορίσει πόσος καιρός θα χρειαστεί για να επιτευχθεί ένα σύστημα που θα βασίζεται σε «αρχές». Επίσης επιβάλλει στους θεσμούς και στα πρόσωπα που ασχολούνται με τον καθορισμό χρηματοοικονομικών λογιστικών προτύπων να υιοθετήσουν διαδικασίες που διασφαλίζουν άμεση μελέτη των νέων κανόνων που αντικατοπτρίζουν τη «διεθνή σύγκλιση σε υψηλής ποιότητας λογιστικά πρότυπα».

Η βασική διαφορά ανάμεσα στα λογιστικά πρότυπα που βασίζονται σε κανόνες και σε εκείνα που βασίζονται σε αρχές πηγάζει από το γεγονός ότι σε αρχές έχουν ευρύτερο πεδίο εφαρμογής καταλήγουν σε λιγότερες εξαιρέσεις και περιπτώσεις

ασαφείς, ενώ απαιτείται μικρότερη ερμηνευτική προσπάθεια και καθοδήγηση για την εφαρμογή των προτύπων σε ασαφείς περιπτώσεις. Αυτό προφανώς σημαίνει αυξημένη ανάγκη εφαρμογής επαγγελματικής κρίσης – αλλά της επαγγελματικής κρίσης ποιου; Για να λειτουργήσει οποιαδήποτε προσέγγιση που βασίζεται σε αρχές, θα πρέπει όλοι οι συμμετέχοντες στη χρηματοοικονομική αγορά (νομοθέτες, λογιστές, διευθυντές, ελεγκτές κτλ.) να έχουν δεσμευθεί ότι θα αλλάξουν τις διαδικασίες και τις μεθόδους προκειμένου να εφαρμοστούν οι αρχές.

Η εφαρμογή λογιστικών προτύπων που συνεπάγονται λιγότερες εξαιρέσεις σημαίνει μεταξύ άλλων αυξημένη μεταβλητότητα των δημοσιευμένων κερδών. Το επιχείρημα που προβάλλεται είναι ότι ένα από το πλεονέκτημα των λογιστικών προτύπων που βασίζονται σε αρχές έγκειται στο ότι υποχρεώνουν τον ελεγκτή να εκφράσει την κρίση του σχετικά με την οικονομική ουσία των συναλλαγών αντί να περιοριστεί στο να αναζητήσει πιθανά νομικά «παραθυράκια». Το επιχείρημα αυτό όμως συσχετίζει το πραγματικό ζήτημα αν η διοίκηση και οι ελεγκτές ήταν πάντα ικανοί και έντιμοι, οι οικονομικές εκθέσεις θα ήταν ακριβείς ανεξαρτήτως λογιστικού συστήματος. Αλλά τι συμβαίνει όταν η διοίκηση και οι ελεγκτές δεν είναι ικανοί και έντιμοι; Χρειαζόμαστε ένα σύστημα που να βασίζεται σε αρχές, το οποίο όμως θα θεσπίζει τους απαραίτητους εκείνους κανόνες που θα καθοδηγούν τους λογιστές στη διεκπεραίωση πολύπλοκων συναλλαγών. Αυτό σημαίνει σύγκλιση των λογιστικών συστημάτων : ο συγκερασμός του συστήματος που κυριαρχεί στην Ευρώπη και το οποίο βασίζεται σε αρχές με το σύστημα που κυριαρχεί στις Η.Π.Α. και το οποίο βασίζεται σε κανόνες θα μας έδινε τη δυνατότητα να αντιμετωπίσουμε προβλήματα αξιοπιστίας των οικονομικών καταστάσεων πολύ πιο αποτελεσματικό από ό,τι με κάθε ένα σύστημα ξεχωριστά.

✓ **ΕΝΔΕΙΞΕΙΣ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΤΟΥ SARBOX**

Υπάρχουν ήδη ενδείξεις ότι οι διευθύνοντες σύμβουλοι συμμετέχουν ολοένα και περισσότερο στις διαδικασίες σύνταξης των οικονομικών αναφορών και αναζητούν ολοένα καλύτερες τεχνολογίες προκειμένου να βελτιώσουν τα υπάρχοντα συστήματα ανάλυσης και προσδιορισμού ενδεχομένων επιχειρησιακών ή και χρηματοοικονομικών ασυνεπειών.

Οι διευθύνοντες σύμβουλοι ενισχύουν τη σημασία της λογοδοσίας, της υπευθυνότητας, καθώς και της οικονομικής και επαγγελματικής ακεραιότητας σε όλα τα επίπεδα των επιχειρήσεων.

Οι διευθύνοντες σύμβουλοι και οι επιτροπές ελέγχου συνεργάζονται ολοένα και περισσότερο με τους εξωτερικούς ελεγκτές, συζητούν εκτενέστερα για θέματα λογιστικής, σύνταξης αναφορών, εσωτερικών ελεγκτικών μηχανισμών, καθώς και άλλα ζητήματα που σχετίζονται με τον έλεγχο.

Η εκτελεστική διοίκηση έχει πλέον αυξημένη επίγνωση και εμπλέκεται στον σχεδιασμό, στην υλοποίηση και στην παρακολούθηση των εσωτερικών ελέγχων των οικονομικών εκθέσεων. ο εξωτερικός ελεγκτής και η επιτροπή ελέγχου συζητούν περισσότερο ανοιχτά και έχουν περισσότερο ουσιαστική, ενεργή και άμεση αλληλεπίδραση. Τόσο η συχνότητα όσο και η διάρκεια των συναντήσεων της επιτροπής ελέγχου έχουν αυξηθεί. Ζητείται από τους ελεγκτές να παρέχουν περισσότερα σχόλια για την ποιότητα των οικονομικών εκθέσεων, τη διοικητική διαδικασία εσωτερικού ελέγχου.

Οι επιτροπές ελέγχου ζητούν από τους ελεγκτές λεπτομερέστερο σχολιασμό των διαδικασιών ελέγχου των ενδιάμεσων οικονομικών καταστάσεων (οι τριμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις δεν ελέγχονται από εξωτερικούς ελεγκτές). Τα μέλη των επιτροπών ελέγχου επεκτείνουν τις γνώσεις τους σχετικά με την οικονομική διαχείριση της επιχείρησης και την διαδικασία σύνταξης των οικονομικών καταστάσεων, καθώς και με τον ρόλο τα των ανεξάρτητων ελεγκτών. Επίσης έχει σημειωθεί αύξηση του χρόνου που αφιερώνουν καθώς και του βαθμού εμπλοκής τους στην επικοινωνία και στις συναντήσεις με τη διοίκηση και τους ελεγκτές.

Οι εταιρείες και οι επιτροπές ελέγχου συνειδητοποιούν ότι είναι απαραίτητο να υπάρξει πρόσθετη εκπαίδευση και κατάρτιση σε θέματα λογιστικής και ελέγχου ώστε να διασφαλιστεί ο επιθυμητός βαθμός κατανόησης των θεμάτων που σχετίζονται με τη σύνταξη οικονομικών καταστάσεων από τα μέλη των επιτροπών ελέγχου.

γ) Κώδικες και Νομοθετικά έργα στην Ελλάδα

Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο σημείο, στην Ελλάδα η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης πρωτοεμφανίστηκε την περίοδο 1998-99 όταν η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εξέδωσε το 1999 την «*Γαλάζια Βίβλο*»,

προσπαθώντας έτσι να εισαγάγει σημαντικά τμήματα ρυθμίσεων στο εποπτικό θεσμικό πλαίσιο που αφορούσε τις ανώνυμες εταιρείες βάση του **νόμου 2190/1920**.

Σύμφωνα με την «Γαλάζια Βίβλο» της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς διατυπώνονται ορισμένες αρχές εταιρικής διακυβέρνησης με μορφή μη δεσμευτικών συστάσεων προς τις εισηγμένες. Η Επιτροπή για την εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα, στην οποία συμμετείχαν εκπρόσωποι όλων των σημαντικότερων φορέων της ελληνικής οικονομικής ζωής, βασιζόμενη στις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ δημιούργησε ένα κώδικα για την ελληνική επιχειρηματική αγορά. Το κείμενο αυτό περιείχε κατευθυντήριες αρχές για την εταιρεία, χωρίς όμως όπως είπαμε να έχει υποχρεωτικό χαρακτήρα. Σύντομα όμως δεν άργησε να φανεί η αδυναμία της πρότασης αυτής στην πρακτική εφαρμογή της από μέρους των επιχειρήσεων. Ακριβώς λόγω του μη δεσμευτικού χαρακτήρα που είχε δεν αντιμετωπίστηκε με την δέουσα προσοχή από τις εισηγμένες, με αποτέλεσμα να μην έχουμε σημαντικές αλλαγές στον τρόπο διοίκησης τους.

Ένα χρόνο περίπου αργότερα, το 2000, διαμορφώνεται ένα υποχρεωτικό καθεστώς, για τις εισηγμένες τουλάχιστον, με τον **«Κανονισμό Συμπεριφοράς Εισηγμένων Εταιρειών και των συνδεδεμένων με αυτή προσώπων»**, γνωστή και ως **«απόφαση 5/204»** της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Ο παραπάνω κανονισμός επικυρώθηκε στις 14/11/2000 και αποτελεί το πρώτο επίσημο υποχρεωτικό κείμενο με διατάξεις εταιρικής διακυβέρνησης (θα πρέπει να σημειωθεί ότι παράβαση του Κανονισμού επισύρει διοικητικές κυρώσεις επιβαλλόμενες από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς).

Συνοπτικά, ο Κανονισμός της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς προβλέπει τις εξής υποχρεώσεις :

α Την υποχρέωση των εισηγμένων εταιρειών να καταρτίσουν κανονισμό εσωτερικής λειτουργίας και να διαθέτουν τμήμα εσωτερικού ελέγχου το οποίο θα αποσκοπεί στη συνεχή παρακολούθηση της λειτουργίας της εταιρείας.

α Την υποχρέωση των εταιρειών να διαθέτουν υπηρεσία εξυπηρέτησης μετόχων και υπηρεσία εταιρικών ανακοινώσεων. Η πρώτη θα έχει την ευθύνη της άμεσης και ισότιμης πληροφόρησης των μετόχων καθώς και της εξυπηρέτησης τους σχετικά με την άσκηση των δικαιωμάτων τους με βάση το νόμο και το καταστατικό της εταιρείας ενώ στην δεύτερη υπηρεσία ανατίθεται η αρμοδιότητα της επικοινωνίας με τις αρμόδιες αρχές και τα μέσα μαζικής επικοινωνίας.

α Την υποχρέωση των εισηγμένων εταιρειών να γνωστοποιούν στους επενδυτές κάθε χρόνο επαρκή στοιχεία σχετικά με την κατάσταση της και την εξέλιξη της δραστηριότητας της με την μορφή του Ετήσιου Δελτίου.

α Τέλος, στον Κανονισμό Συμπεριφοράς εξειδικεύονται τα γεγονότα τα οποία η εταιρεία έχει υποχρέωση άμεσης γνωστοποίησης στο κοινό και εισάγονται υποχρεώσεις προαναγγελίας συναλλαγών για συγκεκριμένα πρόσωπα.

Προς το σκοπό της περαιτέρω ενίσχυσης της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα, ψηφίσθηκε δυο χρόνια αργότερα ο «νόμος περί εταιρικής διακυβέρνησης», γνωστός και ως «νόμος 3016/02». Σύμφωνα με τροποποίηση που κατατέθηκε, οι εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) θα έπρεπε να συμμορφωθούν προς τις διατάξεις του έως τον Ιούνιο του 2003.

Οι βασικές τομές στην λειτουργία των εισηγμένων εταιρειών που επέβαλλε ο νόμος 3016/02 αφορούσαν :

- Την σύνθεση και λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου
- Τον εσωτερικό έλεγχο και τον κανονισμό εσωτερικής λειτουργίας
- Την υλοποίηση του προγράμματος χρήσης αντληθέντων κεφαλαίων

Πιο συγκεκριμένα, συνοπτικά τα βασικά σημεία του νόμου είναι :

1. Διακηρύσσεται ως πρώτη ευθύνη και καθήκον των μελών του ΔΣ η εξυπηρέτηση της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρείας
2. Καθορίζονται οι αρμοδιότητες και τα καθήκοντα των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου (ΔΣ)
3. Καθορίζεται η σύνθεση του ΔΣ στο οποίο θα μετέχουν πλέον υποχρεωτικά και μη εκτελεστικά μέλη. Σκοπός της ύπαρξης των μη εκτελεστικών μελών είναι ο έλεγχος επί της δραστηριότητας και της διαχείρισης που ασκείται από τα εκτελεστικά. Πιο συγκεκριμένα, τα «εκτελεστικά» μέλη είναι επιφορτισμένα με την ενασχόληση για τα καθημερινά θέματα της εταιρείας, ενώ τα «μη εκτελεστικά» με την

προαγωγή όλων των εταιρικών ζητημάτων. Τα μη εκτελεστικά μέλη θα αποτελούν τουλάχιστον το 1/3 των μελών του ΔΣ. Δυο εξ αυτών τουλάχιστον πρέπει να είναι ανεξάρτητα, δηλαδή να μην έχουν συγγενική σχέση με μέλη του ΔΣ ή διευθυντικά στελέχη της εταιρείας, να μην έχουν επαγγελματική σχέση με την εταιρεία ή συνδεδεμένες με αυτήν. Τα ανεξάρτητα μέλη ορίζονται από την Γενική Συνέλευση της εταιρείας και αποτελούν τους εκφραστές μιας ανεξάρτητης κρίσης, στο πλαίσιο της διαδικασίας λήψης των αποφάσεων της διοίκησης της εταιρείας.

4. Προσδιορίζεται η γενικότερη πολιτική αμοιβών της εταιρείας, και γίνεται σαφής καθορισμός των αμοιβών των διευθυντικών στελεχών και του εσωτερικού ελεγκτή.

5. Καθίσταται υποχρεωτική η σύνταξη *εσωτερικού κανονισμού* λειτουργίας και η σύσταση ειδικής υπηρεσίας *εσωτερικού ελέγχου*, στοιχεία τα οποία πλέον θα αποτελούν προϋποθέσεις για την εισαγωγή των εταιρειών στο ΧΑΑ. Η διαδικασία ορισμού εσωτερικών ελεγκτών και καθορισμός των αρμοδιοτήτων τους σκοπό έχει να διασφαλιστεί η εύρυθμη λειτουργία και διοίκηση της εταιρείας.

6. Γίνεται διαχωρισμός μεταξύ εσωτερικού και εξωτερικού ελέγχου. Η αποτελεσματικότητα του εσωτερικού ελέγχου προϋποθέτει την ύπαρξη ενός συστήματος εσωτερικού ελέγχου, το οποίο καλύπτει κάθε δράση της εταιρείας και αποσκοπεί στην αποφυγή των κινδύνων που απειλούν την εύρυθμη λειτουργία της.

7. Ο *εσωτερικός κανονισμός λειτουργίας* περιγράφει την εσωτερική διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρείας, τις διαδικασίες πρόσληψης και αξιολόγησης της αποδοτικότητας των διευθυντικών στελεχών της, εξειδικεύει τις αρμοδιότητες των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ, καθορίζει τις διαδικασίες προαναγγελιών και παρακολούθησης των συναλλαγών προσώπων της εταιρείας με συγκεκριμένες ιδιότητες και τους κανόνες εκτέλεσης και δημοσιοποίησης συναλλαγών μεταξύ συνδεδεμένων εταιρειών.

8. Οι αρμοδιότητες των εσωτερικών ελεγκτών περιλαμβάνουν την διαπίστωση της ορθής εφαρμογής και τήρησης του εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας, του καταστατικού της εταιρείας και της εν γένει

νομοθεσίας που αφορά την εταιρεία και ιδιαίτερα του νόμου 2190/1920 και όλης της χρηματιστηριακής νομοθεσίας.

9. Προσδιορίζονται οι υποχρεώσεις των εισηγμένων εταιρειών σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού τους κεφαλαίου με μετρητά καθώς και σε περίπτωση απόκλισης στη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων. Πιο συγκεκριμένα, θεσμοθετείται η υποχρέωση του ΔΣ της εταιρείας να παρουσιάζει στη ΓΣ που πρόκειται να αποφασίσει για την αύξηση, γραπτή έκθεση στην οποία θα περιλαμβάνονται μεταξύ άλλων οι γενικές κατευθύνσεις του επενδυτικού σχεδίου και το χρονοδιάγραμμα υλοποίησης του. Σημαντικές αποκλίσεις στη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων μπορεί να αποφασιστεί με απόφαση του ΔΣ, το οποίο αποφασίζει με πλειοψηφία των $\frac{3}{4}$ των μελών του και έγκριση της ΓΣ που συγκαλείται για αυτό το σκοπό. Η έγκριση της ΓΣ κοινοποιείται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το ΧΑΑ.

Η εισαγωγή του παραπάνω νόμου στην ελληνική επιχειρηματική αγορά επέφερε πολλές συζητήσεις και προβληματισμούς, άλλοτε για τα θετικά σημεία που αυτός εισήγαγε κι άλλοτε για τα αρνητικά, και κυρίως για την ουσιαστική του εφαρμογή από μέρους των επιχειρήσεων.

Η υφιστάμενη ρύθμιση καταλύει την διάκριση μεταξύ διοίκησης/ διαχείρισης και του ελέγχου της και παραβιάζει την βασική παραδοσιακή ηθική επιταγή ότι τα πρόσωπα που την ελέγχουν οφείλουν να είναι διαφορετικά από εκείνα που διοικούν/ διαχειρίζονται την εταιρεία.

Ο νομοθέτης του ν. 3016/2002 προέβη στη γενόμενη ρύθμιση με βάση τα ισχύοντα στο αγγλοσαξονικό δίκαιο, το οποίο κατά την μεταφορά του απαιτεί προσοχή και σύνεση, αφού το δίκαιο αυτό σε σχέση με το ελληνικό ακολουθεί ένα διαφορετικό σύστημα για τις εμπορικές εταιρείες. Πολλοί υποστηρίζουν, ότι ο νομοθέτης δεν έλεγξε προηγουμένως την καταλληλότητα της ρύθμισης για το σύστημα του ισχύοντος ελληνικού δικαίου και δεν εξέτασε την πρακτική εφαρμοσιμότητα της στην ελληνική εταιρική πραγματικότητα.

Η παραπάνω θέση ενισχύεται και από το επιχείρημα ότι, η βασική διάκριση των μελών του ΔΣ, σε εκτελεστικά και μη εκτελεστικά έχει ως αποτέλεσμα την *de iure* άνιση μεταχείριση των μελών του ΔΣ, οδηγεί σε διάσπαση της ενότητας του ΔΣ ως οργάνου και της συλλογικής του δράσης.

Τέλος, πολλές συζητήσεις έχουν γίνει για το αν ο νομοθέτης θέλει ουσιαστικά να προστατεύσει το συμφέρον της μειοψηφίας, καθώς δεν είναι ξεκάθαρη η τοποθέτηση του, όπως αυτή εκφράζεται από τις διατάξεις του νόμου.

Πρόσφατα, κι ύστερα από το μικρό χρονικό διάστημα πρακτικής εφαρμογής του νόμου, έχουν αναδειχθεί τέσσερα βασικά ερωτήματα :

i. Το θεσμικό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να ορίζει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις όλων των φορέων στην επιχείρηση με κύριο άξονα την μεγιστοποίηση της απόδοσης και κατά συνέπεια της αγοραίας κεφαλαιακής της αξίας. Το βασικό πρόβλημα είναι η άριστη σχέση μεταξύ λογοδοσίας και αποτελεσματικότητας της πολυμετοχικής επιχείρησης.

Δηλαδή, αναγνωρίζεται, ότι – ενώ η λογοδοσία είναι απαραίτητη – δεν θα πρέπει να επιβάλλεται χωρίς την αναγνώριση της ανάγκης διατήρησης των προϋποθέσεων δημιουργίας πραγματικού πλούτου για τους μετόχους της επιχείρησης. Παράλληλα, θα πρέπει να αναγνωρίζεται ότι η επιχειρηματική αποτελεσματικότητα και η συνεχής επιδίωξη της δημιουργίας πλούτου δεν θα πρέπει να επιτρέπεται ανεμπόδιστα χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η υποχρέωση λογοδοσίας προς τους ιδιοκτήτες / μετόχους της επιχείρησης.

ii. Το δεύτερο ερώτημα είναι η άριστη ποσοτική σχέση μεταξύ των αμοιβών των μελών του ΔΣ και της απόδοσης της επιχείρησης.

Παρατηρείται ένα πλήθος εμπειρικών αποτελεσμάτων, διεθνώς, τα οποία στην πλειοψηφία τους αποτυπώνουν μια θετική σχέση μεταξύ των δυο μεγεθών.

iii. Το τρίτο ερώτημα συνίσταται στην ανάγκη θεσμοθέτησης υπό-επιτροπής του ΔΣ στην επιχείρηση για τον καθορισμό των αμοιβών.

Θεωρητικά τα συμβόλαια σύνδεσης της αμοιβής των μελών του ΔΣ με την αποδοτικότητα της επιχείρησης συνήθως προωθούνται από τους μετόχους με σκοπό τον περιορισμό των αντιδικιών μεταξύ αυτών και των μελών του ΔΣ. Ωστόσο, στην πράξη η διαδικασία σχεδιασμού και εφαρμογής των συμβολαίων αυτών τείνει να είναι υπό τον έλεγχο των μελών του ΔΣ. Για τον λόγο αυτό, πολλές από τις επιτροπές εταιρικής διακυβέρνησης διεθνώς συστήνουν την θεσμοθέτηση υπό-επιτροπής για τον καθορισμό των αμοιβών, οι οποίες αποτελούνται από μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ.

iv. Το τέταρτο ερώτημα αφορά και πάλι την σχέση μεταξύ της αμοιβής των μελών του ΔΣ και της αποδοτικότητας της επιχείρησης.

Είναι η υιοθέτηση προαιρετικών δικαιωμάτων προνομιακής απόκτησης μετοχών (stock options) από τα εκτελεστικά μέλη ο καλύτερος τρόπος προώθησης της αποτελεσματικής συμβολής των μελών αυτών; Είναι ίσως αποτελεσματικότερο να μην δίνεται η δυνατότητα της προαιρετικής απόκτησης μετοχών, αλλά να δίνεται η δυνατότητα απόκτησης μετοχών υπό προϋποθέσεις σχετικές με την απόδοση; Χρειάζονται ίσως νέου είδους μακροπρόθεσμα κίνητρα;

Το νομικό πλαίσιο περί εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα θωρακίστηκε ακόμα περισσότερο και έγινε πιο αυστηρό με την εισαγωγή ενός επιπλέον νόμου, γνωστός ως «**Νόμος 3148/2003**». Οι ρυθμίσεις του παραπάνω νόμου οριοθετούν ένα αυστηρότερο πλαίσιο εποπτείας και λειτουργίας των εξωτερικών ελεγκτών.

Σύμφωνα με τον Ν. 3148/2003 :

Ø Συστήνεται ανεξάρτητη επιτροπή ποιοτικού ελέγχου η οποία αναλαμβάνει τον ποιοτικό έλεγχο των ελέγχων που διενεργούν, σύμφωνα με τον νόμο, οι ορκωτοί ελεγκτές λογιστές. Ετησίως θα ελέγχεται το 10% των εισηγμένων εταιρειών και το 1% των μη εισηγμένων εταιρειών.

Ø Καθιερώνεται ανεξάρτητη εποπτική αρχή που επιβλέπει το έργο των ορκωτών ελεγκτών λογιστών.

Ø Θεσμοθετούνται αυστηρά ασυμβίβαστα για τους ορκωτούς ελεγκτές λογιστές που διενεργούν ελέγχους σε εισηγμένες στο ΧΑΑ εταιρείες.

Από όλα τα παραπάνω γίνεται κατανοητό ότι πλέον η Ελλάδα διαθέτει ένα ικανοποιητικό θεσμικό πλαίσιο περί εταιρικής διακυβέρνησης, σε σχέση με τα ευρωπαϊκά δεδομένα. Το σύνολο των εταιρειών φαίνεται να έχει αντιληφθεί ότι οι αρχές και οι κανόνες που θέτει το θεσμικό πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης για την διοίκηση και την λειτουργία των εταιρειών ενισχύουν την μακροχρόνια ανάπτυξη της εταιρείας και διασφαλίζουν τα συμφέροντα όλων όσων συνδέονται με αυτή. Οι αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης προσθέτουν αξία στην επιχείρηση, είναι λοιπόν προς το συμφέρον όλων η εφαρμογή όχι μόνο των υπάρχουσών κανόνων (που επιβάλλουν οι νόμοι) αλλά και κάθε άλλου που λειτουργεί προς την ίδια κατεύθυνση. Το πρόβλημα που δυστυχώς ακόμα αντιμετωπίζουμε στην Ελλάδα είναι αφενός μεν ο

μεγάλος αριθμός οικογενειακών επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην ελληνική αγορά και αφετέρου η «ιδιοσυγκρασία» των ελληνικών επιχειρήσεων που φροντίζουν μόνο να είναι σύννομες και τίποτε παραπάνω.

Πίνακας 2.1

Συνοπτικός Πίνακας Κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα

Κράτος	Κώδικας	Γλώσσα
Ελλάδα	<ul style="list-style-type: none"> • Mertzanis Report (October 1999) • Απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (5/204)(2000) • Federation of Greek Industries Principles (August 2001) • Νόμος 3016/2002 (June 2002) • Νόμος 3148/2003 	<ul style="list-style-type: none"> • Ελληνικά και αγγλικά • Ελληνικά (αγγλική μετάφραση διαθέσιμη) • Ελληνικά (αγγλική μετάφραση διαθέσιμη) • Ελληνικά (αγγλική μετάφραση διαθέσιμη) • Ελληνικά (αγγλική μετάφραση διαθέσιμη)

2.4 Ομοιότητες και Διαφορές μεταξύ των συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης

Από την παρουσίαση των διατάξεων που ισχύουν σε διάφορες χώρες (Πίνακες 1 & 2), παρατηρούνται μεν ορισμένα κοινά στοιχεία ως προς τις περιοχές εταιρικής διακυβέρνησης που καλύπτουν οι διατάξεις ανά χώρα, αλλά υπάρχουν και σημαντικές διαφορές, κυρίως όσον αφορά τον τύπο του μοντέλου εταιρικής διακυβέρνησης που επιλέγεται και στην εφαρμογή του.

Όσον αφορά, τον τύπο της εταιρικής διακυβέρνησης που υιοθετούν οι διατάξεις κάθε χώρας, μπορεί κανείς να διακρίνει τρία γενικά μοντέλα :

i. «Anglo Saxon model»

Τα κύρια χαρακτηριστικά του παραπάνω μοντέλου εταιρικής διακυβέρνησης είναι η διασπορά της ιδιοκτησίας, δεν έχουμε δηλαδή έναν μεγαλομέτοχο ή ένα μεγάλο γκρουπ που ελέγχει την εταιρεία, και οι μέτοχοι.

ii. «Continental model»

Σε αντίθεση με το παραπάνω μοντέλο, παρατηρείται συγκέντρωση της ιδιοκτησίας της επιχείρησης και είναι έντονη η παρουσία των επενδυτών (διαφέρουν ως προς τους μετόχους στο ότι έχουν πιο μακροχρόνιους στόχους και εμπλέκονται αμεσότερα με την επιχειρηματική δραστηριότητα της εταιρείας. Ως επενδυτές μπορούν π.χ. να χαρακτηριστούν κάποιοι μεγαλοδανειστές μιας επιχείρησης όπως προμηθευτές και τράπεζες)

iii. «The OECD model»

Το μοντέλο αυτό ουσιαστικά είναι η πιστή εφαρμογή των προτάσεων – κανόνων που διατύπωσε ο ΟΟΣΑ και καλύπτουν πέντε βασικές περιοχές ορθής εταιρικής διακυβέρνησης, όπως αυτή της δίκαιης μεταχείρισης των μετόχων, των δικαιωμάτων των μετόχων, το ρόλο των ομάδων ενδιαφερομένων στην εταιρική διακυβέρνηση, την έγκαιρη και έγκυρη αποκάλυψη και διαφάνεια και την ευθύνη του Διοικητικού Συμβουλίου.

Πέρα από τις διαφορές στα μοντέλα εταιρικής διακυβέρνησης, η πλέον σημαντική διαφορά ανάμεσα στις διάφορες χώρες είναι ο εθελοντικός ή, στην αντίθετη περίπτωση, υποχρεωτικός χαρακτήρας των κανόνων.

Σε μεγάλες χρηματιστηριακές αγορές συνήθως δεν παρατηρούνται κανόνες με την μορφή νόμου, δηλαδή με υποχρεωτικό χαρακτήρα, αλλά οι ίδιες οι επιχειρήσεις αποφασίζουν για τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης που θα εφαρμόσουν. Αυτό συμβαίνει γιατί η ίδια η αγορά είναι σε θέση να επιβραβεύσει ή να «τιμωρήσει»

εταιρείες που δεν λαμβάνουν υπόψη την ανάγκη των επενδυτών για μεγαλύτερη διαφάνεια, αυστηρότερο έλεγχο και αποτελεσματικότερη χρησιμοποίηση της επένδυσής τους. Κάτι τέτοιο συμβαίνει στην Αγγλία, την Γερμανία κι άλλα μεγάλα χρηματιστηριακά κέντρα. Βέβαια το παραπάνω δεν αποκλείει και την ύπαρξη προτάσεων εταιρικής διακυβέρνησης με την μορφή νόμου, όπως πρόσφατα παρατηρήθηκε στις ΗΠΑ με τον νόμο Sarbanes – Oxley. Τα οικονομικά σκάνδαλα είχαν ξεπεράσει τα όρια της αγοράς και χρειαζόταν μια διάταξη από μια αρχή με αυστηρότερο χαρακτήρα, όπως είναι το κράτος.

Αντίθετα, σε αναδυόμενες ή αναπτυσσόμενες αγορές, όπου η αγορά ακόμα μπορεί να χειραγωγηθεί και να επηρεαστεί επιβάλλεται ο χαρακτήρας των διατάξεων να είναι αυστηρός και να έχει την μορφή νόμου, ώστε να τηρούνται από το σύνολο των εισηγμένων, ανεξάρτητα από το μέγεθος και άλλους παράγοντες.

Στις προηγούμενες παραγράφους παρουσιάστηκαν ορισμένοι παράμετροι που αφορούν συνολικά το θέμα της Εταιρικής Διακυβέρνησης με σκοπό να γίνει κατανοητό το γιατί σήμερα τόσο η επιστημονική κοινότητα όσο και η επιχειρησιακή έχουν δώσει βαρύνουσα σημασία στην σχέση που συνδέει την επιχειρηματική λειτουργία μιας οικονομικής οντότητας, όπως αυτή αποτυπώνεται στα οικονομικά της μεγέθη, με το γενικότερο πλαίσιο εταιρικής συμπεριφοράς που ονομάζεται Εταιρική Διακυβέρνηση. Εν πολλοίς, οι παράμετροι αυτοί είχαν θεωρητικό χαρακτήρα και δεν εμπλέκονταν με εμπειρικά στοιχεία. Παρακάτω, θα μελετήσουμε πως προσεγγίζεται το θέμα από την παγκόσμια βιβλιογραφία και στην συνέχεια παρουσιάζεται η εμπειρική προσέγγιση που επιχειρήθηκε για την περίπτωση της Ελλάδας.

Συνοπτικός Πίνακας Κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ευρώπη

Κράτος	Κώδικας	Γλώσσα
Βέλγιο	<ul style="list-style-type: none"> • Recommendations of the Federation of Belgian Companies (January 1998) • Recommendations of the Belgian Banking & Finance Commission (January 1998) • Cardon Report (December 1998) • The Director's Charter (January 2000) 	<ul style="list-style-type: none"> • Ολλανδικά, γαλλικά και αγγλικά • Ολλανδικά, γαλλικά και αγγλικά • Ολλανδικά, γαλλικά και αγγλικά • Γαλλικά και αγγλικά
Δανία	<ul style="list-style-type: none"> • Danish Shareholders Association Guidelines (February 2000) • Nørby Report & Recommendations (December 2001) 	<ul style="list-style-type: none"> • Δανικά και αγγλικά • Δανικά (αγγλική περίληψη διαθέσιμη)
Φινλανδία	<ul style="list-style-type: none"> • Chamber of Commerce/Confederation of Finnish Industry & Employers Code (February 1997) • Ministry of Trade & Industry Guidelines (November 2000) 	<ul style="list-style-type: none"> • Φινλανδικά (αγγλική περίληψη διαθέσιμη) • Φινλανδικά και αγγλικά
Γαλλία	<ul style="list-style-type: none"> • Viénot I Report (July 1995) • Hellebuyck Commission Recommendations (June 1998; Updated October 2001) • Viénot II Report (July 1999) 	<ul style="list-style-type: none"> • Γαλλικά (αγγλική μετάφραση διαθέσιμη) • Γαλλικά (αγγλική μετάφραση διαθέσιμη) • Γαλλικά (αγγλική μετάφραση διαθέσιμη)
Γερμανία	<ul style="list-style-type: none"> • Berlin Initiative Code (June 2000) • German Panel Rules (July 2000) • Cromme Commission Code (draft, December 2001) 	<ul style="list-style-type: none"> • Γερμανικά και αγγλικά • Γερμανικά και αγγλικά • Γερμανικά (αγγλική μετάφραση διαθέσιμη)
Ελλάδα	<ul style="list-style-type: none"> • Mertzanis Report (October 1999) • Απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (5/204) (2000) • Federation of Greek Industries Principles (August 2001) • Νόμος 3016/2002 (June 2002) 	<ul style="list-style-type: none"> • Ελληνικά και αγγλικά • Ελληνικά (αγγλική μετάφραση διαθέσιμη) • Ελληνικά (αγγλική μετάφραση διαθέσιμη) • Ελληνικά και αγγλικά
Ιρλανδία	<ul style="list-style-type: none"> • IAIM Guidelines (March 1999) 	<ul style="list-style-type: none"> • Αγγλικά
Ιταλία	<ul style="list-style-type: none"> • Preda Report (October 1999) 	<ul style="list-style-type: none"> • Ιταλικά (αγγλική μετάφραση διαθέσιμη)
Ολλανδία	<ul style="list-style-type: none"> • Peters Report (June 1997) • VEB Recommendations (1997) • SCGOP Handbook & Guidelines (August 2001) 	<ul style="list-style-type: none"> • Ολλανδικά (αγγλική μετάφραση διαθέσιμη) • Ολλανδικά (αγγλική μετάφραση διαθέσιμη) • Ολλανδικά (αγγλική μετάφραση διαθέσιμη)
Πορτογαλία	<ul style="list-style-type: none"> • Securities Market Commission Recommendations (November 1999) 	<ul style="list-style-type: none"> • Πορτογαλικά και αγγλικά
Ισπανία	<ul style="list-style-type: none"> • Olivencia Report (February 1998) 	<ul style="list-style-type: none"> • Ισπανικά (αγγλική μετάφραση διαθέσιμη)
Σουηδία	<ul style="list-style-type: none"> • Swedish Shareholders Association Policy (November 1999) 	<ul style="list-style-type: none"> • Σουηδικά (αγγλική μετάφραση)
Αγγλία	<ul style="list-style-type: none"> • Institute of Chartered Secretaries & Administrators Code (February 1991) • Institutional Shareholders Committee Statement of Best Practice (April 1991) <ul style="list-style-type: none"> • Cadbury Report (December 1992) • PIRC Shareholder Voting Guidelines (April 1994; Updated March 2001) <ul style="list-style-type: none"> • Greenbury Report (July 1995) • Hermes Statement (March 1997; Updated January 2001) <ul style="list-style-type: none"> • Hampel Report (January 1998) • Combined Code (July 1998) • Turnbull Report (September 1999) • NAPF Corporate Governance Code (June 2000) • AUTIF Code (January 2001) 	<ul style="list-style-type: none"> • Αγγλικά • Αγγλικά • Αγγλικά • Αγγλικά • Αγγλικά • Αγγλικά • Αγγλικά • Αγγλικά • Αγγλικά • Αγγλικά • Αγγλικά

Κεφάλαιο 3

«Επισκόπηση Εμπειρικών Μελετών»

3.1 Επισκόπηση Παγκόσμιας Βιβλιογραφίας

Η βιβλιογραφία αναφορικά με θέματα εταιρικής διακυβέρνησης είναι σχετικά πρόσφατη και δεν αριθμεί πάνω από δέκα με δεκαπέντε χρόνια ζωής. Οι πρώτες δημοσιευμένες μελέτες παρατηρούνται λίγο μετά την απόφαση της Επιτροπής Cadbury, που στην ουσία έθεσε την αφετηρία της εταιρικής διακυβέρνησης. Ο χαρακτήρας τους έχει καθαρά θεωρητικό χαρακτήρα αφού τα θέματα εταιρικής διακυβέρνησης έχουν νομική φύση, κατά βάση, και ακόμα δεν υπήρχαν πρακτικές εφαρμογές της στην αγορά. Επιχειρείται αρχικά μια προσέγγιση του ποτέ εγείρονται θέματα εταιρικής διακυβέρνησης σε μια επιχείρηση. Σύμφωνα με την έρευνα του **Hart. (1995)**, ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης προκύπτουν όταν υπάρχουν κόστη αντιπροσώπευσης (agency problems) και δεν μπορούν αυτά να αντιμετωπιστούν με συμφωνίες ή συμβόλαια μεταξύ ιδιοκτητών και διευθυντικών στελεχών. Σε ορισμένες περιπτώσεις βέβαια η ίδια η αγορά επιβάλλει στις επιχειρήσεις ορθολογική διακυβέρνηση προκειμένου να μειώσουν τα κόστη τους, με δεδομένο πάντα τον στόχο της μέγιστης κερδοφορίας. Η συγκεκριμένη έρευνα αναφέρεται και στην απόφαση της Επιτροπής Cadbury και υποστηρίζει ότι ελλείπει ισχυρού νομοθετικού πλαισίου η παραπάνω απόφαση είναι η καλύτερη δυνατή για να «εκπαιδέψει» τις επιχειρήσεις στο νέο μοντέλο διακυβέρνησης. Οι προτάσεις της επιτροπής αποτελούν μια γενική προσέγγιση του όρου εταιρική διακυβέρνηση. Αν και υπάρχουν ήδη μηχανισμοί που αξιολογούν το κατά πόσο μια επιχείρηση διοικείται σωστά (takeover mechanism), οι παραπάνω προτάσεις δεν αποτελούν υποκατάστατο αυτών αλλά λειτουργούν συμπληρωματικά και κυρίως προς την κατεύθυνση ελέγχου των διευθυντικών στελεχών.

Τα κόστη αντιπροσώπευσης προκύπτουν από τον διαχωρισμό ιδιοκτησίας – διοίκησης της εταιρείας και σχετίζονται με το πώς εξασφαλίζεται ότι ένας οικονομικός διευθυντής δεν θα καταχραστεί αυτά τα κεφάλαια και δεν θα αποκρύψει τα πραγματικά κέρδη μιας επιχείρησης(.). Η έρευνα των **Shleifer and Vishny (1997)**,

επικεντρώνεται στο συγκεκριμένο θέμα και προβάλλει θέσεις που ακόμα και σήμερα αποτελούν σημείο αναφοράς για πολλές μελέτες.

Πιο αναλυτικά, οι δυνατότητες που έχουν οι managers μιας επιχείρησης να παραπλανήσουν τους χρηματοδότες έχει αποδειχθεί εμπειρικά ότι είναι πάρα πολλές. Έτσι θα πρέπει να αναζητήσουμε τρόπους που να περιορίζουν την δράση των managers, χωρίς όμως αυτοί να αποτελούν τροχοπέδη στην απόδοση τους και κατά συνέπεια στην απόδοση της επιχείρησης. Η καλύτερη λύση που ανακύπτει είναι ένα είδους συμβολαίου – συμφωνίας μεταξύ managers-επενδυτών που να συγκλίνει τα συμφέροντα των δυο και να δίνει κίνητρα στους managers ώστε ικανοποιώντας το δικό τους συμφέρον να μεγιστοποιούν και τα οφέλη των επενδυτών. Τέτοιες μέθοδοι ονομάζονται «incentive contracts» και μπορούν να πάρουν την μορφή stock options, μερίδιο ιδιοκτησίας για τους managers ή ακόμα πιθανότητα απόλυσης του manager σε περίπτωση που τα εισοδήματα κυμαίνονται σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα. Το μεγαλύτερο πρόβλημα σε αυτή την περίπτωση είναι ότι οι managers εκ των πραγμάτων είναι σε θέση να διαπραγματευτούν αυτά τα «συμβόλαια» σε ευνοϊκή για αυτούς περίοδο, θέτοντας καλύτερους όρους για την επίτευξη των σκοπών τους. Για παράδειγμα μπορούν να διαπραγματευτούν τα συμβόλαια αυτά και να ζητήσουν stock options, αφού πρώτα έχουν ενδείξεις για αύξηση της τιμής της μετοχής (*Yermack (1997)*).

Εφόσον λοιπόν, θεωρία και εμπειρικά αποτελέσματα αποδεικνύουν ότι οι managers έχουν την δυνατότητα να καταχραστούν τα χρήματα των χρηματοδοτών τους γιατί οι επενδυτές συνεχίζουν να επενδύουν; Οι δυο παράγοντες στους οποίους βασίζεται η χρηματοδότηση επιχειρήσεων, κατά την έρευνα, είναι η φήμη της επιχείρησης και οι αισιόδοξες προβλέψεις των επενδυτών ότι δεν θα χάσουν τα χρήματα τους. Στην πρώτη περίπτωση, όταν μια επιχείρηση συστηματικά ανταποκρίνεται ικανοποιητικά στους κινδύνους που αντιμετωπίζει και εκπληρεί τις υποχρεώσεις της προς τους χρηματοδότες τότε δημιουργεί μια καλή φήμη στην αγορά που της εξασφαλίζει εξωτερική χρηματοδότηση σε χαμηλότερο κόστος. Από την άλλη οι επενδυτές είναι υπεραισιόδοξοι και συνήθως εξετάζουν την ικανότητα ανταπόκρισης της επιχείρησης βραχυπρόθεσμα. Τέτοιες προσεγγίσεις όμως, χωρίς να εμπλέκεται η έννοια της διακυβέρνησης, δεν θεωρούνται ικανές να εξηγήσουν την χρηματοδότηση μιας επιχείρησης.

Στην συνέχεια προσεγγίζονται στρατηγικές διακυβέρνησης των επιχειρήσεων που συνδέονται και με την χρηματοδότηση τους και αποδεικνύεται ότι αυτοί είναι οι κύριοι λόγοι που επενδυτές χρηματοδοτούν επιχειρήσεις.

Ένας επενδυτής χρηματοδοτώντας μια επιχείρηση κερδίζει αυτόματα κάποια δικαιώματα, και το κυριότερο εξ αυτών είναι το δικαίωμα ψήφου, το οποίο έμμεσα εξασφαλίζει και έλεγχο στην διακυβέρνηση της επιχείρησης (μέσω του δικαιώματος ψήφου για την ανάδειξη συμβουλίου). Αποδεικνύεται όμως ότι η εξάσκηση των δικαιωμάτων ψήφου έχει κόστος. Για παράδειγμα σε πολλές χώρες απαιτείται παρουσία του ίδιου του επενδυτή για να ασκήσει το δικαίωμα ψήφου (δεν υπάρχει δυνατότητα ηλεκτρονικής συμμετοχής ή δια αντιπροσώπου), οπότε αποδυναμώνεται σε μεγάλο βαθμό η συμμετοχή μικρομεσαίων, κυρίως, επενδυτών. Αλλά ακόμα κι αν δεχτούμε ότι κάτι τέτοιο δεν είναι ιδιαίτερα σημαντικό, κανείς δεν εξασφαλίζει ότι ψηφίζοντας ο επενδυτής ένα διοικητικό συμβούλιο της αρεσκείας του, αυτό σημαίνει αυτόματα ότι το συγκεκριμένο συμβούλιο θα επιτελέσει στο ακέραιο τα συμφέροντα του επενδυτή (*Charkham (1994)*). Παρολ' αυτά η νομική προστασία των δικαιωμάτων των επενδυτών είναι βασικό στοιχείο σωστής εταιρικής διακυβέρνησης μιας επιχείρησης.

Η συγκεντρωτική ιδιοκτησία (concentrated ownership), δηλαδή μεγάλα ποσοστά ιδιοκτησίας από ένα πρόσωπο, takeovers, bank finance είναι μια παγκόσμια αποδεκτή μέθοδος που εξασφαλίζει ότι οι επενδυτές θα πάρουν πίσω τα χρήματα τους (εφόσον βέβαια ανήκουν σε αυτό το «μπλοκ» της συγκεντρωτικής ιδιοκτησίας). Ένα 10% ή 20% ποσοστό ιδιοκτησίας από ένα πρόσωπο (φυσικό ή νομικό) αυξάνει την δύναμη του δικαιώματος ψήφου και επηρεάζει σαφέστατα την διακυβέρνηση της επιχείρησης. Ωστόσο, μεγάλα ποσοστά ιδιοκτησίας δεν παρατηρούνται απαραίτητα σε όλες τις χώρες. Στις ΗΠΑ, υπάρχουν νομικοί περιορισμοί (legal restrictions on high ownership and exercise of control by banks) (*Roe (1994)*), ενώ αντίθετα στην Γερμανία τραπεζικοί οργανισμοί ελέγχουν περίπου το ¼ των ψήφων στις μεγάλες επιχειρήσεις (*Franks and Mayer (1994)*). Στην Ιαπωνία, υπάρχει μια τάση συγκεντρωτισμού αλλά όχι στον βαθμό που ισχύει στην Γερμανία, ενώ το ίδιο περίπου συμβαίνει και στην υπόλοιπη Ευρώπη, Λατινική Αμερική και Αφρική (*OECD (1995)*).

Εκτός όμως από μεγαλομετόχους υπάρχουν και οι μεγαλοδανειστές (Large Creditors), όπου λειτουργούν αντίστοιχα προς τους πρώτους με την διαφορά ότι τα δικαιώματα τους είναι ιδιαίτερα αυξημένα σε περίπτωση που η επιχείρηση δεν

ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της ή χρεοκοπήσει. Η βασική διαφορά μεταξύ των δυο είναι αυτή ακριβώς η μεταβίβαση δικαιωμάτων από τον δανειζόμενο στον δανειστή σε περίπτωση οικονομικής δυσχέρειας και τότε τα δικαιώματα των creditors υπερισχύουν των δικαιωμάτων των μετόχων. Και οι δυο όμως αυτές κατηγορίες νοούνται ως επενδυτές και δημιουργούνται δυο μεγάλα προβλήματα.

Το κυριότερο είναι ότι οι μεγάλοι επενδυτές αντιπροσωπεύουν και ενδιαφέρονται για τα δικά τους συμφέροντα τα οποία μπορεί να μην ταυτίζονται με τα συμφέροντα των μικρομετόχων ή των managers ή των εργαζομένων. Παράλληλα, αυτή η τάση συγκεντρωτισμού σημαίνει και αυξημένο χρηματοοικονομικό κίνδυνο λόγω μη διαφοροποίησης (*Demsetz and Lehn (1985)*).

Το συμπέρασμα της θεωρητικής αυτής έρευνας είναι ότι προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων και μεγάλοι επενδυτές είναι βασικά στοιχεία καλής εταιρικής διακυβέρνησης. Οι μεγάλοι επενδυτές πιέζουν και ασκούν έλεγχο στους managers για επίτευξη και διανομή κερδών και την δύναμη αυτή την αντλούν από την άσκηση των δικαιωμάτων τους, άρα επιβάλλεται η νομική κατοχύρωση αυτών και η σωστή εξάσκηση τους.

Το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης έχει βαρύνουσα σημασία στην επίδοση μιας επιχείρησης και για αυτό αποτελεί ένα από τα κύρια συστατικά του νέου μοντέλου διακυβέρνησης. Σε έρευνα του *Himmelberg. (1999)* υποστηρίχθηκε η θέση ότι, οι επιχειρήσεις μακροχρόνια επιλέγουν στρατηγικές που μειώνουν το κόστος αντιπροσώπευσης, και κατά συνέπεια τα συνολικά τους κόστη, αλλά δυο ακόμα θέματα παραμένουν: πρώτον, η επιλογή ανεξάρτητων μηχανισμών προς την παραπάνω κατεύθυνση πρέπει να προσαρμοστεί στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της επιχείρησης, και δεύτερον η υιοθέτηση τέτοιων μηχανισμών σημαίνει κι ένα κόστος που επιμερίζεται μακροχρόνια. Αν και μετά την εισαγωγή συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης δεν παρατηρηθεί αύξηση της αξίας της επιχείρησης τότε αυτό σημαίνει ότι μέρος του κόστους αντιπροσώπευσης παραμένει. Η έρευνα καταλήγει στο ότι ο ρόλος των διευθυντικών στελεχών (managers) είναι ενδογενής μεταβλητή και προσδιορίζεται από τις συμφωνίες που ισχύουν μέσα στο περιβάλλον της επιχείρησης.

Ένα μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας αναφέρεται στην διασπορά της ιδιοκτησίας των μετόχων μιας επιχείρησης και γενικότερα σε θέματα που έχουν να κάνουν με τα δικαιώματα των μετόχων και ειδικότερα με τα δικαιώματα ψήφου.

Σύμφωνα με την έρευνα που έχει ήδη παρουσιαστεί των *Shleifer and Vishny (1997)*, η εταιρική διακυβέρνηση δεν αποκλείει την ύπαρξη μεγαλομετόχων ή αλλιώς τον έλεγχο ενός μεγάλου ποσοστού των μετοχών από ένα συγκεκριμένο πρόσωπο, κάτι όμως που σύμφωνα με έρευνα του *Becht (1999)*, θα έχει αρνητική επίπτωση στην ρευστότητα των αγορών (high voting concentration through blocks has a negative effect on liquidity). Το παραπάνω διαπιστώθηκε σε μεγάλες αγορές, όπως αυτές της Γερμανίας και του Βελγίου ενώ στις αγορές των ΗΠΑ και της Αγγλίας δεν διαπιστώνεται κάτι τέτοιο ή τουλάχιστον όχι συστηματικά καθώς το νομικό πλαίσιο προβλέπει κυρώσεις όπου διαπιστώνεται μικρή διασπορά μετοχών.

Το νομοθετικό σύστημα που ισχύει σε κάθε χώρα αποτελεί ένδειξη για την εταιρική διακυβέρνηση των επιχειρήσεων και κατά συνέπεια ερμηνεύει και τις διαφορές που παρουσιάζονται ανάμεσα στις χώρες όχι μόνο στο βαθμό διασποράς των μετοχών αλλά και στην μερισματική πολιτική. Το παραπάνω υποστήριξαν οι *La Porta (2000)*, και συνέχισαν την επιχειρηματολογία τους αποδεικνύοντας ότι μεγαλύτερη προστασία των μετόχων από το ισχύον νομικό πλαίσιο μιας χώρας σημαίνει και πιο ορθή εταιρική διακυβέρνηση. Δεν θα πρέπει να αφήσουμε τις αγορές να λειτουργήσουν μόνες του, αλλά θα πρέπει να βελτιώσουμε τους κανόνες προστασίας των μετόχων, κάτι βέβαια που είναι ιδιαίτερα δύσκολο. Ακόμα όμως κι αν ξεπεραστεί αυτός ο βαθμός δυσκολίας δεν είναι ξεκάθαρο ότι επεμβαίνοντας και κανονικοποιώντας τις χρηματαγορές τα οφέλη θα ξεπεράσουν τα κόστη αυτής της ενέργειας (*Zingales (2004)*).

Οι πρώτες εμπειρικές μελέτες, που ξεφεύγουν από τον θεωρητικό χαρακτήρα που μέχρι τώρα έχουμε δει, αρχίζουν να δημοσιεύονται περί το 2000. Ο *Lehmann (2000)*, σε έρευνα του με δείγμα 361 Γερμανικές επιχειρήσεις και χρονικό ορίζοντα 5 χρόνων (1991-1996) διαπίστωσε ότι η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας (ownership concentration) επηρεάζει σημαντικά και αρνητικά την κερδοφορία, σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Ωστόσο, αυτό εξαρτάται από την αγορά που εξετάζουμε, τον χρονικό ορίζοντα και από θέματα που σχετίζονται με δικαιώματα ψήφου.

Η παραπάνω θέση έχει αποτελέσει θέμα εκτενών μελετών και έχουν παρουσιαστεί διάφορες αντικρουόμενες απόψεις. Από την μια οι θεωρητικοί, όπως *Shleifer and Vishny (1997)*, υποστηρίζουν ότι συγκέντρωση της ιδιοκτησίας συνεπάγεται αύξηση της αξίας της εταιρείας, ενώ άλλοι όπως ο *Huddart (1993)* και ο *Admati (1994)* υποστήριξαν το αντίθετο στηριζόμενοι στον μεγαλύτερο κίνδυνο που ενέχει η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας λόγω της μη διαφοροποίησης.

Επιχειρώντας να μελετήσουν τα αποτελέσματα της απόφασης της επιτροπής Cadbury (issued the Code for Best Practice), ο *Dahya J. (2002)*, ανέλυσε εμπειρικά το πώς μεταβάλλονται οι αποδοχές ενός οικονομικού διευθυντή μιας επιχείρησης που τηρεί τον Code for Best Practice, και διαπίστωσαν μια θετική σχέση. Δηλ., ο Code for Best Practice αυξάνει τις αποδοχές του οικονομικού διευθυντή και βελτιώνει την απόδοση της επιχείρησης. Το δείγμα που εξέτασαν ήταν 460 Αγγλικές επιχειρήσεις εισηγμένες στο London Stock Exchange (LSE), και συγκεκριμένα συγκέντρωσαν στοιχεία που αφορούσαν τις αποδοχές των υψηλόβαθμων διοικητικών στελεχών, την σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου και τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης για ένα χρονικό διάστημα επτά χρόνια πριν την εισήγηση της επιτροπής Cadbury και τέσσερα χρόνια μετά. Η σχέση εταιρικής επίδοσης και αποδοχών υψηλόβαθμων διοικητικών στελεχών αποδείχθηκε στατιστικά σημαντική.

Όπου το νομοθετικό πλαίσιο θωρακίζει τα δικαιώματα των μετόχων οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να στηρίζουν την αγορά και να χρηματοδοτήσουν τις επιχειρήσεις. Η αγορά επωφελείται από ένα τέτοιο περιβάλλον καθώς οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να πληρώσουν υψηλότερες τιμές για μετοχές ή ομόλογα, αναγνωρίζοντας ότι τα κέρδη των επιχειρήσεων θα γυρίσουν σε αυτούς και δεν θα καταχραστούν. Την παραπάνω θέση θέλησαν να επιβεβαιώσουν με εμπειρικά στοιχεία οι *La Porta (2002)*, και εξέτασαν ένα δείγμα 539 επιχειρήσεων από 27 οικονομικά ανεπτυγμένες οικονομίες. Η ανάλυση των αποτελεσμάτων έδωσε στοιχεία που στηρίζουν την θετική σχέση μεταξύ μεγαλύτερης αξίας της επιχείρησης και καλύτερης προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων.

Σε σχέση με τα δικαιώματα των μετόχων ήταν και η εμπειρική μελέτη των *Gompers P. (2003)*. Δεχόμενοι ότι τα δικαιώματα των μετόχων διαφοροποιούνται από εταιρεία σε εταιρεία (αλλά και από χώρα σε χώρα), κατασκεύασαν ένα δείκτη διακυβέρνησης που αποτελούσε προσέγγιση για το επίπεδο των δικαιωμάτων των μετόχων που ίσχυε σε μια εταιρεία. Εξετάζοντας σε 1500 εταιρείες την επίπτωση 24 κανόνων διακυβέρνησης (οι οποίοι είναι προτάσεις του Investor Responsibility Research Center (IRRC)), προσέθεταν 1 μονάδα σε κάθε διάταξη που περιόριζε τα δικαιώματα των μετόχων (και κατά συνέπεια αύξανε την δύναμη του διοικητικού συμβουλίου) και εφαρμοζόταν από τις επιχειρήσεις. Έτσι, κατάφεραν να κατατάξουν τις επιχειρήσεις και να τις διαχωρίσουν σε «Δικτατορικές» και «Δημοκρατικές». Όσο περισσότερους βαθμούς συγκέντρωνε μια επιχείρηση τόσο πιο «Δικτατορική» θεωρούνταν. Επιλέχθηκε οι κανόνες να έχουν ισοσταθμισμένη βαρύτητα για να

επιτευχθεί όσο το δυνατόν μεγαλύτερη αντικειμενικότητα. Στην συνέχεια, δημιούργησαν δυο χαρτοφυλάκια, το «Δημοκρατικό» και το «Δικτατορικό», και εξέτασαν την πορεία τους, την απόδοση τους και άλλα επιμέρους μεγέθη. Τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξαν ήταν ότι για την περίοδο της έρευνας (περίπου μια δεκαετία (1990s)), οι επιχειρήσεις που βρίσκονταν στις χαμηλότερες θέσεις της κατάταξης (οι «Δημοκρατικές») είχαν μεγαλύτερα κέρδη κατά περίπου 8,5% ετησίως, υψηλότερη εταιρική αξία, υψηλότερα ποσοστά ανάπτυξης των εργασιών τους και μικρότερο κόστος κεφαλαίου.

Τον παραπάνω δείκτη χρησιμοποίησαν και οι *Cremers M. and Nair B. (2004)*, οι οποίοι θέλησαν να διαχωρίσουν τους δείκτες εξωγενών και ενδογενών παραγόντων διακυβέρνησης. Σαν μια προσέγγιση των εξωγενών παραγόντων διακυβέρνησης θεώρησαν τον δείκτη των *Gompers P. et al. (2003)*, ενώ ενδογενείς παράγοντες διακυβέρνησης θεώρησαν αφενός το ποσοστό μετοχών που άνηκαν σε μεγαλοεπενδυτές («μπλοκ»), δηλαδή σε πρόσωπα που κατείχαν πάνω από το 5% των μετοχών της επιχείρησης, και αφετέρου, το ποσοστό μετοχών που ανήκουν σε μικρομετόχους. Το πρώτο γενικό συμπέρασμα στο οποίο κατέληξαν ήταν ότι εξωγενείς και ενδογενείς παράγοντες διακυβέρνησης συνδέονται με υψηλότερα κέρδη. Ακόμα, εξωγενείς και ενδογενείς παράγοντες διακυβέρνησης είναι συμπληρωματικά στοιχεία που συναντώνται περισσότερο σε επιχειρήσεις με χαμηλό ποσοστό μόχλευσης. Τέλος, χρησιμοποιώντας παλινδρομήσεις με την μέθοδο των ελαχίστων τετράγωνων απέδειξαν ότι οι εξωγενείς παράγοντες διακυβέρνησης είναι πιο αποτελεσματικοί σε μικρότερου μεγέθους επιχειρήσεις.

Οι μελέτες που χρησιμοποιούν δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης και επιχειρούν αξιολόγηση των επιχειρήσεων βάση αυτού πληθαίνουν με την πάροδο του χρόνου, κάτι που μάλλον εξηγείται από την ανάγκη της αγοράς να «βαθμολογήσει» τις επιχειρήσεις σε σχέση με το νέο μοντέλο διακυβέρνησης.

Μια έρευνα η οποία θα αποτελέσει οδηγό της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας είναι αυτή των *Drobtz W. et al. (2004)*. Η υπόθεση που ελέγχεται είναι σχεδόν ταυτόσημη με τους σκοπούς της παρούσας διπλωματικής, με την διαφορά ότι αναφέρονται σε μια ιδιαίτερα αναπτυγμένη αγορά, όπως αυτή της Γερμανίας.

Η έρευνα των παραπάνω θέτει ως βάση πρόσφατα εμπειρικά στοιχεία που αποδεικνύουν ότι προσδίδεται μεγαλύτερη αξία σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε χώρες όπου το νομικό καθεστώς είναι καλύτερα οργανωμένο. Επεκτείνοντας τα αποτελέσματα τέτοιων ερευνών επιχειρούν να διερευνήσουν το

κατά πόσο διαφορές στους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζουν επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται κάτω από το ίδιο νομικό πλαίσιο επηρεάζουν την επίδοση τους.

Η **μεθοδολογία** που ακολουθείται συνίσταται στην *δημιουργία ενός δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης* βάση του οποίου γίνεται η κατάταξη των Γερμανικών επιχειρήσεων που περιλαμβάνονται στην έρευνα. Σε ένα πρώτο στάδιο συγκροτείται ένα ερωτηματολόγιο (30 περίπου ερωτήσεων) το οποίο αποστέλλεται σε 253 επιχειρήσεις, εισηγμένες στο Γερμανικό Χρηματιστήριο. Περιλαμβάνονται επιχειρήσεις από όλους τους δείκτες, όπως επιχειρήσεις από τον DAX 30, MDAX, NEMAX 50 και NEMAX. Οι ερωτήσεις αφορούν πέντε (5) κύριες κατηγορίες μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης. Πιο συγκεκριμένα οι κατηγορίες αυτές αφορούν:

- ✓ Δικαιώματα μετόχων
- ✓ Διαφάνεια
- ✓ Διοικητικό Συμβούλιο
- ✓ Λογιστικό Έλεγχο και,
- ✓ Συμμόρφωση προς κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης

Η έρευνα είχε διάρκεια 2 μήνες (Φεβρουάριος – Μάρτιος 2002) και είχε ένα βαθμό απόκρισης 36%¹, το οποίο δίνει ένα δείγμα 91 επιχειρήσεων.

Στην συνέχεια επιχειρείται διερεύνηση της σχέσης μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και απόδοσης της μετοχής της εταιρείας, καθώς και εταιρικής διακυβέρνησης και προσδιορισμού της αξίας της επιχείρησης. Δεχόμενοι ότι η εταιρική διακυβέρνηση παίζει σημαντικό ρόλο στην επίδοση της επιχείρησης, οι τιμές των μετοχών θα πρέπει αυτόματα να προσαρμόζονται στις όποιες αλλαγές στην διοίκηση της επιχείρησης. Πόσο γρήγορα όμως και σε ποιο βαθμό οι αποδόσεις των μετοχών απεικονίζουν τις διαφορές στην πολιτική διακυβέρνησης μιας επιχείρησης; Προς εξαγωγή συμπερασμάτων υιοθετούνται δυο μέθοδοι ανάλυσης-προσέγγισης: η univariate analysis και η time series analysis και για την πρακτική εφαρμογή τους, βάση του δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης, δημιουργούνται δυο χαρτοφυλάκια, ένα

¹ Το ποσοστό απόκρισης θεωρείται ιδιαίτερα υψηλό για τέτοιου είδους έρευνες. Αντίστοιχη έρευνα των Graham and Harvey (2001) είχε ένα ποσοστό απόκρισης της τάξης του 9%, καταλήγοντας σε ένα δείγμα 392 επιχειρήσεων.

που περιλαμβάνει τις επιχειρήσεις με $CGR^2 > 21$ και ένα με τις επιχειρήσεις με $CGR < 18$. Προκείμενου να εξαχθούν πιο αξιόπιστα αποτελέσματα χρησιμοποιείται συμπληρωματικά κι ένα μοντέλο πολλαπλής παλινδρόμησης (3 factor model) (*Fama and French (1995)*), το οποίο έχει την μορφή:

$$PMA_t = a + \beta_1 * RMRF_t + \beta_2 * SMB_t + \beta_3 * HML_t + \varepsilon_t$$

Όπου **PMA** είναι η διαφορά στην απόδοση μεταξύ των δυο χαρτοφυλακίων τον μήνα t , **RMRF** είναι η διαφορά μεταξύ απόδοσης αγοράς μείον το risk free rate.

Τα **συμπεράσματα** στα οποία κατέληξαν αποδεικνύουν,

Û ισχυρή θετική σχέση μεταξύ ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης που υιοθετεί μια επιχείρηση και αξίας της επιχείρησης αυτής (οι επιχειρήσεις στο χαρτοφυλάκιο με $CGR > 21$ κατέδειξαν μεγαλύτερες τιμές για το κριτήριο Tobin's Q^3 , υψηλότερα market-to-book ratios καθώς και υψηλότερα ποσοστά ανάπτυξης από ότι οι αντίστοιχες στο χαρτοφυλάκιο με $CGR < 18$)

Û αρνητική σχέση μεταξύ απόδοσης μετοχής και επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης, αν οι μετοχικές αποδόσεις χρησιμοποιηθούν σαν εκτιμήσεις για το κόστος κεφαλαίου

Û οι αποδόσεις μεταξύ των επιχειρήσεων των δυο χαρτοφυλακίων διαφέρουν κατά περίπου 12% σε ετήσια βάση και η διαφορά αυτή δεν μπορεί να αποδοθεί σε διαφορές στο μέγεθος των επιχειρήσεων ή τις επενδυτικές επιλογές.

Πέραν της παραπάνω μελέτης, στην συγκεκριμένη διπλωματική εργασία, βαρύνουσα σημασία έχει και η προσέγγιση των *Klapper F. and Love I. (2004)*.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, οι έρευνες που επικεντρώνονται σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης και νομικό πλαίσιο κρατών έχουν πυκνώσει τα τελευταία χρόνια, κι αυτό γιατί έχει αποδειχθεί ότι υπάρχουν σημαντικές διαφορές ανάμεσα στα νομικά πλαίσια που ισχύουν σε διαφορετικά κράτη, κυρίως όσον αφορά τις διατάξεις που προβλέπουν την προστασία και τα δικαιώματα των επενδυτών (*La Porta et al., 1998*).

² Όπου CGR αναφερόμαστε στην κατάταξη βάση του δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης που κατασκευάστηκε για τους σκοπούς της έρευνας, δηλ. Corporate Governance Rating (CGR).

³ Tobin's Q ratio = Αγοραία αξία Επ/σης / Κόστος Αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων της (Replacement Cost of Assets), όπου η αγοραία αξία περιλαμβάνει την αξία των ιδίων και των δανειακών κεφαλαίων και το κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων αναφέρεται στην αξία απόκτησης μιας επ/σης που θα είχε τα ίδια ακριβώς χαρακτηριστικά με την εξεταζόμενη.

Η συγκεκριμένη έρευνα αποτελεί μια προσπάθεια να διερευνηθεί και να επαληθευτεί για μια ακόμα φορά η σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και αξίας της επιχείρησης και στην συνέχεια εξετάζεται κατά πόσο συνδέεται το επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζει μια επιχείρηση με το γενικότερο νομοθετικό πλαίσιο που ισχύει στην χώρα δραστηριοποίησης της επιχείρησης, κι αν ισχύει μια τέτοια θετική σχέση τότε που είναι μεγαλύτερη η αξία των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης (σε χώρες με πολύ αυστηρό νομοθετικό πλαίσιο ή σε χώρες με χαλαρότερες νομικές διατάξεις;).

Αρχικά διερευνώνται ποιοι είναι οι προσδιοριστικοί παράγοντες της εταιρικής διακυβέρνησης. Έχει παρατηρηθεί ότι υπάρχει μια μεγάλη διαφοροποίηση στους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζονται από τις επιχειρήσεις και η ποικιλία αυτή δεν σχετίζεται συστηματικά με τις διαφορές στο νομοθετικό πλαίσιο των αντίστοιχων χωρών που δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις. Δηλαδή, υπάρχουν πολύ σωστά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης σε χώρες με χαλαρό νομοθετικό πλαίσιο και κακώς διαχειριζόμενες επιχειρήσεις σε χώρες με αυστηρό νομοθετικό πλαίσιο. Από την έρευνα προκύπτει τελικά ότι ισχύει μια θετική σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και νομοθετικού πλαισίου που αφορά τα δικαιώματα και την προστασία των μετόχων ή αλλιώς, ο μέσος δείκτης εταιρικής διακυβέρνησης είναι υψηλότερος σε χώρες με αυστηρότερο νομοθετικό πλαίσιο. Το παραπάνω στηρίζει και το επιχείρημα ότι βελτιώνοντας μια χώρα το νομοθετικό της πλαίσιο αυξάνει και τον δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται μέσα σε αυτή (*Himmelberg et al. (1999)*).

Στην συνέχεια εξετάζεται κατά πόσο η εταιρική διακυβέρνηση σχετίζεται με την αποδοτικότητα της επιχείρησης, όπως αυτή μετράται με τον δείκτη Return on Assets (ROA) και πως κάτι τέτοιο αποτυπώνεται στον δείκτη Tobin's Q.

Το τρίτο στοιχείο προς διερεύνηση, δηλ. πού η εισαγωγή μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης έχει μεγαλύτερη αξία, παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον καθώς υπάρχουν δυο αντικρουόμενες απόψεις. Από την μια, προβάλλεται ο ισχυρισμός ότι σε χώρες με χαλαρό νομοθετικό πλαίσιο, όσον αφορά την προστασία των μετόχων, αυτόνομες προσπάθειες των επιχειρήσεων για καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση (και κατά συνέπεια προστασία των μετόχων) δεν είναι δυνατόν να είναι αποτελεσματικές άρα η εισαγωγή τέτοιου είδους μηχανισμών έχει περιορισμένη αξία. Από την άλλη μεριά, σε χώρες με όχι τόσο αυστηρό νομοθετικό πλαίσιο είναι καλοδεχούμενες από τους επενδυτές ακόμα και μικρές κινήσεις για ορθολογικότερη

διακυβέρνηση από την πλευρά της επιχείρησης, και κάτι τέτοιο αποτυπώνεται στην τιμή των μετοχών.

Η **μεθοδολογία** που ακολουθείται είναι η κατασκευή ενός δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης που αφορά 495 επιχειρήσεις σε 25 χώρες⁴, για τις οποίες γινόταν αναφορά στο report της Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA). Ενδεικτικά αναφέρουμε κάποιες από αυτές τις χώρες, Βραζιλία, Χιλή, Ινδία, Κορέα, Μαλαισία, Πακιστάν, Σιγκαπούρη, Ταϊλάνδη, Τουρκία, κ.α. Ο δείκτης εταιρικής διακυβέρνησης δημιουργείται μέσω ερωτηματολογίων, όπως συνήθως γίνεται σε τέτοιες περιπτώσεις. Τα ερωτηματολόγια αποτελούνται από 57 ερωτήσεις που αφορούν 7 επιμέρους κατηγορίες μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης. Πιο αναλυτικά οι κατηγορίες αυτές είναι:

- Ø Διοικητικό συμβούλιο
- Ø Διαφάνεια
- Ø Ανεξαρτησία
- Ø Υπευθυνότητα
- Ø Δικαιοσύνη
- Ø Λογιστικός έλεγχος
- Ø Κοινωνική υπευθυνότητα

Κάθε ερώτηση βαθμολογείται με ένα βαθμό στην περίπτωση που η επιχείρηση θα απαντούσε «Ναι» και για κάθε κατηγορία έβγαινε ένα τελικό ποσοστό. Για παράδειγμα αν η εταιρεία «X» απαντούσε «Ναι» στις 5 από τις 11 ερωτήσεις που αφορούσαν τον λογιστικό έλεγχο θα είχε ένα ποσοστό 45%. Ο δείκτης εταιρικής διακυβέρνησης στάθμιζε ισόποσα τις απαντήσεις των επιχειρήσεων λαμβάνοντας υπόψη τις απαντήσεις που αφορούσαν τις 6 πρώτες κατηγορίες (η κοινωνική υπευθυνότητα δεν κρίθηκε απολύτως σχετική με την έννοια εταιρική διακυβέρνηση).

Για να εκτιμηθεί η αποδοτικότητα των επιχειρήσεων χρησιμοποιήθηκαν μέτρα όπως ο δείκτης ROA και Tobin's Q.

Τα **συμπεράσματα** στα οποία κατέληξε η έρευνα τελικά είναι:

⁴ Πρόκειται για 25 emerging markets και οι επιχειρήσεις καλύπτουν 18 τομείς επιχειρηματικής δραστηριότητας. Για πληροφορίες σχετικά με τα λογιστικά μεγέθη των επιχειρήσεων συνεκτιμήθηκαν τα δεδομένα από την CLSA και Worldscope database, κι εξαιρέθηκαν όσες χώρες δεν είχαν πάνω από τρεις επιχειρήσεις, μετά από αυτό τον συμψηφισμό των πληροφοριών. Για το λόγο αυτό δεν περιλήφθηκε και η Ελλάδα στην αξιολόγηση.

Û Σωστή εταιρική διακυβέρνηση σχετίζεται θετικά με την αξία της επιχείρησης (market value) και την επίδοση της (operating performance), κι αυτή η σχέση είναι ισχυρότερη σε χώρες με πιο χαλαρό νομοθετικό πλαίσιο.

Û Το επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης μιας επιχείρησης προσδιορίζεται από παράγοντες όπως μέγεθος επιχείρησης, ανάπτυξη πωλήσεων (proxy for the growth opportunities) και φύση των στοιχείων της.

Û Επιχειρήσεις σε χώρες με χαλαρό νομοθετικό πλαίσιο έχουν χαμηλότερο κατά μέσο όρο δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης. Παρολ' αυτά δεν υπάρχει συστηματική σχέση που να συνδέει την κατάταξη των επιχειρήσεων βάση του εταιρικού δείκτη διακυβέρνησης με το γενικότερο νομοθετικό πλαίσιο της χώρας τους.

Û Παλαιότερα ποσοστά ανάπτυξης συνδέονται με καλύτερη διακυβέρνηση. Επιχειρήσεις με καλές προοπτικές ανάπτυξης χρειάζονται εξωτερική χρηματοδότηση για να πραγματοποιήσουν βήματα μεγέθυνσης και για αυτό κρίνουν σκόπιμο να υιοθετήσουν σωστή εταιρική διακυβέρνηση για να μειώσουν το κόστος κεφαλαίου τους.

Û Επιχειρήσεις με μεγάλο αριθμό παγίων στοιχείων βρίσκονται χαμηλότερα στην κατάταξη εταιρικής διακυβέρνησης.

Χρησιμοποιώντας την κατάταξη επιχειρήσεων σχετικά με θέματα εταιρικής διακυβέρνησης της Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA), που αφορούσε 365 επιχειρήσεις σε 19 αγορές, ο *Mitton T. (2004)* απέδειξε ότι πιο αυστηρή εταιρική διακυβέρνηση σχετίζεται με μεγαλύτερα κέρδη και υψηλότερα μερίσματα. Για τον υπολογισμό της μερισματικής απόδοσης χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία από την Worldscope database και οι προσεγγίσεις του *La Porta et al. (2000)* (δηλαδή χρησιμοποιήθηκαν οι τύποι dividends per share/earnings per share*100 και κάποια ακόμα μεγέθη όπως dividends/cash flows και dividends/sales). Επίσης, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η έρευνα εξαιρεί τις χώρες όπου η πληρωμή μερίσματος είναι υποχρεωτική από το νόμο (και μέσα σε αυτές τις χώρες περιλαμβάνεται και η Ελλάδα). Η θετική σχέση που παρατηρήθηκε μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και κερδών εξηγεί μέρος μόνο της θετικής σχέσης εταιρικής διακυβέρνησης και μερισματικής απόδοσης. Μια άλλη ερμηνεία της τελευταίας σχέσης, είναι και το συμπέρασμα των *Shleifer A. and Vishny R (1997)*, ότι δηλαδή η εταιρική διακυβέρνηση περιορίζει τα κόστη αντιπροσώπευσης. Τέλος, κι αυτή η έρευνα καταλήγει στο συμπέρασμα ότι όταν οι αγορές προστατεύουν τους μετόχους (είτε

αυτό γίνεται με πρωτοβουλία των επιχειρήσεων είτε του κράτους) τότε είναι πιο εύκολη η άντληση κεφαλαίων.

Μια διαφορετική προσέγγιση της εταιρικής διακυβέρνησης επιχειρήθηκε από τους *Chirinko R. et al. (2004)*. Στην μελέτη αυτή υποστηρίζεται ότι τα προβλήματα που δημιουργεί η εισαγωγή μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης μπορούν να μετρηθούν ικανοποιητικά από την διαφορά των προεξοφλητικών παραγόντων (επιτοκίων) που χρησιμοποιούν τα διευθυντικά στελέχη και οι επενδυτές για την αποτίμηση των επενδυτικών έργων μέσω της μεθόδου της Καθαρής Παρούσας Αξίας (ΚΠΑ). Ξεκινώντας από την ΚΠΑ οι *Chirinko R. et al. (2004)* καταλήγουν σε μια οικονομετρική εξίσωση για την αποτίμηση των επενδυτικών έργων που περιλαμβάνει τρεις βασικούς παράγοντες: το προεξοφλητικό επιτόκιο που χρησιμοποιείται από τους μετόχους, ένα μέτρο υποτίμησης της επιχείρησης (firm-specific geometric depreciation rate (δ_i)) και την διαφορά μεταξύ των επιτοκίων που χρησιμοποιούν τα διευθυντικά στελέχη με το προεξοφλητικό επιτόκιο που χρησιμοποιείται από τους μετόχους (πιθανόν αυτή η διαφορά να είναι μηδέν). Τα εμπειρικά αποτελέσματα στα οποία κατέληξαν από την μελέτη πάνω σε 193 Καναδικές επιχειρήσεις έδειξαν ότι υπάρχει μια διαφορά μεταξύ των δυο προαναφερθέντων επιτοκίων της τάξης των 350-400 basis points, και κατά συνέπεια τα προβλήματα που δημιουργεί η εισαγωγή μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης είναι οικονομικά και στατιστικά σημαντικά.

Στην Ελλάδα, αν και η εταιρική διακυβέρνηση βρίσκεται σε πρώιμα στάδια και η αγορά δεν είναι ανάλογη των ευρωπαϊκών μεγεθών η ανάγκη των επενδυτών για αξιολόγηση των εισηγμένων επιχειρήσεων βάση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζουν είναι έντονη. Μια προσπάθεια έγινε για πρώτη φορά από τους *Xanthakis et al. (2004)*, σε συνεργασία με το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ). Η συγκεκριμένη έρευνα αποτελεί μια προσπάθεια να ποσοτικοποιηθεί η συμμόρφωση των Ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων προς τις διεθνείς πρακτικές που εφαρμόζουν επιχειρήσεις σε μεγάλες αγορές (Ευρώπη, ΗΠΑ, Ιαπωνία).

Η περίπτωση της Ελλάδας παρουσιάζει την ιδιομορφία ότι ένας μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων είναι οικογενειακού τύπου, δηλ., τα μέλη μιας οικογένειας είναι ταυτόχρονα ιδιοκτήτες και διοικητικά στελέχη (managers), ενώ επίσης δεν είναι και λίγες οι επιχειρήσεις που ανήκουν στο Δημόσιο. Τα δυο αυτά χαρακτηριστικά στις μεγάλες αγορές έχουν ξεπεραστεί εδώ και αρκετά χρόνια, διευκολύνοντας έτσι την ανάπτυξη και διάδοση του νέου μοντέλου διοίκησης και εταιρικής

διακυβέρνησης. Στην Ελλάδα, ακριβώς επειδή τα κόστη αντιπροσώπευσης (agency problems) είναι περιορισμένα λόγω της ύπαρξης των δυο παραπάνω χαρακτηριστικών δεν είχαν διαδοθεί ιδιαίτερα οι σκέψεις περί εταιρικής διακυβέρνησης.

Η εισαγωγή όμως των επιχειρήσεων στο ΧΑΑ και η ανάγκη για άντληση κεφαλαίων με χαμηλό κόστος τις ανάγκασε να επιδιώξουν τρόπους δημιουργίας ενός κλίματος εμπιστοσύνης με το επενδυτικό κοινό, το οποίο ήταν ιδιαίτερα επιφυλακτικό μετά την πρωτόγνωρη, για τα ελληνικά δεδομένα, κατάσταση που δημιουργήθηκε το 2000 στο ΧΑΑ. Οι πρώτες σκέψεις για συμμόρφωση προς τις προτάσεις του ΟΟΣΑ περί εταιρικής διακυβέρνησης (*OECD (1999)*), άρχισαν πλέον να γίνονται πραγματικότητα και έγιναν καθεστώς με την απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 5/204 και μετέπειτα με την εισαγωγή του νόμου περί εταιρικής διακυβέρνησης (Ν.3016/2002).

Η **μεθοδολογία** της συγκεκριμένης έρευνας έχει αρκετά κοινά σημεία με την μεθοδολογία που θα ακολουθηθεί στην συγκεκριμένη διπλωματική εργασία. Ο δείκτης εταιρικής διακυβέρνησης που δημιουργείται βασίζεται σε ανάλυση ερωτηματολογίων. Τα ερωτηματολόγια περιλαμβάνουν ερωτήσεις που καλύπτουν τις προτάσεις εταιρικής διακυβέρνησης που διατυπώθηκαν από τον ΟΟΣΑ (*OECD (1999)*), και συμπληρώνονται από τις εισηγμένες επιχειρήσεις του FTSE-20, που περιλαμβάνει τις επιχειρήσεις με την μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση και αποτελούν πάνω από το 70% της συνολικής κεφαλαιοποίησης της ελληνικής αγοράς. Οι ερωτήσεις είναι έτσι δομημένες ώστε να προσφέρουν πληροφόρηση όσο το δυνατόν πιο αντικειμενική και καλύπτουν πέντε επιμέρους κατηγορίες εταιρικής διακυβέρνησης. Οι πέντε αυτές κατηγορίες σχετίζονται με,

- α Τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των μετόχων
- α Την διαφάνεια, την διάχυση των πληροφοριών και τον λογιστικό έλεγχο
- α Το Διοικητικό Συμβούλιο
- α Τα υψηλόβαθμα διευθυντικά στελέχη (executive managers)
- α Την συμμόρφωση προς τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, τον ρόλο των μετόχων και την κοινωνική υπευθυνότητα της εταιρείας.

Οι ερωτήσεις ήταν 54 στο σύνολο τους, εκ των οποίων 32 οδηγούσαν απευθείας σε δείκτες κατάλληλους για την αξιολόγηση του επιπέδου εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζει μια επιχείρηση, 16 αφορούσαν τις πέντε παραπάνω κατηγορίες και 6 είχαν αποκλειστικά και μόνο διευκρινιστικό και ελεγκτικό (ως προς

την έρευνα) χαρακτήρα. Πέντε από τις 32 ερωτήσεις είχαν υψηλότερη βαθμολόγηση γιατί αφορούσαν θέματα που είναι υποχρεωτικά για τις επιχειρήσεις σύμφωνα με το υπάρχον νομικό πλαίσιο. Η μεγαλύτερη δυσκολία που αντιμετωπίστηκε στην πορεία της έρευνας ήταν η στάθμιση των πέντε κατηγοριών στην τελική διαμόρφωση του δείκτη. Για λόγους αντικειμενικότητας ζητήθηκε από τους οικονομικούς διευθυντές των επιχειρήσεων να αξιολογήσουν ποιες από τις πέντε κατηγορίες θεωρούν πιο σημαντικές. Τελικά, οι σταθμίσεις διαμορφώθηκαν ως εξής: το μεγαλύτερο σταθμό δόθηκε στην κατηγορία που αφορούσε θέματα διαφάνειας και λογιστικού ελέγχου ακολουθώντας οι κατηγορίες που σχετίζονταν με θέματα δικαιωμάτων μετόχων, έπειτα διοικητικού συμβουλίου και στην συνέχεια διευθυντικών στελεχών.

Η διάρκεια της έρευνας, από την αρχική διαμόρφωση της μεθοδολογίας, την πρακτική εφαρμογή της και την αξιολόγηση των αποτελεσμάτων ήταν 18 μήνες.

Τα **συμπεράσματα** στα οποία κατέληξε η έρευνα αφορούν την περίοδο 2001-2003 και μόνο τις επιχειρήσεις του FTSE-20. Στον τελικό δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης που δημιουργήθηκε σταθμίζοντας τις πέντε κατηγορίες που αναφέρθηκαν, παρουσιάζεται μια αύξηση από 77,8% σε 81,1% για τα χρόνια 2001-2003. Στις επιμέρους κατηγορίες την μεγαλύτερη συμμόρφωση προς τις προτάσεις του ΟΟΣΑ εμφανίζει η κατηγορία σχετική με θέματα δικαιώματα μετόχων και ακολουθούν η διαφάνεια και θέματα σχετικά με τα υψηλόβαθμα διευθυντικά στελέχη. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι ο υψηλός δείκτης συμμόρφωσης για αυτές τις κατηγορίες εξηγείται κατά ένα μεγάλο μέρος από την εφαρμογή των διατάξεων του νόμου 3016/02 και της απόφασης 5/204. Τουλάχιστον όσον αφορά στις επιχειρήσεις του FTSE-20, παρατηρείται ένα υψηλό ποσοστό συμμόρφωσης προς τις διεθνείς πρακτικές σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης (compliance with OECD CG principle).

Λαμβάνοντας υπόψη όλα τα παραπάνω συμπεράσματα των μελετών που παρουσιάστηκαν θεμελιώνεται θεωρητικά ότι η εισαγωγή συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζει σημαντικά και πολύπλευρα μια επιχείρηση. Συγκεντρώνοντας εμπειρικά στοιχεία από την ελληνική αγορά και αναλύοντας τα, θα προσπαθήσουμε και πρακτικά να προσεγγίσουμε την σχέση εταιρικής διακυβέρνησης και μετοχικής απόδοσης των εισηγμένων επιχειρήσεων στο ΧΑΑ.

3.2 Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελληνική Αγορά

Η επισκόπηση της παγκόσμιας βιβλιογραφίας σε σχέση με τις εμπειρικές μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί στον ελλαδικό χώρο ανέδειξε ένα σημαντικό κενό, καθώς έως σήμερα δεν είχε γίνει προσπάθεια να συσχετιστούν οι μετοχικές αποδόσεις με τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης που υιοθετεί μια επιχείρηση. Αντίθετα, στην Ευρώπη έχουν γίνει αρκετές μελέτες οι οποίες μάλιστα διαφέρουν μεταξύ τους στο ότι προσεγγίζουν το παραπάνω ζήτημα με διαφορετική μεθοδολογία. Κοινό συμπέρασμα αποτελεί το ότι, η εισαγωγή συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης στις εισηγμένες εταιρείες αυξάνει τις μετοχικές τους αποδόσεις, ως συνέπεια του ότι αλλαγές στον τρόπο διακυβέρνησης μιας επιχείρησης αποτυπώνονται άμεσα στην πορεία της μετοχής της αντίστοιχης εταιρείας.

Η μελέτη των *Xanthakis et al. (2004)*, που πραγματοποιήθηκε σε συνεργασία με το ΧΑΑ, αποτελεί ίσως την μοναδική αξιολογη αναφορά σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα. Η έρευνα αυτή σκοπό έχει να ποσοτικοποιηθεί η συμμόρφωση των Ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων προς τις διεθνείς πρακτικές που εφαρμόζουν επιχειρήσεις σε μεγάλες αγορές (Ευρώπη, ΗΠΑ, Ιαπωνία), όπως αυτές εκφράζονται μέσα από τις προτάσεις περί εταιρικής διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ. Και σε αυτή την περίπτωση όμως αποφεύγεται και δεν εξετάζεται κάποιος συσχετισμός των μετοχικών αποδόσεων των εταιρειών με τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης που υιοθετούν, παρά μόνο ποσοτικοποιείται η συμμόρφωση τους προς συγκεκριμένες αρχές, ενώ το δείγμα της έρευνας αποτελείται μόνο από τις εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης, δηλαδή της εταιρείες που απαρτίζουν τον ASE/FTSE-20.

Η πλέον αντιπροσωπευτική μελέτη, σε σχέση με την συγκεκριμένη εργασία, είναι αυτή των *Drobotz W. et al. (2004)*, η οποία θα αποτελέσει και οδηγό για την εξαγωγή συμπερασμάτων. Τόσο η μεθοδολογία όσο και η γενικότερη προσέγγιση του ζητήματος είναι κοινή. Η σημαντικότερη ίσως διαφορά είναι ότι στην μια περίπτωση έχουμε μια μεγάλη χρηματιστηριακή αγορά, όπως αυτή της Γερμανίας που οι τάσεις της επηρεάζουν έως ένα βαθμό και άλλα χρηματιστήρια, και ένα μεγάλο δείγμα 250 περίπου επιχειρήσεων, ενώ από την άλλη εξετάζουμε και προσπαθούμε να βγάλουμε ανάλογα συμπεράσματα για μια μικρή σχετικά αγορά, όπως αυτή της Ελλάδας, και με

ένα πολύ μικρότερο δείγμα (το 1/5 περίπου του δείγματος των Γερμανικών επιχειρήσεων).

Ο σκοπός της συγκεκριμένης διατριβής είναι διττός. Αφενός να διερευνηθεί το κατά πόσο οι ελληνικές εισηγμένες ακολουθούν τα διεθνή πρότυπα διακυβέρνησης, δηλ., πόσες επιχειρήσεις από τις οποίες διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) έχουν εισαγάγει μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης υψηλής ποιότητας, και αφετέρου θα επιχειρηθεί η αξιολόγηση των συγκεκριμένων επιχειρήσεων βάση ενός δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης. Η αξιολόγηση αυτή αποσκοπεί στο να εξεταστεί εάν και κατά πόσο η εισαγωγή συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης βρίσκει θετική ανταπόκριση στην ελληνική αγορά, όπως αυτή εκφράζεται από τις μετοχικές αποδόσεις.

Τίτλος Έρευνας	Συγγραφείς	Χρονολογία	Χώρα	Μεθοδολογία – Συμπεράσματα
"Control Type, Profitability and Growth in Large Firms" Economic Journal	Radice, H.K.	1971	Ηνωμένο Βασίλειο	Σε δείγμα 86 μεγάλων εταιρειών του Ηνωμ Βασιλείου διαπιστώθηκε ότι οι ελεγχόμενες ιδιοκτήτες επιχειρήσεις παρουσιάζουν μεγαλύτερη απόδοση επί ενεργητικού (ROA)
"The Profit Performance Effects of the Separation of Ownership from Control in Large U.S. Industrial Corporations" Bell Journal of Economics	Palmer, J.	1973	ΗΠΑ	Στις 500 μεγαλύτερες επιχειρήσεις των ΗΠΑ, ελεγχόμενες από ιδιοκτήτες επιχειρήσεις παρουσιάζει μεγαλύτερα Κέρδη / Καθαρή Αξία. Οι διαφορές με ισχυρών και αδύναμων ιδιοκτητών είναι στατιστικά σημαντικές.
"Managerialism and Risk-Return Performance" Southern Economics Journal	Boundreaux, K.J.	1973	ΗΠΑ	Σε 72 από τις 500 μεγαλύτερες βιομηχανίες των ΗΠΑ ελεγχόμενες από ιδιοκτήτες επιχειρήσεις παρουσιάζει μεγαλύτερη απόδοση επί ιδίων κεφαλαίων (ROE)
"Managerial Control and Performance"	McEachern, W.A.	1975	ΗΠΑ	Σε 48 μεγάλες επιχειρήσεις των ΗΠΑ οι ελεγχόμενες ιδιοκτήτες επιχειρήσεις παρουσιάζουν μεγαλύτερα κέρδη και ρυθμό αύξησης πωλήσεων, ιδιαίτερα στα μεγαλομέτοχοι συμμετέχουν στη διοίκηση
"Internal Organisational and Profit: an Empirical Analysis of Large U.K. companies" Journal of Industrial Economics	Steer, P., & Cable, J.	1978	Ηνωμένο Βασίλειο	Σε 82 από τις 250 μεγαλύτερες επιχειρήσεις Ηνωμένου Βασιλείου οι ελεγχόμενες από ιδιοκτήτες επιχειρήσεις παρουσιάζουν μεγαλύτερη απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) και μικρότερη μακροπρόθεσμη υποχρέωση
"Profitability, Risk and the Separation of Ownership Form Control"	Bothwell, J.L.	1980	ΗΠΑ	Σε 150 από τις 500 μεγαλύτερες επιχειρήσεις των ΗΠΑ, ελεγχόμενες από ιδιοκτήτες επιχειρήσεις παρουσιάζει μεγαλύτερη απόδοση επί πωλήσεων. Οι διαφορές με ισχυρών και αδύναμων ιδιοκτητών είναι στατιστικά σημαντικές.
"Ownership and Control of Large Industrial Firms: Some New Evidence"	Levin, S.G. & Levin, S.L.	1982	ΗΠΑ	Στις 200 μεγαλύτερες μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις των ΗΠΑ, παρατηρήθηκε ότι ελεγχόμενες από ιδιοκτήτες επιχειρήσεις παρουσιάζει μεγαλύτερο ρυθμό αύξησης πωλήσεων, ιδιαίτερα υπάρχει μια χρηματοοικονομική υπηρεσία ως θεσμικός επενδυτής
"The Influence of Ownership on Performance: An Empirical Study"	Oswald, S.L., & Jahera, J.S.	1991	ΗΠΑ	Στις 645 εισηγμένες των ΗΠΑ διαφόρων μεγεθών ελεγχόμενες από ιδιοκτήτες επιχειρήσεις παρουσιάζει μεγαλύτερη απόδοση επί ενεργητικού (ROA) και απόδοση επί ιδίων κεφαλαίων (ROE)
"Corporate Governance: Some theory and Implications" The Economic Journal	Hart, Oliver,	1995		Θεωρητική προσέγγιση - ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης προκύπτουν όταν υπάρχουν κενά αντιπροσώπευσης (agency problems) και δεν μπορεί αυτά να αντιμετωπιστούν με συμφωνίες ή συμβόλαια μεταξύ ιδιοκτητών και διευθυντικών στελεχών. Η ελλείψει ισχυρού νομοθετικού πλαισίου η απόφαση Επιτροπής Cadbury είναι η καλύτερη δυνατή για «εκπαιδευθεί» τις επιχειρήσεις στο νέο μοντέλο διακυβέρνησης
"A survey of corporate governance" Journal of Finance	Shleifer, A. and Vishny, R.,	1997	ΗΠΑ, Γερμανία, Σουηδία, Ιαπωνία, Ιταλία	Θεωρητική προσέγγιση - προστασία των δικαιωμάτων μετόχων και μεγάλοι επενδυτές είναι βασικά στοιχεία καλής εταιρικής διακυβέρνησης

<p>“OECD Principles of Corporate Governance”</p>	<p>Organization for Economic Cooperation and Development</p>	<p>1999</p>	<p>Χώρες ΟΟΣΑ</p>	<p>Προσδιορισμός πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης ένα καλό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί δημιουργηθεί με την κρατική ανάμιξη και την ιδιω πρωτοβουλία των εταιρειών, δίνοντας έμφαση δικαιοσύνη, τη διαφάνεια, την αποκάλυψη και υπευθυνότητα</p>
<p>“Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance” Journal of Financial Economics</p>	<p>Himmelberg, C., Hubbard, R.G., Palia, D.,</p>	<p>1999</p>		<p>Θεωρητική προσέγγιση - οι επιχειρήσεις μακροχρ επιλέγουν στρατηγικές που μειώνουν το κόστος αντιπροσώπευσης - ο ρόλος των διευθυντικών στελεχών (managers) είναι ενδογενής μεταβλητή και προσδιορίζεται από τις συμφωνίες που ισχύουν μέσα στο περιβάλλον της επιχείρησης</p>
<p>“European Corporate Governance: Trading off liquidity against control” European Economic Review</p>	<p>Becht, M.,</p>	<p>1999</p>	<p>Ευρώπη</p>	<p>Θεωρητική προσέγγιση - η ύπαρξη μεγαλομετόχων έχει αρνητική επίπτωση στην ρευστότητα των αγορών (high voting concentration through blocks has negative effect on liquidity)</p>
<p>“Investor protection and Corporate Governance” Journal of Financial Economics</p>	<p>La Porta, R., Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.,</p>	<p>2000</p>	<p>Αγγλία, Γαλλία, Γερμανία, Ιαπωνία, Ιταλία, Λατινική Αμερική, Σοσιαλιστικές χώρες που βασίζονται στο Ρωσικό Δίκαιο, χώρες Ανατολικής Ασίας, κ.α.</p>	<p>Θεωρητική προσέγγιση - το νομοθετικό σύστημα ισχύει σε κάθε χώρα αποτελεί ένδειξη για την εταιρική διακυβέρνηση των επιχειρήσεων και κατά συνέπηση ερμηνεύει και τις διαφορές που παρουσιάζονται ανάμεσα στις χώρες όχι μόνο στο βαθμό διασποράς των μετοχών αλλά και στην μερισματική πολιτική</p>
<p>“Does the Governed Corporation Perform Better? Governance structures and corporate performance in Germany” European Finance Review</p>	<p>Lehmann, E., Weigand, J.,</p>	<p>2000</p>	<p>Γερμανία</p>	<p>Εμπειρική έρευνα - η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας (ownership concentration) επηρεάζει σημαντικά αρνητικά την κερδοφορία, σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα</p>
<p>“Disappearing Dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?” Journal of Financial Economics</p>	<p>Fama, E. F., and French, K.,</p>	<p>2001</p>	<p>ΗΠΑ (Μετοχές που διαπραγματεύονται στον NYSE, AMEX και στον NASDAQ)</p>	<p>Εμπειρική έρευνα - εξετάζοντας την περίοδο 1926-1999 επικεντρώνοντας ιδιαίτερα μετά το 1972, παρατηρείται μια τάση να μειώνεται το ποσοστό των επιχειρήσεων που διένειμαν μέρισμα - ενδεικτικά αναφέρουμε ότι το 1972 το ποσοστό των επ/σεων που διένειμαν μέρισμα ήταν 67% ενώ το 1999 μόλις 20,8%</p>
<p>“Principles of Corporate Governance in Greece” Practice Based papers</p>	<p>Mertzanis, H.,</p>	<p>2001</p>	<p>Ελλάδα</p>	<p>Θεωρητική προσέγγιση - Προτάσεις της «Επιτροπής για θέματα Εταιρικής Διακυβέρνησης» για διαμόρφωση ενός νομικού πλαισίου - τα θέματα που πρέπει να είναι προσανατολισμένοι ο νομοθέτης και οι επιχειρήσεις έχουν να κάνουν με δικαιώματα των μετόχων, την ισότητα των μετόχων, τον ρόλο των επενδυτών, την διαφάνεια και λογιστικό έλεγχο, το διοικητικό συμβούλιο, ανεξάρτητα μέλη του ΔΣ και τα διευθυντικά στελέχη προοίμιου του νόμου 3016/2002</p>
<p>“The Cadbury Committee, Corporate Performance and top management turnover” Journal of Finance</p>	<p>Dahya, J., McConnell, J., Travlos, N.,</p>	<p>2002</p>	<p>Αγγλία</p>	<p>Εμπειρική έρευνα - εφαρμογή του Code for Best Practice αυξάνει τις αποδοχές του οικονομικού διευθυντή βελτιώνει την απόδοση της επιχείρησης</p>

<p>“Investor protection and Corporate valuation” Journal of Finance</p>	<p>La Porta, R., Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.,</p>	<p>2002</p>	<p>27 ανεπτυγμένες οικονομίες (Αργεντινή, Αυστρία, Βέλγιο, Δανία, Φιλανδία, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ιταλία, Ιαπωνία, Κορέα, Μεξικό, κ.α.)</p>	<p>Εμπειρική έρευνα – θετική σχέση μεταξύ μεγάλου αξίας της επιχείρησης και καλύτερης προστασίας δικαιωμάτων των μετόχων</p>
<p>“Corporate Governance and equity prices” Working Paper, Harvard Business School</p>	<p>Gompers, P., Ishii, L., and Metrick, A.,</p>	<p>2003</p>	<p>ΗΠΑ (S&P 500)</p>	<p>Εμπειρική έρευνα – εταιρείες με καλύτερη προστασία δικαιωμάτων των μετόχων την περίοδο της έρευνας (περίπου μια δεκαετία (1990s)) είχαν μεγαλύτερα κέρδη κατά περίπου 8,5% ετησίως, υψηλότερη εταιρική (επιχειρησιακή) αποδοτικότητα, υψηλότερα ποσοστά ανάπτυξης των εργασιών τους και μικρότερο κόστος κεφαλαίου</p>
<p>“Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany” European Financial Management</p>	<p>Drobtz W., Schillhofer A., Zimmermann H.,</p>	<p>2004</p>	<p>Γερμανία</p>	<p>Εμπειρική έρευνα - ισχυρή θετική σχέση με ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης που υιοθετείται στην επιχείρηση και αξίας της επιχείρησης αυτής - αρνητική σχέση μεταξύ απόδοσης μετοχής και επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης, αν οι μετοχικές αποδόσεις χρησιμοποιηθούν σαν εκτιμήσεις για το κόστος κεφαλαίου</p>
<p>“Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets” Journal of Corporate Finance</p>	<p>Klapper L. F., Love I.,</p>	<p>2004</p>	<p>Βραζιλία, Ινδία, Μαλαισία, Πακιστάν, Σιγκαπούρη, Ταϊλάνδη, Τουρκία, Χιλή, Κορέα,</p>	<p>Εμπειρική έρευνα - σωστή εταιρική διακυβέρνηση σχετίζεται θετικά με την αξία της επιχείρησης (market value) και την επίδοσή της (operating performance). Αυτή η σχέση είναι ισχυρότερη σε χώρες με πιο χαμηλό νομοθετικό πλαίσιο - το επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης (και η ποιότητα της) προσδιορίζεται από παράγοντες (όπως οι growth opportunities) και φύση των στοιχείων της επιχείρησης σε χώρες με χαλαρό νομοθετικό πλαίσιο έχουν χαμηλότερο κατά μέσο όρο δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης. Παρόλ' αυτά δεν υπάρχει συστηματική σχέση που να συνδέει την κατάταξη των επιχειρήσεων βάσει του εταιρικού δείκτη διακυβέρνησης με γενικότερο νομοθετικό πλαίσιο της χώρας του. Επιχειρήσεις με μεγάλο αριθμό παγίων στοιχείων βρίσκονται χαμηλότερα στην κατάταξη εταιρικής διακυβέρνησης</p>
<p>“Corporate Governance ratings” 1st International Conference on Corporate Governance Research</p>	<p>Sherman, H.,</p>	<p>2004</p>		<p>Παρουσίαση ενός νέου οργανισμού, τον Governance Metrics International (GMI), που σκοπό έχει αξιολόγηση επιχειρήσεων βάσει κριτηρίων εταιρικής διακυβέρνησης και τα αποτελέσματα θα προσφέρονται στους πελάτες μέσω διαδικτυακής πλατφόρμας</p>

<p>“Corporate Governance and dividend policy in emerging markets” Emerging Markets Review</p>	<p>Mitton, T.,</p>	<p>2004</p>	<p>19 emerging markets (Αργεντινή, Ινδία, Κορέα, Μαλαισία, Πακιστάν, Σιγκαπούρη, Ταϊλάνδη, Τουρκία, Ρωσία, Περού, κ.α.) - εκτός η Ελλάδα</p>	<p>Εμπειρική έρευνα - όταν οι αγορές προστατεύουν μετόχους (είτε αυτό γίνεται με πρωτοβουλία επιχειρήσεων είτε του κράτους) τότε είναι πιο εύκολη άντληση κεφαλαίων - πιο αυστηρή εταιρική διακυβέρνηση σχετίζεται με μεγαλύτερα κέρδη και υψηλότερα μερίδια</p>
<p>“A revealed preference approach to understanding corporate governance problems: Evidence from Canada” Journal of Financial Economics</p>	<p>Chirinko, R. S., Schaller, H.,</p>	<p>2004</p>	<p>Καναδάς</p>	<p>Εμπειρική έρευνα - τα προβλήματα που δημιουργεί εισαγωγή μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης μπορούν να μετρηθούν ικανοποιητικά από την διασπορά των προεξοφλητικών παραγόντων (επιτοκίων) χρησιμοποιούν τα διευθυντικά στελέχη και οι επενδύσεις για την αποτίμηση των επενδυτικών έργων μέσω μεθόδου της Καθαρής Παρούσας Αξίας (ΚΠΑ) υπάρχει μια διαφορά μεταξύ των προαναφερθέντων επιτοκίων της τάξης των 350 basis points</p>
<p>“Governance Mechanisms and Equity Prices” International Center for Finance, Working Paper</p>	<p>Cremers, M., Nair, V.,</p>	<p>2004</p>	<p>ΗΠΑ (Μετοχές που διαπραγματεύονται στον NYSE, AMEX και στον NASDAQ)</p>	<p>Εμπειρική έρευνα - Διαχώρισαν τους παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης σε εξωγενείς και ενδογενείς - εξωγενείς ενδογενείς παράγοντες διακυβέρνησης συνδέονται υψηλότερα κέρδη - εξωγενείς και ενδογενείς παράγοντες διακυβέρνησης είναι συμπληρωματικά στοιχεία συναντώνται περισσότερο σε επιχειρήσεις με χαμηλό ποσοστό μόχλευσης - οι εξωγενείς παράγοντες διακυβέρνησης είναι πιο αποτελεσματικοί σε μικρότερες μεγέθους επιχειρήσεις</p>
<p>“The Costs and Benefits of Financial Market Regulation” Working paper</p>	<p>Zingales, L.,</p>	<p>2004</p>		<p>Θεωρητική προσέγγιση - δεν είναι ξεκάθαρο επεμβαίνοντας και κανονικοποιώντας τις χρηματοοικονομικές τα οφέλη θα ξεπεράσουν τα κόστη αυτής της ενέργειας</p>
<p>“Does Corporate Governance affect Firm value?” Working paper 327, Stanford Law School</p>	<p>Black, B., Jang, H., and Kim, W.,</p>	<p>2004</p>	<p>Κορέα</p>	<p>Εμπειρική έρευνα - οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης εξηγούν μεγάλο μέρος του προσδιορισμού της αξίας της επιχείρησης - ακόμα και μικρές ποιοτικές βελτιώσεις στους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης προκαλούν αντίστοιχη αύξηση σε δείκτες όπως τον To Q και market to book ratio</p>
<p>“The construction of a corporate governance rating system for a small open market: Methodology and applications in the Greek market” Hellenic Finance and Accounting Association, 3rd Annual Conference</p>	<p>Xanthakis, M., Tsipouri, L., Spanos, L.,</p>	<p>2004</p>	<p>Ελλάδα</p>	<p>Εμπειρική έρευνα - τουλάχιστον όσον αφορά επιχειρήσεις του FTSE-20, παρατηρείται ένα υψηλό ποσοστό συμμόρφωσης προς τις διεθνείς πρακτικές θέματα εταιρικής διακυβέρνησης (compliance OECD CG principle)</p>

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Κεφάλαιο 4

«Δεδομένα και Μεθοδολογία»

4.1 Δεδομένα

Στο πλαίσιο της συγκεκριμένης έρευνας το δείγμα αποτέλεσαν οι ελληνικές επιχειρήσεις που απαρτίζουν τους χρηματιστηριακούς δείκτες ASE/FTSE-20, ASE/FTSE-40 και ASE/FTSE-80, για το προς εξέταση χρονικό διάστημα που είναι 27/06/2002 έως 28/03/2005.

Η ημερομηνία που χρησιμοποιήθηκε σαν αφετηρία για το προς εξέταση χρονικό διάστημα, επιλέχθηκε με βάση την ψήφιση του νόμου 3016/2002. Ουσιαστικά, με την ψήφιση του νόμου 3016 στις 27/06/2002 όλες οι επιχειρήσεις ήταν υποχρεωμένες να πληρούν τουλάχιστον τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης που όριζε ο νόμος (αργότερα δόθηκε στις επιχειρήσεις μια παράταση για την πλήρη συμμόρφωση τους προς τον νόμο, αλλά επιλέξαμε την αρχική ημερομηνία ψήφισης του νόμου κι όχι την καταληκτική ημερομηνία συμμόρφωσης).

Στο δείγμα της έρευνας δεν τέθηκαν περιορισμοί ως προς το ιδιοκτησιακό καθεστώς των εταιρειών (οικογενειακές, θυγατρικές πολυεθνικών, κρατικές), παρά μόνο κριτήριο ήταν να διαπραγματεύονται στο ΧΑΑ για το χρονικό διάστημα που εξετάζει η έρευνα.

Τα στοιχεία που αφορούν τα οικονομικά μεγέθη των εταιρειών συλλέχθηκαν από την βάση δεδομένων “DataStream”, και είναι σε μηνιαία βάση.

4.2 Ανάπτυξη Υποθέσεων

Στην παγκόσμια βιβλιογραφία πρόσφατα συναντώνται μελέτες που αναδεικνύουν τον πολύπλευρο θετικό ρόλο της εισαγωγής μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης σε μια εταιρεία. Η εταιρική διακυβέρνηση φαίνεται να συνδέεται θετικά με αρκετά από τα χαρακτηριστικά μεγέθη που προσδιορίζουν μια επιχείρηση. Πιο συγκεκριμένα, μελέτες που επικεντρώνονται στις ευρωπαϊκές αγορές και την ευρύτερη αγορά των ΗΠΑ, θεμελιώνουν, θεωρητικά αλλά και με εμπειρικά στοιχεία,

την βασική υπόθεση ότι εταιρείες με καλύτερους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης καταφέρνουν να επιτυγχάνουν χαμηλότερα κόστη αντιπροσώπευσης.

Όπως υποστηρίχθηκε στην μελέτη των των *Shleifer and Vishny (1997)*, τα κόστη αντιπροσώπευσης προκύπτουν από τον διαχωρισμό ιδιοκτησίας – διοίκησης της εταιρείας και σχετίζονται με το πώς εξασφαλίζεται ότι ένας οικονομικός διευθυντής δεν θα καταχραστεί αυτά τα κεφάλαια και δεν θα αποκρύψει τα πραγματικά κέρδη μιας επιχείρησης(;). Σε συνέχεια των παραπάνω, η έρευνα του *Hart. (1995)*, υποστήριξε ότι ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης προκύπτουν όταν υπάρχουν κόστη αντιπροσώπευσης (agency problems) και δεν μπορούν αυτά να αντιμετωπιστούν με συμφωνίες ή συμβόλαια μεταξύ ιδιοκτητών και διευθυντικών στελεχών (αν και σε ορισμένες περιπτώσεις βέβαια η ίδια η αγορά επιβάλλει στις επιχειρήσεις ορθολογική διακυβέρνηση προκειμένου να μειώσουν τα κόστη τους, με δεδομένο πάντα τον στόχο της μέγιστης κερδοφορίας).

Κατά συνέπεια η *βασική υπόθεση* της συγκεκριμένης εργασίας είναι ότι οι εταιρίες που έχουν υψηλό δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης έχουν χαμηλότερα *agency costs*. Προκειμένου να καταλήξουμε σε προτάσεις ανάλογες των μελετών που αφορούν μεγάλες αγορές η παραπάνω υπόθεση αναλύεται σε επιμέρους, ύστερα και από την εμπλοκή ορισμένων ανεξάρτητων μεταβλητών που παρακάτω επιλέγουμε να χρησιμοποιήσουμε.

Συνδυάζοντας τα συμπεράσματα της παγκόσμιας βιβλιογραφίας πάνω σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης με χαρακτηριστικούς δείκτες, τους οποίους χρησιμοποιούμε σαν ανεξάρτητες μεταβλητές, οι βασικές υποθέσεις που διερευνώνται είναι,

Ü εταιρίες που έχουν υψηλό δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να σχετίζονται θετικά με υψηλότερη αποδοτικότητα. Για την διερεύνηση αυτής της υπόθεσης και προκειμένου να έχουμε ένα ικανοποιητικό μέγεθος που να αντικατοπτρίζει την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης χρησιμοποιούμε τον δείκτη ROE. Η ίδια παραδοχή, ότι δηλαδή ο δείκτης ROE είναι ένα proxy για την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης, γίνεται και στην μελέτη των *Drobotz et al.*

Ü εταιρίες που έχουν υψηλό δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να σχετίζονται θετικά με μεγαλύτερη αποτίμηση από την αγορά για επενδυτικές ευκαιρίες και management efficiency. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στην περίπτωση αυτή σαν proxies της αποτίμησης της αγοράς είναι οι δείκτες P/E και MTBV.

Ü εταιρίες που έχουν υψηλό δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να σχετίζονται θετικά με χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου. Σύμφωνα με την μελέτη των *Drobotz et al.*, η ανεξάρτητη μεταβλητή που χρησιμοποιείται σαν proxy στην περίπτωση αυτή είναι η μερισματική απόδοση (DY).

Ü Τέλος, διερευνάται η σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και μεγέθους της επιχείρησης, χρησιμοποιώντας σαν proxy του μεγέθους την ανεξάρτητη μεταβλητή αγοραία αξία (MV).

Όσον αφορά στον δείκτη MTBV στην έρευνα των *Drobotz et al.*, χρησιμοποιείται εναλλακτικά ο δείκτης Tobin's Q, ο οποίος ορίζεται

$$Tobin's\ Q\ Ratio = \frac{Market\ Value\ of\ Total\ Assets}{Replacement\ Cost\ of\ Total\ Assets}$$

Για τους σκοπούς όμως της συγκεκριμένης εργασίας κρίθηκε ότι δεν χρειαζόταν ένας τόσο πολύπλοκος δείκτης, ο οποίος πέραν των άλλων είναι δύσκολο να υπολογιστεί κυρίως λόγω του παρονομαστή. Σε αρκετές περιπτώσεις στην βιβλιογραφία χρησιμοποιείται αντί του Tobin's Q ο δείκτης Market to Book Value (MTBV), του οποίου τόσο ο υπολογισμός όσο και η εφαρμογή δεν έχει ιδιαίτερο βαθμό δυσκολίας. Κατά τα αλλά, οι υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές υπολογίζονται κατά τα γνωστά, δηλαδή,

$$ÿ\ Return\ On\ Equity\ (ROE) = \frac{Profit\ after\ tax}{Shareholders'\ equity}$$

$$ÿ\ P/E\ Ratio = \frac{Share\ Price\ (Market)}{Earnings\ per\ share}$$

$$ÿ\ MTBV = \frac{Market\ Value}{Book\ Value}$$

$$ÿ\ Dividend\ Yield = \frac{Dividend}{Share\ Price}$$

4.3 Μεθοδολογία

Η μεθοδολογία που θα ακολουθηθεί για τους σκοπούς της διατριβής έχει ως εξής:

α) Κατασκευή ερωτηματολογίων

Σε πρώτο στάδιο, κατασκευάστηκαν ερωτηματολόγια σχετικά με πέντε μεταβλητές εταιρικής διακυβέρνησης. Οι πέντε αυτές μεταβλητές είναι,

- τα δικαιώματα μετόχων
- η διαφάνεια
- το Διοικητικό Συμβούλιο
- ο Λογιστικός έλεγχος και
- η Συμμόρφωση προς τους ισχύοντες κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης

-- Παράρτημα Κεφάλαιο 4 --

Οι πέντε αυτές περιοχές εταιρικής διακυβέρνησης επιλέχθηκαν βάση των αρχών του ΟΟΣΑ, που είναι ευρέως αποδεκτές και αντικειμενικά συνιστούν τα θεμέλια της ορθής εταιρικής διακυβέρνησης.

Οι μεταβλητές αυτές έχουν ισόποση στάθμιση για λόγους αντικειμενικότητας των αποτελεσμάτων. Προς την παραπάνω κατεύθυνση, επιλέχθηκε οι ερωτήσεις να απαντώνται απλά με ένα «ΝΑΙ» ή «ΟΧΙ».

Τα ερωτηματολόγια απεστάλησαν στις επιχειρήσεις προκειμένου να συμπληρωθούν από τους αρμόδιους. Σκοπός, η άντληση ενός δείγματος 30-50 εταιρειών. Το χρονικό διάστημα που δόθηκε στις εταιρείες προκειμένου να απαντήσουν ήταν περίπου 1^{1/2} μήνες. Τελικά, τα ερωτηματολόγια που λάβαμε συμπληρωμένα από τις εταιρείες ήταν 45.

Στα ερωτηματολόγια περιλαμβάνονται ερωτήσεις σχετικές με θέματα που ορίζει ο νόμος 3016/2002 αλλά διερευνάται και η υιοθέτηση μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης πέραν αυτών που ορίζει ο νόμος, ενώ αρκετές ερωτήσεις εξυπηρετούν πέραν της μιας κατηγορίας μεταβλητών.

Η βαθμολόγηση των ερωτήσεων διαφέρει και έχει επιλεγεί η παρακάτω κατηγοριοποίηση. Για κάθε μια θετική απάντηση («ΝΑΙ») προστίθεται 0,5 βαθμοί,

επιπλέον 0,25 βαθμοί προστίθενται σε κάθε μια θετική απάντηση ερώτησης που εξυπηρετεί πέραν της μιας κατηγορίας κι επιπλέον 0,5 βαθμοί προστίθενται σε κάθε απάντηση ερώτησης που αφορά θέματα εταιρικής διακυβέρνησης πέραν αυτών που υποχρεωτικά ορίζει ο νόμος.

Έτσι έχουμε την,

α Κατασκευή ενός δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης

Όσο περισσότερους βαθμούς συγκεντρώνει μια επιχείρηση τόσο περισσότερο θεωρούμε ότι λειτουργεί βάση κανόνων ορθής εταιρικής διακυβέρνησης και άρα τόσο υψηλότερα βρίσκεται στην κατάταξη. Η μέγιστη βαθμολογία που μπορεί να συγκεντρώσει μια επιχείρηση είναι 27,75 βαθμοί, οι οποίοι επιμερίζονται σε κάθε μεταβλητή (μέγιστο για την κατηγορία των ερωτήσεων σχετικές με θέματα Δικαιωμάτων μετόχων 7,5, Διαφάνειας 5,75 , Διοικητικού Συμβουλίου 5,5 , Λογιστικού ελέγχου 7,5 και συμμόρφωσης προς τους ισχύοντες κανονισμούς εταιρικής διακυβέρνησης 1,5 βαθμοί). Βάση του δείκτη αυτού και της κατάταξης των επιχειρήσεων θα δημιουργήθηκαν δυο χαρτοφυλάκια, ένα αποτελούμενο από τις εταιρείες με τον υψηλότερο δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης κι ένα με τις εταιρείες που βρέθηκαν στις χαμηλότερες θέσεις της κατάταξης. Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι και τα δυο χαρτοφυλάκια, απαρτίζονται από τον ίδιο αριθμό εταιρειών (15).

α Εξεταζόμενα μεγέθη της αγοράς

Για κάθε μια επιχείρηση που συμπεριλήφθηκε τελικά στο δείγμα (λάβαμε δηλαδή συμπληρωμένο το ερωτηματολόγιο), συλλέξαμε ορισμένα μεγέθη της αγοράς, που πιθανόν να ερμηνεύουν τις διαφορές των αποδόσεων ανάμεσα στα δυο χαρτοφυλάκια που κατασκευάσαμε βάση του δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης. Τα μεγέθη της αγοράς που εξετάζουμε είναι η μερισματική απόδοση (DY), η αγοραία αξία της επιχείρησης (Market Value), ο δείκτης αγοραία / λογιστική αξία επιχείρησης (MTBV), ο δείκτης P/E, ο δείκτης ROE (Return on Equity) και τέλος ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου.

Ακολουθως, για κάθε χαρτοφυλάκιο (High CGR (HCGR) και Low CGR (LCGR)) υπολογίσαμε τα παραπάνω μεγέθη της αγοράς, θεωρώντας ισόποση την συμμετοχή κάθε εταιρείας στο χαρτοφυλάκιο. Δηλαδή, για κάθε μήνα από τις 27/06/2002 έως τις 28/03/2005 υπολογίσαμε την DY, την MV, τον δείκτη MTBV, τον

δείκτη P/E και τον δείκτη ROE για κάθε χαρτοφυλάκιο, χρησιμοποιώντας τον μέσο των 15 εταιρειών που απαρτίζουν κάθε χαρτοφυλάκιο.

Στην συνέχεια,

α *Ανάλυση χαρακτηριστικών χαρτοφυλακίων (Univariate Portfolio Analysis)*

Στα πλαίσια της univariate analysis προσεγγίζουμε τις υποθέσεις προς διερεύνηση εξετάζοντας τους δείκτες (DY, MV, MTBV, PE, ROE) των δυο χαρτοφυλακίων, HCGR και LCGR. Σκοπός μας είναι να καταλήξουμε σε προτάσεις που θα συνδέουν την ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης με τα χαρακτηριστικά μεγέθη μια εταιρείας, όπως αυτά περιγράφονται από τους δείκτες που έχουμε επιλέξει. Επιχειρούμε δηλαδή, να διαπιστώσουμε στην ελληνική αγορά την ισχύ των προτάσεων της βιβλιογραφίας που συνδέουν την καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση με υψηλότερη αποδοτικότητα (proxy ROE), με μεγαλύτερη αποτίμηση από την αγορά για επενδυτικές ευκαιρίες και management efficiency (proxy PE, MB ratio) και χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου (proxy Dividend Yield).

Για τον σκοπό αυτό υπολογίζουμε τον αριθμητικό μέσο των αποδόσεων (Monthly Returns), της αποδοτικότητας (ROE), της αγοραίας αξίας (MV), της μερισματικής απόδοσης (DY), του δείκτη MTBV και του P/E κάθε χαρτοφυλακίου, HCGR και LCGR.

Στην περίπτωση των αποδόσεων ο υπολογισμός τους έχει γίνει βάση του τύπου,

$$\text{Monthly Returns} = (\text{Share Price} - \text{Share Price}_{i-1}) / \text{Share Price}_{i-1}$$

Για κάθε ανεξάρτητη μεταβλητή κάθε χαρτοφυλακίου έχουμε περίπου 36 παρατηρήσεις, οι οποίες είναι μια για κάθε μήνα για το προς εξέταση χρονικό διάστημα που είναι περίπου 3 χρόνια. Για κάθε μήνα υπολογίσαμε τον αριθμητικό μέσο κάθε δείκτη και των αποδόσεων. Ο αριθμητικός αυτός μέσος προέρχεται από τις αντίστοιχες μηνιαίες παρατηρήσεις των 15 εταιρειών που απαρτίζουν το κάθε χαρτοφυλάκιο. Ακολουθώντας αυτή την συλλογιστική ενσωματώνουμε την έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης έτσι ώστε στην συνέχεια να είμαστε σε θέση να διατυπώσουμε προτάσεις που θα συσχετίζουν την ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης με τα βασικά χαρακτηριστικά μιας εταιρείας.

Έτσι, συγκρίνοντας τους μέσους των αποδόσεων και των δεικτών των δυο χαρτοφυλακίων διερευνούμε την ισχύ των συμπερασμάτων της βιβλιογραφίας στην ελληνική αγορά.

q *Ανάλυση Πολλαπλής Παλινδρόμησης (Multiple Regression Model)*

Επίσης, με την βοήθεια του οικονομετρικού προγράμματος EVIEWS και χρησιμοποιώντας υποδείγματα παλινδρόμησης θα δούμε πως αποδεικνύεται η σχέση εταιρικής διακυβέρνησης και μετοχικής απόδοσης καθώς και ποια η σημαντικότητα κάθε επιμέρους μεταβλητής στον δείκτη που κατασκευάσαμε. Δηλαδή, θα επιχειρήσουμε να διερευνήσουμε αν κάποιο από τα μεγέθη της αγοράς (DY, MV, MTBV, PE, ROE) είναι ικανό να ερμηνεύσει τις διαφορές των αποδόσεων των χαρτοφυλακίων και πόσο στατιστικά σημαντικό είναι.

Αρχικά, κατασκευάσαμε ουσιαστικά ένα τρίτο χαρτοφυλάκιο, το οποίο προκύπτει από τις διαφορές των αντίστοιχων στοιχείων των δυο χαρτοφυλακίων (με High CGR και Low CGR)

Συγκεκριμένα στην ανάλυση μας, προκειμένου να μελετήσουμε τους παράγοντες που επηρεάζουν τις μετοχικές αποδόσεις των δυο χαρτοφυλακίων, HCGR και LCGR, θα εφαρμόσουμε μια πολυμεταβλητή παλινδρόμηση με εξαρτημένη μεταβλητή τις μηνιαίες μετοχικές αποδόσεις (monthly returns) και ανεξάρτητες μεταβλητές τα μεγέθη της αγοράς, όπως είναι η μερισματική απόδοση (DY), η αγοραία αξία της επιχείρησης (Market Value), ο δείκτης αγοραία / λογιστική αξία επιχείρησης (MTBV), ο δείκτης P/E, ο δείκτης ROE (Return on Equity) και τέλος ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου (GD).

Δηλαδή, η γενική μορφή του μοντέλου θα είναι :

$$mret = \alpha + \beta_1 DY + \beta_2 MV + \beta_3 MTBV + \beta_4 (P/E) + \beta_5 ROE + \beta_6 GD + e_t \quad (1)$$

Όπου

mret = οι μηνιαίες μετοχικές αποδόσεις του κάθε χαρτοφυλακίου

Dividend Yield (DY) = Dividend / Share Price

MV = Market Value (Αγοραία Αξία Επιχείρησης)

MTBV = Market Value / Book Value

P/E Ratio = Share Price (Market) / Earnings per share

Return On Equity (ROE) = Profit after tax / Shareholders' equity

GD = Γενικός Δείκτης ΧΑΑ

α = σταθερός όρος. Αντιστοιχεί στη μέση τιμή της εξαρτημένης μεταβλητής, όταν οι υπόλοιπες μεταβλητές δεν ασκούν κάποια επίδραση σε αυτή.

e_t = error term, δηλαδή σφάλμα, το οποίο λαμβάνει υπόψη του οποιονδήποτε άλλο παράγοντα επηρεάζει το μοντέλο και δεν περιλαμβάνεται σε αυτό καθώς και τα λάθη στους υπολογισμούς που προκύπτουν καθώς το μοντέλο είναι στοχαστικό.

β_i = στο παραπάνω μοντέλο το β_i είναι γνωστό ως συντελεστής μερικής παλινδρόμησης. Όσο πιο μεγάλο είναι το β_i τόσο πιο πολύ η πρώτη ανεξάρτητη μεταβλητή επηρεάζει την εξαρτημένη. Αν το β_i πάρει αρνητική τιμή τότε η σχέση των δύο μεταβλητών θα είναι αρνητική, δηλαδή όσο αυξάνεται η ανεξάρτητη τόσο θα μειώνεται η εξαρτημένη και το αντίστροφο. Γενικά το β_i μας δείχνει την μεταβολή στη μέση τιμή του monthly returns όταν ο αντίστοιχος παράγοντας του β_i μεταβληθεί κατά μία μονάδα και οι υπόλοιπες μεταβλητές μείνουν αμετάβλητες.

Για τον υπολογισμό των β θα κάνουμε τις εξής υποθέσεις για το δείγμα:

- $E(\varepsilon)=0$
- $Cov(\varepsilon)=E(\varepsilon\varepsilon')=\sigma^2 I$
- X σταθερό σε επαναλαμβανόμενα δείγματα (X fixed in repeated samples)

Αυτό σημαίνει πως θα έχουν γίνει υποθέσεις περί ύπαρξης ομοσκεδαστικότητας (σταθερή διακύμανση) και έλλειψης αυτοσυσχέτισης στα κατάλοιπα. Θα υπάρχουν δηλαδή spherical disturbances. Εντούτοις αν δε μπορούμε να κάνουμε ρητή κατανομική υπόθεση για τα κατάλοιπα, και άρα και για το Y (=monthly returns), δε μπορούμε να κάνουμε χρήση της μεθόδου μεγίστης πιθανοφάνειας (Maximum Likelihood) ώστε να βρούμε εκτιμητές των παραμέτρων του μοντέλου και να μιλήσουμε περί πλήρους αποτελεσματικότητας αυτών. Επίσης δε μπορούμε να μιλήσουμε για πλήρη αποτελεσματικότητα των εκτιμητών, καθώς ο υπολογισμός του CR-RAO απαιτεί επίσης κατανομική υπόθεση.

Το πιθανότερο είναι οι μετοχικές αποδόσεις να μη παρουσιάζουν κανονική κατανομή, οπότε προφανώς και εμείς δε θα κάνουμε τέτοια υπόθεση για τις μετοχικές αποδόσεις του δείγματος μας.

Συνεπώς θα προχωρήσουμε με τη μέθοδο, ESS (ΜΕΘΟΔΟ ΕΛΑΧΙΣΤΩΝ ΤΕΤΡΑΓΩΝΩΝ). Αυτή δεν απαιτεί κατανομική υπόθεση. Ορίζοντας το άθροισμα των τετραγώνων των καταλοίπων και ελαχιστοποιώντας αυτό, παίρνουμε εκτιμητή για το β . Αυτός είναι ίδιος με τον Maximum Likelihood εκτιμητή και είναι ο εξής: $\beta_{ls}=(X'X)^{-1} X'y$. Δυστυχώς η μέθοδος αυτή αδυνατεί να δώσει έναν εκτιμητή για την άλλη παράμετρο του μοντέλου, την $\sigma^2 \varepsilon$, επειδή δεν εμφανίζεται στο ESS. Για αυτήν θα χρησιμοποιηθεί η δειγματική ροπή $\sigma^2 \varepsilon = \frac{1}{T} \varepsilon'\varepsilon$ και η διορθωμένη αμερόληπτη διακύμανση $s^2 = \frac{1}{T-K} \varepsilon'\varepsilon$. Ο β_{ls} παραμένει αμερόληπτος εκτιμητής αφού $E(\beta_{ls})=\beta$ και η διακύμανση του είναι η $\sigma^2 \varepsilon(X'X)^{-1}$. Αυτή η διακύμανση του εκτιμητή είναι η μικρότερη από τη διακύμανση όλων των άλλων γραμμικών και αμερόληπτων εκτιμητών, άρα ο εκτιμητής είναι BLUE (Best Linear Unbiased Estimator). Είναι δηλαδή ο αποτελεσματικότερος στο σύνολο των γραμμικών και αμερόληπτων εκτιμητών. Εφόσον δεν έχει γίνει κατανομική υπόθεση που να μας επιτρέπει να εξάγουμε τις κατανομές των εκτιμητών β και s^2 και μέσω αυτών άρα και τις κατανομές διάφορων ελεγχοσυναρτήσεων (t και F) ώστε να διεξάγουμε έλεγχο υποθέσεων, θα είμαστε αναγκασμένοι να κάνουμε ασυμπτωτικούς έλεγχους υποθέσεων, βάσει των καλών ασυμπτωτικών ιδιοτήτων που έχει ο OLS εκτιμητής. Είναι συνεπής και ασυμπτωτικά κανονικός. Επίσης ο s^2 είναι ασυμπτωτικά συνεπής εκτιμητής του σ^2 και μπορεί στην ελεγχοσυνάρτηση να χρησιμοποιηθεί αντί αυτού.

Όπως αναφέρθηκε και πιο πάνω, προκειμένου να μελετηθούν οι διαφορές των αποδόσεων των δυο χαρτοφυλακίων και πως αυτές σχετίζονται με τα μεγέθη της αγοράς, δημιουργούμε ένα τρίτο χαρτοφυλάκιο με μεγέθη αγοράς τις αντίστοιχες διαφορές τους ανά μήνα. Στην περίπτωση αυτή η γενική μορφή του μοντέλου παλινδρόμησης θα είναι ως εξής :

$$DFRETCGR = \alpha + \beta_1 DDDY + \beta_2 DMV + \beta_3 DMTBV + \beta_4 D(P/E) + \beta_5 DROE + \beta_6 GD + e_t \quad (2)$$

Όπου,

DFRETCGR = είναι η διαφορά των αποδόσεων των δυο χαρτοφυλακίων που δημιουργήθηκαν βάση του δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης.

DDY = η διαφορά των αντίστοιχων μηνιαίων τιμών του δείκτη DY των χαρτοφυλακίων HCGR και LCGR.

DMV = η διαφορά των αντίστοιχων μηνιαίων τιμών του δείκτη MV των χαρτοφυλακίων HCGR και LCGR.

DMTBV = η διαφορά των αντίστοιχων μηνιαίων τιμών του δείκτη MTBV των χαρτοφυλακίων HCGR και LCGR.

D (P/E) = η διαφορά των αντίστοιχων μηνιαίων τιμών του δείκτη P/E των χαρτοφυλακίων HCGR και LCGR.

DROE = η διαφορά των αντίστοιχων μηνιαίων τιμών του δείκτη ROE των χαρτοφυλακίων HCGR και LCGR.

GD = οι μηνιαίες τιμές του Γενικού Δείκτη του XAA.

Κεφάλαιο 5 Εμπειρικά Αποτελέσματα

5.1 Γενικά Στατιστικά Στοιχεία Έρευνας

Όπως αναφέρθηκε και στην προηγούμενη ενότητα της μεθοδολογίας, σε πρώτη φάση κατασκευάστηκε το «Ερωτηματολόγιο Εισαγωγής Μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης», το οποίο βασιζόταν στις διατυπωμένες αρχές περί εταιρικής διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ, τις διατάξεις του νόμου 3016/2002 και γενικότερα τους κώδικες που ισχύουν σε μεγάλες χρηματιστηριακές και επιχειρηματικές αγορές.

Οι πέντε υπό-κατηγορίες εταιρικής διακυβέρνησης που εξετάζονται είναι τα δικαιώματα των μετόχων, η διαφάνεια, το διοικητικό συμβούλιο, ο λογιστικός έλεγχος και η γενικότερη συμμόρφωση προς τους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης. Τα ερωτηματολόγια απεστάλησαν σε 140 επιχειρήσεις (τις εταιρείες που απαρτίζουν τον ASE/FTSE-20, ASE/FTSE-40, και ASE/FTSE-80) και το συνολικό ποσοστό απόκρισης ήταν περίπου 32%.

Πιο αναλυτικά, τα ποσοστά απόκρισης ανά χρηματιστηριακό δείκτη και τα επιμέρους στατιστικά έχουν ως εξής,

	<i>FTSE-20</i>	<i>FTSE-40</i>	<i>FTSE-80</i>	<i>Σύνολο</i>
<i>Αποκρίσεις</i>	12	19	14	45
<i>Πληθυσμός</i>	20	40	80	140
Ποσοστό Απόκρισης	60%	47,5%	17,5%	32,14%

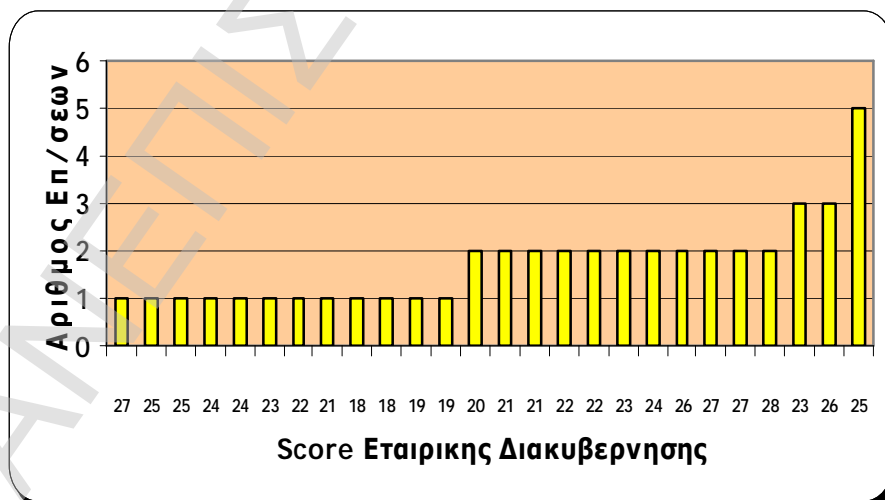
	<i>FTSE-20</i>	<i>FTSE-40</i>	<i>FTSE-80</i>	<i>Σύνολο</i>
<i>Minimum</i>	21,75	19,25	17,5	17,5
<i>Mean</i>	25,063	23,474	21,875	23,4
<i>Median</i>	25,375	23,250	22,000	23,5
<i>Maximum</i>	27,75	27,75	27,25	27,75
<i>S.D.</i>	1,806	2,472	2,808	2,672

Από τα παραπάνω βλέπουμε ότι το μεγαλύτερο ποσοστό απόκρισης σημειώνει ο πρώτος χρηματιστηριακός δείκτης, ASE/FTSE-20, στον οποίο ανήκουν οι εταιρείες με την μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση. Κάτι τέτοιο ήταν αναμενόμενο, αφού οι εταιρείες αυτές διαφέρουν σημαντικά ως προς την οργάνωση και τα οικονομικά μεγέθη των υπολοίπων και λίγο έως πολύ λειτουργούν και δραστηριοποιούνται με βάση τα διεθνή δεδομένα. Κατά συνέπεια, υπάρχουν οργανωμένα τμήματα που ασχολούνται με συγκεκριμένα θέματα διοικητικού χαρακτήρα καθώς και τμήμα δημοσίων σχέσεων που βοήθησε αρκετά στην καλύτερη επικοινωνία για την συμβολή τους στην συγκεκριμένη έρευνα. Αντίθετα, σε μικρότερες εταιρείες με μικρότερο βαθμό οργανωτικής διοίκησης ήταν πιο δύσκολη η επικοινωνία και κατά συνέπεια είχαμε μικρότερο ποσοστό απόκρισης.

Το επόμενο βήμα ήταν η κατασκευή του δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης, βάση της αξιολόγησης των αποκρίσεων που είχαμε. Κάθε μια υπό-κατηγορία μπορούσε να συγκεντρώσει μια μέγιστη βαθμολογία, η οποία ισοβαρώς συνυπολογιζόταν για να βγάλουμε την τελική βαθμολογία για κάθε μια επιχείρηση, η οποία αποτύπωνε και το επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης. Ο τρόπος κατά τον οποίο συγκέντρωνε μια επιχείρηση την βαθμολογία της σε κάθε υπό-κατηγορία περιγράφηκε στην ενότητα της μεθοδολογίας.

Διάγραμμα 5.1

Κατανομή Αποτελεσμάτων Αξιολόγησης Εταιρικής Διακυβέρνησης



Έτσι, είχαμε την παραπάνω κατανομή αποτελεσμάτων για την αξιολόγηση της ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης των εταιρειών.

Για να απλοποιηθεί η διαγραμματική παρουσίαση των παραπάνω αποτελεσμάτων οι βαθμολογίες στρογγυλοποιήθηκαν προς τον κοντινότερο ακέραιο. Το μεγαλύτερο ποσοστό των επιχειρήσεων σημειώνει μια βαθμολογία γύρω στο 25, ενώ δυο εταιρείες έχουν καταφέρει να συγκεντρώσουν την μέγιστη δυνατή βαθμολογία (27,75 βαθμούς) και πέντε ακόμα ακολουθούν με πολύ μικρή διαφορά. Στον αντίποδα, την χαμηλότερη βαθμολογία συγκέντρωσε μια εταιρεία με 17,5 βαθμούς.

Η πλέον αξιόλογη παρατήρηση έχει να κάνει με το ότι τις υψηλότερες βαθμολογίες συγκεντρώνουν οι εταιρείες που ανήκουν στον δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης, και μόλις μια εταιρεία από τον δείκτη χαμηλής κεφαλαιοποίησης παρατηρείται στις πρώτες θέσεις. Ακόμα, πέντε εταιρείες από τον ASE/FTSE-40 περιλαμβάνονται στις πρώτες 15 επιχειρήσεις. Από την άλλη πλευρά, το 53% των 15 χαμηλότερων εταιρειών στην αξιολόγηση βάση του δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης ανήκει στον ASE/FTSE-80, ενώ εντύπωση προκαλεί ότι ανάμεσα σε αυτές περιλαμβάνεται και μια από τον ASE/FTSE-20.

Τέλος, παρατηρούμε ότι στις 15 πρώτες επιχειρήσεις βρίσκονται 3 τράπεζες, δυο κρατικές επιχειρήσεις ενώ την υψηλότερη βαθμολογία συγκέντρωσε μια θυγατρική πολυεθνικής (Coca Cola 3E).

Από τις 45 αποκρίσεις που είχαμε, 20% των εταιρειών ανήκουν στον κλάδο της βιομηχανίας, 15,5% στον κλάδο των συμμετοχών και 11% στον κλάδο των τραπεζών, ενώ οι υπόλοιπες ανήκουν σε διάφορους κλάδους καλύπτοντας σχεδόν το σύνολο των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.

Πιο αναλυτικά, τα αποτελέσματα ανά κλάδο, με τα αντίστοιχα στατιστικά τους αποτελέσματα έχουν ως εξής,

Πίνακας 5.1

Κλάδος	Mean	Maximum	Minimum	Αριθμός Επ/σεων
ΤΡΑΠΕΖΕΣ	24,40	25,25	22,75	5
ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	23,89	27,75	20,50	7
ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ	24,25	27,25	21,25	2
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ	23,58	27,75	19,25	9
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	24,58	25,00	23,75	3
ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	18,63	19,75	17,50	2
ΒΟΗΘΗΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣ ΜΕΤΑΦΟΡΕΣ	20,38	21,75	19,00	2
ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ	22,25	22,75	21,75	2

ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΙΝΗΤΗΣ ΤΗΛΕΦΩΝΙΑΣ	25,50	N/a	N/a	1
ΗΛΕΚΤΡΙΚΗΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ	26,00	N/a	N/a	1
ΤΡΟΦΙΜΑ - ΠΟΤΑ	25,00	N/a	N/a	1
ΥΔΡΕΥΣΗ	20,50	N/a	N/a	1
ΗΛΕΚΤΡΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ	25,50	N/a	N/a	1
ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	22,00	N/a	N/a	1
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	19,75	N/a	N/a	1
ΕΠΙΒΑΤΗΓΟΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑ	24,50	N/a	N/a	1
ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	20,75	N/a	N/a	1
ΤΥΧΕΡΑ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ	26,75	N/a	N/a	1
ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	26,75	N/a	N/a	1
ΕΝΟΙΚΙΑΣΕΙΣ ΜΕΣΩΝ ΜΕΤΑΦΟΡΑΣ	18,25	N/a	N/a	1
ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ - ΨΥΧΑΓΩΓΙΑ	25,50	N/a	N/a	1

Ένα στοιχείο το αποτέλεσε σημείο προβληματισμού στην κατασκευή των ερωτηματολογίων ήταν το ότι οι υπό-κατηγορίες που θα εξετάζαμε δεν θα πρέπει να συσχετίζονται, κι αυτό γιατί σε αντίθετη περίπτωση θα υπήρχε μεροληψία υπέρ κάποιας κατηγορίας, υπολογίζοντας διπλά αυτήν και δίνοντας μικρότερο βάρος σε κάποια άλλη. Δηλαδή, αν υπήρχε υψηλή συσχέτιση μεταξύ της κατηγορίας «Λογιστικός έλεγχος» και «Διαφάνεια» θα δίναμε ιδιαίτερο βάρος σε αυτές και πιθανόν να αγνοούσαμε κάποια άλλη κατηγορία, όπως π.χ. το «Διοικητικό Συμβούλιο».

Για τον λόγο αυτό εξετάσαμε την συσχέτιση των υπό-κατηγοριών, και τα αποτελέσματα που πήραμε έχουν ως εξής,

Πίνακας 5.2
Συσχέτισης υπό-κατηγοριών εταιρικής διακυβέρνησης

	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)
Διαφάνεια (I)	1.0000	0.2936	0.1162	-0.0454	0.2999
Δικαιώματα Μετόχων (II)	0.2936	1.0000	-0.0452	0.1037	0.1130
Διοικητικό Συμβούλιο (III)	0.1162	-0.0452	1.0000	0.3408	0.1190
Λογιστικός Έλεγχος (IV)	-0.0454	0.1037	0.3408	1.0000	0.2321
Συμμόρφωση προς τους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης (V)	0.2999	0.1130	0.1190	0.2321	1.0000

Από τα παραπάνω διαπιστώνουμε ότι δεν υπάρχει κάποια υψηλή συσχέτιση, μεταξύ οποιονδήποτε υπό-κατηγοριών, κάτι που σημαίνει ότι τα αποτελέσματα μας θα είναι κατά το δυνατόν πιο αντικειμενικά. Η μόνη υψηλή συσχέτιση που παρατηρείται είναι αυτή μεταξύ των υπό-κατηγοριών «Λογιστικού Ελέγχου» και «Διοικητικού Συμβουλίου», η οποία όμως και σε αυτή την περίπτωση δεν δημιουργεί πρόβλημα στα αποτελέσματα καθώς το μέγεθος συσχέτισης δεν κρίνεται ανησυχητικό.

Ένα από τα σημαντικά ερωτήματα που γεννώνται είναι πια από τις πέντε υπό-κατηγορίες έχει το μεγαλύτερο βάρος ή αλλιώς, που δίνουν την μεγαλύτερη σημασία οι εταιρείες όταν εισαγάγουν μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης;

Την απάντηση μπορούμε να την πάρουμε μέσα από την ανάλυση της αξιολόγησης-κατάταξης και των αποτελεσμάτων που μας έδωσε η έρευνα. Ένας τέτοιος τρόπος είναι να παρατηρήσουμε έναν πίνακα που απεικονίζει τα ποσοστά των εταιρειών που πέτυχαν την μέγιστη βαθμολογία σε κάθε υπό-κατηγορία.

Δηλαδή, για κάθε χρηματιστηριακό δείκτη (FTSE-20, FTSE-40, FTSE-80) μελετούμε τις αποκρίσεις που είχαμε και επικεντρωνόμαστε για κάθε υπό-κατηγορία που περιλαμβάνεται στο ερωτηματολόγιο στις εταιρείες που πέτυχαν την μέγιστη δυνατή βαθμολογία.

Έτσι, έχουμε :

Πίνακας 5.3

	FTSE-20 (%)	FTSE-40 (%)	FTSE-80 (%)	ΣΥΝΟΛΟ (%)
Διαφάνεια	25	31,5	7	22,2
Δικαιώματα Μετόχων	50	42,1	21,4	37,7
Διοικητικό Συμβούλιο	75	42,1	57,1	55,5
Λογιστικός Έλεγχος	83,3	63,1	57,1	66,6
Συμμόρφωση προς τους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης	58,3	57,8	28,5	48,8

Από τα παραπάνω στοιχεία βγάζουμε το συμπέρασμα ότι οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης που έχουν σχέση με τον Λογιστικό έλεγχο και το Διοικητικό Συμβούλιο είναι εκείνοι που έχουν την μεγαλύτερη σημασία για τις εταιρείες και στις οποίες επικεντρώνουν τις προσπάθειες τους για πιο ορθή διακυβέρνηση. Αντίθετα, θέματα που σχετίζονται με την διαφάνεια δεν απολαμβάνουν της ίδιας σημασίας, καθώς στο συγκεκριμένο δείγμα η παραπάνω υπό-κατηγορία σημειώνει το μικρότερο ποσοστό.

Σε αντίστοιχη έρευνα, με δείγμα Γερμανικές επιχειρήσεις, οι υπό-κατηγορίες που σημειώνουν τα υψηλότερα ποσοστά είναι του ελέγχου (όπως και στην περίπτωση της Ελλάδας) και της διαφάνειας.

Η ερμηνεία που μπορεί να δοθεί για την περίπτωση των ελληνικών επιχειρήσεων, είναι ότι μέτρα που αφορούν τον Λογιστικό έλεγχο, και εν μέρει για την συμπεριφορά του Διοικητικού συμβουλίου, είναι πιο εύκολο να συγκροτηθούν από μια αρχή και να εφαρμοσθούν από τις επιχειρήσεις. Θέματα που αφορούν την διαφάνεια και τα δικαιώματα των μετόχων είναι συνήθως πιο πολύπλοκα και κατά συνέπεια η εφαρμογή τους πιο δύσκολη.

5.2 Μεγέθη Αγοράς – Variables

Η βασική υπόθεση την οποία διερευνά η συγκεκριμένη εργασία είναι τα εμπειρικά αποτελέσματα μελετών που αφορούν μεγάλες χρηματιστηριακές αγορές, και τα οποία συνδέουν την υψηλότερη ποιότητα εταιρικής διακυβέρνησης με υψηλότερη αποδοτικότητα, χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου και μεγαλύτερη αποτίμηση από την αγορά για επενδυτικές ευκαιρίες (δηλαδή οι μετοχές των εταιρειών με υψηλή εταιρική διακυβέρνηση προσελκύουν ένα ευρύτερο επενδυτικό κοινό).

Προκειμένου να διαπιστώσουμε την ισχύ των παραπάνω προτάσεων στην ελληνική αγορά, θα πρέπει να επιλέξουμε τις μεταβλητές εκείνες που συσχετίζονται άμεσα με τα προς απόδειξη στοιχεία, αποτελούν δηλαδή ορθές προσεγγίσεις, δείκτες μέτρησης (proxies) αυτών.

§ Η αποδοτικότητα μιας εταιρείας μπορεί να μετρηθεί ικανοποιητικά από τον δείκτη ROE (Return on Equity), του οποίου η μαθηματική έκφραση έχει ως εξής ,

$$ROE = \frac{\text{profit_after_tax}}{\text{shareholders' equity}} \quad (1)$$

Ο παραπάνω δείκτης είναι ένας από τους δείκτες αποδοτικότητας, οι οποίοι στο σύνολο τους μετρούν την αποτελεσματικότητα της διοίκησης, όπως αυτή εμφανίζεται από την απόδοση της επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, ο δείκτης ROE, μετρά το ποσοστό της απόδοσης επί της λογιστικής αξίας του μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης.

Κατά συνέπεια η μεταβλητή αυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί βοηθώντας στον συσχετισμό της εταιρικής διακυβέρνησης, η οποία περιλαμβάνει μέτρα που αφορούν το διοικητικό συμβούλιο, με την αποδοτικότητα της εταιρείας.

§ Η αποτίμηση από την αγορά για μεγαλύτερες επενδυτικές ευκαιρίες μπορεί να εκφρασθεί μέσω δεικτών όπως το P/E και MTBV ratio. Όταν ο δείκτης P/E είναι σχετικά μεγάλος, τότε αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές προσδοκούν ότι η συγκεκριμένη εταιρεία έχει ιδιαίτερα ευοίωνες προοπτικές ανάπτυξης. Έχει παρατηρηθεί όμως ότι υψηλό P/E έχουν νεοεισερχόμενες εταιρείες, ενώ εταιρείες που είναι χρόνια εισηγμένες έχουν ένα σχετικά σταθεροποιημένο P/E. Ακόμα, ο δείκτης

P/E μας βοηθά να προσεγγίσουμε και τις μετοχικές αποδόσεις των χαρτοφυλακίων, οι οποίες θα αποτελέσουν ιδιαίτερο αντικείμενο ενδιαφέροντος. Σύμφωνα με τους Nicholson (1996), Ball (1978) και Basu (1977) μετοχές εταιρειών με μικρό δείκτη P/E φαίνεται να παρουσιάζουν μεγαλύτερες αποδόσεις από μετοχές εταιρειών με υψηλό P/E.

Αναφορικά με τον δείκτη MTBV, όσο μεγαλύτερος είναι αυτός τόσο η αγορά πιστεύει ότι η συγκεκριμένη εταιρεία αποτελεί μια σωστή επενδυτική θέση, αφού η αγοραία αξία της είναι μεγαλύτερη από την λογιστική της.

§ Τέλος, διερευνάται η σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και κόστος κεφαλαίου. Η μεταβλητή την οποία χρησιμοποιούμε για να συσχετίσουμε τα δυο μεγέθη είναι η μερισματική απόδοση, DY, καθώς σύμφωνα με τους *Drobotz W. et al. (2004)*, οι μερισματικές αποδόσεις μπορούν να χρησιμοποιηθούν σαν proxies για το κόστος κεφαλαίου.

§ Στο πλαίσιο της univariate analysis, χρησιμοποιούμε επιπλέον μια ακόμα μεταβλητή, αυτή της αγοραίας αξίας (MV), προκειμένου να δούμε αν υπάρχει κάποιος συσχετισμός ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης και αξίας της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, επιχειρούμε να δούμε αν οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης προσθέτουν αξία σε μια εταιρεία, και πως αυτή η προστιθέμενη αξία διαφοροποιείται ανάλογα με την ποιότητα των μηχανισμών.

Πέραν των παραπάνω μεταβλητών, στα πλαίσια της multivariate analysis και συγκεκριμένα στην ανάλυση πολλαπλής παλινδρόμησης με ανεξάρτητες μεταβλητές τις διαφορές των δεικτών των χαρτοφυλακίων και εξηρητημένη μεταβλητή τη διαφορά των μετοχικών αποδόσεων των δυο χαρτοφυλακίων που κατασκευάσαμε βάση του δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης, χρησιμοποιούμε μια ακόμα μεταβλητή, τον Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ. Επιχειρούμε έτσι να δούμε αν και κατά πόσο ο Γενικός Δείκτης (GD), μπορεί να λειτουργήσει σαν ερμηνευτικός παράγοντας της διαφοράς των μετοχικών αποδόσεων.

5.3 Univariate Analysis

Στα πλαίσια της univariate analysis, μελετούμε την σχέση επιπέδου εταιρικής διακυβέρνησης με τις παραπάνω μεταβλητές που επιλέξαμε (MV, MTBV, ROE, DY, PE), εξετάζοντας τους μέσους των δεικτών αυτών των δυο χαρτοφυλακίων για την χρονική περίοδο 27/06/2002 – 28/03/2005¹. Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι μελετούμε και επεξεργαζόμαστε τα στοιχεία των παραπάνω μεταβλητών, κάνοντας την βασική υπόθεση ότι το επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης των εταιρειών δεν μεταβάλλεται αυτό το διάστημα. Έμμεσα δηλαδή υποθέτουμε ένα σταθερό και αμετάβλητο επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης. Η υπόθεση αυτή μπορεί να αποτελέσει σημείο κριτικής, αλλά κρίθηκε ότι δεν ήταν ένα στοιχείο που θα αλλοίωνε τα αποτελέσματα της έρευνας (η ίδια υπόθεση χρησιμοποιήθηκε και στην μελέτη των *Drobotz W. et al. (2004)*).

Επιπρόσθετα, επιχειρούμε να δούμε αν υπάρχουν διαφορές μεταξύ των μέσων τιμών των δεικτών των δυο χαρτοφυλακίων, κάτι που θα βοηθούσε να ερμηνεύσουμε και την διαφορά των αποδόσεων τους, που διαπιστώνεται, όπως θα δούμε παρακάτω, για την συγκεκριμένη τριετία.

Συνοπτικά τα αποτελέσματα που πήραμε από την univariate analysis παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα,

¹ Τα στοιχεία, για όλους τους δείκτες, είναι σε μηνιαία βάση και προέρχονται από την βάση δεδομένων DataStream.

Πίνακας 5.4

Συνοπτικός Πίνακας Αποτελεσμάτων Univariate Analysis

	<i>HCGR</i>	<i>LCGR</i>	<i>Διαφορά Μέσων</i>	<i>Έλεγχος Στατιστικής Σημαντικότητας Μέσων (*)</i>
<i>Market Value (MV)</i>	3,262 (0.087576)	2,307 (0.079144)	0,955 [29,29%] (0.049362)	19,346
<i>MTBV ratio</i>	2,733 (0.750814)	2,511 (0.474242)	0,222 [8,14%] (0.419356)	0,5293
<i>ROE ratio</i>	1,658 (0.752488)	0,684 (0.120926)	0,974 [58,76%] (0.810687)	1,2014
<i>Dividend Yield (DY)</i>	2,834 (0.707057)	2,183 (0.601771)	0,651 [22,97%] (0.457441)	1,4231
<i>P/E ratio</i>	18,51 (3.781650)	38,28 (25.28892)	-19,77 [-106,81%] (25.56385)	-0,7733
<i>Returns</i>	1,2558% (0.075830)	0,4321% (0.099681)	0,8238% (0.036076)	0,2283

(*) Ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας γίνεται σε επίπεδο σημαντικότητας 5% .

Η κριτική τιμή του t test όπως μας δίνεται είναι 2,0345.

Αν η τιμή του t test είναι μικρότερη της κριτικής τιμής τότε αποδεχόμαστε την H_0 , όπως αυτή έχει οριστεί.

Στις τρεις πρώτες στήλες τα στοιχεία που βρίσκονται μέσα σε παρένθεση είναι οι τυπικές αποκλίσεις του αντιστοίχου δείκτη, ενώ στην τρίτη στήλη τα στοιχεία μέσα στην αγκύλη μας δείχνουν την ποσοστιαία διαφορά των μέσων κάθε δείκτη.

ι. Εταιρική Διακυβέρνηση και Αποδοτικότητα Επιχείρησης

Αρχικά, όσον αφορά την σχέση αποδοτικότητας και εταιρικής διακυβέρνησης διαπιστώνουμε όντως ότι εταιρείες με υψηλότερη ποιότητα εταιρικής διακυβέρνησης παρουσιάζουν μεγαλύτερη αποδοτικότητα. Πιο συγκεκριμένα, ο μέσος ROE του χαρτοφυλακίου HCGR (δηλαδή, του χαρτοφυλακίου που απαρτίζεται από εταιρείες

που κατατάχθηκαν στις 15 πρώτες θέσεις της αξιολόγησης μας βάση του δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης που κατασκευάσαμε), είναι υψηλότερος κατά περίπου 60% του αντίστοιχου του χαρτοφυλακίου LCGR. Κατά συνέπεια, επαληθεύεται και στην ελληνική αγορά το πρώτο συμπέρασμα των *Drobotz W. et al. (2004)*, θεμελιώνοντας μια θετική σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και αποδοτικότητας της επιχείρησης.

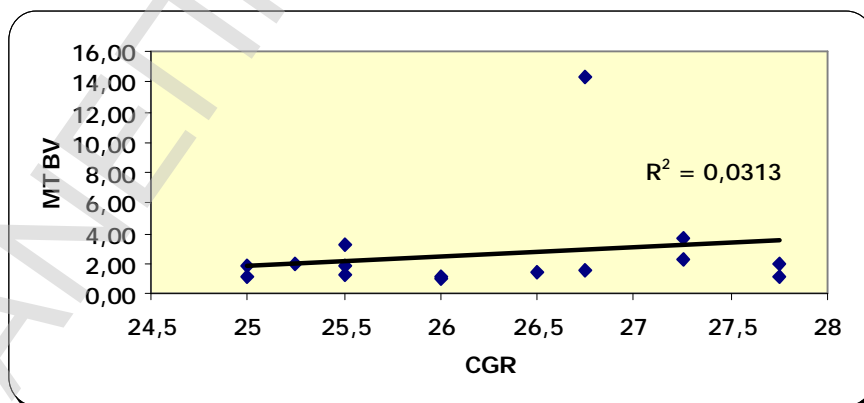
ii. Εταιρική Διακυβέρνηση και Αγοραία Αξία Επιχείρησης

Εξετάζοντας τους παράγοντες MV^2 και MTBV, βλέπουμε ότι οι μέσοι των δυο αυτών μεταβλητών για το χαρτοφυλάκιο HCGR είναι υψηλότεροι των αντίστοιχων του LCGR κατά περίπου 30% και 8%, αντίστοιχα. Αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης συνδέονται με υψηλότερη αγοραία αξία για μια επιχείρηση.

Στα παρακάτω διαγράμματα για τον δείκτη MTBV, παρατηρούμε ότι τόσο οι τιμές του χαρτοφυλακίου HCGR όσο και του LCGR, δεν παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις.

Διάγραμμα 5.2

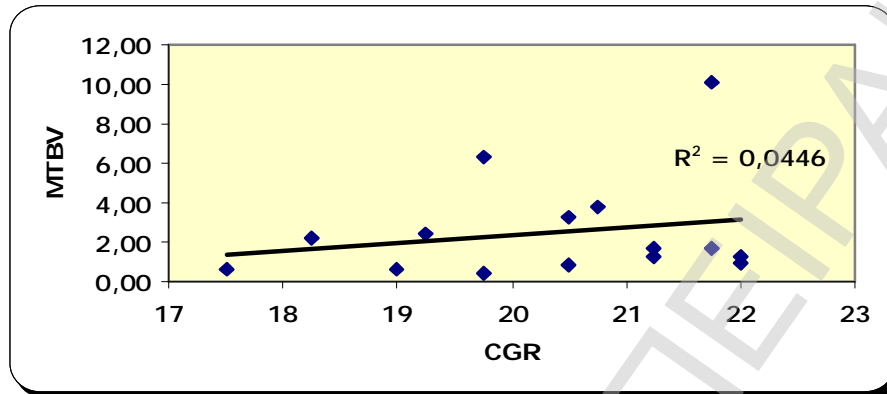
MTBV και CGR για το χαρτοφυλάκιο HCGR



² Για τον παράγοντα MV, επιλέξαμε να λογαριθμήσουμε τις τιμές για να είναι πιο εξομαλυμένα τα τελικά αποτελέσματα, καθώς υπήρχαν μεγάλες διαφορές ανάμεσα στις εταιρείες του FTSE-20 (οι οποίες κατά βάση αποτελούν το χαρτοφυλάκιο HCGR) και FTSE-80 (οι οποίες κατά βάση αποτελούν το χαρτοφυλάκιο LCGR).

Διάγραμμα 5.3

MTBV και CGR για το χαρτοφυλάκιο LCGR



Παρατηρούμε επίσης, ότι οι τιμές του συντελεστή R^2 και για τα δυο χαρτοφυλάκια στηρίζουν την θέση ότι υπάρχει μια σημαντική σχέση με την αξιολόγηση βάση του δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης που κατασκευάσαμε.

Ένα σημαντικό ερώτημα που προκύπτει είναι *κάτω από ποιες συνθήκες η εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να προκαλέσει αύξηση της αξίας της επιχείρησης.*

Σύμφωνα με τους των *Klapper F. and Love I. (2004)*, μια εταιρεία με προοπτικές ανάπτυξης και μεγάλες ανάγκες εξωτερικής χρηματοδότησης έχει περισσότερα κίνητρα να υιοθετήσει μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης υψηλής ποιότητας προκειμένου να επιτύχει μείωση του κόστους κεφαλαίου της. Μια επιχείρηση με μηχανισμούς διακυβέρνησης που στηρίζουν την διαφάνεια και την ορθή εκμετάλλευση των πόρων της επιτυγχάνει μικρότερο κόστος κεφαλαίου. Αυτές οι προοπτικές ανάπτυξης αντικατοπτρίζονται στην αγοραία αξία της επιχείρησης, και κατά συνέπεια υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και MV.

iii. Εταιρική Διακυβέρνηση και Μερισματική Απόδοση

Εταιρείες με καλύτερους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης φαίνεται να παρουσιάζουν κατά μέσο όρο υψηλότερη μερισματική απόδοση περίπου 23%. Κάτι τέτοιο μπορεί να ερμηνευτεί αν αναλογιστεί κανείς ότι εταιρείες με υψηλή ποιότητα

εταιρικής διακυβέρνησης συνήθως είναι εταιρείες ώριμες, με σημαντικά οικονομικά αποτελέσματα, δοκιμασμένες από την αγορά. Τέτοιες εταιρείες συγκαταλέγονται στους κορυφαίους χρηματιστηριακούς δείκτες (FTSE-20), κι όπως έχει προαναφερθεί, εμπειρικά αποτελέσματα έχουν αποδείξει ότι αυτές οι εταιρείες μεσομακροπρόθεσμα έχουν υψηλότερη και πιο σταθερή μερισματική απόδοση.

iv. Σχέση Εταιρικής Διακυβέρνησης και δείκτη P/E

Αναφορικά με τον δείκτη P/E υπάρχουν αρκετές θεωρίες που δίνουν διαφορετικές μεταξύ τους ερμηνείες. Η πολύπλευρη ερμηνεία του δείκτη P/E εμπεριέχει και απόψεις που υποστηρίζουν ότι ώριμες εταιρείες, χρόνια εισηγμένες, έχουν χαμηλότερο P/E από νεοεισερχόμενες, κι αυτό γιατί πλέον η αγορά έχει αξιολογήσει την συγκεκριμένη εταιρεία και τα περιθώρια ανάπτυξης μιας ώριμης, μεγάλης εταιρείας είναι μικρότερα από τα αντίστοιχα μιας νεοεισερχόμενης. Συνδυάζοντας και την επιχειρηματολογία που ακολουθήθηκε παραπάνω για τις ώριμες εταιρείες με υψηλή ποιότητα μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης εύκολα κανείς ερμηνεύει το γιατί η καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση συμβαδίζει με χαμηλότερο δείκτη P/E.

v. Εταιρική Διακυβέρνηση και Μετοχικές Αποδόσεις

Τέλος, η σημαντικότερη παρατήρηση έχει να κάνει με τις μετοχικές αποδόσεις των δυο χαρτοφυλακίων για μια περίοδο 3 περίπου ετών. Ακολουθώντας τον συλλογισμό της μελέτης στην οποία βασίστηκαν οι *Gompers P. et al. (2003)*, με την μέθοδο των αριθμητικών μέσων βρίσκουμε την μέση τιμή εταιρικής διακυβέρνησης που χαρακτηρίζει τα δυο χαρτοφυλάκια. Για το HCGR, με υψηλότερη τιμή εταιρικής διακυβέρνησης 27,75 (την μέγιστη δυνατή) και χαμηλότερη τιμή 25, η μέση τιμή και αυτή που θα το χαρακτηρίζει πλέον είναι 26,25. Αντίστοιχα, για το LCGR, με υψηλότερη τιμή 22 και χαμηλότερη 17,5 η χαρακτηριστική του τιμή

υπολογίστηκε σε 20,35. Έπειτα για κάθε μήνα (από τις 27/06/2002 έως τις 28/03/2005) συλλέγουμε τις αποδόσεις κάθε εταιρείας και υπολογίζουμε τον αριθμητικό μέσο αυτών. Σε επόμενο στάδιο, χρησιμοποιώντας πάλι τους αριθμητικούς μέσους, υπολογίζουμε την μέση μετοχική απόδοση κάθε χαρτοφυλακίου για την προς εξέταση τριετία.

Τα αποτελέσματα που παίρνουμε από την παραπάνω ανάλυση μας δίνουν μια μέση απόδοση για το HCGR της τάξης του 1,2558% ενώ για το LCGR η αντίστοιχη τιμή είναι 0,4321%. Η απόλυτη διαφορά μεταξύ των αποδόσεων των δυο χαρτοφυλακίων είναι περίπου 0,823% για τρία χρόνια ή 0,27% τον χρόνο.

Ασφαλώς η διαφορά των αποδόσεων των δυο χαρτοφυλακίων δεν είναι ιδιαίτερα σημαντική, αλλά κάτι τέτοιο μπορεί αλλάξει σημαντικά τα επόμενα χρόνια όπου τα θέματα περί εταιρικής διακυβέρνησης θα εξελιχθούν και θα τύχουν ευρύτερης αποδοχής και σημασίας.

vi. Στατιστικοί έλεγχοι μέσων

Προκειμένου να δούμε αν οι μέσοι των μεγεθών που εξετάζουμε είναι στατιστικά σημαντικοί προχωρούμε στα αντίστοιχα test. Αυτό που ουσιαστικά μας ενδιαφέρει είναι ο μέσος των διαφορών των μεγεθών που εξετάζουμε. Έτσι λοιπόν, για κάθε μέγεθος (MONTHLY RETURNS, MV, MTBV, ROE, DY, PE) αφού έχουμε τις μηνιαίες τιμές του για κάθε χαρτοφυλάκιο μπορούμε να υπολογίσουμε τις διαφορές, στην συνέχεια να υπολογίσουμε τον αντίστοιχο μέσο και να ελέγξουμε την στατιστική σημαντικότητα αυτού. Δηλαδή, ξεκινώντας από τις αποδόσεις των δυο χαρτοφυλακίων (monthly returns) για κάθε μήνα, από τις 27/06/2002 έως τις 31/03/2005, υπολογίζουμε την διαφορά τους,

$$monthly\ return_{HCGR} - monthly\ return_{LCGR}$$

και στην συνέχεια τον μέσο και την τυπική απόκλιση³.

Χρησιμοποιουμε το t-stat⁴ με βασική υπόθεση

$$H_0: \text{ο μέσος είναι μη στατιστικά σημαντικός (δηλ. } \mu=0)$$

³ Για την τυπική απόκλιση θα χρησιμοποιήσουμε την τιμή που μας δίνει το Eviews, κι όχι αυτή του Excel, γιατί όπως αναλύθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο της ανάλυσης της multiple regression θα χρησιμοποιήσουμε τον s^2 κι όχι τον σ^2 .

⁴ Υπενθυμίζουμε ότι το t-stat ορίζεται ως Μέσος / (Τυπική απόκλιση $s^2 / (n)^{1/2}$)

και κριτική τιμή του test το 2,0345. Η κατανομή του δείγματος φαίνεται να ακολουθεί την Student's t με 33 βαθμούς ελευθερίας (οι παρατηρήσεις μας είναι 34, κατά συνέπεια το πλήθος $n=34$, άρα βαθμοί ελευθερίας $34-1$).

Τα αποτελέσματα του t-stat που παίρνουμε για κάθε μέγεθος μας αποκάλυψαν ότι *όλοι οι μέσοι είναι στατιστικά σημαντικοί, εκτός των monthly returns*. Πιο συγκεκριμένα οι τιμές που πήραμε ήταν

- Ψ Για τα monthly returns : 1,3311
- Ψ Για την μερισματική απόδοση DY : 8,2979
- Ψ Για τον δείκτη ROE : 7,0052
- Ψ Για την αγοραία αξία MV: 112,8045
- Ψ Για τον δείκτη MTBV : 3,0862
- Ψ Για τον δείκτη PE : - 4,2757

Κατά συνέπεια, σε όλες τις περιπτώσεις, πλην αυτή των monthly returns, δεν αποδεχόμαστε την βασική υπόθεση H_0 , άρα ο μέσος είναι στατιστικά σημαντικός. Με άλλα λόγια, *ο μέσος δεν είναι στατιστικά σημαντικός μόνο στην περίπτωση των monthly returns*.

Έτσι λοιπόν, μέσω της univariate analysis, καταλήγουμε στα εξής συμπεράσματα:

Ü εταιρείες με υψηλή ποιότητα εταιρικής διακυβέρνησης παρουσιάζουν μεγαλύτερη αποδοτικότητα, όπως μετριέται από τον δείκτη ROE, κατά συνέπεια παρατηρείται μια θετική σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και αποδοτικότητας της επιχείρησης

Ü εταιρείες με υψηλή ποιότητα εταιρικής διακυβέρνησης συνδέονται με υψηλότερη αγοραία αξία (MV) και μεγαλύτερες προοπτικές ανάπτυξης, όπως αυτές μετρούνται μέσω του δείκτη MTBV. Κατά συνέπεια υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης και αγοραίας αξίας της επιχείρησης.

Ü εταιρείες με υψηλότερη ποιότητα εταιρικής διακυβέρνησης παρουσιάζουν μεγαλύτερες μετοχικές αποδόσεις. Η παραπάνω παρατήρηση είναι ίσως το πιο σημαντικό στοιχείο της έρευνας, και για αυτό παρακάτω θα επικεντρωθούμε στην αναζήτηση ερμηνευτικών παραγόντων για την διαφορά των μετοχικών αποδόσεων των δυο χαρτοφυλακίων, HCGR και LCGR.

Αν και τα αποτελέσματα της univariate analysis είναι ικανά να μας οδηγήσουν σε ασφαλή συμπεράσματα, κρίνεται σκόπιμο να στηριχθούν οι παραπάνω θέσεις και με εμπειρικά αποτελέσματα από μια multivariate analysis, με έμφαση στην ανάλυση πολλαπλής παλινδρόμησης με ανεξάρτητες μεταβλητές τις διαφορές των δεικτών των χαρτοφυλακίων και εξηρητημένη μεταβλητή τη διαφορά των μετοχικών αποδόσεων.

Όσον αφορά στις μετοχικές αποδόσεις όπως μας αποκάλυψε το t-stat τα αποτελέσματα μας δεν είναι στατιστικώς σημαντικά. Κατά συνέπεια τα συμπεράσματα που αφορούν τις μετοχικές αποδόσεις δεν είναι απόλυτα, αλλά μάλλον μας δείχνουν μια τάση προς αυτή την κατεύθυνση. Τα συμπεράσματα μας θα είχαν μεγαλύτερη βαρύτητα στην περίπτωση που είχαμε ένα μεγαλύτερο δείγμα και ίσως μια καλύτερη δομή ερωτηματολογίων που θα εστιαζόταν περισσότερο σε κανόνες και θεσμούς εταιρικής διακυβέρνησης που είναι επιπλέον του νόμου. Αν και στο ερωτηματολόγιο της παρούσας έρευνας υπήρχε σχετική ερώτηση, οι εταιρείες φαίνεται να μην δίνουν ιδιαίτερο βάρος και να φροντίζουν μάλλον για την τυπική τήρηση των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, όπως αυτοί ορίζονται από τον υπάρχοντα νόμο.

5.4 Multivariate Analysis

Στην ενότητα αυτή επικεντρωνόμαστε στις διαφορές των τιμών των δεικτών των δυο χαρτοφυλακίων και σε ένα μοντέλο πολλαπλής παλινδρόμησης με ανεξάρτητες μεταβλητές τις διαφορές των δεικτών των χαρτοφυλακίων και εξηρητημένη μεταβλητή τη διαφορά των μετοχικών αποδόσεων. Σκοπός της συγκεκριμένης ανάλυσης είναι να επικυρωθούν τα αποτελέσματα της univariate analysis και επιπλέον, και σημαντικότερο, να διερευνήσουμε το αν και κατά πόσο οι μεταβλητές που επιλέξαμε, δηλ., τα μεγέθη της αγοράς, αποτελούν ερμηνευτικούς παράγοντες της διαφοράς των αποδόσεων των δυο χαρτοφυλακίων.

Σε πρώτο στάδιο εξετάζουμε κάθε χαρτοφυλάκιο χωριστά, εφαρμόζοντας σε κάθε περίπτωση την ανάλυση πολλαπλής παλινδρόμησης.

Στην περίπτωση αυτή, η γενική μορφή του μοντέλου παλινδρόμησης που θα εφαρμόσουμε είναι

$$mret = \alpha + \beta_1 DY + \beta_2 MV + \beta_3 MTBV + \beta_4 (P/E) + \beta_5 ROE + \beta_6 GD + e_t \quad (1)$$

Όπου,

MRET = οι μηνιαίες αποδόσεις για κάθε χαρτοφυλάκιο

Dividend Yield (DY) = Dividend / Share Price

MV = Market Value (Αγοραία Αξία Επιχείρησης)

MTBV = Market Value / Book Value

P/E Ratio = Share Price (Market) / Earnings per share

Return On Equity (ROE) = Profit after tax / Shareholders' equity

GD = Γενικός Δείκτης ΧΑΑ

Επιχειρώντας λοιπόν να διερευνήσουμε την ερμηνευτική ικανότητα των παραγόντων που επιλέξαμε ως ανεξάρτητες μεταβλητές (για τους λόγους που αναλύθηκαν στην univariate analysis), ξεκινούμε την ανάλυση μας από το χαρτοφυλάκιο HCGR.

Σε πρώτο στάδιο θα πρέπει να δούμε πως συσχετίζονται μεταξύ τους οι παραπάνω μεταβλητές. Τα αποτελέσματα που πήραμε έχουν ως εξής,

Πίνακας 5.5

Correlation Matrix for HCGR

	Monthly Returns	Dividend Yield (DY)	General Index (GD)	Market Value (MV)	Market to Book Value (MTBV)	P/E	Return on Equity (ROE)
Monthly Returns	1.0000	-0.2693	0.0842	0.0581	0.1577	-0.0258	-0.2891
Dividend Yield (DY)	-0.2693	1.0000	-0.9076	-0.9182	-0.9015	0.3301	0.5579
General Index (GD)	0.0842	-0.9076	1.0000	0.9886	0.9727	-0.1648	-0.3882
Market Value (MV)	0.0581	-0.9182	0.9886	1.0000	0.9696	-0.1877	-0.4223
Market to Book Value (MTBV)	0.1577	-0.9015	0.9727	0.9696	1.0000	-0.0518	-0.5249
P/E	-0.0258	0.3301	-0.1648	-0.1877	-0.0518	1.0000	0.0961
Return on Equity (ROE)	-0.2891	0.5579	-0.3882	-0.4223	-0.5249	0.0961	1.0000

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε,

1. Υψηλή και αρνητική συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών αγοραίας αξίας (MV) και μερισματικής απόδοσης (DY).

Αυτό σημαίνει ότι εταιρείες με υψηλή αγοραία αξία τείνουν να έχουν χαμηλότερη μερισματική απόδοση. Το παραπάνω έχει όντως παρατηρηθεί στο ΧΑΑ, καθώς οι εταιρείες του FTSE-20 (που είναι οι εταιρείες με την μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση), δίνουν μικρότερη μερισματική απόδοση, αλλά πιο σταθερή. Μικρότερες εταιρείες μπορεί για μια περίοδο ετών να έχουν υψηλή μερισματική απόδοση, αλλά όπως έχει παρατηρηθεί ακολουθεί συνήθως μια περίοδος όπου οι εταιρείες αυτές μπορεί να σημειώσουν ακόμα και μηδενική μερισματική απόδοση.

2. Υψηλή και θετική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη MTBV και της αγοραίας αξίας της εταιρείας.

Ένας υψηλός δείκτης MTBV, σημαίνει υψηλή αγοραία αξία της επιχείρησης (MV), καθώς όπως είπαμε ο δείκτης MTBV ορίζεται ως το πηλίκο της αγοραίας αξίας προς την λογιστική αξία μιας εταιρείας. Είναι λοιπόν, επόμενο οι δυο μεταβλητές, MV και MTBV, να συνδέονται με μια θετική σχέση.

3. Υψηλή και αρνητική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη MTBV και μερισματικής απόδοσης (DY).

Όπως σημειώθηκε παραπάνω υψηλός δείκτης MTBV σημαίνει υψηλή αγοραία αξία, MV, και σύμφωνα με την αιτιολόγηση του σημείου 1 (παραπάνω), είναι αναμενόμενη μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ MTBV και μερισματικής απόδοσης (DY).

4. Σχετικά υψηλή και θετική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη ROE και μερισματικής απόδοσης (DY).

Ο δείκτης ROE, όπως έχουμε ήδη αναφέρει, είναι ένα μέτρο αποδοτικότητας της εταιρείας. Κατά συνέπεια μια εταιρεία με υψηλό ROE, δηλαδή μια εταιρεία με υψηλή αποδοτικότητα, είναι λογικό κι επόμενο να «επιστρέφει» μέρος των κερδών (που της αποφέρει η υψηλή αποδοτικότητα) στους μετόχους της, κάτι που σημαίνει ότι η μετοχή της σταθερά δίνει υψηλό σχετικά μέρισμα, άρα έχουμε έναν υψηλό δείκτη μερισματικής απόδοσης. Έτσι θεμελιώνεται και εμπειρικά η θετική σχέση μεταξύ του δείκτη ROE και της μερισματικής απόδοσης (DY).

5. Υψηλή και θετική συσχέτιση μεταξύ της αγοραίας αξίας και του Γενικού Δείκτη.

6. Υψηλή και θετική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη MTBV και του Γενικού Δείκτη.

Αντίστοιχα, τα αποτελέσματα για το χαρτοφυλάκιο LCGR, συμπίπτουν με αυτά του HCGR. Η μόνη διαφορά που μπορεί να παρατηρηθεί είναι ότι ενώ η συσχέτιση ROE-DY ήταν σχετικά υψηλή και θετική στο HCGR, στο LCGR είναι σχετικά χαμηλή και αρνητική. Γενικά όμως τόσο από την βιβλιογραφία όσο και από εμπειρικά αποτελέσματα δεν φαίνεται να υπάρχει κάποια σταθερή και σημαντική συσχέτιση μεταξύ των δυο παραπάνω μεγεθών. Επίσης, αντίστροφα αποτελέσματα παρατηρούνται και για την συσχέτιση των δεικτών ROE-GD.

Συνοπτικά τα αποτελέσματα για το χαρτοφυλάκιο LCGR,

Πίνακας 5.6
Correlation Matrix for LCGR

	Monthly Returns	Dividend Yield (DY)	General Index (GD)	Market Value (MV)	Market to Book Value (MTBV)	P/E	Return on Equity (ROE)
Monthly Returns	1.0000	-0.2529	-0.0338	-0.0255	0.1479	-0.1503	-0.1669
Dividend Yield (DY)	-0.2529	1.0000	-0.6628	-0.9102	-0.8145	-0.2199	-0.3180
General Index (GD)	-0.0338	-0.6628	1.0000	0.8113	0.8395	0.5714	0.7332
Market Value (MV)	-0.0255	-0.9102	0.8113	1.0000	0.8880	0.3333	0.5399
Market to Book Value (MTBV)	0.1479	-0.8145	0.8395	0.8880	1.0000	0.3540	0.5454
P/E	-0.1503	-0.2199	0.5714	0.3333	0.3540	1.0000	0.2581
Return on Equity (ROE)	-0.1669	-0.3180	0.7332	0.5399	0.5454	0.2581	1.0000

Προχωρώντας στην εφαρμογή του μοντέλου πολλαπλής παλινδρόμησης, με εξαρτημένη μεταβλητή τις μετοχικές αποδόσεις του κάθε χαρτοφυλακίου και ανεξάρτητες μεταβλητές τους δείκτες τους, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι μόνο

τρεις εκ των έξι συνολικά μεταβλητών, μπορούν να λειτουργήσουν ως ερμηνευτικοί παράγοντες των μετοχικών αποδόσεων.

Πιο συγκεκριμένα τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης για το χαρτοφυλάκιο HCGR, ανέδειξαν ως στατιστικά σημαντικές μεταβλητές τους δείκτες μερισματική απόδοση (DY), MTBV και αγοραία αξία (MV).

Πίνακας αποτελεσμάτων παλινδρόμησης για το χαρτοφυλάκιο HCGR

Dependent Variable: MONTHLY RETURNS
 Method: Least Squares
 Sample (adjusted): 34
 Included observations: 33 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.204788	2.621782	3.129470	0.0043
DY	-0.160753	0.050396	-3.189811	0.0037
GD	-0.000162	0.000263	-0.614759	0.5441
MV	-2.489156	0.903988	-2.753529	0.0106
MTBV	0.261108	0.122196	2.136789	0.0422
PE	-0.002175	0.004526	-0.480635	0.6348
ROE	0.038568	0.027873	1.383697	0.1782
R-squared	0.467578			
F-statistic	3.805572			

Αντίστοιχα, ακολουθώντας το ίδιο σκεπτικό και για το δεύτερο χαρτοφυλάκιο, το LCGR, τα αποτελέσματα δεν διαφοροποιούνται σε σχέση με του πρώτου χαρτοφυλακίου.

Πίνακας αποτελεσμάτων παλινδρόμησης για το χαρτοφυλάκιο LCGR

Dependent Variable: MONTHLY RETURNS
 Method: Least Squares
 Sample (adjusted): 34
 Included observations: 33 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.776338	1.310111	5.172340	0.0000
DY	-0.280227	0.060552	-4.627888	0.0001
GD	1.37E-05	0.000100	0.137012	0.8921
MV	-2.870534	0.567212	-5.060778	0.0000
MTBV	0.149613	0.067176	2.227172	0.0348
PE	-0.000297	0.000702	-0.423069	0.6757
ROE	0.097324	0.186970	0.520531	0.6071
R-squared	0.581367			
F-statistic	6.017819			

Όπως και στην περίπτωση του χαρτοφυλακίου HCGR, τρεις αναδεικνύονται οι στατιστικά σημαντικοί παράγοντες (DY, MV, MTBV).

Πιο συγκεκριμένα, από τους δυο παραπάνω πίνακες παρατηρούμε,

- a) *Αρνητική σχέση μεταξύ μερισματικής απόδοσης (DY) και μετοχικών αποδόσεων (MONTHLY RETURNS).*

Σύμφωνα με την παραπάνω πρόταση εταιρείες με υψηλή μερισματική απόδοση αναμένεται να έχουν χαμηλότερη μετοχική απόδοση. Η παρατήρηση αυτή συμβαδίζει με τα συμπεράσματα της βιβλιογραφίας και των εμπειρικών ερευνών, καθώς μια εταιρεία με υψηλή μερισματική απόδοση θα έχει χαμηλότερη μετοχική απόδοση (returns) ως αντιστάθμισμα για το υψηλό μέρισμα που κέρδισε ο επενδυτής. Ένας επενδυτής, δηλαδή, που επωφελείται από ένα υψηλό μέρισμα που διανείμει μια μετοχή εταιρείας είναι φυσιολογικό να αναμένει μια χαμηλότερη απόδοση της επένδυσής του.

- b) *Αρνητική σχέση μεταξύ αγοραίας αξίας (MV) και μετοχικών αποδόσεων (MONTHLY RETURNS).*

Έχει παρατηρηθεί από εμπειρικά αποτελέσματα ότι εταιρείες με μεγάλη αγοραία αξία σημειώνουν μικρότερες, μεν, αποδόσεις, αλλά πιο σταθερές σε σχέση με μικρότερες εταιρείες. Η επένδυση σε μια μετοχή μεγάλης εταιρείας ενέχει μικρότερο κίνδυνο από ότι η επένδυση σε μια μικρότερη, και για αυτόν ακριβώς το λόγο ο επενδυτής που αναλαμβάνει μεγαλύτερο ρίσκο και επενδύει σε μετοχή μικρής εταιρείας θα πρέπει να ανταμειφθεί περισσότερο για αυτήν την επιλογή του.

- c) *Θετική σχέση μεταξύ δείκτη MTBV και μετοχικών αποδόσεων (MONTHLY RETURNS).*

Υψηλό δείκτη MTBV παρουσιάζουν, σύμφωνα με την βιβλιογραφία και τις εμπειρικές μελέτες, εταιρείες με μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης, εταιρείες δηλαδή νεοαναπτυσσόμενες. Οι εταιρείες αυτές συνήθως είναι μικρού μεγέθους, με μικρή αγοραία αξία δηλαδή, και κατά συνέπεια θα ισχύει το αντίστροφο της παραπάνω πρότασης (παρατήρηση b)).

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι και στα δυο χαρτοφυλάκια έγινε έλεγχος των στοιχείων περί ύπαρξης αυτοσυσχέτισης και ομοσκεδαστικότητας. Τα αποτελέσματα που πήραμε, ύστερα από τα test που πραγματοποιήθηκαν στο Eviews, ήταν (και για

τις δυο περιπτώσεις) ότι δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση, ενώ επίσης έχουμε ομοσκεδαστικότητα.

Πιο αναλυτικά το test που χρησιμοποιήθηκε για τον έλεγχο της ύπαρξης αυτοσυσχέτισης ήταν το Correlogram Q Statistics. Η μηδενική υπόθεση που έχει προεπιλεχθεί στο Eviews, είναι η H_0 : Έλλειψη Αυτοσυσχέτισης και για να στηρίζεται η μηδενική υπόθεση θα πρέπει οι πιθανότητες στην αντίστοιχη στήλη να είναι αρκετά μεγάλες. Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης μας έδειξαν ότι οι πιθανότητες που στηρίζουν τη μηδενική υπόθεση, δηλ., της έλλειψης αυτοσυσχέτισης, και οι οποίες φαίνονται στην αντίστοιχη στήλη είναι πολύ υψηλές και άρα αυτή στηρίζεται.

Όσον αφορά το test περί ύπαρξης ομοσκεδαστικότητας, το Correlogram Squared Residuals, το Eviews στο συγκεκριμένο test έχει προεπιλεγμένη τη μηδενική υπόθεση περί ύπαρξης ομοσκεδαστικότητας. Δηλαδή H_0 : ύπαρξη ομοσκεδαστικότητας στα κατάλοιπα. Εάν οι πιθανότητες στην τελευταία στήλη είναι υψηλές, αυτό σημαίνει ότι στηρίζεται η μηδενική υπόθεση, διαφορετικά αυτή απορρίπτεται και γίνεται παραδοχή της ύπαρξης ετεροσκεδαστικότητας.

Τα αποτελέσματα μας έδειξαν ότι οι πιθανότητες είναι όντως πολύ υψηλές και άρα υπάρχει μεγάλη στήριξη της μηδενικής υπόθεσης, κατά συνέπεια γίνεται παραδοχή περί ύπαρξης ομοσκεδαστικότητας στα κατάλοιπα. (στο παράρτημα παρουσιάζονται αναλυτικά τα test, τα διαγράμματα και τα αποτελέσματα που μας οδήγησαν στα παραπάνω συμπεράσματα.)

Στην συνέχεια, όπως έχουμε ήδη αναφέρει δημιουργούμε ένα τρίτο χαρτοφυλάκιο του οποίου οι αποδόσεις υπολογίζονται από την διαφορά των μηνιαίων αποδόσεων των χαρτοφυλακίων HCGR και LCGR, και οι χαρακτηριστικοί του δείκτες (MV, MTBV, ROE, DY, PE) υπολογίζονται κι αυτοί ακολουθώντας την ίδια μεθοδολογία, παίρνοντας δηλαδή τις μηνιαίες διαφορές των αντίστοιχων χαρακτηριστικών δεικτών των δυο χαρτοφυλακίων.

Αρχικά, υπολογίζουμε την διαφορά των αποδόσεων ανά μήνα μεταξύ των δυο χαρτοφυλακίων, ορίζοντας την διαφορά,

$$\text{Monthly Returns HCGR} - \text{Monthly Returns LCGR}$$

Στην συνέχεια, υπολογίζουμε τις διαφορές ανά μήνα των δεικτών των δυο χαρτοφυλακίων, ακολουθώντας την ίδια μεθοδολογία,

$$\text{Τιμή δείκτη } X \text{ τον μήνα } Y \text{ (HCGR)} - \text{Τιμή δείκτη } X \text{ τον μήνα } Y \text{ (LCGR)}$$

Έτσι ουσιαστικά καταφέρνουμε να δημιουργήσουμε ένα τρίτο χαρτοφυλάκιο με μηνιαίες αποδόσεις τις διαφορές των μηνιαίων αποδόσεων των δυο χαρτοφυλακίων και δείκτες του χαρτοφυλακίου αυτού τα μεγέθη αγοράς (MV, MTBV, ROE, DY, PE), τα οποία ορίζονται από τις διαφορές των αντίστοιχων δεικτών των χαρτοφυλακίων HCGR και LCGR.

Η ανάλυση των χαρακτηριστικών του «χαρτοφυλακίου» αυτού, που ενδεικτικά το ονομάζουμε DIFCGR, είναι παρόμοια με αυτήν που ακολουθήθηκε και για τα χαρτοφυλάκια HCGR και LCGR.

Πριν προχωρήσουμε κρίθηκε σκόπιμο να γίνει έλεγχος των στοιχείων περί ύπαρξης αυτοσυσχέτισης και ομοσκεδαστικότητας (όπως είχε γίνει και για τα χαρτοφυλάκια HCGR και LCGR).

Τα test που χρησιμοποιούνται και πάλι είναι αυτά των Correlogram Q Statistics και Correlogram Squared Residuals. Όσον αφορά την ύπαρξη αυτοσυσχέτισης ήταν ξεκάθαρο ότι δεν υπήρχε, ενώ για την ύπαρξη ομοσκεδαστικότητας χρειάστηκε να κάνουμε και ένα δεύτερο test, το ARCH LM test, για να επιβεβαιωθεί τελικά η ύπαρξη ομοσκεδαστικότητας.

(αναλυτικά τα test παρουσιάζονται στο παράρτημα)

Αφού λοιπόν επιβεβαιώσαμε την ύπαρξη μη αυτοσυσχέτισης και ομοσκεδαστικότητας, προχωρήσαμε στην ανάλυση πολλαπλής παλινδρόμησης για το νέο χαρτοφυλάκιο που κατασκευάσαμε με την μεθοδολογία που περιγράφηκε.

Έχοντας λοιπόν υπολογίσει τα παραπάνω μεγέθη, το μοντέλο παλινδρόμησης που θα χρησιμοποιήσουμε είναι το εξής,

$$DFRETCGR = \alpha + \beta_1 D DY + \beta_2 D MV + \beta_3 D MTBV + \beta_4 D (P/E) + \beta_5 D ROE + \beta_6 GD + e_t \quad (2)$$

όπου

α = σταθερός όρος. Αντιστοιχεί στη μέση τιμή της εξαρτημένης μεταβλητής, όταν οι υπόλοιπες μεταβλητές δεν ασκούν κάποια επίδραση σε αυτή.

e_t = error term, δηλαδή σφάλμα, το οποίο λαμβάνει υπόψη του οποιονδήποτε άλλο παράγοντα επηρεάζει το μοντέλο και δεν περιλαμβάνεται σε αυτό καθώς και τα λάθη στους υπολογισμούς που προκύπτουν καθώς το μοντέλο είναι στοχαστικό.

β_i = στο παραπάνω μοντέλο το β_i είναι γνωστό ως συντελεστής μερικής παλινδρόμησης. Όσο πιο μεγάλο είναι το β_1 τόσο πιο πολύ η πρώτη ανεξάρτητη

μεταβλητή επηρεάζει την εξαρτημένη. Αν το β_i πάρει αρνητική τιμή τότε η σχέση των δύο μεταβλητών θα είναι αρνητική, δηλαδή όσο αυξάνεται η ανεξάρτητη τόσο θα μειώνεται η εξαρτημένη και το αντίστροφο.

DFRETCGR = η διαφορά των αποδόσεων των χαρτοφυλακίων HCGR και LCGR.

DDY = η διαφορά των αντίστοιχων μηνιαίων τιμών του δείκτη DY των χαρτοφυλακίων HCGR και LCGR.

DMV = η διαφορά των αντίστοιχων μηνιαίων τιμών του δείκτη MV των χαρτοφυλακίων HCGR και LCGR.

DMTBV = η διαφορά των αντίστοιχων μηνιαίων τιμών του δείκτη MTBV των χαρτοφυλακίων HCGR και LCGR.

D (P/E) = η διαφορά των αντίστοιχων μηνιαίων τιμών του δείκτη P/E των χαρτοφυλακίων HCGR και LCGR.

DROE = η διαφορά των αντίστοιχων μηνιαίων τιμών του δείκτη ROE των χαρτοφυλακίων HCGR και LCGR.

GD = οι μηνιαίες τιμές του Γενικού Δείκτη του XAA.

Όπως έγινε και στην ανάλυση των δυο χαρτοφυλακίων χωριστά σε πρώτο στάδιο μελετούμε τις συσχετίσεις μεταξύ των δεικτών του DIFCGR.

Συνοπτικά τα αποτελέσματα που πήραμε έχουν ως εξής,

Πίνακας 5.7
Correlation Matrix for DIFCGR

	Monthly Returns (Difference)	Dividend Yield (DDY)	General Index (GD)	Market Value (DMV)	Market to Book Value (DMTBV)	D(P/E)	Return on Equity D(ROE)
Monthly Returns (Difference)	1.0000	-0.2564	0.2658	0.1762	0.2827	-0.2916	-0.1475
Dividend Yield (DDY)	-0.2564	1.0000	-0.5183	-0.7887	-0.6748	0.3484	0.7222
General Index (GD)	0.2658	-0.5183	1.0000	0.4439	0.7797	-0.5798	-0.4581
Market Value (DMV)	0.1762	-0.7887	0.4439	1.0000	0.8293	-0.3353	-0.4600
Market to Book Value (DMTBV)	0.2827	-0.6748	0.7797	0.8293	1.0000	-0.5533	-0.3279
D(P/E)	-0.2916	0.3484	-0.5798	-0.3353	-0.5533	1.0000	0.2676
Return on Equity D(ROE)	-0.1475	0.7222	-0.4581	-0.4600	-0.3279	0.2676	1.0000

Οι συσχετίσεις που αξίζει να σημειωθούν είναι,

Ü Υψηλή και αρνητική συσχέτιση μεταξύ αγοραίας αξίας MV και μερισματικής απόδοσης DY

Ü Υψηλή και αρνητική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη MTBV και μερισματικής απόδοσης DY

Ü Θετική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη ROE και μερισματικής απόδοσης DY

Ü Θετική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη MTBV και αγοραίας αξίας MV

Οι παραπάνω συσχετίσεις δεν διαφέρουν από αυτές που παρατηρήθηκαν για το χαρτοφυλάκιο HCGR, κατά συνέπεια και η ερμηνεία τους δεν διαφέρει.

Επεκτείνοντας την ανάλυση πολλαπλής παλινδρόμησης με ανεξάρτητες μεταβλητές τις διαφορές των δεικτών των χαρτοφυλακίων και εξηρητημένη μεταβλητή τη διαφορά των μετοχικών αποδόσεων, επιχειρούμε να δούμε κατά πόσο οι ανεξάρτητες αυτές μεταβλητές αποτελούν ερμηνευτικούς παράγοντες της διαφοράς των αποδόσεων.

Πίνακας αποτελεσμάτων παλινδρόμησης για το χαρτοφυλάκιο DIFCGR

Dependent Variable: DFRETGR
 Method: Least Squares
 Sample(adjusted): 1 34
 Included observations: 34 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.411069	0.499448	0.823047	0.4177
DDY	-0.024966	0.030911	-0.807691	0.4263
DLOGMV	-0.372565	0.436212	-0.854092	0.4006
DMTBV	0.048451	0.069102	0.701148	0.4892
DPE	-0.000223	0.000321	-0.694519	0.4933
DROE	-0.001089	0.015769	-0.069065	0.9454
GD	-2.04E-05	4.81E-05	-0.424495	0.6746
R-squared	0.143399			
F-statistic	0.753320			

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης μας δείχνουν ότι καμία από τις παραπάνω μεταβλητές δεν είναι στατιστικά σημαντική. Οι λόγοι στους οποίους οφείλεται ένα τέτοιο αποτέλεσμα είναι :

- Το δείγμα που είχαμε στην διάθεση μας ήταν μικρό. Οι εταιρείες σε αυτές τις περιπτώσεις δύσκολα συνεργάζονται σωστά προκειμένου να έχουμε καλύτερα αποτελέσματα. Πέραν αυτού όμως (μιας και το συνολικό ποσοστό απόκρισης ήταν ικανοποιητικό), η ελληνική αγορά είναι σχετικά μικρή και δύσκολα τέτοιες εμπειρικές έρευνες μπορούν να δώσουν αξιόλογα συμπεράσματα.

- Το χρονικό διάστημα που τα θέματα εταιρικής διακυβέρνησης έχουν αρχίσει να λαμβάνονται σοβαρά υπόψη από τις εταιρείες είναι ακόμα πολύ σύντομο για να έχουμε χρήσιμα συμπεράσματα και διαπιστώσεις.

- Η συμπλήρωση των ερωτηματολογίων δεν έγινε με την απαιτούμενη προσοχή από τους αρμοδίους, θελημένα ή μη.

- Τα ερωτηματολόγια δεν προχώρησαν σε λεπτομερή προσέγγιση των θεμάτων εταιρικής διακυβέρνησης. Κάτι όμως που εκ των πραγμάτων δεν μπορούσε να γίνει κι αλλιώς αφού το ερωτηματολόγιο θα έπρεπε να ήταν σύντομο και «φιλικό» προς τους αρμοδίους των εταιρειών, που τις περισσότερες φορές δεν δείχνουν την επιθυμητή απόκριση.

- Οι εταιρείες στην Ελλάδα μάλλον τυπικά παρά ουσιαστικά τηρούν τους όρους εταιρικής διακυβέρνησης.

α Η πλειοψηφία των επενδυτών δεν έχει ακόμα συνειδητοποιήσει την σημασία της εταιρικής διακυβέρνησης και κατά συνέπεια δεν συνυπολογίζει στα κριτήρια επιλογής μιας μετοχής τον παράγοντα συμμόρφωσης της εταιρείας προς τους διεθνείς (κι όχι μόνο εθνικούς) κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης. Στην Ελλάδα, η παραπάνω θέση ενισχύεται ακόμα πιο πολύ αν αναλογιστεί κανείς τον μεγάλο αριθμό μικροεπενδυτών που συμμετέχει στο ΧΑΑ.

Ίσως, και μόνο αν είχαμε στη διάθεση μας ένα μεγαλύτερο δείγμα, τα αποτελέσματα να διαφοροποιούνταν σημαντικά. Παρ' ολ' αυτά τα θέματα εταιρικής διακυβέρνησης αποτελούν ένα πεδίο έρευνας που τα επόμενα χρόνια, ακόμα και στην Ελλάδα, μπορεί να αποδώσει σημαντικά στοιχεία που θα αλλάξουν ραγδαία τον γενικότερο τρόπο λειτουργίας, οργάνωσης και συμπεριφοράς κάθε ανταγωνιστικού επιχειρηματικού οργανισμού.

Κεφάλαιο 6

«Συμπεράσματα»

Τα τελευταία χρόνια στην Ευρώπη, τις ΗΠΑ και την Αγγλία σημειώθηκαν αρκετά οικονομικά σκάνδαλα που οφείλονταν κυρίως σε ατασθαλίες υψηλόβαθμων διοικητικών στελεχών (Parmalat, WorldCom, Enron). Παράλληλα, παρατηρείται γενικότερα το φαινόμενο οι επιχειρήσεις να αντιμετωπίζουν μεγάλες δυσκολίες στην ανεύρεση πόρων για την περαιτέρω ανάπτυξη των εργασιών τους κυρίως λόγω της δυσπιστίας των επενδυτών. Όλα τα παραπάνω οδήγησαν στην δημιουργία ενός νέου πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης και συμπεριφοράς με σκοπό την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και την αποσόβηση οικονομικών κρίσεων.

Το νέο αυτό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης και συμπεριφοράς απαρτίζεται από κανόνες και νόμους που δεν διαφοροποιούνται έντονα από χώρα σε χώρα. Η σχέση αυτών των κανόνων διακυβέρνησης με την επίδοση μιας επιχείρησης έχει μελετηθεί σε διαφορές χώρες για ένα πλήθος διαφορετικών επιχειρήσεων και έχει αποδειχθεί μια θετική σχέση. Πρόσφατα, κάποιες μελέτες άρχισαν να εξετάζουν και μια διαφορετική προσέγγιση. Πως μηχανισμοί διαφορετικής ποιότητας επηρεάζουν την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης και αν υπάρχει μια διαφορά στην απόδοση των εταιρειών πως αυτή αποτυπώνεται στις μετοχικές τους αποδόσεις.

Με την συγκεκριμένη έρευνα γίνεται μια προσπάθεια κατάταξης των ελληνικών εισηγμένων ανάλογα με έναν δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης που κατασκευάσαμε από πρωτογενή στοιχεία που συλλέξαμε (δηλ., τα ερωτηματολόγια που λάβαμε συμπληρωμένα από τις επιχειρήσεις), και στην συνέχεια διερευνούμε την *βασική υπόθεση* ότι οι εταιρίες που έχουν υψηλό δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης έχουν χαμηλότερα αντιπροσώπευσης (*agency costs*) και γι' αυτό θα πρέπει να σχετίζονται θετικά με υψηλότερες αποδόσεις (*proxy DY*), με υψηλότερη αποδοτικότητα (*proxy ROE*), με μεγαλύτερη αποτίμηση από την αγορά για επενδυτικές ευκαιρίες και *management efficiency* (*proxy PE, MTBV ratio*) και χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου (*proxy Dividend Yield* – σύμφωνα με την μελέτη των *Drobetz, Schillhofer & Zimmermann*).

Παράλληλα μελετούμε :

α Πως διαφοροποιούνται μεταβλητές της αγοράς, όπως η μερισματική απόδοση (DY), η αγοραία αξία (MV), η αποδοτικότητα της εταιρείας όπως αυτή μετριέται από τον δείκτη ROE, οι επενδυτικές ευκαιρίες όπως αποτυπώνονται από τον δείκτη MTBV και τον δείκτη P/E, ανάλογα με την ποιότητα των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης που υιοθετεί μια επιχείρηση.

α Την σχέση της εταιρικής διακυβέρνησης με την αποδοτικότητα, με την αγοραία αξία και τις μετοχικές αποδόσεις μιας επιχείρησης.

α Αν μπορεί να ερμηνευτεί η διαφορά στις αποδόσεις, μεταξύ εταιρειών με υψηλή ποιότητα εταιρικής διακυβέρνησης και χαμηλότερης ποιότητας μηχανισμούς, από τις μεταβλητές της αγοράς (MV, MTBV, ROE, DY, PE).

α Την σχέση μεταξύ αποδόσεων και μεταβλητών της αγοράς.

Σε ένα πρώτο στάδιο, κατατάσσουμε τις εταιρείες βάση του δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης που κατασκευάσαμε και δημιουργούμε δυο χαρτοφυλάκια, το χαρτοφυλάκιο με εταιρείες με υψηλό CGR (Corporate Governance Rating) το οποίο το ονομάζουμε HCGR, και το χαρτοφυλάκιο με εταιρείες με χαμηλό CGR, το οποίο το ονομάζουμε LCGR. Και για τα δυο χαρτοφυλάκια υπολογίζουμε τους χαρακτηριστικούς τους δείκτες (MV, MTBV, ROE, DY, PE) καθώς και τις μηνιαίες αποδόσεις τους για την περίοδο 27/06/2002 έως 31/03/2005.

Σύμφωνα με την univariate analysis καταλήξαμε στα εξής συμπεράσματα :

1. εταιρείες με καλύτερους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης παρουσιάζουν

Ψ μεγαλύτερη αγοραία αξία, κατά συνέπεια υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης και αγοραίας αξίας της επιχείρησης

Ψ μεγαλύτερο δείκτη MTBV, ο οποίος αποτυπώνει την αποτίμηση της αγοράς για επενδυτικές ευκαιρίες,

Ψ μεγαλύτερη μερισματική απόδοση DY,

Ψ μικρότερο δείκτη P/E και

Ψ μεγαλύτερη αποδοτικότητα όπως αυτή αποτυπώνεται από τον δείκτη ROE, κατά συνέπεια παρατηρείται μια θετική σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και αποδοτικότητας της επιχείρησης

Όλα τα παραπάνω συμπεράσματα συμβαδίζουν με τα αντίστοιχα της παγκόσμιας βιβλιογραφίας.

Στα παραπάνω συμπεράσματα καταλήξαμε χρησιμοποιώντας στην univariate analysis τους αριθμητικούς μέσους των παραπάνω μεγεθών, οι οποίοι στην συνέχεια ελέγχθηκαν ως προς την στατιστική σημαντικότητα τους και βρέθηκαν όλοι

στατιστικά σημαντικοί, πλην αυτού της αγοραίας αξίας (κάτι το οποίο μάλλον οφείλεται στο ότι λογαριθμήσαμε τα στοιχεία μας για να εξομαλύνουμε μεγάλες διαφορές που παρατηρήθηκαν κυρίως μεταξύ εταιρειών του FTSE 20, που σημείωσαν υψηλό CGR, και των εταιρειών του FTSE 40 και FTSE 80 που κατά βάση σημείωσαν χαμηλό CGR).

2. εταιρείες με υψηλό CGR παρατηρήθηκε ότι αποφέρουν μεγαλύτερες μετοχικές αποδόσεις από τις αντίστοιχες με χαμηλό CGR. Συγκεκριμένα, η διαφορά των αποδόσεων μεταξύ των χαρτοφυλακίων HCGR και LCGR είναι της τάξης του 0,8237% στα τρία χρόνια ή 0,275% τον χρόνο.

Ασφαλώς η διαφορά των αποδόσεων δεν είναι ιδιαίτερα μεγάλη (αν αναλογιστεί κανείς ότι στην μελέτη των Drobetz, Schillhofer & Zimmermann για την γερμανική αγορά η διαφορά των αποδόσεων ανέρχεται στο 12% τον χρόνο). Κάτι τέτοιο όμως δεν οφείλεται σε λάθος εφαρμογή της μεθοδολογίας, αλλά μάλλον δημιουργήθηκε λόγω των περιοριστικών χαρακτηριστικών που απέκτησε η έρευνα (μικρό δείγμα, 45 εταιρείες) και κυρίως λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της ελληνικής αγοράς που δεν διαθέτει ιδιαίτερα μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων, συγκρινόμενη με άλλες ευρωπαϊκές αγορές, και παράλληλα οι εταιρείες αυτές μάλλον τυπικά παρά ουσιαστικά εφαρμόζουν προς το παρόν τα διεθνή πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης. Τέλος, όσον αφορά στα συμπεράσματά μας περί μετοχικών αποδόσεων θα πρέπει να σημειωθεί ότι αυτά αποτελούν μάλλον μια ισχυρή τάση προς την κατεύθυνση που καταλήξαμε (η οποία κατά πάσα πιθανότητα θα επιβεβαιωθεί από μελέτες τα επόμενα χρόνια) παρά ισχυρά συμπεράσματα, καθώς όπως αναφέρθηκε και παραπάνω είδαμε ότι τα αποτελέσματα αυτά δεν είναι στατιστικά σημαντικά, και κάτι τέτοιο οφείλεται κυρίως στο μικρό δείγμα που είχαμε στην διάθεση μας.

Το επόμενο βήμα της έρευνας ήταν να μελετήσουμε διεξοδικότερα την διαφορά των αποδόσεων μεταξύ των δυο χαρτοφυλακίων, δημιουργώντας ουσιαστικά ένα τρίτο χαρτοφυλάκιο με τις διαφορές των αντίστοιχων μεγεθών (RETURNS, MV, MTBV, ROE, DY, PE). Συγκεκριμένα, προσπαθήσαμε να δούμε αν οι δείκτες που χρησιμοποιούμε μπορούν να λειτουργήσουν σαν ερμηνευτικοί παράγοντες της διαφοράς αυτής. Προς το σκοπό αυτό προχωρήσαμε μέσω της multivariate analysis και χρησιμοποιώντας ένα Πολυμεταβλητό μοντέλο παλινδρόμησης με ανεξάρτητες μεταβλητές τις διαφορές των δεικτών των χαρτοφυλακίων και εξηρημένη μεταβλητή τη διαφορά των μετοχικών αποδόσεων.

Σε αρχικό στάδιο, μελετήσαμε κάθε χαρτοφυλάκιο χωριστά χρησιμοποιώντας ένα πολυμεταβλητο μοντέλο παλινδρόμησης με ανεξάρτητες μεταβλητές τους μέσους των δεικτών των 15 εταιρειών που απαρτίζουν το κάθε χαρτοφυλάκιο και εξηρητημένη μεταβλητή τις μηνιαίες μετοχικές τους αποδόσεις.

Τα συμπεράσματα τα οποία μας έδωσαν τα αποτελέσματα της πολλαπλής παλινδρόμησης δεν διαφέρουν για τα δυο χαρτοφυλάκια και συνοψίζονται ως εξής,

1. Τόσο για το χαρτοφυλάκιο HCGR όσο και για το LCGR, οι παράγοντες οι οποίοι αποδεικνύονται *στατιστικά σημαντικοί* και κατά συνέπεια μπορούν λειτουργήσουν ως ερμηνευτικοί παράγοντες της μετοχικής απόδοσης του χαρτοφυλακίου είναι η *μερισματική απόδοση (DY)*, η *αγοραία αξία (MV)* και ο *δείκτης MTBV*.

2. *Αρνητική σχέση μεταξύ μερισματικής απόδοσης (DY) και μετοχικών αποδόσεων (MONTHLY RETURNS).*

Μια εταιρεία με υψηλή μερισματική απόδοση θα έχει χαμηλότερη μετοχική απόδοση (returns) ως αντιστάθμισμα για το υψηλό μέρισμα που κέρδισε ο επενδυτής

3. *Αρνητική σχέση μεταξύ αγοραίας αξίας (MV) και μετοχικών αποδόσεων (MONTHLY RETURNS).*

Η επένδυση σε μια μετοχή μεγάλης εταιρείας ενέχει μικρότερο κίνδυνο από ότι η επένδυση σε μια μικρότερη, και για αυτόν ακριβώς το λόγο ο επενδυτής που αναλαμβάνει μεγαλύτερο ρίσκο και επενδύει σε μετοχή μικρής εταιρείας θα πρέπει να ανταμειφθεί περισσότερο για αυτήν την επιλογή του

4. *Θετική σχέση μεταξύ δείκτη MTBV και μετοχικών αποδόσεων (MONTHLY RETURNS).*

Υψηλό δείκτη MTBV παρουσιάζουν, σύμφωνα με την βιβλιογραφία και τις εμπειρικές μελέτες, εταιρείες με μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης, εταιρείες δηλαδή νεοαναπτυσσόμενες. Οι εταιρείες αυτές συνήθως είναι μικρού μεγέθους, με μικρή αγοραία αξία δηλαδή, και κατά συνέπεια θα ισχύει το αντίστροφο της παραπάνω πρότασης (2).

Εφαρμόζοντας την ανάλυση πολλαπλής παλινδρόμησης με ανεξάρτητες μεταβλητές τις διαφορές των δεικτών των χαρτοφυλακίων και εξηρητημένη μεταβλητή τη διαφορά των μετοχικών αποδόσεων, επιχειρούμε να δούμε πως διαφοροποιούνται τα παραπάνω αποτελέσματα όταν μελετούμε διαφορές αποδόσεων και δεικτών.

Τα αποτελέσματα μας έδειξαν ότι καμία από τις παραπάνω μεταβλητές δεν είναι στατιστικά σημαντική και κατά συνέπεια δεν μπορούν να λειτουργήσουν ως

ερμηνευτικοί παράγοντες της διαφοράς. Όπως είπαμε, αυτό οφείλεται κατ' αρχήν στο ότι η διαφορά των αποδόσεων δεν είναι μεγάλη κι αυτό εξαιτίας παραγόντων που δεν σχετίζονται με την μεθοδολογία της έρευνας αλλά έχουν σχέση διάφορα χαρακτηριστικά της ελληνικής επιχειρηματικής αγοράς.

Συμπερασματικά, θα πρέπει να σημειώσουμε ότι η έρευνα αυτή πέραν των όποιων δυσκολιών και περιορισμών μας έδωσε χρήσιμα συμπεράσματα για το πώς αντιμετωπίζει ο ελληνικός επιχειρηματικός το θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης γενικότερα, κι αποτελεί ίσως ένα πρώτο βήμα για μελλοντικές έρευνες που πολύ πιθανόν σε λίγα χρόνια να δώσουν τελείως διαφορετικά αποτελέσματα από τα σημερινά, αποτελέσματα που θα συμβαδίζουν περισσότερο με τα αντίστοιχα ερευνών που αφορούν τις μεγάλες ευρωπαϊκές αγορές.

Τα θέματα εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα φαίνονται να προσεγγίζονται τελευταία με πιο ουσιώδη τρόπο. Οι εταιρείες πλέον αναζητούν τρόπους εφαρμογής μηχανισμών ορθής διακυβέρνησης, πέραν της συλλογιστικής «συμμόρφωση προς τον νόμο». Προς αυτή την κατεύθυνση επιχειρείται να λειτουργήσει και η αναθεώρηση κάποιων διατάξεων του νόμου 3016/2002 που αυτή την στιγμή προωθείται.

Κύριο μέλημα των υπευθύνων είναι ο νόμος αυτός να αποκτήσει ένα πιο ουσιαστικό χαρακτήρα που θα βοηθήσει τις εταιρείες να λειτουργήσουν κάτω από πραγματικές συνθήκες διαφάνειας και μεγαλύτερης αξιοπιστίας.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Βιβλιογραφία

- Hart, Oliver, “Corporate Governance: Some theory and Implications”, *The Economic Journal*, Vol. 105, 1995, No. 430, 678-689
- Shleifer, A. and Vishny, R., “A survey of corporate governance”, *Journal of Finance*, Vol. 52, 1997, pp.737-83
- Organization for Economic Cooperation and Development, “OECD Principles of Corporate Governance”, 1999
- Himmelberg, C., Hubbard, R.G., Palia, D., “Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance”, 1999, *Journal of Financial Economics* 53, 353-384
- Becht, M., “European Corporate Governance: Trading off liquidity against control”, 1999, *European Economic Review* 43, 1071-1083
- La Porta, R., Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., “Investor protection and Corporate Governance”, 2000, *Journal of Financial Economics* 58, 3-27
- Lehmann, E., Weigand, J., “Does the Governed Corporation Perform Better? Governance structures and corporate performance in Germany”, 2000, *European Finance Review* 4, 157-195
- Fama, E. F., and French, K., “Disappearing Dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?” 2001, *Journal of Financial Economics* 60, 3-43
- Dahya, J., McConnell, J., Travlos, N., “The Cadbury Committee, Corporate Performance and top management turnover”, 2002, *Journal of Finance*, 461-483
- La Porta, R., Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., “Investor protection and Corporate valuation”, 2002, *Journal of Finance* 57, 1147-1170
- Gompers, P., Ishii, L., and Metrick, A., “Corporate Governance and equity prices”, 2003, Working Paper, Harvard Business School
- Drobetz W., Schillhofer A., Zimmermann H., “Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany”, 2004, *European Financial Management*, Vol. 10, No. 2, 267-293
- Klapper L. F., Love I., “Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets”, 2004, *Journal of Corporate Finance* 10, 703-728
- Sherman, H., “Corporate Governance ratings”, 2004, 1st International Conference on Corporate Governance Research

Mitton, T., “Corporate Governance and dividend policy in emerging markets”, 2004, *Emerging Markets Review*

Chirinko, R. S., Schaller, H., “A revealed preference approach to understanding corporate governance problems: Evidence from Canada”, 2004, *Journal of Financial Economics* 74, 181-206

Cremers, M., Nair, V., “Governance Mechanisms and Equity Prices”, 2004, Yale International Center for Finance, Working Paper No. 03-15

Zingales, L., “The Costs and Benefits of Financial Market Regulation”, 2004, Working paper No. 21/2004

Black, B., Jang, H., and Kim, W., “Does Corporate Governance affect Firm value?” 2004, Working paper 327, Stanford Law School

Beiner, S., Drobetz W., Zimmermann H., Schmid, M., “An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation”, 2004, Finance Working Paper No. 34/2004

Berglof, E. Claessens, S., “Enforcement and Corporate Governance”, 2003, Draft Discussion Paper

“Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to European Union and its Members States”, EUROPEAN COMMISSION

Doidge, C., Karolyi, G., Stulz, R., “Why do countries matter so much for corporate governance?”, Finance Working Paper 50/2004

Gugler, K., Mueller, D., Yortoglou, B., “CG and the return on investment”, Finance Working Paper No. 06/2003

Stilpor, N. (Head of Division, Corporate Affairs, OECD), “International efforts to improve CG: Why and How”

McKinsey, “Global Investor Opinion Survey 2002”, 2002

Xanthakis, M., Tsiouri, L., Spanos, L., “The construction of a corporate governance rating system for a small open market: Methodology and applications in the Greek market”, Hellenic Finance and Accounting Association, 3rd Annual Conference

Xanthakis, M., Tsiouri, L., “Can Corporate Governance be rated?”, 1st International Conference on Corporate Governance Research

Mertzanis, H., “Principles of Corporate Governance in Greece”, 2001, Practice Based papers

Κουτουβάλας, Δ., Λαμπρινός, Π., Χατζάκης, Κ., « Εταιρική Διακυβέρνηση και Οικονομική Απόδοση : Η Ελληνική Πραγματικότητα», 2002

Corporate Governance in Europe, KPMG Survey 2001/02

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Παράρτημα

1. **Κεφάλαιο 2 – Θεσμικό Πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης**
 - i. Διατάξεις και Κώδικες Εταιρικής Διακυβέρνησης ανά τον κόσμο
 - ii. Διάγραμμα 2.2 – Διαχρονική εξέλιξη πλήθους επιχειρήσεων στο Top 100 ανά ιδιοκτησιακό καθεστώς

2. **Κεφάλαιο 3 – Επισκόπηση Εμπειρικών Μελετών**
 - i. Συνοπτικός πίνακας εμπειρικών μελετών

3. **Κεφάλαιο 4 – Δεδομένα και Μεθοδολογία**
 - i. Ερωτηματολόγιο εισαγωγής μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης

4. **Κεφάλαιο 5 – Εμπειρικά Αποτελέσματα**
 - i. Εταιρείες που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο HCGR
 - ii. Εταιρείες που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο LCGR
 - iii. Χαρακτηριστικά Μεγέθη Χαρτοφυλακίων
 - iv. Χαρακτηριστικά Χαρτοφυλακίου HCGR
 - a. Descriptive Statistics
 - b. Έλεγχος για ύπαρξη αυτοσυσχετισης
 - c. Έλεγχος ομοσκεδαστικότητας
 - d. Πίνακες αποτελεσμάτων πολλαπλής παλινδρόμησης
 - v. Χαρακτηριστικά Χαρτοφυλακίου LCGR
 - a. Descriptive Statistics
 - b. Έλεγχος για ύπαρξη αυτοσυσχετισης
 - c. Έλεγχος ομοσκεδαστικότητας
 - d. Πίνακες αποτελεσμάτων πολλαπλής παλινδρόμησης
 - vi. Χαρακτηριστικά Χαρτοφυλακίου που δημιουργήθηκε από τις διαφορές των αντίστοιχων μεγεθών των HCGR και LCGR
 - a. Descriptive Statistics
 - b. Έλεγχος για ύπαρξη αυτοσυσχετισης
 - c. Έλεγχος ομοσκεδαστικότητας
 - d. ARCH LM test
 - e. Πίνακες αποτελεσμάτων πολλαπλής παλινδρόμησης

Κεφάλαιο 2 – Θεσμικό πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης

Διατάξεις και Κώδικες Εταιρικής Διακυβέρνησης ανά τον κόσμο

Αυστραλία

- Principles of Good Corporate Governance and Best Practice Recommendations March 2003
 - Corporate Governance: A guide for fund managers and corporations 1 December 2002
 - Horwath 2002 Corporate Governance Report 2002
 - Corporate Governance: A Guide for Investment Managers and Corporations July 1999
 - Corporate Governance - Volume One: in Principle June 1997
 - Corporate Governance - Volume Two: In Practice June 1997
 - AIMA Guide & Statement of Recommended Practice (Corporate Governance Statements by Major ASX Listed Companies) June 1995
 - Bosch Report 1995
-

Αυστρία

- Austrian Code of Corporate Governance September 2002
-

Μπαγκλαντες

- The Code of Corporate Governance for Bangladesh March 2004
-

Βελγιο

- Belgian Corporate Governance Code 9 December 2004
 - Draft Belgian Corporate Governance Code 18 June 2004
 - Director's Charter January 2000
 - Guidelines on Corporate Governance Reporting 18 November 1999
 - Corporate governance for Belgian listed companies (The Cardon Report) December 1998
 - Corporate Governance - Recommendations January 1998
-

Βραζιλια

- Recomendações sobre Governança Corporativa June 2002
- Code of Best Practice of Corporate Governance 8 May 1999

- Code of Best Practice of Corporate Governance 8 May 1999
-

Καναδάς

- Corporate Governance: A guide to good disclosure December 2003
 - Corporate Governance Policy–Proposed New Disclosure Requirement and Amended Guidelines 26 March 2002
 - Beyond Compliance: Building a Governance Culture (Saucier Report) November 2001
 - Five Years to the *Dey* June 1999
 - Where Were The Directors? Guidelines for Improved Corporate Governance in Canada (The Toronto Report) December 1994
-

Κίνα

- The Code of Corporate Governance for Listed Companies in China 7 January 2001
-

Commonwealth

- CACG Guidelines: Principles for Corporate Governance in the Commonwealth November 1999
-

Comparative studies

- Comparative Study of Corporate Governance Codes relevant to the European Union and its Member States 27 March 2002
 - International Comparison of Board "Best Practices" - Investor Viewpoints 2001
 - International Comparison of Corporate Governance: Guidelines and Codes of Best Practice in Developed Markets 2001
 - International Comparison of Corporate Governance: Guidelines and Codes of Best Practice in Developing and Emerging Markets 2000
-

Κύπρος

- Addendum of the Corporate Governance Code November 2003
 - Corporate Governance Code 24 September 2002
-

Τσεχία

- Corporate Governance Code based on the OECD Principles (2004) June 2004
 - Revised Corporate Governance Code (Based on OECD Principles 2001) February 2001
-

Δανία

- Report on Corporate Governance in Denmark December 2003
- The Nørby Committee's report on Corporate Governance in Denmark 6 December 2001
- Guidelines on Good Management of a Listed Company (Corporate Governance) 29 February 2000

Φινλανδία

- Corporate Governance Recommendations for Listed Companies December 2003

Γαλλία

- Recommandations sur le gouvernement d'entreprise March 2004
- The Corporate Governance of Listed Corporations October 2003
- Promoting Better Corporate Governance In Listed Companies 23 September 2002
- Vienot II Report July 1999
- Recommendations on Corporate Governance 9 June 1998
- Vienot I Report June 1995

Γερμανία

- Amendment to the German Corporate Governance Code (The Cromme Code) 21 May 2003
- The German Corporate Governance Code (The Cromme Code) 26 February 2002
- Baums Commission Report (Bericht der Regierungskommission Corporate Governance) 10 July 2001
- German Code of Corporate Governance (GCCG) 6 June 2000
- Corporate Governance Rules for German Quoted Companies January 2000
- DSW Guidelines June 1998
- Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) 5 March 1998

Ελλάδα

- Principles of Corporate Governance 24 July 2001
- Principles on Corporate Governance in Greece: Recommendations for its Competitive Transformation October 1999

Χονγκ Κονγκ

- Model Code for Securities Transactions by Directors of Listed Companies: Basic Principles June 2001
- Corporate Governance Disclosure in Annual Reports March 2001
- Code of Best Practice February 1999

Ουγγαρία

- Corporate Governance Recommendations February 2002

Ισλανδία

- Guidelines on Corporate Governance 16 March 2004
-

Ινδία

- Report of the Kumar Mangalam Birla Committee on Corporate Governance February 2000
 - Draft Report of the Kumar Mangalam Committee on Corporate Governance September 1999
 - Desirable Corporate Governance in India - A Code April 1998
-

Ινδονησια

- Code for Good Corporate Governance April 2001
 - Code for Good Corporate Governance March 2000
-

Ιρλανδία

- Corporate Governance, Share Option and Other Incentive Schemes March 1999
-

Ιταλία

- Handbook on Corporate Governance Reports February 2004
 - Corporate Governance Code (il Codice di Autodisciplina delle società quotate rivisitato) July 2002
 - Report & Code of Conduct (The Preda Code) October 1999
 - Testo Unico sulle disposizioni in materia di intermediazione February 1998
-

Ιαπωνία

- Principles of Corporate Governance for Listed Companies 16 April 2004
 - Revised Corporate Governance Principles 26 October 2001
 - Report of the Pension Fund Corporate Governance Research Committee, Action Guidelines for Exercising Voting Rights June 1998
 - Corporate Governance Principles: A Japanese view 30 October 1997
 - Urgent Recommendations Concerning Corporate Governance September 1997
-

Κενυα

- Principles for Corporate Governance in Kenya 2002
 - Sample Code of Best Practice for Corporate Governance 2002
-

Λατινική Αμερική

- Latin American Corporate Governance White Paper 2003
-

Λιθουανια

- Corporate Governance Code for the Companies listed on the National Stock Exchange of Lithuania 23 April 2003
-

FYROM

- White Paper on Corporate Governance in South-Eastern Europe June 2003
-

Μαλαισια

- Malaysian Code on Corporate Governance March 2000
-

Μαλτα

- Principles of Good Corporate Governance 1 October 2001
-

Μεξικο

- Código de Mejores Prácticas Corporativas July 1999
-

Νεα Ζηλανδια

- Corporate Governance in New Zealand: Principles and Guidelines - A Handbook for Directors, Executives and Advisers 16 March 2004
 - Corporate Governance in New Zealand: Principles and Guidelines 16 February 2004
 - Corporate Governance Principles 6 November 2003
 - Corporate Governance in New Zealand: Consultation on Issues and Principles Background Reference 5 September 2003
 - Corporate Governance in New Zealand: Consultation on Issues and Principles Questionnaire 3 September 2003
-

Νορβηγια

- The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance 7 December 2004
-

OECD

- Draft Guidelines on Corporate Governance of State-owned Enterprises 20 December 2004
 - OECD Principles of Corporate Governance 22 April 2004
 - Draft Revised Text: OECD Principles of Corporate Governance January 2004
 - OECD Principles of Corporate Governance May 1999
-

Πακισταν

- Code of Corporate Governance (Revised) 28 March 2002
 - Stock Exchange Code of Corporate Governance 4 March 2002
-

Ευρώπη

- EASD Principles and Recommendations May 2000
 - Corporate Governance Guidelines 2000 February 2000
 - Sound business standards and corporate practices: A set of guidelines September 1997
 - Corporate Governance in Europe June 1995
-

Περου

- Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas July 2002
 - Perú: Código de Buen Gobierno Corporativo para Empresas Emisoras de Valores November 2001
-

Πολωνία

- Best Practices in Public Companies in 2002 4 July 2002
 - The Corporate Governance Code for Polish Listed Companies (The Gdańsk Code) 15 June 2002
-

Πορτογαλία

- CMVM Regulation Nº 11/2003: Corporate Governance 2003
 - CMVM Regulation No 07/2001: Corporate Governance December 2001
 - Recommendations on Corporate Governance November 1999
-

Ρουμανία

- Corporate Governance Code in Romania 24 June 2000
-

Ρωσία

- The Russian Code of Corporate Conduct 4 April 2002
-

Σιγκαπούρη

- Proposed Revisions to the Code of Corporate Governance December 2004
 - Code of Corporate Governance 21 March 2001
-

Σλοβακία

- Corporate Governance Code (Based on the OECD Principles) September 2002
-

Σλοβενία

- Corporate Governance Code 18 March 2004
-

Νοτια Αφρικη

- King Report on Corporate Governance for South Africa - 2002 (King II Report) March 2002
 - King I Report 24 November 1994
-

Νοτια Κορεα

- Code of Best Practice for Corporate Governance September 1999
-

Ισπανια

- Decálogo del Directivo May 2004
 - The Aldama report 8 January 2003
 - Código de Buen Gobierno 26 February 1998
 - Círculo de Empresarios October 1996
-

Σουηδια

- Swedish Code of Corporate Governance 21 April 2004
 - The NBK Recommendations February 2003
 - Corporate Governance Policy 26 October 2001
-

Ελβετια

- Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance: 25 June 2002
 - Corporate Governance Directive 1 June 2002
-

Ταυλανδη

- Best Practice Guidelines for Audit Committee 23 June 1999
 - The SET Code of Best Practice for Directors of Listed Companies 19 January 1998
-

Ολλανδια

- SCGOP Handbook of Corporate Governance 2004 2004
 - The Dutch corporate governance code 9 December 2003
 - Draft Corporate Governance Code 1 July 2003
 - SCGOP Handbook of Corporate Governance August 2001
 - Government Governance; Corporate governance in the public sector, why and how? 2 November 2000
 - Peters Report & Recommendations, Corporate Governance in the Netherlands 27 July 1997
-

Φιλιπινες

- ICD Code of Proper Practices for Directors 30 March 2000
-

The World

- ICGN Statement on Global Corporate Governance Principles 9 July 1999
-

Τουρκια

- Corporate Governance Principles June 2003
-

Ηνωμενο Βασιλειο

- Corporate Governance: A Practical Guide 24 August 2004
 - The Combined Code on Corporate Governance 23 July 2003
 - Audit Committees - Combined Code Guidance (the Smith Report) January 2003
 - The Higgs Report: Review of the role and effectiveness of non-executive directors January 2003
 - The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents - Statement of Principles 21 October 2002
 - The Hermes Principles 21 October 2002
 - Review of the role and effectiveness of non-executive directors (Consultation Paper) 7 July 2002
 - Code of Good Practice January 2001
 - The Combined Code: Principles of Good Governance and Code of Best Practice May 2000
 - Hermes Statement on International Voting Principles 13 December 1999
 - The KPMG Review Internal Control: A Practical Guide October 1999
 - Internal Control : Guidance for Directors on the Combined Code (Turnbull Report) September 1999
 - Hampel Report (Final) January 1998
 - Greenbury Report (Study Group on Directors' Remuneration) 15 July 1995
 - Cadbury Report (The Financial Aspects of Corporate Governance) 1 December 1992
-

ΗΓΙΑ

- Asset Manager Code of Professional Conduct November 2004
- Final NYSE Corporate Governance Rules 3 November 2003
- Restoring Trust - The Breeden Report on Corporate Governance for the future of MCI, Inc. August 2003
- Commission on Public Trust and Private Enterprise Findings and Recommendations: Part 2: Corporate Governance 9 January 2003
- Corporate Governance Rule Proposals 1 August 2002

- Principles of Corporate Governance May 2002
- Core Policies, General Principles, Positions & Explanatory Notes 25 March 2002
- Principles of Corporate Governance: Analysis & Recommendations 2002
- Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Director Professionalism 2001
- TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance March 2000
- Global Corporate Governance Principles 1999
- Statement on Corporate Governance September 1997

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Κεφάλαιο 3 – Επισκόπηση Εμπειρικών Μελετών

Συνοπτικός Πίνακας Εμπειρικών Μελετών

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Κεφάλαιο 4 – Δεδομένα και Μεθοδολογία

Ερωτηματολόγιο Εισαγωγής Μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης

COCA-COLA HLC.BT.	ΕΕΕΚ	27,75	FTSE-20
TECHNICAL OLYMPIC	ΟΛΥΜΠ	27,75	FTSE-40
FOURLIS HOLDING	ΦΡΛΚ	27,25	FTSE-40
PHOENIX METROLIFE	ΦΟΙΝ	27,25	FTSE-80
ΟΠΑΠ	ΟΠΑΠ	26,75	FTSE-20
ΟΤΕ	ΟΤΕ	26,75	FTSE-20
S&B INDUSTRIAL MRLS.	ΑΡΒΑ	26,5	FTSE-40
ΔΕΗ	ΔΕΗ	26	FTSE-20
GENERAL HELLENIC BANK	ΓΤΕ	26	FTSE-40
GERMANOS	ΓΕΡΜ	25,5	FTSE-20
INTRACOM	ΙΝΤΚΑ	25,5	FTSE-20
TELETYPOS	ΤΗΛΕΤ	25,5	FTSE-40
ALPHA BANK	ΑΛΦΑ	25,25	FTSE-20
HELLENIC PETROLEUM	ΕΛΠΕ	25	FTSE-20
BANK OF PIRAEUS	ΠΕΙΡ	25	FTSE-20

Κεφάλαιο 5 – Εμπειρικά Αποτελέσματα

*Εταιρείες που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο HCGR
(εταιρείες με υψηλό δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης)*

*Εταιρείες που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο LCGR
(εταιρείες με χαμηλό δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης)*

KALPINIS SIMOS	ΚΑΛΣΚ	22	FTSE-80
BITROS CR	ΜΠΤΚ	22	FTSE-80

FOLLI-FOLLIE	ΦΟΛΙ	21,75	FTSE-20
ΟΛΠ	ΟΛΠ	21,75	FTSE-40
ΕΤΗΝΙΚΙ GREEK GEN IN CO	ΕΕΓΑ	21,25	FTSE-40
FRIGOGLASS	ΦΡΙΓΟ	21,25	FTSE-80
NOTOS COM HOLDINGS	ΝΟΤΟΣ	20,75	FTSE-40
ELBISCO HOLDING	ΕΛΜΠΙ	20,5	FTSE-40
ΕΥΔΑΠ	ΕΥΔΑΠ	20,5	FTSE-40
ΑΕΓΕΚ	ΑΕΓΕΚ	19,75	FTSE-80
ΛΑΜΨΑ	ΛΑΜΨΑ	19,75	FTSE-80
M J MAILIS	ΜΑΙΚ	19,25	FTSE-40
THESSALONIKI PORT AUTH.	ΟΛΘ	19	FTSE-80
AUTOHELLAS	ΟΤΟΕΛ	18,25	FTSE-80
THEMELIODOMI	ΘΕΜΕΛ	17,5	FTSE-80

Χαρακτηριστικά Μεγέθη Χαρτοφυλακίων

ΠΤΟΦΥΛΑΚΙΟ ΗCGR

ΜΕΓΕΘΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

	ΔΕΙΚΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ	DY	ROE	log(MV)	MV (χιλ. Euro)	MTB V	MONTHL Y RETURNS	P/E
27/6/2002	26,25	3,204	3,176	3,253	1791,82	2,33		12,18
29/7/2002	26,25	3,241	3,176	3,239	1735,58	2,15	-0,07955	10,58
27/8/2002	26,25	3,065	3,176	3,242	1746,70	2,25	0,03376	12,18
27/9/2002	26,25	3,638	3,176	3,208	1616,75	1,95	-0,14477	23,36
28/10/2002	26,25	3,828	3,176	3,175	1497,29	1,93	-0,02633	23,36
27/11/2002	26,25	3,622	3,176	3,170	1479,68	2,05	0,07766	25,68
27/12/2002	26,25	3,964	3,176	3,166	1466,00	1,94	-0,07075	22,33
27/1/2003	26,25	3,994	1,353	3,148	1409,17	1,87	-0,05879	21,21
27/2/2003	26,25	4,042	1,353	3,147	1406,01	1,86	-0,02571	21,67
27/3/2003	26,25	4,100	1,353	3,117	1309,72	1,78	-0,02447	21,66
28/4/2003	26,25	3,794	1,353	3,114	1302,16	1,86	0,09370	23,29
27/5/2003	26,25	3,345	1,353	3,144	1395,89	1,92	0,01404	24,21
27/6/2003	26,25	3,364	1,353	3,178	1506,63	2,10	0,13898	14,48
28/7/2003	26,25	2,628	1,353	3,208	1616,48	2,38	0,13341	14,36
27/8/2003	26,25	2,407	1,353	3,249	1774,33	2,64	0,12761	15,77
29/9/2003	26,25	2,722	1,353	3,230	1700,64	2,38	-0,13088	14,14
27/10/2003	26,25	2,610	1,353	3,240	1739,05	2,55	0,07546	14,92
27/11/2003	26,25	2,551	1,353	3,254	1796,97	2,64	0,02249	15,41
29/12/2003	26,25	2,488	1,353	3,271	1867,03	2,72	0,03483	15,93
27/1/2004	26,25	2,192	1,208	3,313	2059,87	3,11	0,11400	17,56
27/2/2004	26,25	2,247	1,208	3,330	2142,07	3,19	-0,02045	17,32
29/3/2004	26,25	2,376	1,208	3,329	2137,17	3,01	-0,03505	15,58
27/4/2004	26,25	2,402	1,208	3,340	2190,16	3,36	0,06242	19,76
27/5/2004	26,25	2,693	1,208	3,336	2169,12	3,27	-0,07167	18,77

28/6/2004	26,25	2,294	1,208	3,318	2080,39	3,11	-0,04800	17,97
27/7/2004	26,25	2,402	1,208	3,313	2058,25	3,19	-0,00110	18,18
27/8/2004	26,25	2,392	1,208	3,298	1988,85	3,14	-0,01915	17,89
27/9/2004	26,25	2,473	1,208	3,311	2048,79	3,04	-0,03841	17,32
27/10/2004	26,25	2,391	1,208	3,316	2072,61	3,19	0,06008	18,13
29/11/2004	26,25	2,151	1,208	3,350	2243,15	3,57	0,10524	19,48
27/12/2004	26,25	2,038	1,208	3,367	2330,58	3,76	0,03984	21,43
27/1/2005	26,25	1,928	1,137	3,393	2471,84	3,93	0,07501	22,33
28/2/2005	26,25	1,830	1,137	3,411	2576,68	4,44	0,06251	23,98
28/3/2005	26,25	1,938	1,137	3,429	2688,00	4,33	-0,06153	17,00

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

ΔΕΙΚΤΗΣ
ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ
ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

	DY	ROE	MV	log(MV)	MTBV	MONTHLY RETURNS	P/E	
27/6/2002	20,35	1,6864	0,677	220,74	2,34	2,16	22,77	
29/7/2002	20,35	2,2321	0,677	208,61	2,31	1,98	-6,8203%	20,58
27/8/2002	20,35	2,0307	0,677	203,20	2,30	2,18	6,2630%	35,15
27/9/2002	20,35	2,3657	0,677	191,86	2,28	1,95	-13,7198%	30,18
28/10/2002	20,35	2,6014	0,677	171,90	2,23	1,85	-6,7160%	28,63
27/11/2002	20,35	2,3129	0,677	179,39	2,25	2,01	12,8673%	31,65
27/12/2002	20,35	2,9214	0,677	178,00	2,25	1,82	-13,9924%	28,80
27/1/2003	20,35	3,1714	0,538	160,16	2,20	2,05	-6,4078%	27,31
27/2/2003	20,35	3,4871	0,538	142,30	2,15	1,78	-11,2573%	24,33
27/3/2003	20,35	3,6186	0,538	128,73	2,11	1,78	-1,7827%	23,92
28/4/2003	20,35	3,0979	0,538	136,52	2,13	1,87	14,9632%	26,30
27/5/2003	20,35	3,2421	0,538	151,57	2,18	1,94	4,4101%	27,42
27/6/2003	20,35	2,1800	0,538	175,12	2,24	2,26	20,0973%	37,42
28/7/2003	20,35	2,0029	0,538	195,58	2,29	2,51	14,4972%	33,36
27/8/2003	20,35	1,3653	0,538	238,89	2,37	2,90	16,3819%	38,79
29/9/2003	20,35	1,6947	0,538	221,21	2,34	2,53	-18,0750%	34,02
27/10/2003	20,35	1,5807	0,538	222,40	2,34	2,74	9,7111%	36,65
27/11/2003	20,35	1,5773	0,538	232,40	2,36	2,81	0,0216%	36,79
29/12/2003	20,35	1,6047	0,538	233,84	2,36	2,86	-1,1405%	37,35
27/1/2004	20,35	1,4393	0,808	252,69	2,40	3,13	10,9848%	40,24
27/2/2004	20,35	1,6027	0,808	252,81	2,40	3,19	-5,5506%	38,81
29/3/2004	20,35	1,7900	0,808	241,31	2,38	2,97	-6,8259%	36,38
27/4/2004	20,35	1,8647	0,808	237,74	2,37	3,07	2,1009%	45,56
27/5/2004	20,35	2,1147	0,808	232,79	2,36	2,91	-7,5703%	38,50
28/6/2004	20,35	2,6753	0,808	219,85	2,34	2,74	-7,6360%	32,64
27/7/2004	20,35	1,9980	0,808	211,18	2,32	2,79	1,1758%	31,37
27/8/2004	20,35	2,1473	0,808	210,84	2,32	2,75	-1,9954%	34,90
27/9/2004	20,35	2,3407	0,808	200,43	2,30	2,47	-8,2395%	33,31
27/10/2004	20,35	2,1593	0,808	196,60	2,29	2,61	6,9271%	34,95
29/11/2004	20,35	1,9833	0,808	213,30	2,32	2,73	9,7223%	41,29
27/12/2004	20,35	1,8707	0,808	221,76	2,34	2,92	3,9194%	44,73
27/1/2005	20,35	1,7140	0,780	228,43	2,35	3,06	7,2215%	45,69
28/2/2005	20,35	1,6513	0,780	246,23	2,39	3,18	3,7850%	47,03
28/3/2005	20,35	2,1113	0,780	234,82	2,37	2,89	-13,0617%	174,86

Χαρτοφυλάκιο HCGR

Ü Descriptive Statistics

	MONTHLY_RETURNS	DY	GD	LOGMV	MTBV	P_E	ROE
Mean	0.012558	2.823253	2200.308	3.262703	2.745582	18.70396	1.612283
Median	0.014041	2.551333	2191.638	3.254543	2.644286	18.13077	1.353056
Maximum	0.138978	4.100000	3035.439	3.429430	4.442857	25.67857	3.176333
Minimum	-0.144770	1.834000	1544.169	3.114667	1.781429	10.57692	1.137778
Std. Dev.	0.075830	0.707057	384.2345	0.087576	0.750814	3.781650	0.752488
Skewness	-0.103512	0.539723	0.269759	-0.005036	0.512066	-0.065909	1.611317
Kurtosis	2.174256	1.904763	2.554715	1.985425	2.385686	2.188461	3.661774
Jarque-Bera	0.996479	3.251525	0.672869	1.415513	1.961064	0.929461	14.88206

Probability	0.607599	0.196762	0.714313	0.492748	0.375112	0.628305	0.000587
Sum	0.414430	93.16733	72610.15	107.6692	90.60419	617.2307	53.20533
Sum Sq. Dev.	0.184004	15.99774	4724358.	0.245428	18.03908	457.6280	18.11963
Observations	33	33	33	33	33	33	33

Ü Έλεγχος για την ύπαρξη αυτοσυσχέτισης

Included observations: 33

	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
	. * | .	. * | .	1	-0.101	-0.101	0.3711 0.542
	. | .	. | .	2	0.025	0.014	0.3936 0.821
	. ** | .	. ** | .	3	-0.220	-0.218	2.2544 0.521
	. ** | .	. ** | .	4	-0.258	-0.319	4.8974 0.298
	. ** | .	. *** | .	5	-0.214	-0.337	6.7918 0.237
	. * | .	. * | .	6	0.069	-0.126	6.9927 0.322
	. | .	. ** | .	7	-0.036	-0.281	7.0518 0.424
	. | .	. *** | .	8	0.045	-0.396	7.1444 0.521
	. ** | .	. * | .	9	0.301	-0.063	11.517 0.242
	. * | .	. | .	10	0.121	-0.004	12.257 0.268
	. | .	. * | .	11	0.024	-0.084	12.286 0.343
	. | .	. * | .	12	0.030	0.086	12.334 0.419
	. ** | .	. | .	13	-0.277	-0.041	16.774 0.210
	. * | .	. | .	14	-0.166	-0.033	18.458 0.187
	. | .	. * | .	15	0.045	0.148	18.587 0.233
	. * | .	. | .	16	-0.086	-0.036	19.091 0.264

Ü Έλεγχος για την ύπαρξη Ομοσκεδαστικότητας

	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
	. * | .	. * | .	1	-0.173	-0.173	1.0859 0.297
	. * | .	. * | .	2	-0.105	-0.139	1.4982 0.473
	. ** | .	. ** | .	3	0.260	0.226	4.1083 0.250
	. | .	. * | .	4	0.052	0.139	4.2179 0.377
	. * | .	. * | .	5	-0.150	-0.077	5.1413 0.399
	. ** | .	. ** | .	6	-0.193	-0.319	6.7273 0.347
	. * | .	. | .	7	0.163	0.006	7.9006 0.341
	. ** | .	. ** | .	8	-0.250	-0.220	10.777 0.215
	. | .	. * | .	9	-0.028	0.072	10.816 0.289
	. | .	. * | .	10	-0.026	-0.098	10.849 0.369

.	|	.	|	.	|	.	|	11	0.001	0.047	10.849	0.456
.	|	*	|	.	|	*	|	12	-0.062	-0.121	11.059	0.524
.	|	.	|	.	|	.	|	13	-0.044	-0.047	11.173	0.596
.	|	*	|	.	|	*	|	14	0.090	-0.086	11.665	0.633
.	|	*	|	.	|	.	|	15	-0.108	-0.055	12.415	0.647
.	|	.	|	.	|	*	|	16	0.036	-0.061	12.503	0.709

Ü Πίνακες Αποτελεσμάτων Πολλαπλής Παλινδρόμησης

Παράγοντες Στατιστικά Σημαντικοί

Dependent Variable: MONTHLY_RETURNS
Method: Least Squares
Date: 06/12/05 Time: 19:59
Sample(adjusted): 2 34
Included observations: 33 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.128436	1.710007	4.168658	0.0003
DY	-0.136579	0.038347	-3.561680	0.0013
LOGMV	-2.186745	0.547987	-3.990509	0.0004
MTBV	0.147299	0.058502	2.517841	0.0176
R-squared	0.426289	Mean dependent var		0.012558
Adjusted R-squared	0.366940	S.D. dependent var		0.075830
S.E. of regression	0.060334	Akaike info criterion		-2.664633
Sum squared resid	0.105565	Schwarz criterion		-2.483239
Log likelihood	47.96645	F-statistic		7.182708
Durbin-Watson stat	2.225680	Prob(F-statistic)		0.000950

Παράγοντες Μη Στατιστικά Σημαντικοί

Dependent Variable: MONTHLY_RETURNS
Method: Least Squares
Sample(adjusted): 2 34
Included observations: 33 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.076950	0.127771	0.602253	0.5517
P_E	-4.64E-05	0.003614	-0.012831	0.9899
ROE	-0.030424	0.019441	-1.564960	0.1284
GD	-6.58E-06	3.84E-05	-0.171194	0.8653
R-squared	0.084559	Mean dependent var		0.012558
Adjusted R-squared	-0.010141	S.D. dependent var		0.075830
S.E. of regression	0.076213	Akaike info criterion		-2.197353
Sum squared resid	0.168445	Schwarz criterion		-2.015958
Log likelihood	40.25633	F-statistic		0.892912

Durbin-Watson stat 1.966224 Prob(F-statistic) 0.456549

Dependent Variable: MONTHLY RETURNS

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2 34

Included observations: 33 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.293763	0.588534	0.499144	0.6214
P_E	-0.000198	0.003620	-0.054644	0.9568
ROE	-0.032440	0.019711	-1.645733	0.1106
LOGMV	-0.069024	0.171636	-0.402152	0.6905
R-squared	0.088716	Mean dependent var		0.012558
Adjusted R-squared	-0.005554	S.D. dependent var		0.075830
S.E. of regression	0.076040	Akaike info criterion		-2.201904
Sum squared resid	0.167680	Schwarz criterion		-2.020509
Log likelihood	40.33142	F-statistic		0.941080
Durbin-Watson stat	1.982086	Prob(F-statistic)		0.433546

Dependent Variable: MONTHLY_RETURNS

Method: Least Squares

Date: 06/23/05 Time: 14:59

Sample(adjusted): 2 34

Included observations: 33 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.055874	0.104311	0.535651	0.5963
P_E	3.99E-05	0.003581	0.011140	0.9912
ROE	-0.028730	0.021115	-1.360642	0.1841
MTBV	0.000823	0.021093	0.039019	0.9691
R-squared	0.083682	Mean dependent var		0.012558
Adjusted R-squared	-0.011109	S.D. dependent var		0.075830
S.E. of regression	0.076250	Akaike info criterion		-2.196396
Sum squared resid	0.168606	Schwarz criterion		-2.015001
Log likelihood	40.24053	F-statistic		0.882805
Durbin-Watson stat	1.955085	Prob(F-statistic)		0.461512

Dependent Variable: MONTHLY RETURNS

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2 34

Included observations: 33 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.078683	0.075203	1.046280	0.3041
P_E	0.001033	0.003760	0.274664	0.7855
ROE	-0.019661	0.021494	-0.914741	0.3679
DY	-0.019035	0.024121	-0.789161	0.4364
R-squared	0.102899	Mean dependent var		0.012558
Adjusted R-squared	0.010096	S.D. dependent var		0.075830
S.E. of regression	0.075446	Akaike info criterion		-2.217591
Sum squared resid	0.165070	Schwarz criterion		-2.036196
Log likelihood	40.59025	F-statistic		1.108789
Durbin-Watson stat	1.916513	Prob(F-statistic)		0.361507

Χαρτοφυλάκιο LCGR

Ü Descriptive Statistics

Sample: 1 35

	MONTHLY_RET URNS	DY	GD	LOG_MV	MTBV	P_E	ROE
Mean	0.004321	2.198473	2200.308	2.305644	2.521328	38.75461	0.684056
Median	0.000216	2.111333	2191.638	2.324661	2.730667	34.95000	0.677308
Maximum	0.200973	3.618571	3035.439	2.402795	3.186667	174.8643	0.808667
Minimum	-0.180750	1.365333	1544.169	2.109705	1.777857	20.57692	0.538722
Std. Dev.	0.099681	0.601771	384.2345	0.079144	0.474242	25.28892	0.120926
Skewness	0.113260	0.853420	0.269759	-0.951567	-0.305973	4.908556	-0.196200
Kurtosis	2.066089	2.835978	2.554715	3.007442	1.617570	27.06665	1.281894
Jarque-Bera Probability	1.269814 0.529985	4.042785 0.132471	0.672869 0.714313	4.980218 0.082901	3.142686 0.207766	928.9216 0.000000	4.270567 0.118211
Sum	0.142583	72.54962	72610.15	76.08626	83.20381	1278.902	22.57385
Sum Sq. Dev.	0.317964	11.58809	4724358.	0.200441	7.196973	20464.94	0.467942
Observations	33	33	33	33	33	33	33

Ü Έλεγχος για την ύπαρξη αυτοσυσχέτισης

Included observations: 33

	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	. * | . |	. * | . |	-0.084	-0.084	0.2534	0.615
2	. * | . |	. * | . |	-0.138	-0.146	0.9592	0.619
3	. * | . |	. * | . |	-0.138	-0.168	1.6895	0.639
4	*** | . |	*** | . |	-0.327	-0.402	5.9533	0.203
5	. | ** | . |	. | . |	0.204	0.061	7.6749	0.175
6	. | * | . |	. | . |	0.087	-0.033	8.0021	0.238
7	. * | . |	. * | . |	-0.058	-0.148	8.1533	0.319
8	. | . | . |	. * | . |	-0.036	-0.168	8.2137	0.413
9	. * | . |	. * | . |	-0.148	-0.135	9.2686	0.413
10	. | . |	. * | . |	0.036	-0.091	9.3335	0.501

.	*	.	.	.	.	11	0.144	-0.026	10.424	0.493
.	**	.	**	.	.	12	0.299	0.311	15.329	0.224
.	*	.	.	.	.	13	-0.060	0.023	15.534	0.275
.	*	.	.	.	.	14	-0.161	-0.003	17.101	0.251
.	*	.	.	.	.	15	-0.114	0.024	17.937	0.266
.	*	.	.	.	.	16	-0.120	0.008	18.923	0.273

Ü Έλεγχος για την ύπαρξη Ομοσκεδαστικότητας

Sample: 2 34

Included observations: 33

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
.	.	1	0.049	0.049	0.0865	0.769
*	*	2	-0.063	-0.066	0.2367	0.888
.	.	3	0.005	0.011	0.2375	0.971
.	.	4	0.042	0.037	0.3070	0.989
*	*	5	-0.057	-0.061	0.4431	0.994
.	.	6	-0.041	-0.030	0.5146	0.998
*	*	7	-0.076	-0.081	0.7714	0.998
**	**	8	-0.203	-0.204	2.6707	0.953
*	*	9	0.107	0.127	3.2257	0.955
*	*	10	0.114	0.082	3.8771	0.953
*	*	11	-0.062	-0.060	4.0807	0.967
.	*	12	0.060	0.093	4.2777	0.978
.	*	13	-0.046	-0.113	4.4008	0.986
*	*	14	-0.066	-0.075	4.6620	0.990
*	*	15	-0.058	-0.060	4.8804	0.993
*	*	16	-0.061	-0.110	5.1337	0.995

Ü Πίνακες Αποτελεσμάτων Πολλαπλής Παλινδρόμησης

Παράγοντες Στατιστικά Σημαντικοί

Dependent Variable: MONTHLY RETURNS

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2 34

Included observations: 33 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.400906	1.084980	5.899562	0.0000
DY	-0.262354	0.048855	-5.370095	0.0000
LOG_MV	-2.699055	0.468677	-5.758880	0.0000

MTBV	0.159937	0.055828	2.864809	0.0077
R-squared	0.568029	Mean dependent var		0.004321
Adjusted R-squared	0.523342	S.D. dependent var		0.099681
S.E. of regression	0.068820	Akaike info criterion		-2.401418
Sum squared resid	0.137352	Schwarz criterion		-2.220023
Log likelihood	43.62339	F-statistic		12.71136
Durbin-Watson stat	2.088153	Prob(F-statistic)		0.000018

Παράγοντες Μη Στατιστικά Σημαντικοί

Dependent Variable: MONTHLY RETURNS

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2 34

Included observations: 33 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.535151	0.920301	1.668097	0.1064
LOG_MV	-0.788162	0.478268	-1.647951	0.1105
MTBV	0.206150	0.086632	2.379592	0.0244
ROE	-0.192189	0.207945	-0.924230	0.3633
GD	-4.63E-05	0.000104	-0.447259	0.6581
R-squared	0.206094	Mean dependent var		0.004321
Adjusted R-squared	0.092679	S.D. dependent var		0.099681
S.E. of regression	0.094950	Akaike info criterion		-1.732206
Sum squared resid	0.252434	Schwarz criterion		-1.505462
Log likelihood	33.58140	F-statistic		1.817164
Durbin-Watson stat	1.795639	Prob(F-statistic)		0.153530

Dependent Variable: MONTHLY RETURNS

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2 34

Included observations: 33 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.388341	0.194852	1.993005	0.0554
DY	-0.081364	0.037535	-2.167677	0.0382
GD	-9.32E-05	5.88E-05	-1.586006	0.1232
R-squared	0.136405	Mean dependent var		0.004321
Adjusted R-squared	0.078832	S.D. dependent var		0.099681
S.E. of regression	0.095672	Akaike info criterion		-1.769280
Sum squared resid	0.274592	Schwarz criterion		-1.633234
Log likelihood	32.19311	F-statistic		2.369258
Durbin-Watson stat	1.719602	Prob(F-statistic)		0.110828

Dependent Variable: MONTHLY RETURNS

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2 34

Included observations: 33 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.099300	0.102384	0.969874	0.3399
ROE	-0.113188	0.152616	-0.741653	0.4641
P_E	-0.000453	0.000730	-0.620614	0.5395
R-squared	0.040203	Mean dependent var		0.004321
Adjusted R-squared	-0.023783	S.D. dependent var		0.099681
S.E. of regression	0.100860	Akaike info criterion		-1.663661
Sum squared resid	0.305181	Schwarz criterion		-1.527615
Log likelihood	30.45041	F-statistic		0.628305
Durbin-Watson stat	1.940576	Prob(F-statistic)		0.540370

Διαφορές Αποδόσεων

Ü Descriptive Statistics

Sample: 1 35

	DFRETCGR	DDY	DLOGMV	DMTBV	DPE	DROE	GD
Mean	0.007996	0.651038	0.955657	0.222602	-19.77224	0.974427	2201.175
Median	0.003414	0.635238	0.945834	0.075810	-19.36538	0.814333	2192.107
Maximum	0.086859	1.517571	1.058685	1.437286	-2.251099	2.499026	3035.439
Minimum	-0.061995	-0.380667	0.870833	-0.261667	-157.8643	0.357333	1544.169
Std. Dev.	0.036076	0.457441	0.049362	0.419356	25.56385	0.810687	378.4019
Skewness	0.120186	-0.203707	0.257826	1.323108	-4.785546	1.256870	0.266774
Kurtosis	2.565374	2.313170	2.022972	4.124182	26.62279	2.860571	2.628674
Jarque-Bera Probability	0.349460 0.839684	0.903440 0.636532	1.729013 0.421259	11.71052 0.002865	920.3260 0.000000	8.979293 0.011225	0.598623 0.741329
Sum	0.271848	22.13529	32.49234	7.568476	-672.2560	33.13051	74839.96
Sum Sq. Dev.	0.042949	6.905312	0.080408	5.803370	21565.84	21.68804	4725203.
Observations	34	34	34	34	34	34	34

Ü Έλεγχος για την ύπαρξη αυτοσυσχέτισης

Sample: 1 34

Included observations: 34

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. | . |	. | . |	1	0.065	0.065	0.1545	0.694
. | ** |	. | ** |	2	0.244	0.241	2.4284	0.297
. | * |	. | * |	3	-0.123	-0.160	3.0211	0.388
. | * |	. | ** |	4	-0.140	-0.196	3.8159	0.431
. | * |	. | * |	5	-0.151	-0.067	4.7743	0.444
*** | . |	. | ** |	6	-0.322	-0.273	9.2957	0.158

. *	.	.	.	7	-0.064	-0.031	9.4824	0.220
***	.	.	**	8	-0.339	-0.297	14.881	0.061
.	*	.	.	9	0.104	0.034	15.414	0.080
.	*	.	**	10	-0.157	-0.191	16.672	0.082
.	.	.	**	11	0.033	-0.214	16.729	0.116
.	*	.	.	12	0.137	0.041	17.772	0.123
.	.	.	*	13	0.025	-0.150	17.809	0.165
.	**	.	.	14	0.228	-0.043	21.002	0.102
.	.	.	.	15	0.027	-0.016	21.049	0.135
.	.	.	**	16	0.039	-0.282	21.151	0.173

Ü Έλεγχος για την ύπαρξη Ομοσκεδαστικότητας

Sample: 1 34

Included observations: 34

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. *	.	1	-0.066	-0.066	0.1619	0.687
***	.	2	0.444	0.442	7.7012	0.021
.	*	3	0.162	0.259	8.7359	0.033
.	**	4	0.325	0.222	13.037	0.011
.	*	5	-0.144	-0.348	13.906	0.016
.	*	6	0.181	-0.226	15.337	0.018
.	.	7	0.031	0.145	15.381	0.031
.	.	8	-0.057	0.051	15.535	0.050
.	*	9	-0.073	-0.072	15.796	0.071
.	*	10	0.076	-0.004	16.088	0.097
.	*	11	-0.169	-0.125	17.605	0.091
.	.	12	-0.043	-0.016	17.706	0.125
.	.	13	-0.053	0.039	17.869	0.163
.	.	14	-0.037	0.019	17.953	0.209
.	*	15	-0.127	-0.002	18.999	0.214
.	*	16	-0.074	-0.193	19.373	0.250

Ü ARCH LM TEST

ARCH Test:

F-statistic	0.141480	Probability	0.709376
Obs*R-squared	0.149924	Probability	0.698608

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2 34

Included observations: 33 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001190	0.000346	3.434158	0.0017

RESID^2(-1)	-0.067385	0.179149	-0.376139	0.7094
R-squared	0.004543	Mean dependent var		0.001115
Adjusted R-squared	-0.027568	S.D. dependent var		0.001605
S.E. of regression	0.001627	Akaike info criterion		-9.946063
Sum squared resid	8.20E-05	Schwarz criterion		-9.855366
Log likelihood	166.1100	F-statistic		0.141480
Durbin-Watson stat	1.937765	Prob(F-statistic)		0.709376

Ü Πίνακες Αποτελεσμάτων Πολλαπλής Παλινδρόμησης

Dependent Variable: DFRETCCR

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 1 34

Included observations: 34 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.292346	0.261795	1.116698	0.2730
DDY	-0.022685	0.021987	-1.031750	0.3104
DLOGMV	-0.290471	0.269107	-1.079389	0.2890
DMTBV	0.035981	0.026387	1.363585	0.1828
R-squared	0.121951	Mean dependent var		0.007996
Adjusted R-squared	0.034146	S.D. dependent var		0.036076
S.E. of regression	0.035455	Akaike info criterion		-3.730977
Sum squared resid	0.037712	Schwarz criterion		-3.551405
Log likelihood	67.42660	F-statistic		1.388890
Durbin-Watson stat	1.897218	Prob(F-statistic)		0.265265

Dependent Variable: DFRETCCR

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 1 34

Included observations: 34 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.055439	0.147146	-0.376764	0.7091
DLOGMV	0.034845	0.152609	0.228330	0.8210
DPE	-0.000284	0.000307	-0.926642	0.3618
DROE	-0.000741	0.009314	-0.079606	0.9371
GD	1.15E-05	2.28E-05	0.503265	0.6186
R-squared	0.101582	Mean dependent var		0.007996
Adjusted R-squared	-0.022338	S.D. dependent var		0.036076
S.E. of regression	0.036477	Akaike info criterion		-3.649219
Sum squared resid	0.038586	Schwarz criterion		-3.424755
Log likelihood	67.03673	F-statistic		0.819739
Durbin-Watson stat	2.110989	Prob(F-statistic)		0.523180

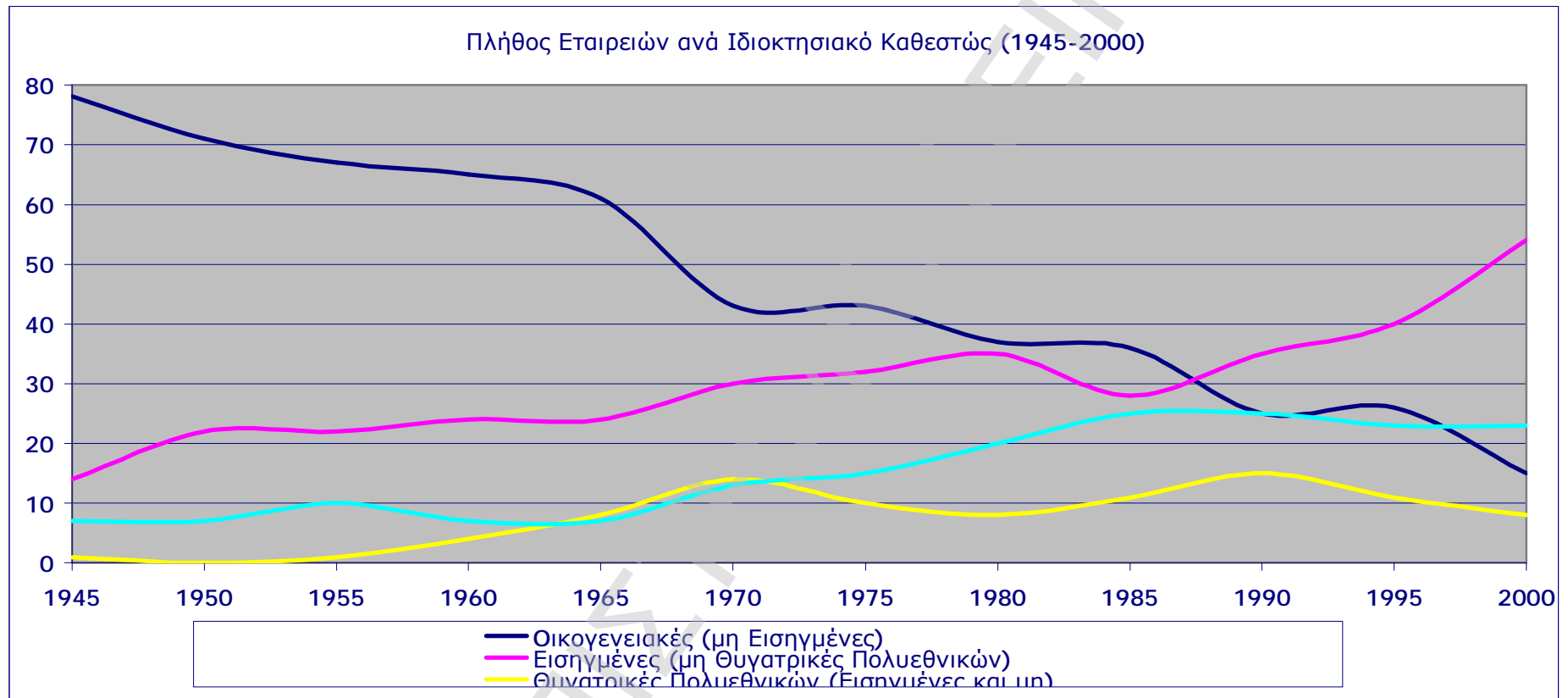
Dependent Variable: DFRETCGR

Method: Least Squares

Sample(adjused): 1 34

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.071897	0.208747	0.344422	0.7329
DDY	-0.024493	0.022249	-1.100861	0.2794
DLOGMV	-0.050181	0.206184	-0.243378	0.8093
R-squared	0.067531	Mean dependent var		0.007996
Adjusted R-squared	0.007372	S.D. dependent var		0.036076
S.E. of regression	0.035943	Akaike info criterion		-3.729666
Sum squared resid	0.040049	Schwarz criterion		-3.594987
Log likelihood	66.40433	F-statistic		1.122536
Durbin-Watson stat	1.858193	Prob(F-statistic)		0.338325

Διάγραμμα 2.2 : Διαχρονική εξέλιξη πλήθους επιχειρήσεων στο Top100 ανά ιδιοκτησιακό καθεστώς



ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΥΡΙΟΤΕΡΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ

<i>Τίτλος Έρευνας</i>	<i>Συγγραφείς</i>	<i>Χρονολογία</i>	<i>Χώρα</i>	<i>Μεθοδολογία – Συμπεράσματα</i>
"Control Type, Profitability and Growth in Large Firms" Economic Journal	Radice, H.K.	1971	Ηνωμένο Βασίλειο	Σε δείγμα 86 μεγάλων εταιρειών του Ηνωμένου Βασιλείου διαπιστώθηκε ότι οι ελεγχόμενες από ιδιοκτήτες επιχειρήσεις παρουσιάζουν μεγαλύτερη απόδοση επι ενεργητικού (ROA)
"The Profit Performance Effects of the Separation of Ownership from Control in Large U.S. Industrial Corporations" Bell Journal of Economics	Palmer, J.	1973	ΗΠΑ	Στις 500 μεγαλύτερες επιχειρήσεις των ΗΠΑ, οι ελεγχόμενες από ιδιοκτήτες επιχειρήσεις παρουσιάζουν μεγαλύτερα Κέρδη/Καθαρά Αξία. Οι διαφορές μεταξύ ισχυρών και αδύναμων ιδιοκτητών είναι στατιστικά ασημαντές.
"Managerialism and Risk-ReturnPerformance" Southern Economics Journal	Boundreaux, K.J.	1973	ΗΠΑ	Σε 72 από τις 500 μεγαλύτερες βιομηχανίες των ΗΠΑ οι ελεγχόμενες από ιδιοκτήτες επιχειρήσεις παρουσιάζουν μεγαλύτερη απόδοση επι ιδίων κεφαλαίων (ROE)
"Managerial Control and Performance"	McEachern, W.A.	1975	ΗΠΑ	Σε 48 μεγάλες επιχειρήσεις των ΗΠΑ οι ελεγχόμενες από ιδιοκτήτες επιχειρήσεις παρουσιάζουν μεγαλύτερα καθαρά κέρδη και ρυθμο αύξησης πωλήσεων, ιδιαίτερα όταν οι μεγαλομετοχοί συμμετέχουν στη διοίκηση
"Internal Organisational and Profit: an Empirical Analysis of Large U.K. companies" Journal of Industrial Economics	Steer, P., & Cable, J.	1978	Ηνωμένο Βασίλειο	Σε 82 από τις 250 μεγαλύτερες επιχειρήσεις του Ηνωμένου Βασιλείου οι ελεγχόμενες από ιδιοκτήτες επιχειρήσεις παρουσιάζουν μεγαλύτερη απόδοση επι ιδίων κεφαλαίων (ROE) και μικρότερες μακροπροθεσμες υποχρεώσεις
"Profitability, Risk and the Separation of Ownership Form Control"	Bothwell, J.L.	1980	ΗΠΑ	Σε 150 από τις 500 μεγαλύτερες επιχειρήσεις των ΗΠΑ, οι ελεγχόμενες από ιδιοκτήτες επιχειρήσεις παρουσιάζουν μεγαλύτερη απόδοση επι πωλήσεων. Οι διαφορές μεταξύ ισχυρών και αδύναμων ιδιοκτητών είναι στατιστικά ασημαντές.
"Ownership and Control of Large Industrial Firms: Some New Evidence"	Levin, S.G. & Levin, S.L.	1982	ΗΠΑ	Στις 200 μεγαλύτερες μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις των ΗΠΑ, παρατηρήθηκε ότι οι ελεγχόμενες από ιδιοκτήτες επιχειρήσεις παρουσιάζουν μεγαλύτερο ρυθμο αύξησης πωλήσεων, ιδιαίτερα όταν υπάρχει μια χρηματοοικονομική υπηρεσία ως θεσμικός επενδυτής

"The Influence of Ownership on Performance: An Empirical Study"	Oswald, S.L., & Jahera, J.S.	1991	ΗΠΑ	Στις 645 εισηγμένες των ΗΠΑ διαφορών μεγεθών οι ελεγχόμενες από ιδιοκτήτες επιχειρήσεις παρουσιάζουν μεγαλύτερη απόδοση επι ενεργητικού (ROA) και απόδοση επι ιδίων κεφαλαίων (ROE)
"Corporate Governance: Some theory and Implications" The Economic Journal	Hart, Oliver,	1995		Θεωρητική προσέγγιση - ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης προκύπτουν όταν υπάρχουν κόστη αντιπροσώπευσης (agency problems) και δεν μπορούν αυτά να αντιμετωπιστούν με συμφωνίες ή συμβόλαια μεταξύ ιδιοκτητών και διευθυντικών στελεχών - ελλείψει ισχυρού νομοθετικού πλαισίου η απόφαση της Επιτροπής Cadbury είναι η καλύτερη δυνατή για να «εκπαιδεύσει» τις επιχειρήσεις στο νέο μοντέλο διακυβέρνησης
"A survey of corporate governance" Journal of Finance	Shleifer, A. and Vishny, R.,	1997	ΗΠΑ, Ιαπωνία, Γερμανία, Ιταλία, Σουηδία, Ρωσία	Θεωρητική προσέγγιση - προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων και μεγάλοι επενδυτές είναι βασικά στοιχεία καλής εταιρικής διακυβέρνησης
"OECD Principles of Corporate Governance"	Organization for Economic Cooperation and Development	1999	Χώρες ΟΟΣΑ	Προσδιορισμός πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης - ένα καλό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να δημιουργηθεί με την κρατική ανάμιξη και την ιδιωτική πρωτοβουλία των εταιρειών, δίνοντας έμφαση στη δικαιοσύνη, τη διαφάνεια, την αποκάλυψη και την υπευθυνότητα
"Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance" Journal of Financial Economics	Himmelberg, C., Hubbard, R.G., Palia, D.,	1999		Θεωρητική προσέγγιση - οι επιχειρήσεις μακροχρόνια επιλέγουν στρατηγικές που μειώνουν το κόστος αντιπροσώπευσης - ο ρόλος των διευθυντικών στελεχών (managers) είναι ενδογενής μεταβλητή και προσδιορίζεται από τις συμφωνίες που ισχύουν μέσα στο περιβάλλον τηςχείρησης
"European Corporate Governance: Trading off liquidity against control" European Economic Review	Becht, M.,	1999	Ευρώπη	Θεωρητική προσέγγιση - η ύπαρξη μεγαλομετόχων θα έχει αρνητική επίπτωση στην ρευστότητα των αγορών (high voting concentration through blocks has a negative effect on liquidity)

"Investor protection and Corporate Governance" Journal of Financial Economics	La Porta, R., Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.,	2000	Αγγλία, Ιταλία, Γερμανία, Γαλλία, Ιαπωνία, Λατινική Αμερική, Σοσιαλιστικές χώρες που βασίζονται στο Ρωσικό Δίκαιο, χώρες Ανατολικής Ασίας, κ.α.	Θεωρητική προσέγγιση - το νομοθετικό σύστημα που ισχύει σε κάθε χώρα αποτελεί ένδειξη για την εταιρική διακυβέρνηση των επιχειρήσεων και κατά συνέπεια ερμηνεύει και τις διαφορές που παρουσιάζονται ανάμεσα στις χώρες όχι μόνο στο βαθμό διασποράς των μετοχών αλλά και στην μερισματική πολιτική
"Does the Governed Corporation Perform Better? Governance structures and corporate performance in Germany" European Finance Review	Lehmann, E., Weigand, J.,	2000	Γερμανία	Εμπειρική έρευνα - η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας (ownership concentration) επηρεάζει σημαντικά και αρνητικά την κερδοφορία, σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα
"Disappearing Dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?" Journal of Financial Economics	Fama, E. F., and French, K.,	2001	ΗΠΑ (Μετοχές που διαπραγματεύονται στον NYSE, AMEX και στον NASDAQ)	Εμπειρική έρευνα – εξετάζοντας την περίοδο 1926-99, επικεντρώνοντας ιδιαίτερα μετά το 1972, παρατήρησαν μια τάση να μειώνεται το ποσοστό των επιχειρήσεων που διένειμαν μέρισμα – ενδεικτικά αναφέρουμε ότι το 1978 το ποσοστό των επ/σεων που διένειμαν μέρισμα ήταν 66,5% ενώ το 1999 μόλις 20,8%
"Principles of Corporate Governance in Greece" Practice Based papers	Mertzanis, H.,	2001	Ελλάδα	Θεωρητική προσέγγιση – Προτάσεις της «Επιτροπής για θέματα Εταιρικής Διακυβέρνησης» για την διαμόρφωση ενός νομικού πλαισίου – τα θέματα στα οποία θα πρέπει να είναι προσανατολισμένος ο νόμος περί εταιρικής διακυβέρνησης έχουν να κάνουν με τα δικαιώματα των μετόχων, την ισότητα των μετόχων, τον ρόλο των επενδυτών, την διαφάνεια και τον λογιστικό έλεγχο, το διοικητικό συμβούλιο, τα ανεξάρτητα μέλη του ΔΣ και τα διευθυντικά στελέχη – προοίμιο του νόμου 3016/2002
"The Cadbury Committee, Corporate Performance and top management turnover" Journal of Finance	Dahya, J., McConnell, J., Travlos, N.,	2002	Αγγλία	Εμπειρική έρευνα – εφαρμογή του Code for Best Practice αυξάνει τις αποδοχές του οικονομικού διευθυντή και βελτιώνει την απόδοση της επιχείρησης
"Investor protection and Corporate valuation" Journal of Finance	La Porta, R., Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.,	2002	27 ανεπτυγμένες οικονομίες (Αργεντινή, Αυστρία, Βέλγιο, Δανία, Φιλανδία, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ιταλία, Ιαπωνία, Κορέα, Μεξικό, κ.α.)	Εμπειρική έρευνα – θετική σχέση μεταξύ μεγαλύτερης αξίας της επιχείρησης και καλύτερης προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων
"Corporate Governance and equity prices" Working Paper, Harvard Business School	Gompers, P., Ishii, L., and Metrick, A.,	2003	ΗΠΑ (S&P 500)	Εμπειρική έρευνα – εταιρείες με καλύτερη προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων την περίοδο της έρευνας (περίπου μια δεκαετία (1990s)) είχαν μεγαλύτερα κέρδη κατά περίπου 8,5% ετησίως, υψηλότερη εταιρική αξία, υψηλότερα ποσοστά ανάπτυξης των εργασιών τους και μικρότερο κόστος κεφαλαίου

<p>"Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany" European Financial Management</p>	<p>Drobetz W., Schillhofer A., Zimmermann H.,</p>	<p>2004</p>	<p>Γερμανία</p>	<p>Εμπειρική έρευνα - ισχυρή θετική σχέση μεταξύ ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης που υιοθετεί μια επιχείρηση και αξίας της επιχείρησης αυτής - αρνητική σχέση μεταξύ απόδοσης μετοχής και επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης, αν οι μετοχικές αποδόσεις χρησιμοποιηθούν σαν εκτιμήσεις για το κόστος κεφαλαίου</p>
<p>"Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets" Journal of Corporate Finance</p>	<p>Klapper L. F., Love I.,</p>	<p>2004</p>	<p>Βραζιλία, Χιλή, Ινδία, Κορέα, Μαλαισία, Πακιστάν, Σιγκαπούρη, Ταϊλάνδη, Τουρκία</p>	<p>Εμπειρική έρευνα - σωστή εταιρική διακυβέρνηση σχετίζεται θετικά με την αξία της επιχείρησης (market value) και την επίδοση της (operating performance), κι αυτή η σχέση είναι ισχυρότερη σε χώρες με πιο χαλαρό νομοθετικό πλαίσιο - το επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης μιας επιχείρησης προσδιορίζεται από παράγοντες όπως μέγεθος επιχείρησης, ανάπτυξη πωλήσεων (proxy for the growth opportunities) και φύση των στοιχείων της - επιχειρήσεις σε χώρες με χαλαρό νομοθετικό πλαίσιο έχουν χαμηλότερο κατά μέσο όρο δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης. Παρολ' αυτά δεν υπάρχει συστηματική σχέση που να συνδέει την κατάταξη των επιχειρήσεων βάση του εταιρικού δείκτη διακυβέρνησης με το γενικότερο νομοθετικό πλαίσιο της χώρας τους - Επιχειρήσεις με μεγάλο αριθμό παγίων στοιχείων βρίσκονται χαμηλότερα στην κατάταξη εταιρικής διακυβέρνησης</p>
<p>"Corporate Governance ratings" 1st International Conference on Corporate Governance Research</p>	<p>Sherman, H.,</p>	<p>2004</p>		<p>Παρουσίαση ενός νέου οργανισμού, τον Governance Metrics International (GMI), που σκοπό έχει την αξιολόγηση επιχειρήσεων βάση κριτηρίων εταιρικής διακυβέρνησης και τα αποτελέσματα θα προσφέρονται στους πελάτες μέσω διαδικτυακής πλατφόρμας</p>
<p>"Corporate Governance and dividend policy in emerging markets" Emerging Markets Review</p>	<p>Mitton, T.,</p>	<p>2004</p>	<p>19 emerging markets (Αργεντινή, Ινδία, Κορέα, Μαλαισία, Πακιστάν, Σιγκαπούρη, Ταϊλάνδη, Τουρκία, Ρωσία, Περού, κ.α.) - εκτός η Ελλάδα</p>	<p>Εμπειρική έρευνα - όταν οι αγορές προστατεύουν τους μετόχους (είτε αυτό γίνεται με πρωτοβουλία των επιχειρήσεων είτε του κράτους) τότε είναι πιο εύκολη η άντληση κεφαλαίων - πιο αυστηρή εταιρική διακυβέρνηση σχετίζεται με μεγαλύτερα κέρδη και υψηλότερα μερίσματα</p>

<p>"A revealed preference approach to understanding corporate governance problems: Evidence from Canada" Journal of Financial Economics</p>	Chirinko, R. S., Schaller, H.,	2004	Καναδάς	<p>Εμπειρική έρευνα - τα προβλήματα που δημιουργεί η εισαγωγή μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης μπορούν να μετρηθούν ικανοποιητικά από την διαφορά των προεξοφλητικών παραγόντων (επιτοκίων) που χρησιμοποιούν τα διευθυντικά στελέχη και οι επενδυτές για την αποτίμηση των επενδυτικών έργων μέσω της μεθόδου της Καθαρής Παρούσας Αξίας (ΚΠΑ) - υπάρχει μια διαφορά μεταξύ των δυο προαναφερθέντων επιτοκίων της τάξης των 350-400 basis points</p>
<p>"Governance Mechanisms and Equity Prices" International Center for Finance, Working Paper</p>	Cremers, M., Nair, V.,	2004	ΗΠΑ (Μετοχές που διαπραγματεύονται στον NYSE, AMEX και στον NASDAQ)	<p>Εμπειρική έρευνα - Διαχώρισαν τους παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης σε εξωγενείς και ενδογενείς - εξωγενείς και ενδογενείς παράγοντες διακυβέρνησης συνδέονται με υψηλότερα κέρδη - εξωγενείς και ενδογενείς παράγοντες διακυβέρνησης είναι συμπληρωματικά στοιχεία που συναντώνται περισσότερο σε επιχειρήσεις με χαμηλό ποσοστό μόχλευσης - οι εξωγενείς παράγοντες διακυβέρνησης είναι πιο αποτελεσματικοί σε μικρότερου μεγέθους επιχειρήσεις</p>
<p>"The Costs and Benefits of Financial Market Regulation" Working paper</p>	Zingales, L.,	2004		<p>Θεωρητική προσέγγιση - δεν είναι ξεκάθαρο ότι επεμβαίνοντας και κανονικοποιώντας τις χρηματαγορές τα οφέλη θα ξεπεράσουν τα κόστη αυτής της ενέργειας</p>
<p>"Does Corporate Governance affect Firm value?" Working paper 327, Stanford Law School</p>	Black, B., Jang, H., and Kim, W.,	2004	Κορέα	<p>Εμπειρική έρευνα - οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης εξηγούν μεγάλο μέρος του προσδιορισμού της αξίας της επιχείρησης - ακόμα και μικρές ποιοτικές βελτιώσεις στους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης προκαλούν αντίστοιχη αύξηση σε δείκτες όπως τον Tobin's Q και market to book ratio</p>
<p>"The construction of a corporate governance rating system for a small open market: Methodology and applications in the Greek market" Hellenic Finance and Accounting Association, 3rd Annual Conference</p>	Xanthakis, M., Tsiouri, L., Spanos, L.,	2004	Ελλάδα	<p>Εμπειρική έρευνα - τουλάχιστον όσον αφορά στις επιχειρήσεις του FTSE-20, παρατηρείται ένα υψηλό ποσοστό συμμόρφωσης προς τις διεθνείς πρακτικές σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης (compliance with OECD CG principle)</p>
<p>"Can Corporate Governance be rated?" 1st International Conference on Corporate Governance Research</p>	Xanthakis, M., Tsiouri, L.,	2004	Ελλάδα	<p>Θεωρητική προσέγγιση - εκτενέστερη παρουσίαση και ανάλυση των συμπερασμάτων της παραπάνω έρευνας - τονίζονται οι δυσκολίες που αντιμετώπισαν για την ολοκλήρωση και αξιολόγηση των πρωτογενών στοιχείων (ερωτηματολόγια)</p>