



**MSc law &
economics**

DEPARTMENT of ECONOMICS,
UNIVERSITY of MACEDONIA
and SCHOOL of LAW,
ARISTOTLE UNIVERSITY of THESSALONIKI



ΑΡΙΣΤΟΤΕΛΕΙΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ
Νομική Σχολή

ΔΙΔΡΥΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΔΙΚΑΙΟ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ

Διπλωματική Εργασία

**«Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ ΣΤΗ ΔΡΑΣΗ ΤΩΝ
ΜΑΝΑΤΖΕΡ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ»**

Του

ΓΕΩΡΓΙΟΥ ΜΠΟΓΙΑΤΖΟΠΟΥΛΟΥ

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης
Δίκαιο και Οικονομικά

Επιβλέπουσα Καθηγήτρια: Κύρτσου Αικατερίνη

Απρίλιος 2021

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η παρούσα διπλωματική εργασία εκπονήθηκε το διάστημα μεταξύ Οκτώβριου 2020 και Μαρτίου 2021 στα πλαίσια του μεταπτυχιακού προγράμματος στο Δίκαιο και Οικονομικά του τμήματος της Νομικής του Αριστοτελείου Πανεπιστημίου Θεσσαλονίκης και του τμήματος Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

Ως ελάχιστη δυνατή μνεία, με την παρούσα παράγραφο οφείλω να ευχαριστήσω όλους όσους συνέβαλαν στην εκπόνηση της και ιδιαίτερα στην επιβλέπουσα καθηγήτρια μου, κα Κύρτσου Αικατερίνη, για την πολύτιμη υποστήριξή της, τις παραγωγικές υποδείξεις της και το πολύ καλό κλίμα συνεργασίας που διαμόρφωσε συμβάλλοντας τα μέγιστα για την κατάρτιση της διπλωματικής μου εργασίας.

Επίσης, ευχαριστώ θερμά την οικογένεια μου για τη στήριξη και τη βοήθεια που μου παρείχαν, καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών μου.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπό της παρούσας εργασίας αποτελεί η εξέταση του ρόλου του εσωτερικού ελέγχου στη δράση των managers και στην αποδοτικότητα της επιχείρησης. Το αντικείμενο της μελέτης επικεντρώνεται στην προσπάθεια του εσωτερικού ελέγχου να διατηρεί αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση. Για την καλύτερη ερμηνεία του, πραγματοποιήθηκε αρχικά βιβλιογραφική αναφορά των εννοιών αυτών. Ακολούθως, έγινε ανάλυση μελετών για την ιδιοκτησία, πιο συγκεκριμένα την οικογενειακή, και του γνωστικού συμπεριφορικού σφάλματος της υπερβολικής αυτοπεποίθησης στους managers. Τα αντικρουόμενα συμφέροντα και τα κόστη που προκύπτουν από την ύπαρξη σχέσεων εντολέα - εντολοδόχου στις οικογενειακές επιχειρήσεις, καθώς και η λανθασμένη κρίση εταιρικών αποφάσεων για χρηματοδότηση και στρατηγική των διευθυνόντων στελεχών, αποτελούν παράγοντες που δύναται να επηρεάζουν σημαντικά την αποδοτικότητα των οικονομικών οργανισμών.

Λέξεις κλειδιά: εσωτερικός έλεγχος, εταιρική διακυβέρνηση, αποδοτικότητα, ιδιοκτησία (οικογενειακή), υπέρ-αυτοπεποίθηση, πρόβλημα εντολέα – εντολοδόχου, χρηματοδότηση

ABSTRACT

The purpose of this paper is to examine the role of internal audit in the action of managers and the efficiency of the company. The study focuses on the effort of internal control to maintain effective corporate governance. For a better interpretation, a bibliographic reference of these concepts was initially made. Subsequently, studies on ownership, more specifically the family one, and the cognitive behavioral bias of overconfidence in managers were analyzed and cited. Conflicting interests and costs arising from the existence of a principal - agent relationship in family businesses, as well as the erroneous judgment of corporate decisions about financing and strategy of executives, are factors that can significantly affect the efficiency of financial institutions.

Keywords: internal audit, corporate governance, efficiency, ownership (family), overconfidence, principal – agent problem, finance

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	σελ. iii
ABSTRACT.....	σελ. iv
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	σελ. 1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ^ο : Θεωρητική Προσέγγιση Θέματος.....	σελ. 3
1.1 Εσωτερικός Έλεγχος (Internal Audit)	σελ. 3
1.1.1 Έννοια της Ελεγκτικής	σελ. 3
1.1.2 Διάκριση και Κατηγοριοποίηση Ελέγχων	σελ. 3
1.1.3 Περιεχόμενο Εσωτερικού Ελέγχου	σελ. 5
1.1.4 Πολιτική Προσωπικού	σελ. 8
1.1.4.1 Στάδιο Επιλογής και Πρόσληψης	σελ. 8
1.1.4.2 Στάδιο Επιμόρφωσης	σελ. 9
1.1.4.3 Στάδιο Επίβλεψης.....	σελ. 10
1.1.4.4 Δεοντολογία και Ηθική.....	σελ. 10
1.1.5 Αδυναμίες – Μειονεκτήματα του Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου	σελ. 11
1.2 Εταιρική Διακυβέρνηση (Corporate Governance).....	σελ. 13
1.2.1 Έννοια Διακυβέρνησης.....	σελ. 13
1.2.2 Θεμελιώδη Χαρακτηριστικά.....	σελ. 14
1.2.3 Ανάπτυξη Θεωριών Διακυβέρνησης.....	σελ. 17
1.2.3.1 Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency Theory)	σελ. 17
1.2.3.2 Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης	σελ. 19
1.2.3.2.1 Εξωτερικά Συστήματα	σελ. 19
1.2.3.2.2 Εσωτερικά Συστήματα	σελ. 20
1.2.4 Συμπεριφορικά Σφάλματα (Behavioral Biases)	σελ. 21
1.2.4.1 Γνωστικά Συμπεριφορικά Σφάλματα	σελ. 22
1.2.4.2 Συναισθηματικά Συμπεριφορικά Σφάλματα	σελ. 24
1.3 Εφαρμογή του Εσωτερικού Ελέγχου στην Εταιρική Διακυβέρνηση.....	σελ. 26
1.3.1 Αντιμετώπιση Επιχειρησιακών Ζητημάτων	σελ. 27
1.3.1.1 Διαχείριση Κινδύνων	σελ. 27
1.3.1.2 Επιχειρηματική Ηθική και Συμπεριφορά	σελ. 28
1.3.1.3 Έλεγχος Απόδοσης Οργανισμού.....	σελ. 29
1.3.1.4 Εκθέσεις και Αναφορές σε Εξωτερικούς Φορείς	σελ. 29
1.3.2 Επιτροπή Ελέγχου.....	σελ. 29

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ^ο : Σύνδεση Εσωτερικού Ελέγχου και Αποδοτικότητας.....	σελ. 32
2.1 Εισαγωγή στο Στόχο της Εργασίας.....	σελ. 32
2.2 Εσωτερικός Έλεγχος και Ιδιοκτησία (Ownership).....	σελ. 33
2.1.1 Ορισμός Έννοιας Ιδιοκτησίας.....	σελ. 33
2.2.2 Δομικά Χαρακτηριστικά Ιδιοκτησίας.....	σελ. 33
2.2.2.1 Εσωτερική Ιδιοκτησία.....	σελ. 35
2.2.2.2 Εξωτερική Ιδιοκτησία.....	σελ. 36
2.2.3 Οικογενειακή Ιδιοκτησία (Family Ownership).....	σελ. 37
2.2.4 Μελέτη Περίπτωσης Ευρωπαϊκών Εταιρειών.....	σελ. 40
2.2.4.1 Διαδικασία Επιλογής Δείγματος.....	σελ. 41
2.2.4.2 Ανάλυση Μεταβλητών Έρευνας.....	σελ. 42
2.2.4.3 Εμπειρικά Αποτελέσματα.....	σελ. 43
2.3 Συμπεριφορική Χρηματοδότηση και Λήψη Στρατηγικών Αποφάσεων (Behavioral Finance and Strategy Decisions).....	σελ. 46
2.3.1 Επιρροή Στρατηγικών Αποφάσεων.....	σελ. 46
2.3.2 Μελέτη Περίπτωσης Υπέρ-αυτοπεποίθησης σε Αποφάσεις Χρηματοδότησης.....	σελ. 48
2.3.2.1 Θεωρητικό Υπόβαθρο.....	σελ. 48
2.3.2.2 Επιλογή Δείγματος και Μέτρηση Υπέρ-αυτοπεποίθησης.....	σελ. 48
2.3.2.3 Στατιστικά Δεδομένα.....	σελ. 50
2.3.2.4 Εμπειρικά Αποτελέσματα.....	σελ. 54
2.4 Σχολιασμός Κεφαλαίου.....	σελ. 56
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	σελ. 58
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ.....	σελ. 60

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ - ΠΙΝΑΚΩΝ

Ευρετήριο Γραφημάτων

Γράφημα 1:	Κύρια στοιχεία εσωτερικού ελέγχου.....	σελ. 7
Γράφημα 2:	Πλαίσιο διοίκησης προσωπικού εσωτερικού ελέγχου.....	σελ. 10
Γράφημα 3:	Θεμελιώδη χαρακτηριστικά αποτελεσματικής διαχείρισης κινδύνων...	σελ. 14
Γράφημα 4:	Περιγραφικό πλαίσιο ιδιοκτησίας ως μορφή εταιρικής διακυβέρνησης...	σελ. 35
Γράφημα 5:	Χρονική απεικόνιση των διαφορών στην αποτίμηση της εταιρείας.....	σελ. 56

Ευρετήριο Πινάκων

Πίνακας 1:	Σύνηθες κατηγορίες συμπεριφορικών σφαλμάτων.....	σελ. 22
Πίνακας 2:	Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία για τις ερμηνευτικές μεταβλητές....	σελ. 45
Πίνακας 3:	Κατανομή δείγματος ανά έτος.....	σελ. 51
Πίνακας 4:	Περίληψη στατιστικών δεδομένων δείγματος.....	σελ. 52
Πίνακας 5:	Υπέρ-αυτοπεποίθηση του Διευθύνοντα Σύμβουλου και η ανταπόκριση στην εταιρική επένδυση κατά τη χρηματοπιστωτική κρίση (2007).....	σελ. 53

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο όρος «Οικονομικός Οργανισμός» έχει αποτελέσει διαχρονικά αντικείμενο πολυάριθμων μελετών στον κλάδο της οικονομικής και χρηματοοικονομικής επιστήμης. Το εξελισσόμενο κοινωνικοοικονομικό περιβάλλον και ο ανθρώπινος παράγοντας επιτάσσει διαρκώς την ανάγκη για εκσυγχρονισμό των επιχειρήσεων και την εφαρμογή νέων κανόνων και διαδικασιών στο πλαίσιο της λειτουργίας τους. Απώτερος στόχος ενός οργανισμού είναι η επίτευξη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος και η αύξηση της αποδοτικότητάς του, τόσο βραχυπρόθεσμα, όσο και μακροπρόθεσμα. Τα βασικά εργαλεία που χρησιμοποιούνται από κάθε διοίκηση, είναι οι αντικειμενικοί έλεγχοι, εσωτερικοί και εξωτερικοί, και η ορθά δομημένη και αποτελεσματική εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης.

Η έννοια της ελεγκτικής αποτελεί ένα σύνολο κανόνων και προϋποθέσεων, σύμφωνα με τους οποίες μια επιχείρηση λειτουργεί, ελεγχόμενη από εσωτερικούς και εξωτερικούς αρμόδιους φορείς. Οι έλεγχοι που εφαρμόζονται, σχετίζονται με τη διαχείριση των οικονομικών πόρων, την παρουσίαση των οικονομικών στοιχείων και αποσκοπούν στην αποτελεσματικότητα της εταιρικής διακυβέρνησης του οργανισμού. Η διακυβέρνηση ορίζεται ως το σύστημα διαδικασιών και μεθόδων, μέσω του οποίου πραγματοποιείται η συστηματική παρακολούθηση των αποτελεσμάτων και των εκροών και σκιαγραφείται ο τρόπος διοίκησης της εταιρείας. Παράλληλα, διερευνώνται οι σχέσεις και οι συμπεριφορές των διαφορετικών ομάδων συμφερόντων. Τις τελευταίες δεκαετίες, μελέτες ανέδειξαν την επίκτητη ανάγκη για κατανόηση όλο και περισσότερων χαρακτηριστικών στη συμπεριφορά των ομάδων αυτών, δημιουργώντας τον κλάδο της συμπεριφορικής εταιρικής διακυβέρνησης.

Στην παρούσα διπλωματική εργασία, στόχος είναι η μελέτη του ρόλου του εσωτερικού ελέγχου στη δράση των εμπλεκόμενων με τον οργανισμό ατόμων και ειδικότερα, των managers. Παράλληλα, αναδεικνύεται ο ρόλος του εσωτερικού ελέγχου στην αποδοτικότητα του οργανισμού.

Αναλυτικότερα, στην πρώτη ενότητα πραγματοποιείται βιβλιογραφική επισκόπηση των εννοιών του εσωτερικού ελέγχου και της εταιρικής διακυβέρνησης. Για την ενδελεχή προσέγγιση ενός συστήματος εσωτερικού ελέγχου, αναλύονται, αρχικά το περιεχόμενο του, έπειτα η διαδικασία στις πολιτικές του προσωπικού του και τέλος, οι αδυναμίες του. Στη συνέχεια, στο πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης παρουσιάζονται τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά της, η θεωρία της αντιπροσώπευσης, τα συστήματα της και τα συμπεριφορικά σφάλματα που εμφανίζονται. Ολοκληρώνοντας την ενότητα, γίνεται αναφορά και στον τρόπο που αυτές οι δύο έννοιες δύναται να συνδεθούν για την αποτελεσματικότερη διαχείριση των κινδύνων, τη

διαμόρφωση επιχειρηματικής ηθικής και συμπεριφοράς, τον έλεγχο της αποδοτικότητας και καταγραφή εκθέσεων και αναφορών σε εξωτερικού ελεγκτές.

Η δεύτερη ενότητα αφορά στη σύνδεση του εσωτερικού ελέγχου με την αποδοτικότητα της επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, για την ανάδειξη της σπουδαιότητας του ρόλου του εσωτερικού ελέγχου, πραγματοποιείται κριτική ανασκόπηση δημοσιευμένων εμπειρικών ερευνών για την μελέτη της οικογενειακής ιδιοκτησίας, της υπερβολικής αυτοπεποίθησης των διευθυνόντων συμβούλων και των προβλημάτων που προέρχονται εξαιτίας αυτών στον οργανισμό. Τα αποτελέσματα αυτών των μελετών αναλύονται μέσω της χρήσης μεταβλητών και περιγραφικής στατιστικής. Τέλος, σχολιάζονται οι άμεσες συνέπειες που επιδρούν στην αποδοτικότητα του οργανισμού από τους δύο προαναφερθέντες παράγοντες και η συμβολή του εσωτερικού ελέγχου στην αντιμετώπιση τους.

Κεφάλαιο 1^ο: Θεωρητική Προσέγγιση Θέματος

1.1 Εσωτερικός Έλεγχος (Internal Audit)

1.1.1 Έννοια της Ελεγκτικής

Οι καταγιστικές εξελίξεις που διέπουν τη σύγχρονη κοινωνία, οι ιδιωτικοποιήσεις και η απελευθέρωση της παγκόσμιας αγοράς, η ραγδαία εξέλιξη της τεχνολογίας, καθώς και ο δυτικός τρόπος ζωής έχουν επιδράσει καταλυτικά στον τρόπο λειτουργίας και τη δομή των διοικήσεων των εταιρειών. Αποτελεί ζήτημα σημαίνουσας σημασίας ο αποτελεσματικός τρόπος διαχείρισης και άσκησης της διοίκησης, ώστε να εξασφαλίζεται μια επιτυχημένη, ανταγωνιστική και στρατηγικά άρτια, πολιτική. Με την έννοια της σωστής διαχείρισης συνεπάγονται συμπεράσματα ύπαρξης μεγαλύτερου ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος (Kryscynski, 2020).

Για την επίτευξη μιας ομαλούς μετάβασης από τον παραδοσιακό στο σύγχρονο τρόπο διοίκησης, αλλά και για την εξασφάλιση της μέγιστης κερδοφορίας των εταιρειών, αξιοποιούνται, με κατάλληλο τρόπο, τα εργαλεία που προσφέρει ο κλάδος της ελεγκτικής, ο οποίος εντάσσεται στις διοικητικές – οικονομικές επιστήμες. Σύμφωνα με τον Meigs (1978), η ελεγκτική ορίζεται ως ένας ιδιαίτερος κλάδος που αναλύει ένα σύνολο προϋποθέσεων και κανόνων που αποσκοπούν στη διενέργεια ελέγχων.

Μελετώντας τον ορισμό του Mattingly (1964), δύναται κάποιος να προσδιορίσει την έννοια της ελεγκτικής ως την ενδεδεγμένη διερεύνηση της νομιμότητας, της αξιοπιστίας και της εγκυρότητας όλων των δικαιολογητικών εγγράφων μιας οικονομικής μονάδας. Το πρόσωπο του ελεγκτή είναι εκείνο που πρέπει να πεισθεί από την ακρίβεια των απαιτούμενων πληροφοριών, καθώς και να διενεργήσει τις δοκιμαστικές επαληθεύσεις.

1.1.2 Διάκριση και Κατηγοριοποίηση Ελέγχων

Επιδιώκοντας το μέγιστο δυνατό αποτέλεσμα για την αύξηση του καθαρού κέρδους και τη μείωση των εξόδων της, η οικονομική μονάδα οργανώνει τους παραγωγικούς συντελεστές και τη διαχείριση των συναλλαγών της. Στο πλαίσιο αυτό, οι επικεφαλής των επιχειρήσεων, με βάση συγκεκριμένα κριτήρια, προσεγγίζουν και αξιολογούν τα είδη των ελέγχων, κατηγοριοποιώντας τους, σύμφωνα με τη στοχοθεσία, τις ανάγκες και τις ιδιαιτερότητες της επιχείρησης (Νεγκάκης & Ταχυνάκης, 2017). Στις σημειώσεις που απαιτούνται από έναν ορκωτό ελεγκτή για τα Σεμινάρια Ελεγκτικής του Οικονομικού Επιμελητηρίου της Ελλάδας, καταγράφονται τα είδη των ελέγχων, λαμβάνοντας κανείς υπόψη το είδος της επιχείρησης, τον ειδικό σκοπό και τη διάρκειά

της σε γενικούς και ειδικούς, προληπτικούς και κατασταλτικούς, μόνιμους ή διαρκείς, τακτικούς ή περιοδικούς και έκτακτους ή περιπτώσιακούς αντίστοιχα. Ακόμη, σύμφωνα με το πρόσωπο του ελεγκτή, διακρίνονται σε εσωτερικούς¹ και εξωτερικούς² (Σπαθής & Τσακλάγκανος, 2015), οι οποίοι συνήθως αλληλοσυμπληρώνονται.

Με την πάροδο των χρόνων, ο εσωτερικός έλεγχος αλλάζει, βελτιώνεται και προσθέτει περισσότερες ευθύνες και υποχρεώσεις στους εσωτερικούς ελεγκτικούς φορείς. Η αλλαγή αυτή καλλιεργεί την ανεξάρτητη, αντικειμενική, εγγυητική και συμβουλευτική πτυχή του.

Σύμφωνα με διεθνή βιβλιογραφία ο εσωτερικός έλεγχος μπορεί να χωριστεί σε επιμέρους κατηγορίες, όπως είναι ο έλεγχος παραγωγής (production audit), ο οικονομικός και ο λογιστικός (financial audit), ο διοικητικός (management audit) και ο λειτουργικός (operational audit). Ένας έλεγχος παραγωγής αναφέρεται πρακτικά στην παραγωγική διαδικασία μιας οικονομικής μονάδας ή ενός φορέα. Έχει επομένως κύριο στόχο τη διεύρυνση του κατά πόσο τηρούνται ορθά αυτές οι διαδικασίες, εξετάζοντας το σωστό ανεφοδιασμό των πρώτων υλών, των επιμέρους ποιοτικών χαρακτηριστικών καθώς και το σύνολο των απαραίτητων διαδικασιών που αφορούν στην παραγωγή προϊόντων (Buchanan & Yang, 2005).

Ο έλεγχος παραγωγής αναφέρεται στη διαδικασία παραγωγής μιας οικονομικής μονάδας ή ενός φορέα. Κύρια στόχευση αποτελεί η διερεύνηση της ορθής διεξαγωγής της διαδικασίας, εξετάζοντας τα επιμέρους ποιοτικά χαρακτηριστικά και το σύνολο των απαραίτητων ενεργειών που αφορούν στην παραγωγή των προϊόντων.

Ένας οικονομικός και λογιστικός έλεγχος αποτελείται από δραστηριότητες, αναφορικά με την οικονομική στήριξη της επιχείρησης. Ειδικότερα, ελέγχεται αν τα κεφάλαια προέρχονται από την ίδια την εταιρεία ή αν η επιχείρηση προσφεύγει σε εξωτερικό δανεισμό. Τα κεφάλαια αυτά κρίνονται απαραίτητα για την ομαλή λειτουργία του οικονομικού οργανισμού. Για αυτόν το λόγο, επιβάλλεται να καταχωρούνται με ακρίβεια, ορθότητα και απόλυτη διαφάνεια στις λογιστικές καταστάσεις. Για την αποφυγή χρηματοπιστωτικών κινδύνων και ασαφειών, σύμφωνα με τον Beasley et al., (2006), πρέπει αρχικά, να ελέγχονται οι εξουσιοδοτήσεις και οι προβλεπόμενες διαδικασίες, ώστε να αποσαφηνίζεται, αν οι συγκεκριμένες επενδυτικές ενέργειες και η αναζήτηση πηγών χρηματοδότησης της επιχείρησης συμφωνούν με την επενδυτική πολιτική και τη στρατηγική που έχει υιοθετήσει. Παράλληλα, είναι αναγκαίο να συγκριθεί το κόστος αυτών των επενδυτικών αποφάσεων με τις αντίστοιχες, τρέχουσες αξίες, μέσω του ελέγχου των

¹ Εσωτερικός είναι ο έλεγχος που οργανώνεται από την ίδια την οικονομική μονάδα και διενεργείται από πρόσωπα εξαρτημένα απ' αυτήν.

² Εξωτερικός είναι ο έλεγχος που διενεργείται από ειδικούς επαγγελματίες ελεγκτές οι οποίοι δεν έχουν και δεν πρέπει να έχουν καμία σχέση ή εξάρτηση από την ελεγχόμενη επιχείρηση.

αξιολογήσεων και των επιβεβαιώσεων. Τέλος, είναι σημαντικό να πραγματοποιούνται και έλεγχοι των καταθέσεων σε τράπεζες και των δανείων της επιχείρησης, ώστε να διασφαλίζεται η τακτική ενημέρωση αυτών και η επιβεβαίωση των διαθέσιμων, οικονομικών πόρων της επιχείρησης.

Οι διοικητικοί έλεγχοι, σε επίπεδο εσωτερικής ελεγκτικής στην εταιρεία, πρέπει να εμπεριέχουν θεσπισμένους κανόνες από τη διοίκηση της επιχείρησης. Στόχος αποτελεί η μεγιστοποίηση της αξίας και η σωστή λειτουργία της αποδοτικότητας του οργανισμού (Colbert & Alderman, 1995). Συνεπώς, η επιχείρηση χρειάζεται να προχωρήσει στην ορθή υποβολή των λογιστικών καταστάσεων και των στοιχείων που σχετίζονται με τη γενικότερη πορεία της στον κλάδο (Σπαθής & Τσακλάγκανος, 2015).

Βασική επιδίωξη του λειτουργικού ελέγχου είναι η εξέταση της ορθής και αποτελεσματικής λειτουργίας ενός τμήματος της επιχείρησης. Το ελεγκτικό σώμα που εφαρμόζει το συγκεκριμένο είδος εσωτερικού ελέγχου, πρέπει να διέπεται από τις απαραίτητες γνώσεις και τα εφόδια, ώστε να διερευνήσει την αποτελεσματικότητα των διαδικασιών της λειτουργίας της επιχείρησης, κατά τη στιγμή υλοποίησης των στρατηγικών της αποφάσεων (Jones, 2011).

1.1.3 Περιεχόμενο Εσωτερικού Ελέγχου

Σε ένα διαρκώς εξελισσόμενο επιχειρησιακό περιβάλλον, σημαντική υποχρέωση των διοικητικών στελεχών, αποτελεί η έγκαιρη και στοχευμένη λήψη των αποφάσεων, η εφαρμογή των οποίων θα συμβάλει καταλυτικά στη διαμόρφωση της πορείας της επιχείρησης. Η λήψη αυτών των αποφάσεων προϋποθέτει την αναγκαία ύπαρξη ορθολογικών γνωρισμάτων για αξιολόγηση των στοιχείων του οργανισμού την περίοδο που θεωρητικά είναι και η πιο κατάλληλη.

Η σημασία του εσωτερικού ελέγχου διαδραματίζει σπουδαίο ρόλο στην εξασφάλιση της άρτιας λειτουργίας της εταιρείας και στη στάθμιση των εσωτερικών δυνατοτήτων της. Ο έλεγχος λειτουργεί συμπληρωματικά ως σύμβουλος, χωρίς να αντικαθιστά τους διευθύνοντες συμβούλους και τους managers του οικονομικού οργανισμού (Zhang et al., 2007). Ο εσωτερικός ελεγκτής ορίζεται ως ένα πρόσωπο καταρτισμένο, μέλος του εργατικού δυναμικού της επιχείρησης, το οποίο υποχρεούται να ακολουθήσει τις οδηγίες που του υποδεικνύονται από τη διοίκηση (Σπαθής & Τσακλάγκανος, 2015).

Η εξουσιοδότηση που δίδεται στο εκτελεστικό όργανο από τη νομοθεσία, καθώς και οι ανάγκες του οργανισμού ορίζουν το πεδίο δραστηριότητας του ελεγκτικού έργου. Σύμφωνα με την αναθεώρηση του νόμου 3016/2002³ καθίσταται υποχρεωτική η ύπαρξη τμήματος ελέγχου για τις

³ Από κείμενο του νόμου 3016/2002 στο www.e-forologia.gr ή στο www.e-nomothesia.gr

εισηγμένες επιχειρήσεις στο Χρηματιστήριο Αθηνών (Παπαστάθης, 2014). Πιο συγκεκριμένα το άρθρο 7 αυτού του νόμου αναφέρεται στην οργάνωση που πρέπει να έχει ένας τέτοιου είδους έλεγχος και το άρθρο 8 στις αρμοδιότητες και υποχρεώσεις της υπηρεσίας του εσωτερικού ελέγχου. Για να μπορέσει αυτός ο μηχανισμός να εφαρμοστεί σωστά πρέπει να υπάρχει σύστημα εσωτερικού ελέγχου (Simon et al., 2014).

Η σημασία του ελέγχου έγκειται στην ανάγκη αποφυγής της κατάχρησης των περιουσιακών στοιχείων και της απάτης που πραγματοποιείται στο εσωτερικό των εταιρειών και των οικονομικών οργανισμών. Παράλληλα, εξασφαλίζεται η μέγιστη ακρίβεια στην τήρηση των αρχείων των επιχειρήσεων. Αξίζει να σημειωθεί ότι, μέσω του ελέγχου, προωθείται η αξιοπιστία και η ακρίβεια των λογιστικών καταχρήσεων, ενθαρρύνεται η μέτρηση της παραγωγής και η σύγκριση με τους στόχους και την πολιτική της επιχείρησης (Παπαστάθης, 2014). Στο πλαίσιο αυτό, ενσωματώνεται συμπληρωματικά και η ευθύνη για την προσεκτική συλλογή και την ερμηνευτική αναφορά των επιλεγμένων επιχειρηματικών δεδομένων, για να μπορέσει να καταστεί δυνατή η παρακολούθηση των επιχειρηματικών εξελίξεων, των δραστηριοτήτων και την αξιολόγηση των αποτελεσμάτων που προέρχονται από ποικίλες και ογκώδεις συναλλαγές (Carmichael & Swieringa, 1968).

Βασικά χαρακτηριστικά της στάσης των εσωτερικών ελεγκτών πρέπει να είναι η ανεξαρτησία και η αντικειμενικότητα, καθ' όλη τη διάρκεια των εκτελεστικών καθηκόντων τους (Παπαστάθης, 2014). Με τον όρο ανεξαρτησία νοείται η απαλλαγή από κάθε κατάσταση που εσκεμμένα ή μη, παρακωλύει την ορθή και αμερόληπτη διεκπεραίωση του εσωτερικού ελέγχου. Ταυτόχρονα, η ανεπηρέαστη κρίση του ελεγκτή, αναφορικά με την εκτέλεση των καθηκόντων του, κατοχυρώνεται μέσω της εξασφάλισης της αντικειμενικότητας του έργου του (Carmichael & Swierigna, 1968). Στις περιπτώσεις που υπονομεύεται το κριτήριο της αντικειμενικότητας, χρειάζεται να πραγματοποιείται παρέμβαση σε ατομικό επίπεδο, καθώς και στις αρμοδιότητες του ελεγκτή λογιστή.

Έργο του ελεγκτή αποτελεί η εξέταση δραστηριοτήτων που αφορούν στις αγορές, στους προμηθευτές, καθώς και στη μεταφορά των προϊόντων που παράγει η επιχείρηση. Παράλληλα, καθήκον του επικεφαλής είναι ο έλεγχος των τμημάτων του marketing και των πωλήσεων, η εξέταση των εσόδων και των εξόδων της επιχείρησης, καθώς και η μελέτη του τρόπου διοικήσεως του προσωπικού σε θέματα, αναφορικά με τις αμοιβές του, τις άδειες και τον τρόπο επιλογής του (Skaiife et al., 2013). Τέλος, σύμφωνα με το Ινστιτούτο Εσωτερικού Ελέγχου, ο επικεφαλής εσωτερικού ελέγχου υποχρεούται να υποβάλλει τις αναφορές των αποτελεσμάτων των διαδικασιών που ακολούθησε, σε κάθε επίπεδο ιεραρχίας, στα πλαίσια πάντα του οργανισμού.

Καθοριστικός παράγοντας για τη διασφάλιση της αποδοτικότητας του ελέγχου, στο χώρο της επιχείρησης, είναι η άμεση συνεργασία και η επικοινωνία του επικεφαλής εσωτερικού ελέγχου με το Διοικητικό Συμβούλιο (Παπαστάθης, 2014).



Γράφημα 1: Κύρια στοιχεία εσωτερικού ελέγχου, Πηγή: Ινστιτούτο Εσωτερικών Ελεγκτών (2015), Διεθνές Πλαίσιο Επαγγελματικών Πρακτικών

Στη σημερινή καθημερινότητα μπορεί εύκολα να γίνει αντιληπτό ότι η διοίκηση των επιχειρήσεων, και συγκεκριμένα των πιο μεγάλων, γίνεται ολοένα και δυσκολότερη και καθίσταται σχεδόν ανέφικτη η συνεχής επίβλεψη των εργαζομένων τους. Με τη χρήση όμως εκσυγχρονισμένων τεχνολογικών βοηθημάτων και την επίτευξη πολλαπλών τμημάτων και υπευθύνων σε αυτά, δύναται η εφαρμογή καινοτόμων συστημάτων διοίκησης. Επομένως, η διοίκηση του οργανισμού απολαμβάνει συγκεντρωτικές πληροφορίες για τον κλάδο που ενεργεί, κυρίως ποσοτικών οικονομικών στοιχείων, τις οποίες οι managers και τα διευθυντικά στελέχη χρησιμοποιούν για τη λήψη ορθολογικών αποφάσεων και την αύξηση της παραγωγικότητάς τους. (Παπαστάθης, 2014). Για την επίτευξη των στρατηγικών στόχων που ορίζει η κάθε επιχείρηση και η αποφυγή διορθωτικών πράξεων, απαραίτητη είναι η αξιοπιστία αυτών των δεδομένων.

Ο συνεχόμενος και επαναλαμβανόμενος έλεγχος τους και η αξιολόγηση τους αποτελούν τα εργαλεία για ενίσχυση της προαπαιτούμενης αξιοπιστίας. Τα διοικητικά στελέχη καθ' όλη τη διάρκεια της αξιολόγησης αυτών, σύμφωνα με τον κώδικα δεοντολογίας και τους κανόνες της εταιρικής διακυβέρνησης, δεν πρέπει ρητά να επηρεάζονται από προσωπικές κρίσεις και εμπειρίες για το αν τα λειτουργικά αποτελέσματα της επιχείρησης είναι ορθά. Έχει αποδειχθεί βιβλιογραφικά ότι ένα ποιοτικό σύστημα εσωτερικού ελέγχου αποτελεί παράγοντας μεγάλης

σπουδαιότητας καθώς προσδιορίζει το πρότυπο και τη διαδικασία που ακολουθεί ο εξωτερικός έλεγχος (Σπαθής & Τσακλάγκανος, 2015).

1.1.4 Πολιτική Προσωπικού

Το κύριο χαρακτηριστικό της επιτυχίας ενός συστήματος εσωτερικού ελέγχου σχετίζεται σε μεγάλο βαθμό με το αρμόδιο προσωπικό που συμμετέχει στην άσκησή του. Στα πλαίσια αυτού ενστερνίζονται εκσυγχρονισμένες πολιτικές για πρόσληψη, εκπαίδευση και επιτήρηση, με απώτερο σκοπό το καλύτερο δυνατό ξεκαθάρισμα ατόμων που δείχνουν πως κατέχουν απαραίτητα προσόντα και είναι αξιόπιστα για να αποτελούν μέρος του προσωπικού του. Η διαδικασία στελέχωσης εξειδικευμένου εργατικού δυναμικού έχει καθοριστικό ρόλο, διότι σε μια σύγχρονη επιχείρηση και ειδικά περιόδους, όπως η σημερινή, υπάρχουν μεγάλες τάσεις διεθνοποιούμενης αγοράς. Αυτό συμβαίνει καθώς δεν επιδέχονται πειραματισμοί και κακές επιλογές στελέχωσης προσωπικού.

Ανεξάρτητο τμήμα σε μεγάλες επιχειρήσεις αποτελεί αυτού του είδους έλεγχου, το οποίο και κατατάσσεται στις λειτουργίες του Συμβουλίου τους. Αντίθετα, στις μικρές ανήκει στα καθήκοντα του διευθυντή – ιδιοκτήτη ή σε κάποιο άλλο μέλος του management τους. Στην περίπτωση έλλειψης της ανεξαρτησίας του εσωτερικού ελεγκτή, υπάρχουν μεγάλες πιθανότητες για μειώσεις της αξίας του ελέγχου που εφαρμόζεται (Παπαστάθης, 2014). Λόγω του γεγονότος ότι το τμήμα αυτό οργανώνεται με βάση το management του εκάστοτε οργανισμού, ο βαθμός της αποτελεσματικότητας διαφοροποιείται. Για την αποφυγή πολλών προβλημάτων, συνάγεται το συμπέρασμα ότι το κάθε τμήμα που πραγματοποιεί εσωτερικούς ελέγχους πρέπει να υπάγεται μόνο στη διεύθυνση του Συμβουλίου ή του Προέδρου της οικονομικής μονάδας (Zhang et al., 2007).

1.1.4.1 Στάδιο Επιλογής και Πρόσληψης

Οι διαδικασίες πραγματοποίησης επιλογών ατόμων για τη στελέχωση του προσωπικού είναι συνήθως σύνθετες και περιλαμβάνουν διάφορα στάδια, όπως αυτό της προσωπικής συνέντευξης, της εξέτασης προϋπηρεσίας ακόμη και άλλες εξετάσεις για την καλύτερη δυνατή κατανόηση των εμπειρικών γνώσεων και των δεξιοτήτων κάθε υποψηφίου. Η ύπαρξη ασφάλειας, εμπιστοσύνης και η μη προβολή καταχρηστικών συμπεριφορών αποτελούν καθοριστικό μέρος για την εφαρμογή προσλήψεων (Meigs et al., 1978). Συνήθως ζητείται από τον υποψήφιο υπάλληλο να προσκομίσει κάποιες συστατικές επιστολές, που μπορούν να εγγυηθούν την τιμιότητα και την ειλικρίνεια του

(Carmichael & Willingham, 1979). Μια κατάχρηση συνεπώς, δεν εντοπίζεται εύκολα και ούτε εμποδίζεται δίνοντας έμφαση μόνο σε κριτήρια που συνδέονται με τον άριστο και τίμιο χαρακτήρα που παρουσιάζουν οι υπάλληλοι. Για να προστατευτεί επαρκώς ένας οικονομικός οργανισμός από φαινόμενα και καταστάσεις καταχρήσεων, εκτός της επιδίωξης για ποιοτικά συστήματα ελέγχου, πρέπει να πραγματοποιούνται και έλεγχοι σε τακτά χρονικά διαστήματα και από ανεξάρτητους ορκωτούς λογιστές. Απαραίτητη είναι παράλληλα και η αγορά ασφαλιστρών για την αποτελεσματικότερη προφύλαξη του οργανισμού από καταστάσεις που δύναται να προέρχονται από ανειλικρίνεις υπαλλήλων προκαλώντας ζημίες (Σπαθής & Τσακλάγκανος, 2015).

1.1.4.2 Στάδιο Επιμόρφωσης

Οι διαδικασίες εκπαίδευσης και επιμόρφωσης, που πραγματοποιούνται συνήθως στον εργασιακό χώρο, δημιουργούν σχέσεις εμπιστοσύνης και αλληλεξάρτησης με τον εργαζόμενο και κατά συνέπεια, ο δεύτερος με τη σειρά του προσφέρει αποτελεσματικότερα τις παροχές του στον εργοδότη του (Carmichael & Willingham, 1979). Ο χρόνος που απαιτείται για την ολοκλήρωση των διαδικασιών αυτών εξαρτάται από παράγοντες όπως είναι η φύση της δουλειάς που θα εκτελεί ο υπάλληλος με τα καθήκοντα του, της τεχνικής υποδομής του, της εκπαίδευσης και εργασιακής του πείρας και τέλος από το χαρακτήρα του (Σπαθής & Τσακλάγκανος, 2015). Η επιμόρφωση συνήθως είναι περισσότερο πρακτική και έχει ως βασικούς άξονες τις λεπτομέρειες, τις διαδικασίες και τις πιθανές αποκλίσεις που εμφανίζονται κατά τις ενέργειες διεργασίας των καθηκόντων.

Η πολιτική που ακολουθεί ένας οικονομικός οργανισμός για το προσωπικό του πρέπει να είναι σε θέση να προνοεί ευέλικτες εσωτερικές μετακινήσεις εργαζομένων μεταξύ των τμημάτων για την επίτευξη λειτουργιών, μεγιστοποίηση αποτελεσμάτων και αποφυγή ατασθαλιών σε καταστάσεις ελλείψεων ατόμων (Crawford et al., 2011). Γι' αυτό το λόγο, κρίνεται απαραίτητη η διαρκής εκπαίδευση νέων ατόμων σε περισσότερα εργασιακά πόστα. Μέσω της εκπαίδευσης των υπαλλήλων, αποκτώνται νέες δεξιότητες κυρίως διαπροσωπικές λόγω της συνεργασίας ανά ομάδες και των συχνά προφορικών και γραπτών παρουσιάσεων που καλούνται να εκτελέσουν, καθώς επίσης και επικοινωνιακών δεξιοτήτων, συμπεριλαμβανόμενης και της ικανότητας παρουσίασης ποσοτικών και ποιοτικών πληροφοριών και επιχειρημάτων (Simon et al., 2014). Καλλιεργείται το ομαδικό πνεύμα κατά τη διάρκεια της εργασίας μέσω της αλληλεπίδρασης με πολιτισμικά και διανοητικά διαφορετικά άτομα, της διαπραγμάτευσης αποδεκτών λύσεων και συμφωνιών σε επαγγελματικές καταστάσεις, της αποτελεσματική εργασία σε μια διαπολιτισμική ρύθμιση (Crawford et al., 2011).

1.1.4.3 Στάδιο Επίβλεψης

Ένα λειτουργικό και σωστά δομημένο σύστημα προσωπικού δεν πρέπει να περιέχει στο δυναμικό της μόνο τα παραπάνω. Αντίθετα, χρειάζεται να προστεθεί στις διαδικασίες και η διενέργεια εφαρμογών για την επίβλεψη του προσωπικού. (Νεγκάκης & Ταχυνάκης, 2017). Πολλές είναι οι φορές που το προσωπικό μιας επιχείρησης αντιμετωπίζει προβλήματα, λειτουργικά ή μη, τα οποία μόνο ο άμεσος προϊστάμενος τους έχει τη δυνατότητα να προβεί σε λύσεις. Επιπλέον, χρήσιμο αποτελεί το γεγονός εφαρμογής διαρκών ελέγχων από την εταιρεία στο εργατικό δυναμικό της, για να διαπιστώνεται η ποιότητα των εργασιών που προσφέρουν, καθώς επίσης και να ληφθούν μέτρα και διορθωτικές αποφάσεις όπου κρίνεται ότι αυτό είναι απαραίτητο.



Γράφημα 2: Πλαίσιο διοίκησης προσωπικού εσωτερικού ελέγχου, Πηγή: Προσαρμοσμένο από IIPF Supplemental Guidance: Implementing a new internal sector, (2015), Institute of Internal Auditors.

1.1.4.4 Δεοντολογία και Ηθική

Η αναγκαιότητα δεοντολογίας κρίνεται απαραίτητη κατά την άσκηση του εσωτερικού ελέγχου. Βασικό πλεονέκτημα που παρέχεται από την ύπαρξη του κώδικα δεοντολογίας είναι η συσχέτιση της εμπιστοσύνης με την αντικειμενικότητα σε θέματα που αφορούν στην εταιρική διακυβέρνηση, διαχείριση κινδύνων και συστημάτων εσωτερικού ελέγχου (Νεγκάκης & Ταχυνάκης, 2017). Επιπλέον, απαιτείται να συμπεριλαμβάνει δύο θεμελιώδη χαρακτηριστικά στη δομή του. Το

πρώτο αφορά στο ότι οι κανόνες που οριοθετεί πρέπει να συνδέονται με τη διαδικασία εφαρμογής του ελέγχου, ενώ το δεύτερο αναφέρεται στα πρότυπα συμπεριφοράς που ακολουθούν οι αρμόδιοι ασκώντας τα καθήκοντά τους.

Με βάση τον κώδικα ηθικής, ένας αρμόδιος ελεγκτής χρειάζεται να εφαρμόζει και να υπερασπίζει κάποιες βασικές αρχές. Αρχικά, μία από αυτές θεωρείται η ακεραιότητα, μέσω της οποίας δίνεται η δυνατότητα εδραίωσης της εμπιστοσύνης και η βάση για τη στήριξη της κρίσης τους. Επίσης, άλλη βασική αρχή είναι αυτή της αντικειμενικότητας κατά την οποία ο ελεγκτής παρουσιάζει το υψηλότερο απαιτούμενο επίπεδο επαγγελματικής αντικειμενικότητας όταν συγκεντρώνει, αξιολογεί και κοινοποιεί τα αναγκαία δεδομένα και στοιχεία των λειτουργιών που ερευνά. Συνεπώς, κατά τη διαδικασία μορφοποίησης των αποφάσεων όλοι οι εσωτερικοί ελεγκτές στην προσπάθειά τους να είναι αντικειμενικοί και να προβούν ορθά σε εκτιμήσεις όλων των πιθανών περιπτώσεων, δεν πρέπει να είναι έρμια επιρροής αδικαιολόγητων και αναίτιων συμφερόντων, είτε αυτά είναι δικά τους ή άλλων γύρω τους. Συμπληρωματικά, αξίζει να σημειωθεί ότι στις βασικές αρχές εντάσσεται και η αρχή της εμπιστευτικότητας κατά την οποία τηρείται, από τους αρμόδιους, η προστασία των πληροφοριών που λαμβάνονται και δεν κοινοποιείται στον περίγυρο του οικονομικού οργανισμού χωρίς εξουσιοδότηση και άδεια. Η μόνη περίπτωση που μπορεί να συμβεί το αντίθετο είναι, εφόσον και αν υπάρχει νομική απαίτηση. Τέλος, ο κώδικας προασπίζει άλλη μια αρχή, αυτή της επάρκειας, όπου ο κάθε επικεφαλής χρησιμοποιεί τις ικανότητες, τις γνώσεις του για ανάπτυξη λειτουργιών ελέγχου (Νεγκάκης & Ταχυνάκης, 2017).

1.1.5 Αδυναμίες – Μειονεκτήματα του Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου

Εκτός όλων των παραπάνω αναφορών στα θετικά αποτελέσματα που προσφέρει ο εσωτερικός έλεγχος μιας επιχείρησης, σημαντικό είναι να αναφερθεί ότι παρέχει διασφαλίσεις για δημιουργία αξιόπιστων οικονομικών στοιχείων στην ορθολογική διοίκηση του οργανισμού και την προετοιμασία των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Η επίτευξη όμως του στόχου του συνδέεται με το λειτουργικό κόστος, το οποίο προαπαιτείται λόγω της αναγκαιότητας παροχής υπηρεσιών του ελέγχου. Το κόστος για να είναι ανεκτό και μη ζημιολόγο για την περιουσία του οργανισμού, χρειάζεται να είναι αισθητά μικρότερο από τα οφέλη που αποκομίζει από τη λειτουργία του εσωτερικού ελέγχου.

Αναγνωρίζεται παράλληλα η τάση στη συμπεριφορά του εσωτερικού ελεγκτή να αποφεύγει οποιαδήποτε ανάμειξη του σε θέματα διαχείρισης των κινδύνων. Ο Sawyer (2003) υπογραμμίζει ότι η προσπάθεια αποσαφήνισης της σχέσης μεταξύ κινδύνων και ελέγχων βελτιώνει την ποιότητα

των εκθέσεων και βοηθάει τους managers να επιτύχουν τους στόχους τους. Επίσης, ο De La Rosa (2005) ισχυρίζεται ότι υπάρχει ανάγκη αλληλοσύνδεσης μεταξύ των εκθέσεων ελέγχου, για να δύνανται οι ελεγκτές να παρέχουν βοήθεια στους managers με σκοπό την κατανόηση των αδυναμιών του εσωτερικού ελέγχου και, ως εκ τούτου, να βελτιώνουν την επικοινωνία μεταξύ ελεγκτών και ελεγχόμενων οργανισμών (Melville, 1999).

Ερευνητές που ασχολούνται με τα λογιστικά έχουν εντοπίσει και διερευνήσει εις βάθος τις συνέπειες των ασθενών εσωτερικών ελέγχων. Τα υπάρχοντα εμπειρικά αποτελέσματα δείχνουν ότι οι αδυναμίες ενός εσωτερικού ελέγχου οδηγούν συχνά σε κακή ποιότητα χρηματοοικονομικών αναφορών (Skaife et al., 2008), λιγότερο αποτελεσματικές επενδύσεις (Cheng et al., 2013) και πιο σοβαρές συναλλαγές στο εσωτερικό του οργανισμού (Skaife et al., 2013). Στη βάση των ανωτέρω, είναι σημαντικό να αντιληφθούν οι παράγοντες που οδηγούν σε αδυναμίες. Η βιβλιογραφία που εξετάζει τους καθοριστικούς παράγοντες των αδυναμιών του εσωτερικού ελέγχου προσδιορίζει μια σειρά χαρακτηριστικών που σχετίζονται με το μέγεθος της εταιρείας, τη σταθερή πολυπλοκότητα και την οικονομική υγεία της (Doyle et al., 2007). Αυτή η βιβλιογραφία αποδεικνύει επίσης, ότι οι εταιρείες με ελεγκτές υψηλότερης ποιότητας και οι εταιρείες με υψηλότερη θεσμική ιδιοκτησία είναι πιθανότερο να εμφανίσουν αδυναμίες εσωτερικού ελέγχου (Skaife et al., 2008). Τέλος, προκύπτει ένα βιβλιογραφικό κενό καθώς δεν εξετάζεται το πώς η ποικιλομορφία του διοικητικού συμβουλίου μπορεί να επηρεάσει την πιθανότητα αδυναμιών εσωτερικού ελέγχου.

Συχνό φαινόμενο αποτελεί η καταστρατήγηση και η παραβίαση πολλών αρχών, πάνω στις οποίες βασίζεται ένα σύστημα εσωτερικού ελέγχου. Στις περιπτώσεις όπου το management μιας επιχείρησης επεμβαίνει με αρνητικό τρόπο για τη συγκάλυψη ορισμένων καταστάσεων, όπως οι παραλήψεις, μπορεί εύκολα να καταστήσει τον εσωτερικό έλεγχο αναποτελεσματικό (Ταχυνάκης & Νεγκάκης, 2017). Ο διαχωρισμός των αρμοδιοτήτων ανάμεσα στον κάθε υπάλληλο με το αντίστοιχο τμήμα, συνήθως δημιουργεί αμελητέα αξία όταν διαπιστώνονται παραπλανητικά τεχνάσματα.

Εν κατακλείδι, διαπιστώνεται ότι οι επιχειρήσεις είναι πιθανότερο να ταυτιστούν με αδυναμία εσωτερικού ελέγχου, εάν οι ελεγκτικές επιτροπές τους έχουν λιγότερη ή και καθόλου λογιστική χρηματοοικονομική εμπειρογνωμοσύνη (Zhang et al., 2007). Τέλος, έχει παρατηρηθεί από σχετικές μελέτες ότι οι εταιρείες που έχουν εφαρμόσει μεταβολές στα ελεγκτικά του πρόσωπα είναι πιο ευάλωτες στο να εμφανίσουν μειονεκτήματα στην αποδοτικότητα του εσωτερικού ελέγχου μεγαλύτερα από εκείνες που δεν έχουν την ανάγκη να πραγματοποιούν συχνά αλλαγές στις επιτροπές ελέγχου (Hoitash et al., 2009). Επομένως, χρειάζεται ιδιαίτερη προσοχή κατά τη διάρκεια που οι επιχειρήσεις λαμβάνουν συγκεκριμένες αποφάσεις (Zhang et al., 2007).

1.2 Εταιρική Διακυβέρνηση (Corporate Governance)

1.2.1 Έννοια Διακυβέρνησης

Ήδη από την προηγούμενη ενότητα, της ανάλυσης σε θεωρητικό επίπεδο του εσωτερικού ελέγχου, έγινε αναφορά στον όρο εταιρική διακυβέρνηση. Ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ)⁴, ορίζει ως εταιρική διακυβέρνηση⁵ ένα σύστημα μεθόδων και διαδικασιών για τη συστηματική παρακολούθηση των αποτελεσμάτων και των εκροών του οργανισμού. Το σύστημα της διακυβέρνησης καθορίζει την κατανομή περιουσιακών δικαιωμάτων και υποχρεώσεων και εξειδικεύει τη διάρθρωση αυτών ανάμεσα στις διαφορετικές ομάδες συμφερόντων ενός οργανισμού, όπως για παράδειγμα τα ανώτατα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη, τους πιστωτές, τους μετόχους (shareholders) και τους άλλους εταίρους (stakeholders) (Minow & Monks, 2011). Άλλοι εταίροι μπορεί να είναι για παράδειγμα οι εργαζόμενοι, προμηθευτές, μακροχρόνιοι πελάτες.

Στις σύγχρονες επιχειρήσεις και οργανισμούς παρατηρείται έντονη εμφάνιση της ιδιοκτησίας (ownership), δημιουργώντας προβλήματα σε διοικητικά ζητήματα και στην μη ορθολογική διαδικασία λήψης αποφάσεων, όπως για παράδειγμα σε θέματα που αφορούν στη χρηματοδότηση (Ξανθάκης et al., 2003). Συνεπώς αναγκαία είναι η θέσπιση τέτοιων συστημάτων για την καταγραφή κανόνων πριν τη λήψη κάθε απόφασης και το διαχωρισμό της διοίκησης με την ιδιοκτησία. Η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί το εργαλείο της προσέγγισης και επίλυσης του βασικού προβλήματος του εντολέα – εντολοδόχου (principal – agent problem). Η χρηματοοικονομική επιστήμη θεωρεί ότι η ύπαρξη αντιπαραθέσεων για το πώς δρουν οι ικανότεροι managers της εταιρείας (εντολοδόχοι) και με ποιο τρόπο θα φαίνονται περισσότερο φερέγγυοι όταν χρειάζεται να λογοδοτήσουν στους μετόχους – επενδυτές (εντολείς), οδηγεί τον οργανισμό σε ασύμφορες για αυτόν καταστάσεις (Berle & Means, 1932). Το πρόβλημα αυτό εξετάστηκε και μελετήθηκε από τον Coase (1937) πρώτη φορά μέσω της θεωρίας των ατελών συμβολαίων (incomplete contracts). Καθώς οι ιδιοκτήτες και οι διαχειριστές του οικονομικού οργανισμού πιθανώς να έχουν αντικρουόμενα συμφέροντα, το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης προσπαθεί να καθιστά δυνατή τη διασφάλιση πως τα συμφέροντα των δύο μερών ταυτίζονται και εξισορροπούνται, έχοντας ως απώτερο στόχο την επίτευξη άριστων επιπέδων αποτελεσματικότητας και κερδοφορίας. Συχνά, τόσο ο εντολέας, όσο και ο εντολοδόχος επιθυμούν τη μεγιστοποίηση στις χρησιμότητές τους, πάντα όμως, επιτυγχάνοντας για αυτούς το

⁴ Διεθνής οργανισμός με μέλη αναπτυγμένες χώρες που υποστηρίζουν τις αρχές της αντιπροσωπευτικής δημοκρατίας και της οικονομίας της ελεύθερης αγοράς. Παρέχει το περιβάλλον όπου οι κυβερνήσεις μπορούν να συγκρίνουν εφαρμογές πολιτικής, να βρουν απαντήσεις στα κοινά προβλήματα, να προσδιορίσουν τις καλές πρακτικές και να συντονίσουν τις εσωτερικές και διεθνείς πολιτικές τους.

⁵ <http://www.oecd.org/corporate/>

μικρότερο πιθανό κόστος. Επομένως, υπάρχει κίνητρο, πολλές φορές, για τον εντολοδόχο να μην ενεργεί προς συμφέρον του εντολές.

Για τις ανεπτυγμένες χώρες, πρωταρχικός κανόνας στις πολιτικές εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζονται είναι η προστασία των δικαιωμάτων που κατέχει κάθε μέτοχος μειοψηφίας, στα πλαίσια αυτής, καθώς και η εδραίωση του ρόλου του Συμβουλίου στην παρακολούθηση των επενδυτικών αποφάσεων για αποτελεσματικότερη διοίκηση. Η εταιρική διακυβέρνηση, αντίστοιχα, αποτελεί επιβεβλημένο ζήτημα για έρευνα και εφαρμογή της και στις χώρες που θεωρούνται ακόμη αναπτυσσόμενες, σε χώρες δηλαδή με κεντρικά σχεδιαζόμενες οικονομίες, που απαραίτητη προϋπόθεση είναι η υλοποίηση του κρατικού πλάνου (Ξανθάκης et al., 2003).

1.2.2 Θεμελιώδη Χαρακτηριστικά

Η αποτελεσματική διαχείριση των καθημερινών κινδύνων ενός οργανισμού, σε στρατηγικό επίπεδο, και έχοντας ως απώτερο στόχο την καλύτερη δυνατή διακυβέρνηση συντελείται με την εκτέλεση ενός μοντέλου βασισμένο σε συγκεκριμένα χαρακτηριστικά συστατικά. Αυτά είναι η κουλτούρα, η ηγεσία, η συνεργασία, τα συστήματα και η δομή (Drew et al., 2006).



Γράφημα 3: Θεμελιώδη χαρακτηριστικά αποτελεσματικής διαχείρισης κινδύνων

Το πλαίσιο της κουλτούρας περιλαμβάνει το σύνολο των αξιών, αντιλήψεων και του τρόπου με τον οποίο σκέφτεται κάθε άτομο. Την κουλτούρα την ενστερνίζονται τόσο το management σε έναν οικονομικό οργανισμό, όσο και οι υπάλληλοι αυτού. Εκπροσωπούν συνεπώς όλους τους άγραφους κανονισμούς του οργανισμού (Daft, 2005). Συχνά όμως, υπάρχουν και περιπτώσεις που

μπορεί να παρουσιασθούν φαινόμενα ανήθικης συμπεριφοράς, έλλειψης εμπιστοσύνης και ανταγωνισμού μεταξύ του προσωπικού. Η ύπαρξη μη υγιούς κλίματος έχει ως αποτέλεσμα να αποδυναμώνεται η ισχύς της εταιρικής κουλτούρας και κατ' επέκταση της λειτουργικής εταιρικής διακυβέρνησης. Επιτακτική σε τέτοια ζητήματα είναι η υποχρέωση της διοίκησης στη λήψη των απαραίτητων μέτρων για την εξάλειψη των φαινομένων αυτών.

Η σωστή διαχείριση της ηγεσίας που καλείται να ασκηθεί από τη διοίκηση μιας εταιρείας επηρεάζει άμεσα την αποτελεσματικότητα της εταιρικής διακυβέρνησης (Drew et al., 2006). Οι managers πρέπει να καθορίζουν τις απαιτήσεις ηθικής συμπεριφοράς από τους εργαζόμενους, θέτοντας τα όρια. Επιπλέον, πρέπει να δίνουν επιβράβευση, οικονομική ή μη, στους εργαζομένους που συμπεριφέρονται με γνώμονα κανόνες και ηθικές αρχές του οργανισμού, έτσι ώστε να παρέχεται το κατάλληλο κίνητρο. Τέλος, και η διοίκηση χρειάζεται να συμπεριφέρεται δίκαια και σωστά ώστε να λειτουργεί ως υπόδειγμα και παράδειγμα μίμησης για τους εργαζομένους της.

Για μια επιχείρηση η επίτευξη συνεργασίας μεταξύ των μελών της δεν αποτελεί πάντα μια εύκολη υπόθεση. Για παράδειγμα, τμήματα όπως αυτά του εσωτερικού και εξωτερικού ελέγχου, δεν συνεργάζονται συνέχεια αρμονικά λόγω των διαφορετικών στόχων που θέτουν ως προτεραιότητες (Grant et al., 2006). Το management προκειμένου να αποφύγει προβλήματα συντονισμού, πρέπει να καταβάλλει προσπάθειες για εσωτερική συνεργασία των τμημάτων, ξεκάθαρο προσδιορισμό των καθηκόντων κάθε εργαζόμενου και εξάλειψη των συγκρούσεων συμφερόντων. Επομένως, κάθε διαδικασία για στρατηγική που ακολουθούν οι managers και τα διοικητικά στελέχη της εταιρείας, αλλά και οι οργανωτικές και δομικές αλλαγές που πραγματοποιούνται, πρέπει να αρμόζουν με τις υποχρεώσεις και το κανονιστικό πλαίσιο των διαδικασιών της.

Υποστηρικτικά συστήματα προσαρμοσμένα στις εκάστοτε ανάγκες του οργανισμού κρίνονται εξίσου απαραίτητα για τις κύριες λειτουργίες του. Η αξιολόγηση αυτών σε τακτά χρονικά διαστήματα θεωρείται αναγκαία για τη διασφάλιση έγκαιρων αποτελεσμάτων για τις αποφάσεις σε στρατηγικό επίπεδο. Για παράδειγμα στις πωλήσεις, στην εφοδιαστική αλυσίδα και στην εξυπηρέτηση πελατών (Collier et al., 2011). Προκειμένου να διασφαλιστεί η αξιοπιστία των πληροφοριών που προέρχονται από τη χρήση των συστημάτων, απαραίτητο είναι να υπάρχουν έλεγχοι που άμεσα κατοχυρώνουν την προστασία και την πληρότητα της ροής των οικονομικών στοιχείων (Huang, 2015).

Ακόμη ένα θεμελιώδη στοιχείο που συμβάλει στην αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση είναι η οργανωτική δομή της επιχείρησης. Σε περιπτώσεις που πραγματοποιούνται αλλαγές στον άμεσο περίγυρο της οικονομικής μονάδας, η διάρθρωση της επιβάλλεται να αναπροσαρμόζεται,

να ενημερώνεται και να τροποποιείται ανάλογα με τους στόχους της. Οι οργανωτικές αλλαγές σχετίζονται κυρίως με παράγοντες όπως οι ανθρώπινοι πόροι και η τεχνολογία. Μια ικανή διοίκηση ενδείκνυται να έχει την ικανότητα να ανταποκρίνεται κατευθείαν σε κάθε είδους προκλήσεις, για παράδειγμα οικονομικές, κοινωνικές, προκαλώντας της εν γένει μεταβολές στη δομή της. Η ύπαρξη αυτού του προτερήματος στο χαρακτήρα της διοίκησης κρίνεται αναγκαίο για να επιτυγχάνονται εύκαμπτες και βραχυπρόθεσμες προσαρμογές σε καταστάσεις αθέμιτου ανταγωνισμού στον κλάδο και γενικότερα στην αγορά (Jones, 2011). Εν κατακλείδι, η εφαρμογή συστημάτων βοηθάει μια επιχείρηση να έχει καλή και οργανωμένη λειτουργία, να παρουσιάζει με διαφάνεια τις οικονομικές της αναφορές και να πετυχαίνει μακροχρόνια κερδοφορία (Windsor, 2009).

Για όλα τα παραπάνω θεμελιώδη χαρακτηριστικά η κάθε Κυβέρνηση εφαρμόζει κατάλληλο νομοθετικό πλαίσιο για να ορίσει τις προϋπόθεσες, τους κανόνες και τον τρόπο που η κάθε επιχείρηση πρέπει να τηρήσει για τη σωστή λειτουργία της. Στην Ελλάδα, η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης είχε αναπτυχθεί σύμφωνα με τις οδηγίες που δίνονταν από το νόμο 3016/2002⁶, που ασχέτως με τα υπόλοιπα επιτάσσει και υποχρεώσεις για συμμετοχή σε όχι εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη των Συμβουλίων των εισηγμένων στο χρηματιστήριο οικονομικών οργανισμών. Επίσης, υποχρεώνει τη θέσπιση και την ύπαρξη μονάδας εσωτερικού ελέγχου και κανονισμού στα πλαίσια του οργανισμού. Επισημαίνεται ότι το 2018 είχε πραγματοποιηθεί αναθεώρηση του δίκαιου σε ανώνυμες εταιρείες, ο νέος νόμος ήταν ο 4548/2018, ο οποίος τέθηκε σε εφαρμογή την 1^η Ιανουαρίου του 2019. Στο τεύχος Α' του ΦΕΚ 2020 δημοσιεύθηκε η τελευταία αναθεώρηση των προηγούμενων νόμων, ο νόμος 4706/2020⁷. Επιπλέον, έχει θεσπιστεί ελληνικός κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης⁸ που αναφέρεται στις εισηγμένες εταιρείες. Κύριος στόχος του είναι η κατάλληλη και επαρκής εκπαίδευση και καθοδήγηση των διοικητικών συμβούλων των ελληνικών οικονομικών οργανισμών σε καταστάσεις αποδεκτών εφαρμογών διακυβέρνησης και πληροφόρησης τόσο των ιδιωτών, όσο των θεσμικών μετόχων, Ελλήνων ή αλλοδαπών. Τέλος, στόχος του είναι η ενίσχυση της συμμετοχής των διοικητικών συμβουλίων σε εταιρικές υποθέσεις.

⁶ Ν. 3016/2002 – Κεφάλαιο Α': Ειδικά θέματα διοίκησης και λειτουργίας ανώνυμων εταιρειών που έχουν εισηγμένες μετοχές ή άλλες κινητές αξίες τους σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα. Βλέπε στο www.e-nomothesia.gr

⁷ Εταιρική διακυβέρνηση ανωνύμων εταιρειών, σύγχρονη αγορά κεφαλαίου, ενσωμάτωση στην ελληνική νομοθεσία της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/828 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, μέτρα προς εφαρμογή του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1131 και άλλες διατάξεις. Βλέπε στο www.lawnet.gr

⁸ Συντάκτης: Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης: Κοινή Πρωτοβουλία ΕΧΑΕ και ΣΕΒ.

1.2.3 Ανάπτυξη Θεωριών Διακυβέρνησης

1.2.3.1 Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency Theory)

Η θεωρία της αντιπροσώπευσης καθιστά μια επιχείρηση ως μέσω για σύναψη συμβολαίων και συναλλαγών ανάμεσα σε μετόχους, προσωπικό, διευθυντικά στελέχη, πελάτες, προμηθευτές. Γενικότερα, αφορά στις συμβάσεις όλων εκείνων των ατόμων που εμπλέκονται και ταυτόχρονα τους ασκείται επιρροή από τον οικονομικό οργανισμό άμεσα και έμμεσα. Παράλληλα, η αντιπροσώπευση συσχετίζεται σε μεγάλο βαθμό με τις ικανότητες που είναι χρήσιμες για κάθε μέτοχο ώστε να είναι σε θέση να επιβεβαιώνει ότι οι αντιπρόσωποι που έχουν οριστεί εκτελούν ορθά τα καθήκοντα τους (Shleifer & Vishny, 1997).

Ο διαχωρισμός της διοίκησης και της ιδιοκτησίας στις σύγχρονες επιχειρήσεις και οργανισμούς πρωτοαναλύθηκε από τους Berle & Means (1932). Πιο συγκεκριμένα, ανέπτυξαν τρεις βασικές λειτουργίες που παραδοσιακά αφορούσαν στον κάτοχο ενός οργανισμού, στο ενδιαφέρον για την εξέλιξη του στον αντίστοιχο κλάδο και στις εκτελεστικές και επενδυτικές αποφάσεις για τη χρηματοδότησή της. Στα πλαίσια της οργανωτικής και διοικητικής δομής ενός οικονομικού οργανισμού, αυτές οι λειτουργίες ενδέχεται να διαχωρίζονται, δημιουργώντας έτσι κατάλληλες προϋποθέσεις για ρήξεις στα συμφέροντα και ανάγκη επίτευξης λειτουργικής διακυβέρνησης.

Οι Berle & Means (1932) στις μελέτες τους για τη θεωρία της αντιπροσώπευσης διαπίστωσαν ότι οι συγκρούσεις ανάμεσα στους μετόχους και στα διευθυντικά στελέχη που κατέχουν τη διαχειριστική ευθύνη έχουν ιδιαίτερη συχνή εμφάνιση. Στην μια πλευρά είναι οι ιδιοκτήτες του κεφαλαίου και στην άλλη οι αντιπρόσωποι τους που διαχειρίζονται και αξιοποιούν την περιουσία, έναντι χρηματικής αμοιβής. Οι αντιπρόσωποι απαρτίζονται από ειδικά εκπαιδευμένα, ικανά και έμπειρα ανώτατα διοικητικά στελέχη (managers). Συνεπώς, οι managers είναι σε θέση να παίρνουν και να πραγματοποιούν αποφάσεις, έχοντας ως στόχο να μεγιστοποιήσουν τις αποδόσεις, δηλαδή τα κέρδη της επιχείρησης με την αξιοποίηση της περιουσίας που τους έχει δοθεί. Η σχέση που αναπτύσσεται ανάμεσα στα δύο αντισυμβαλλόμενα μέρη αποτελεί το συμβόλαιο, στα πλαίσια του οποίου προσλαμβάνονται αντιπρόσωποι για να παρέχουν υπηρεσίες (Jensen & Meckling, 1976)

Κατά τη διάρκεια των χρόνων, στην προσπάθεια αναζήτησης ικανοποιητικών απαντήσεων και λύσεων, αντικείμενο πολυάριθμων μελετών έχει αποτελέσει το φαινόμενο κατά το οποίο οι managers ενεργούν για προσωπικό όφελός τους παραβιάζοντας τους κανόνες και τις υποχρεώσεις τους απέναντι στην επιχείρηση που εργάζονται. Τέτοιες έρευνες έχουν διεξαχθεί για παράδειγμα από τους Haka & Chalos (1990), Bhagat & Black (2002) και άλλους. Κύρια αφετηρία αυτών είναι

η αναγνώριση της ύπαρξης κόστους που δημιουργείται από μια αντιπαράθεση ωφελειών ανάμεσα σε εντολέα και εντολοδόχο.

Μια σύγκρουση, σύμφωνα με την υπάρχουσα βιβλιογραφία, δύναται να έχει οικονομικές συνέπειες, δηλαδή ζημιές, στην αγοραία αξία της επιχείρησης (Jensen & Meckling, 1976). Οι απώλειες αυτές, ίσως να προέρχονται από ανάλωση εταιρικών πόρων για λόγους που δεν εξυπηρετούν σε παραγωγικές υπηρεσίες και αγαθά. Επίσης, οι ιδιοκτήτες χαρακτηρίζονται ως άτομα με χαρακτηριστικά υπερβολικής αποστροφής στον κίνδυνο (risk aversion), καθώς λαμβάνουν υπόψη το συνολικό κίνδυνο μιας επένδυσης. Αντίθετα, οι μέτοχοι κρίνουν πως χρειάζεται να μεριμνούν για εκείνο το μέρος του συνολικού ρίσκου της μετοχής που δεν εξαλείφεται. Είναι, επομένως, άτομα πιο επιρρεπή στις επικίνδυνες καταστάσεις (risk lovers) (Alchian & Demsetz, 1972).

Τα μειονεκτήματα που προκύπτουν από το διαχωρισμό ιδιοκτησίας και διοίκησης, έχουν οργανωτικές δομές που παρέχουν τη δυνατότητα να περιορίσουν τις οικονομικές ζημιές και να εξασφαλίσουν τη βιωσιμότητα της επιχείρησης. Τρεις κύριες στρατηγικές για την ελάττωση του κόστους της αντιπροσώπευσης εφαρμόζονται μέσω της εταιρικής πολιτικής. Η πρώτη είναι η αύξηση του μεριδίου ιδιοκτησίας της επιχείρησης από τα διευθυντικά στελέχη. Τα αποτελέσματα που απορρέουν από μια τέτοιου είδους στρατηγική κίνηση είναι η εμφάνιση δεσμού συνεργασίας καθώς γίνονται συμμετοχοί και επιτυγχάνεται η σύγκλιση των συμφερόντων τους με αυτά των μετόχων. Παράλληλα, εφαρμόζεται αύξηση των μερισμάτων, οδηγώντας την επιχείρηση αναγκαστικά να καταφύγει σε εξωτερικό δανεισμό με αποτέλεσμα να υπόκειται σε συνεχή έλεγχο. Τέλος, η εταιρική πολιτική χρησιμοποιεί τη μόχλευση σαν εναλλακτικό εργαλείο, την άντληση δηλαδή κεφαλαίων μέσω ομολογιών⁹ και όχι μέσω έκδοσης νέων μετοχών για να πετύχει τους ζωτικούς σκοπούς της επιχείρησης (Ginglinger et al., 2011).

Το μοντέλο των Crutchley & Hansen (1989) αποτελεί υπόδειγμα για το ποια χαρακτηριστικά προσδιορίζουν την επιλογή μεταξύ των τριών στρατηγικών εταιρικής πολιτικής με σκοπό τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης. Τα χαρακτηριστικά αυτά σχετίζονται με τη διαφοροποίηση του κόστους, τη μεταβλητότητα των κερδών, τη τυπική απόκλιση της απόδοσης των κοινών μετοχών, τις δαπάνες για διαφήμιση, για έρευνα και ανάπτυξης του οργανισμού και το μέγεθος του.

⁹ Τα ομόλογα αποτελούν ένα χρηματοοικονομικό προϊόν, μέσω του οποίου ο εκδότης του δανείζεται χρήματα με τόκο και το οποίο προβλέπει ότι στη λήξη του, θα καταβάλει στο δανειστή το αρχικό του κεφάλαιο.

1.2.3.2 Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Σε ευρύτερο επιστημονικό κλάδο έχει πραγματοποιηθεί σημαντική προσπάθεια για κατάταξη των διάφορων συστημάτων διακυβέρνησης. Στη βιβλιογραφία έχουν ταξινομηθεί σε δύο κατηγορίες, στα εξωτερικά (market oriented) και εσωτερικά (bank oriented) συστήματα (Prowse, 1995). Τα πρώτα έχει παρατηρηθεί ότι εμφανίζονται κυρίως σε επιχειρήσεις και οργανισμούς κυρίως του Ηνωμένου Βασιλείου και των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής. Αντίστοιχα, τα εσωτερικά τα εφαρμόζουν στις διαδικασίες τους εταιρείες της Βόρειας Ευρώπης και της Ασίας. Διαφορές των δύο αυτών συστημάτων διακυβέρνησης γίνονται αντιληπτές πρωτίστως στο ιδιοκτησιακό καθεστώς και στο βαθμό άσκησης του ελέγχου (Gugler, 2001). Η ανάλυση των ουσιαστικών διαφορών καθώς και ο προσδιορισμός των αντίστοιχων επιπτώσεων στη λειτουργία των επιχειρήσεων παρουσιάζονται στις παρακάτω ενότητες.

1.2.3.2.1 Εξωτερικά Συστήματα

Βασικό πρόβλημα, ίσως και το σημαντικότερο, που γίνεται αντιληπτό σε εξωτερικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης αφορά στην εμφάνιση υψηλής ρευστότητας κεφαλαιαγορών, καθιστώντας βέβαιη τη μεγάλη διασπορά στα μετοχικά κεφάλαια. Εξαιτίας του φαινομένου αυτού, ενδέχεται οι μετόχους να βρίσκονται συχνά απέναντι σε καταστάσεις όπως αυτό του «ελεύθερου επιβάτη» (free – rider problem)¹⁰ (Μέκος, 2003) και ασυμμετρίες στην πληροφόρηση που λαμβάνουν (Coase, 1937). Σε κάθε μέτοχο, χρησιμοποιώντας το δικαίωμα ψήφου, του δίνεται η δυνατότητα της συμμετοχής σε διαδικασίες που σχετίζονται με την εκλογή του διοικητικού συμβουλίου και σε γενικότερες ψηφοφορίες για σημαντικά εταιρικά ζητήματα. Παρόλα αυτά, στην πραγματικότητα, η ικανότητα ελέγχου των μετόχων στην εκτελεστική διοίκηση του οικονομικού οργανισμού φαίνεται πως δεν είναι απεριόριστη, αλλά περιορισμένη.

Οποιοσδήποτε κατέχει ένα μικρό μερίδιο μετοχών σε μια επιχείρηση πολλές φορές δεν είναι διατεθειμένος να αναλάβει καθήκοντα για συστηματική παρακολούθηση και συμμετοχής στη λήψη αποφάσεων για την αντιμετώπιση λειτουργικών και διοικητικών προβλημάτων (Δρυμπέτας & Λαζαρίδης, 2011). Σε φαινόμενα μη αποτελεσματικής παρακολούθησης της διαδικασίας της εκτελεστικής διοίκησης από ένα μέτοχο και στην πιθανότητα ότι τα συμφέροντα και οι στόχοι αυτών δεν επιτυγχάνονται, επιλεγούν να μη συμμορφώνονται με τους κανόνες της κεφαλαιαγοράς και αποχωρούν από τη μετοχή της επιχείρησης. Η κίνηση αυτή έχει ως συνέπεια τη μείωση της

¹⁰ Όλοι οι ιδιώτες επενδυτές, που δεν δαπανούν τους πόρους στη συλλογή πληροφοριών, μπορούν να επωφεληθούν (να κάνουν δηλαδή ελεύθερη χρήση) των πληροφοριών που συλλέγουν άλλοι επενδυτές.

τιμής της μετοχής, επισημαίνοντας στο management ότι πρέπει να προβεί σε μεταβολή της πολιτικής που εφαρμόζει και να την ευθυγραμμίσει με τα συμφέροντά τους.

Σε ένα τέτοιο σύστημα, αξίζει να αναφερθεί ότι η ύπαρξη μετρήσιμης διασποράς στα μετοχικά κεφάλαια των εταιρειών, οδηγεί εκτός των άλλων και σε ανάδυση βραχυπρόθεσμων συμπεριφορών και από τους μετόχους και από τη Διοίκηση του οργανισμού. Πολλοί διευθύνοντες σύμβουλοι, γνωστοί και με τη διεθνή έννοια ως CEO, έχουν υποστηρίξει κατά καιρούς ότι η κατοχή επενδυτικών μετοχών στη δομική οργάνωση της επιχείρησής τους, αποτελεί ιδιαίτερο παράγοντα για πρόκληση οικονομικών ασταθειών. Η κατάσταση αυτή τους ωθεί επομένως, να ασπάζονται στρατηγικές που σχετίζονται με στόχους που επικεντρώνονται κυρίως στην απόκτηση και αύξηση βραχυχρόνιων κεφαλαιακών κερδών (Daily et al., 1996).

Οι επενδυτές εταιρειών που συμμετέχουν σε χρηματιστηριακές δραστηριότητες απαρτίζουν τους υψηλόβαθμους μετόχους σε αυτούς και δείχνουν ιδιαίτερα σημαντικό ενδιαφέρον σε ζητήματα που αφορούν στην εταιρική διακυβέρνηση. Έρευνες που διεξάχθηκαν σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση της McKinsey & Company¹¹, σε Ασία και Λατινική Αμερική, απέδειξαν ότι η πλειονότητα από αυτούς τους μετόχους υπερασπίζεται έντονα τη συμβολή της και τη λαμβάνει σοβαρά υπόψη κατά την οργάνωση και λήψη των επενδυτικών τους αποφάσεων (McKinsey & Company, 2002). Επίσης, το μεγαλύτερο μέρος από τους θεσμικούς επενδυτές των παραπάνω ερευνών, έχουν δηλώσει ότι είναι διατεθειμένοι να καταβάλουν μεγαλύτερο χρηματικό ποσό για την αγορά της μετοχής μιας εταιρείας, μόνο υπό την προϋπόθεση ότι το Συμβούλιο της λειτουργεί κάτω από ορθές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης.

1.2.3.2.2 Εσωτερικά Συστήματα

Ένα εσωτερικό σύστημα διακυβέρνησης παρουσιάζει συγκέντρωση, αμελητέα, της μετοχικής κατοχής και την εμφάνιση από πολλαπλές σταυροειδείς σχέσεις μεταξύ των επιχειρήσεων. Οι κεφαλαιαγορές σε αυτές τις περιπτώσεις, έχουν χαρακτηριστικά χαμηλής ρευστότητας και είναι μη υπολογίσιμες στον κλάδο, καθιστώντας τη δράση και τις ευθύνες των επενδυτών πιο καθορισμένη απ' ό,τι θα ήταν σε ένα αντίστοιχο εξωτερικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης (Δρυμπέτας & Λαζαρίδης, 2011).

Οι λεγόμενοι «σχυροί» μέτοχοι που εμφανίζονται στον κλάδο των επιχειρήσεων, αναζητούν τρόπους για να εγκαθιδρύσουν τη δυναμική τους και κίνητρα ώστε να μπορούν να ασκούν ελέγχους και πιέσεις στις δράσεις της εκτελεστικής διοίκησης του οργανισμού (Ξανθάκης et al,

¹¹ Η McKinsey & Company είναι Αμερικανική εταιρεία παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών.

2003). Οι μεγαλομέτοχοι, πέρα της αντιπαράθεσης προτεραιοτήτων με τους «αδύναμους» μετόχους μειοψηφίας, φροντίζουν να διασφαλίζουν στενές σχέσεις με την επιχείρηση που συνεργάζονται, παρέχοντας της κεφάλαιο. Τα συμφέροντα που απορρέουν για τους μετόχους από τέτοιες στρατηγικές σχετίζονται με την απόκτηση τακτικής και άμεσης επικοινωνίας μεταξύ τους και τη συναπόφαση των τρόπων και μέσων για τον έλεγχο της εκτελεστικής διοίκησης. Αυτή η διαδικασία προβάλλει στην αγορά το στοιχείο της συναίνεσης και όχι της σύγκρουσης.

Συνοψίζοντας, στις βιβλιογραφικές αναφορές για τις διαφορές των δύο συστημάτων που έχει προηγηθεί παραπάνω, όταν δεν υπάρχει σωστή εφαρμογή των συστημάτων, παρατηρείται εύκολα ότι υπάρχουν συνέπειες στην καθαρή αξία του κεφαλαίου, μειώνοντάς το τελικά. Έχει διαπιστωθεί επίσης, ότι διάφορα στοιχεία εσόδων για τις χώρες που υιοθετούν το εσωτερικό σύστημα δύναται να είναι σημαντικά μικρότερα από τις χώρες που εφαρμόζουν ένα εξωτερικό σύστημα. Επιπρόσθετα, σε αντίθεση με ένα εξωτερικό σύστημα όπου οι υπάρχουν μεγάλες επιθετικές αγορές, στα εσωτερικά συστήματα αυτές είναι περιορισμένες (Gugler, 2001). Τέλος, υψηλά μερίδια μετοχών βρίσκονται ομαδοποιημένα σε ιδιοκτήτες οικονομικών οργανισμών και σε άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα οποία εξαιτίας των μακροχρόνιων δεσμών που έχουν αναπτυχθεί με τους οργανισμούς αυτούς, ενισχύουν την εκτελεστική δράση των διευθυντών και αντιτάσσονται σε επιλογές άλλων για εφαρμογή επιθετικών κινήσεων, για εξαγορές και συγχωνεύσεις (Ξανθάκης et al, 2003).

1.2.4 Συμπεριφορικά Σφάλματα (Behavioral Biases)

Στο γενικότερο πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης απαραίτητο είναι να πραγματοποιηθεί αναφορά στην επιστήμη της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής (behavior financial). Περιλαμβάνει δεδομένα και χαρακτηριστικά συνδυασμένα από κλάδους της οικονομίας, κοινωνιολογίας και άλλους πολλούς. Κύριος στόχος της είναι η κατανόηση και η περιγραφή της συμπεριφοράς ενός διοικητικού στελέχους στη λήψη αποφάσεων, μέσω της ψυχολογίας και την επιρροή των συναισθημάτων του (Lintner, 1998). Απλοποιεί φαινόμενα της αγοράς που μέχρι πρότινος ήταν δύσκολο να εξηγηθούν και βοηθάει στην πρόβλεψη των επιπτώσεων των συναισθημάτων κατά τη διαδικασία λήψης μιας απόφασης (Olsen, 1998). Συμπληρωματικά, δύναται να χρησιμοποιηθεί ως βοήθημα για αποφυγή αποκλίσεων και ασύμφορων καταστάσεων στην αγορά, όπως είναι μια χρηματοοικονομική φούσκα.

Μελέτες που έχουν γίνει στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική στο παρελθόν έχουν δείξει ότι η λήψη κάποια απόφασης και πιο συγκεκριμένα επενδυτικής, επηρεάζεται σημαντικά από την εμφάνιση συμπεριφορικών σφαλμάτων, ενεργώντας στο υποσυνείδητο του ανθρώπινου

εγκεφάλου. Διάκριση πραγματοποιείται σε δύο κατηγορίες βάση του αν τα σφάλματα είναι γνωστικά (cognitive) ή συναισθηματικά (emotional) (Σπύρου, 2009). Σε οποιαδήποτε κατάσταση σφάλματος και αν βρεθεί το άτομο, οδηγείται συνήθως σε μη ορθολογικές επενδυτικές αποφάσεις, δημιουργώντας αρνητικές επιπτώσεις στην αξία του χαρτοφυλακίου. Σημαντικά παρατηρήσιμη στη βιβλιογραφία είναι η ταυτόχρονη εμφάνιση παραπάνω τους ενός σφάλματος σε ένα στέλεχος, καθιστώντας έτσι το διαχωρισμό τους σε γνωστικό η και συναισθηματικό σφάλμα δύσκολο.

Στον παρακάτω πίνακα γίνεται μια ενδεικτική αναφορά γνωστικών και συμπεριφορικών σφαλμάτων που στις αμέσως επόμενες ενότητες θα γίνει αναλυτική ερμηνεία και εξήγησή τους.

Πίνακας 1: Σύνηθες κατηγορίες συμπεριφορικών σφαλμάτων

<u>Συμπεριφορικά Σφάλματα</u>	
Γνωστικά σφάλματα – λανθασμένη επεξεργασία πληροφοριών	Συναισθηματικά σφάλματα – επιρροή από συναισθήματα
Σφάλμα αντιπροσωπευτικότητας (Representativeness bias)	Αποστροφή απώλειας (Loss aversion)
Σφάλμα διαθεσιμότητας (Availability bias)	Κανόνας των συναισθημάτων (Affect heuristic)
Σφάλμα οικειότητας (Familiarity bias)	Αποστροφή μετάνοιας (Regret aversion)
Αγκίστρωση (Anchoring)	Σφάλμα αισιοδοξίας και απαισιοδοξίας (Optimism and Pessimism bias)
Γνωστική ασυμφωνία (Cognitive dissonance)	Έλλειψη αυτοελέγχου (Self-control bias)
Νοητική λογιστική (Mental accounting)	Υπέρ και υπό αντίδραση (Over and under reaction)
Σφάλμα διατύπωσης (Framing)	Αντίδραση στα Μ.Μ.Ε. (Media response)
Υπερβολική αυτοπεποίθηση (Overconfidence)	Κοινωνική αλληλεπίδραση (Social interaction)

1.2.4.1 Γνωστικά Συμπεριφορικά Σφάλματα

Γνωστικά χαρακτηρίζονται τα σφάλματα που προκύπτουν από τη μέθοδο οργάνωσης και επεξεργασίας της πληροφορίας κατά τη διαδικασία λήψης μιας απόφασης. Μπορούν επίσης να ορισθούν ως διαταράξεις και στρεβλώσεις του ανθρώπινου νου που προέρχονται κυρίως από υποσυνείδητες λειτουργίες κατά τον έλεγχο δεδομένων και στοιχείων (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008). Στην υπάρχουσα βιβλιογραφία δεν έχει διασαφηνιστεί κάποια παγιωμένη ταξινόμηση με βάση το ποιο γνωστικό σφάλμα μπορεί να εμφανίζεται πιο συχνά κατά τη λήψη αποφάσεων.

Στη θεωρία της ψυχολογίας ο άνθρωπος νους κατασκευάζει υποθέσεις ότι καταστάσεις με κοινά χαρακτηριστικά, θεωρούνται ίδιες (Nofsinger, 2001) και χρησιμοποιεί ευριστικούς κανόνες για την απλοποίηση των πληροφοριών που δέχεται καθημερινά. Ένα σφάλμα

αντιπροσωπευτικότητας έπεται ως επακόλουθο της απλουστευτικής διαδικασίας επεξεργασίας νέων πληροφοριών και δεδομένων και συνδέεται με την τάση των διευθυντικών στελεχών να υπολογίζουν βάση των συμπτώσεων, ενδεχόμενα και περιπτώσεις μεταξύ τους ανάλογα με το ποσοστό ομοιότητάς που προκύπτει, παρά με τη θεωρητική προσέγγιση των θεωριών της στατιστικής και των πιθανοτήτων (Montier, 2007).

Το σφάλμα διαθεσιμότητας και το σφάλμα οικειότητας μελετήθηκαν αρχικά από τους ψυχολόγους Kahneman & Tversky (1972). Το σφάλμα αυτό συναντάται όταν τα άτομα πραγματοποιούν υποθέσεις για τη συχνότητα γεγονότων υπό την προϋπόθεση ότι επαναφέρουν στη μνήμη τους παρόμοιες καταστάσεις και γεγονότα. Αλληλουχία σε αυτή τη συλλογιστική διαδικασία υπάρχει και με τους επενδυτές κατά την αξιολόγηση μιας κατάστασης, χρησιμοποιώντας τις εύκολα και άμεσα διαθέσιμες πληροφορίες που συγκεντρώνουν από το κοντινό περιβάλλον τους. Το σφάλμα οικειότητας, από την άλλη, σχετίζεται με την αντίληψη ότι οι καταστάσεις ή τα γεγονότα με τα οποία υπάρχει μεγαλύτερη εξοικείωση, εμπεριέχουν μεγαλύτερα δείγματα ασφάλειας και συνεπώς είναι προτιμότερα. Στην περίπτωση αυτή, οι επενδυτές χειραγωγούνται και κατευθύνονται σε προσπάθειες για αυξήσεις των μετοχικών δικαιωμάτων τους στην επιχείρηση, που θεωρούνται κατά βάση ευρέως αναγνωρίσιμες λόγω της διαφήμισης τους στα μέσα μαζικής ενημέρωσης, αγνοώντας έτσι εντελώς τη θεωρία χαρτοφυλακίου¹² (Huberman, 2001). Η πιο ριψοκίνδυνη μορφή του σφάλματος οικειότητας είναι η εμφάνιση χαρακτηριστικών υπερβολικής συγκέντρωσης του δυνητικού επενδυτή μετοχών στο χαρτοφυλάκιο του, που προέρχεται από την επιχείρηση στην οποία ασκεί τα εργασιακά του καθήκοντα, και η αποφυγή της διαφοροποίησης αυτού.

Το σφάλμα αγκίστρωσης, αποτελεί άλλο ένα γνωστικό συμπεριφορικό σφάλμα. Άπτεται μιας διαδικασίας συντόμευσης που σχετίζεται με τη λήψη αποφάσεων και ποσοτικών εκτιμήσεων, που επηρεάζονται και περιστρέφονται γύρω από σημεία αναφοράς (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008). Προκύπτει όταν τα άτομα στηρίζουν τις επενδυτικές αποφάσεις τους και εκτιμήσεις σε υποκειμενικές πληροφορίες. Επιπλέον, άλλο σφάλμα είναι αυτό της γνωστικής ασυμφωνίας. Τα άτομα, και στη συγκεκριμένη περίπτωση οι επενδυτές και τα διοικητικά στελέχη, επικεντρώνονται σε στενάχωρες καταστάσεις και αντιθέσεις που προέρχονται από περιπτώσεις που παρουσιάζονται σε αυτούς καινούργια δεδομένα, αντίθετα από τα ήδη υπάρχον (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008). Όταν λοιπόν, αντιμετωπίζουν νέες πληροφορίες που είναι διαφορετικές με αυτή της θετικής εικόνας που έχουν σχηματίσει για τον εαυτό τους, τότε προβαίνουν σε απόρριψη αυτών,

¹² Στο πλαίσιο της θεωρίας χαρτοφυλακίου οι επενδυτές διαχειρίζονται τα κεφάλαια τους και τα διαφοροποιούν με σκοπό τη μεγιστοποίηση της απόδοσης και την ελαχιστοποίηση του κινδύνου, ή την επίτευξη ενός συνδυασμού απόδοσης – κινδύνου κατάλληλου.

προκειμένου να μη διαταραχθεί η ψυχική κατάστασή τους (Pompián, 2006). Αντίστοιχες ενέργειες συμβαίνουν και στα άτομα των επιχειρησιακών κλάδων που πολλές φορές καταλήγουν να λαμβάνουν αποφάσεις που δεν τους προσφέρουν τελικά κάποιο οικονομικό όφελος.

Στην έρευνα που πραγματοποιήθηκε από τον Thaler (1980), ορίστηκε η έννοια της νοητικής λογιστικής. Πραγματεύεται ότι το κάθε άτομο εμφανίζει χαρακτηριστικά εξάρτησης στη χρήση ανεξάρτητων νοητικών συλλογισμών για τις αποφάσεις που λαμβάνει. Η ύπαρξη της μπορεί να αποδειχθεί καταστροφική για ένα δυνητικό επενδυτή, καθώς πιθανόν να αρνηθεί να πωλήσει για παράδειγμα αξιόγραφα που σημειώνουν απώλειες για να αποφύγει το κλείσιμο του αντίστοιχου νοητικού λογαριασμού. Ένα ακόμη σφάλμα είναι αυτό της διατύπωσης, στο οποίο ένας επενδυτής αντιμετωπίζει τα προβλήματα με διαφορετικό τρόπο, ανάλογα κάθε φορά του πλαισίου και του τρόπου που αυτά διατυπώνονται και συνεπώς επηρεάζονται σε ικανοποιητικό βαθμό οι αποφάσεις του (Pompián, 2006). Έχει διαπιστωθεί από έρευνες ότι μια τέτοια κατάσταση μπορεί να δημιουργηθεί από δύο βασικούς παράγοντες, αυτό της αποστροφής ζημίας και των ταυτόχρονων αποφάσεων ενός επενδυτή (Shefrin, 2000).

Οι De Bondt & Thaler (1995), παραθέτουν και εξετάζουν την εμφάνιση χαρακτηριστικών υπερβολικής αυτοπεποίθησης στα άτομα και συμπεραίνουν πως αποτελεί έναν από τους πιο κραταιούς παράγοντες στις επενδυτικές αποφάσεις. Η υψηλή αυτοπεποίθηση εμπεριέχει τόσο γνωστικά όσο και συμπεριφορικά χαρακτηριστικά. Οι διαχειριστές – managers ενός οργανισμού υπερεκτιμούν τις γνώσεις και τις δεξιότητές τους και περιφρονούν τους κινδύνους. Εν ολίγοις, τα άτομα εξαπατούνται από τη συμπεριφορά αυτή και πιστεύουν πως ελέγχουν τις καταστάσεις περισσότερο, κάτι που απέχει όμως πολύ από την πραγματικότητα. Μια συμπεριφορά με υπερβολική αυτοπεποίθηση ενδεχομένως να αποτελέσει ανεπανόρθωτο σφάλμα και να θέσει σε κίνδυνο την οικονομική υγεία του οργανισμού κατά τη διαδικασία λήψης επενδυτικής απόφασης για αξιόγραφα και χρηματοδότηση (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008). Τέλος, τα άτομα αυτά θεωρούν συνήθως ότι οι δικές τους πεποιθήσεις είναι οι ορθές, δημιουργώντας έτσι συνθήκες βασισμένες σε ψευδαισθήσεις εγκυρότητας (Kahneman & Tversky, 1972).

1.2.4.2 Συναισθηματικά Συμπεριφορικά Σφάλματα

Συναισθηματικά χαρακτηρίζονται τα σφάλματα που προκύπτουν από τα συναισθήματα που έχει ο επενδυτής τη στιγμή της λήψης των αποφάσεων (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008). Ως συναίσθημα ορίζεται η νοητική κατάσταση που προκύπτει αυθόρμητα και δεν είναι αποτέλεσμα συνειδητής προσπάθειας. Στο πλαίσιο μιας επένδυσης, τα συναισθήματα μπορούν να οδηγήσουν σε μη ορθολογικές επιλογές κυρίως όταν υπερισχύει ο αυθορμητισμός.

Η αποστροφή απώλειας θεωρείται ως ένα από τα κυριότερα συναισθηματικά σφάλματα που πράττουν οι επενδυτές (Kahneman & Tversky, 1974). Συνδέεται με την τάση των οικονομούντων ατόμων, διαχειριστές – managers και απλοί επενδυτές, να επιδιώκουν έντονα την αποφυγή απωλειών σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό από την αποκόμιση κερδών. Γίνεται, λοιπόν, αντιληπτό ότι η αρνητική συνέπεια μιας απώλειας είναι ισχυρότερη από την αντίστοιχη της θετικής για ένα ισόποσο κέρδος, καθιστώντας τις ζημίες ως παράγοντα πολλαπλής επίδρασης συγκριτικά με τις μειώσεις των κερδών (Tversky & Kahneman, 1974). Τέλος, το σφάλμα και σε συνδυασμό με την ψυχολογική διαταραχή που απορρέουν από αυτό, κατευθύνει τους επενδυτές και τα διοικητικά στελέχη των οικονομικών οργανισμών να αναλαμβάνουν ρίσκα, που δεν θα παίρναν κάτω από άλλες καταστάσεις, με τη λογική ότι έτσι αποφεύγουν απώλειες. Η συμπεριφορά αυτή οδηγεί σε αποτελέσματα προδιάθεσης και έχει ως συνέπεια τα άτομα αυτά να διατηρούν μακροχρόνιες ζημιογόνες επενδύσεις ευελπιστώντας σε βραχυπρόθεσμη οικονομική ανάκαμψη.

Η παραδοσιακή οικονομική θεωρία στηρίζεται στην απόλυτη λογική που έχει ένα άτομο. Παρόλα αυτά, τα άτομα πολλές φορές λαμβάνουν τις αποφάσεις τους κάνοντας χρήση νοητικών εικόνων που έχουν συσχετίσει με θετικά ή αρνητικά συναισθήματα (Mangot, 2007). Σύμφωνα με τους Finucane et al., (2000), η ύπαρξη θετικού συναισθήματος σε διάφορες καταστάσεις καθιστά τα άτομα να έχουν περιορισμένη αντιληπτική ικανότητα στις απειλές και διογκωμένη στις απολαβές, ανεξαρτήτως της πραγματικότητας. Πολλές από τις επενδυτικές αποφάσεις που λαμβάνουν καθημερινά τα άτομα έχουν χρηματικές και συναισθηματικές επιπτώσεις σε αυτά. Δεν υπάρχουν διευθυντές και επενδυτές που αρέσκονται να βρίσκονται σε δυσχερείς καταστάσεις και πολλές φορές η μετάνοια¹³ πράξεων και επιλογών του παρελθόντος είναι πιο οδυνηρή από μια πραγματική απώλεια (Pomprian, 2006). Επομένως, ένας επενδυτής που επιδιώκει αποστροφή μετάνοιας, καταφέρνει μέσω της αποδοχής των ευθυνών του να επιτύχει υψηλές αποδόσεις και κερδοφορία.

Τα συναισθηματικά σφάλματα της αισιοδοξίας και της απαισιοδοξίας είναι ιδιαίτερα σημαντικά. Ένα σφάλμα αισιοδοξίας προέρχεται από την τάση των ανθρώπων να πιστεύουν στις πιθανότητες εμφάνισης θετικών συμβάντων στην καθημερινή ζωή τους και όχι τόσο αρνητικών. Κάθε διευθυντικό στέλεχος συχνά χαρακτηρίζεται ως υπέρ-αισιόδοξο και με τη συμπεριφορά του αυτή καταλήγει να έχει ικανοποιητικά μεγάλη εμπιστοσύνη στον εαυτό του (Nofsinger, 2001). Άτομα με υπερβολική αισιοδοξία οδηγούνται σε μη επιθυμητά αποτελέσματα σε σχέση με αυτά της κλασικής θεωρίας πιθανοτήτων. Αντίθετα, ένα σφάλμα απαισιοδοξίας, αφορά στη συμπεριφορά του να έρχεται αντιμέτωπος με συνθήκες που αντιλαμβάνεται με υπερβολική

¹³ Ορίζεται η δυσάρεστη κατάσταση που καλείται να αντιμετωπίσει ένας άνθρωπος όταν αντιλαμβάνεται ότι δεν έχει καταφέρει να πετύχει τα αποτελέσματα και τους στόχους που έχει θέσει (Pomprian, 2006).

προκατάληψη και επηρεάζεται μόνο από την αρνητική πλευρά που ο ίδιος επιθυμεί να βλέπει. Αυτό συμβαίνει, διότι η απαισιοδοξία σχετίζεται με την υποεκτίμηση ύπαρξης θετικών απολαβών και αντίστροφα. Βασική διαφορά που έχει με τον οπτιμισμό είναι ότι αυτός αναβλύζει από την προσμονή θετικών στοιχείων, ενώ ο πεσιμισμός συντηρείται από συναισθήματα βασισμένα στο φόβο (Pompien, 2006). Και τα δύο σφάλματα κατά μία έννοια συνδέονται με την έλλειψη αυτοελέγχου και αυτοπειθαρχίας και καθοδηγούν τους managers σε υπερβολικές και ανούσιες οικονομικές σπατάλες, χωρίς να προσφέρει τροφή για σκέψη για το αν χρειάζονται ενέργειες αποταμίευσης.

Δύο ακόμη συναισθηματικά σφάλματα που επηρεάζουν επιχειρησιακές αποφάσεις έχουν αποδειχθεί ερευνητικά ότι αναφέρονται στη λήψη και επεξεργασία καινούργιων παραμέτρων και χρήση αυτών για τον καθορισμό χρηματιστηριακών τιμών. Αυτά είναι η υπό-αντίδραση των στελεχών στην προσπάθεια οριοθέτησης των χρηματιστηριακών τιμών για τον επαναπροσδιορισμό των απαιτήσεων και προσδοκιών του οργανισμού που έρχονται σε άμεση αλληλεπίδραση και η υπέρ-αντίδραση στα ζητήματα επικαιρότητας λόγω κριτηρίων χαρακτηριστικών γνωρισμάτων συντηριτισμού (Barberis et al., 1998). Οι ειδήσεις επικαιρότητας φέρουν ιδιαίτερο ρόλο στη λήψη αποφάσεων και καθορίζουν την ψυχοσύνθεση των δυνητικών επενδυτών, υποβάλλοντας τους πολλές φορές να εναντιωθούν σε νέα δεδομένα, που δέχονται σε καθημερινή βάση από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης (Nofsinger, 2001). Μια τέτοια κίνηση όμως μπορεί να αποδειχθεί βραχυχρόνια καταστροφική για την πορεία του χαρτοφυλακίου τους.

Ένα ακόμη σημαντικό χαρακτηριστικό που καθορίζει τον τρόπο λήψης οικονομικών αποφάσεων ενός επενδυτή είναι ο παράγοντας της κοινωνικής αλληλεπίδρασης που αποτελεί βασικό στοιχείο στη ζωή του. Η επιρροή που υπάρχει από την ύπαρξη κοινωνικών προτύπων είναι αρκετά μεγάλη, διότι τα άτομα αναθεωρούν και αναπροσαρμόζουν τις δικές τους αντιλήψεις και πεποιθήσεις με αυτές που έχουν οι άλλοι (Asch, 1956). Επιπλέον, ένα ακόμη αποτέλεσμα που απορρέει από την κοινωνική αλληλεπίδραση σχετίζεται με τη δημιουργία ομαδικού τρόπου σκέψης (Mangot, 2007) και μιμητικής συμπεριφοράς (Duflo & Saez, 2002). Εν κατακλείδι, σε επενδυτικό επίπεδο ένα άτομο που λειτουργεί συναισθηματικά και πέφτει σε σφάλμα κοινωνικής αλληλεπίδρασης και αλληλεξάρτησης μπορεί να αναλαμβάνει μεγαλύτερο ρίσκο, θεωρώντας τις συνέπειες ασήμαντες και αμελητέες.

1.3 Εφαρμογή του Εσωτερικού Ελέγχου στην Εταιρική Διακυβέρνηση

Ένας λειτουργικός και αποτελεσματικός εσωτερικός έλεγχος χρειάζεται να έχει ορθή στελέχωση στο προσωπικό του και την κατάλληλη στρατηγική έτσι ώστε να παρέχει τη

δυνατότητα να αντιπροσωπεύει αξιόπιστα τη διοίκηση και τους managers μιας επιχείρησης. Αυτό το είδος συστήματος παρέχει χρήσιμα εφόδια και δίνει την ικανότητα στο Συμβούλιο να αναγνωρίζει και να ελέγχει τους πιθανούς κινδύνους που παραμονεύουν στις καθημερινές επενδυτικές αποφάσεις που λαμβάνουν (Παπαστάθης, 2014). Παράλληλα καθησυχάζει, έως ένα βαθμό, άτομα που συνδέονται με την επιχείρηση, όπως είναι οι μέτοχοι, επενδυτές και οποιαδήποτε άλλα έχουν οικονομικά συμφέροντα από αυτή και τέλος, δημιουργεί ισχυρούς επαγγελματικούς δεσμούς αυτών.

1.3.1 Αντιμετώπιση Επιχειρησιακών Ζητημάτων

Καθημερινά το management κάθε επιχείρησης έρχεται αντιμέτωπο με πολλές προκλήσεις στα πλαίσια της εταιρικής διακυβέρνησης. Η αναλυτικότερη επεξήγηση τέτοιων σημαντικότερων ζητημάτων θα πραγματοποιηθεί στις παρακάτω υπό-ενότητες.

1.3.1.1 Διαχείριση Κινδύνων

Οι σύγχρονες εταιρείες αντιμετωπίζουν διάφορους κινδύνους στις καθημερινές τους διαδικασίες ανάλογα με το είδος των εργασιών που παρέχουν και τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιούνται. Οι σημαντικότερες απειλές προέρχονται από χρηματική ρευστοποίηση, επιτόκια και πιστώσεις σε δανειστές, καθώς και απειλές από ασυμμετρία πληροφοριών και φήμες, νομικές και θεσμικές, που διαδίδονται στο περιβάλλον της.

Με την έννοια της φήμης νοείται κάθε ανεπίσημη πληροφορία από την οποία λείπουν ασφαλή αποδεικτικά κριτήρια (Allport & Postman, 1947). Επίσης αποτελεί ανεπιβεβαίωτη ερμηνεία γεγονότων η οποία κυκλοφορεί από άτομο σε άτομο και αφορά σε κάποιος γεγονός ή θέμα κοινωνικού ενδιαφέροντος (Peterson & Gist, 1951). Καθώς η φήμη συνδέεται με την έννοια της πληροφορίας, αυτό σημαίνει ότι οι managers και το management της επιχείρησης λαμβάνουν δεδομένα και στοιχεία που τα θεωρούν επιβεβαιωμένα και ελεγμένα ως προς την αξιοπιστία τους. Οδηγούνται έτσι σε καταστάσεις ασυμμετρίας της πληροφορίας κατά την οποία έχουν λιγότερο συγκεκριμένη πληροφορία σε σχέση με τα άτομα ή άλλους οργανισμούς με τους οποίους συνάπτουν επενδυτικές συμφωνίες (Coase, 1937).

Σε πολλές περιπτώσεις οι σημαντικότεροι κίνδυνοι για τις σύγχρονες εταιρείες σχετίζονται με τον παράγοντα της επιτυχίας, δηλαδή το πόσο μπορεί να επηρεάσουν τα τελικά αποτελέσματα των επιδιωκόμενων στόχων που έχουν οι managers. Υπάρχουν και κίνδυνοι που προέρχονται από τη διαρκή εξέλιξη της τεχνολογίας, το μέγεθος των συναλλαγών και την κάλυψη των πελατειακών

αναγκών. Αυτοί θεωρούνται απροσδόκητοι και μπορούν να μετατραπούν σε μεγάλες απειλές. Για την αντιμετώπιση τους, τα διευθυντικά στελέχη ενδέχεται να λάβουν ακραίες αποφάσεις και να εφαρμόσουν απερίσκεπτες επενδυτικές στρατηγικές, όπως για παράδειγμα είναι η ρευστοποίηση μεγάλου μέρους των περιουσιακών στοιχείων του οργανισμού (Ξανθάκης et al., 2003).

Θεμελιώδη προϋπόθεση σε αυτά τα ζητήματα αποτελεί η δομημένη λειτουργία για τον έλεγχο των απειλών (Minow & Monks, 2011) καθώς και η συστηματική διαδικασία ροής πληροφοριών για την εξάλειψη της ασυμμετρίας (Coase, 1937). Ένα ικανό λειτουργικό σύστημα εσωτερικού ελέγχου συνδυαστικά με μια καλή στρατηγική διαχείρισης κινδύνων αποτελούν βάση για αποτελεσματική λειτουργία του οργανισμού (Νεγκάκης & Ταχυνάκης, 2017). Χωρίς την ύπαρξη των δύο αυτών παραγόντων για να επιτυγχάνουν να εξουδετερώνουν τις απειλές με το χαμηλότερο αποδεκτό κόστος, πολλές επιχειρήσεις θα είχαν αποτύχει.

Συνάγεται επομένως το συμπέρασμα ότι, μια επιχείρηση έχοντας στο δυναμικό της μια αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση και ένα αξιόπιστο εσωτερικό έλεγχο μπορεί πιο εύκολα να εκπληρώσει τους στόχους που έχει θέσει. Στην πραγματικότητα, οι δύο αυτές έννοιες είναι άρρηκτα συνδεδεμένες.

1.3.1.2 Επιχειρηματική Ηθική και Συμπεριφορά

Η ύπαρξη αντιδεολογικής ή και ανήθικης συμπεριφοράς, είτε από ενδογενείς είτε από εξωγενείς παράγοντες, καταστρέφει τις επιχειρήσεις και αποδυναμώνει τους ανθρώπινους πόρους που απασχολεί. Διαρκής, πρέπει να είναι η πληροφόρηση που λαμβάνει το management της επιχείρησης για το τι ακριβώς συμβαίνει και πως αυτό επηρεάζει τη λειτουργία της. Προκειμένου να επιτευχθεί αυτό, αναγκαίο είναι να καθιερώνει μια περιεκτική στρατηγική που μεταξύ των άλλων περιλαμβάνει κανόνες ηθικούς που εντάσσονται στον εταιρικό κώδικα δεοντολογίας (Παπαστάθης, 2014). Σε κάθε επίπεδο ιεραρχίας μέσα στην επιχείρηση θα πρέπει να παρέχονται ισάξιες δυνατότητες επικοινωνίας και τρόποι πληροφόρησης, επομένως η πληροφορία να μεταφέρεται από τα πάνω κλιμάκια προς τα κάτω. Δύναται αντίστοιχα να συμβαίνει και το αντίστροφο (Coase, 1937). Τέλος, επιβάλλεται να υπάρχει σαφής λογοδοσία σε κάθε επίπεδο ιεραρχίας της επιχείρησης.

Σε ζητήματα που σχετίζονται με επιχειρηματική ηθική και συμπεριφορά, ο εσωτερικός έλεγχος με τη βοήθεια της διακυβέρνησης δίνει την εξουσιοδότηση για επαλήθευση από το Συμβούλιο για τη σωστή λειτουργία των ήδη υπάρχοντων συστημάτων εσωτερικού ελέγχου.

1.3.1.3 Έλεγχος Απόδοσης Οργανισμού

Πολλές φορές μια σύγχρονη επιχείρηση μπορεί να βρεθεί σε καταστάσεις όπου τα στοιχεία που κρίνονται απαραίτητα για τη μέτρηση της απόδοσης είναι ακατάλληλα, ακόμη και ανεπαρκή. Αυτό πρακτικά συμβαίνει, καθώς τα στοιχεία που χρησιμοποιεί μπορεί να είναι είτε τμηματοποιημένα, είτε αποσπασματικά και φέρουν ως κοινή αφετηρία απαρχαιωμένες μεθόδους πληροφόρησης και ελλιπή ποιοτικά δεδομένα ως σημείο αναφοράς.

Ένας τέτοιου είδους λειτουργικός έλεγχος χρησιμοποιείται ως βασικό βοήθημα για την παροχή, στο Συμβούλιο και στους managers, των απαραίτητων δεδομένων που απαιτούνται για την πραγματοποίηση αποτελεσματικού ελέγχου της απόδοσης της επιχείρησης (Ξανθάκης et al., 2003). Η οριζόντια επισκόπηση αποτελεί μια από τις πιο σημαντικές και αναγκαίες πληροφορίες της γεφύρωσης του ελέγχου αυτού, διότι επικεντρώνεται στις διαδικασίες που αποδίδουν τα απαιτούμενα αποτελέσματα στις οργανωμένες λειτουργίες της επιχείρησης (Karagiorgos & Drogalas, 2009).

1.3.1.4 Εκθέσεις και Αναφορές σε Εξωτερικούς Φορείς

Η υποχρέωση ενός οικονομικού οργανισμού να πραγματοποιεί δημόσιες ανακοινώσεις σε θέματα που αφορούν στην αυτάρκεια και ορθότητα των μοντέλων εσωτερικού ελέγχου του είναι κάτι πολύ σύνηθες. Μέσα στους φορείς που δίνουν λογοδοσία είναι και αυτός του εξωτερικού ελέγχου (Σπαθής & Τσακλάγκανος, 2015). Μια ολοκληρωμένη και δομικά σωστή λειτουργία εσωτερικού ελέγχου βρίσκεται στην κατάλληλη θέση και έχει την ικανότητα να παρέχει χρήσιμες υπηρεσίες και πληροφορίες στους εξωτερικούς φορείς, όταν αυτό απαιτείται.

Μια επιχείρηση δίχως την παροχή αναγκαίων κριτηρίων και μεθόδων για οργανωτική στελέχωση, εκπαίδευση και χωρίς την ύπαρξη σωστής λειτουργίας εσωτερικού ελέγχου (Karagiorgos & Drogalas, 2009), θεωρείται σχεδόν αδύνατο να δύναται να βρεθεί σε κατάσταση που μπορεί ευκολότερα να αντιληφθεί πως ένα Συμβούλιο διεκπεραιώνει τις απαιτήσεις των μεγαλομετόχων και πιστωτών τους. Οι βασικές ανάγκες των εξωτερικών φορέων που χρειάζονται να καλυφθούν από το Διοικητικό Συμβούλιο σχετίζονται με τις περιεκτικές αναφορές των καταστάσεων των συστημάτων ελέγχου (Carmichael & Willingham, 1979).

1.3.2 Επιτροπή Ελέγχου

Απαραίτητο κρίνεται σε κάθε οργανισμό να υπάρχει κατάλληλη επιτροπή ελέγχου με έμπειρο προσωπικό στο δυναμικό της. Συνήθως είναι ολιγομελής, αποτελείται από ικανά και

εκπαιδευμένα άτομα και βρίσκεται κάτω από τις αρμοδιότητες και τα καθήκοντα του Διοικητικού Συμβουλίου. Κύριος σκοπός της ύπαρξης της είναι να παραθέτει προτάσεις για το ποιος πρέπει να οριστεί ως ανεξάρτητος ελεγκτής, να προσδιορίζει τους στόχους που είναι αναγκαίοι και να μελετάει προσεκτικά τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τον έλεγχο αυτόν (Σπαθής & Τσακλάγκανος, 2015). Συμπληρωματικά έχει ως σκοπό, την ενίσχυση του συστήματος εσωτερικού ελέγχου της επιχείρησης (Νεγκάκης & Ταχυνάκης, 2017). Όπως γίνεται φανερό από τα παραπάνω, μια αποτελεσματική επιτροπή ελέγχου συνδέεται άμεσα με την έννοια της λειτουργικής εταιρικής διακυβέρνησης.

Στην πραγματικότητα, έχει διαπιστωθεί ότι δύναται πολλές φορές η εμφάνιση αδυναμιών των σχέσεων του αρμόδιου ελεγκτή και του πελάτη, καθώς είναι φανερό πως οι πελάτες είναι αυτοί που προσλαμβάνουν, πληρώνουν και απολύουν, αν χρειαστεί, τον ανεξάρτητο ελεγκτή. Πολλοί είναι όμως οι ερευνητές που έχουν υποστηρίξει κατά καιρούς ότι τέτοιες σχέσεις δεν ενδέχεται να επηρεάσουν την ανεξαρτησία που απαιτείται να έχει ένας ελεγκτής. Πράγματι, φαίνεται πως αυτές οι καταστάσεις συμβαίνουν στην πραγματικότητα, και πιο συγκεκριμένα όταν σκάνδαλα οικονομικής φύσεως αποκαλύπτονται στη διάρκεια της εφαρμογής του ελέγχου και της διατύπωσης κρίσης του ελεγκτή. Κατά αυτόν το λόγο, η ανεξαρτησία, που αποτελεί βασικό κριτήριο για κάθε ελεγκτή, ενδέχεται σε πολλές περιπτώσεις να ενισχύεται αν μια επιτροπή ελέγχου, υποδεικνύει συγκεκριμένο άτομο. Αναγκαίο προϋπόθεση στην υπόθεση αυτή είναι το Συμβούλιο του οργανισμού και η Γενική Συνέλευση των μετόχων του χρειάζεται να παρέχουν εξουσιοδότηση για τον ελεγκτή λογιστή.

Αρκετές είναι οι περιπτώσεις κατά τις οποίες ένας ελεγκτής πριν προχωρήσει στα καθήκοντα του, ορίζει συνάντηση με την εκάστοτε επιτροπή κάθε οικονομικού οργανισμού. Θέμα ανάλυσης και συζήτησης σε αυτή τη συνάντηση είναι ο σκοπός και το μέγεθος του ελέγχου (Παπαστάθης, 2014). Στα αποτελέσματα των αναφορών των ελέγχων που εφαρμόζονται γίνεται παρουσίαση διαφόρων ζητημάτων ή πιθανών προβλημάτων, καθώς και της αξιοπιστίας των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Ενδέχεται στις εκθέσεις του ελεγκτή λογιστή να συμπεριλαμβάνονται επιπρόσθετα σχόλια και παρατηρήσεις για το σύστημα εσωτερικού ελέγχου και τις κατευθύνσεις και διαδικασίες που ακολουθούνται από το management. Συνολικά, προκύπτει ότι ο ρόλος της επιτροπής ελέγχου ως διαμεσολαβητή μεταξύ των δύο συμβαλλομένων μερών δημιουργεί διαφορετικές απόψεις κατά τη σύνταξη μιας ισορροπημένης και ακριβέστερης οικονομικής έκθεσης (Klein, 2002). Για οποιαδήποτε απόκλιση υπάρξει στους γενικούς κανόνες της λογιστικής θεωρίας απαιτείται άμεση συγκέντρωση και συνέλευση του ελεγκτή με την επιτροπή για άμεση αντιμετώπισή τους.

Η συγκρότηση μιας ανεξάρτητης επιτροπής ελέγχου δρα αποτελεσματικά, συμβάλλοντας στην αναβάθμιση της ποιότητας του εσωτερικού ελέγχου¹⁴ της επιχείρησης και παρέχοντας τη δυνατότητα επίλυσης των εκάστοτε προβλημάτων των υπαλλήλων του τμήματος, μετά από απεύθυνσή τους σε μέλη της επιτροπής (Al-ajmi, 2009). Στη βιβλιογραφία, έρευνες όπως αυτή των Zhang et al., (2007) έδειξαν ότι οι εταιρείες με μια αναποτελεσματική επιτροπή ελέγχου είναι πιθανότερο να ταυτιστούν με αδυναμία εσωτερικού ελέγχου. Επίσης, ο Krishnan (2005) διαπίστωσε την ύπαρξη θετικής αλληλεξάρτησης της ανεξάρτητης επιτροπής και της ποιότητας του εσωτερικού ελέγχου. Ωστόσο, υπάρχουν και αντίθετες απόψεις όπως αυτές των Carcello et al., (2002), που αναφέρουν ότι ο ρόλος των επιτροπών ελέγχου στην επίβλεψη και την ενίσχυση της διαδικασίας ελέγχου δεν είναι σημαντικός.

Τα αποτελέσματα διαφόρων ερευνών μπορούν εύκολα να επηρεαστούν από μια σωστή εφαρμογή εταιρικής διακυβέρνησης και από διάφορα χαρακτηριστικά των ελεγχόμενων εταιρειών, όπως το μέγεθος της επιχείρησης, της κερδοφορίας και της δομής των περιουσιακών στοιχείων. Υπάρχουν όμως και υποστηρικτές, όπως οι Beasley et al., (2000), που είναι αντίθετοι με την παραπάνω άποψη και αναφέρουν ότι μία από τις σημαντικότερες διαδικασίες που εφαρμόζεται στα πλαίσια εταιρικής διακυβέρνησης σχετίζεται με τη διασφάλιση της ποιότητας των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και του εσωτερικού ελέγχου. Οι Carcello & Neal (2000) και ο Klein (2002) αναφέρουν μια σχέση μεταξύ των αδυναμιών στη διακυβέρνηση και της κακής ποιότητας των χρηματοοικονομικών αναφορών, της χειραγώγησης των κερδών, της απάτης στις χρηματοοικονομικές δηλώσεις και των ασθενέστερων εσωτερικών ελέγχων. Τέλος, συνάγεται το συμπέρασμα ότι μια ανεξάρτητη ελεγκτική επιτροπή εξυπηρετεί καλύτερα να είναι σε θέση που χρησιμεύσει ως ενεργός επόπτης της χρηματοοικονομικής λογιστικής διαδικασίας (Al-ajmi, 2009). Για την επίλυση αυτών των ζητημάτων, απαιτούνται ιδιαίτεροι μέθοδοι και διαδικασίες κατά την εφαρμογή του εσωτερικού ελέγχου (Σπαθής & Τσακλάγκανος, 2015).

¹⁴ βλέπε για παράδειγμα Dhaliwal, Naiker & Navissi (2006) – “Audit committee financial expertise, corporate governance and accruals quality: An empirical analysis”

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο: Σύνδεση Εσωτερικού Ελέγχου και Αποδοτικότητας

2.1 Εισαγωγή στο Στόχο της Εργασίας

Στην οικονομική και χρηματοοικονομική θεωρία αναφέρεται ότι η αποδοτικότητα ενός οργανισμού αποτελεί το σημαντικότερο παράγοντα που προσδιόριζει τη βιωσιμότητά του και προσφέρει σε αυτόν ισχυρό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα έναντι άλλων οργανισμών στον κλάδο. Στην προσπάθεια επομένως, να διαχειριστεί κανείς αποτελεσματικά την κερδοφορία μιας επιχείρησης χρειάζεται να επικεντρώσει πρώτα την προσοχή του στην αποδοτικότητά της.

Στο κεφάλαιο αυτό, στόχο αποτελεί η παρουσίαση και η κατανόηση εμπειρικών προσεγγίσεων του πώς, σε πραγματικά δεδομένα, ο ρόλος του εσωτερικού ελέγχου επηρεάζει τη δράση των managers και την αποδοτικότητα ενός οργανισμού. Πιο συγκεκριμένα, για να διαπιστωθεί αυτό, θα πραγματοποιηθεί προσπάθεια εξήγησης και ανάλυσης δύο σημαντικών παραγόντων. Ο πρώτος αφορά στα προβλήματα που δημιουργούνται λόγω της ιδιοκτησίας, κυρίως αυτών που προέρχονται από την ύπαρξη οικογενειακής περιουσίας, και ο δεύτερος σε αυτά που προέρχονται από τα χαρακτηριστικά συμπεριφοράς υψηλής αυτοπεποίθησης πολλών managers κυρίως σε ζητήματα εταιρικής χρηματοδότησης. Τα αριθμητικά δεδομένα και οι πίνακες που θα μελετηθούν και θα σχολιαστούν παρακάτω αποτελούν review δημοσιευμένων εργασιών των Ghoul et al., (2007)¹⁵, των Aktas et al., (2019) και Malmendier & Tate (2015). Οι δημοσιεύσεις αυτές θεωρήθηκαν κατάλληλες και αντιπροσωπευτικές για την καλύτερη κατανόηση του θέματος της μελέτης.

Μέσω της ύπαρξης ιδιοκτησίας παρατηρούνται καταστάσεις αντικρουόμενων συμφερόντων ανάμεσα στον εντολέα και στον εντολοδόχο και αυξημένα κόστη αντιπροσώπευσης. Παράλληλα, η εμφάνιση χαρακτηριστικών υπέρ-αυτοπεποίθησης, καθοδηγεί συχνά τις συμπεριφορές των managers και των ιδιοκτητών σε λανθάνουσες αποφάσεις για χρηματοδότηση και επενδύσεις. Επομένως, χρήζει ιδιαίτερης ανάγκης η εφαρμογή αποτελεσματικού εσωτερικού ελέγχου, διότι αποτελεί το βασικό εργαλείο που θέτει τους κανόνες και ελέγχει διαρκώς τις διαδικασίες και τα οικονομικά στοιχεία ενός οργανισμού.

¹⁵ Για την έρευνα των Ghoul et al., (2007) αντλήθηκαν αποτελέσματα και δεδομένα από τις δημοσιευμένες εργασίες των των Faccio & Lang (2002), Claeseens et al., (2000), Fan & Wong (2005)

2.2 Εσωτερικός Έλεγχος και Ιδιοκτησία (Ownership)

2.2.1 Ορισμός Έννοιας Ιδιοκτησίας

Η ιδιοκτησία, βασική έννοια στην οικονομική επιστήμη, ορίζεται ως η πράξη ή το δικαίωμα που έχει ένα άτομο σε ένα υλικό, για παράδειγμα ένα αντικείμενο, κτίριο, γη, ή σε κάποιο άυλο αγαθό, όπως είναι η πνευματική ιδιοκτησία. Θεωρείται το αποκλειστικό και απόλυτο νομικό δικαίωμα σε νόμιμη αξίωση ή τίτλο. Ένα άτομο με δικαιώματα ιδιοκτησίας, έχει τη δυνατότητα μέσω αυτής να αποκομίζει διάφορα οφέλη και σε περιπτώσεις σημαντικής ανάγκης, μπορεί να πουλήσει την περιουσία του, ή ακόμη και να την καταστρέψει. Στα οικονομικά, η έννοια της ιδιοκτησίας δεν αναφέρεται μόνο σε άτομα, αλλά και σε άλλες οντότητες (Proudhon, 2017).

2.2.2 Δομικά Χαρακτηριστικά Ιδιοκτησίας

Εύκολα γίνεται αντιληπτό σε καθημερινή βάση, ότι κάθε επιχείρηση μπορεί να αποτελείται από ένα διαφορετικό συνδυασμό τύπου επενδυτών με μη κοινά χαρακτηριστικά. Με μικρές εξαιρέσεις, αυτοί οι επενδυτές γίνονται ιδιοκτήτες εταιρειών για την επίτευξη οικονομικών στόχων (Prowse, 1998). Ωστόσο, ενδέχεται συχνά να διαφέρουν σε σχέση με τον τρόπο εφαρμογής των συναλλαγών τους, το πελατολόγιο, το νομικό και κανονιστικό περιβάλλον και την ικανότητά τους να συλλέγουν και να επεξεργάζονται πληροφορίες.

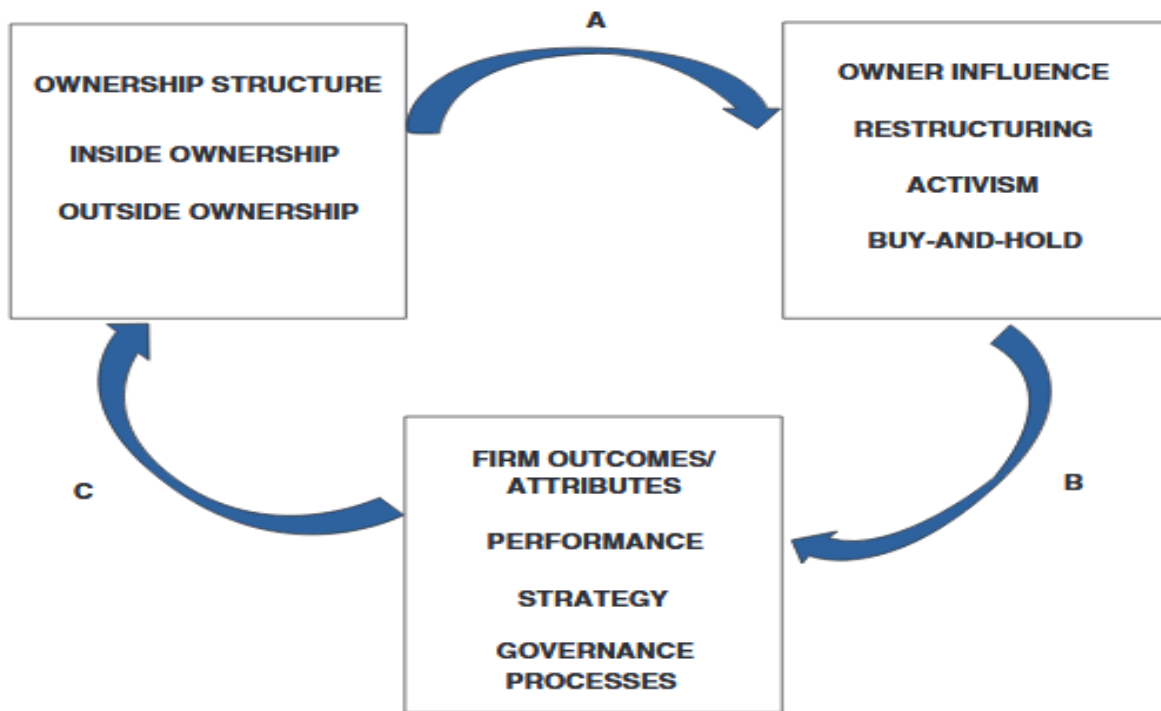
Το είδος της ιδιοκτησίας που μελετάται στο δεύτερο κεφάλαιο της παρούσας διπλωματικής εργασίας αναφέρεται σε αυτό της οικογενειακής ιδιοκτησίας. Το πιο καθοριστικό χαρακτηριστικό της είναι η βούληση να διατηρηθεί η ιδιοκτησία και ο έλεγχος της εταιρείας στα χέρια μιας ομάδας ανθρώπων που μοιράζονται οικογενειακούς δεσμούς, μαζί με τη βούληση να συνεχίσει να το κάνει στις μελλοντικές γενιές (Pollak, 1985). Η επιθυμία αυτή προέρχεται από τα χρηματικά οφέλη του ελέγχου που αποκτά ο ιδρυτής ή οι κληρονόμοι τους. Τα οφέλη αυτά κατά τους Demstev & Lehn (1985) αποκαλούνται ως «δυνατότητες ανέσεων».

Οι μεγάλες αυτές επιχειρήσεις δύναται συνήθως να διοικούνται είτε από ένα διευθυντικό στέλεχος είτε από παραπάνω μέλη μιας οικογένειας, ειδάλλως στο Συμβούλιο τους συμμετέχουν και επιπλέον πρόσωπα όπως managers, επενδυτές, μέτοχοι. Στη δεύτερη περίπτωση παρατηρείται έντονα η ύπαρξη φαινομένων αντιπροσώπευσης. Η οικονομική θεωρία ανάπτυξης ενός οικονομικού οργανισμού και το πρόβλημα του εντολέα – εντολοδόχου τονίζουν τη σημασία ύπαρξης εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς με τις κατάλληλες δομές και πολιτικές στα πλαίσια αυτής, μπορεί να επιτευχθεί αποτελεσματικότερα η επικοινωνία μεταξύ διοίκησης και

ιδιοκτησίας, και επομένως να ευθυγραμμιστούν ευκολότερα τα συμφέροντα και των δύο μερών (Rustam et al., 2013).

Όπως έχει προαναφερθεί στην προηγούμενη ενότητα, για την ύπαρξη αποτελεσματικής εταιρικής διακυβέρνησης, απαιτείται η εφαρμογή αντικειμενικού και ορθού συστήματος εσωτερικού ελέγχου. Κύριο εργαλείο για την προάσπιση διαφόρων συμφερόντων για όλες τις κατηγορίες επενδυτών θεωρείται η εταιρική διακυβέρνηση, καθώς παρέχει ένα σταθερό περιβάλλον και συντελεί στην επίτευξη οικονομικής ανάπτυξης και αποδοτικότητας μιας επιχείρησης. Επιπρόσθετα, η ύπαρξη και εκτέλεση αποτελεσματικής δομής εταιρικής διακυβέρνησης ελαττώνει σημαντικά τα κόστη που δημιουργούνται λόγω καταστάσεων αντιπροσώπευσης. Αυτό υποστηρίζεται από τους Core et al., (1999) που δηλώνουν ότι οι οργανισμοί που δεν επενδύουν στην εταιρική διακυβέρνηση, έχουν εν γένει υψηλότερο κόστος αντιπροσώπευσης, καθώς τα προσωπικά συμφέροντα των διαχειριστών τους συχνά δεν ταιριάζουν με τα συμφέροντα του οργανισμού τους.

Οι δομές της ιδιοκτησίας διαδραματίζουν επομένως κεντρικό ρόλο στον καθορισμό του βαθμού στον οποίο ευθυγραμμίζονται τα συμφέροντα των ιδιοκτητών και των διαχειριστών (Dalton et al., 2003). Στο γράφημα 4 γίνεται προσπάθεια ενσωμάτωσης της μεγάλης βιβλιογραφικής επισκόπησης σχετικά με την ιδιοκτησία ως μια μορφή εταιρικής διακυβέρνησης. Η διαδρομή Α απεικονίζει τη σχέση μεταξύ της ιδιοκτησίας σε μια εταιρεία και των εναλλακτικών επιλογών των ιδιοκτών σε θέματα που σχετίζονται με την επιρροή. Η διαδρομή Β απεικονίζει τον τρόπο που η επιρροή των μετόχων δύναται να επηρεάσει σημαντικά εταιρικά χαρακτηριστικά, όπως αυτά της απόδοσης και της στρατηγικής. Τέλος, η διαδρομή C υπογραμμίζει την ιδέα ότι διαφορετικοί επενδυτές αναλαμβάνουν μερίδιο συμμετοχής σε εταιρείες λόγω της παρουσίας ορισμένων εταιρικών χαρακτηριστικών όπως είναι η απόδοση ή η στρατηγική. Αυτό το τελευταίο μονοπάτι απεικονίζει την επίδραση της ενδογένειας, η οποία αντιπροσωπεύει ένα σημαντικό παράγοντα στην κατανόηση της ιδιοκτησίας της εταιρείας (Bushee, 2004). Πιο συγκεκριμένα, η ιδιοκτησία δεν έχει χαρακτηριστικά εξωγενή, αλλά αντίθετα συνδέεται στενά με τις αποφάσεις που λαμβάνουν οι διαχειριστές σχετικά με την ανταγωνιστικότητα και τις στρατηγικές (Demsetz & Villalonga, 2001).



Γράφημα 4: Περιγραφικό πλαίσιο ιδιοκτησίας ως μορφή εταιρικής διακυβέρνησης, Πηγή: Certo et al., (2010)

2.2.2.1 Εσωτερική Ιδιοκτησία

Σε καλύτερη ανάλυση της έννοιας της ιδιοκτησίας, αυτή μπορεί να διαχωριστεί σε δύο μέρη, σε εσωτερική και εξωτερική. Στην εσωτερική ιδιοκτησία εμπλέκονται τα άτομα που έχουν οικονομικά κίνητρα και λαμβάνουν κατάλληλες αποφάσεις που έχουν συνέπεια με τα συμφέροντα και τους στόχους της ευρύτερης εκλογικής περιφέρειας των μετοχών. Σε αυτή την κατηγορία ιδιοκτησίας εντάσσεται και η κατοχή λόγω οικογένειας. Τα μέλη της οικογένειας των διευθυντών, αποτελούν σημαντικό παράγοντα ακαδημαϊκής μελέτης, όπως για παράδειγμα αυτή των Villalonga & Amit (2006), σύμφωνα με τους οποίους η ιδιοκτησία που σχετίζεται με το κομμάτι της οικογένειας σπάνια δημιουργεί αξία για την εταιρεία ή τους μετόχους της μειοψηφίας, εκτός από τις περιπτώσεις όπου ο ιδρυτής αυτής είναι Διευθύνων Σύμβουλος.

Τόσο στην οικονομική επιστήμη (Himmelberg et al., 1999) όσο και στη νομική (Perry & Zenner, 2000), έχουν εξεταστεί παράγοντες για το πότε, αλλά και το πώς τα εσωτερικά ίδια κεφάλαια μιας επιχείρησης δύναται να υποστηρίξουν την ευθυγράμμιση μεταξύ των συμφερόντων των ιδιοκτητών και των διαχειριστών. Πιο συγκεκριμένα, καθώς τα στελέχη ενός οικονομικού οργανισμού αποκτούν μεγαλύτερα μερίδια ιδιοκτησίας, είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιούν σταθερούς πόρους προς τη μακροπρόθεσμη κερδοφορία και λιγότερο πιθανό να αποφεύγουν την

εκτέλεση των δημοσιονομικών και στρατηγικών ευθυνών τους (Jensen & Meckling, 1976). Ταυτόχρονα, ωστόσο, άλλοι ερευνητές έχουν αναφέρει την ύπαρξη πιθανών ολέθριων επιπτώσεων που ενδεχομένως εμφανίζονται με την ιδιοκτησιακή διαχείριση. Τα υψηλά επίπεδα καταστάσεων ιδιοκτησίας, για παράδειγμα μπορούν να παρέχουν στα στελέχη αυξημένη ισχύ, κάτι που είναι δυνατόν να τους οδηγήσει σε μεγαλύτερη εδραίωση εντός της εταιρείας (Morck et al., 1988). Μόλις συμβεί αυτό, οι διαχειριστές μπορεί να καταναλώνουν περισσότερα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης για την ικανοποίηση δικών τους αναγκών.

Στο πλαίσιο της εσωτερικής ιδιοκτησίας εντάσσεται και η αρχή της ευθυγράμμισης των συμφερόντων των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου (Herma-lin & Weisbach, 2003). Χιλιάδες εταιρείες είναι δομημένες με τέτοιο τρόπο ώστε οι περισσότεροι εργαζόμενοι να μπορούν να χρησιμοποιούν ποικίλης φύσεως προγράμματα, και μέσω αυτών να τους παρέχεται η δυνατότητα απόκτησης αξιόλογων μεριδίων της εταιρείας (Blasi et al., 2003). Αν και η ευθυγράμμιση των συμφερόντων και η κατανομή κερδών (Welbourne & Gomez-Mejia, 1995) βρίσκονται στο επίκεντρο αυτής της μορφής ιδιοκτησίας, η έμφαση δίνεται περισσότερο στη δημιουργία ενός κοινωνικοψυχολογικού δεσμού που επηρεάζει τις εργασιακές συμπεριφορές (Pierce et al., 1991). Κύριος στόχος αυτής της δομής ιδιοκτησίας είναι να δημιουργηθεί ένας σύνδεσμος σημαντικών αποτελεσμάτων για τους υπαλλήλους και την εταιρική απόδοση.

2.2.2.2 Εξωτερική Ιδιοκτησία

Όσον αφορά στην εξωτερική ιδιοκτησία τα ίδια κεφάλαια που κατέχουν τρίτοι μπορούν να βοηθήσουν τους μετόχους να παρακολουθούν πιο προσεκτικά και αποτελεσματικά τις ενέργειες των διαχειριστών. Στη βιβλιογραφία αυτή αναφέρεται με τον όρο της προσέγγισης ελέγχου (Dalton et al., 2003). Δύο αποτελούν τους κύριους παράγοντες που ενθαρρύνουν την ύπαρξη ιδιοκτησίας από εξωτερικούς μεγαλομετόχους, ο συγκεντρωμένος έλεγχος και τα ιδιωτικά οφέλη. Ο πρώτος προκύπτει από την ικανότητα ανώτερης παρακολούθησης που δύναται να εκτελέσουν οι μέτοχοι αυτοί μέσω συγκεντρωτικών δικαιωμάτων σε ζητήματα λήψης απαραίτητων εταιρικών αποφάσεων. Αντίθετα, όλοι οι μεγαλομέτοχοι χρησιμοποιούν την εξουσία που τους παρέχεται μέσα από τη συμμετοχή τους στη διαχείριση και δημιουργούν κίνητρα που τους ωφελούν να απολαμβάνουν ιδιωτικά οφέλη, για τα οποία όμως συχνά ανταγωνίζονται για να τα κατακτήσουν. Πολλές είναι οι φορές που σε έντονες καταστάσεις ανταγωνισμού δεν πραγματοποιείται ισάξιος διαχωρισμός των ωφελειών αυτών με τους μετόχους μειοψηφίας ενός οργανισμού. Οι μεμονωμένοι μεγαλομέτοχοι διαφέρουν από τους θεσμικούς επενδυτές, καθώς δεν ενδιαφέρονται για κανένα συγκεκριμένο πελατολόγιο. Ωστόσο, ορισμένοι μελετητές έχουν επισημάνει ότι αυτοί

οι μέτοχοι συνήθως λειτουργούν προβάλλοντας χαρακτηριστικά που καθιστά ένα στέλεχος ως διευθυντικό σε έναν οικονομικό οργανισμό (Holderness, 2003).

Εξωτερική θεωρείται και η ιδιοκτησία όταν είναι κρατική, στις περιπτώσεις δηλαδή που ένας οικονομικός οργανισμός λαμβάνει αρμοδιότητες και εκτελεί εντολές που του παραθέτει το κράτος (La Porta et al., 2002). Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζεται στις ανεπτυγμένες χώρες, συμπεριλαμβανομένων των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής και του Ηνωμένου Βασιλείου, όπου σε τέτοιου είδους ιδιοκτησίας προκύπτουν σημαντικά αποτελέσματα αδυναμιών της αγοράς. Μια τέτοια αντίδραση δύναται να συμβεί σε βιομηχανίες που χαρακτηρίζονται από φυσικά μονοπώλια και σε αγορές δημόσιων αγαθών. Παρόλα αυτά, με την κρατική ιδιοκτησία επισημαίνεται ότι εμφανίζονται και επιμέρους προβλήματα (Shleifer, 1998). Αυτά περιλαμβάνουν κυρίως ήπιους περιορισμούς στον προϋπολογισμό, έλλειψη καινοτομίας, κακή οικονομική απόδοση και αυξημένη διαφθορά (Megginson & Netter, 2001).

Ένα άλλο σύνολο εξωτερικών ιδιοκτητών είναι εκείνοι που επενδύουν στην εταιρεία ως εκπρόσωποι μιας υποκείμενης κλασματικής ιδιοκτησίας. Αυτό δημιουργεί μια σχέση διπλής αντιπροσωπείας (Arthurs et al., 2008), όπου οι μέτοχοι εκτελούν διάφορα καθήκοντα έναντι διαχειριστικών υπαλλήλων. Τα άτομα με δικαιώματα εκπροσώπησης λόγω ενός μεταβαλλόμενου ρυθμιστικού περιβάλλοντος υπέρ τους, έχουν τη δυνατότητα να εναρμονίσουν τη διαπραγματευτική τους δύναμη. Επωφελούνται από τη συμμετοχή τους σε ειδικούς συντονιστικούς φορείς, που τους παρέχουν πρόσβαση στην έρευνα και σε εσωτερικές πληροφορίες που δεν είναι διαθέσιμες σε άλλους επενδυτές (Grinstein & Michaely, 2005). Αυτοί οι οργανισμοί συνδυάζονται με το ίδιο επαγγελματικό προσωπικό των ατόμων αντιπροσώπευσης για να αυξήσουν την αποτελεσματικότητα της παρακολούθησης των επενδύσεων (Ke & Petroni, 2004). Ένα συνηθισμένο θέμα μεταξύ αυτών των διαφορετικών ταξινομήσεων είναι ότι οι ιδιοκτήτες αντιπροσώπων έχουν διαφορετικές επενδυτικές προτιμήσεις (Hoskisson et al., 2002).

2.2.3 Οικογενειακή Ιδιοκτησία (Family Ownership)

Σημαντικό πρόβλημα στο πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί το ζήτημα της οικογενειακής ιδιοκτησίας και σε αυτό συμβάλει σε καθοριστικό βαθμό και ο έλεγχος, κυρίως ο εσωτερικός, που πραγματοποιείται και επικεντρώνεται στην εξισορρόπηση βασικών συμφερόντων του εντολέα και του εντολοδόχου, δηλαδή του ιδιοκτήτη – διευθυντή της οικονομικής μονάδας με τους επενδυτές της. Η εμπειρική έρευνα σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση, όπως για παράδειγμα αυτή που πραγματοποιήθηκε από τον Klein (2000), διερευνά τις ποσοτικοποιήσιμες σχέσεις μεταξύ των μέτρων εταιρικής απόδοσης και συγκεκριμένων

διορθωτικών μέτρων σε θέματα διαχείρισης, συμπεριλαμβανομένου του αριθμού και της ανεξαρτησίας των διοικητικών συμβούλων σε ένα διοικητικό συμβούλιο εταιρειών ή επιτροπές και την ανεξαρτησία των ελεγκτών του ελέγχου.

Από τα πρώτα στάδια της ζωής μιας εταιρείας, η ιδιοκτησία τους αποτελείται συνήθως από συνδυασμό ιδρυτών επενδυτών και στενών συνεργατών, επενδυτές δηλαδή πρώιμου σταδίου που φτάνουν σε μια στιγμή που η επιχείρηση είναι πολύ μικρή και επικίνδυνη για πιο επίσημα ιδιωτικά κεφάλαια (Prowse, 1998). Οι νέες επιχειρήσεις στον κλάδο βασίζονται σε μεγάλο βαθμό στα μετρητά που παρέχονται από τους ιδιοκτήτες, οι οποίοι κατέχουν ιδιαίτερα ισχυρή διαπραγματευτική δύναμη (Zacharakis & Shepherd, 2001). Πρόσφατη έρευνα δείχνει ότι τα συμφέροντα επιχειρηματικών κεφαλαίων, καθώς και εκείνα των επιχειρηματικών συνεργατών, ίσως να διαφέρει ανάλογα με το θεσμικό περιβάλλον της χώρας στην οποία βασίζονται (Bruton et al., 2009).

Καθώς οι επιχειρήσεις αναπτύσσονται στον κλάδο, άλλα ιδιωτικά κεφάλαια ίσως να εμφανιστούν στο προσκήνιο, συχνά υπό τη μορφή μοχλευμένων εξαγορών (Jensen, 1989). Σε αντίθεση με την περιορισμένη συμμετοχή των εταιρειών σε επιχειρηματικά κεφάλαια και επενδύσεις πρώιμου σταδίου, οι ιδιωτικές εταιρείες μετοχών σε μοχλευμένες εξαγορές τείνουν να αποκτούν πλειοψηφικό έλεγχο σε ώριμες εταιρείες (Kaplan & Strömberg, 2009). Η συμμετοχή των ιδιωτικών μετοχών στη διαχείριση οργανισμών μπορεί να φέρει σημαντική αλλαγή εταιρικής διακυβέρνησης, συμπεριλαμβανομένης της ανάπτυξης εταιρικών κωδικών, της μείωσης των προβλημάτων εντολέα - εντολοδόχου και της βελτιωμένης παρακολούθησης της διαχείρισης. Επιπλέον, η συμμετοχή αυτή έχει αποδειχθεί ότι οδηγεί σε μειωμένη καινοτομία αλλά υψηλότερη απόδοση στους μετόχους (Cumming et al., 2007).

Το συχνό πρόβλημα του διαχωρισμού της ιδιοκτησίας, και πιο συγκεκριμένα της οικογενειακής, και του ελέγχου, έχει γίνει αντιληπτό και έχει μελετηθεί στο παρελθόν και από τους Berle & Means (1932). Η έρευνα τους παρουσιάζει ότι σε μια μεγάλη εταιρεία οι διαχειριστές της δεν είναι και αυτοί που φέρουν απαραίτητα το μεγαλύτερο μερίδιο των οικονομικών επιπτώσεων μέσω των αποφάσεών τους. Ο Smith (1776) και οι Berle & Means (1932) και, λίγο αργότερα, ο Fama (1980) και οι Shleifer & Vishny (1997) έχουν προτείνει ότι το management της επιχείρησης μπορεί να επιλέξει την ανεξαρτητοποίηση των σχέσεων ανάμεσα στον ιδιοκτήτη και στο μέτοχο ως βέλτιστη απόφαση επιλογής και ανώτερη από αυτή της εξάρτησης του ανταγωνισμού στην αγορά των managers. Αυτό θέτει το βασικό ζήτημα του τρόπου που χρειάζεται να επιβάλλεται η πειθαρχία στις ενέργειες του διευθυντή. Ιδανικό θα ήταν εάν τα δύο μέρη μπορούσαν να επινοήσουν μια σύμβαση που ρυθμίζει τι μπορεί να κάνει ο διευθυντής με το

κεφάλαιο της εταιρείας, πώς διαιρείται το τυχόν πλεόνασμα και τι συμβαίνει εάν παραβιαστεί κάποιο από τα συμβόλαια. Δεδομένο όμως σε αυτή την υπόθεση χρειάζεται να είναι ότι αρκετές είναι οι περιπτώσεις που δεν καθίσταται δυνατή η σύναψη συμβάσεων και επομένως η πλήρης σύναψη συμβάσεων δεν είναι εφικτή (Williamson, 1988).

Η έρευνα που έχει διεξαχθεί από τον Coffee (2002) έχει τονίσει το πόσο σημαντικά είναι η εφαρμογή εσωτερικών ελέγχων και ο ρόλος ενός ελεγκτή στην αποτελεσματική λειτουργία ενός οικονομικού οργανισμού και μέσω αυτής πρότεινε ότι η ανεξαρτησία του ελεγκτή διακυβεύεται από μια σειρά περιστάσεων, μειώνοντας τους κινδύνους που παρουσιάζονται από δόλιους ή αμελείς ελέγχους. Παράλληλα, ανέπτυξε την άποψη ότι η αύξηση της συγκέντρωσης στον ελεγκτικό κλάδο, προκαλεί αρνητικά αποτελέσματα, καθώς καμία ελεγκτική εταιρεία δεν βρίσκει ανταγωνιστικό όφελος από την αύξηση της ακεραιότητάς της. Από την άλλη πλευρά, η άνοδος των αποθεμάτων στα τέλη της δεκαετίας του 1990 δημιούργησε τάσεις για πληθωρική αγορά όπου ο έλεγχος δύναται να θεωρηθεί ότι μόνο ενοχλούσε τη διοίκηση και είχε μικρή αξία για το δυνητικό επενδυτή.

Υπό το υπάρχον νομικό και εμπορικό περιβάλλον, η ανεξαρτησία και η αμεροληψία των ελεγκτών δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι είναι αρκετά ισχυρή για την αποτροπή απάτης (Fama & Jensen, 1983). Τα χαρακτηριστικά κάθε είδους συμπεριφοράς αποτελούν σημαντική προειδοποίηση για το πως θα εφαρμοστούν οι πολιτικές και λειτουργίες στο εσωτερικό της εταιρείας και βασίζονται κυρίως σε παραδοσιακές, αλλά πολλές φορές, ακατάλληλες υποθέσεις. Για παράδειγμα, ο Marnet (2005) διαπίστωσε πως κάθε εταιρεία, οικογενειακή ή όχι, ενστερνίζεται την άποψη ότι η αύξηση της ιδιοκτησιακής διαχείρισης μπορεί να οδηγήσει σε αποτελέσματα μεγαλύτερης ευθυγράμμισης των συμφερόντων των δύο πλευρών. Ωστόσο, όταν η ιδιοκτησία συνεπάγεται την υπερβολική κατανάλωση προνομίων και αποζημιώσεων, τότε το αποτέλεσμα ευθυγράμμισης αυτής δύναται να υπερεκτιμηθεί.

Η κατανομή των μετοχών σε διευθυντές και στελέχη μπορεί να αποτελέσει άλλον έναν σημαντικό παράγοντα για ρήξη ωφελειών, αντί της επίτευξης εξισορρόπησης τους. Ο καθορισμός στόχων στην εταιρεία, που χρησιμοποιείται για την προώθηση της απόδοσης και της συνέπειας, ενδέχεται επίσης να οδηγήσει σε υπερβολική ανάληψη κινδύνων, κλιμάκωση της δέσμευσης και ανήθικη συμπεριφορά. Οι συνεισφορές από τη συμπεριφορική προσέγγιση έχουν επιπτώσεις στη μελέτη, στην πρακτική και στη ρύθμιση της εταιρικής διακυβέρνησης (Marnet, 2005). Είναι αμφίβολο εάν μια εξάρτηση από κανόνες και κανονισμούς που αγνοεί την ανθρώπινη ικανότητα εξορθολογισμού των δράσεων έχει τα επιδιωκόμενα αποτελέσματα αποτροπής.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, γίνεται αρκετά εμφανής ότι η ιδιοκτησία είναι μια οικονομική έννοια αλληλένδετη με αυτή της εταιρικής διακυβέρνησης και συνεπώς με αυτή του συστήματος εσωτερικού ελέγχου. Ο έλεγχος θεωρείται σημαντικό εργαλείο στην άρτια λειτουργία ενός οικονομικού οργανισμού και στη στάθμιση των εσωτερικών δυνατοτήτων του, καθώς διακυβεύεται το προσωπικό κεφάλαιο του ιδιοκτήτη. Ένα διευθυντικό στέλεχος που παράλληλα αποτελεί και ιδιοκτήτη, κυρίως στις περιπτώσεις των οικογενειακών επιχειρήσεων, χρειάζεται να έχει στις λειτουργίες της εταιρείας του αποτελεσματικό και ορθό εσωτερικό έλεγχο που βοηθάει, μέσω απαραίτητων κανονισμών και διαδικασιών, τη μεγιστοποίηση των κερδών της και την αύξηση του μεριδίου της στην αγορά (Παπαστάθης, 2014). Κύριος στόχος του ιδιοκτήτη επομένως είναι, να αποφεύγει οποιαδήποτε κατάσταση ή συμπεριφορά συνδέεται με καταχρήσεις περιουσιακών στοιχείων στα πλαίσια του οργανισμού του, τις απάτες και να μειώνει τα κόστη αντιπροσώπευσης και σύναψης συμβάσεων συναλλαγών με εντολοδόχους (Coase, 1937).

2.2.4 Μελέτη Περίπτωσης Ευρωπαϊκών Εταιρειών

Η άποψη για επιτακτική ανάγκη αποτελεσματικής διακυβέρνησης ενισχύεται από την εμφάνιση αυξημένων ανασφαλειών των εξουσιοδοτημένων φορέων, όπως ο εσωτερικός έλεγχος, που παρέχουν τις κατάλληλες οδηγίες και κανονισμούς που χρειάζεται να τηρούνται από τις επιχειρήσεις. Σύμφωνα με τον Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης, το 2004, προτάθηκαν μερικές θεμελιώδεις υποδείξεις σχετικά με την οριοθέτηση και την εφαρμογή αποτελεσματικού εσωτερικού ελέγχου και τελικά μιας σωστά λειτουργικής εταιρικής διακυβέρνησης. Η πρώτη ορίζει τον τρόπο που πρέπει να βασίζεται η διακυβέρνηση σε ένα πλαίσιο νόμων και κανονισμών που επιβάλλονται από τις αρμόδιες αρχές. Τονίζει επίσης, την ανάγκη προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων καθώς και της δίκαιης μεταχείρισης τους. Επιπλέον, η έγκαιρη και νόμιμη αποκάλυψη χρηματοοικονομικών πληροφοριών και η διαφάνεια στις χρηματοοικονομικές αναφορές αποτελούν ιδιαίτερο θέμα μελέτης για τη δομή της. Τέλος, οι ευθύνες και η γενικότερη συμβολή του διοικητικού συμβουλίου και οι μηχανισμοί ελέγχου για τη διαχείριση και τους μετόχους χρήζουν ιδιαίτερης σημασίας για μελέτη και έρευνα από τους αρμόδιους φορείς της εκάστοτε επιχείρησης (Robertson et al., 2013).

Μέσα από αυτή την υπό-ενότητα, θα πραγματοποιηθεί παρουσίαση των στατιστικών δεδομένων που έχει αναδείξει η έρευνα των άρθρων των Faccio & Lang (2002), Claessens et al., (2000), Fan & Wong (2005) και της εμπειρικής έρευνας βασισμένης στο άρθρο των Ghoul et al., (2007), με σκοπό να γίνει αντιληπτό καλύτερα το πώς τελικά ένας εσωτερικός έλεγχος εξυπηρετεί

τους σκοπούς της εταιρικής διακυβέρνησης σε ζητήματα οικογενειακής ιδιοκτησίας και πώς επηρεάζει την αποδοτικότητα της οικονομικής μονάδας.

2.2.4.1 Διαδικασία Επιλογής Δείγματος

Η επιλογή για μελέτη και παρουσίαση των ευρημάτων που έχουν υποδείξει οι Ghoul et al., (2007) αναφέρεται στις δομές ιδιοκτησίας των εταιρειών της Δυτικής Ευρώπης και κυρίως σε αυτές που το Διοικητικό Συμβούλιό τους δεν αποτελείται μόνο από οικογενειακά μέλη. Λόγω των σημαντικών αποτελεσμάτων της έρευνας τους, προκύπτει η εμφάνιση αποκλίσεων μεταξύ της απόλυτης ιδιοκτησίας μιας οικογενειακής εταιρείας και των δικαιωμάτων ελέγχου που δύναται να κατέχει ένας επενδυτής ή ένα άλλο στέλεχος στα πλαίσια αυτής. Επομένως, κύριο είναι το πρόβλημα της αντιπροσωπείας που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις σε αυτές τις χώρες. Το άρθρο αυτό εξετάζει, εάν ο έλεγχος από ελεγκτική ομάδα υψηλής ποιότητας συμβάλλει στη μείωση των προβλημάτων αντιπροσωπείας που ενσωματώνονται στις τελικές δομές ιδιοκτησίας και αν εξυπηρετεί εν γένει σκοπούς αύξησης της αποδοτικότητάς της.

Το δείγμα που χρησιμοποίησαν οι συγγραφείς συνίσταται από εταιρείες 13 χωρών στη Δυτική Ευρώπη¹⁶ (Faccio & Lang, 2002). Τα ονόματα των ελεγκτών και οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που μελετήθηκαν αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων Worldscope¹⁷. Στη συνέχεια, εφάρμοσαν συγχώνευση στο αρχικό δείγμα με τα ολοκληρωμένα δεδομένα της μελέτης των Faccio & Lang (2002) σχετικά με την απόλυτη ιδιοκτησία των Δυτικοευρωπαϊκών εισηγμένων εταιρειών. Απαραίτητο στοιχείο για τη μελέτη τους ήταν το σύνολο δεδομένων για τον προσδιορισμό των τελικών μετόχων που ελέγχουν 5.232 εταιρείες της Δυτικής Ευρώπης, καθώς και την τελική ταμειακή ροή (ιδιοκτησία) και δικαιώματα ψήφου (έλεγχος). Σε σύγκριση με τη μελέτη των Claessens et al., (2000) για την Ανατολική Ασία, οι Faccio & Lang (2002) αναφέρουν ότι οι εταιρείες της Δυτικής Ευρώπης ελέγχονται και διαχειρίζονται ως επί το πλείστο από οικογένειες, με τους μετόχους να κατέχουν μεγάλα μερίδια. Κατά συνέπεια, αυτή η περίπτωση αποτελεί απαραίτητη βάση για την εξέταση της δυναμικής που κατέχει ο εσωτερικός ελεγκτής, ως όργανο δηλαδή του εσωτερικού ελέγχου, στη διατήρηση ορθής διακυβέρνησης. Καθώς τα δεδομένα της ιδιοκτησίας συγκεντρώθηκαν για το 1996 έως το 1999, η ανάλυση που πραγματοποιήθηκε καλύπτει αυτήν την περίοδο (Ghoul et al., 2007).

¹⁶ Αυτές ήταν: Αυστρία, Βέλγιο, Φινλανδία, Γαλλία, Γερμανία, Ιρλανδία, Ιταλία, Νορβηγία, Πορτογαλία, Ισπανία, Σουηδία, Ελβετία και Ηνωμένο Βασίλειο

¹⁷ Περισσότερα στοιχεία στο σύνδεσμο <https://www.library.hbs.edu/Find/Databases/Worldscope>

2.2.4.2 Ανάλυση Μεταβλητών Έρευνας

Με βάση τους Claessens et al., (2000) πραγματοποιήθηκε ο υπολογισμός των κινήτρων και των επιδράσεων σε θέματα ιδιοκτησίας. Χρησιμοποιήθηκε το απόλυτο μερίδιο των μεγαλομετόχων στα δικαιώματα ιδιοκτησίας για να αποτυπωθεί η ευθυγράμμιση των κινήτρων τους με αυτά των μετόχων μειοψηφίας. Η μεταβλητή αυτή αναφέρεται στην έρευνα με τον όρο «Ownership». Παράλληλα, για την εδραίωση των δικαιωμάτων ελέγχου, κατασκευάστηκαν τρεις εναλλακτικές μεταβλητές. Η πρώτη, που ονομάζεται «Control minus Ownership», μια συνεχής μεταβλητή που μετρά τα δικαιώματα ελέγχου των τελικών ελεγχόμενων μετόχων που υπερβαίνουν τα δικαιώματα ιδιοκτησίας. Η δεύτερη μεταβλητή ονομάζεται «Control exceeds Ownership», παίρνει 0, ελεγχόμενος πάντα από το σύστημα εσωτερικού ελέγχου, στα δικαιώματα ελέγχου είναι υψηλότερο από το μερίδιο ιδιοκτησίας του ή είναι ίση με 0 σε διαφορετική περίπτωση. Τέλος, η τρίτη μεταβλητή «Control exceeds Ownership, high», ισούται με 1 εάν η «Control exceeds Ownership» ίση με 1 και εάν η «Control minus Ownership» είναι υψηλότερη από τη μέση τιμή συνόλου των εταιρειών με χαρακτηριστικά υπερβολικών δικαιωμάτων εσωτερικού ελέγχου και ίση με 0 διαφορετικά. Αυτή η μεταβλητή προορίζεται να λάβει υπόψη οποιεσδήποτε ενδείξεις και αλλαγές σε υψηλά επίπεδα διαχωρισμού μεταξύ οικογενειακής ιδιοκτησίας και δικαιωμάτων ελέγχου του τελικού ελεγχόμενου μετόχου.

Αξίζει να σημειωθεί ότι πολλοί είναι οι μέτοχοι που κατέχουν ιδιαίτερο ρόλο στην παρακολούθηση των ενεργειών και των δραστηριοτήτων του ιδιοκτήτη, καθώς αυτός επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό τα προβλήματα που υπάρχουν στην εταιρεία και επίσης, οι μέτοχοι είναι αυτοί που καθορίζουν το επίπεδο ζήτησης για ελέγχους υψηλής ποιότητας και αποδοτικότητας. Στην προσπάθεια απομόνωσης των σφαλμάτων των πολλαπλών μετόχων κατά την επιλογή αποτελεσματικού εσωτερικού ελέγχου, στην έρευνα ενσωματώνεται και αυτή των Faccio et al., (2001) συμπεριλαμβάνοντας μια εικονική μεταβλητή, την «Multiple Owners», που ισούται με 1 για εταιρείες με μετόχους που έχουν τουλάχιστον το 10% των μετοχών, αλλιώς είναι ίση με 0. Επιπλέον, δεδομένης της θεωρητικής και εμπειρικής έρευνας, δύναται να εμφανιστεί μια μεταβλητή «Voting21» σε ζητήματα που αφορούν στη διακυβέρνηση. Με αυτή τη μεταβλητή γίνεται σύνδεση του ανάλογου δικαιώματος ψήφου του δεύτερου μεγαλύτερου μετόχου προς τα δικαιώματα ψήφου του πρώτου. Οι υψηλότερες τιμές αυτού του λόγου υποδηλώνουν ότι ο ιδιοκτήτης και ο δεύτερος μεγαλύτερος μέτοχος είναι συγκρίσιμοι σε αριθμητικά μεγέθη.

Οι Faccio & Lang (2002) ταξινόμησαν τους απόλυτους ελεγκτές μετόχους σε έξι κατηγορίες, όπως είναι η οικογένεια, η μη εισηγμένη εταιρεία, το ευρέως χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, το κράτος, η ευρεία εταιρεία και σε διάφορα. Αν και η ανάλυση επικεντρώνεται στο κατά πόσον οι

εταιρείες που ελέγχονται από την οικογένεια έχουν θετικά ή αρνητικά αποτελέσματα στη ζήτηση παρακολούθησης από έναν ελεγκτή υψηλής ποιότητας, ελέγχονται παράλληλα και οι συνέπειες των δράσεων των άλλων τύπων ιδιοκτητών. Όσον αφορά στην οικογενειακή, για τη συμμετοχή τους στην ανώτερη διοίκηση χρησιμοποιείται η μεταβλητή «Family in Management», που ισούται με 1 εάν ένα μέλος της οικογένειας έχει ρόλο ως Διευθύνων Σύμβουλος, Πρόεδρος ή Αντιπρόεδρος, και με 0 διαφορετικά. (Faccio & Lang, 2002).

Για την επιλογή και τον προσδιορισμό των μεταβλητών του ελέγχου ακολούθησαν οι Ghoul et al, (2007) στενά την πρόσφατη έρευνα των Fan & Wong (2005). Αντλήθηκαν δεδομένα με γνώμονα το μέγεθος των οικονομικών οργανισμών στην αγορά, μέσω λογαριθμικών πράξεων στις συνολικές τους πωλήσεις, Από αυτό δημιουργήθηκε η μεταβλητή «SIZE». Στη συνέχεια, μετρήθηκε η μόχλευση με τη μακροπρόθεσμη αναλογία χρέους προς συνολικό ενεργητικό «LEVERAGE», καταγράφηκε η κερδοφορία με το δείκτη απόδοσης περιουσιακών στοιχείων «ROA» και εντοπίστηκε το πότε απαιτείται η εφαρμογή εξωτερικής χρηματοδότησης, με την εικονική μεταβλητή «EQUITY ISSUE» που παίρνει την τιμή 1 για εταιρείες που αύξησαν τα ίδια κεφάλαια κατά τη διάρκεια του έτους. Σε άλλη περίπτωση η μεταβλητή αυτή παίρνει την τιμή 0. Όλα τα αριθμητικά δεδομένα έχουν βρεθεί στη βάση δεδομένων Worldscope. Επιπλέον, εφαρμόστηκε έλεγχος για διασταυρούμενες καταχωρίσεις στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, καθορίζοντας μια εικονική μεταβλητή «CROSS», η οποία παίρνει την τιμή 1 εάν μια εταιρεία είχε ένα πρόγραμμα ADR¹⁸ κατά τη διάρκεια του δείγματος και 0 σε αντίθετη περίπτωση. Οι Stulz (1999) και Coffee (2002) υποστήριξαν σε αντίστοιχη έρευνα τους, ότι οι εταιρείες που επιλέγουν να κάνουν εισαγωγή κοινών μετοχών (cross-list) σε μεγάλο χρηματιστήριο στην Αμερική, δεσμεύονται με αυξημένη διαφάνεια και υψηλότερα πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης.

2.2.4.3 Εμπειρικά Αποτελέσματα

Ο πίνακας 2 παρέχει τα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία στα οποία έχουν συγκεντρώσει και μελετήσει οι Ghoul et al., (2007) για τις ερμηνευτικές μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στην ανάλυση της επιλογής ενός εσωτερικού ελεγκτή. Το Panel A αναφέρει συνοπτικά τα στατιστικά στοιχεία για τις μεταβλητές ιδιοκτησίας και ελέγχου. Σύμφωνα με προηγούμενες μελέτες, διαπιστώθηκε ότι ο τελικός ιδιοκτήτης κατέχει, κατά μέσο όρο, δικαιώματα ελέγχου (32,15%) άνω των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας του (28,43%), υποδηλώνοντας ότι το κύριο πρόβλημα της εταιρείας προέρχεται από συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων ελέγχου και μετόχων

¹⁸ αναφορά σε μεγάλο χρηματιστήριο των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής (NYSE, NASDAQ, AMEX)

μειοψηφίας. Αυξημένο έχει διαπιστωθεί το πρόβλημα όταν οι επιχειρήσεις είναι οικογενειακές, όπου οι συγκρούσεις είναι σαφώς μεγαλύτερες λόγω της αυξημένων δικαιωμάτων ελέγχου.

Στα μη αναφερόμενα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία, διαπιστώνεται σημαντική διακύμανση μεταξύ χωρών και στις δύο ιδιοκτησίες και τα δικαιώματα ελέγχου του τελικού ιδιοκτήτη. Οι γερμανικές εταιρείες εμφανίζουν τα πιο συγκεντρωμένα δικαιώματα ταμειακών ροών με 46,73% κατά μέσο όρο, ακολουθούμενες από γαλλικές εταιρείες με 43%, και αυστριακές εταιρείες με 42,24%. Οι επιχειρήσεις του Ηνωμένου Βασιλείου, της Ιρλανδίας και της Σουηδίας έχουν τη μικρότερη συγκέντρωση δικαιωμάτων ιδιοκτησίας με περίπου 18%. Στο ένα άκρο, το ένα τέταρτο των γερμανικών εταιρειών έχει πάνω από το 75% των δικαιωμάτων ταμειακών ροών στα χέρια του μεγαλύτερου μετόχου. Στο άλλο άκρο, το ένα τέταρτο των εταιρειών του Ηνωμένου Βασιλείου έχουν μόνο το 24,96% των δικαιωμάτων ταμειακών ροών στα χέρια του μεγαλύτερου μετόχου. Η συγκέντρωση των δικαιωμάτων ψήφου ακολουθεί παρόμοια πρότυπα. Γερμανικές, Αυστριακές και Γαλλικές εταιρείες έχουν την υψηλότερη συγκέντρωση με 52,95%, 51,38% και 44,50% αντίστοιχα. Οι εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου, της Ιρλανδίας και της Σουηδίας παρουσιάζουν τη μικρότερη συγκέντρωση δικαιωμάτων ψήφου με 20,33%, 21,11% και 24,77%, αντίστοιχα. Επίσης, οι ελεγχόμενοι μέτοχοι επιτυγχάνουν διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου στο 31,61% των εταιρειών δείγματος, με τη μέση απόκλιση μεταξύ δικαιωμάτων ψήφου και ταμειακών ροών να είναι 3,72%. Αυτά τα στοιχεία ποικίλουν συστηματικά μεταξύ των χωρών. Το ποσοστό των επιχειρήσεων στις οποίες οι ελεγχόμενοι, από εσωτερικά συστήματα, μέτοχοι αποκτούν δικαιώματα ελέγχου που υπερβαίνουν τα δικαιώματα ιδιοκτησίας τους, είναι το υψηλότερο στην Αυστρία (55,69%), ακολουθούμενη από την Ιταλία (53,42%) και τη Φινλανδία (52,02%), και το χαμηλότερο στην Πορτογαλία (14,71%) και τη Γαλλία (14,10%). Ο μέσος υπερβολικός έλεγχος είναι πιο έντονος στην Ελβετία (11,79%), ακολουθούμενος από την Αυστρία (9,13%) και την Ιταλία (9%), και λιγότερο έντονος στην Πορτογαλία (2,32%), το Ηνωμένο Βασίλειο (2,09%) και τη Γαλλία (1,49%). Τέλος, επισημαίνεται ότι το 37% των εταιρειών δείγματος έχουν τουλάχιστον ένα μεγαλομέτοχο εκτός από του ιδιοκτήτη.

Το Panel B περιγράφει τα μέσα που χρησιμοποιούν για τον έλεγχο οι μέτοχοι προκειμένου να εξασφαλιστεί η ισχύος του ελέγχου που υπερβαίνει τα δικαιώματα ιδιοκτησίας ενός διευθυντικού στελέχους σε μια οικογενειακή επιχείρηση. Σύμφωνα με τους Faccio & Lang (2002), οι πυραμίδες και τα μερίδια διπλής κατηγορίας είναι οι πιο συνηθισμένοι τρόποι ενίσχυσης του. Το καθένα από αυτά αντιπροσωπεύει σχεδόν το ένα τέταρτο των δειγμάτων παρατηρήσεων. Αντίθετα, οι διασταυρούμενες συγκρατήσεις σπάνια χρησιμοποιούνται (0,69%). Υπάρχει επίσης, σημαντική παραλλαγή μεταξύ χωρών. Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι οι πυραμίδες χρησιμοποιούνται περισσότερο στη Νορβηγία (37,31%) και στην Αυστρία (34,59%) και λιγότερο

χρησιμοποιούνται στην Ελβετία (8,08%) και στη Νορβηγία (6,59%). Στα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία για κάθε χώρα, διαπιστώνεται ότι οι μετοχές διπλής κατηγορίας χρησιμοποιούνται συχνότερα στη Σουηδία (69,39%) και στην Ελβετία (52,72%) και ποτέ στο Βέλγιο, στην Πορτογαλία και στην Ισπανία. Αυτή η διαφορά αντικατοπτρίζει πιθανότατα ότι οι τρεις τελευταίες, είναι μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών που έχουν υιοθετήσει έναν κανόνα ανώτατου ορίου για τις μετοχές χωρίς ψήφους. Επιπλέον, το Panel B δείχνει ότι ένας ιδιοκτήτης οικογενειακής επιχείρησης βρίσκεται στο τμήμα της διαχείρισης σε μεγαλύτερο από το 68% των εταιρειών και για αυτό το λόγο απαιτείται έντονος και ορθός εσωτερικός έλεγχος. Το υψηλότερο ποσοστό διαχείρισης μιας τέτοιου είδους εταιρείας αποδείχθηκε, κατά τα έτη διεξαγωγής της έρευνας, ότι βρίσκεται στη Γαλλία, στην Ιρλανδία, στη Νορβηγία, στην Ισπανία και στο Ηνωμένο Βασίλειο, με όλες να υπερβαίνουν το 70%, και το χαμηλότερο στην Πορτογαλία με 44%.

Το Panel C του πίνακα αναφέρει την κατανομή του εταιρικού ελέγχου μεταξύ των έξι τύπων ιδιοκτητών ελέγχου που περιγράφονται παραπάνω. Όπως ήταν αναμενόμενο, ο έλεγχος στις οικογενειακές επιχειρήσεις είναι η κυρίαρχη μορφή εταιρικής ιδιοκτησίας, που αντιπροσωπεύει τις περισσότερες από τις εταιρείες δείγματος. Σε μη αναφερόμενα αποτελέσματα, διαπιστώνουμε ότι ο οικογενειακός έλεγχος ποικίλει συστηματικά μεταξύ των χωρών. Υψηλότερος είναι στην Πορτογαλία όπου το 80,88% των εταιρειών ελέγχονται, ενώ το χαμηλότερο στην Ιρλανδία όπου μόνο το 30,77% ελέγχεται από το θεσμό αυτό.

Πίνακας 2: Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία για τις ερμηνευτικές μεταβλητές, Πηγή: Ghoul et al., (2007)

	Μέσος	Διάμεσος	Τυπική απόκλιση	Πρώτο τεταρτημόριο	Τρίτο τεταρτημόριο
Panel A. Ownership and control variables					
Ownership	28.4312	20.0707	25.1431	9.9975	45.7300
Control	32.1531	25.0000	25.4134	13.1300	50.0000
Control minus Ownership	3.7219	0.0000	8.1446	0.0000	3.1285
Control exceeds Ownership	0.3161				
Control exceeds Ownership, high	0.1576				
Multiple Owners	0.3729				
Voting21	0.2650	0.0000	0.3509	0.0000	0.5578
Panel B. Means of separating ownership and control					
Pyramids	0.2508				
Dual class shares	0.2452				
Cross-holdings	0.2269				
Family in Management	0.6845				
Panel C. Largest shareholder identity					
Identified family (A)	0.2481				
Unlisted firm (B)	0.2997				
Family (A) + (B)	0.5478				
State	0.0437				
Widely held financial institution	0.1844				

Widely held corporation	0.0107				
Miscellaneous	0.0696				
Panel D. Firm-specific variables					
SIZE	11.9553	11.8507	1.9324	10.5637	13.2355
LEVERAGE	0.1340	0.0888	0.1506	0.0116	0.1993
ROA	0.0318	0.0339	0.0684	0.0089	0.0705
EQUITY ISSUE	0.4413	0.0000	0.4966	0.0000	1.0000
CROSS (%)	2.5842	15.8673	15.8673	0.0000	0.0000

Τέλος, σε γενικότερο ερευνητικό υπόβαθρο, τα εμπειρικά αποτελέσματα για τη διαχειριστική ιδιοκτησία έχουν αναμιχθεί, καθώς στις οικογενειακές επιχειρήσεις συσσωρεύεται το επενδυτικό κεφάλαιο με αποτέλεσμα να δημιουργούνται σημαντικά προβλήματα στην αποδοτικότητά τους, ιδίως όταν το διευθυντικό στέλεχος καλείται να λάβει οικονομικές και στρατηγικές αποφάσεις (Dalton et al., 2003). Επομένως, κάποια από αυτά τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η εκτελεστική ιδιοκτησία από οικογένειες οδηγεί σε μεγαλύτερη ανάληψη κινδύνων (Rajgopal & Shevlin, 2002) ενώ υπάρχουν και άλλες που αναφέρουν αντίθετα ευρήματα (Desai & Dharmapala, 2006). Ομοίως, ορισμένες μελέτες προσπάθησαν να δημιουργήσουν ένα σύνδεσμο μεταξύ της ιδιοκτησίας των διευθυντικών στελεχών και της ευθυγράμμισης στόχων, όμως άλλες έρευνες διαπίστωσαν ότι η ιδιοκτησία διευθυντικών στελεχών δύναται συχνά να οδηγήσει σε κακή ευθυγράμμιση στόχου σε σχέση με ζητήματα, όπως αυτά της χρονολόγησης των επιλογών μετοχών, της χειραγώγησης των κερδών και τις πολιτικές διανομής (Devers et al., 2007).

Συλλογικά, στην έρευνά των Ghoul et al., (2007) υποδηλώνεται ότι οι εταιρείες της Δυτικής Ευρώπης βασίζονται σε ανώτερη παρακολούθηση από εσωτερικούς ελεγκτές, για να μετριάσουν τα προβλήματα αντιπροσωπείας που είναι εμφανή στις δομές ιδιοκτησίας τους και να αυξήσουν την αποτελεσματικότητα, την ικανοποίηση και τη συνολική απόδοση τους (Jones & Kato, 1995). Τέλος, απαραίτητο είναι να μην παραλείπεται ότι τα στοιχεία αυτά ερμηνεύονται σε διαφορετικό πλαίσιο θεσμικών κανονισμών μεταξύ των χωρών που μελετώνται, καθιστώντας έτσι την εμφάνιση σημαντικών αλλαγών στον τρόπο άσκησης και εφαρμογής του εσωτερικού ελέγχου στις επιχειρήσεις όπου το Συμβούλιο απαρτίζεται και από άτομα εκτός οικογενειακού δεσμού.

2.3 Συμπεριφορική Χρηματοδότηση και Λήψη Στρατηγικών Αποφάσεων (Behavioral Finance and Strategy Decisions)

2.3.1 Επιρροή Στρατηγικών Αποφάσεων

Με αφορμή τις συνθήκες που επικρατούν στο περιβάλλον μιας επιχείρησης, όπως αναφέρθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, αναπτύχθηκε ένα νέο πεδίο έρευνας στην εταιρική διακυβέρνηση που επικεντρώνεται στη συμπεριφορά των managers και των ιδιοκτητών, συνήθως αποτελούν το

μεγαλύτερο μέρος του Διοικητικού Συμβουλίου, και στο πώς αυτή δύναται να έχει θετική ή αρνητική επιρροή στην αποδοτικότητα. Πραγματοποιείται δηλαδή, προσπάθεια αποκωδικοποίησης των πράξεών τους και ερμηνείας της συμπεριφοράς τους, υπό την επήρεια ορισμένων ψυχολογικών παραγόντων (Pomprian, 2006). Πολλές φορές, τα άτομα λόγω αυτών των παραγόντων αδυνατούν να δράσουν ορθολογικά κατά τη διαδικασία λήψης απόφασης και καταφεύγουν σε υποδεέστερες επιλογές από το άριστο με αποτέλεσμα να παρουσιάζονται σφάλματα (Παπαστάθης, 2014). Ωστόσο, σημαντικό είναι να αναφερθεί ότι η ύπαρξη μη αποτελεσματικής και λειτουργικής δομής εταιρικής διακυβέρνησης δημιουργεί ιδιαίτερα προβλήματα στους απαραίτητους ελέγχους, εσωτερικούς και εξωτερικούς, και εν γένει στη λήψη αποφάσεων όπως για χρηματοδότηση και στη στρατηγική που ακολουθούν (Sami et al., 2011).

Πολλές είναι οι μελέτες χρηματοοικονομικών θεωριών που πραγματοποιήθηκαν τις τελευταίες δεκαετίες, έχοντας ως βασικό άξονα τους την προσπάθεια κατανόησης του ορθολογισμού των επενδυτών στις χρηματοοικονομικές αγορές χρησιμοποιώντας νέες εφαρμογές. Οι παραδοσιακές θεωρίες έχουν υποθέσει ότι όταν τα άτομα λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις, δεν αντιμετωπίζουν δυσκολίες, καθώς είναι καλά ενημερωμένοι, προσεκτικοί και συνεπείς (Alquraan et al., 2016). Ευρήματα από γνωστικές, όμως, μελέτες ψυχολογίας και συμπεριφοράς δείχνουν ότι η κρίση, η λήψη αποφάσεων και η συμπεριφορά δεν βασίζονται αποκλειστικά στη λογική αλλά υπόκεινται σε πολλές ευρηστικές και γνωστικές προκαταλήψεις (Fischhoff 2002). Αυτές οι επιρροές τείνουν να απομακρύνουν την ανθρώπινη κρίση, τα συμπεράσματα και τη συμπεριφορά μακριά από το προβλεπόμενο αποτέλεσμα της αναμενόμενης θεωρίας χρησιμότητας και οδηγούν σε συστηματικές παραβιάσεις των κανονιστικών παραδοχών που είναι κεντρικές στο λογικό μοντέλο του οικονομολόγου.

Η λανθασμένη κρίση στρατηγικών αποφάσεων σε θέματα χρηματοδότησης των ιδιοκτητών οικογενειακών επιχειρήσεων ή μη και των managers, πυροδότησε την έρευνα για τη διερεύνηση του αντίκτυπου της εταιρικής διακυβέρνησης στην αποδοτικότητα της επιχείρησης (Sami et al., 2011). Ωστόσο, τα ευρήματα των ερευνών αυτών είναι ακόμα σε πρώιμο στάδιο. Οι περισσότεροι από τους ερευνητές, όπως για παράδειγμα οι Cremers & Nair (2005), είχαν τεκμηριώσει μια ισχυρή θετική σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και εταιρικής αποδοτικότητας. Αντίθετα, ορισμένοι όπως οι Lehn et al., (2007), βρήκαν αποτελέσματα μικτής ή καμίας αποδεικτικής σχέσης μεταξύ αυτών και άλλοι, όπως οι Gompers et al., (2003) και οι Cornett et al., (2009) πρότειναν ότι η σχέση αυτή είναι ενδογενής και χρειάζεται να αντιμετωπίζεται πιο περιεκτικά και αυστηρά.

2.3.2 Μελέτη Περίπτωσης Υπέρ-αυτοπεποίθησης σε Αποφάσεις Χρηματοδότησης

2.3.2.1 Θεωρητικό Υπόβαθρο

Ο τρόπος με τον οποίο κατανέμονται στα διευθύνοντα πρόσωπα τα βήματα της διαδικασίας λήψης αποφάσεων, σε θέματα που αφορούν στην εταιρική χρηματοδότηση και στις επενδύσεις, είναι ιδιαίτερα σημαντικός για την εξήγηση της επιβίωσης αυτών. Συνοπτικά, η διαδικασία λήψης αποφάσεων έχει τέσσερα βήματα (Fama & Jensen, 1983). Αυτά είναι η έναρξη - δημιουργία προτάσεων για τη χρήση πόρων και τη διάρθρωση των συμβάσεων, η επικύρωση - η επιλογή των πρωτοβουλιών απόφασης που θα εφαρμοστούν, η υλοποίηση - εκτέλεση επικυρωμένων αποφάσεων και η παρακολούθηση - μέτρηση της απόδοσης των παραγόντων λήψης αποφάσεων και εφαρμογή των ανταμοιβών. Ακόμη, η έννοια του ελέγχου των αποφάσεων περιλαμβάνει την επικύρωση και παρακολούθηση αυτών των βημάτων (Jensen & Meckling, 1973). Ταυτόχρονα, πρέπει να πραγματοποιείται και η ορθή διαχείρισή τους. Οι δύο αυτές διαδικασίες επομένως, αποτελούν τα θεμελιώδη στοιχεία για τη λήψη αποφάσεων στα πλαίσια μιας οικονομικής μονάδας.

Τα άτομα πολλές φορές αδυνατούν να δράσουν ορθολογικά κατά τη διαδικασία λήψης απόφασης και καταφεύγουν σε υποδεέστερες επιλογές από το άριστο, με αποτέλεσμα να παρουσιάζονται σφάλματα. Έχουν καταγραφεί διάφορες κατηγορίες σφαλμάτων, όπως τα γνωστικά σφάλματα, και σε αυτά εντάσσεται και η υπερβολική αυτοπεποίθηση. Η υπερβολική αυτοπεποίθηση, όπως έχει οριστεί και στο προηγούμενο κεφάλαιο, είναι η κλίση των ατόμων να υπερτιμάν τις δυνατότητες τους με αποτέλεσμα να οδηγούνται σε λαθεμένες στρατηγικές και επιλογές (De Bondt & Thaler, 1995). Για το λόγο αυτό απαιτείται ένα αντικειμενικό και αποτελεσματικό σύστημα εσωτερικού ελέγχου, που στις διαδικασίες ελέγχου των οικονομικών στοιχείων του οργανισμού θα εντοπίζει τις ατασθαλίες των προσώπων αυτών και θα τις διορθώνει.

Στις παρακάτω ενότητες θα γίνει συνδυαστικά η αναφορά και η εξήγηση των εμπειρικών αποτελεσμάτων που έχουν πραγματοποιήσει οι Aktas et al., (2019) και οι Malmendier & Tate (2015). Τα άρθρα αυτά αφορούν στην προσπάθειά τους να διαπιστώσουν πώς το γνωστικό σφάλμα της υπέρ-αυτοπεποίθησης έκτος των άλλων, έχει θετικό ή αρνητικό αντίκτυπο στις διαδικασίες λήψης αποφάσεων για χρηματοδότηση σε μια επιχείρηση.

2.3.2.2 Επιλογή Δείγματος και Μέτρηση Υπέρ-αυτοπεποίθησης

Για την κατασκευή του δείγματος στην έρευνά του, οι Aktas et al., (2019) χρησιμοποίησαν αρχικά το Κέντρο Έρευνας στις Τιμές Ασφαλείας (CRSP). Για τη λήψη των αποδόσεων

αποθεμάτων οι πληροφορίες προήλθαν από την πηγή Standard & Poor's Compustat Industrial Annual (CIA). Μέσω της βάσης δεδομένων ExecuComp αντλήθηκαν πληροφορίες σχετικά με τα λογιστικά στοιχεία των επιχειρήσεων και των χαρακτηριστικών κάθε manager και τους ομαδοποίησαν με κριτήριο το χαμηλό ή τον υψηλό βαθμό αυτοπεποίθησης τους.

Το αρχικό δείγμα αποτελείται από εταιρείες που οι πληροφορίες για αυτές έχουν διασταυρωθεί και περιλαμβάνονται στις προαναφερθείσες βάσεις δεδομένων. Εξαιρέθηκαν οι επιχειρήσεις στο χρηματοοικονομικό τομέα και στους τομείς κοινής ωφέλειας, δηλαδή οι κωδικοί SIC μεταξύ 6000 - 6999 και 4900 - 4999, αντίστοιχα. Με βάση τη βιβλιογραφική μελέτη που πραγματοποίησαν οι Faulkender & Wang (2006), διαγράφηκαν παρατηρήσεις που συνδέουν την εταιρική χρήση με αρνητικές πωλήσεις, αρνητικά καθαρά περιουσιακά στοιχεία, μερίσματα και κεφαλαιουχικές δαπάνες. Για το μέγιστο ικανοποιητικό αποτέλεσμα, αναγκαίος ήταν ο αποκλεισμός και των παρατηρήσεων της εταιρικής χρήσης με αγοραία αξία ιδίων κεφαλαίων μεγαλύτερου των 25 εκατομμύρια σε σταθερά δολάρια για το έτος 2013. Επιπρόσθετα, τα διευθύνοντα στελέχη που δεν λαμβάνουν οι ίδιοι στρατηγικές αποφάσεις και λειτουργικές επιλογές, δεν αποκαλύπτουν πεποιθήσεις, και ως εκ τούτου, αποκλείστηκαν από το δείγμα. Το τελικό δείγμα αποτελείται από 12.105 στοιχεία ετησίως και καλύπτει την περίοδο 1993-2013.

Συνδυαστικά με τη μελέτη αυτή των Aktas et al., (2019), χρήσιμο είναι να χρησιμοποιηθούν και δεδομένα από την εργασία των Malmendier & Tate (2015), για την καλύτερη κατανόηση του πώς εν γένει επηρεάζει η υπερβολική αυτοπεποίθηση τη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Κατά την εκπόνησή της πραγματοποιήθηκε χρήση του μέτρου Longholder που σχετίζεται με την κατηγοριοποίηση ενός διοικητικού στελέχους που παρουσιάζει χαρακτηριστικά υπερβολικής σιγουριάς. Από τη στιγμή που το άτομο αυτό διατηρεί τα δικαιώματά που κατέχει μέχρι το έτος λήξης, υπό την προϋπόθεση ότι οι επιλογές του ήταν 40 τοις εκατό στην επένδυση στην αρχή του τελευταίου έτους, θεωρείται υπεραισιόδοξο. Επίσης, για την επικαιροποίηση των αποτελεσμάτων τους σε πιο πρόσφατες χρονικές περιόδους, χρησιμοποιήθηκαν δύο βάσεις δεδομένων, πιο συγκεκριμένα οι Thomson Reuters και ExecuComp. Η πρώτη εξ' αυτών χρησιμοποιείται για την περίοδο 1996 - 2012 και μέσω αυτής δίνεται η δυνατότητα ανάκτησης όλων των καταθέσεων των managers που αναφέρουν συναλλαγές με παράγωγα, ενώ η δεύτερη βάση δεδομένων κατασκευάστηκε μετά το 2006 και περιλαμβάνει δεδομένα επιπέδων επιχορήγησης σχετικά με την κατοχή δικαιωμάτων προτίμησης τους.

Το σφάλμα της υπερβολικής αυτοπεποίθησης μπορεί να μετρηθεί βάσει δύο βασικών προβλέψεων. Η πρώτη πρόβλεψη αναφέρεται στους ορθολογικούς managers και ιδιοκτήτες που κοστολογούν την αξία της εταιρείας τους με αντικειμενικά κριτήρια αγοράς και λαμβάνουν

αποφάσεις με κριτήριο το εάν δημιουργείται πρόσθετη αξία για τους μετόχους (Malmendier & Tate, 2015). Κατ' επέκταση αυτοί αντιλαμβάνονται την αναγκαιότητα συνδυασμού ιδίων και εξωτερικών κεφαλαίων για τη βελτιστοποίηση μιας επένδυσης. Αντιθέτως, οι έχοντες υπερβολική αυτοπεποίθηση θεωρούν ότι η εταιρεία έχει μεγαλύτερη αξία από αυτή που πραγματικά έχει και προσπαθούν να προστατέψουν τους μετόχους από ενδεχόμενη μείωση αξίας (dilution). Ως αποτέλεσμα, οι τελευταίοι εξαντλούν τις πιθανότητες να αντλήσουν εσωτερικά κεφάλαια, προτού απευθυνθούν σε εξωτερική χρηματοδότηση (Huberman, 2001). Προς υποστήριξη αυτού έχουν διεξαχθεί έρευνες σχετικά με την ευαισθησία των ταμειακών ροών με στοιχεία από τη βάση δεδομένων Execucomp μεταξύ 1997 και 2012. Η δεύτερη πρόβλεψη αφορά στην εξάρτηση της επιχείρησης από τα ίδια κεφάλαια. Σε αυτή την περίπτωση, η ευαισθησία των επενδύσεων είναι πιο έντονη όταν οι αποφάσεις λαμβάνονται από υπερβολικά βέβαια στελέχη. Οι τελευταίοι έχουν μεγαλύτερη τάση να αναλάβουν συγχωνεύσεις και ιδίως να διαφοροποιήσουν τις συμφωνίες, ειδικά εάν έχουν πρόσβαση στην εσωτερική χρηματοδότηση (Chen et al., 2020).

Επιπροσθέτως, χρήζει ιδιαίτερης σημασίας η αναφορά της ύπαρξης υπερβολικής βεβαιότητας των managers σε θέματα διαχείρισης των κερδών και την εμφάνιση εσφαλμένων δηλώσεων. Τα στελέχη με αυτά τα χαρακτηριστικά δανείζονται πιο επιθετικά έναντι μελλοντικών κερδών για να αποφύγουν τη διάψευση των τρεχουσών προβλέψεων εσόδων. Αξιόλογο παράδειγμα θεωρείται το πρόσφατο εξωγενές σοκ το 2007¹⁹ που περιγράφεται από τους Almeida et al., (2011) και είχε επιδράσεις στη χρηματοδότηση των εταιρικών επενδύσεων. Διαπιστώθηκε ότι επενδύσεις που λαμβάνονται από στελέχη με υπερβολική αυτοπεποίθηση είναι πιο ευαίσθητες στο εξωτερικό κόστος χρηματοδότησης σε σχέση με όσους είναι ορθολογικοί.

2.3.2.3 Στατιστικά Δεδομένα

Ο πίνακας 3 παρέχει πληροφορίες σχετικά με τη συχνότητα εμφάνισης υπερβολικής αυτοπεποίθησης των CEO στο δείγμα. Κατά μέσο όρο, το μέτρο αυτής προσδιορίζει ένα ποσοστό του 27,72% των βέβαιων στελεχών ανά έτος, το οποίο είναι ελαφρώς μεγαλύτερο από το 22,18% που ανέφεραν στη μελέτη τους οι Malmendier et al., (2011). Το μέτρο της παρούσας έρευνας εντοπίζει σχετικά περισσότερες παρατηρήσεις υπερβολικής αυτοπεποίθησης, διότι ένα στέλεχος που χαρακτηρίζεται ως άτομο με υψηλή αυτοπεποίθηση σε οποιοδήποτε έτος μελέτης, διατηρεί αυτό το χαρακτηριστικό καθ' όλη τη διάρκεια της θητείας της. Επιπλέον, συνεπάγεται ότι το

¹⁹ Βασικές αιτίες του εξωγενούς σοκ είναι η αλόγιστη χρήση τιτλοποίησης στεγαστικών δανείων, η υπερβολική χρηματοοικονομική μόγλευση, η πλημμελής διαβάθμιση πιστωτικού κινδύνου από τους σχετικούς οργανισμούς, το μη αποτελεσματικό σύστημα αμοιβών ανώτατων στελεχών, η μη επαρκής εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και έλλειψη διαφάνειας σε ισολογισμούς και αποτελέσματα χρήσεως και τέλος, η ασθενής εταιρική διακυβέρνηση χρηματοπιστωτικών οργανισμών.

ποσοστό των CEO με τέτοιου είδους χαρακτηριστικά πρέπει να αυξάνεται με την πάροδο του χρόνου. Αντίθετα όμως, εμφανές είναι ότι η υπόθεση ισχύει πιο πολύ στα πρώτα χρόνια και όχι στα τελευταία της περιόδου δειγματοληψίας. Πιθανή αιτία δύναται να είναι σύμφωνα με τους Kaplan & Minton (2011) οι αυξημένοι κύκλοι εργασιών κάθε CEO κατά τα τελευταία χρόνια που έχει ληφθεί δείγμα ή και αναγκαστικός κύκλος εργασιών των υπερβολικά αισιόδοξων managers (Campbell et al., 2011). Η μέση αναλογία υψηλού βαθμού αυτοπεποίθησης είναι 20,81% στο παρόν δείγμα.

Ο παρακάτω πίνακας εμφανίζει επομένως, την ετήσια ανάλυση του αριθμού και του ποσοστού των διοικητικών στελεχών με χαρακτηριστικά υπερβολικής αυτοπεποίθησης και των ορθολογικών παρατηρήσεων και αποφάσεων που λαμβάνει για κάθε έτος.

Πίνακας 3: Κατανομή δείγματος ανά έτος, Πηγή: Aktas et al., (2019)

Έτος	Σύνολο	Υπερβολική αυτοπεποίθηση		Υψηλή αυτοπεποίθηση		Ορθολογισμός	
		Αριθμός	Ποσοστό (%)	Αριθμός	Ποσοστό (%)	Αριθμός	Ποσοστό (%)
1993	66	19	28.79	15	22.73	47	71.21
1994	121	33	27.27	23	19.01	88	72.73
1995	139	36	25.90	27	19.42	103	74.10
1996	163	42	25.77	32	19.63	121	74.23
1997	187	49	26.20	38	20.32	138	73.80
1998	243	70	28.81	52	21.40	173	71.19
1999	282	87	30.85	65	23.05	195	69.15
2000	363	113	31.13	87	23.97	250	68.87
2001	422	116	27.49	91	21.56	306	72.51
2002	489	135	27.61	101	20.65	354	72.39
2003	588	165	28.06	122	20.75	423	71.94
2004	682	192	28.15	141	20.67	490	71.85
2005	779	232	29.78	173	22.21	547	70.22
2006	851	244	28.67	185	21.74	607	71.33
2007	1038	294	28.32	221	21.29	744	71.68
2008	1020	280	27.45	210	20.59	710	72.55
2009	953	260	27.28	197	20.67	693	72.72
2010	984	266	27.03	199	20.22	718	72.97
2011	979	271	27.68	204	20.84	708	72.32
2012	912	241	26.43	181	19.85	671	73.57
2013	844	211	25.00	155	18.36	633	75.00
Total	12105	3356	27.72	2519	20.81	8749	72.28

Αντίστοιχα, ο πίνακας 4 παρέχει περιγραφικά στατιστικά στοιχεία σχετικά με τα χαρακτηριστικά της εταιρείας και του Διευθύνοντος Συμβούλου. Οι CEO με μεγάλη βεβαιότητα διοικούν συνήθως μικρότερες εταιρείες. Για παράδειγμα, τα περιουσιακά στοιχεία και οι πωλήσεις των επιχειρήσεων που έχουν ως επικεφαλής τέτοια άτομα, έχει παρατηρηθεί ότι εμφανίζουν μικρότερα περιουσιακά στοιχεία και πωλήσεις συγκριτικά με ορθολογικούς managers. Επίσης, στο παρόν δείγμα, οι εταιρείες με βέβαιους επικεφαλής παρουσιάζουν μικρότερη αύξηση στις

πωλήσεις τους, μεγαλύτερα αποθεματικά μετρητών, μεγαλύτερο χρέος σε συνολικά περιουσιακά στοιχεία, μόχλευση δηλαδή, και χαμηλότερη κερδοφορία, η οποία μετρείται από την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων, σε σχέση με τις ορθολογικές αποφάσεις που λαμβάνουν άλλοι αρμόδιοι.

Ενδιαφέρον είναι το γεγονός ότι αυτές οι εταιρείες δαπανούν υψηλότερα χρηματικά ποσά για έρευνα και ανάπτυξη σε καθαρά περιουσιακά στοιχεία. Η τελευταία στατιστική έρευνα που υλοποιήθηκε, σύμφωνα με τους Galasso & Simcoe (2011) και Hirshleifer et al., (2012), δείχνει ότι οι Διευθύνοντες Σύμβουλοι με υπερβολική αυτοπεποίθηση επενδύουν περισσότερο στο τμήμα της ανάπτυξης καινοτομίας και ότι το γνωστικό αυτό σφάλμα δύναται να έχει και ευεργετικές επιδράσεις για τις επιδόσεις καινοτομίας μιας επιχείρησης και ιδιαίτερα σε κλάδους με υψηλό ανταγωνισμό. Όσον αφορά στα χαρακτηριστικά του CEO, δεν παρατηρείται αισθητά σημαντική διαφορά στην ηλικία και στα κίνητρα ανάληψης κινδύνων (vega) ανάμεσα στους υπερβέβαιους και ορθολογικούς CEO. Τέλος, διακρίνεται από τα αποτελέσματα ότι μη ορθολογικοί managers λαμβάνουν χαμηλότερη αποζημίωση κινήτρων που σχετίζεται με την απόδοση των μετοχών τους (delta).

Όλες οι τιμές δολαρίου προσαρμόζονται σε δολάρια (2013) χρησιμοποιώντας το δείκτη τιμών καταναλωτή. Test (δοκιμές Wilcoxon – Mann - Whitney) διεξάγονται για τον έλεγχο διαφορών μεταξύ μέσων (διάμεσων) για εταιρείες με CEO με υπερβολική αυτοπεποίθηση έναντι λογικών. Η μεγάλη βεβαιότητα του κάθε manager στο δείγμα αυτό, μετράται με μακροχρόνιο μέτρο Longholder.

Πίνακας 4: Περίληψη στατιστικών δεδομένων δείγματος, Πηγή: Aktas et al., (2019)

	Συνολικό δείγμα		Υπερβολική αυτοπεποίθηση		Ορθολογισμός	
	Μέσος	Διάμεσος	Μέσος	Διάμεσος	Μέσος	Διάμεσος
Firm characteristics						
Total assets (\$)	77726.10	1671.14	9815.29*** ²⁰	1397.97***	6924.72	1765.28
Sales (\$)	6943.10	1634.85	6259.62**	1362.27***	7205.28	1763.94
% ΔSales	0.063	0.057	0.038***	0.034***	0.072	0.064
Q	2.038	1.625	1.879***	1.433***	2.099	1.705
Cash	0.165	0.100	0.196***	0.137***	0.153	0.089
Leverage	0.178	0.133	0.210***	0.149***	0.166	0.128
Profitability	0.148	0.141	0.117***	0.115***	0.159	0.151
Capital expenditures	0.066	0.045	0.060***	0.041***	0.069	0.047
Cash acquisitions	0.037	0.002	0.031***	0.000***	0.039	0.002
R&D expenses	0.063	0.003	0.091***	0.007***	0.053	0.001
CEO Characteristics						

²⁰ Τα *** και ** δηλώνουν στατιστικά σημαντική διαφορά στα επίπεδα 1 τοις εκατό και 5 τοις εκατό αντίστοιχα.

CEO age	54.928	55.000	54.924	55.000	54.930	55.000
Vega/TC	0.028	0.019	0.029	0.019	0.028	0.019
Delta/TC	0.211	0.067	0.193**	0.054***	0.217	0.072

Συμπληρωματικά, οι Malmendier & Tate (2015) στην έρευνα τους χρησιμοποίησαν δείγμα δύο παρατηρήσεων, μία από το 2007 και μία από το 2008, για κάθε εταιρεία στη βάση δεδομένων ExecuComp, η οποία είχε x τοις εκατό του μακροπρόθεσμου χρέους της που έληγε το 2008, όπου x αναφέρεται στην επικεφαλίδα της στήλης. Ο πίνακας 5 αναφέρει γραμμικούς συντελεστές παλινδρόμησης. Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι ο μέσος όρος των τριμηνιαίων επενδύσεων που κλιμακώνονται από την υστέρηση των καθαρών ακινήτων, εγκαταστάσεων και εξοπλισμού για τα τρία πρώτα τρίμηνα του έτους. Το «After» είναι μια μεταβλητή δείκτη ίση με 1 κατά το έτος 2008. Η Longholder είναι μια μεταβλητή δείκτη ίση με 1 εάν ο Διευθύνων Σύμβουλος κατά την περίοδο που ασκεί δράση κατείχε επιλογή για την τελευταία χρονιά πριν από τη λήξη. Στο Panel A, ορίζονται το Longholder χρησιμοποιώντας δεδομένα άσκησης από τη βάση δεδομένων των Thomson Reuters. Στο Panel B, ορίζεται η Longholder χρησιμοποιώντας τα δεδομένα σχετικά με εκκρεμείς επιχορηγήσεις μετοχών από τη βάση δεδομένων Execucomp. Τα τυπικά σφάλματα προσαρμόζονται για ομαδοποίηση εταιρικού επιπέδου. Τα αποτελέσματα που προκύπτουν επιβεβαιώνουν τη θεωρητική πρόβλεψη ότι η επένδυση των Διευθύνων Σύμβουλων με υπερβολική αυτοπεποίθηση είναι πιο ευαίσθητη στο εξωτερικό κόστος χρηματοδότησης από ό,τι η επένδυση των ορθολογικών.

Πίνακας 5: Υπέρ-αυτοπεποίθηση του Διευθύνοντα Σύμβουλου και η ανταπόκριση στην εταιρική επένδυση κατά τη χρηματοπιστωτική κρίση (2007), Πηγή: Malmendier & Tate, (2015)

% Μακρο-πρόθεσμο χρέος που λήγει το έτος 2008:	Panel A. Δεδομένα από Thomson Reuters				Panel B. Δεδομένα από ExecuComp			
	15% (1)	20% (2)	25% (3)	30% (4)	15% (5)	20% (6)	25% (7)	30% (8)
After	-0.001 (0.003)	0.000 (0.004)	0.004 (0.006)	0.008 (0.005)	0.002 (0.003)	0.000 (0.004)	0.002 (0.006)	0.005 (0.005)
Longholder	0.009 (0.009)	0.007 (0.012)	0.010 (0.018)	0.011 (0.025)	0.011 (0.011)	0.008 (0.015)	0.017 (0.021)	0.026 (0.028)
Longholder x After	-0.003 (0.006)	-0.011 (0.007)	-0.021* ²¹ (0.011)	-0.029* (0.014)	-0.013* (0.007)	-0.018** (0.009)	-0.025* (0.013)	-0.030* (0.017)
Constant	0.052*** (0.006)	0.055*** (0.007)	0.061*** (0.010)	0.060*** (0.011)	0.052*** (0.005)	0.054*** (0.006)	0.059*** (0.009)	0.055*** (0.010)
R ²	0.010	0.009	0.015	0.020	0.011	0.015	0.021	0.033

²¹ Τα ***, **, και * δείχνουν στατιστική σημασία στο επίπεδο 1 τοις εκατό, 5 τοις εκατό και 10 τοις εκατό, αντίστοιχα.

N	185	131	92	64	177	127	88	61
Number of firms	95	67	47	33	92	66	46	32

Τέλος, μελέτες έχουν δείξει ότι η υπερβολική αυτοπεποίθηση αναγκάζει το στέλεχος να υπερεκτιμά την αξία της επιχείρησης σε ζητήματα που συνδέονται με την αγορά, αλλά και με την πραγματική αξία (De Bondt & Thaler, 1995). Η υπερβολική αυτοπεποίθηση και το εφήμερο επενδυτικό αίσθημα μπορούν να συνδυαστούν για να την επίτευξη καλύτερων καταστάσεων. Σε εποχές με καλό επενδυτικό κλίμα, οι επενδυτές μπορεί να κοστολογούν μια επιχείρηση περισσότερο σε σχέση με τα έχοντα, υπερβολική αυτοπεποίθηση, διευθυντικά στελέχη. Εν κατακλείδι, δεν υπάρχει εγγενής ασυνέπεια των δύο παραπάνω πτυχών συμπεριφοράς στην επιχειρηματική χρηματοδότηση.

2.3.2.4 Εμπειρικά Αποτελέσματα

Από θεωρητική άποψη, η διαθεσιμότητα εσωτερικών κεφαλαίων και η ένταση μεταξύ των αποδόσεων των επενδύσεων και του αντιληπτού κόστους χρηματοδότησης καθορίζουν εάν οι βέβαιοι managers θα τείνουν να έχουν συμπεριφορές υπερβολικής επένδυσης ή υπό-επένδυσης κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων τους (Malmendier et al., 2011). Οι Διευθύνοντες Σύμβουλοι με υπερβολική αυτοπεποίθηση επενδύουν παραπάνω απ' όσο είναι αναγκαίο, όταν διαθέτουν περισσότερα επαρκή εσωτερικά κεφάλαια. Στην υπόθεση ότι η εσωτερική χρηματοδότηση είναι ανεπαρκής, οι managers με τέτοια χαρακτηριστικά αξιοποιούν ανάλογα την εξωτερική χρηματοδότηση και επενδύουν υπερβολικά όταν οι υπερεκτιμημένες αποδόσεις επενδύσεων είναι μεγαλύτερες από το αντιληπτό κόστος χρηματοδότησης. Στην πραγματικότητα αυτό δύναται να συμβαίνει πιο συχνά όταν η εταιρεία είναι επίσης οικονομικά περιορισμένη, λόγω χαμηλότερου κόστους χρηματοδότησης. Αντίθετα, εάν η εσωτερική χρηματοδότηση είναι ανεπαρκής και οι υπερεκτιμημένες αποδόσεις των επενδύσεων είναι μεγαλύτερες από το αντιληπτό κόστος χρηματοδότησης, τότε οι managers ενδέχεται να υπό-επενδύσουν. Η υπόθεση αυτή είναι πιο πιθανή όταν η εταιρεία είναι οικονομικά περιορισμένη, εξαιτίας του μεγαλύτερου κόστους χρηματοδότησης (Aktas et al., 2019).

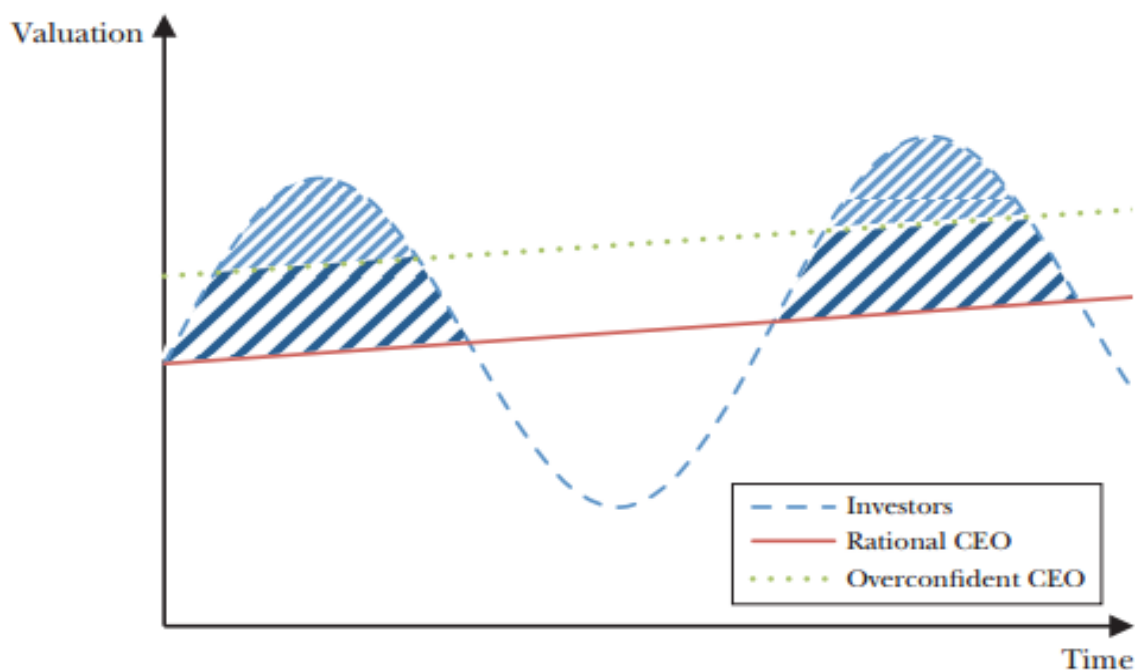
Συνολικά, η σχέση μεταξύ της υπερβολικής σιγουριάς ενός CEO και της αξίας των μετρητών στο πλαίσιο της επιχείρησης, εξαρτάται από τη διαθεσιμότητα της εσωτερικής χρηματοδότησης και την πρόσβαση στις αγορές ομολόγων και μετοχών. Επομένως, εξαρτάται από την εσωτερική και εξωτερική οικονομική κατάσταση των εταιρειών. Λαμβάνοντας υπόψη την κατάσταση του οικονομικού περιορισμού του οργανισμού, παρέχει τη δυνατότητα της εξέτασης της εγκυρότητας

των δύο υποθέσεων (Aktas et al., 2019). Συγκεκριμένα, η υπό-επένδυση είναι πιο πιθανή λύση όταν η εταιρεία έχει λιγοστούς πόρους, δηλαδή είναι οικονομικά περιορισμένη, ενώ η υπερβολική επένδυση όταν η εταιρεία διαθέτει άφθονους πόρους, δηλαδή δεν έχει οικονομικούς περιορισμούς. Η θετική αλληλεξάρτηση υπερβολικής αυτοπεποίθησης που έχουν διευθυντικά στελέχη και αξίας των μετρητών των επιχειρήσεων τους πρέπει να συγκεντρώνεται στο εσωτερικό των οικονομικά περιορισμένων επιχειρήσεων, ενώ με την υπόθεση της υπερβολικής επένδυσης πρέπει να επικρατεί αρνητική σχέση των οικονομικά μη περιορισμένων επιχειρήσεων (Chen et al., 2020).

Σύμφωνα με τα παραπάνω, προκύπτει ότι τα περισσότερα διευθυντικά στελέχη εμφανίζουν χαρακτηριστικά υψηλής αυτοπεποίθησης με βασική ένδειξη το γεγονός ότι διαφυλάσσουν τα δικαιώματα προαίρεσης επί των μετοχών μέχρι τη λήξη τους, κρατώντας το προσωπικό χαρτοφυλάκιο σταθερό χωρίς δηλαδή να υπάρχει σε αυτό ιδιαίτερη διασπορά. Επιπλέον, η υψηλή αυτοπεποίθηση συνδέεται και με την πληρωμή μικρότερων μερισμάτων και με τη μικρότερη δυνατή εξάρτηση από την εξωτερική χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων. Υπάρχουν και άλλοι managers που επιδιώκουν την εφαρμογή στρατηγικών καινοτομίας ως μέσο αντιμετώπισης του ανταγωνισμού εδραιώνοντας την καλύτερη θέση της επιχείρησής τους στην αγορά. Παρατηρείται επίσης ότι, ενώ οι μέτοχοι επιθυμούν τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη της εταιρείας, η διοίκηση ενδιαφέρεται για τις δικές της απολαβές και τα δικά της συμφέροντα. Επομένως, οι μέτοχοι επιδιώκουν να δίνουν κομμάτι μετοχών στα στελέχη με υψηλή αυτοπεποίθηση ώστε να δημιουργούνται στους τελευταίους κίνητρα για μακροπρόθεσμη ανάπτυξη της αποδοτικότητας της εταιρείας (Malmendier & Tate, 2015).

Με το γράφημα 5, οι Malmendier & Tate (2015) δείχνουν ότι οι δύο περιπτώσεις CEO, ορθολογικών και μη ορθολογικών, μπορούν να συμβαδίζουν. Το γράφημα παρουσιάζει ένα υποθετικό παράδειγμα των αποκλίσεων μεταξύ της πραγματικής αξίας μιας εταιρείας με την πάροδο του χρόνου, όπως θα αξιολογηθεί από έναν ορθολογικό σύμβουλο (σταθερή γραμμή) και από ένα με χαρακτηριστικά υπερβολικής αυτοπεποίθησης σύμβουλο (διακεκομμένη γραμμή). Η διακεκομμένη αυτή γραμμή συμπίπτει σε μερικά σημεία με την αξιολόγηση που έχει ένας επενδυτής (διακεκομμένη, πιο παχιά, γραμμή) και είτε βρίσκεται μερικές φορές πάνω από την ορθολογική αξιολόγηση ενός CEO (θετικό επενδυτικό κλίμα), είτε μερικές φορές κάτω από την ορθολογική αξιολόγηση (αρνητικό επενδυτικό κλίμα). Το γράφημα αυτό επιπλέον αποδεικνύει ότι και οι δύο τύποι CEO μπορούν τελικά να συνδυαστούν για να καταγράψουν ένα ευρύτερο φάσμα γεγονότων. Η υπερβολική αυτοπεποίθηση αναγκάζει το Διευθύνοντα Σύμβουλο να υπερεκτιμά την αξία της εταιρείας στο μεγαλύτερο χρονικό διάστημα σε σχέση με την αγορά και συνεχώς με την πραγματική της αξία και έτσι να οδηγείται σε λανθασμένες επενδυτικές αποφάσεις. Ως εκ τούτου, οι επιλογές για χρηματοδότηση του Διευθύνοντος Συμβούλου θα

επηρεαστούν με βάση όλα όσα έχουν προηγηθεί. Για τους λόγους αυτούς, καθίσταται εμφανής η ανάγκη ενός αποτελεσματικού, αλλά και αντικειμενικού, συστήματος εσωτερικού ελέγχου, που έχει ως κύριο στόχο την άμεση αντιμετώπιση των κατάλοιπων του γνωστικού σφάλματος της υπέρ-αυτοπεποίθησης ενός ή πολλών διευθυντικών στελεχών και εν γένει τη διατήρηση ή την αύξηση της αποδοτικότητας του οικονομικού οργανισμού που επιτελούν έργο.



Γράφημα 5: Χρονική απεικόνιση των διαφορών στην αποτίμηση της εταιρείας, Πηγή: Malmendier & Tate, (2015)

2.4 Σχολιασμός Κεφαλαίου

Στην παραπάνω βιβλιογραφική και ερευνητική επισκόπηση διαπιστώνεται το βασικότερο πρόβλημα που δημιουργείται εξαιτίας της ύπαρξης οικογενειακής ιδιοκτησίας που προέρχεται από συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων ελέγχου και μετόχων μειοψηφίας. Οι ιδιοκτήτες οικογενειακών εταιρειών κατέχουν, κατά μέσο όρο, δικαιώματα ελέγχου που είναι εμφανώς μεγαλύτερα των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας τους και στο πλαίσιο των εταιρειών αυτών συσσωρεύεται το επενδυτικό τους κεφάλαιο, δημιουργώντας στρεβλώσεις στην αποδοτικότητα τους, ιδίως κατά τις περιόδους που πρέπει να ληφθούν οικονομικές αποφάσεις. Επίσης, παρατηρούνται αποτελέσματα που δείχνουν ότι η εκτελεστική ιδιοκτησία από οικογένειες οδηγεί σε μεγαλύτερη ανάληψη κινδύνων και κακή ευθυγράμμιση στόχων σε σχέση με ζητήματα, όπως αυτά της χρονολόγησης των επιλογών μετοχών, της χειραγώγησης των κερδών και τις πολιτικές

διανομής. Επομένως, για την αντιμετώπιση αυτού χρειάζεται να χρησιμοποιούνται κατάλληλα εργαλεία όπως οι πυραμίδες και τα μερίδια διπλής κατηγορίας, και κατά την εφαρμογή τους απαιτείται η συνεχής παρακολούθησή της σωστής εφαρμογής τους από τον εσωτερικό έλεγχο με σκοπό τη μείωση των παρεκκλίσεων και των ατασθαλιών. Το αντικειμενικό σύστημα εσωτερικού ελέγχου, που κρίνεται αναγκαίο να υπάρχει στα πλαίσια ορθής εταιρικής διακυβέρνησης σ' αυτής της κατηγορίας οργανισμών, συμβάλλει στη μείωση και εξάλειψη του προβλήματος της αντιπροσωπείας και τελικά στην αύξηση της αποτελεσματικότητας, της ικανοποίησης και της συνολικής απόδοσης του.

Παράλληλα, διαπιστώνεται πως και η εμφάνιση χαρακτηριστικών υπερβολικής αυτοπεποίθησης των managers και των ιδιοκτητών αποτελούν κρίσιμο παράγοντα που επηρεάζει την αποδοτικότητα ενός οργανισμού, και πως ένα ισχυρό εργαλείο αντιμετώπισής του θεωρείται ο εσωτερικός έλεγχος. Διευθύνοντες Σύμβουλοι με αυτά τα χαρακτηριστικά αποδεικνύεται ότι φέρουν λανθασμένη κρίση. Η υπόθεση αυτή γίνεται αντιληπτή καθώς συχνά φέρουν τάσεις να λαμβάνουν μη ωφέλιμες, για την εταιρεία, χρηματοδοτικές αποφάσεις. Παράδειγμα τέτοιων αποφάσεων αποτελεί η κράτηση των ορτίσιων για περισσότερο χρονικό διάστημα, υπερεκτιμώντας τη μελλοντική αποδοτικότητα των επιχειρήσεων που εργάζονται. Επίσης, συχνά επενδύουν παραπάνω κεφάλαια απ' όσο είναι αναγκαίο, όταν κατέχουν ικανοποιητική ποσότητα, με αποτέλεσμα πολλές φορές να «πέφτουν» σε παγίδες ρευστότητας, με το χρήμα να είναι φθινό σε εκείνες τις περιόδους. Επιπλέον, παρατηρήθηκε ότι ένα στέλεχος με υπερβολική αυτοπεποίθηση είναι επιρρεπής στη μόχλευση και εκδίδει ομόλογα, δημιουργώντας έτσι συνθήκες για κινδύνους λόγω επιτοκιακής αστάθειας. Ένας αποτελεσματικός και αντικειμενικός εσωτερικός έλεγχος πρέπει να μετριάξει τέτοιες συμπεριφορές και να ελέγχει διεξοδικά τα οικονομικά στοιχεία του οργανισμού, παρέχοντας στα διευθύνοντα στελέχη συμβουλές και οδηγίες του πως να δρουν και πως να επιτύχουν αύξηση της αποδοτικότητας της επιχείρησής τους.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην οικονομική και χρηματοοικονομική επιστήμη, το περιβάλλον ενός οικονομικού οργανισμού αποτελεί αντικείμενο συνεχών ερευνών, που δίνουν έμφαση τόσο στον τρόπο άσκησης του ελέγχου, όσο και στην εταιρική διακυβέρνηση αυτού. Οι δύο αυτές έννοιες συνδέονται μεταξύ τους, καθώς ένα αποτελεσματικό σύστημα ελέγχου μεριμνά για μια αποτελεσματική διακυβέρνηση. Τα τελευταία χρόνια, έχουν παρατηρηθεί αποκλίσεις στις συμπεριφορές των διαχειριστών και έτσι οδηγεί τον έλεγχο σταδιακά να εκσυγχρονίζεται. Αντικείμενο της παρούσας διπλωματικής εργασίας ήταν η μελέτη και η κατανόηση του πως ένας έλεγχος, και πιο συγκεκριμένος ο εσωτερικός, συμβάλει στη δράση των managers και στην αποδοτικότητα της επιχείρησης. Στόχος της ήταν η εξέταση δύο σημαντικών παραγόντων, αυτός της οικογενειακής ιδιοκτησίας και αυτός των χαρακτηριστικών υπερβολικής αυτοπεποίθησης που παρουσιάζουν οι managers. Η εξέταση πραγματοποιήθηκε υπό το πρίσμα του πως επηρεάζεται η αποδοτικότητα ενός οργανισμού και πως ο εσωτερικός έλεγχος συμβάλει στην αντιμετώπιση των δύο αυτών φαινομένων. Τα ευρήματα που προέκυψαν είναι εξαιρετικά χρήσιμα, διότι διακρίνεται η σχέση εξάρτησης του εσωτερικού ελέγχου με την εταιρική διακυβέρνηση.

Πιο συγκεκριμένα, προέκυψε ότι στις οικογενειακές επιχειρήσεις, όπου ο ιδιοκτήτης είναι κάτοχος της περιουσίας αυτής, δύναται συχνά να εμφανίζονται έντονα προβλήματα αντιπροσώπευσης με αποτέλεσμα τα κόστη να είναι ιδιαίτερα υψηλά. Σε τέτοια περίπτωση, οι δυσμενείς επιπτώσεις από την απουσία αποτελεσματικού μηχανισμού εσωτερικού ελέγχου και της κακής ευθυγράμμισης των συμφερόντων των μετόχων και των διευθυντών, έχουν σημαντικό αντίκτυπο στην εταιρική απόδοση. Οι ρυθμιστικές αρχές, οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής και άλλοι συμμετέχοντες στην κεφαλαιαγορά επικεντρώθηκαν όλο και περισσότερο στην ανάγκη να υπάρχει ένα αποτελεσματικό σύστημα παρακολούθησης και λογοδοσίας της εταιρικής διακυβέρνησης, με βασικό στόχο την ελαχιστοποίηση του προβλήματος της αντιπροσώπευσης (Erps & Ismail, 2009). Αντίστοιχα, το γνωστικό σφάλμα της υπέρ-αυτοπεποίθησης οδηγεί τον οικονομικό οργανισμό να υιοθετεί λανθασμένες στρατηγικές αποφάσεις για χρηματοδότηση. Ακολουθεί δηλαδή, κυρίως πολιτικές επιθετικής κεφαλαιακής διάρθρωσης με συνεχή εξωτερικό δανεισμό και μόχλευση. Επιπλέον, η υπερβολική αυτοπεποίθηση που εμφανίζουν οι managers, επηρεάζουν την εταιρεία και σε ζητήματα που αφορούν στη διακράτηση και χρήση μετρητών, διαμορφώνοντας έτσι εσφαλμένη πολιτική ρευστότητας. Επομένως, έγινε φανερό και από αυτά τα αποτελέσματα περί υπερβολικής αυτοπεποίθησης, η αρνητική επίδραση του σφάλματος αυτού στην αποδοτικότητα του οργανισμού.

Βασικό συμπέρασμα στην εργασία είναι ότι ο εσωτερικός έλεγχος, όταν θεωρείται αποτελεσματικός και αντικειμενικός, έχει και συμβουλευτικό εκτός από ελεγκτικό χαρακτήρα, καθώς βοηθάει την εκάστοτε επιχείρηση στην αντιμετώπιση ζητημάτων, που μόνη της δεν θα ήταν εφικτό να διαχειριστεί. Συνεπώς, μια επιχείρηση με λιγότερα εσωτερικά προβλήματα δύναται να αυξάνει πιο εύκολα την αποτελεσματικότητά και την αποδοτικότητά της στον κλάδο.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ

Ελληνόγλωσση Βιβλιογραφία

Αλεξιάκης, Χ., & Ξανθάκης, Μ. (2008). Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική. Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα.

Δρυμπέτας, Ε., & Λαζαρίδης, Θ. (2011). Εταιρική Διακυβέρνηση: Διεθνής πρακτική και Ελληνική εμπειρία. Εκδόσεις Σοφία, Θεσσαλονίκη.

Μέκος, Κ. (2003). Η εταιρική διακυβέρνηση: Όψεις του προβλήματος και πιθανές απαντήσεις. Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα.

Νεγκάκης, Χ., & Ταχυνάκης, Π. (2017). Ελεγκτική – Εσωτερικό Έλεγχος Θεωρία και Εφαρμογές. Εκδόσεις Αειφόρος Λογιστική, Θεσσαλονίκη.

Ξανθάκης, Μ., Σπανός, Λ., & Τσιπούρη, Λ. (2003). Εταιρική διακυβέρνηση: έννοια και μέθοδοι αξιολόγησης. Εκδόσεις Παπαζήσης, Αθήνα.

Παπαστάθης, Σ. (2014). Ο σύγχρονος εσωτερικός έλεγχος (internal audit) και η πρακτική εφαρμογή του. Ιδιωτική Έκδοση, Αθήνα.

Σπαθής, Χ., & Τσακλάγκανος, Α. (2015). Ελεγκτική. Αφοί Κυριακίδη Εκδόσεις Α.Ε., Θεσσαλονίκη.

Σπύρου, Σ. (2009). Εισαγωγή στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική: Κεφαλαιαγορές και επενδυτική ψυχολογία. Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα.

Meigs, W. B., Larsen, J. E., & Meigs, R. F. (1978). Ελεγκτική. Μετάφραση Διαμαντόπουλος Θ. – Ταλαρούγκας Ι., Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα, 107-142.

Proudhon, P. (2017). Τι είναι η ιδιοκτησία?. Μετάφραση Λο Σκόκκο Ιάννης, Εκδόσεις: Ελεύθερος Τύπος, Αθήνα, 12-36.

Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία

Aktas, N., Louca, C., & Petmezas, D. (2019). CEO overconfidence and the value of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 54, 85-106.

Al-ajmi, J. (2009). Advances in accounting, incorporating advances in International Accounting audit firm, corporate governance, and audit quality: Evidence from Bahrain. *International Journal of Cardiology*, 25(1), 64-74.

- Alchian, A., & Demsetz, H. (1972). Production, information costs and economic organization. *The American Economic Review*, 62(5), 777-795.
- Allport, G. W., & Postman, L. (1947). The psychology of rumor. *Journal of Clinical Psychology*, 3(4), 402-402.
- Almeida, H., Campello, M., Laranjeira, B., & Weisbenner, S. (2011). Corporate debt maturity and the real effects of the 2007 credit crisis. *Critical Finance Review*, 1(1), 3-58.
- Alquraan, T., Alqisie, A., & Shorafa, A. A. (2016). Do behavioral finance factors influence stock investment decisions of individual investors? (Evidences from Saudi stock market). *American International Journal of Contemporary Research*, 6(3), 159-169.
- Arthurs, J. D., Hoskisson, R. E., Busenitz, L. W., & Johnson, R. A. (2008). Managerial agents watching other agents: multiple agency conflicts regarding underpricing in IPO firms. *Academy of Management Journal*, 51(2), 277-294.
- Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49, 307-343.
- Beasley, M. S., Buckless, F. A., Glover, S. M., & Prawitt, D. F. (2006). Auditing cases: an interactive learning approach. Prentice Hall, Inc. A Pearson Education Company, US, 51-56.
- Beasley, M., Carcello, J., Hermanson, D., & Lapides P. D. (2000). Fraudulent financial reporting: Consideration of industry traits and corporate governance mechanisms. *Accounting Horizons*, 14, 441-454.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. United States: Transaction Publishers.
- Bhagat, S., & Black, B. (2002). The non-correlation between board independence and long term performance. *Journal of Corporation Law*, 27, 231-273.
- Blasi, J., Kruse, D., & Bernstein, A. (2003). In the company of owners: the truth about stock options and why every employee should have them. *Academy of Management Perspectives*, 20, 126-127.
- Bruton, G. D., Filatotchev, I., Chahine, S., & Wright, M. (2009). Governance, ownership structure and performance of IPO firms: the impact of different types of private equity investors and legal institutions in two European nations. *Strategic Management Journal*, 31, 491-509.

- Buchanan, B., & Yang, T. (2005). The benefits and costs of controlling shareholders: The rise and fall of Parmalat. *Research in International Business and Finance*, 19(1), 27-52.
- Bushee, B. J. (2004). Identifying and attracting the “right” investors: evidence on the behavior of institutional investors. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(4), 28-35.
- Campbell, T. C., Gallmeyer, M., Johnson, S. A., Rutherford, J., & Stanley, B. W. (2011). CEO optimism and forced turnover. *Journal of Finance Economics*, 101(3), 695-712.
- Carcello, J. V., Hermanson, D. R., Neal, T. L., & Riley, R. A. Jr. (2002). Board characteristics and audit fees. *Contemporary Accounting Research*, 19, 365-384.
- Carcello, J., V., & Neal, T. L. (2000). Audit committee composition and auditor reporting. *Accounting Review*, 75, 453-468.
- Carmichael, D. R., & Swierigna, R. J. (1968). The compatibility of auditing independence and management services – An identification of issues. *Accounting Review*, 43(4), 697-705.
- Carmichael, D. R., & Willingham, J. J. (1979). *Auditing Concepts and Methods*. McGraw Hill Book Company, US, 213-243.
- Certo, S. T., Covin, J. G., Daily, C. M., & Dalton, D. R. (2001). Wealth and the effects of founder management among IPO stage new ventures. *Strategic Management Journal*, 22(6-7), 641-659.
- Chen, Y., Ho, K., & Yeh, C. (2020). CEO overconfidence and corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101557.
- Cheng, M., Dhaliwal, D., & Zhang, Y. (2013). Does investment efficiency improve after the disclosure of material weaknesses in internal control over financial reporting?. *Journal of Accounting and Economics*, 56(1), 1–18.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16), 386–405.
- Coffee, J. C. (2002). Understanding Enron: It’s about the gatekeepers, stupid?. Columbia Law School, Working paper no. 207 <http://ssrn.com/abstract=325240>
- Colbert, J. L., & Alderman, C. W. (1995). A risk – driven approach to the internal audit. *Managerial Auditing Journal*, 10(2), 38-44.

- Collier, P. A., Sutton, S. G., Bhattacharjee, A., Kelton, A., Dilnutt, R., & King, R. (2011). The role of organizational absorptive capacity in strategic use of business management control systems. *The Accounting Review*, 86(1), 155-184.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406.
- Cornett, M. M., McNutt, J. J., & Tehranian, H. (2009). Corporate governance and earnings management at large U.S. bank holding companies. *Journal of Corporate Finance*, 15(4), 412-430.
- Crawford, L., Helliard, C., & Monk, E. A. (2011). Accounting Education: Generic skills in audit education. *Accounting Education: an international journal*, 20:2, 115-131.
- Cremers, K., & Nair, V. B. (2005). Governance mechanisms and equity prices. *The Journal of Finance*, 60(6), 2859–2894.
- Crutchley, C. E., & Hansen, R. S. (1989). A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage and corporate dividends. *Financial Management*, 18(4), 36-46.
- Cumming, D., Siegel, D. S., & Wright, M. (2007). Private equity, leveraged buyouts and governance. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 439-60.
- Daft, R. L. (2005). *The Leadership Experience*. 3rd edition, Thomson-Southwestern, US
- Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson J. L. (1996). Boards of Directors: A review and research agenda. *Journal of Management*, 22(3), 409-438.
- Dalton, D., Daily, C., Certo, S. T., & Roengpitya, R. (2003). Meta-analysis of financial performance and equity: fusion or confusion?. *Academy of Management Journal*, 46(1), 13-26.
- De Bondt, W., & Thaler, R. H. (1995). *Financial Decision - Making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective*. *Handbooks Management Science: Finance*, 385–410.
- De La Rosa, S. (2005). ERM – based audit reports. *The Internal Auditor*, 62(6), 77-76.
- Demsetz, H. & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences, *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209-33.
- Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2006). Corporate tax avoidance and high powered incentives, *Journal of Financial Economics*, 79(1), 145-179.

- Devers, C., Cannella, A. A., Reilly, G. P., & Yoder, M. E. (2007). Executive compensation: A multidisciplinary review and synthesis of recent developments. *Journal of Management*, 33(6), 1016-1072.
- Doyle, J. Ge. W., & McVay, S. (2007). Determinants of weaknesses in internal control over-financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1–2), 193–223.
- Drew, S. A., Kelley, P. C., & Kendrick, T. (2006). Class: Five elements of corporate governance to manage strategic risk. *Business Horizons*, 49, 127-138.
- Duflo, E., & Saez, E. (2002). Participation and investment decisions in a retirement plan: The influence of colleagues' choices. *Journal of Public Economics*, 85(1), 121-148.
- Epps, R. W., & Ismail, T. H. (2009). Board of directors' governance challenges and earnings management. *Journal of Accounting Organizational Change*, 5(3), 390-416.
- Faccio, M., & Lang, L. H. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365-395.
- Faccio, M., Lang, L. H., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review*, 91(1), 54-78.
- Fama, E. F. (1980). Agency problem and the theory of firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fan, J., & Wong, T. J. (2005). Do external auditors perform a corporate governance role in emerging markets? Evidence from East Asia. *Journal of Accounting Research*, 43(1), 35-72.
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.
- Finucane, M. L., Alhakami, A., Slovic, P., & Johnson, S. M., (2000). The affect heuristic in judgments of risks and benefits. *Journal of Behavioral Decision Making* 13(1), 1-17.
- Fischhoff, B. (2002), *Heuristics and biases in application*, Cambridge University Press, UK.
- Galasso, A., & Simcoe, T. S. (2011). CEO overconfidence and innovation, *Management Science*, 57(8), 1469-1484.

- Ghoul, S., Guedhami, O., Lennox, C., & Pittman, J. (2007). Ownership Structure, agency problems and auditor choice: Evidence from Western European Firms. Published: <https://www.academia.edu>, 1-50.
- Ginglinger, E., Megginson, W., & Waxin, T. (2011). Employee ownership, board representation and corporate financial policies. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 868-887.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-156.
- Grant, J., Kirchmaier, T., & Owen, G. (2006). *Corporate Governance in the US and Europe*. Palgrave Macmillan, US.
- Grinstein, Y., & Michaely, R. (2005). Institutional holdings and payout policy. *Journal of Finance*, 60(3), 1389-1426.
- Gugler, K. (2001). *Corporate Governance and Economic Performance*. Oxford University Press, UK.
- Haka, S., & Chalos, P. (1990). Evidence of agency conflict among management, auditors, and the audit committee chair. *Journal of Accounting and Public Policy*, 9, 271-292.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 353-84.
- Hirshleifer, D., Low, A., & Teoh, S. H. (2012). Are overconfidence CEOs better innovators?. *The Journal of Finance*, 67(4), 1457-1498.
- Hoitash, U., Hoitash, R., & Bedard, J. C. (2009). Corporate governance and internal control over financial reporting: A comparison of regulatory regimes. *The Accounting Review*, 84(3), 839-867.
- Holderness, C. G. (2003). A survey of blockholders and corporate control. *Economic Policy Review*, 9, 51-64.
- Hoskisson, R. E., Hitt, M. A., Johnson, R. A., & Grossman, W. (2002). Conflicting voices: the effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies. *Academy of Management Journal*, 45(4), 697-716.
- Huang, C. (2015). Corporate governance, corporate social responsibility and corporate performance. *Journal of Management & Organization*, 16(5), 641-655.

- Huberman, G. (2001). Familiarity breeds Investment. Columbia University, 659-680.
- Jensen, M. C. (1989). Eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review*, 67(5), 61-74.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jones, D. C., & Kato, T. (1995). The productivity effects of employee stock-ownership plans and bonuses: Evidence from Japanese panel data. *American Economic Review*, 85(3), 391-414.
- Jones, M. (2011). Creative accounting, fraud, and international accounting scandals. John Wiley & Sons, UK, 97-113.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1972). Subjective Probability: A judgment of representativeness. *Cognitive Psychology*, 3, 430-454.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases, *Science*, 185(4157), 1124-1131.
- Kaplan, S. N., & Minton, B. A. (2011). How has CEO turnover changed?. *International Review of Finance*, 12(1), 57-87.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.
- Karagiorgos, T., & Drogalas, G. (2009). Internal auditing as an effective tool for corporate governance. *Journal of Business Management*, 2(1), 15-23.
- Ke, B., & Petroni, K. (2004). How informed are actively trading institutional investors? Evidence from their trading behavior before a break in a string of consecutive earnings increases. *Journal of Accounting Research*, 42(5), 895-927.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 375-400.
- Klein, B., Crawford, R. G., & Alchian, A. A. (1978). Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process. *Journal of Law and Economics*, 21(2), 297-326.
- Krishnan, G. V. (2005). Did Houston Clients of Arthur Andersen recognize publicly available bad news in a timely fashion?. *Contemporary Accounting Research*, 22(1), 93-165.
- Kryscynski, D. (2020). Charting a path between firm – specific incentives and human capital – based competitive advantage. *Strategy Management Journal*, 1-27.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2002). Government ownership of banks. *Journal of Finance*, 57(1), 265-301.
- Lehn, K., Patro, S., & Zhao, M. (2007). Governance indexes and valuation: Which causes which?. *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 907-928.
- Lintner, G. (1998). Behavioral finance: Why investors make bad decisions. *The Planner*, 13(1), 7-8.
- Malmendier, U., & Tate, G., (2015). Behavioral CEOs: The role of managerial overconfidence. *Journal of Economics Perspectives*, 29(4), 37-60.
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. (2011). Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of Finance*, 66(5), 1687-1733.
- Mangot, M. (2007). *50 Psychological Experiments for Investors*. Wiley Finance, US.
- Marnet, O. (2005). Behavioral and rationality in corporate governance. *Journal of Economics Issues*, 39(3), 613-632.
- Mattingly, L. A. (1964). Formation and development of the Institute of Certified Public Accountants of Greece. *The Accounting Review*, 996-1003.
- McKinsey & Company. (2002). *Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance*. available at www.mckinsey.com
- Meggison, W. L., & Netter, J. M. (2001). From state to market: a survey of empirical studies on privatization. *Journal of Economic Literature*, 39(2), 321-389.
- Melville, R. (1999). Control self-assessment in the 1990s: The UK perspective. *International Journal of Auditing*, 3(3), 191-206.
- Minow, N., & Monks, R. A. (2011). *Corporate governance*. 5th edition, John Wiley & Sons, US.
- Montier, J. (2007). *Behavioural Investing: A practitioner's guide to applying behavioral finance*. Wiley Finance, 19-35.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Nofsinger, J. R. (2001). *Investment madness: How psychology affects your investing...and what to do about it?*. Financial Times Prentice Hall
- Olsen, R. (1998). Behavioral finance and its implications for stock price volatility. *Financial Analysts Journal*, 54(2), 10-18.

- Perry, T., & Zenner, M. (2000). CEO compensation in the 1990s: shareholder alignment or shareholder expropriation?. *Wake Forest Law Review*, 35, 123-152.
- Peterson, W. A., & Gist, N. P. (1951). Rumor and public opinion. *American Journal of Sociology*, 57(2), 159-167.
- Pierce, J. L., Rubinfeld, S. A., & Morgan, S. (1991). Employee ownership: a conceptual model of process and effects. *Academy of Management Review*, 16(1), 121-144.
- Pollak, R. (1985). A transaction cost approach to familiar and households, *Journal of Economic Literature*, 23(2), 581-608.
- Pompian, M. (2006). *Behavioral Finance and Wealth Management*. Wiley Finance, US.
- Prowse, S. (1995). Corporate Governance in International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms Among Large Firms in the US, UK, Japan And Germany. *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 4, 1-61.
- Prowse, S. (1998). Angel investors and the market for angel investments. *Journal of Banking and Finance*, 22(6-8), 785-792.
- Rajgopal, S., & Shevlin, T. (2002). Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking. *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), 145-171.
- Robertson, C. J., Diyab, A. A., & Al-Kahtani, A. (2013). A cross-national analysis of perceptions of corporate governance principles. *International Business Review*, 22(1), 315-325.
- Rustam, S., Rashid, K., & Zaman, K. (2013). The relationship between audit committees, compensation incentives and corporate audit fees in Pakistan. *Economic Modelling*, 31, 697-716.
- Sami, H., Wang, J., & Zhou, H. (2011). Corporate governance and operating performance of Chinese listed firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 20(2), 106-114.
- Sawyer, L. B. (2003). *Sawyer's Internal Auditing. The practice of modern internal auditing*, Altamonte Springs. FL: Institute of Internal Auditors Inc, US.
- Shefrin, H. (2000). *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. Oxford University Press.
- Shleifer, A. (1998). State versus private ownership, *Journal of Economic Perspectives*, 12(4), 133-150.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52 (2), 737-783.

- Simon, A., Yaya, L. H. P., Karapetrovic, S., & Casadesus, M. (2014). An empirical analysis of the integration of internal and external management system audits. *Journal of Cleaner Production*, 66, 499-506.
- Skaife, H. A., Veenman, D., & Wangerin, D. (2013). Internal control over financial reporting and managerial rent extraction: Evidence from the profitability of insider trading. *Journal of Accounting and Economics*, 55(1), 91–110.
- Skaife, H. A., Collins, D. W., Kinney, W. R., & LaFond, R. (2008). The effect of SOX internal control deficiencies and their remediation on accrual quality. *The Accounting Review*, 83(1), 217-250.
- Smith, A. (1776). *The wealth of nations*, Modern Library Classics, US.
- Stulz, R. M. (1999). Globalization, corporate finance and the cost of capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(3), 8-25.
- Thaler, R. (1980). Toward a positive theory of consumer choice. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1(1), 39–60.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control, and management affect firm value?. *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417.
- Welbourne, T. M., & Gomez-Mejia, L. (1995). Gainsharing: a critical review and future research agenda. *Journal of Management*, 21(3), 559-609.
- Williamson, O. E. (1988). Corporate finance and corporate governance. *Journal of Finance*, 43(3), 567-591.
- Windsor, D. (2009). Journal of international management tightening corporate governance. *Journal of International Management*, 15(3), 306-316.
- Zacharakis, A. L., & Shepherd, D. A. (2001). The nature of information and overconfidence on venture capitalists' decision making. *Journal of Business Venturing*, 16(4), 311-332.
- Zhang, Y., Zhou, J., & Zhou, N. (2007). Audit committee quality, auditor independence, and internal control weaknesses. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(3), 300–327.