



ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

Οικονομικών της Αγοράς Ακινήτων

ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΦΟΡΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΩΝ
ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΣΤΑΥΡΟΠΟΥΛΟΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΛΙΑΠΗΣ

Αθήνα, Απρίλιος 2017

Περίληψη

Οι διαδικασίες και οι πρακτικές που χρησιμοποιούνται από εταιρείες για να ικανοποιήσουν τους στρατηγικούς στόχους τους, καθώς και τους μηχανισμούς που τους βοηθούν να ελέγχουν τις διαδικασίες αυτές θεωρείται ότι είναι εξαιρετικά πολύτιμο για τις σύγχρονες και επιτυχημένες εταιρείες. Εταιρική διακυβέρνηση και εσωτερικός έλεγχος είναι δύο αλληλένδετες έννοιες που προσθέτουν αξία στην εταιρεία και την διατηρούν σε μια κερδοφόρα και ανοδική πορεία. Ο σκοπός αυτής της μελέτης είναι η διερεύνηση της έννοιας της εταιρικής διακυβέρνησης, η μελέτη και ανάλυση του κατασκευαστικού κλάδου στην Ελλάδα μέσα από το πρίσμα των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης που υιοθετούνται. Τα ευρήματα τόσο από τη δευτερογενή έρευνα και τις επιμέρους μελέτες περιπτώσεων δείχνουν ότι η εταιρική διακυβέρνηση και εσωτερικός έλεγχος είναι δύο έννοιες στενά συνδεδεμένες με την εταιρική επιτυχία, καθώς οι εταιρείες έχουν βασίσει την επέκτασή τους σε πρακτικές εσωτερικού ελέγχου που ενισχύουν τους στόχους τους. Στην παρούσα εργασία, θα αναλυθεί και θα μελετηθεί ο κατασκευαστικός κλάδος στην Ελλάδα μέσα από το πρίσμα των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης που υιοθετούνται, καθώς επίσης η χρηματοοικονομική ανάλυση της ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε. Για τις ανάγκες ικανοποίησης του παραπάνω στόχου θα πραγματοποιηθεί εκτεταμένη έρευνα και παρουσίαση της υπάρχουσας βιβλιογραφίας αναφορικά με τα εξεταζόμενα θέματα, καθώς επίσης ανάλυση της επιλεγμένης εταιρίας με τη χρήση αριθμοδεικτών.

Πινάκας Περιεχομένων

2. Βιβλιογραφική Ανασκόπηση	5
2.1 Εταιρική διακυβέρνηση.....	5
2.1.2 Μορφές εταιρικής διακυβέρνησης	6
2.1.3 Χαρακτηριστικά εταιρικής διακυβέρνησης	7
2.1.4 Αρχές εποπτείας και ελέγχου.....	8
2.1.5 Ρόλος και αρμοδιότητες του Δ.Σ.	11
2.5.5 Επίπεδο και διάρθρωση των αμοιβών.....	13
2.5.6 Επικοινωνία με τους μετόχους.....	14
2.2 Sarbanes-Oxley Act 2002 – SOX	14
2.3 SOX και εταιρική διακυβέρνηση	17
2.3.1 Ο ΝΟΜΟΣ 3016 / 2002	21
2.3.2 Οφέλη Εταιρικής Διακυβέρνησης	24
2.4 Κατασκευαστικός Κλάδος	26
Πινάκας 1.....	30
Πινάκας 2.....	32
2.5 Εταιρική διακυβέρνηση στην ΕΛΛΑΚΤΩΡ.....	32
3. Μεθοδολογία	42
4. Ανάλυση	43
4.1 Στάδια Ανάλυσης Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων	43
4.3 Οριζόντια & Κάθετη Ανάλυση	44
4.4 Συσχετισμός ΔΕΔ και χρηματοοικονομικοί δείκτες στην πρόβλεψη χρεωκοπίας....	45
5.ΕΛΛΑΚΤΩΡ και Κύρια Οικονομικά μεγέθη	51
5.1 Ανάλυση αριθμοδεικτών ΕΛΛΑΚΤΩΡ	51
5.1.1Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας.....	51
5.1.2 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας.....	54
5.1.3 Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας	55
5.1.4 Αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων και βιωσιμότητας	56
5.1.5 Κόστος κεφαλαίου.....	57
5.1.6 Weighted Average Cost of Capital.....	58
6.Συμπεράσματα	59
7. Βιβλιογραφία.....	63

1. Εισαγωγή

Η εταιρική διακυβέρνηση είναι ένας τρόπος προσέγγισης και επίλυσης ενός από τα κύρια προβλήματα του σύγχρονου περιβάλλοντος των επιχειρήσεων, αυτό της διαφάνειας. Συγκεκριμένα, η ανάγκη για ορθή και διαφανή πληροφόρηση σε όλες τις λειτουργίες και το σύνολο της ιεραρχίας των επιχειρήσεων έχει καταστήσει τα συστήματα και τις μεθόδους εταιρικής διακυβέρνησης απαραίτητα. Όπως είναι αναμενόμενο, η ραγδαία αυτή ανάπτυξη του όρου αλλά και των στοιχείων που αποτελούν την εταιρική διακυβέρνηση παρατηρείται τις τελευταίες δεκαετίες, ενώ μελέτες πραγματοποιούνται τόσο σε ακαδημαϊκό όσο και σε εταιρικό επίπεδο (Hartman, 2004). Ενώ οι ορισμοί παρουσιάζουν διακυμάνσεις, η εταιρική διοίκηση μπορεί να αποσαφηνιστεί ως η διάταξη των κατευθυντήριων γραμμών, των προσεγγίσεων, των νόμων, των μέτρων και των μέσων που επηρεάζουν τον τρόπο με τον οποίο κυβερνάται ένας οργανισμός. Τα στοιχεία αυτά μπορεί να είναι εξωτερικά προς την οργάνωση, πράγμα που σημαίνει ότι τους δίνεται από το περιβάλλον στο οποίο η εταιρία δραστηριοποιείται, είτε εσωτερικά, όπως για παράδειγμα τη φύση του διοικητικού της συμβουλίου (Erismann-Peyer, Steger and Salzmann, 2008).

Στόχος της παρούσας εργασίας είναι η διερεύνηση της έννοιας της εταιρικής διακυβέρνησης, η μελέτη και ανάλυση του κατασκευαστικού κλάδου στην Ελλάδα μέσα από το πρίσμα των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης που υιοθετούνται, καθώς επίσης η χρηματοοικονομική ανάλυση της ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε. Για τις ανάγκες ικανοποίησης του παραπάνω στόχου θα πραγματοποιηθεί εκτεταμένη έρευνα και παρουσίαση της υπάρχουσας βιβλιογραφίας αναφορικά με τα εξεταζόμενα θέματα, καθώς επίσης ανάλυση της επιλεγμένης εταιρίας με τη χρήση αριθμοδεικτών.

2. Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

2.1 Εταιρική διακυβέρνηση

Εταιρική διακυβέρνηση (corporate governance) καλείται το σύνολο των αρχών και των κανόνων που διέπουν τη διοίκηση, την παρακολούθηση και τον έλεγχο μιας επιχείρησης και κύριος σκοπός τους είναι να εξασφαλίσουν την αποδοτικότητα καθώς και τα συμφέροντα όλων όσων έχουν έννομο συμφέρον από αυτήν την λειτουργία (Calder, 2008). Αφορά δηλαδή ένα καθολικό σύστημα από δικαιώματα, διαδικασίες και ελέγχους που έχουν οριστεί εσωτερικά καθώς και εξωτερικά, όσον αφορά τη διοίκηση της εταιρείας, με βασικό σκοπό την διασφάλιση των συμφερόντων όλων όσων συμμετέχουν στη εμπορική δραστηριότητα της. Συνεπώς, η εταιρική διακυβέρνηση ασχολείται με τους τρόπους σύμφωνα με τους οποίους εξασφαλίζεται ότι θα επιστραφούν στους χρηματοδότες των εταιριών, με κάποια απόδοση, τα χρήματα τους (Calder, 2008).

Σε μια παγκοσμιοποιημένη οικονομία, ο εσωτερικός έλεγχος έχει καθιερωθεί ως ένα βασικό εργαλείο για τη διαχείριση των οικονομικών πόρων της κάθε εταιρείας (Hartman, 2004). Όπως αναφέρθηκε στην εισαγωγική ενότητα, τα τελευταία χρόνια η εταιρική διακυβέρνηση σε συνδυασμό με τον εσωτερικό έλεγχο τόσο σε πρακτικό επίπεδο όσο και σε ακαδημαϊκό κρίθηκε αναγκαία λόγω κάποιων σημαντικών σκανδάλων και αποτυχιών που σχετίζονται με τις επιχειρήσεις (Anand, 2008). Μέσα από την ανασκόπηση της βιβλιογραφίας, ο σκοπός της μελέτης είναι να παρέχει ένα ολοκληρωμένο εννοιολογικό πλαίσιο εσωτερικού ελέγχου και εταιρικής διακυβέρνησης (Anand, 2008). Τα αποτελέσματα αυτής της επισκόπησης της βιβλιογραφίας δείχνουν ότι ο εσωτερικός έλεγχος έχει βασικό ρόλο στην αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση (Hartman, 2004). Η εταιρική διακυβέρνηση παρέχει τις απαραίτητες κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τους τρόπους που μπορεί να διαχειρίζεται μια επιχείρηση με έναν τρόπο που είναι σε θέση να επιτύχει τους στόχους της. Ενδιαφερόμενα μέρη σε αυτή την περίπτωση περιλαμβάνουν το Διοικητικό Συμβούλιο, τη διαχείριση, τους μετόχους, τους πελάτες, τους εργαζόμενους και την κοινωνία (Ali and Gregoriou, 2006). Η διοίκηση της εταιρείας, ως εκ τούτου, θα αναλάβει το ρόλο του διαχειριστή για όλα τα άλλα ενδιαφερόμενα

μέρη. Συνεπώς, η εταιρική διακυβέρνηση είναι σε θέση να προσεγγιστεί σε θεωρητικό επίπεδο καθώς και σε πρακτικό επίπεδο (Anand, 2008).

2.1.2 Μορφές εταιρικής διακυβέρνησης

Προκειμένου να προστατευθεί το επιχειρηματικό ενδιαφέρον των κατόχων των μετοχών, οι εταιρείες εφαρμόζουν διαδικασίες και πολιτικές ως μέσο ελέγχου. Αυτό ακριβώς αντιπροσωπεύει η εταιρική διακυβέρνηση. Υπάρχουν βασικά τέσσερα είδη της εταιρικής διακυβέρνησης και αυτά θα αναλυθούν παρακάτω (Mallin, 2016) .

2.2.α. Ο πρώτος τύπος της εταιρικής διακυβέρνησης είναι ένα σύνολο πολιτικών και διαδικασιών που χρησιμοποιεί η εταιρεία για τον έλεγχο και την προστασία των συμφερόντων των επιχειρήσεων και είναι είτε εσωτερικές ή εξωτερικές. Αυτό αντιπροσωπεύεται από τις πολιτικές και τις κατευθυντήριες γραμμές που πρέπει να ακολουθούνται από κάθε άτομο στην επιχείρηση και πολλές φορές χρησιμοποιείται από μεγάλες εταιρείες. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις είναι πολύπλοκες και αυτό το είδος της εταιρικής διακυβέρνησης είναι ένα μέσο για την απλοποίηση της πολυπλοκότητας που συνεπάγεται να έχει μια μεγάλη εταιρεία (Mallin, 2016).

2.2.β. Ένας άλλος τύπος της εταιρικής διακυβέρνησης είναι το διοικητικό συμβούλιο. Το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας είναι στην πραγματικότητα ένας μηχανισμός που εκπροσωπεί τα ενδιαφερόμενα μέρη της εταιρείας. Το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας στην πραγματικότητα αποτελείται από τους ενδιαφερόμενους φορείς που εκλέγονται από αυτούς και είναι επιφορτισμένο με τη διαχείριση ή και την αναθέωση της συνολικής απόδοσης της εταιρείας καθώς επίσης και να αφαιρεί άτομα, εάν είναι απαραίτητο για την ενίσχυση της χρηματοοικονομικής επίδοσης της εταιρείας. Το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας είναι το μέσο που χρησιμοποιείται από τους ενδιαφερόμενους να γεφυρωθεί το χάσμα μεταξύ αυτών και των ιδιοκτητών της εταιρείας. Η ύπαρξη του διοικητικού συμβουλίου θα χάσει την ουσία του, εάν μια εταιρεία δεν διαθέτει τα ενδιαφερόμενα μέρη. Το Διοικητικό συμβούλιο μπορεί να χρησιμοποιηθεί από μεγάλους ιδιωτικούς οργανισμούς και εταιρείες (Fernando, 2009).

2.2.γ. Οι λογιστικοί έλεγχοι είναι ένα είδος μηχανισμού εταιρικής διακυβέρνησης. Πιο συγκεκριμένα, οι έλεγχοι είναι τα σχόλια των οικονομικών συναλλαγών της εταιρείας, οι οποίοι διασφαλίζουν ότι η επιχείρηση ή η εταιρεία είναι σε συμφωνία με τις κατευθυντήριες γραμμές που καθορίζονται από τις εθνικές λογιστικές αρχές καθώς επίσης διασφαλίζουν ότι οι κανονισμοί και οι άλλες εξωτερικές κατευθυντήριες γραμμές πληρούνται από την εταιρεία. Ακόμα, αποτελούν αναπόσπαστο εργαλείο για τη συλλογή πληροφοριών από τους μετόχους ή τους επενδυτές και μπορούν να συμβάλουν στη βελτίωση της ικανότητας της εταιρείας ή της επιχειρηματικής σκηνής (Fernando , 2009) .

2.2.δ. Το τελευταίο είδος του μηχανισμού της εταιρικής διακυβέρνησης είναι η ισορροπία δυνάμεων. Αυτό εξασφαλίζει ότι κανένα πρόσωπο δεν περιβάλλεται από όλες τις εξουσίες ελέγχου της εταιρείας. Αυτό κατανέμει τις αρμοδιότητες στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, των διευθυντών και των μετόχων. Οι ρόλοι που θεσπίζονται με την παρούσα ισορροπία, βεβαιώνουν ότι η εταιρεία είναι ευέλικτη και προσαρμόζεται με την αλλαγή των εποχών και συνεπώς αυτό καθιστά τη λειτουργία της ομαλότερη και χωρίς διακοπές με τις συνήθεις δραστηριότητες της εταιρείας (Fernando, 2009) .

2.1.3 Χαρακτηριστικά εταιρικής διακυβέρνησης

2.1.3.1 Διαφάνεια

Το Διοικητικό Συμβούλιο υποχρεούται να απελευθερώσει όλες τις σχετικές πληροφορίες στα ενδιαφερόμενα μέρη, να δείξει όλα τα απαραίτητα οικονομικά και επιχειρησιακά δεδομένα στα ενδιαφερόμενα μέρη καθώς επίσης δεν πρέπει να κρύβει οποιαδήποτε σημαντική πληροφορία ή να διατηρεί μυστικότητα (du Plessis, McConvill and Bagaric, 2005) .

2.1.3.2 Προστασία δικαιωμάτων των μετοχών

Το Διοικητικό Συμβούλιο υποχρεούται να προστατεύει τα δικαιώματα όλων των ενδιαφερομένων μερών και ιδιαίτερα τους ενδιαφερόμενους φορείς μειονότητας (du Plessis, McConvill and Bagaric, 2005) .

2.1.3.3 Ευθύνες του διευθύνοντα συμβούλου

Θα πρέπει να δοθούν περισσότερες εξουσίες στον διευθύνοντα σύμβουλο ώστε να μπορεί να εγκρίνει τα σχέδια επιχειρήσεων και τις στρατηγικές ανεξάρτητα (du Plessis, McConvill and Bagaric, 2005) .Ο Διευθύνων Σύμβουλος και το Διοικητικό Συμβούλιο πρέπει να λογοδοτούν για τις πράξεις τους με τα ενδιαφερόμενα μέρη και σε ολόκληρη την κοινωνία (Monks and Minow, 2004) . Η εταιρική διακυβέρνηση βασίζεται στην ηθική, τις ηθικές αρχές και αξίες. Έτσι, το Διοικητικό Συμβούλιο υποχρεούται να αποφύγει αθέμιτες πρακτικές, εξαπάτηση, την εκμετάλλευση, κ.λπ (Monks and Minow, 2004) .

2.1.3.4 Καθολική εφαρμογή

Η εταιρική διακυβέρνηση έχει καθολική εφαρμογή δηλαδή, χρησιμοποιείται από εταιρείες σε όλο τον κόσμο. Έτσι δίνεται μια νομική αναγνώριση σε πολλές χώρες και όλες οι εταιρείες πρέπει να χρησιμοποιούν την εταιρική διακυβέρνηση έστω εθελοντικά (Monks and Minow, 2004).

2.1.3.5 Συστηματική

Η εταιρική διακυβέρνηση είναι πολύ συστηματική και βασίζεται σε νόμους, διαδικασίες, πρακτικές, κανόνες, κλπ. Όλοι αυτοί οι νόμοι δημιουργούνται για να αυξηθεί ο πλούτος των μετόχων και η προστασία των δικαιωμάτων όλων των ενδιαφερομένων μερών της εταιρείας (Monks and Minow, 2004).

2.1.4 Αρχές εποπτείας και ελέγχου

Εξαιτίας του ελαττώματος της διοίκησης να εφαρμόσει άμεση επιτήρηση στις λειτουργίες της μονάδας της επιχείρησης, δημιουργείται η ανάγκη να καθιερωθεί ένα σύστημα ελέγχου. Για αυτόν τον λόγο θεσπίζονται κάποια μέτρα οργάνωσης που αντικαθιστούν, όσο αυτό είναι εφικτό, το σύστημα του ελέγχου των λειτουργικών τους. Από αυτά τα μέτρα απαρτίζεται το σύστημα του εσωτερικού ελέγχου το οποίο αναλύεται στη συνέχεια.

2.4.α Εσωτερικός έλεγχος

Η επιχειρηματική μονάδα είναι αρμόδια και φέρει την ευθύνη να οργανώσει τον εσωτερικό έλεγχο της επιχείρησης και εν συνεχεία αναλαμβάνει να αναθέσει τη λειτουργία του στους εσωτερικούς ελεγκτές, άτομα δηλαδή της απολύτου εμπιστοσύνης τους. Σε μια επιχείρηση, ο ρόλος του εσωτερικού ελεγκτή προϋποθέτει να υπάρχει δυνατότητα κινήσεων καθώς και να δίνεται η απαραίτητη σημασία στους ελέγχους διαχείρισης που γίνονται προληπτικά από τον ίδιο. Υπάρχουν δύο σημεία που πρέπει να επισημανθούν και αφορούν τις αρμοδιότητες και την αρμόζουσα συμπεριφορά του ελεγκτή.

Το πρώτο έχει να κάνει με την εργασιακή σχέση του με τους υπαλλήλους της επιχείρησης και το κατά πόσο μπορεί ο ελεγκτής να παραμένει αμερόληπτος και αντικειμενικός, όσο οι σχέσεις αρχίζουν και διαφοροποιούνται από καθαρά επαγγελματικές σε κοινωνικές ή ακόμα και φιλικές.

Το δεύτερο σημείο αναφέρεται στους κινδύνους που μπορεί να προκύψουν από την έλλειψη ποικιλίας και την ενασχόληση ενός ελεγκτή συνεχώς με το ίδιο θέμα. Όταν δεν υπάρχουν συμπληρωματικά ενδιαφέροντα, σταδιακά μειώνεται η οξύτητα του ελεγκτή και καταλήγει να εκτελεί μια τυποποιημένη καθημερινή διαδικασία ρουτίνας. Για αυτόν ακριβώς τον λόγο κρίνεται απαραίτητο να υπάρχει εναλλαγή και ανανέωση των θεμάτων.

Ο ρόλος του εσωτερικού ελεγκτή είναι πολύ σημαντικός γιατί βοηθάει ενεργά στην αποτελεσματικότερη διοίκηση της επιχείρησης. Τα μέτρα που εφαρμόζονται αποσκοπούν αφενός στην προστασία της περιουσίας της εταιρίας και του ανθρώπινου δυναμικού της όπως επίσης και στο να λειτουργεί σωστά το λογιστικό σύστημα και να υπάρχει διαρκής παρότρυνση και έλεγχος ότι εφαρμόζονται άμεσα οι εντολές της διοίκησης και αφετέρου να συμμορφώνεται η εταιρία κ προς τους νόμους που διέπουν και αφορούν την επιχείρηση (ΦΠΑ, ΙΚΑ κλπ) .

2.4.β Εξωτερικός έλεγχος

Στις πρακτικές που χρησιμοποιούνται διεθνώς υπάρχουν δύο μεταβλητοί παράγοντες, η αμοιβή για την παροχή των μη ελεγκτικών υπηρεσιών, και το χρονικό διάστημα που ένας ελεγκτής παραμένει στην ίδια εταιρία. Ο χρόνος κατά τον οποίο ο ελεγκτής

μένει στην εταιρία είναι ένας παράγοντας μεγάλης σημασίας, που ενδέχεται να επηρεάσει την ποιότητα του έλεγχου του έργου του. Ανά διαστήματα, παρουσιάζονται κάποια επιχειρήματα από ερευνητές και άλλα όργανα των θεσμών, τα οποία είναι θετικά διακείμενα προς τη μια ή την άλλη γνώμη. Αυτοί που υποστηρίζουν ότι η παραμονή ενός ελεγκτή για μεγάλο χρονικό διάστημα μπορεί να έχει αρνητικά αποτελέσματα στην ποιότητα του εξωτερικού ελέγχου όπως επίσης και στην ανεξαρτησία του ελεγκτή εργασιακά, θέτουν ως επιχείρημα ότι τα παραπάνω πιθανώς να οδηγούν στην άμεση ταυτοποίηση συμφέροντος του ελεγκτή με τον εργαζόμενο. Σε αρκετές περιπτώσεις, το μεγαλύτερο πρόβλημα που έχει να αντιμετωπίσει ένας ελεγκτής είναι η βραδεία αλλά βαθμιαία «ειλικρινής έλλειψη ενδιαφέροντος» (honest disinterestedness). Μετά από μια μακροχρόνια σχέση πελατών και ελεγκτή, μπορεί να παρατηρηθεί έλλειψη νεωτερισμού, χαλαρότερες ελεγκτικές διαδικασίες όπως επίσης και η απόκτηση εμπιστοσύνης προς τον πελάτη. Ένας ακόμη παράγοντας είναι ότι υπάρχει η τάση από τους ελεγκτές για συμβιβασμό με τις επεμβάσεις της εκάστοτε διοίκησης, προκειμένου να παρατείνουν την παραμονή τους στην ελεγχόμενη εταιρία, με απώτερο σκοπό να έχουν πολλαπλά οφέλη στο μέλλον όπως μια πιθανή αύξηση αμοιβής στην περίπτωση που αυτή επεκταθεί. Από την αντίπερα όχθη, αυτοί που συμφωνούν με την μακρά παραμονή των ελεγκτών στην ίδια εταιρία, υποστηρίζουν ότι ένας νέος ελεγκτής ενδέχεται να είναι πιο ευάλωτος στην πίεση της ελεγχόμενης διοίκησης και έχει περισσότερες πιθανότητες να κάνει λάθη λόγω της μη επαρκούς εμπειρίας του στον τρόπο που λειτουργεί η συγκεκριμένη εταιρία. Οι υποστηρικτές λοιπόν αυτής της άποψης επιμένουν ότι ο ελεγκτής που παραμένει σταθερός σε μια εταιρία, μπορεί πολύ πιο εύκολα να προσδιορίσει και να κάνει καταγραφή των προβλημάτων κατά τη διάρκεια ενός ελέγχου, λόγω του ότι έχει ήδη αποκτήσει την επαρκή γνώση πάνω τη λειτουργία της επιχείρησης. Ο δεύτερος παράγοντας αναφέρεται στις μη ελεγκτικές υπηρεσίες και στο μέγεθος των αμοιβών που λαμβάνονται από τους εξωτερικούς ελεγκτές για αυτές. Οι εταιρίες την τελευταία δεκαπενταετία αναζητούν επιπρόσθετη βοήθεια από τις εταιρίες ελέγχου για υπηρεσίες που αφορούν θέματα στρατηγικής, την διαχείριση ανθρωπίνων πόρων, τον εκσυγχρονισμό των πληροφοριακών συστημάτων καθώς και την ανάληψη ευθύνης του εσωτερικού ελέγχου. Οι γνώμες ποικίλουν για το κατά πόσο και με ποιο τρόπο μπορεί να επηρεαστεί η ανεξαρτησία των ελεγκτών. Η μια μεριά στηρίζει την άποψη πως όταν παρέχονται παραπάνω και αυτό επηρεάζει αρνητικά την ανεξαρτησία και τον έλεγχο του έργου. Η άλλη μεριά

ισχυρίζεται ότι παρέχοντας μη ελεγκτικές υπηρεσίες, επηρεάζεται θετικά το έργο του ελεγκτή καθώς υπάρχει σημαντική βελτίωση των γνώσεων του για την εταιρία και συνεπώς γίνεται πιο αντικειμενικός και ανεξάρτητος. Επιπροσθέτως, η θέση του ελεγκτή ισχυροποιείται με αποτέλεσμα να γίνεται ανθεκτικότερος σε πιθανές πιέσεις της διοίκησης για κατεύθυνση της ελεγκτικής εργασίας. Όλα τα ανωτέρω υποδεικνύουν την ανάγκη που υπάρχει να συμπεριλάβουμε τις συγκεκριμένες μεταβλητές στην μελέτη, από τη στιγμή που οι λειτουργίες της επιχείρησης επηρεάζονται σημαντικά από τον εξωτερικό έλεγχο. Επίσης, οι επενδυτές δίνουν μεγάλη έμφαση στα αποτελέσματα που προκύπτουν από το ελεγκτικό έργο. Το πόσο αντικειμενικά λοιπόν παρουσιάζονται αυτά τα συμπεράσματα είναι πρωταρχικής σημασίας. Εντοπίζουμε δύο σημαντικές διαφορές στο καθεστώς των συστημάτων και στο βαθμό ελέγχου που ασκείται. Η συμμετοχή μιας τράπεζας στο ιδιοκτησιακό καθεστώς μιας επιχείρησης είναι άλλο ένα βασικό στοιχείο που διαφοροποιεί τα δύο συστήματα.

2.1.5 Ρόλος και αρμοδιότητες του Δ.Σ.

Το ΔΣ οφείλει να παρέχει την αποτελεσματική και άμεση ηγεσία της εταιρείας για υποθέσεις προς όφελος της εταιρίας και όλων των μετόχων, διασφαλίζοντας ότι η Διοίκηση εφαρμόζει την στρατηγική της εταιρείας. Θα πρέπει επίσης να εξασφαλιστεί τη δίκαιη και ισότιμη μεταχείριση όλων των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων των μειονοτήτων και των αλλοδαπών μετόχων (Rick, 2004). Κατά την εκτέλεση του ρόλου του, το ΔΣ θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη τους παράγοντες των οποίων τα συμφέροντα συνδέονται με εκείνα της εταιρείας όπως είναι οι πελάτες, οι πιστωτές, οι εργαζόμενοι και οι κοινωνικές ομάδες που επηρεάζονται άμεσα από τις δραστηριότητες της εταιρείας (Rick, 2004) .

2.1.5.1 Μέγεθος και σύνθεση του ΔΣ

Το μέγεθος και η σύνθεση του ΔΣ πρέπει να επιτρέπει την αποτελεσματική εκπλήρωση των αρμοδιοτήτων του και να αντικατοπτρίζει το μέγεθος, τη δραστηριότητα και την ιδιοκτησία μιας εταιρείας ωστόσο να παρουσιάζει ένα υψηλό

επίπεδο ακεραιότητας και να περιλαμβάνει μια ποικιλία γνώσεων , προσόντων και εμπειρίας σχετικά με τους στόχους της εταιρείας (Kim and Nofsinger, 2007).

2.1.5.2 Ρόλος και απαιτούμενες ιδιότητες του Προέδρου του Δ.Σ.

Ο Πρόεδρος είναι υπεύθυνος για την καθοδήγηση του ΔΣ και την κατάρτιση της ημερήσιας διάταξης εξασφαλίζοντας ότι το έργο του Διοικητικού Συμβουλίου είναι καλά οργανωμένο και ότι οι συνεδριάσεις διεξάγονται αποτελεσματικά (Kim and Nofsinger, 2007). Ο πρόεδρος είναι επίσης υπεύθυνος για τη διασφάλιση ότι τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου λαμβάνουν έγκαιρες και ακριβείς πληροφορίες καθώς και για την αποτελεσματική επικοινωνία με όλους τους μετόχους με γνώμονα τη δίκαιη και ισότιμη μεταχείριση προς το συμφέρον όλων των μετόχων (Kim and Nofsinger, 2007).

2.1.5.3 Καθήκοντα και συμπεριφορά των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου

Κάθε μέλος του Δ.Σ. έχει ως καθήκον να είναι πιστό στην εταιρεία, μέλη του ΔΣ πρέπει να ενεργούν με ακεραιότητα και προς το συμφέρον της εταιρείας αλλά και να προστατεύουν την εμπιστευτικότητα των μη δημόσιων πληροφοριών (Colley, 2003). Δεν πρέπει να ανταγωνίζονται με την εταιρεία αλλά και να αποφεύγουν κάθε θέση ή δραστηριότητα που δημιουργεί ή φαίνεται να δημιουργεί σύγκρουση ανάμεσα στα προσωπικά τους συμφέροντα και τα συμφέροντα της εταιρείας, συμπεριλαμβανομένων της εκμετάλλευσης ή των εκτελεστικών θέσεων σε ανταγωνιστικές εταιρείες χωρίς την έγκριση της Γενικής Συνέλευσης (Colley, 2003). Τα μέλη του ΔΣ θα πρέπει να παρέχουν την εμπειρία τους και να αφιερώνουν στα καθήκοντά τους τον αναγκαίο χρόνο και προσοχή. Θα πρέπει επίσης να περιορίσουν τον αριθμό των άλλων επαγγελματικών δεσμεύσεων (ιδιαίτερα σε ΔΣ άλλων εταιρειών), στο βαθμό που επιτρέπει την ικανοποιητική απόδοση τους ως μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου (Colley, 2003). Τέλος, τα μέλη του ΔΣ πρέπει να προσπαθούν να παρίστανται σε όλες τις συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου και τις αρμόδιες επιτροπές στις οποίες συμμετέχουν (Colley, 2003). Όσο αναφορά τον διορισμό μελών στο διοικητικό συμβούλιο οι υποψηφιότητες για το Δ.Σ. πρέπει

να γίνονται αξιοκρατικά και με αντικειμενικά κριτήρια. Το ΔΣ πρέπει να διασφαλίζει την ομαλή διαδοχή των μελών του και των ανώτερων στελεχών, έτσι ώστε να εξασφαλιστεί τη μακροπρόθεσμη επιτυχία της επιχείρησης, επίσης να ανταποκρίνεται επαρκώς τακτικά για να εκτελεί αποτελεσματικά τα καθήκοντά του και να έχει την έγκαιρη ενημέρωση από τη Διοίκηση ώστε να μπορέσει να ασκήσει αποτελεσματικά τις αρμοδιότητές του (Colley, 2003).

2.1.5.4 Εσωτερικός έλεγχος

Το ΔΣ πρέπει να παρέχει στους μετόχους και το κοινό μια σαφή αξιολόγηση της πραγματικής θέσης και των προοπτικών της εταιρείας, και να διασφαλίζει την ακεραιότητα των οικονομικών καταστάσεων και τις γνωστοποιήσεις όπου απαιτείται (Trenerry, 2008). Ωστόσο πρέπει να διατηρεί ένα υγιές σύστημα εσωτερικού ελέγχου για τη διασφάλιση των επενδύσεων και των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, και να διασφαλίζει τον εντοπισμό και την διαχείριση των σημαντικών κινδύνων (Trenerry, 2008). Να παρακολουθεί την εφαρμογή της εταιρικής στρατηγικής, να την επανεξετάζει τακτικά και να ανασκοπεί τους κύριους κινδύνους για την επιχείρηση και την αποτελεσματικότητα του συστήματος εσωτερικού ελέγχου για τη διαχείριση των εν λόγω κινδύνων (Trenerry, 2008). Η αναθεώρηση θα πρέπει να καλύπτει όλους τους ουσιώδεις ελέγχους, συμπεριλαμβανομένων των χρηματοοικονομικών, επιχειρησιακών και τη συμμόρφωση των ελέγχων καθώς και τα συστήματα διαχείρισης κινδύνων. Το Διοικητικό Συμβούλιο, μέσω της επιτροπής ελέγχου θα πρέπει επίσης να αναπτύσσει άμεση και συνεχή σχέση ώστε να λαμβάνει τακτικές εκθέσεις των ελεγκτών της εταιρείας όσον αφορά την αποτελεσματική λειτουργία του συστήματος εσωτερικού ελέγχου (Trenerry, 2008).

2.5.5 Επίπεδο και διάρθρωση των αμοιβών

Το επίπεδο και η διάρθρωση των αμοιβών θα πρέπει να στοχεύουν στην προσέλκυση και διατήρηση μελών της διοίκησης, στελεχών και εργαζομένων που θα προσθέσουν αξία στην εταιρεία με τις ικανότητες, τις γνώσεις και την εμπειρία τους (Brink, 2011). Το ύψος των αμοιβών είναι αναλογο με τα προσόντα και τη συνεισφορά τους στην εταιρεία. Το ΔΣ πρέπει να έχει μια σαφή εικόνα για το πώς η

εταιρεία πληρώνει τα στελέχη της κυρίως για εκείνους που έχουν τα κατάλληλα προσόντα για την αποτελεσματική διαχείριση της εταιρείας (Brink, 2011).

2.5.6 Επικοινωνία με τους μετόχους

Το ΔΣ πρέπει να διατηρεί έναν συνεχές και εποικοδομητικό διάλογο με τους μετόχους της εταιρείας ιδιαίτερα με αυτούς που έχουν σημαντικές συμμετοχές και έχουν μια μακροπρόθεσμη προοπτική (Brink, 2011).

Η Εταιρείες πρέπει να παρέχουν πληροφορίες για τους επενδυτές και τους μετόχους μέσω του Τμήματος Μετόχων, Επενδυτικών Σχέσεων και Εταιρικών Ανακοινώσεων (Colley, 2003). Το ΔΣ πρέπει να διασφαλίζει ότι η προετοιμασία και η διεξαγωγή της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων επιτρέπει την αποτελεσματική άσκηση όλων των δικαιωμάτων των μετόχων οι οποίοι πρέπει να είναι πλήρως ενημερωμένοι για όλα τα θέματα που σχετίζονται με τη συμμετοχή τους συμπεριλαμβανομένων της ημερήσιας διάταξης και των δικαιωμάτων τους στην Γενική Συνέλευση (Colley, 2003). Το ΔΣ πρέπει να διευκολύνει εντός του πλαισίου που καθορίζεται από τις σχετικές καταστατικό τη συμμετοχή των μετόχων στη Γενική Συνέλευση ιδιαίτερα των μειονοτήτων, αλλοδαπών και εξ αποστάσεως μετόχων (Colley, 2003). Το ΔΣ πρέπει να χρησιμοποιήσει τη Γενική Συνέλευση των μετόχων για να διευκολύνει τον ουσιαστικό και ανοικτό διάλογο με την εταιρεία.

2.2 Sarbanes-Oxley Act 2002 – SOX

Ο νόμος Sarbanes-Oxley του 2002 (SOX) είναι μια πράξη που ψηφίστηκε από το Κογκρέσο των ΗΠΑ το 2002 για την προστασία των επενδυτών από την πιθανότητα δολίων ενεργιών όσον αναφορά στις λογιστικές δραστηριότητες από τις εταιρίες (De Vay, 2006). Ο νόμος SOX επιβάλλει μεταρρυθμίσεις για τη βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης από εταιρείες και την πρόληψη της λογιστικής απάτης. Ο νόμος SOX δημιουργήθηκε ως απάντηση σε λογιστικές ατασθαλίες στις αρχές της δεκαετίας του 2000, όταν δημόσια σκάνδαλα, όπως της Enron Corporation, της Tyco International plc και της WorldCom κλόνισαν την εμπιστοσύνη των επενδυτών στις οικονομικές καταστάσεις και ζητήθηκε η αναμόρφωση των κανονιστικών προτύπων (Cianci,

Fernando and Werner, 2011). Οι κανόνες και οι πολιτικές επιβολές του νόμου περιγράφονται από το νόμο SOX με σκοπο την τροποποίηση και την συμπλήρωση της υφιστάμενης νομοθεσίας για τους κανονισμούς ασφαλείας. Οι δύο βασικές διατάξεις του νόμου Sarbanes Oxley Act-είναι η ενότητα 302 και η ενότητα 404 (Mehta, 2008).

Η ενότητα 302 είναι μια εντολή που απαιτεί από τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη να πιστοποιούν την ακρίβεια των υποβαλλόμενων οικονομικών καταστάσεων, ενώ η ενότητα 404 απαιτεί την διαχείριση των ελεγκτών και την καθιέρωση εσωτερικών ελέγχων καθώς και των μεθόδων αναφοράς σχετικά με την επάρκεια των ελέγχων αυτών (Mehta, 2008). Η ενότητα 404 έχει πολύ δαπανηρές συνέπειες για τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες, με βασικό έξοδο την καθιέρωση και να διατήρηση των απαιτούμενων εσωτερικών ελέγχων (Mehta, 2008).

Ο νόμος Sarbanes-Oxley του 2002 (SOX) ψηφίστηκε όπως προαναφέρθηκε για την προστασία των μετόχων και του ευρύτερου κοινού από τα λογιστικά λάθη και δόλιες πρακτικές στην επιχείρηση, επίσης αποτελώντας υπόβαθρο για τη βελτίωση της . Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ (SEC) διαχειρίζεται την πράξη, η οποία καθορίζει τις προθεσμίες για τη συμμόρφωση και δημοσιεύει τους κανόνες σχετικά με τις απαιτήσεις του νόμου. Η πράξη, που συντάχθηκε από τους Paul Sarbanes και Michael Oxley, είχε ως στόχο τη βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης και της λογοδοσίας. Πλέον, όλες οι δημόσιες επιχειρήσεις πρέπει να συμμορφώνονται με SOX (Ali and Gregoriou, 2006).

Ο νόμος Sarbanes-Oxley δεν επηρεάζει μόνο την οικονομική πλευρά των εταιρειών, αλλά και τα τμήματα IT μέσω της αποθήκευσης ηλεκτρονικών αρχείων μιας εταιρίας (Northrup, 2006). Η πράξη δεν είναι ένα σύνολο επιχειρηματικών πρακτικών και δεν διευκρινίζει πώς μια επιχείρηση θα πρέπει να αποθηκεύσει τα αρχεία, αλλά καθορίζει ποια αρχεία πρέπει να αποθηκεύονται και για πόσο χρονικό διάστημα. Το SOX δηλώνει ότι όλα τα αρχεία των επιχειρήσεων, συμπεριλαμβανομένων των ηλεκτρονικών αρχείων και ηλεκτρονικών μηνυμάτων, πρέπει να αποθηκευτούν για "όχι λιγότερο από πέντε χρόνια" (Chang, Tang and Krivogorsky, n.d.). Οι συνέπειες για την μη συμμόρφωση είναι πρόστιμα, συμπεριλαμβανόμενης ποινής φυλάκισης. Τα τμήματα πληροφορικής είναι όλο και περισσότερο φορτισμένα με τη δημιουργία και τη διατήρηση εταιρικών αρχείων με σκοπό να επιτύχουν μια οικονομικά

αποδοτική μέθοδο αρχειοθέτησης που να ικανοποιεί τις απαιτήσεις που διατυπώνονται από τη νομοθεσία (Chang, Tang and Krivogorsky, n.d.).

Το άρθρο 802 του νόμου Sarbanes-Oxley περιέχει τους τρεις κανόνες που επηρεάζουν διαχείριση αλλαγών σε ηλεκτρονικά αρχεία. Ο πρώτος κανόνας ασχολείται με την καταστροφή, αλλοίωση ή παραποίηση των αρχείων, καθώς και τις κυρώσεις. Ο δεύτερος κανόνας ορίζει την περίοδο διατήρησης των υποθηκευθέντων αρχείων (Cianci, Fernando and Werner, 2011). Οι βέλτιστες πρακτικές δείχνουν ότι οι εταιρείες αποθηκεύουν με ασφάλεια όλα τα αρχεία των επιχειρήσεων που χρησιμοποιούν τις ίδιες κατευθυντήριες γραμμές για ορκωτούς λογιστές. Ο τρίτος κανόνας αναφέρεται στο είδος των επαγγελματικών εγγράφων που πρέπει να αποθηκευτούν, συμπεριλαμβανομένων όλων των αρχείων και των επικοινωνιών των επιχειρήσεων, συμπεριλαμβανομένων των ηλεκτρονικών επικοινωνιών (Cianci, Fernando and Werner, 2011).

Ο νόμος SOX περιγράφει επίσης τις απαιτήσεις για τις υπηρεσίες τεχνολογίας των πληροφοριών σχετικά με τα ηλεκτρονικά αρχεία (Hartman, 2004). Ο νόμος SOX δεν εκτίθεται μια σειρά από επιχειρηματικές πρακτικές, αλλά αντ' αυτού καθορίζει ποια εταιρεία θα πρέπει να αποθηκεύεται στο αρχείο και για πόσο καιρό τα αρχεία θα παραμένουν, επίσης δεν διευκρινίζει πώς μια επιχείρηση θα πρέπει να αποθηκεύει τα αρχεία της, μόνο ότι το τμήμα πληροφορικής (IT) είναι υπεύθυνο για την αποθήκευσή τους, σύμφωνα με τις προδιαγραφές που περιγράφονται στο νόμο SOX (Northrup, 2006).

2.3 SOX και εταιρική διακυβέρνηση

Με βάση την έρευνά των μελών του διοικητικού συμβουλίου της Korn / Ferry International υπολογίζεται ότι το κόστος της συμμόρφωσης κατά μέσο όρο ανέρχεται στα 5,1 εκατομμύρια \$, ενώ η Parsons Consulting εκτιμά ότι το κόστος κατά μέσο όρο κυμαίνεται στα 12.280.000 \$. Η ετήσια έρευνα του Foley & Lardner LLP υποδηλώνει ότι οι δαπάνες που συνδέονται με το SOX είναι ιδιαίτερα απεχθείς για τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις, με τις μικρότερες επιχειρήσεις να μην έχουν την απαιτούμενη υποδομή συμμόρφωσης (Ali and Gregoriou, 2006). Η τήρηση της ενότητας 404 του SOX θεωρείται ότι είναι η πιο προβληματική, με εκτιμώμενο κόστος συμμόρφωσης που κυμαίνεται από \$ 350.000 έως \$ 1 εκατομμύριο για να αξιολογήσει και να τεκμηριώσει το πεδίο εφαρμογής, την επάρκεια και τη συνολική αποτελεσματικότητα της εσωτερικής δομής και των διαδικασιών ελέγχου. Σύμφωνα με την πιο πρόσφατη έρευνα της Foley & Lardner, μετά την έναρξη ισχύος του SOX το μέσο κόστος συμμόρφωσης για τις επιχειρήσεις με κάτω από \$ 1 δις σε ετήσια έσοδα αυξήθηκαν πάνω από \$ 1.8 εκατομμύρια σε περίπου \$ 2.900.000, που αντιπροσωπεύουν συνολική αύξηση 174%. Το Γραφείο Λογοδοσίας της κυβέρνησης των ΗΠΑ, επίσης, πρότεινε ότι το κόστος των μικρών επιχειρήσεων για την υλοποίηση των απαιτήσεων γνωστοποίησης των κανόνων SOX είναι δυσανάλογα υψηλότερα από ό, τι στις μεγάλες επιχειρήσεις (De Vay, 2006).

Ο νόμος Sarbanes-Oxley είναι το πιο σημαντικό κομμάτι της νομοθεσίας το οποίο αγκαλιάζει την έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης (OECD, 2004). Στην πρώτη γραμμή αυτής της νομοθεσίας είναι η πρόθεση για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης του κοινού και το ενδιαφέρον σε μια εποχή που υπήρξε μια χιονοστιβάδα εταιρικών σκανδάλων (OECD, 2004). Το οικονομικό κόστος της εφαρμογής του νόμου, χωρίς αμφιβολία, είναι σημαντικό για όλους τους τύπους και μεγέθη εταιριών (Erismann-Peyer, Steger and Salzmann, 2008). Μια πρόσφατη μελέτη έδειξε ότι το μέσο κόστος είναι εισηγμένες για μια εταιρεία με λιγότερο από \$ 1 δις σε ετήσια έσοδα πυροβολήθηκε μέχρι \$ 1.6 εκατομμύρια λόγω αυτής της πράξης. Ωστόσο, η προσπάθεια για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης του κοινού και το ενδιαφέρον είναι ανεκτίμητη. Παρά τη διόγκωση των καταγγελιών από τις εταιρείες σχετικά με το βάρος που επιβάλλονται από την πράξη, το 56% μιας πρόσφατης έρευνας εξήγησε ότι δεν παρακολουθείτε σχετικά με το κόστος της Sarbanes-Oxley και άλλα προγράμματα συμμόρφωσης (De Vay, 2006).

Μια ακόμα σημαντική επίπτωση του νόμου Sarbanes-Oxley είναι να περιπλέκει το διοικητικό συμβούλιο (Joseph J. Riotta, 2007) καθώς ιστορικά, τα στοιχεία που παρουσιάζονται στο Διοικητικό Συμβούλιο φέρουν τις αντίστοιχες επιπτώσεις της έγκρισής τους. Πρόσφατα, το ποσοστό των διευθυνόντων συμβούλων οι οποίοι αναγκάστηκαν από τα συμβούλιά τους αυξήθηκε σημαντικά. Στην πραγματικότητα, κατά μέσο όρο, τα διευθυντικά στελέχη πλέον ξοδεύουν 50% περισσότερο χρόνο κάθε μήνα από ό, τι πριν (Prentice, 2005). Εν ολίγοις, αυτό αυξάνει τη διαφάνεια των διαδικασιών για την εταιρική υπευθυνότητα (OECD, 2004). Το σκεπτικό είναι ότι η διαδικασία δέουσας επιμέλειας για τις εξαγορές θα μπορούσε ενδεχομένως να παραταθεί λόγω των διευθυντών οι όποιοι αναλαμβάνουν τις ευθύνες τους πιο σοβαρά μετά της εφαρμογής του νομού και των καταλλήλων ισχυουσών κυρώσεων με βάση το SOX. .

Επιπλέον, ένα αποτελεσματικό πρόγραμμα συμμόρφωσης μπορεί να αποτελέσει η μετρίαση του ποσού του ποινικού προστίμου που επιβάλλεται βάσει των κατευθυντήριων γραμμών της πράξης, η βελτίωση των διαδικασιών για την εξάλειψη των ποινικών ευκαιριών, η λογική απαίτηση για την εταιρική συμμόρφωση, και η προώθηση της εταιρικής και κοινωνικής ευθύνης (OECD, 2004). Η πράξη έχει υιοθετηθεί από την Επιτροπή με σκοπό να εκδώσει κανόνες και κανονισμούς, όπως μπορεί να είναι αναγκαίο ή κατάλληλο για το δημόσιο συμφέρον ή για την ασφάλεια των επενδυτών, και στα πλαίσια της προώθησης αυτής της πράξης. Το πέρασμα του χρόνου μπορεί να είναι η πραγματική δοκιμασία της αποτελεσματικότητας της πράξης αυτής (Erisman-Peyer, Steger and Salzmann, 2008).

Μία από τις επικρίσεις του SOX είναι ότι επιβαρύνει υπερβολικά τις επιχειρήσεις μικρής κεφαλαιοποίησης. Τα καθαρά οφέλη του SOX με τη μορφή της αυξημένης λογοδοσίας των διαχειριστών ενεργούν προς το συμφέρον των μετόχων ώστε να υπερκαλύπτουν το κόστος της αυξημένης αποκάλυψης και της συμμόρφωσης. Στο σύνολό τους, οι SOX υποστηρίζουν τη δυνατότητα υποκατάστασης των μηχανισμών διακυβέρνησης για τις επιχειρήσεις μικρής κεφαλαιοποίησης. Οι νόμοι εφαρμόζονται έτσι ώστε να τηρούνται, ωστόσο πάντα θα υπάρχουν εκείνοι που φαίνονται να παρακάμπτουν το νόμο. Με λίγα λόγια, η πράξη έχει αναγνωριστεί ως ένα δυναμικό έγγραφο, με την έννοια ότι οι πρόσθετες διατάξεις μπορούν να εφαρμοστούν για τη βελτίωση του δημόσιου συμφέροντος (Ramos, 2004).

Ο βαθμός στον οποίο οι επιχειρήσεις τηρούν τις βασικές αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί ολοένα και πιο σημαντικό παράγοντα για τις επενδυτικές αποφάσεις, που παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον στη σχέση μεταξύ των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης και τον ολοένα και πιο διεθνή χαρακτήρα της επένδυσης (Salzberger, 2003). Διεθνείς ροές κεφαλαίων επιτρέπουν στις επιχειρήσεις να έχουν πρόσβαση σε χρηματοδότηση από μια πολύ μεγαλύτερη ομάδα επενδυτών. Αν οι χώρες έχουν αποκομίσει τα πλήρη οφέλη της παγκόσμιας κεφαλαιαγοράς, και εφόσον είναι να προσελκύσουν μακροπρόθεσμα και σε μερικές περιπτώσεις ασθενή κεφαλαία. Οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να είναι αξιόπιστοι και κατανοητοί από το σύνολο των ενδιαφερόμενων μερών και επίσης συμμορφωμένοι με τις διεθνώς αποδεκτές αρχές. Ακόμη και οι εταιρείες που δεν στηρίζονται κυρίως σε ξένες πηγές κεφαλαίων, είναι θεμιτό να τηρούν μια ορθή πρακτική εταιρικής διακυβέρνησης η οποία θα συμβάλει στη βελτίωση της εμπιστοσύνης των εγχώριων επενδυτών, με απώτερο σκοπό την μείωση του κόστους του κεφαλαίου, στηρίζοντας την καλή λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών, και τελικά να προσελκύσουν πιο σταθερές πηγές χρηματοδότησης (Salzberger, 2003).

Η εταιρική διακυβέρνηση είναι μόνο ένα μέρος του ευρύτερου οικονομικού πλαισίου στο οποίο λειτουργούν οι επιχειρήσεις. Το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης εξαρτάται από το νομικό, και θεσμικό περιβάλλον. Επιπλέον, παράγοντες όπως η επιχειρηματική δεοντολογία και την εταιρική συνειδητοποίηση των περιβαλλοντικών και κοινωνικών συμφερόντων των κοινοτήτων στις οποίες δραστηριοποιείται η εταιρεία μπορεί επίσης να έχει αντίκτυπο στη φήμη της και τη μακροπρόθεσμη επιτυχία της (Erismann-Peyer, Steger and Salzmann, 2008).

Μετά από μια παρατεταμένη περίοδο των εταιρικών σκανδάλων που αφορούν μεγάλες δημόσιες επιχειρήσεις 2000-2002, ο νόμος Sarbanes-Oxley ψηφίστηκε τον Ιούλιο του 2002 για να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών στις αγορές και να κλείσει τα κενά για τις δημόσιες επιχειρήσεις με σκοπό την εξαπάτηση των επενδυτών (Hartman, 2004). Η πράξη είχε μια βαθιά επίδραση στην εταιρική διακυβέρνηση στις Ηνωμένες Πολιτείες. Ο νόμος Sarbanes-Oxley απαιτεί από τις δημόσιες επιχειρήσεις να ενισχύσουν τις επιτροπές ελέγχου, εκτελούν εσωτερικές δοκιμές ελέγχου, που προσωπική ευθύνη των διευθυντών και των αξιωματικών για την ακρίβεια των οικονομικών καταστάσεων, καθώς και την ενίσχυση της αποκάλυψης (Mallin, 2004).

Ένα άμεσο αποτέλεσμα της πράξης Sarbanes-Oxley για την εταιρική διακυβέρνηση είναι η ενίσχυση των ελεγκτικών επιτροπών στις δημόσιες επιχειρήσεις. Η Επιτροπή Ελέγχου λαμβάνει μεγάλη επιρροή στην επίβλεψη λογιστικών αποφάσεις ανώτατη διοίκηση της εταιρείας (Mallin, 2004). Τα μέλη της επιτροπής ελέγχου πρέπει επομένως να είναι ανεξάρτητα από την ανώτατη διοίκηση και να αποκτήσουν νέες αρμοδιότητες, όπως την έγκριση πολλές υπηρεσίες ελεγκτικές και μη ελεγκτικές, την επιλογή και την εποπτεία των εξωτερικών ελεγκτών, καθώς και τον χειρισμό των καταγγελιών που αφορούν τις λογιστικές πρακτικές της διοίκησης (Hartman, 2004).

Εάν η εταιρεία αναγκάζεται να κάνει μια απαιτούμενη λογιστική αναπροσαρμογή λόγω της ανάρμοστης συμπεριφοράς της διοίκησης, κορυφαία στελέχη μπορούν να αναγκαστούν να εγκαταλείψουν τα μπόνους ή κέρδη που πραγματοποιούνται από την πώληση μετοχών της εταιρείας τους (Holt, 2008). Αν ο διευθυντής ή υπάλληλος έχει καταδικαστεί κατά παράβαση του νόμου αξιών, στον ίδιο μπορεί να απαγορευθεί η πρόσληψη στον ίδιο ρόλο σε δημόσια εταιρεία. Ο νόμος Sarbanes-Oxley επίσης ενισχύει σημαντικά την υποχρέωση δημοσιοποίησης. Οι δημόσιες εταιρείες είναι υποχρεωμένες να γνωστοποιούν τυχόν ρυθμίσεις υλικού εκτός ισολογισμού, όπως λειτουργικές μισθώσεις και εταιρείες ειδικού σκοπού (Holt, 2008).

2.3.1 Ο ΝΟΜΟΣ 3016 / 2002

Το 2002 η Ελληνική Βουλή ψήφισε το Νόμο 3016 (Παραρτήματα), ο οποίος εισάγει ειδικά θέματα διοίκησης και λειτουργίας Ανωνύμων Εταιριών που έχουν εισηγμένες μετοχές ή άλλες κινητές αξίες τους, σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά που λειτουργεί στη χώρα μας. Ο Νόμος ορίζει πως πρώτηστη υποχρέωση και καθήκον των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου αποτελεί η διαρκής επιδίωξη ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρίας και η προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος. Επιπλέον, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου απαγορεύεται να επιδιώκουν συμφέροντα αντίθετα προς τα συμφέροντα της εταιρίας. Περαιτέρω, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου οφείλουν εγκαίρως να αποκαλύπτουν στο Διοικητικό Συμβούλιο τα ίδια συμφέροντα τους, που προκύπτουν από συναλλαγές της εταιρίας, καθώς και κάθε άλλη σύγκρουση ιδίων συμφερόντων με αυτών της εταιρίας ή συνδεδεμένων με αυτήν επιχειρήσεων, η οποία ανακύπτει την άσκηση των καθηκόντων τους. Επίσης ο Νόμος αναφέρεται στη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου, προβλέποντας τη συμμετοχή στο Διοικητικό Συμβούλιο μη εκτελεστικών μελών, τουλάχιστον 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών. Περαιτέρω, μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να υπάρχουν δυο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη, εκτός αν στο Διοικητικό Συμβούλιο μετέχουν εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων. Επιπλέον, τα ανεξάρτητα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου δεν πρέπει να έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρία, ή με συνδεδεμένα με αυτή πρόσωπα. Περαιτέρω, ο Νόμος ορίζει ότι οι αμοιβές που καταβάλλονται στα διευθυντικά στελέχη καθορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο, ενώ οι αμοιβές 55 και λοιπές αποζημιώσεις των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου καθορίζονται βάσει του Κ.Ν. 2190/1920 και είναι ανάλογες με τον χρόνο που τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου διαθέτουν για την εκπλήρωση των καθηκόντων τους. Το σύνολο των αμοιβών και των αποζημιώσεων των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου αναφέρεται σε ξεχωριστή κατηγορία στο προσάρτημα των ετήσιων των οικονομικών καταστάσεων. Επιπλέον, θεσπίζονται εσωτερικός κανονισμός λειτουργίας και υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου. Συγκεκριμένα, η διενέργεια εσωτερικού ελέγχου πραγματοποιείται από ειδική υπηρεσία της εταιρίας, στην οποία απασχολείται τουλάχιστον ένα φυσικό πρόσωπο πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης, το οποίο δεν υπάγεται ιεραρχικά σε καμιά άλλη υπηρεσιακή μονάδα της εταιρίας που εποπτεύεται από μη εκτελεστική (ένα έως τρία)

μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου. Οι εσωτερικοί ελεγκτές ορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο. Απαγορεύεται να είναι μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, εν ενεργεία διευθυντικά στελέχη ή συγγενείς των παραπάνω μέχρι και δευτέρου βαθμού, εξ αίματος ή εξ αγχιστείας. Κατά την άσκηση των καθηκόντων τους, οι εσωτερικοί ελεγκτές δικαιούνται πρόσβαση σε οποιοδήποτε βιβλίο, έγγραφο, αρχείο, τραπεζικό λογαριασμό, χαρτοφυλάκιο και υπηρεσία της εταιρίας. Το Διοικητικό Συμβούλιο διατηρεί την υποχρέωση να συνεργάζεται με τους εσωτερικούς ελεγκτές και να διευκολύνει το έργο τους, η δε διοίκηση οφείλει να παρέχει τα απαραίτητα μέσα προς διεκπεραίωση του έργου τους. Από τις αρμοδιότητες της Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου έχει ιδιαίτερη σημασία η δυνατότητα της να αναφέρει στο Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρίας τυχόν περιπτώσεις σύγκρουσης ιδιωτικών συμφερόντων των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών της εταιρίας, με τα συμφέροντα της εταιρίας. Σε γενικές γραμμές, ο Νόμος 3016 θεωρείται από τους παράγοντες της χρηματαγοράς ότι αποτελεί στέρεο βήμα προς την σωστή κατεύθυνση. Συγκεκριμένα, οι διατάξεις του προωθούν περαιτέρω την διαφάνεια στις συναλλαγές των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και των διευθυντικών στελεχών με την εταιρία καθώς και με βασικούς πελάτες ή προμηθευτές της. Δεν υπάρχει αμφιβολία πως οι σχετικές διατάξεις προστατεύουν τα συμφέροντα των μετόχων έναντι τυχόν αντίθετων επιδιώξεων των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών. Επιπλέον, τα σχετικά άρθρα 56 εισάγουν ασφαλιστικές δικλίδες με σκοπό την προστασία των μικρομετόχων έναντι των μεγαλομετόχων. Επί παραδείγματι, η συμμετοχή στο Διοικητικό Συμβούλιο ενός ελάχιστου αριθμού μη εκτελεστικών μελών και ιδιαίτερα η πρόβλεψη ύπαρξης ανεξαρτήτων μη εκτελεστικών μελών περιορίζει τις δυνατότητες τυχόν εκμετάλλευσης των μικρομετόχων από τους μεγαλομετόχους. Ο Νόμος 3016 κινείται πολύ κοντά στο πλαίσιο του Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς της Επιτροπής Cadbury. Από την φύση του, ο Κώδικας αντιμετωπίζει τα προβλήματα μεταξύ των μετόχων και διευθυντικών στελεχών που ανακύπτουν σε μια πολυμετοχική επιχείρηση, όπως κατά κανόνα είναι οι επιχειρήσεις στη Βρετανία και στις ΗΠΑ. Επομένως, ο Κώδικας δεν δίνει ιδιαίτερη βαρύτητα στα προβλήματα που ανακύπτουν μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων, που αποτελούν το πιο σοβαρό πρόβλημα εταιρικής διακυβέρνησης στη χώρα μας και σε άλλες χώρες με παρόμοιο ιδιοκτησιακό καθεστώς. Συνεπώς ο Νόμος 3016, παρότι χρήσιμος, πιθανώς να υπάρξει ανάγκη εμπλουτισμού του στο μέλλον με περισσότερες διατάξεις, οι οποίες θα διέπουν τις σχέσεις μεταξύ

μεγαλομετόχων και μικρομετόχων. Αξίζει να αναφέρουμε κλείνοντας, ότι στη χώρα μας, οι υπερβολές και οι επιπολαιότητες που χαρακτήρισαν το φούσκωμα των αγορών την περίοδο 1999-2000, δημιούργησαν, καθυστερημένα ομολογουμένως, αμείλικτα ερωτήματα για τη συμπεριφορά των επιχειρήσεων και τη διαχείριση των κεφαλαίων που τοποθέτησαν οι μικροεπενδυτές. Έτσι λοιπόν πολλοί υποστηρίζουν ότι οι σχετικές πρωτοβουλίες, ανελήφθησαν με την έκδοση της «Γαλάζιας Βίβλου», το 1999, από την Επιτροπή Κεφαλαιαγορά, συμβάλλοντας έτσι στην ψήφιση του Νόμου 3016/20022 για την Εταιρική Διακυβέρνηση.

2.3.2 Οφέλη Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η Εταιρική διακυβέρνηση είναι μια ιστορική αναγκαιότητα, η οποία θα βοηθήσει σε μεγάλο βαθμό την ανάπτυξη των επιχειρήσεων και την εμπέδωση κλίματος εμπιστοσύνης στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά. Η συμμόρφωση μιας επιχείρησης με βάση τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης συνεπάγεται οφέλη, τα οποία δεν περιορίζονται μόνο στο επίπεδο της επιχείρησης αλλά επεκτείνονται στην οικονομία και στην κοινωνία γενικότερα. Τα οφέλη της εταιρικής διακυβέρνησης σε επίπεδο επιχείρησης είναι τα εξής: (Brown, L., Caylor, M, 2006)

Η μείωση του κόστους κεφαλαίου μιας επιχείρησης ισοδυναμεί με αύξηση της περιουσίας της. Οι επιχειρήσεις, οι οποίες εφαρμόζουν Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης σε υψηλό βαθμό, απολαμβάνουν χαμηλότερα κόστη ειδικά στον τομέα των υποχρεώσεων από δανεισμό και της χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων τους. Είναι κοινώς αποδεκτό ότι οι καλές και συνεπείς επιχειρήσεις απολαμβάνουν χαμηλότερα επιτόκια δανείων και μεγαλύτερες περιόδους παροχής πιστώσεων από τους προμηθευτές. Η εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης βελτιώνει το σύστημα ιεραρχίας και ευθυνών καθώς και ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο απάτης, αναδεικνύοντας πιθανές προβληματικές περιοχές της επιχείρησης πριν την εμφάνιση τους. (Τραυλός, 2003)

Επίσης, βελτιώνει τη διαδικασία και τη ροή λήψης αποφάσεων μέσω της οποίας μία ορθά συγκροτημένη διοίκηση και ένα ανεξάρτητο διοικητικό συμβούλιο δημιουργούν ένα επιχειρησιακό περιβάλλον, όπου:

- η διοίκηση θα είναι πλήρως ενημερωμένη όσον αφορά τις καταστάσεις και τις παραμέτρους λειτουργίας της ίδιας της επιχείρησης
- η λήψη αποφάσεων θα πραγματοποιείται με κύριο κριτήριο τους πραγματικούς εμπορικούς σκοπούς της επιχείρησης για τη μεγιστοποίηση του κέρδους.
- θα λειτουργούν μηχανισμοί, με σκοπό την αποφυγή της έκθεσης σε καταστάσεις παρανομίας ή μη συμμόρφωσης,
- η αποζημίωση και η επιβράβευση στο εσωτερικό της επιχείρησης θα είναι περισσότερο αντικειμενικές, παρέχοντας με αυτόν τον τρόπο μεγαλύτερα

κίνητρα στο προσωπικό της καθώς και στα στελέχη της με απώτερο σκοπό τη βελτίωση της αποδοτικότητάς τους. η ευκολότερη πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές

Οι επιχειρήσεις, οι οποίες εφαρμόζουν σωστά την εταιρική διακυβέρνηση, χαρακτηρίζονται από το εξωτερικό περιβάλλον ως φιλικές προς τους επενδυτές. Επίσης, οι ίδιοι οι επενδυτές δείχνουν εμπιστοσύνη και πίστη στην ικανότητά τους να παράγουν τις απαιτούμενες αποδόσεις, χωρίς να έρχονται σε σύγκρουση με τα συμφέροντα των μετόχων. Σε μια διαφανή και ανοιχτή επιχείρηση, οι επενδυτές θεωρούν ότι μπορούν να κερδίσουν από τη λειτουργική δραστηριότητά της και όχι απλώς από τη μεταβολή της αξίας των μετοχών τους, με αποτέλεσμα να επιλέγουν τη μακροχρόνια τοποθέτησή τους σε αυτήν. Σε αναπτυσσόμενες οικονομίες, η προηγηθείσα παράμετρος αποκτά μεγαλύτερη βαρύτητα, διότι είναι μεγαλύτερη η ανάγκη προσέλκυσης καλύτερης και υψηλότερης ποιότητας επενδυτών καθώς και υψηλής κεφαλαιακής συγκέντρωσης επενδύσεων, οι οποίες βέβαια είναι δυσκολότερο να επιτευχθούν σε περιβάλλον αβεβαιότητας. (Ξανθάκης, et al., 2003) ο Βελτίωση της εικόνας και της φήμης μιας επιχείρησης Η διαφάνεια, η νομιμότητα και η αποτελεσματική λειτουργία μιας επιχείρησης δημιουργούν στην ουσία την υπεραξία της. Η εμπιστοσύνη του κοινού, των επενδυτών και των κρατικών μηχανισμών έχουν ως αποτέλεσμα την ισχυροποίηση της επιχειρηματικής της θέσης καθώς και την αύξηση της εμπιστοσύνης στα προϊόντα και στις υπηρεσίες της. Επίσης, καθιστούν την επιχείρηση ελκυστικότερο φορέα για εργασιακή απασχόληση και τέλος, της εξασφαλίζουν ομαλότερη συνεργασία με όλους τους εποπτικούς και κρατικούς φορείς. Σε εθνικό επίπεδο, η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί βασικό συστατικό της ενδυνάμωσης της οικονομικής ανάπτυξης και της αποτελεσματικότητας, καθώς και κύρια παράμετρο για τη δημιουργία εμπιστοσύνης εκ μέρους των επενδυτών. Όσες από τις επιχειρήσεις εμφανίζουν αρτιότερη εικόνα εταιρικής διακυβέρνησης, γίνονται ταυτόχρονα ελκυστικότερες με αποτέλεσμα τη βελτίωση του επιπέδου ανταγωνιστικότητας. (Μούζουλας, 2003)

2.4 Κατασκευαστικός Κλάδος

Ο κατασκευαστικός κλάδος παράγει μια ευρεία γκάμα προϊόντων και υπηρεσιών. Ωστόσο, η συντριπτική πλειοψηφία των επιχειρήσεων που συμμετέχουν σε κατασκευές είναι μικρές και τοπικές (ΕΛΣΤΑΤ, 2016). Παρά την παγκοσμιοποίηση και την ύπαρξη ενός διεθνούς κατασκευαστικού κλάδου, η πλειοψηφία της κατασκευαστικής δραστηριότητας εξακολουθεί να αποτελείται από τις τοπικές επιχειρήσεις. Υπάρχει μια τάση μεταξύ των επιχειρήσεων στον τομέα των κατασκευών (όπως και σε άλλες βιομηχανίες) να αναθέτουν την παροχή αγαθών και υπηρεσιών που απαιτούνται στην παραγωγική διαδικασία (ΕΛΣΤΑΤ, 2016). Τα οικοδομικά υλικά, εγκαταστάσεις και εξοπλισμός που αγοράζονται γενικά ή μισθώνονται από άλλες επιχειρήσεις, και οι εξειδικευμένες υπηρεσίες που παρέχονται από υπεργολάβους, καθώς και οι υπηρεσίες σχεδιασμού και μηχανολογίας, είναι μέρος του κατασκευαστικού κλάδου και αποτελείται πολλές από ξεχωριστές επαγγελματικές οντότητες. Υπήρξαν τεχνολογικές αλλαγές στη βιομηχανία, κυρίως η αυξανόμενη χρήση των φιλικών προς το περιβάλλον τεχνολογιών (ΕΛΣΤΑΤ, 2016).

Η αποκέντρωση των κυβερνητικών δραστηριοτήτων που σχετίζονται με την κατασκευή φέρει νέες απαιτήσεις για τις τοπικές αρχές, που εμπλέκονται σε ένα μεγάλο ποσό των κατασκευαστικών δραστηριοτήτων μέσω της άμεσης χορήγησης ή / και της συρρίκνωσης των ιδιωτικών επιχειρήσεων (ΕΛΣΤΑΤ, 2016). Η ανάγκη για την οικοδόμηση της ικανότητας των τοπικών αρχών σε θέματα εργασίας στον τομέα των κατασκευών είναι υπαρκτή σε μια σύγχρονη κοινωνία. Η κατασκευαστική βιομηχανία δημιουργεί θέσεις εργασίας για μεγάλο αριθμό ανθρώπων. Οι συνθήκες εργασίας ποικίλλουν ευρέως σε όλο τον κόσμο (ΕΛΣΤΑΤ, 2016).

2.4.1 Ο Κατασκευαστικός Κλάδος στην Ευρώπη

Ο κατασκευαστικός τομέας είναι ζωτικής σημασίας για την ευρωπαϊκή οικονομία. Με 3 εκατομμύρια επιχειρήσεις και συνολικό άμεσο εργατικό δυναμικό των 18 εκατομμυρίων ανθρώπων, ο κατασκευαστικός τομέας συμβάλλει περίπου στο 9% στο ΑΕΠ της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Eurostat, 2016). Το 99,9% του ευρωπαϊκού τομέα της κατασκευής αποτελείται από μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις (με λιγότερους από 250 εργαζομένων) (Ec.europa.eu, 2016). Στην ΕΕ, το μέσο μέγεθος των κατασκευαστικών επιχειρήσεων είναι 4 εργαζόμενους (μισθωτούς ή όχι). Οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις παράγουν το 80% της παραγωγής του κλάδου των κατασκευών της. Οι μικρές επιχειρήσεις (κάτω από 50 εργαζομένους) είναι υπεύθυνες για το 60% της παραγωγής και απασχολούν το 70% του πληθυσμού του κλάδου. Από το 2015 ο κλάδος των κατασκευών φαίνεται στο δρόμο προς την ανάκαμψη, σύμφωνα με τα στοιχεία της Eurostat και από Euroconstruct, ένα δίκτυο ερευνητικών κέντρων που ειδικεύεται στην κατασκευή οικονομικά (Eurostat, 2016).

Η παραγωγή του ευρωπαϊκού τομέα των κατασκευών καταγράφει αύξηση της τάξης του 2,3% στην παραγωγή στον τομέα των κατασκευών στα 28 κράτη μέλη το Φεβρουάριο του 2016 σε σύγκριση με το Φεβρουάριο του 2015 (Eurostat, 2016). Αυτό οφείλεται στην άνοδο κατασκευής κτιρίων κατά 2,9%. Μεταξύ των κρατών μελών για τα οποία υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία, οι μεγαλύτερες αυξήσεις στην παραγωγή στον τομέα των κατασκευών καταγράφηκαν στη Σλοβακία (+ 18,8%), στην Ισπανία (+ 13,0%) και η Σουηδία (+ 11,3%). Οι μεγαλύτερες μειώσεις βρέθηκαν στη Σλοβενία (-30,8%), την Ουγγαρία (-19,3%) και την Πολωνία (-10,1%) (Ec.europa.eu, 2016). Στη Γαλλία, η οικοδομική δραστηριότητα των ΜΜΕ αυξήθηκε κατά 1% το πρώτο τρίμηνο του 2016, σπάζοντας με συνεχή κύκλο προς τα κάτω από το 2012. Μετά από μια πολύ μέτρια αύξηση το 2014, ο ρυθμός αύξησης της συνολικής παραγωγής κατασκευών που προβλέπονται για το 2015 αναθεωρήθηκε σε 1,6% το Δεκέμβριο 2015, σύμφωνα με Euroconstruct (2016). Όλες οι χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης σημείωσαν σημαντική αύξηση καθώς προσπαθούσαν να απορροφήσουν όλα τα διαθέσιμα κεφάλαια της ΕΕ από την προηγούμενη περίοδο προγραμματισμού (Ec.europa.eu, 2016).

Η κάμψη της δραστηριότητας για τον κατασκευαστικού κλάδου εντός της Ευρώπης, διήρκεσε περισσότερο από ό, τι για τη βιομηχανία. Παρά τις περιστασιακές περιόδους

ανάπτυξης, ο δείκτης της ΕΕ της παραγωγής για την κατασκευή έπεσε από μια κορύφωση το Φεβρουάριο του 2008 και επτά σε ακόμα χαμηλότερο επίπεδο το Μάρτιο του 2013 (Ec.europa.eu, 2016). Η κατασκευή των κτιρίων είναι το κυρίαρχο μέρος του κατασκευαστικού κλάδου, και όπως ήταν αναμενόμενο οι οικοδομικές εργασίες δείχνουν μια παρόμοια εξέλιξη με το συνολικό δείκτη για την κατασκευή, αν και το μέγεθος της συστολής από την αρχή του 2008 έως την άνοιξη του 2013 ήταν ελαφρώς μεγαλύτερη, συνολικού ύψους 26,5% (Ec.europa.eu, 2016).

2.4.2 Ο Κατασκευαστικός Κλάδος στην Ελλάδα

Ο τομέας κατασκευής είναι ένα από τα πιο σημαντικά και αναπτυσσόμενους τομείς της ελληνικής οικονομίας. Οι πιστώσεις της και Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης και οι Ολυμπιακοί Αγώνες του 2004, έχουν καταστήσει τον τομέα ένα σημαντικό μέρος της η οικονομία της Ελλάδας τα τελευταία χρόνια. Το 2005, η συμβολή του κατασκευαστικού κλάδου στον (ΑΕΠ) διαμορφώθηκε σε 6,7 τοις εκατό. Η αναδιάρθρωση του τομέα, πραγματοποιήθηκε το 2002, είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση του αριθμού των επιχειρήσεων και τη δημιουργία των μεγάλων εταιρειών.

Είκοσι ελληνικές κατασκευαστικές επιχειρήσεις είναι ενεργά εισηγμένες στο Χρηματιστήριο (ΕΛΣΤΑΤ, 2016).

Η κατασκευή κτιρίων στην Ελλάδα ακολουθεί φθίνουσα πορεία στις αρχές της δεκαετίας του ενενήντα, αλλά μετά το 1996 η οικοδομική δραστηριότητα αυξήθηκε. Μετά το έτος 2000, η Ελλάδα αποδέχθηκε την οικονομική υποστήριξη από την Ευρωπαϊκή Ένωση, μέσω του Κοινοτικού Πλαισίου Στήριξης και άλλους πόρους (ΕΛΣΤΑΤ, 2016). Το συνολικό κόστος του τρίτου Κοινοτικού Πλαισίου Στήριξης (ΚΠΣ) εκτιμάται σε € 42.275 εκατ, 75 τοις εκατό των οποίων αντιστοιχούσαν σε κοινό δαπανών και το εικοσιπέντε τοις εκατό σε ιδιωτικές δαπάνες, με προτεραιότητα στις τη μεταφορά και την περιφερειακή ανάπτυξη (ΕΛΣΤΑΤ, 2016). Οι παράγοντες που έχουν ενισχύσει τον τομέα της κατασκευής είναι, η εισροή των Ευρωπαϊκών πιστώσεων, η ανάγκη για δημόσια έργα, λόγω των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004, οι νέες μέθοδοι χρηματοδότησης και η επέκταση του τομέα σε νέες αγορές (Ο.Κ.Ε., 2016).

Παρ' όλα αυτά, μετά την ολοκλήρωση των Ολυμπιακών Αγώνων, οι ρυθμοί ανάπτυξης μειώθηκαν και η εκχώρηση των νέων δημοσίων έργων είχε σταματήσει για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα. Αυτά έχουν προκαλέσει τις επιχειρήσεις να

αντιμετωπίζουν οικονομικά προβλήματα, τα οποία είχαν αρνητικές επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία.

Μετά το έτος 2002, ο τομέας ξεκίνησε μια φάση αναδιάρθρωσης, λόγω του νόμου 2940/2001, ο οποίος οδήγησε σε συγχωνεύσεις μεταξύ των επιχειρήσεων (ΕΛΣΤΑΤ, 2016). Αυτό προκάλεσε μείωση του αριθμού των επιχειρήσεων, αλλά και την αύξηση του μεγέθους τους. Οι συγχωνεύσεις που έλαβαν χώρα το 2002 αύξησαν το χρέος ορισμένων επιχειρήσεων, επιδείνωση της ρευστότητας και της φερεγγυότητας τους (ICAP, 2006).

Η κατασκευαστική βιομηχανία αντιμετωπίζει κάποια βασικά προβλήματα. Ένα από τα πιο σοβαρά προβλήματα που σχετίζονται με τις καθυστερήσεις πληρωμών των συμβάσεων δημοσίων έργων (ΕΛΣΤΑΤ, 2016). Οι καθυστερήσεις και η έλλειψη νέων συμβάσεων, έχει οδηγήσει σε αύξηση των συνολικών υποχρεώσεων των κατασκευαστικών εταιρειών κατά 25 τοις εκατό κατά τα έτη 2004 και 2005. Επιπλέον, οι σημαντικές εκπτώσεις που κατά καιρούς προβλέπεται από το επιχειρήσεις, λόγω του έντονου ανταγωνισμού, καθώς και το υψηλό ποσό των εγγυητικών επιστολών που απαιτούνται, έχουν δημιουργήσει δυσμενείς συνθήκες στην αγορά (ICAP, 2006).

Ο συνολικός κύκλος εργασιών των κατασκευαστικών εταιρειών 7ης, 6ης και 5ης κατηγορίας ήταν € 2.987 εκατομμύρια το 2002, με 17,3 τοις εκατό μείωση σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος. Σύμφωνα με τη μελέτη από την Hellastat (2007) που διεξήχθη το 2006 βελτιώθηκε ο συνολικός κύκλος εργασιών μετά τη μείωση του το 2005, φθάνοντας το ποσό των 5,561.41 δις € (ΕΛΣΤΑΤ, 2016).

58,5 τοις εκατό των κατασκευαστικών εταιρειών είχαν βελτιώσει τις πωλήσεις τους το 2006. Λαμβάνοντας υπόψη το εισόδημα προ φόρων, 79,4 τοις εκατό των επιχειρήσεων εμφάνισαν κέρδη το 2006 και περίπου οι μισοί από αυτούς βελτίωσαν τα αποτελέσματά τους σε σύγκριση με το 2005. Ωστόσο, σε γενικές γραμμές, το εισόδημα προ φόρων είναι μικρότερη από ό, τι το 2004, λόγω της σημαντικής αύξησης του δανεισμού (ΕΛΣΤΑΤ, 2016).

Κατά την τελευταία δεκαετία, τα θέματα της βιώσιμης ανάπτυξης έχουν σταδιακά εγκριθεί στον κλάδο των κατασκευών στην Ελλάδα, αλλάζοντας τις παραδοσιακές μεθόδους και την τεχνολογία (ΕΛΣΤΑΤ, 2016). Ο κατασκευαστικός κλάδος στην Ελλάδα έχει υποστεί μια από τις μεγαλύτερες μειώσεις που έχουν καταγραφεί από

κάθε επαγγελματικό κλάδο μέσα σε λίγα χρόνια, ως επιχειρηματική δραστηριότητα στον τομέα έχει μειωθεί κατά 80 τοις εκατό από το 2008. Η απασχόληση στον τομέα περισσότερο από το ήμισυ μέσα σε πέντε χρόνια, από 589.000 άτομα να απασχολούνται στον τομέα το 2008 σε 287.000 το 2013 (ΕΛΣΤΑΤ, 2016).

Το Ελληνικό Ινστιτούτο Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών παρουσίασε στις 30 Μαρτίου του 2015 μια έκθεσή σχετικά με την επίδραση της κρίσης στον τομέα των κατασκευών στη χώρα, υποδεικνύοντας μια σημαντική μείωση του κύκλου εργασιών 2006-2013. Σύμφωνα με το Γενικό Διευθυντή του Ινστιτούτου, Ν.Βεττα η προστιθέμενη αξία του ευρύτερου κατασκευαστικού τομέα ήταν 8,1 δισ ευρώ το 2013, δηλαδή περίπου 4% του ΑΕΠ, σαφώς μειωμένη από 22,5 δισ ή 11% του ΑΕΠ σε σχέση με 2006.

Ταυτόχρονα, η μελέτη που έχει διεξαχθεί από κοινού με τον Σύνδεσμο εταιρειών για την ποιότητα και την ανάπτυξη των κατασκευών παρουσιάζει επίσης μείωση κατά 51% των ανθρωπίνων πόρων του τομέα. Σε απόλυτους αριθμούς απασχόλησης, 589.000 άτομα που εργάζονται στον τομέα των κατασκευών στην Ελλάδα το 2008, ενώ ο αντίστοιχος αριθμός για το 2013 ήταν 287.000. Περισσότερο από το 30% αυτής της ύφεσης στον τομέα των κατασκευών 2008-2013 συνδέεται με μια ριζική μείωση των επενδύσεων στον τομέα, τόσο στον ιδιωτικό όσο και το δημόσιο (Ec.europa.eu, 2016).

Πινάκας 1

Περιφέρεια	Αριθμός αδειών			Επιφάνεια (σε χιλ. m^2)			Όγκος (σε χιλ. m^3)		
	Μάιος		Μεταβολή (%)	Μάιος		Μεταβολή (%)	Μάιος		Μεταβολή (%)
	2008	2009		2008	2009		2008	2009	
Αν.Μακεδονία & Θράκη	278	201	-27,7	83,6	39,0	-53,4	372,5	142,0	-61,9
Κεντρική Μακεδονία	872	642	-26,4	252,7	146,6	-42,0	1.014,8	647,2	-36,2
Δυτική Μακεδονία	124	84	-32,3	41,6	22,0	-47,2	161,8	76,9	-52,5
Θεσσαλία	410	293	-28,5	126,7	57,5	-54,6	484,7	213,0	-56,0
Ήπειρος	234	171	-26,9	60,1	40,3	-32,9	201,3	152,2	-24,4
Ιόνια Νησιά	210	154	-26,7	38,5	23,9	-37,8	128,3	83,8	-34,7
Δυτική Ελλάδα	445	386	-13,3	114,1	71,5	-37,4	423,2	245,0	-42,1
Στερεά Ελλάδα	457	356	-22,1	118,0	70,7	-40,1	454,2	277,9	-38,8
Πελοπόννησος	450	420	-6,7	96,1	76,8	-20,2	320,7	258,6	-19,4
Αττική	1.717	1.279	-25,5	378,2	256,4	-32,2	1.369,4	913,3	-33,3
Βόρειο Αιγαίο	166	138	-16,9	24,9	21,6	-13,4	88,0	69,2	-21,4
Νότιο Αιγαίο	333	251	-24,6	62,0	35,8	-42,2	212,0	119,8	-43,5
Κρήτη	415	287	-30,8	158,2	68,1	-56,9	646,2	239,5	-62,9
Σύνολο Χώρας	6.111	4.662	-23,7	1.554,7	930,2	-40,2	5.877,2	3.438,6	-41,5

ΠΗΓΗ: (ΕΛΣΤΑΤ, 2016)

Με βάση τον πίνακα 1 το 2009 σημειώθηκε ραγδαία πτώση στον κατασκευαστικό κλάδο στην Ελλάδα σε σχέση με το 2008 της τάξεως του -41,5%. Η εκπτωτική πορεία των κατασκευαστικών δραστηριοτήτων συνέχισε τα μετέπειτα έτη, περεταίρω επιδεινώνοντας τις οικονομικές κατάστασης των κατασκευαστικών εταιριών (Tradingeconomics.com, 2016).

Πινάκας 2



Greece GDP	Last	Previous	Highest	Lowest	Unit
GDP Growth Rate	0.20	-0.20	3.10	-4.80	percent
GDP Annual Growth Rate	-0.90	-1.00	6.70	-10.20	percent
GDP	195.21	235.57	354.46	4.45	USD Billion
GDP Constant Prices	47038.50	42328.90	64999.80	36552.30	EUR Million
Gross Fixed Capital Formation	5512.34	5458.47	17221.45	4873.52	EUR Million
GDP per capita	22648.44	22557.87	30056.68	6780.29	USD
GDP per capita PPP	24617.04	24518.60	32669.20	20982.79	USD
GDP From Agriculture	1938.94	1678.99	2120.17	1282.16	EUR Million
GDP From Construction	927.62	681.93	4414.47	680.22	EUR Million
GDP From Mining	4609.51	4216.45	7566.45	4159.14	EUR Million
GDP From Public Administration	9412.91	9364.24	11582.77	7607.63	EUR Million
GDP From Services	10318.44	7832.80	17098.92	6942.63	EUR Million

ιστορικό χαμηλό των 680,22 εκατομμύρια ευρώ το πρώτο τρίμηνο του 2015. Ο ΑΕΠ από την κατασκευή στην Ελλάδα αυξήθηκε σε 927,62 εκατομμύρια ευρώ κατά το δεύτερο τρίμηνο του 2016, από 681,93 εκατομμύρια ευρώ το πρώτο τρίμηνο του 2016 (Tradingeconomics.com, 2016).

2.5 Εταιρική διακυβέρνηση στην ΕΛΛΑΚΤΩΡ

Στην πύρωσα εργασία με σκοπό την ανάλυση της εταιρικής διακυβέρνησης θα αναλυθεί ο κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης της ΕΛΛΑΚΤΩΡ ΑΕ, σύμφωνα με το Νόμο 3873/20101 και περιέχει τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης που διέπουν τη διαχείριση και τον έλεγχο της εταιρείας.

2.5.1 Ρόλος και αρμοδιότητες του Δ.Σ. Στην ΕΛΛΑΚΤΩΡ

Ο ρόλος του Διοικητικού Συμβουλίου και ο ρόλος της διαχείρισης καθορίζονται με σαφήνεια και να τεκμηριώνονται από το καταστατικό της εταιρείας ή τους εσωτερικούς κανονισμούς της ή άλλα παρόμοια εταιρικά έγγραφα (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011). Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι υπεύθυνο για τη γενική διοίκηση και διαχείριση των εταιρικών υποθέσεων και την εκπροσώπηση της εταιρείας και να αποφασίζει για όλα τα θέματα που ενδιαφέρουν την εταιρεία και περιλαμβάνουν αλλά δεν περιορίζουν την έκδοση ομολογιακών δανείων σύμφωνα με τα άρθρα 6-7 του Ν 3156/2003, και 3 (α) (1) (β) του Κ.Ν. 2190/1920, και να ενεργεί κάθε πράξη για την οποία οι εξουσίες που του έχουν ανατεθεί σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου ή του καταστατικού της εταιρείας εκτός από εκείνες τις ενέργειες για τις οποίες η Γενική Συνέλευση των μετόχων είναι αποκλειστικά υπεύθυνη, σύμφωνα με το νόμο ή το καταστατικό (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011).

Το ΔΣ συστήνει επιτροπές για την προετοιμασία των αποφάσεών του και να διασφαλίζει την αποτελεσματική διαχείριση τυχόν συγκρούσεων συμφερόντων στη διαδικασία λήψης αποφάσεων (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011). Για το σκοπό αυτό, το Διοικητικό Συμβούλιο θεσπίζει την ευθύνη για την παρακολούθηση της χρηματοοικονομικής αναφοράς και της αποτελεσματικότητας του συστήματος εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων, καθώς και την εποπτεία και παρακολούθηση των υποχρεωτικών ελέγχων και θέματα σχετικά με την αντικειμενικότητα και την ανεξαρτησία των νόμιμων ελεγκτών της επιτροπής ελέγχου (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011).

2.5.2 Μέγεθος και σύνθεση του ΔΣ της ΕΛΛΑΚΤΩΡ

Το ΔΣ του ΑΚΤΩΡ αποτελείται από επτά μέλη συμπεριλαμβανόμενων τον πρόεδρο και Γενικός Διευθυντή Δημήτριο Κούτρα, τον Αντιπρόεδρο Ευάγγελο Αναπολιτάνο, και τον Διευθύνων Σύμβουλο Δημήτριο Καλλιτσάντη, αλλά και των μελών, Θωμά Παπαδόπουλο, Ιωάννης Μπουρνάζο, Βασίλειο Παπαμάρκο, και Αθανάσιος Κερεστέτζης, οι οποίοι εξελέγησαν από την γενική συνέλευση των μετοχών της 21/06/2000.

Σύμφωνα με την υπάρχουσα βιβλιογραφία τουλάχιστον το ένα τρίτο του ΔΣ πρέπει να αποτελείται από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη που είναι απαλλαγμένα από συγκρούσεις συμφερόντων με την εταιρεία και δεν έχουν στενούς δεσμούς με την Διοίκηση, τους βασικούς μετόχους ή την εταιρεία (Kim and Nofsinger, 2007). Κατά τη διάρκεια της θητείας τους τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη δεν επιτρέπεται να κατέχουν περισσότερο από το 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας ή να έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή τα πρόσωπα που σχετίζονται με την εταιρεία. Τα ανεξάρτητα μέλη ορίζονται από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων (Kim and Nofsinger, 2007). Κατά τον προσδιορισμό της ανεξαρτησίας των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, συμπεριλαμβανομένων και εκείνων που προτείνονται για διορισμό, το ΔΣ θα πρέπει να θεωρεί ότι μια σχέση εξάρτησης όταν μέλος (όπως ορίζεται στο Νόμο 3016/2002) υπήρξε υπάλληλος, στέλεχος ή Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας ή των θυγατρικών της εντός των τελευταίων τριών (3) ετών, λαμβάνει ή έχει λάβει κατά τη διάρκεια των 12 μηνών πριν από το διορισμό οποιαδήποτε αποζημίωση από την εταιρεία, εκτός από τις αμοιβές των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου οι οποίες εγκρίνονται από την Γενική Συνέλευση των μετόχων της εταιρείας όπως αναφέρεται από την ΕΛΛΑΚΤΩΡ, (2011).

2.5.3 Ρόλος και απαιτούμενες ιδιότητες του Προέδρου του Δ.Σ.

Η κατανομή των αρμοδιοτήτων μεταξύ του Προέδρου και του Διευθύνοντος Συμβούλου στην ΕΛΛΑΚΤΩΡ ορθός σύμφωνα με την υπάρχουσα βιβλιογραφία καθορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο, που ορίζεται εγγράφως και κοινοποιείται στους μετόχους. Αυτό ισχύει και για τις εταιρείες, όπου ο ρόλος του Προέδρου και του Διευθύνοντος Συμβούλου ασκούνται από το ίδιο πρόσωπο (Brink, 2011).

Ο Πρόεδρος στην ΕΛΛΑΚΤΩΡ διευκολύνει την αποτελεσματική συνεισφορά από μη εκτελεστικά μέλη στο έργο του Διοικητικού Συμβουλίου, και να εξασφαλίσει εποικοδομητικές σχέσεις μεταξύ εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011).

2.5.4 Καθήκοντα και συμπεριφορά των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου στην ΕΛΛΑΚΤΩΡ

Ως μέρος των εσωτερικών κανονισμών της Εταιρείας, το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να υιοθετήσει πολιτικές για τη διαχείριση συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ ενός μέλους του Διοικητικού Συμβουλίου και της εταιρείας, καθώς και για την προστασία του απορρήτου των πληροφοριών. Οι πολιτικές αυτές θα πρέπει να περιλαμβάνουν διαδικασίες που καθορίζουν τους ρόλους του ΔΣ.

Στην ΑΚΤΩΡ οι επαγγελματικές δεσμεύσεις των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου εγκρίνονται από τη Γενική Συνέλευση των Μετόχων. Οι αλλαγές σε αυτές τις δεσμεύσεις θα πρέπει να αναφέρονται στο Δ.Σ. καθώς και όλα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου δεν θα πρέπει να καθίσει στο Δ.Σ. άνω των πέντε (5) εισηγμένων εταιρειών όπως αναφέρεται από την ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε (2016).

2.5.5 Διορισμός των μελών Διοικητικού Συμβουλίου της Δ.Σ. ΕΛΛΑΚΤΩΡ

Το ΔΣ είναι αρμόδιο για το διορισμό των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, υποψηφίων, καθώς και για τις σχετικές διαδικασίες θα πρέπει να περιγράφονται στους όρους του Διοικητικού Συμβουλίου. Επίσης τα μέλη του ΔΣ στην ΑΚΤΩΡ με βάση τον Κ.Ε.Δ. ΕΛΛΑΚΤΩΡ, (2011) θα πρέπει να υπόκεινται σε εκλογή από τους μετόχους για μέγιστη περίοδο πέντε ετών, η οποία δεν μπορεί να παραταθεί πέραν των έξι (6) έτη και μπορεί να επανεκλεγεί. Αντικατάσταση ολόκληρου του σώματος σε μία Γενική Συνέλευση θα πρέπει να αποφεύγεται και πρέπει να γίνει ομαλή διαδοχή των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου με την πάροδο του χρόνου. Στην ΕΛΛΑΚΤΩΡ τα ονόματα των μελών του Δ.Σ. που υποβάλλονται για εκλογή ή επανεκλογή με βάση το Κ.Ε.Δ (2011) πρέπει να συνοδεύονται από επαρκείς βιογραφικές λεπτομέρειες, από την άποψη του Διοικητικού Συμβουλίου σχετικά με την ανεξαρτησία των προτεινόμενων μελών με βάση τα κριτήρια ανεξαρτησίας που ορίζονται από το νόμο και τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς και από οποιαδήποτε άλλη σχετική πληροφορία που επιτρέπει στους μετόχους να προβούν σε μια τεκμηριωμένη απόφαση.

2.5.6 Λειτουργία του Δ.Σ. της ΕΛΛΑΚΤΩΡ

Οι όροι του ΔΣ της αναφοράς θα πρέπει να είναι σαφείς και καλά τεκμηριωμένες. Στην αρχή κάθε ημερολογιακού έτους, το ΔΣ είναι υποχρεωμένο να υιοθετήσει ένα ημερολόγιο συνεδριάσεων και ένα 12μηνο πρόγραμμα δράσης, το οποίο δύναται να αναθεωρείται ανάλογα με τις ανάγκες της εταιρείας, προκειμένου να διασφαλιστεί τη σωστή, πλήρης και έγκαιρη εκπλήρωση των καθηκόντων του και θεωρεί επαρκώς όλα τα θέματα υποβληθεί προς εξέταση. Υπό την εποπτεία του Προέδρου, η ροή πληροφοριών πρέπει να εξασφαλίζεται μεταξύ του ΔΣ και των επιτροπών, καθώς και μεταξύ της ανώτατης Διοίκησης και του ΔΣ. Επίσης, θα πρέπει να θεσπιστεί ένα πρόγραμμα πρόκληση για τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου από την αρχή της θητείας τους και μετά, καθώς και για τη συνεχή ενημέρωση και ανάπτυξη σε θέματα που σχετίζονται με την εταιρεία με βάση τον Κ.Ε.Δ (2011).

Το ΔΣ θα πρέπει να διασφαλίζει ότι ένα εισαγωγικό πρόγραμμα έχει καθοριστεί για τα νέα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, και ότι προγράμματα συνεχούς επαγγελματικής ανάπτυξης είναι διαθέσιμα σε όλα τα αρμόδια μέλη (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011). Μέλη του ΔΣ θα πρέπει να λαμβάνουν τακτικές ενημερώσεις για επιχειρηματικές εξελίξεις και τους σημαντικότερους κινδύνους στους οποίους είναι εκτεθειμένη η εταιρεία (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011). Το ΔΣ πρέπει επίσης να ενημερώνεται εγκαίρως για τις αλλαγές στους νόμους και το περιβάλλον της αγοράς. Τα μέλη του ΔΣ θα πρέπει να συμμετάσχουν συχνά με τα στελέχη της εταιρείας, να παρακολουθούν τακτικά παρουσιάσεις από τους επικεφαλής τομέων και υπηρεσιών. Μέλη της διοίκησης θα πρέπει να έχει το δικαίωμα να ζητήσουν από τη διοίκηση, μέσω του διευθύνοντος συμβούλου, κάθε πληροφορία που θεωρούν αναγκαία για να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους σε οποιοδήποτε σημείο του χρόνου.

Το ΔΣ της ΕΛΛΑΚΤΩΡ θα πρέπει να έχει πρόσβαση σε ανεξάρτητες επαγγελματικές συμβουλές με έξοδα της εταιρείας, όπου το Διοικητικό Συμβούλιο είναι απαραίτητο να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της. Για το σκοπό αυτό, μη εκτελεστικά μέλη θα πρέπει να έχουν το δικαίωμα να προτείνουν στον Πρόεδρο το διορισμό εξειδικευμένων συμβούλων όπως προαναφέρθηκε. Οι επιτροπές του ΔΣ θα πρέπει να παρέχονται με επαρκείς πόρους για την εκπλήρωση των καθηκόντων τους, και την πρόσληψη εξωτερικών συμβούλων στο βαθμό που απαιτείται όπως αναφέρεται από το Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, (2011). Ο διορισμός θα υπόκειται στις σχετικές πληροφορίες

προς τον Πρόεδρο του Διοικητικού Συμβουλίου, καθώς και η υποβολή τακτικών εκθέσεων στο ΔΣ σχετικά με τη δραστηριότητα των συμβούλων. Μέσω της Έκθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου, η οποία τελεί υπό την έγκριση της Τακτικής Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων, το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας παρακολουθεί και επανεξετάζει την υλοποίηση των αποφάσεών του σε ετήσια βάση (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011).

2.5.7 Εσωτερικός έλεγχος

Το ΔΣ, με την υποστήριξη της επιτροπής ελέγχου, θέτει τις κατάλληλες πολιτικές για τον εσωτερικό έλεγχο, διασφαλίζοντας ότι το σύστημα λειτουργεί αποτελεσματικά. Το ΔΣ επίσης καθορίζει τη διαδικασία που θα υιοθετηθεί για την παρακολούθηση της αποτελεσματικότητας του εσωτερικού ελέγχου στην ΑΚΤΩΡ. Αυτό θα πρέπει να περιλαμβάνει τόσο την έκταση και τη συχνότητα των εκθέσεων που λαμβάνει από την υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου και αναθεωρούνται κατά τη διάρκεια του έτους, καθώς και η διαδικασία για την ετήσια αξιολόγηση του συστήματος εσωτερικού ελέγχου (Mallin, 2004).

Στην ΑΚΤΩΡ το ΔΣ καθορίζει ένα τμήμα εσωτερικού ελέγχου, σύμφωνα με τις ελληνικές νομικές απαιτήσεις, η οποία λειτουργεί με γραπτούς όρους εντολής (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011). Το τμήμα εσωτερικού ελέγχου θα πρέπει να είναι ανεξάρτητο από τις λοιπές υπηρεσιακές μονάδες, και θα πρέπει να υποβάλει έκθεση στο Διοικητικό Συμβούλιο από διοικητική άποψη, και την Επιτροπή Ελέγχου (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011). Το ΔΣ θα πρέπει να προβαίνει σε ετήσια αξιολόγηση του συστήματος εσωτερικού ελέγχου (Mallin, 2004). Η αξιολόγηση θα πρέπει να εξετάσει το εύρος των δραστηριοτήτων και την αποτελεσματικότητα του τμήματος εσωτερικού ελέγχου, την επάρκεια των εκθέσεων διαχείρισης κινδύνων και εσωτερικού ελέγχου προς την επιτροπή ελέγχου του ΔΣ, καθώς και την ανταπόκριση της Διοίκησης και της αποτελεσματικότητας στην αντιμετώπιση αδυναμιών εσωτερικού ελέγχου (Mallin, 2004).

Η επιτροπή ελέγχου έχει συσταθεί για να βοηθήσει το Διοικητικό Συμβούλιο στην ευθύνη χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, εσωτερικού ελέγχου και εξωτερικής εποπτείας του, όπως προβλέπεται στη σχετική νομοθεσία όπως αναφέρεται από τον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011). Η επιτροπή ελέγχου θα

πρέπει να αποτελείται από τουλάχιστον τρία μέλη και με βάση τον Mallin ,(2004) επίσης θα πρέπει να περιλαμβάνει τουλάχιστον ένα (1) ανεξάρτητο μέλος με επαρκείς γνώσεις λογιστικής και ελεγκτικής.

2.5.8 Κύριες αρμοδιότητες της Επιτροπής Ελέγχου

Όσον αφορά το σύστημα εσωτερικού ελέγχου και τα συστήματα υποβολής εκθέσεων, η επιτροπή ελέγχου στην ΕΛΛΑΚΤΩΡ καλείται να:

Παρακολουθεί τη διαδικασία χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και την αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011). Παρακολουθεί επίσης κάθε επίσημη ανακοίνωση που αφορά στη χρηματοοικονομική απόδοση της εταιρείας, και εξετάζει τα βασικά σημεία των οικονομικών καταστάσεων που περιέχουν σημαντικές κρίσεις και εκτιμήσεις από την πλευρά της Διοίκησης (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011).

Εξετάζει εσωτερικούς χρηματοοικονομικούς ελέγχους της εταιρείας και να παρακολουθεί την αποτελεσματικότητα των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων της εταιρείας, εκτός αν απευθύνεται ρητά από το ίδιο το ΔΣ ή σε άλλη επιτροπή του Διοικητικού Συμβουλίου. Για το σκοπό αυτό, η επιτροπή ελέγχου θα πρέπει να αναθεωρήσει το σύστημα διαχείρισης εσωτερικού ελέγχου και κινδύνων της εταιρείας σε τακτική βάση, προκειμένου να διασφαλιστεί ότι οι βασικοί κίνδυνοι έχουν ταυτοποιηθεί σωστά, διαχείριση και κοινοποίηση (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011). Επίσης θα πρέπει να επανεξετάσει τις συγκρούσεις συμφερόντων κατά τις συναλλαγές της εταιρείας με τα συνδεδεμένα μέρη, και υποβάλλει σχετικές εκθέσεις του Διοικητικού Συμβουλίου.

2.5.9 Εποπτεία της υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου, η επιτροπή ελέγχου της ΕΛΛΑΚΤΩΡ

θα πρέπει να εξασφαλίζουν ότι τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου είναι σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα για την επαγγελματική εφαρμογή του εσωτερικού ελέγχου, ότι προσδιορίζει και εξετάζει τους όρους αναφοράς του τμήματος εσωτερικού ελέγχου της εταιρείας? παρακολουθεί και εξετάζει την ορθή λειτουργία της υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου, και εξετάζει τις τριμηνιαίες εκθέσεις ελέγχου της, διασφαλίζοντας την ανεξαρτησία του εσωτερικού ελέγχου, προτείνοντας στο Διοικητικό Συμβούλιο το διορισμό και την απομάκρυνση του επικεφαλής του τμήματος εσωτερικού ελέγχου (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011).

2.5.10 Εποπτεία του εξωτερικού ελέγχου, η επιτροπή ελέγχου της ΕΛΛΑΚΤΩΡ

Η εποπτεία του εξωτερικού ελέγχου στην ΕΛΛΑΚΤΩΡ θα πρέπει να προβεί σε συστάσεις προς τη Γενική Συνέλευση, μέσω του Διοικητικού Συμβουλίου, σε σχέση με το διορισμό, τον επαναδιορισμό και την ανάκληση του εξωτερικού ελεγκτή, επίσης να εξετάζει και να παρακολουθεί την ανεξαρτησία του εξωτερικού ελεγκτή και την αντικειμενικότητα και την αποτελεσματικότητα της ελεγκτικής διαδικασίας, λαμβάνοντας υπόψη τις σχετικές διατάξεις της ελληνικής αγοράς καθώς και τις επαγγελματικές και κανονιστικές απαιτήσεις (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011). Οι κριτικές και παρακολούθηση της παροχής επιπρόσθετων υπηρεσιών στην εταιρεία από την ελεγκτική εταιρεία στην οποία ανήκει ο εξωτερικός ελεγκτής. Για το σκοπό αυτό, η επιτροπή ελέγχου της ΕΛΛΑΚΤΩΡ έχει αναπτύξει και εφαρμόζει μια πολιτική για την πρόσληψη εξωτερικών ελεγκτών για την παροχή μη ελεγκτικών υπηρεσιών, και θα πρέπει να επιβλέπει την εφαρμογή της πολιτικής (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011).

Η επιτροπή θα πρέπει να συνεδριάζει τουλάχιστον τέσσερις φορές το χρόνο για να εκτελέσει αποτελεσματικά τα καθήκοντά της (Mallin, 2004). Ο κύριος ρόλος και οι αρμοδιότητες της επιτροπής ελέγχου ορίζεται σε γραπτούς όρους εντολής, και να διατίθεται στην ιστοσελίδα της εταιρείας στην περίπτωση της ΕΛΛΑΚΤΩΡ (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011). Στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης της ΕΛΛΑΚΤΩΡ όπως

αναφέρεται πρέπει να περιγράφει το έργο της επιτροπής για την εκπλήρωση των καθηκόντων του, και ο αριθμός των συνεδριάσεων που πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια του έτους (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011). Αν ο εξωτερικός ελεγκτής παρέχει μη ελεγκτικές υπηρεσίες, καθώς, η δήλωση θα πρέπει να εξηγήσει στους μετόχους πώς ελεγκτή αντικειμενικότητα και ανεξαρτησία διασφαλίζεται.

Η επιτροπή ελέγχου μπορεί να χρησιμοποιεί τις υπηρεσίες εξωτερικών συμβούλων και, ως εκ τούτου, θα πρέπει να παρέχονται με επαρκή προϋπολογισμό για το σκοπό αυτό (Κ.Ε.Δ. ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011).

2.5.11 Επίπεδο και διάρθρωση των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου **Εκτελεστικής αμοιβής**

Η αμοιβή των εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να συνδέεται με την εταιρική στρατηγική, τους στόχους της εταιρείας και την επίτευξη τους, με απώτερο στόχο τη δημιουργία αξίας μακροπρόθεσμα για την εταιρεία (Mallin, 2004). Με βάση το (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011) στην ΕΛΛΑΚΤΩΡ εξασφαλίζεται κατάλληλη ισορροπία μεταξύ: σταθερών στοιχείων (δηλαδή το βασικό μισθό) μεταβλητά στοιχεία που σχετίζονται με τις επιδόσεις, συμπεριλαμβανομένων των ετήσιων πληρωμών μόνους σε μετρητά και, όταν κρίνεται αναγκαίο, το μερίδιο που σχετίζονται με μακροπρόθεσμα κίνητρα ο άλλες ρυθμίσεις, όπως η σύνταξη, αποζημιώσεις απόλυσης, σημαντικές πρόσθετες παροχές (συμπεριλαμβανομένων των σε είδος παροχών) (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011).

Ατομικές αμοιβές των εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να εγκρίνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο με βάση τον (Mallin, 2004). Σε περιπτώσεις όπου η έγκριση της αμοιβής υπόκειται από το νόμο η σχετική πρόταση θα πρέπει να παρασκευάζονται από το ΔΣ μετά την παραπάνω διαδικασία (Mallin, 2004). Κατά τον καθορισμό των αμοιβών των εκτελεστικών μελών του της ΑΚΤΩΡ το ΔΣ εξετάζει του ρόλους και τις ευθύνες τους συγκριτικά με τις επιδόσεις τους σε σχέση με προκαθορισμένους ποσοτικούς και ποιοτικούς στόχους, η οικονομική κατάσταση, και η απόδοση και τις προοπτικές της εταιρείας, την αμοιβή για παρόμοιες εκτελεστικές λειτουργίες σε εταιρείες από ομότιμους (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011).

Κατά τον προσδιορισμό της αμοιβής των εκτελεστικών μελών του, το ΔΣ θα πρέπει επίσης να λαμβάνουν υπόψη το επίπεδο των αμοιβών που καταβάλλονται στους εργαζομένους της εταιρείας και το σύνολο του ομίλου εταιρειών (Mallin, 2004).

Η αμοιβή των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου εγκρίνεται από την Γενική Συνέλευση των μετόχων σχετικά με την πρόταση του Δ.Σ, καθώς αντανακλά το χρόνο τη δέσμευσή τους για την εταιρεία στην εκπλήρωση των υποχρεώσεών τους ως μη εκτελεστικών και το εύρος των ευθυνών τους (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011). Το ΔΣ θα πρέπει να προσδιορίσει και να προτείνει στους μετόχους βασική ετήσια αμοιβές ΔΣ, και τυχόν πρόσθετα πάγια τέλη για τα μέλη που συμμετέχουν ή να χρησιμεύσει ως πρόεδροι των επιτροπών του Διοικητικού Συμβουλίου (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011).

2.5.12 Σχέσεις με τους μετόχους

Ο Πρόεδρος πρέπει να διασφαλίζει ότι οι απόψεις των μετόχων γνωστοποιούνται στο Διοικητικό Συμβούλιο στην ΕΛΛΑΚΤΩΡ. Η Εταιρεία παρέχει πληροφορίες για τους επενδυτές και τους μετόχους μέσω του Τμήματος Μετόχων, Επενδυτικών Σχέσεων και Εταιρικών Ανακοινώσεων, μόνο σε δημοσιευμένες πληροφορίες (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011). Γνωστοποιήσεις που σχετίζονται με αδημοσίευτες πληροφορίες υπόκεινται στην γραπτή έγκριση του Διοικητικού Συμβουλίου (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011). Η αρχή της εμπιστευτικότητας πρέπει να τηρείται μέχρι τη δημοσίευση των πληροφοριών (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011). Ένα βασικό μέλημα του Τμήματος Μετόχων, Επενδυτικών Σχέσεων και Εταιρικών Ανακοινώσεων είναι να παρέχει έγκαιρη και έγκυρη ενημέρωση των μετόχων και του επενδυτικού κοινού για όλα τα θέματα που σχετίζονται με την Εταιρεία (στρατηγική, οικονομική κατάσταση, την απόδοση, μετοχολόγιο, διαχείριση κλπ), καθώς και ενημερώνει το διοικητικό συμβούλιο σχετικά με τις τάσεις της αγοράς και του ανταγωνισμού, με στόχο να εδραιωθεί η διαφάνεια και να διευκολυνθεί το κοινό στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων όπως αναφέρεται από τον Mallin, (2004) και γίνεται πράξη από την ΕΛΛΑΚΤΩΡ (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011). Ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρείας, ο Διευθύνων Σύμβουλος ή ο Γενικός Διευθυντής, ανάλογα με την περίπτωση στην ΕΛΛΑΚΤΩΡ μπορεί να είναι, και οι Πρόεδροι των επιτροπών του Διοικητικού Συμβουλίου, καθώς και των εσωτερικών και εξωτερικών ελεγκτών, θα

πρέπει να παρίστανται στη Γενική Συνέλευση των μετόχων, προκειμένου να παρέχουν πληροφορίες σχετικά με τα θέματα της αρμοδιότητάς τους για συζήτηση, και επί ερωτήσεων ή διευκρινίσεων που ζητούν οι μέτοχοι (Κ.Ε.Δ ΕΛΛΑΚΤΩΡ, 2011).

3. Μεθοδολογία

Στην μεθοδολογία περιλαμβάνεται η περιγραφή όλων των διαδικασιών που χρησιμοποιήθηκαν προκειμένου να διεξαχθεί η έρευνα. Τα βασικά είδη ερευνών είναι τρία, η ποσοτική έρευνα, η ποιοτική έρευνα καθώς και οι μικτές προσεγγίσεις. Στη συνέχεια θα παραθέσουμε μερικές επιπλέον πληροφορίες για κάθε ένα από αυτά τα είδη έρευνας όπως αναφέρεται ο Creswell, J. W. (2012).

Η ποσοτική έρευνα αναφέρεται στη συστηματική διερεύνηση φαινομένων. Αυτή η συστηματική διερεύνηση γίνεται με στατιστικές μεθόδους, μαθηματικά μοντέλα και αριθμητικά δεδομένα. Συνήθως χρησιμοποιείται ένα αντιπροσωπευτικό δείγμα παρατηρήσεων και στη συνέχεια επιδιώκεται γενίκευση σε ένα ευρύτερο πληθυσμό Gagnon (2010).

Η ποιοτική έρευνα μπορεί να λειτουργήσει είτε αυτοτελώς, είτε συμπληρωματικά προς τις ποσοτικές τεχνικές. Η ποιοτική έρευνα μέσω της ποιοτικής της προσέγγισης, αποσκοπεί και στοχεύει στη διερεύνηση αλλά και στην κατανόηση σε βάθος των κοινωνικών φαινομένων (Creswell, J. W. (2012). Η ποιοτική έρευνα έχει το πλεονέκτημα ότι παρέχει στον ερευνητή τη δυνατότητα να αντλήσει πλούσιες πληροφορίες για το θέμα που αυτός εξετάζει. Ξεκάθαρα η ποιοτική έρευνα αποτελεί την πλέον ενδεδειγμένη μεθοδολογία για να δοθούν απαντήσεις σε ερωτήματα που σχετίζονται με το <<γιατί>> και το <<πώς>> των φαινομένων. Η ποιοτική προσέγγιση δεν αποσκοπεί ιδιαίτερα στην επαλήθευση υποθέσεων ή στη γενίκευση σε ένα μεγαλύτερο πληθυσμό.

Οι μικτές προσεγγίσεις συνδυάζουν ποιοτικές και ποσοτικές μεθόδους. Αυτός ο συνδυασμός γίνεται κατά το στάδιο του μεθοδολογικού τους σχεδιασμού για να αξιοποιούν και να εκμεταλλευτούν τα πλεονεκτήματα της κάθε μεθόδου αλλά και να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικότερα της αδυναμίες της κάθε μιας (Creswell, J. W. (2012).

Στην παρούσα εργασία χρησιμοποιούνται μικτές προσεγγίσεις συνδυάζοντας ποιοτικές και ποσοτικές μεθόδους, με χρήση αξιόπιστων δευτερογενών δεδομένων για την ανάλυση της χρήση τεχνικών εταιρικής διακυβέρνησης και την ανάλυση της χρηματοοικονομικής αναφορά της εταιρίας AKTOP A.E (Creswell, J. W. (2012).

4. Ανάλυση

Προκειμένου να βελτιωθεί η χρήση των χρηματοοικονομικών πληροφοριών στο πλαίσιο της διαδικασίας λήψης αποφάσεων, πρέπει να αναλύσουμε τις οικονομικές καταστάσεις (Zager and Zager, 2006). Σε αυτό το πλαίσιο, μπορούμε να περιγράψουμε και να αναλύσουμε τις οικονομικές καταστάσεις όπου τα δεδομένα μετατρέπονται από τις οικονομικές καταστάσεις σε χρήσιμες πληροφορίες για τη μέτρηση της ποιότητας των επιχειρήσεων από διαφορετικές τεχνικές ανάλυσης, οι οποίες είναι πολύ σημαντικές για την διαδικασία της ορθολογικής διαχείρισης του ιδρύματος (Zager and Zager, 2006).

Το έργο της ανάλυσης χρηματοοικονομικών καταστάσεων αποσκοπεί την αναγνώριση των χαρακτηριστικών της εταιρείας, έτσι ώστε να είναι διαθέσιμα στο έπακρο τα πλεονεκτήματα της, αλλά και να αναγνωριστούν οι τις αδυναμίες της εταιρείας, με σκοπό να ληφθούν διορθωτικά μέτρα (Zager and Zager, 2006).

4.1 Στάδια Ανάλυσης Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων

Η ανάλυση Οικονομικών Καταστάσεων αναφέρεται στη διαδικασία της ανάλυσης και αξιολόγησης των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας για να κερδίσει την κατανόηση του επιχειρηματικού μοντέλου, τη χρηματοοικονομική επίδοση, τον κίνδυνο και την κερδοφορία της επιχείρησης (Rees, 1995).

Ο ρόλος της ανάλυσης χρηματοοικονομικών καταστάσεων είναι να αξιοποιήσει τις διαθέσιμες πληροφορίες στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας (Ισολογισμός, Αποτελέσματα Χρήσεως, Κατάσταση Ταμειακών Ροών, κλπ) και

μαζί με άλλες σχετικές πληροφορίες, να προβεί η εταιρία σε αποφάσεις. Βασικός στόχος της ανάλυσης χρηματοοικονομικών καταστάσεων περιλαμβάνουν την εκτίμηση αποφάσεων, όπως το αν θα επενδύσει σε κινητές αξίες της εταιρείας ή τα συνιστά στους επενδυτές, και αν πρέπει να επεκτείνει το εμπόριο ή τραπεζικών πιστώσεων προς την εταιρεία (Rodgers, 2008). Οι αναλυτές χρησιμοποιούν τα δεδομένα των οικονομικών καταστάσεων να αξιολογήσουν τις προηγούμενες επιδόσεις και την τρέχουσα οικονομική κατάσταση της εταιρείας, προκειμένου να διαμορφωθεί γνώμη για την ικανότητα της εταιρείας να αποκομίσουν κέρδη και να δημιουργήσουν τις ταμειακές ροές στο μέλλον (Rodgers, 2008).

Το πλαίσιο για την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε ακόλουθα βήματα:

Καθορισμός της επιδιωκόμενης απάντησης, της μορφής με την οποία πρέπει αυτές οι πληροφορίες να παρουσιάζονται, και τι πόρους και πόσο χρόνο είναι διαθέσιμο για την εκτέλεση της ανάλυσης (Rodgers, 2008).

Συγκέντρωση στοιχείων μέσω των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας και άλλα συναφή στοιχεία για τη βιομηχανία και την οικονομία (Rodgers, 2008).

Επεξεργασία των δεδομένων και υπολογισμός αναλογιών (Rodgers, 2008).

Χρησιμοποίηση των δεδομένων για να απαντηθούν τα ερωτήματα που αναφέρεται στο πρώτο βήμα, αποφασίζοντας τα συμπεράσματα ή συστάσεις υποστηρίζοντας τις πληροφορίες (Rodgers, 2008).

4.3 Οριζόντια & Κάθετη Ανάλυση

Κατά τη διαδικασία της ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων είναι δυνατό να χρησιμοποιήσουν την οριζόντια διαδικασία ανάλυσης σε συνδυασμό με τις διαρθρωτικές οικονομικές καταστάσεις και την κάθετη αναλυτική διαδικασία (Zager and Zager, 2006).

Με την οριζόντια ανάλυση, η οποία βασίζεται στις συγκριτικές οικονομικές καταστάσεις που προσπαθούμε να εξετάσουμε την τάση και τη δυναμική των

αλλαγών και των ιδιαίτερων βασικών θέσεις των οικονομικών καταστάσεων, με σκοπό την εκτίμηση της αποτελεσματικότητας της επιχείρησης βάσει των παρατηρούμενων αλλαγών (Zager and Zager, 2006).

Από την άλλη πλευρά, οι διαρθρωτικές οικονομικές καταστάσεις είναι η βάση για την κάθετη ανάλυση, η οποία επιτρέπει τη διορατικότητα στη δομή των οικονομικών καταστάσεων. Η δομή των οικονομικών καταστάσεων αποτελεί έναν σημαντικό παράγοντα (Zager and Zager, 2006).

Στο πλαίσιο της μέτρησης της ποιότητας των επιχειρήσεων με βάση των οικονομικών καταστάσεων, ένα από τα πιο θεμελιώδη στοιχεία είναι η διαφορά μεταξύ χρηματοοικονομικών δεικτών που σχηματίζεται από τις βασικές οικονομικές δηλώσεις (Zager and Zager, 2006).

Λαμβάνοντας υπόψη τη διάσταση του χρόνου, χρηματοοικονομικών δεικτών μπορούν να χωριστούν ουσιαστικά σε δύο ομάδες. Μια ομάδα χρηματοοικονομικών δεικτών περιλαμβάνει των επιχειρήσεων της εταιρείας κατά το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα (συνήθως ένα έτος) (Zager and Zager, 2006). Η ομάδα αυτή βασίζεται σε δεδομένα από το λογαριασμό κερδών και ζημιών και η κατάσταση ταμειακών ροών. Η άλλη ομάδα των χρηματοοικονομικών δεικτών ορίζεται τη στιγμή που αντιστοιχεί με την ημερομηνία του ισολογισμού και μιλά για την οικονομική θέση της εταιρείας στο παρόν χρονικό διάστημα. Αναλογίες περιέχουν συμπυκνωμένα πληροφορίες που είναι που απαιτούνται για τη μέτρηση της ποιότητας των επιχειρήσεων και τη διαδικασία λήψης αποφάσεων, καθώς και (Zager and Zager, 2006).

4.4 Συσχετισμός ΔΕΔ και χρηματοοικονομικοί δείκτες στην πρόβλεψη χρεωκοπίας.

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες μπορούν να χαρακτηριστούν ως ενδείξεις δραστηριότητας, ρευστότητας, φερεγγυότητας, κερδοφορίας και οι αναλογίες αξιολόγησης. θα χρησιμοποιηθεί ένας κατάλληλος συνδυασμός των διαφόρων λόγων για την αξιολόγηση μιας εταιρείας με την πάροδο του χρόνου και σε σχέση με συγκρίσιμες επιχειρήσεις (Titman, Keown and Martin, 2016). Οι αριθμοδείκτες είναι επίσης σε θέση να προβλέψουν ως ένα βαθμό την πιθανότητα χρεωκοπίας μιας εταιρείας, με την προϋπόθεση ότι χρησιμοποιούνται και ερμηνεύονται σωστά, ενώ η χρονική περίοδος για την

οποία πραγματοποιείται η σύγκριση θα πρέπει να είναι ικανή να παρέχει τέτοιου είδους μακροχρόνια αποτελέσματα (Liang et al., 2016).

Η χρεοκοπία ή η επιχειρηματική αποτυχία μπορεί να έχει αρνητικό αντίκτυπο τόσο στην ίδια την επιχείρηση όσο και στην παγκόσμια οικονομία. Οι επιχειρηματίες, οι επενδυτές, οι κυβερνήσεις και οι ακαδημαϊκοί ερευνητές έχουν ερευνήσει τους τρόπους για να αναγνωριστεί ο πιθανός κίνδυνος της επιχειρηματικής αποτυχίας, ώστε να μειωθεί η οικονομική απώλεια που προκαλεί η χρεοκοπία.

Εν συντομία, η πρόβλεψη της χρεοκοπίας είναι ένα πολύ σημαντικό έργο για πολλούς οικονομικούς θεσμούς. Γενικά, ο σκοπός είναι να προβλεφθεί η πιθανότητα να χρεοκοπήσει μια επιχείρηση. Τα οικονομικά ιδρύματα χρειάζονται αποτελεσματικά μοντέλα πρόβλεψης ώστε να λάβουν κατάλληλες αποφάσεις δανεισμού.

Στη βιβλιογραφία, πολλές τεχνικές έχουν χρησιμοποιηθεί για να αναπτυχθούν μοντέλα πρόβλεψης της χρεοκοπίας, συμπεριλαμβανομένων των στατιστικών τεχνικών και των τεχνικών μηχανικής μάθησης, με τις τεχνικές μηχανικής μάθησης να φαίνονται πως ξεπερνούν τις στατιστικές τεχνικές.

Αν και πολλές τεχνικές έχουν στοχεύσει στην πρόταση καινοτόμων τεχνικών μηχανικής μάθησης, οι οποίες θα ενισχύσουν την απόδοση πρόβλεψης των μοντέλων, έχουν υπάρξει πολύ λίγες που έχουν εστιάσει στην επίδραση των εισερχόμενων μεταβλητών (ή χαρακτηριστικών) στην απόδοση της πρόβλεψης. Γενικά, οι ΟΑ (οικονομικές αξίες), οι οποίες αναγνωρίζονται ως ένας από τους πιο σημαντικούς παράγοντες που επηρεάζουν την πρόβλεψη της χρεοκοπίας, χρησιμοποιούνται για να αναπτύξουν μοντέλα πρόβλεψης. Οι ΟΑ μπορούν να ταξινομηθούν σε επτά κατηγορίες: φερεγγυότητα, κερδοφορία, αναλογία των ταμειακών ροών, οι δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης, οι αναλογίες του κύκλου εργασιών, η ανάπτυξη και άλλοι.

Από την άλλη, ωστόσο, αρκετές πρόσφατες μελέτες έχουν βρει ότι οι ΔΕΔ (Δείκτες Εταιρικής Διακυβέρνησης) επίσης διαδραματίζουν κεντρικό ρόλο στην πρόβλεψη της χρεοκοπίας. Γενικά, οι ΔΕΔ μπορούν να ταξινομηθούν σε πέντε κατηγορίες: δομή της επιτροπής, ιδιοκτησιακή δομή, δικαιώματα των ταμειακών ροών, έκτακτα βασικά άτομα, και άλλα. Ωστόσο, μόνο ορισμένοι

από τους ΔΕΔ θεωρούνται σε αυτά τα έργα ότι αποδεικνύουν πως βελτιώνουν την απόδοση του μοντέλου.

Για να γεμίσουμε αυτό το κενό, η παρούσα μελέτη στοχεύει στο να εξετάσει πλήρως τη διακριτική εξουσία των ΔΕΔ σε συνδυασμό με τις ΟΑ για την πρόβλεψη της χρεοκοπίας. Συγκεκριμένα, οι επιδόσεις των μοντέλων που αποκτώνται χρησιμοποιώντας διαφορετικές κατηγορίες ΔΕΔ σε συνδυασμό με τις ΟΑ αξιολογούνται για να φανεί αν ο συνδυασμός των ΔΕΔ με τις ΟΑ μπορεί να ενισχύσει την απόδοση του μοντέλου. Επιπλέον, καθώς τα συνδυαστικά χαρακτηριστικά περιλαμβάνουν πολλές διαστάσεις, η επιλογή των χαρακτηριστικών επίσης εφαρμόζεται πάνω από τα συνδυαστικά χαρακτηριστικά για τη μείωση των μεταβλητών. Συνεπώς, αυτή η μελέτη μας επιτρέπει να αναγνωρίσουμε τον καλύτερο συνδυασμό ΟΑ και ΔΕΔ για την πρόβλεψη της χρεοκοπίας, και βοηθά τα σχετικά οικονομικά ιδρύματα να λαμβάνουν καλύτερες αποφάσεις δανεισμού. Επιπλέον, η βέλτιστη απόδοση για την πρόβλεψη ενός μοντέλου που βασίζεται σε αναγνωρισμένα χαρακτηριστικά μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως βασικό μοντέλο πρόβλεψης για μελλοντικές μελέτες.

Δεδομένου ότι τα αποτελέσματα των οικονομικών καταστάσεων για την εξεταζόμενη εταιρία αφορούν τη δεκαετία 2005 έως 2015, το χρονικό διάστημα κρίνεται ικανό να καταδείξει σημάδια πιθανής χρεοκοπίας για την εταιρία.

Οι Δείκτες δραστηριότητας περιλαμβάνουν τον κύκλο εργασιών απαιτήσεων, τις ημέρες των εκκρεμών πωλήσεων, τον κύκλο εργασιών και των αποθεμάτων, περίοδο και υποχρεώσεις πληρωμής, και οι αναλογίες του κύκλου εργασιών για το σύνολο του ενεργητικού, πάγια στοιχεία του ενεργητικού και του κεφαλαίου κίνησης (Titman, Keown and Martin, 2016).

Οι δείκτες γενικής ρευστότητας οι οποίοι περιλαμβάνουν το μετρώ ρευστότητας μιας εταιρίας καθώς και το περιθώριο ασφάλειας αυτής με σκοπό την αξιολόγηση των δυνατοτήτων της εταιρίας (Titman, Keown and Martin, 2016).

Οι δείκτες κερδοφορίας περιλαμβάνουν καθαρό, μεικτό, και τα περιθώρια λειτουργικού κέρδους, τα προ φόρων περιθώριο κέρδους, την απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού, και την λειτουργική απόδοση των περιουσιακών

στοιχείων, την απόδοση των συνολικών κεφαλαίων, και την απόδοση των συνολικών ιδίων κεφαλαίων (Titman, Keown and Martin, 2016).

Δείκτες που χρησιμοποιούνται σε ανάλυση των ιδίων κεφαλαίων περιλαμβάνουν τιμές προς κέρδη, τιμές προς ταμειακές ροές, τιμές προς πωλήσεις, και οι αναλογίες αξίας τιμής προς λογιστική αξία (Titman, Keown and Martin, 2016).

Για να επικυρωθεί περεταίρω το αν ο συνδυασμός ΔΕΔ και ΟΑ είναι αποτελεσματικός σε άλλες αγορές, επιλέχθηκαν σχετικές περιπτώσεις εταιρειών από την Κινέζικη αγορά. Καθώς δεν υπάρχει σταθερός ορισμός των εταιρειών σε δυσπραγία για αυτή την αγορά, επιλέγουμε ένα δείγμα αποτελούμενο από εταιρείες Ειδικής Μεταχείρισης (EM). Η ονομασία της Ειδικής Μεταχείρισης είναι το πρώτο βήμα για τη διαγραφή ορισμένων περιπτώσεων. Με άλλα λόγια, οι εταιρείες EM αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο να διαγραφτούν αν δεν πληρούν τις προϋποθέσεις που τις οδηγούν σε αυτή την ονομασία. Επιλέγουμε δύο σενάρια, τα οποία θα προβλέψουν την εμφάνιση της EM ένα χρόνο πριν (περίπτωση πρώτη) και μέσα σε ένα έτος (περίπτωση δεύτερη).

Με άλλα λόγια, οι ΔΕΔ δεν είναι κριτικοί παράγοντες που επηρεάζουν την πρόβλεψη εταιρειών σε δυσπραγία. Ωστόσο, ο συνδυασμός ΟΑ και ΔΕΔ δεν έχει αρνητικό αντίκτυπο στην απόδοση της πρόβλεψης.

Τα πρωταρχικά αποτελέσματα που αποκτήθηκαν μέσα από τη χρήση δεδομένων της ταϊβανέζικης αγοράς δείχνουν καλύτερα αποτελέσματα πρόβλεψης για αυτά τα μοντέλα χρησιμοποιώντας ΔΕΔ και ΟΑ σε σχέση με το μοντέλο που χρησιμοποιεί μόνο ΟΑ. Η βελτίωση στην απόδοση είναι σημαντική όταν το κόστος εσφαλμένης ταξινόμησης είναι μεγαλύτερο από το 1. Αυτό δείχνει την αποτελεσματικότητα του συνδυασμού ΔΕΔ και ΟΑ για την πρόβλεψη της χρεωκοπίας.

Επιπλέον, βρήκαμε ότι οι κατηγορίες της φερεγγυότητας και της κερδοφορίας είναι σημαντικά χαρακτηριστικά για τις ΟΑ. Από την άλλη, για τους ΔΕΔ, οι κατηγορίες της δομής επιτροπής και της ιδιοκτησιακής διακυβέρνησης παίζουν σημαντικό ρόλο στην πρόβλεψη της χρεωκοπίας. Αυτό σημαίνει, ότι δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά στην απόδοση ενός μοντέλου που

βασίζεται στους ΟΔ χωρίς τη δομή επιτροπής και τη δομή ιδιοκτησίας επί ενός μοντέλου που βασίζεται στους ΟΔ.

Αν και η απόδοση που αποκτάται με το συνδυασμό ΟΑ και ΔΕΔ είναι καλύτερος από τη χρήση αποκλειστικά ΟΑ στην αγορά της Ταϊβάν, αυτές οι διαφορές δεν είναι σημαντικές στην κινέζικη αγορά. Υπάρχουν δύο βασικές αιτίες για αυτό το εύρημα. Πρώτον, δεν υπάρχει σταθερός ορισμός για τις εταιρείες σε δυσπραγία στην Κίνα. Οι εταιρείες Ειδικής Μεταχείρισης (ΕΜ) βασίζονται στην οικονομική κατάσταση των λειτουργιών της επιχείρησης, όπου διάφορες οικονομικές ανωμαλίες μπορούν να θεωρηθούν να θεωρηθούν οικονομική δυσπραγία, όπως οι οικονομικές απώλειες δύο ή τριών συνεχών χρόνων, ψευδείς οικονομικές δηλώσεις, αρνητικά ίδια κεφάλαια, κτλ. Είναι ξεκάθαρο, ότι αν ο ορισμός των εταιρειών σε δυσπραγία δεν είναι ξεκάθαρος, είναι πολύ δύσκολο να αξιολογηθεί η απόδοση των μοντέλων πρόβλεψης. Δεύτερον, οι ΔΕΔ δεν είναι τόσο κρίσιμοι όσο οι ΟΑ για να καθοριστεί το ποιες εταιρείες είναι σε δυσπραγία για τις περισσότερες κινέζικες εταιρείες. Για παράδειγμα, πολλές εταιρείες στην Κίνα είναι επιχειρήσεις δημόσιες – ή κυβερνητικές – οι οποίες διαφέρουν από τις ιδιωτικές επιχειρήσεις, γι' αυτό η δομή της επιτροπής που σχετίζεται με τους δείκτες δεν είναι αντιπροσωπευτική για τις περισσότερες κινέζικες εταιρείες.

Εν συντομία, ο καθορισμός του εάν οι ΔΕΔ είναι ή όχι χρήσιμοι για την πρόβλεψη της οικονομικής κρίσης, εξαρτάται λογικά από την αγορά. Στην πράξη, πρέπει κανείς να είναι βέβαιος για τον ορισμό των εταιρειών σε δυσπραγία στην αγορά που επιλέγει και των χαρακτηριστικών της σε σχέση με τους ΔΕΔ.

Η παρούσα σύγκριση εστιάζει στην αξία της διακριτικής δύναμης που αποκτάται μέσα από το συνδυασμό διαφορετικών κατηγοριών οικονομικών αξιών (ΟΑ) και δεικτών εταιρικής διακυβέρνησης (ΔΕΔ) για την πρόβλεψη της χρεωκοπίας. Συγκεκριμένα, επτά και πέντε κατηγορίες των ΟΑ και ΔΕΔ εξετάζονται, συγκεκριμένα οι ΟΑ της φερεγγυότητας, της κερδοφορίας, των αναλογιών ταμειακών ροών, των δεικτών κεφαλαιακής διάρθρωσης, των αναλογιών του κύκλου εργασιών, της ανάπτυξης και άλλων, και οι ΔΕΔ της

δομής επιτροπής, της ιδιοκτησιακής δομής, των δικαιωμάτων ταμειακών ροών, τη διατήρηση του βασικού προσωπικού, και άλλα.

Επιπλέον, τα πιο σημαντικά χαρακτηριστικά για την αποτελεσματική πρόβλεψη της χρεωκοπίας είναι οι κατηγορίες ΟΑ της φερεγγυότητας και της κερδοφορίας και από τις κατηγορίες των ΔΕΔ, η δομή της επιτροπής και η ιδιοκτησιακή δομή. Χωρίς αυτά τα χαρακτηριστικά, το μοντέλο πρόβλεψης δε μπορεί να αποδώσει καλύτερα από αυτό που βασίζεται μόνο στις ΟΑ.

Ωστόσο, η χρησιμότητα των ΔΕΔ στην αγορά εξαρτάται. Αυτό σημαίνει, ότι περεταίρω ανάλυση έδειξε ότι η απόδοση της πρόβλεψης στην κινέζικη αγορά, για το συνδυασμό ΟΑ και ΔΕΔ δεν είναι καλύτερη από αυτή που αποκτήθηκε χρησιμοποιώντας μόνο ΟΑ. Υπάρχουν δύο παράγοντες που επηρεάζουν το αποτέλεσμα της πρόβλεψης με τη χρήση ΔΕΔ. Ο πρώτος είναι ο ορισμός των εταιρειών σε δυσπραγία, και ο δεύτερος είναι ο βαθμός στον οποίο οι ΔΕΔ σχετίζονται με τα χαρακτηριστικά των εταιρειών στην επιλεγμένη αγορά.

5.ΕΛΛΑΚΤΩΡ και Κύρια Οικονομικά μεγέθη

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Πάγιο Ενεργητικό	548.047	579.889	1.525.048	1.656.685	2.002.679	2.136.719	1718981	1713362	1622088	1612864	1592865
Αποθέματα	40.850	27.406	38.236	77.451	40.371	40.862	29255	43385	38505	34853	44818
Απαιτήσεις	450.833	566.221	739.504	1.279.923	1.309.289	1.297.169	504749	605078	556971	685329	763774
Διαθέσιμα	284.231	183.919	692.636	645.586	743.204	685.570	1401997	1504052	1430670	1254756	1107515
Σύνολο Ενεργητικού	1.323.962	1.357.434	2.995.505	3.659.664	4.095.551	4.247.866	4358581	4354057	4162762	4169522	4021905
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	748.374	772.206	1.153.067	1.204.242	1.258.927	1.200.818	1315013	1253714	1150376	881308	798307
Βραχ/σμες Υποχρεώσεις	494.573	484.167	920.423	1.203.149	1.159.492	1.228.765	1176118	1422177	1153269	1235332	1315344
Σύνολο Υποχρεώσεων	575.588	585.229	1.842.438	2.455.422	2.836.624	3.047.048	3043568	3100343	3012386	3053294	2990677
Πωλήσεις	395.211	472.639	636.123	1.254.675	1.665.011	1.302.248	1204319	1232817	1241826	1544504	1533083
Καθαρά κέρδη χρήσης	49.383	48.163	112.709	97.349	100.817	18.939	71954	-43579	-65554	-14946	-59160
Μικτά κέρδη χρήσης	80.377	59.286	66.973	209.146	221.385	141.147	19842	166931	176967	145221	132066

5.1 Ανάλυση αριθμοδεικτών ΕΛΛΑΚΤΩΡ

Για λόγους απλούστευσης της ανάλυσης οι αριθμοδείκτες παρουσιάζονται ανά κατηγορία ενώ τα αποτελέσματά τους συνοψίζονται στο τέλος του κεφαλαίου καθώς επίσης στην ενότητα των συμπερασμάτων.

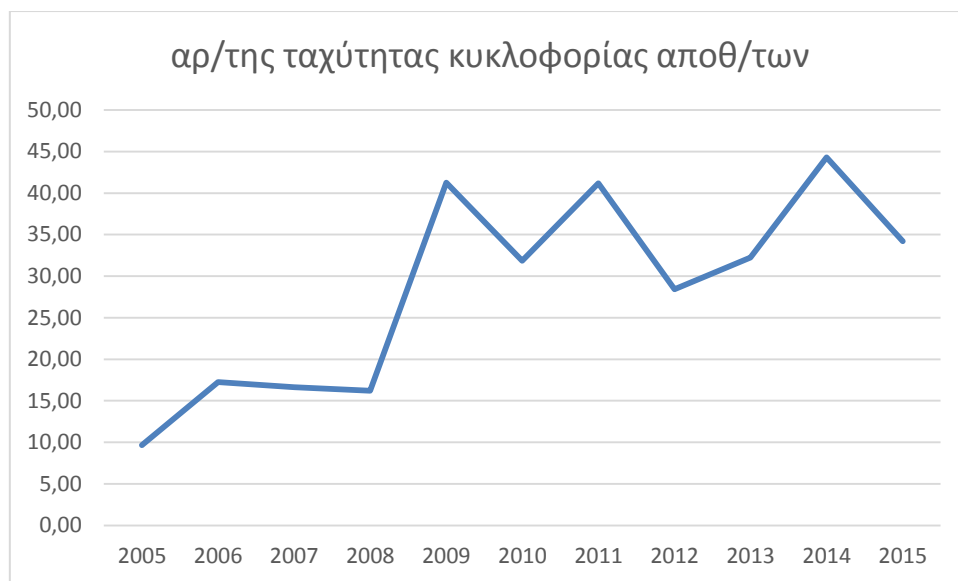
5.1.1 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας δείχνουν το πόσο εντατικά και αποτελεσματικά χρησιμοποιεί μια οικονομική μονάδα τα περιουσιακά της στοιχεία. Λαμβάνοντας υπ' όψη ότι οι επιχειρήσεις που κάνουν πιο εντατική

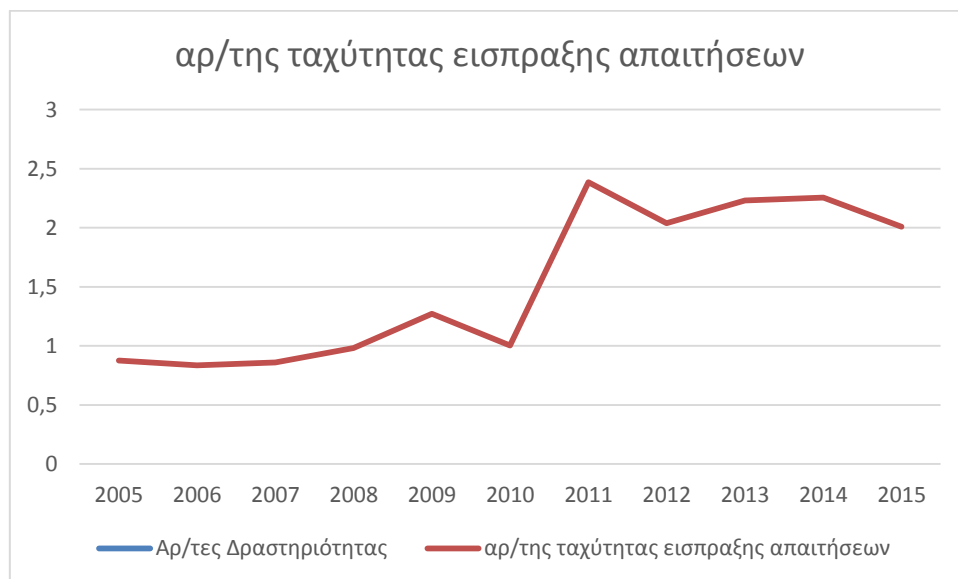
χρήση των στοιχείων του ενεργητικού τους είναι πιο αποτελεσματικές, θα μπορούσε να εξαχθεί το συμπέρασμα ότι η παραγωγικότητα της εν λόγω επιχείρησης είναι στενά συνδεδεμένη με τα αποτελέσματα των αριθμοδεικτών δραστηριότητας. Σε μια προσπάθεια να εκτιμηθεί η επίδοση της Ελλάκτωρ, οι Αριθμοδείκτες δραστηριότητας παρουσιάζονται ακολούθως.



Ο δείκτης φαίνεται να κυμαίνεται μεταξύ 0,21 και 0,41 καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης δεκαετίας καθώς τόσο οι πωλήσεις της εταιρίας όσο και το σύνολο του ενεργητικού παρέμειναν σχετικά στάσιμα.



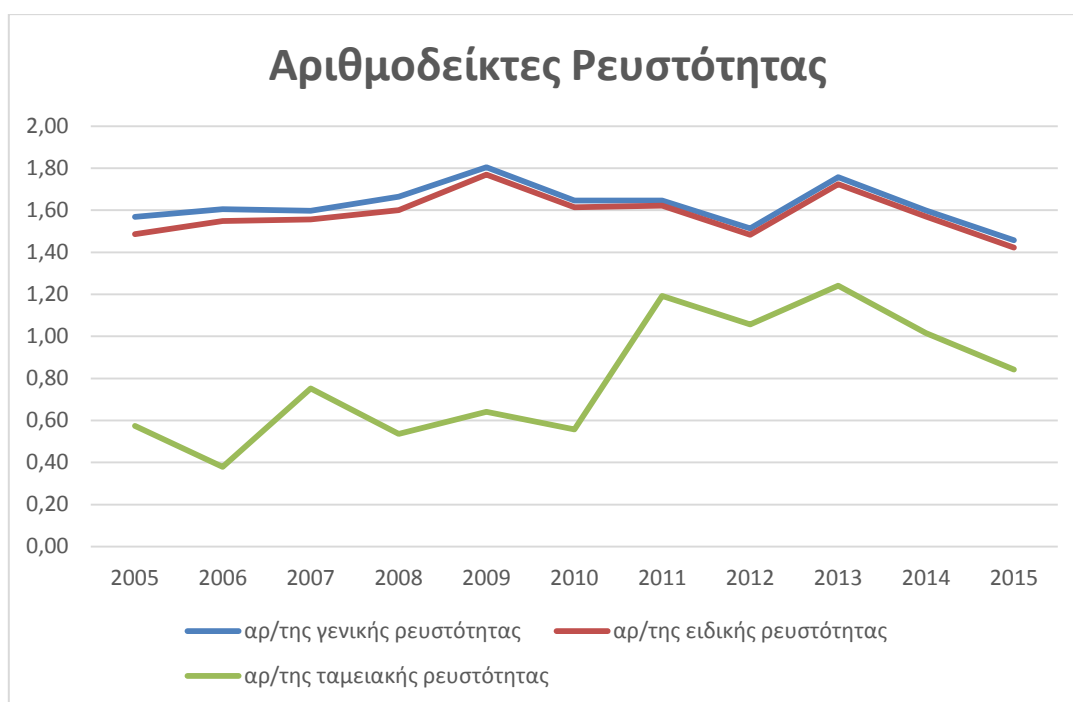
Καθώς παρουσιάζεται στο παραπάνω γράφημα, η διαχείριση των αποθεμάτων από την εταιρία είναι αποτελεσματική αφού το ύψος αποθεμάτων που διατηρεί η εταιρία δεν είναι υψηλό τουλάχιστον για τα πρώτα χρόνια της ανάλυσης. Στη συνέχεια και καθώς φαίνεται το ύψος των αποθεμάτων σταθεροποιείται σημαντικά υψηλότερα, γεγονός που θα μπορούσε να αποδοθεί στην ομολογουμένως μεγαλύτερη αστάθεια και συνεπώς αυξημένη αβεβαιότητα των τελευταίων ετών.



Η ικανότητα της εταιρίας να εισπράξει με αποτελεσματικότητα τις απαιτήσεις της διαφαίνεται στο παραπάνω γράφημα. Μη αναμενόμενο παρόλα αυτά είναι το γεγονός

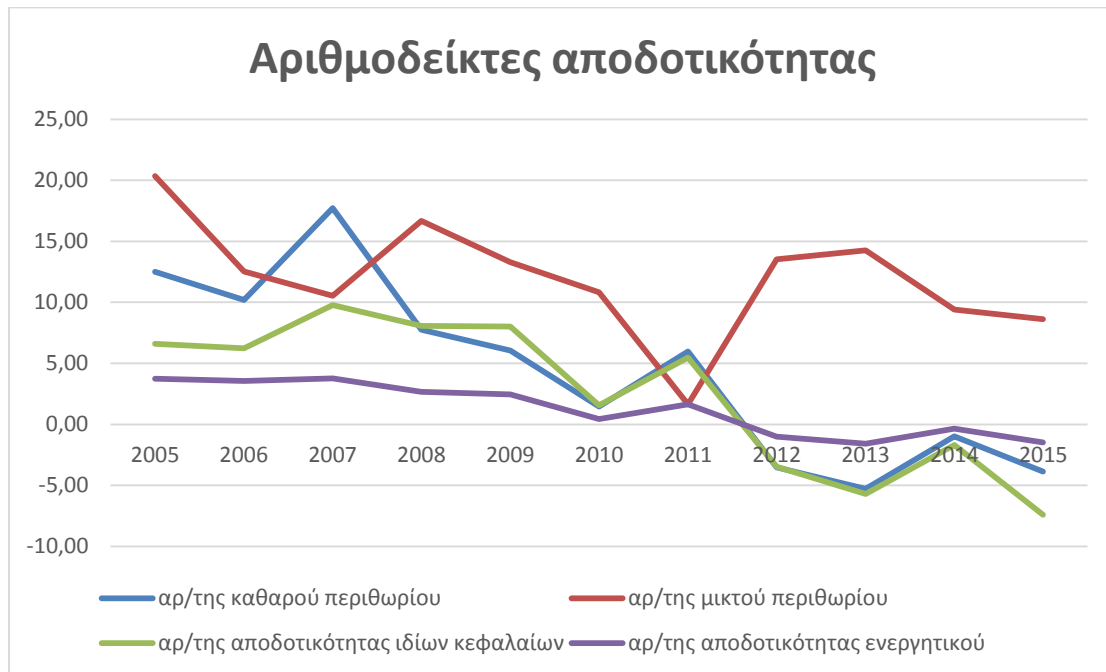
ότι η ταχύτητα αυτή αυξάνεται μετά το 2010 και σταθεροποιείται σημαντικά υψηλότερα, δεδομένης της αυξημένης ρευστότητας στην αγορά και της μειωμένης ικανότητας των επιχειρήσεων να ανταπεξέλθουν στις υποχρεώσεις τους σαν αποτέλεσμα αυτής. Χρήσιμη θα ήταν επομένως η σύγκριση της πορείας της εταιρίας με την πορεία του κλάδου για την εξαγωγή περαιτέρω συμπερασμάτων.

5.1.2 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας



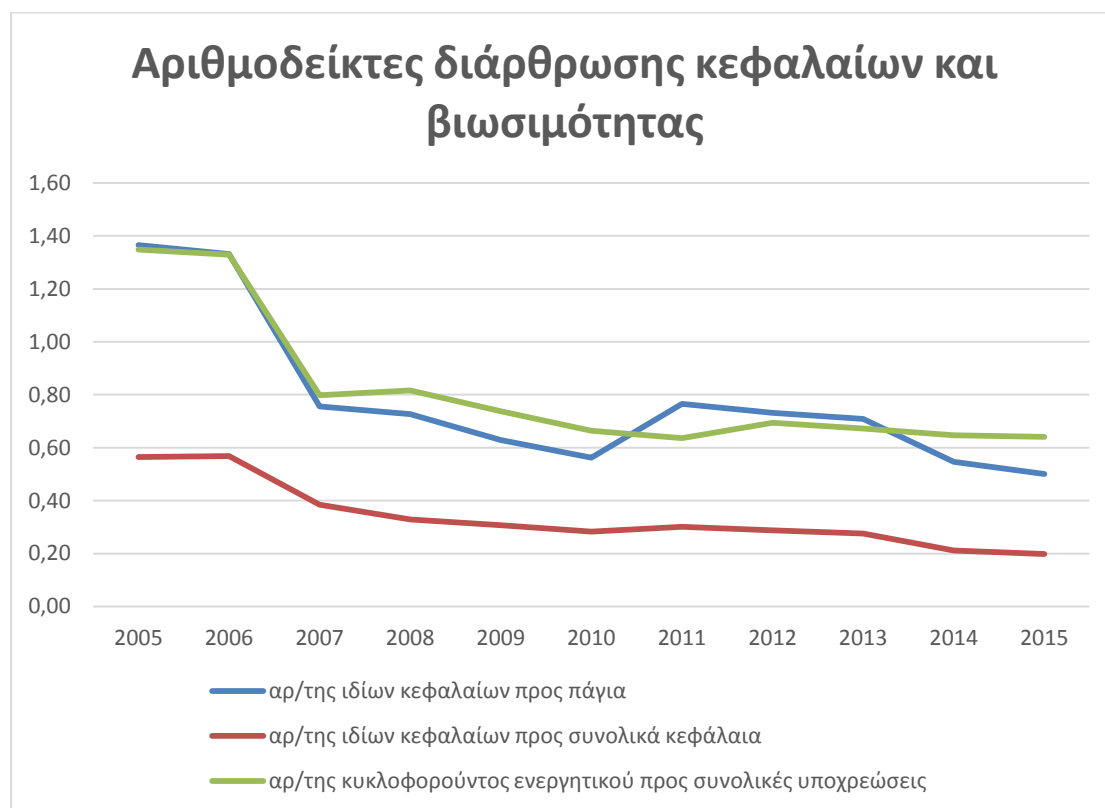
Οι τιμές των δεικτών για την εταιρία είναι ιδιαίτερα ικανοποιητικές, γεγονός που δείχνει ότι φαινομενικά η ΕΛΛΑΚΩΡ διατηρεί την ικανότητα να ανταπεξέλθουν στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Αυτό οφείλεται εν μέρει στο ιδιαίτερα υψηλό κυκλοφορούν ενεργητικό που διατηρεί καθώς επίσης το γεγονός ότι τόσο τα αποθέματα όσο και τα διαθέσιμα που διατηρεί είναι ιδιαίτερα χαμηλά. Ικανοποιητική κρίνεται και η ταμειακή ρευστότητα της εταιρίας παρότι χαμηλότερη από τη γενική και ειδική όπως ήταν αναμενόμενο, καθώς ιδιαίτερα μετά το 2010 ξεπερνά τις βραχυπρόθεσμες κεφαλαιακές ανάγκες της εταιρίας.

5.1.3 Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας



Τόσο το καθαρό περιθώριο όσο και το μικτό είναι ιδιαίτερα υψηλά μέχρι να γίνουν ορατά τα σημάδια της κρίσης. Μετά το 2010 και με εξαίρεση τον δείκτη μικτού περιθωρίου κέρδους, όλοι οι δείκτες αποδοτικότητας εμφάνισαν θεαματική πτώση και αρνητικές τιμές. Κρίνοντας από τη σταθερότητα του μικτού κέρδους, αυτό που παρατηρείται είναι ότι η αιτία για τη μειωμένη αποδοτικότητα δεν ήταν τα κόστη πωληθέντων αλλά η αυξημένη φορολογία και τα αυξημένοι πληρωτέοι τόκοι.

5.1.4 Αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων και βιωσιμότητας



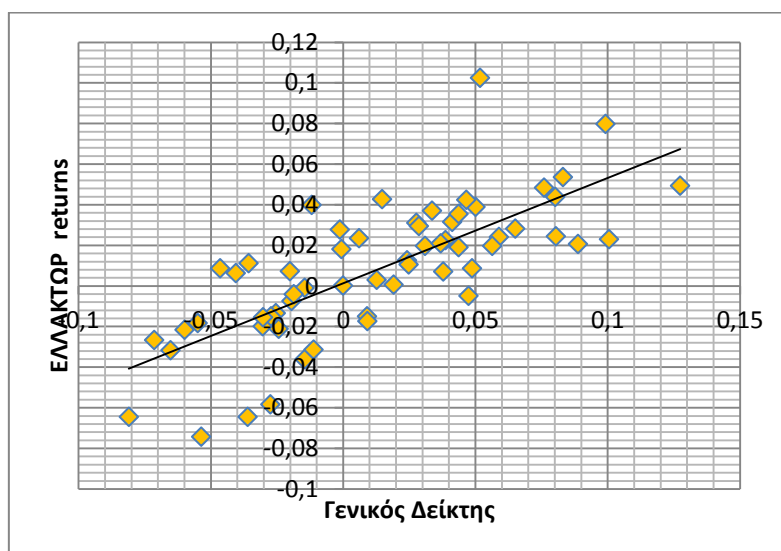
Η σημαντική μείωση των δεικτών κατά την διάρκεια των δέκα συγκεκριμένων ετών δείχνει μια μικρή προσπάθεια αύξησης της μόχλευσης της εταιρίας, η οποία όμως δεν κρίνεται ουσιαστική. Το γεγονός της αυξημένης μόχλευσης θεωρείται απόλυτα δικαιολογημένο σε περιόδους κρίσης καθώς οι εταιρίες αντιμετωπίζουν δυσκολίες στην εύρεση κεφαλαίων που να ικανοποιήσουν τις υποχρεώσεις τους, ιδιαίτερα όταν τα προηγούμενα χρόνια έχουν προηγηθεί σημαντικές επενδύσεις.

5.1.5 Κόστος κεφαλαίου

Σε μια προσπάθεια να υπολογιστεί το κόστος κεφαλαίου της εταιρίας, θα χρησιμοποιηθεί η φόρμουλα του Capital Asset Pricing Model (CAPM), όπως αυτή παρατείνεται παρακάτω:

$$\underbrace{K_e}_{\text{Cost of Equity}} = \underbrace{R_F}_{\text{Risk Free Rate}} + \underbrace{(R_m - R_F)}_{\text{Market Risk Premium}} \times \underbrace{\beta}_{\text{Beta}}$$

Για τον υπολογισμό του beta της εταιρίας γίνεται χρήση των λογαριθμικών αποδοχών τόσο της μετοχής της εταιρίας όσο και του γενικού δείκτη για όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης δεκαετίας. Το σχετικό γράφημα των παρατηρήσεων παρατείνεται ως ακολούθως.



Τα ιστορικά κλεισίματα έχουν αντληθεί από το yahoo finance και είναι προσαρμοσμένα για τα μερίσματα που έχουν δοθεί, ενώ για τον υπολογισμό του beta χρησιμοποιήθηκε η συνάρτηση slope του excel. Το αποτέλεσμα δείχνει το beta για την ΕΛΛΑΚΤΩΡ στο 0,85. Το γεγονός αυτό σημαίνει πως η μεταβλητότητα της

μετοχής της εταιρίας είναι μικρότερη από αυτή του γενικού δείκτη, καθώς επίσης ότι η συσχέτιση των δύο είναι θετική και αρκετά σημαντική.

Για τον υπολογισμό επομένως του CAPM χρησιμοποιήθηκε το beta όπως αυτό βρέθηκε παραπάνω, το risk free rate όπως αυτό καθορίστηκε από το 30ετές Γερμανικό ομόλογο (1,05%) σύμφωνα με το Bloomberg, καθώς επίσης το κόστος δανεισμού όπως αυτό ορίζεται από τους πληρωθέντες τόκους στις ταμειακές ροές της εταιρίας σαν ποσοστό των τρέχοντων δανείων (1,8%).

Το αποτέλεσμα της φόρμουλας CAPM κάνοντας χρήση των παραπάνω είναι **7,36%**.

5.1.6 Weighted Average Cost of Capital

Για τον υπολογισμό του μέσου σταθμισμένου κόστους κεφαλαίου η φόρμουλα που χρησιμοποιείται είναι η εξής:

$$WACC = \frac{E}{V} * Re + \frac{D}{V} * Rd * (1 - Tc)$$

Κάνοντας τους σχετικούς υπολογισμούς βάσει της κεφαλαιακής δομής της εταιρίας, το αποτέλεσμα είναι **7,33%**.

Η γνώση του κόστους κεφαλαίου αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση προκειμένου να εκτιμηθεί η βιωσιμότητα μιας επένδυσης, η ορθότητα των χρηματοδοτικών αποφάσεων, η αξία μιας επιχείρησης και οι αποφάσεις αποτιμήσεων.

6.Συμπεράσματα

Το Θέμα της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η Εταιρική Διακυβέρνηση και η χρηματοοικονομική αναφορά κατασκευαστικών εταιρειών για τον αν υπάρχει η όχι συσχέτιση μεταξύ τους και αν τελικά υπάρχει είναι θετική η αρνητική. Η εργασία παρουσιάζει το θέμα τόσο σε διεθνές επίπεδο όσο και στην ελληνική πραγματικότητα. Κίνητρο για την ενασχόληση και την εφαρμογή της Εταιρικής Διακυβέρνησης από την πλευρά των επιχειρήσεων ήταν τα οικονομικά σκάνδαλα και οι στρεβλώσεις των λογιστικών καταστάσεων που έχουν παρατηρηθεί τα τελευταία χρόνια. Αρχικά παρουσιάζονται κάποιο ορισμοί και εννοιές της . Παρακάτω γίνεται μια ιστορική αναδρομή για την εξέλιξή της. Επιπλέον αναπτύσσονται τρόποι αντιμετώπισης του προβλήματος της εταιρικής Διακυβέρνησης.

Η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί ένα σημαντικό αντικείμενο διερεύνησης και εφαρμογής λόγω κερδοσκοπικών επεισοδίων στις κεφαλαιαγορές και στην εμφάνιση επιχειρηματικών σκανδάλων. Ο κύριος στόχος της εταιρικής διακυβέρνησης είναι η ενίσχυση της διαφάνειας, η έγκαιρη και έγκυρη ενημέρωση και δημοσιοποίηση πληροφοριών και η σωστή και αποτελεσματική λειτουργία του Διοικητικού Συμβουλίου. Η εταιρική διακυβέρνηση και οι αρχές της θα πρέπει να εξασφαλίζουν την κατάρτιση αξιόπιστων λογιστικών καταστάσεων, αξιόπιστους και αποτελεσματικούς ελέγχους και την εξομάλυνση των σχέσεων μεταξύ των μετόχων, των μανάτζερ και της Διοίκησης.

Αποτελέσματα ερευνών από τον διεθνή χώρο δείχνουν ότι όσο υψηλότερη αξιολόγηση εταιρικής διακυβέρνησης έχουν οι επιχειρήσεις τόσο περισσότερους επενδυτές προσελκύουν. Με αυτόν τον τρόπο λοιπόν ισχυροποιείται μια επιχείρηση.

Στη χώρα μας επειδή ακριβώς οι περισσότερες επιχειρήσεις είναι οικογενειακές , η εταιρική διακυβέρνηση βρίσκεται ακόμα σε πρώιμο στάδιο. Η εξουσία βρίσκεται στα χέρια των μεγαλομετόχων, με αποτέλεσμα οι αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης να εμποδίζουν τη διατήρηση αυτής της κατάστασης και να προκύπτουν συγκρούσεις.

Από την άλλη πλευρά είναι δύσκολο να πεί κανείς αν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ χρηματοοικονομικής επίδοσης και Εταιρικής διακυβέρνησης και αυτό γιατί οι εταιρείες δεν ακολουθούν πιστά το νόμο.

Το Διοικητικό Συμβούλιο υποχρεούται να απελευθερώσει όλες τις σχετικές πληροφορίες στα ενδιαφερόμενα μέρη, να δείξει όλα τα απαραίτητα οικονομικά και επιχειρησιακά δεδομένα στα ενδιαφερόμενα μέρη καθώς επίσης δεν πρέπει να κρύβει οποιαδήποτε σημαντική πληροφορία ή να διατηρεί μυστικότητα (du Plessis, McConvill and Bagaric, 2005). Η έκδοση των οικονομικών καταστάσεων επίσης οφέλη στην καλή πρακτική εταιρικής διακυβέρνησης και την διαφάνεια. Η εταιρική διακυβέρνηση βοηθά στη μείωση των κινδύνων επενδύσεων και του δανεισμού, διαμορφώνοντας έτσι τις συνθήκες για βιώσιμη και δίκαιη ανάπτυξη. Με διαφανή και σύγχρονη διακυβέρνηση, οι κατασκευαστικές εταιρίες μπορούν να βελτιώσουν την απόδοσή τους, την παροχή υπηρεσιών και να μειώση την φορολογικής επιβάρυνσης, ενισχύοντας την διαφάνεια και επίσης ωφελώντας τη διασφάλιση των ομάδων και των πελατών του έργων που έχουν πρόσβαση σε σχετικές καλές πρακτικές και αποτελεσματικά εργαλεία για το σχεδιασμό και την υλοποίηση του έργου.

Έτσι, η Εταιρική Διακυβέρνηση, αποτελώντας τον τρόπο λειτουργίας του Διοικητικού Συμβουλίου, βοηθά στη λήψη καλύτερων αποφάσεων και προσδίδει μεγαλύτερη διαφάνεια για τις επιχειρήσεις όπου εφαρμόζεται. Καθώς λοιπόν το βασικό χαρακτηριστικό της εταιρικής διακυβέρνησης είναι η παροχή διαφάνειας, η παροχή ποιοτικών και ουσιωδών πληροφοριών στους επενδυτές και στους μετόχους, καθώς και η προσέλκυση ξένων επενδυτών μπορεί να ειπωθεί ότι έχει άμεση σύνδεση με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα και τα Διεθνή Λογιστικά

Μερικά από τα οφέλη της εφαρμογής ενιαίων λογιστικών προτύπων, όπως είναι τα Δ.Λ.Π. και τα Ε.Λ.Π. είναι η αύξηση της αναγνωρισιμότητας των χρηματιστηριακών αγορών, η παροχή βοήθειας στους επενδυτές προκειμένου να επιτύχουν την ευκολότερη σύγκριση των εισηγμένων εταιριών ανά κλάδο στην Ευρωπαϊκή Ένωση και η συνεισφορά στη διαφάνεια και στην αναβάθμιση της. Επομένως, ο συνδυασμός της Εταιρικής Διακυβέρνησης (Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης) με τα Δ.Λ.Π. και τα Ε.Λ.Π, θα ενισχύσει την αξιοπιστία των πληγέντων επιχειρήσεων από την χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 και θα συμβάλει στην διαφάνεια και στην ουσιώδη πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού, προσελκύοντας και ξένους επενδυτές.

Ωστόσο θα πρέπει να πραγματοποιηθούν και άλλες έρευνες μεταξύ της παραπάνω σχέσης. Μέχρι στιγμής οι έρευνες έχουν διεξαχθεί κυρίως στο Ηνωμένο Βασίλειο με

ένα συγκεκριμένο σύστημα που διαθέτει. Θα πρέπει λοιπόν να πραγματοποιηθεί έρευνα σε άλλες χώρες και σε διάφορες επιχειρήσεις και κυρίως με διαφορετικά συστήματα αξιολόγησης για να μπορέσει κανείς να διερευνήσει σωστά την Εταιρική Διακυβέρνηση και την Χρηματοοικονομική επίδοση.

Άκτωρ και Εταιρική διακυβέρνηση προοπτικές αδυναμίες.

Το ανεκτέλεστο υπόλοιπο της ΑΚΤΩΡ και των θυγατρικών της ανήλθε στις 31.12.2015 σε € 3,2 δις. Επιπλέον, υπάρχουν έργα ύψους € 148 εκατ. που υπεγράφησαν μετά τις 31.12.2015 καθώς και έργα ύψους € 253 εκατ., η υπογραφή των οποίων αναμένεται στο άμεσο μέλλον. Λόγω της περιορισμένης δημοπράτησης νέων έργων στην Ελλάδα, η ΑΚΤΩΡ συνεχίζει να εστιάζει στην ανάπτυξη των εργασιών της διεθνώς με έμφαση στα Βαλκάνια και στη Μέση Ανατολή. Αυτή τη στιγμή οι διεθνείς δραστηριότητες συνεισφέρουν περίπου το 51% των εσόδων της δραστηριότητας κατασκευής (έτος 2015) ενώ αντιπροσωπεύουν και το 53 % του κατασκευαστικού ανεκτέλεστου. Η παρατεταμένη μακροοικονομική αβεβαιότητα του 2015 στην Ελλάδα, επηρέασε περισσότερο την εγχώρια κατασκευαστική δραστηριότητα του ομίλου που παραδοσιακά είχε τη μεγαλύτερη συνεισφορά κερδοφορίας στο σύνολο του κατασκευαστικού τομέα. Ως εκ τούτου προκλήθηκαν καθυστερήσεις εισπράξεων έργων και καθυστερήσεις στην εφαρμογή των κατασκευαστικών χρονοδιαγραμμάτων, που συνοδεύτηκαν από αυξημένες ανάγκες κεφαλαίου κίνησης και τελικά αυξημένο κόστος. Όμως από τα τέλη του 2015 άρχισε να διαφαίνεται μια σταδιακή ομαλοποίηση της κατάστασης. Τυχόν συνέχιση της καθυστέρησης δημοπράτησης νέων κατασκευαστικών έργων στην Ελλάδα (δημοσίων έργων ή και έργων παραχώρησης) μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την αναπλήρωση του κατασκευαστικού ανεκτέλεστου. Καθώς οι κρατικοί προϋπολογισμοί των χωρών της Μέσης Ανατολής επηρεάζονται αρνητικά από τις χαμηλές τιμές του πετρελαίου, υπάρχει ο κίνδυνος σε περίπτωση αλλαγής του κατασκευαστικού αντικειμένου δημοσίων έργων στις χώρες αυτές (κάτι που προκύπτει σε αρκετές περιπτώσεις), ο Όμιλος να μην μπορέσει να πετύχει τις επιθυμητές τροποποιήσεις των συμβάσεων και ως εκ τούτου ενδέχεται να επηρεαστεί αρνητικά η κερδοφορία των έργων αυτών. Τέλος, σημειώνεται ότι η Ελληνική Επιτροπή Ανταγωνισμού ξεκίνησε μία έρευνα σε ελληνικές και ξένες κατασκευαστικές εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα, περιλαμβανομένης της θυγατρικής του ομίλου ΑΚΤΩΡ ΑΤΕ, σχετικά με ενδεχόμενη

παραβίαση κανόνων ανταγωνισμού. Στο πλαίσιο της ως άνω έρευνας έχουν κληθεί στελέχη των εταιρειών περιλαμβανομένων και στελεχών της ΑΚΤΩΡ να καταθέσουν σχετικά. Η ανωτέρω έρευνα δεν έχει ολοκληρωθεί.

Τέλος όπως αναφέρθηκαν παραπάνω οι προοπτικές αλλά και οι κίνδυνοι-αβεβαιότητα για τον κλάδο των κατασκευαστικών εταιρειών συγκεκριμένα του άκτωρ μέλος του ομίλου ελλάκτωρ μια ισχυρή, ξεκάθαρη εταιρική διακυβέρνηση θα της εξασφαλίσει την εμπιστοσύνη του κοινού, των επενδυτών και των κρατικών μηχανισμών έχουν ως αποτέλεσμα την ισχυροποίηση της επιχειρηματικής της θέσης καθώς και την αύξηση της εμπιστοσύνης στα προϊόντα και στις υπηρεσίες της. Επίσης, θα καθιστήσουν τον άκτωρ ελκυστικότερο φορέα για εργασιακή απασχόληση και τέλος, θα έχει ομαλότερη συνεργασία με όλους τους εποπτικούς και κρατικούς φορείς. Τέλος αρτιότερη εικόνα εταιρικής διακυβέρνησης σημαίνει ταυτόχρονα ελκυστικότερη εισροή κεφαλαίων πράγμα που το έχει ανάγκη ο Άκτωρ για να παραμείνει ηγέτης στον κατασκευαστικό κλάδο στην Ελλάδα αλλά και να συνεχίσει να έχει μια ανοδική πορεία στην διεθνή αγορά στον χώρο των κατασκευών.

Σε επίπεδο απόδοσης αυτό που συμπεραίνεται είναι ότι η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση είναι ζωτικής σημασίας τόσο για την εξασφάλιση της διαφάνειας όσο και για την μακροχρόνια βιωσιμότητα των εταιριών. Συγκεκριμένα και καθώς εξετάστηκε στο εμπειρικό μέρος της παρούσας εργασίας για την περίπτωση της ΕΛΛΑΚΤΩΡ, η εταιρία παρουσιάζει δυνατά σημεία σε επίπεδο ρευστότητας και διάρθρωσης. Τέλος και παρότι θα ήταν χρήσιμη η σύγκριση με τους μέσους όρους του κλάδου, το κόστος κεφαλαίου της εταιρίας θα μπορούσε να χαρακτηριστεί υψηλό.

Καταλήγοντας, σχετικά με μελλοντικές προεκτάσεις και περαιτέρω έρευνα, θα ήταν καλό να μελετηθούν κι άλλες διαστάσεις εταιρικής διακυβέρνησης, όπως η αποζημίωση των συμβούλων, αλλά και του CEO, το καθεστώς ιδιοκτησίας των κατασκευαστικών εταιριών και η ύπαρξη επιτροπής διαχείρισης κινδύνου. Σχετικά με την εκπαίδευση των μελών του ΔΣ, η οποία αποτελεί ένα θέμα, το οποίο δεν έχει ερευνηθεί εκτενώς, θα ήταν χρήσιμο να διερευνηθεί επακριβώς το εκπαιδευτικό υπόβαθρο των συμβούλων, όπως για παράδειγμα τη φύση των σπουδών τους και πως αυτή επηρεάζει την επίδοση των κατασκευών. Τέλος, μία σύγκριση αντίστοιχων ευρημάτων με αμερικανικές ή ευρωπαϊκές εταιρίες αποτελεί μία καλή σύσταση για περαιτέρω έρευνα

7. Βιβλιογραφία

Ali, P. and Gregoriou, G. (2006). *International corporate governance after Sarbanes-Oxley*. Hoboken, N.J.: John Wiley.

Anand, S. (2008). *Essentials of corporate governance*. Chichester: John Wiley & sons.

Chang, J., Tang, A. and Krivogorsky, V. (n.d.). The Impact of SOX and SEC Investigation on Corporate Governance of Option Backdating Firms. *SSRN Electronic Journal*.

Cianci, A., Fernando, G. and Werner, E. (2011). The differential CEO dominance—compensation and corporate governance—compensation relations: Pre- and post-SOX. *Advances in Accounting*, 27(2), pp.213-222.

Creswell, J. W. (2012). Εκπαιδευτική έρευνα. Σχεδιασμός, διεξαγωγή και αξιολόγηση της ποσοτικής και ποιοτικής έρευνας. Αθήνα. Εκδόσεις EKEBI

De Vay, D. (2006). *The Effectiveness of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 in preventing and detecting fraud in financial statements*. Boca Raton, Fla.: Dissertation.com.

Erismann-Peyer, G., Steger, U. and Salzmann, O. (2008). *The insider's view on corporate governance*. Basingstoke [England]: Palgrave Macmillan.

Gowthorpe, C. (2008). *Financial analysis*. Oxford: CIMA.

Hartman, T. (2004). *The Impact Of Sarbanes-Oxley On Private Companies - Corporate/Commercial Law - United States*. [online] Mondaq.com. Available at: <http://www.mondaq.com/unitedstates/x/28359/Corporate+Governance/The+Impact+Of+SarbanesOxley+On+Private+Companies> [Accessed 13 Oct. 2016].

Holt, M. (2008). *The Sarbanes-Oxley Act*. Amsterdam: CIMA.

Lander, G. (2002). The Sarbanes-Oxley Act of 2002. *Journal of Investment Compliance*, 3(1), pp.44-53.

Mallin, C. (2004). *Corporate governance*. Oxford: Oxford University Press.

Mason J. (2003) Η διεξαγωγή της ποιοτικής έρευνας. Αθήνα Εκδόσεις: EKEBI

Mehta, S. (2008). *SOX 404 optimization*. [Florham Park, N.J.]: Financial Executives Research Foundation.

Financial ratios and corporate governance indicators in bankruptcy prediction: A comprehensive study Deron Liang , Chih-Chi Lub , Chih-Fong Tsai c,* , Guan-An Shiha

Northrup, C. (2006). *Profitable Sarbanes-Oxley compliance*. Ft. Lauderdale, Fla.: J. Ross Pub.

OECD, (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*. [online] Head of Publications Service, OECD Publications Service, 2, rue André-Pascal, 75775 Paris Cedex 16, France. Available at: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf> [Accessed 13 Oct. 2016].

Ramos, M. (2004). *How to comply with Sarbanes-Oxley section 404*. Hoboken, NJ: John Wiley.

Rees, B. (1995). *Financial analysis*. London: Prentice Hall.

Rodgers, P. (2008). *Financial analysis*. Oxford: CIMA.

Titman, S., Keown, A. and Martin, J. (2016). *Χρηματοοικονομική διαχείριση. Αρχές και εφαρμογές*. ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΠΑΠΑΖΗΣΗ.

Tradingeconomics.com. (2016). *Greece GDP From Construction | 1995-2016 | Data | Chart | Calendar*. [online] Available at: <http://www.tradingeconomics.com/greece/gdp-from-construction> [Accessed 2 Nov. 2016].

Zager, L. and Zager, K. (2006). *THE ROLE OF FINANCIAL INFORMATION IN DECISION MAKING PROCESS*. [online] Special Edition on Consumer Satisfaction – Global Perspective. Available at: http://businessperspectives.org/journals_free/im/2006/im_en_2006_03_Zager.pdf [Accessed 2 Nov. 2016].

Tradingeconomics., (2016). *Forecasts | Economic Indicators | 2016-2020*. [online] Tradingeconomics.com. Available at: <http://www.tradingeconomics.com/forecasts> [Accessed 2 Nov. 2016].

Ellaktor.gr

Capital.gr. (2017). *Capital.gr*. [online] Available at: <http://www.capital.gr/finance/quote/%CE%95%CE%9B%CE%9B%CE%91%CE%9A%CE%A4%CE%A9%CE%A1> [Accessed 8 Jan. 2017].

Bloomberg.com. (2017). *German Rates & Bonds*. [online] Available at: <https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/germany> [Accessed 8 Jan. 2017].

Tradingeconomics.com. (2017). *Greece Corporate Tax Rate | 1981-2017 | Data | Chart | Calendar | Forecast*. [online] Available at: <http://www.tradingeconomics.com/greece/corporate-tax-rate> [Accessed 8 Jan. 2017].