

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΑΘΛΗΤΙΚΩΝ ΕΠΙΔΟΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ  
ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ  
ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΠΑΕ: ΜΙΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ  
ΣΤΟ ΧΩΡΟ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΠΟΔΟΣΦΑΙΡΟΥ**

ΤΟΥ  
ΑΠΟΣΤΟΛΑΚΟΥ ΓΕΩΡΓΙΟΥ

Μεταπτυχιακή Διπλωματική Εργασία που υποβάλλεται  
στο καθηγητικό σώμα για την μερική εκπλήρωση των υποχρεώσεων  
απόκτησης του μεταπτυχιακού τίτλου του Μεταπτυχιακού Προγράμματος  
«Οργάνωση και Διοίκηση Αθλητικών Οργανισμών και Επιχειρήσεων» του Τμήματος  
Οργάνωσης και Διαχείρισης του Πανεπιστημίου Πελοποννήσου στην κατεύθυνση:  
«Μάρκετινγκ Αθλητικών Οργανισμών και Επιχειρήσεων».

Σπάρτη  
2013

Εγκεκριμένο από το Καθηγητικό σώμα:

---

1ος Επιβλέπων: Αθανάσιος Κριεμάδης, Καθηγητής

---

2ος Επιβλέπων: Αντώνιος Τραυλός, Αναπληρωτής Καθηγητής

---

3ος Επιβλέπων: Παναγιώτης Δημητρόπουλος, Μέλος Ε.Ε.ΔΙ.Π.

Ευχαριστίες,

Για την ολοκλήρωση της συγκεκριμένης μεταπτυχιακής διατριβής συνέβαλαν αρκετοί άνθρωποι προς τους οποίους οφείλω να εκφράσω την ευγνωμοσύνη μου. Πρωταρχικά τον καθηγητή μου Παναγιώτη Δημητρόπουλο του οποίου η βοήθεια ήταν καταλυτική για την ευόδωση των προσπαθειών μου. Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τα υπόλοιπα μέλη της τριμελούς συμβουλευτικής επιτροπής, τους καθηγητές μου Αθανάσιο Κριεμάδη, Αντώνιο Τραυλό, για τις εποικοδομητικές συζητήσεις μας σε επιστημονικά συνέδρια και τα σχόλιά τους σε διάφορα τμήματα της μεταπτυχιακής μου διατριβής.

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Γεώργιος Αποστολάκος: Η επίδραση των αθλητικών επιδόσεων και της εταιρικής διακυβέρνησης στην οικονομική αποδοτικότητα και βιωσιμότητα των ελληνικών Π.Α.Ε.: Μια εμπειρική έρευνα στο χώρο του ελληνικού ποδοσφαίρου  
(Με την επίβλεψη του κ. Αθανάσιου Κριεμάδη, Καθηγητή)

Η παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή αποσκοπεί να μελετήσει το ζήτημα της χρησιμότητας της εταιρικής διακυβέρνησης και των αθλητικών επιδόσεων στα πλαίσια του Ελληνικού Ποδοσφαίρου και πως αυτές οι δυο έννοιες επιδρούν καθοριστικά τόσο στην οικονομική αποδοτικότητα κα κατ' επέκταση στην βιωσιμότητα των Ελληνικών ΠΑΕ. Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα από Ελληνικές Ποδοσφαιρικές ομάδες των Super League, Β και Γ Εθνικών κατηγοριών οδηγηθήκαμε μέσα από έρευνα και μελέτη στο συμπέρασμα ότι οι ΠΑΕ με μεγάλο μέγεθος του ΔΣ και αυξημένη διοικητική ανεξαρτησία επιτυγχάνουν υψηλότερα επίπεδα οικονομικής αποδοτικότητας και βιωσιμότητας. Τα αποτελέσματα αυτά έχουν σημαντικές επιπτώσεις για την λειτουργία και διοίκηση των Ελληνικών ΠΑΕ και καλούν τους εποπτικούς φορείς να δώσουν μεγαλύτερη σημασία και προσοχή στην υιοθέτηση σύγχρονων αρχών διακυβέρνησης για την αντιμετώπιση των προβλημάτων που μαστίζουν του Ελληνικούς ποδοσφαιρικούς συλλόγους τις τελευταίες δεκαετίες.

**Λέξεις κλειδιά:** εταιρική διακυβέρνηση, οικονομική αποδοτικότητα, αθλητικές επιδόσεις, βιωσιμότητα, Ελληνικές ΠΑΕ.

## ABSTRACT

Mr. George Apostolakos: The impact of corporate governance and athletic performance on the financial performance and viability of the Greek football clubs.

(Under the supervision of Dr.Athanasios Kriemadis)

The present master thesis aims to study the impact of corporate governance and athletic performance on the financial performance and viability of the Greek football clubs. using a sample of football clubs participating in the 3 professional championships in Greece , we found significant evidence suggesting that increased board size and independence contribute to enhanced financial performance and viability .These evidence have important policy implications for the management of the greek football clubs and the supervisors of the greek football industry since they indicate that sound corporate governance principles can be used as mechanisms to deal with the financial instability that characterizes greek football clubs over the last decades.

**Keywords:** corporate governance, financial performance, athletic performance, viability, greek football clubs

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ .....	iii.
ABSTRACT .....	iv.
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ .....	v.
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ	
<b>Πίνακας 1:</b> Μέτρα Περιγραφικής Στατιστικής των Βασικών Μεταβλητών.....	26
<b>Πίνακας 2:</b> Συντελεστές Συσχέτισης PEARSON των Βασικών Μεταβλητών.....	28
<b>Πίνακας 3:</b> Αποτελέσματα Παλινδρόμησης.....	30
Κεφάλαιο	
I. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
Κίνητρο έρευνας μεταπτυχιακής διατριβής.....	7
Πρωτοτυπία και συνεισφορά μεταπτυχιακής διατριβής.....	12
Σύντομη αναφορά στις υποθέσεις -Δομή πτυχιακής εργασίας.....	13
II. ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ .....	14
Βιβλιογραφία πάνω στις οικονομικές επιδόσεις σε συνάρτηση με την εταιρική διακυβέρνηση-Υποθέσεις.....	14
Βιβλιογραφία πάνω στις οικονομικές επιδόσεις σε συνάρτηση με τις αθλητικές επιδόσεις-Υποθέσεις.....	21
III. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ .....	23
Μεθοδολογία.....	23
Δεδομένα.....	25
IV. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	26
Πίνακες – Ανάλυση και Ερμηνεία.....	26
Ανάλυση ευαισθησίας.....	32
V. ΕΠΙΛΟΓΟΣ, ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ, ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ, ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ, ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ.....	33
VI. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	36

## Ι.ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι ελληνικές ΠΑΕ προσπαθώντας να επιβιώσουν σε ένα συνεχώς ευμετάβλητο περιβάλλον, αναγκάζονται να αναπροσαρμόζουν συνεχώς τη δομή και τον τρόπο λειτουργίας τους. Ο ανταγωνισμός τους επιβάλλει στο να επικεντρωθούν στην ανάλυση και βελτίωση του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντος τους, έτσι ώστε να επανακαθορίζουν συνεχώς τους στόχους και την στρατηγική τους (Anagnostopoulos & Senaux, 2011). Το ποδόσφαιρο είναι μία αναπτυσσόμενη επιχείρηση και χρειάζεται μία διαδικασία επαγγελματικής διοίκησης. Τα ποδοσφαιρικά κλαμπ θα έπρεπε να διοικούνται σαν εταιρίες και οι οπαδοί θα έπρεπε να μεταχειρίζονται ως πελάτες. Περαιτέρω, υπάρχουν πολλά άλλα ενδιαφερόμενα μέρη στην αγορά του ποδοσφαίρου. Πιστεύουμε ότι οι πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης μπορούν να βοηθήσουν στη διαδικασία της μείωσης της πληροφοριακής ασυμμετρίας στους μη κερδοφόρους οργανισμούς (ποδοσφαιρικά κλαμπ). Ο Carlezzo (2003) τόνισε ότι οι ανώνυμες εταιρείες είναι οι κύριοι στόχοι των κανόνων της εταιρικής διακυβέρνησης, ωστόσο, τα κλαμπ που έχουν σχηματιστεί ως ενώσεις, θα μπορούσαν επίσης να χρησιμοποιήσουν αυτές τις πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης.

Τα τελευταία έτη οι ελληνικές ποδοσφαιρικές ομάδες παρουσιάζουν έντονα οικονομικά προβλήματα. Ο σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να αναλύσει τις οικονομικές επιδόσεις των ποδοσφαιρικών συλλόγων που συμμετέχουν στην πρώτη κατηγορία του ελληνικού πρωταθλήματος ποδοσφαίρου για την περίοδο των 05 ετών (2005 - 2009) και να προτείνει συγκεκριμένες ενέργειες που πρέπει να λαμβάνονται και από τους μάνατζερ και τις ρυθμιστικές αρχές των κλαμπ προκειμένου να βελτιωθεί η οικονομική σταθερότητα των συλλόγων. Πραγματοποιούμε οικονομική

ανάλυση των βασικών δεικτών λογιστικής που προέρχονται από το ποδόσφαιρο με τη χρήση ετήσιων οικονομικών καταστάσεων του συλλόγου, προκειμένου να εξηγήσει τα ειδικότερα αιτίες της πρόσφατης οικονομικής κρίσης, η οποία χαρακτηρίζει το ελληνικό επαγγελματικό πρωτάθλημα ποδοσφαίρου. Η ανάλυση των ετήσιων οικονομικών των συλλόγων αποκάλυψε ότι η οι ελληνικές ποδοσφαιρικές ομάδες με υψηλή μόχλευση, έχουν έντονα προβλήματα ρευστότητας και κερδοφορίας αντιμετωπίζοντας αυξημένο κίνδυνο οικονομικής δυσχέρειας, παρά τα αυξημένα ποσά που είχαν επενδυθεί από τους ποδοσφαιρικούς συλλόγους κατά το 2005. Η προαναφερθείσα κρίση μπορεί να αποδοθεί σε συνολική οικονομική κακοδιαχείριση και πολιτικές ανεπάρκειας-αναποτελεσματικότητας κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών (Dimitropoulos, 2010). Η μελέτη μας προτείνει συγκεκριμένες δράσεις που πρέπει να ληφθούν από τους μάνατζερ των ΠΑΕ προκειμένου να βελτιωθεί η οικονομική σταθερότητα των συλλόγων και η συνολική ανταγωνιστικότητα του ελληνικού πρωταθλήματος ποδοσφαίρου.

Οι ποδοσφαιρικοί σύλλογοι είναι υποχρεωμένοι να εργάζονται σε ένα αυστηρά ανταγωνιστικό περιβάλλον, με εκ νέου προσδιορισμό της θέσης τους στην αγορά και προσαρμόζοντας τη διαδικασία λήψης αποφάσεων τους σχετικά με το νέο κανονιστικό πλαίσιο (Dimitropoulos, 2010). Οι Kikulis et al. (1995) και Smith (2004) υποστηρίζουν ότι η νέα αυτή οργανωτική μεταρρύθμιση απαιτεί περισσότερο τεχνική και διοικητική εμπειρογνωμοσύνη ωθώντας σε ένα πιο επαγγελματικό έλεγχο λήψης αποφάσεων, αμφισβητώντας τις αξίες που έχουν επηρεάσει τη λειτουργία των οργανισμών αυτών από την προέλευσή τους.

Όσον αφορά τις ρυθμίσεις στο ελληνικό ποδόσφαιρο, ο Dimitropoulos (2006) μας αναφέρει ότι οι ελληνικές ποδοσφαιρικές ομάδες παρουσίασαν κάποιες σημαντικές αλλαγές στην οργανωτική τους σχεδίαση ειδικά στα τέλη της δεκαετίας

του 1970, όταν η κυβέρνηση πέρασε την ειδική νομοθεσία (Νόμος 789/1979), που αποσκοπούσε στη δημιουργία της αίσθησης του επαγγελματισμού στο ποδόσφαιρο. Όλα τα ποδοσφαιρικά σωματεία που αγωνίζονται στο στην πρώτη λίσγκα του εθνικού πρωταθλήματος μετατράπηκαν σε επαγγελματικούς ποδοσφαιρικούς συλλόγους και έλαβαν τον τίτλο των ανωνύμων εταιρειών. Με άλλα λόγια, οι επαγγελματικοί ποδοσφαιρικοί σύλλογοι θεωρούνται ως επιχειρήσεις όπου τα κεφάλαια και τα περιουσιακά τους στοιχεία χωρίζονται σε μετοχές που κατέχονται από τους ιδιοκτήτες. Οι επαγγελματικοί ποδοσφαιρικοί σύλλογοι , υπό τη νέα τους μορφή, ελέγχονται και οργανώνονται σύμφωνα με το νόμο περί Εταιρειών (Ν.2190/1920 όπως και κάθε άλλη εθνική επιχείρηση που έχει τη συγκεκριμένη μορφή του κεφαλαίου. Αυτό το νέο οργανωτικό μοντέλο, απαιτεί τεχνική και διοικητική εμπειρογνωμοσύνη, επίσημους ρόλους, κανόνες και προγράμματα στο πλαίσιο οργάνωσης και όλες οι αποφάσεις να αρχίσουν να λαμβάνονται από ένα επαγγελματικό προσωπικό (Kikulis et al., 1992). Όταν αυτή η ριζική αλλαγή στην οργανωτική σχεδίαση του επαγγελματικού ποδοσφαίρου λάβει χώρα, οποιοσδήποτε θα μπορούσε να ισχυριστεί ότι το νέο πλαίσιο θα μπορούσε να παράσχει στους μάνατζερ την απαραίτητη ώθηση για την εισαγωγή της διάστασης της αποδοτικότητας τόσο εκτός πεδίου όσο και εντός του πεδίου διαχειριστικών αποφάσεων. Ωστόσο, πρόσφατη έρευνα για την οικονομική σταθερότητα και τη βιωσιμότητα των ποδοσφαιρικών ομάδων σε ευρωπαϊκό επίπεδο, παρουσιάζει ότι υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις, μιας σειράς κοινών προβλημάτων που έχουν επίπτωση στην οικονομική απόδοση και τη σταθερότητα των ποδοσφαιρικών συλλόγων στα μεγάλα ευρωπαϊκά πρωταθλήματα. Όπως οι Lago et al. (2006) υποστηρίζουν, ότι υπάρχουν δύο είδη των αποδεικτικών στοιχείων που δείχνουν την οικονομική



αστάθειας στο ευρωπαϊκό ποδόσφαιρο και αυτά είναι η ανισορροπία μεταξύ εσόδων και εξόδων καθώς και στοιχεία αυξήσεων του χρέους.

Συνολικά, οι ποδοσφαιρικοί σύλλογοι μέσα από τα πιο σημαντικά και καλά οργανωμένα πρωταθλήματα όπως στην Ισπανία, τη Γαλλία και τη Γερμανία και σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες έχουν περιορισμένη ικανότητα για να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τους, δεδομένου ότι οι ευκαιρίες για να καλύψουν τα κέρδη είναι περιορισμένη και η φιλοσοφία της διοίκησης είναι διαφορετική σε σχέση με τις ΗΠΑ. Στην Ελλάδα, με εξαίρεση το 2004, όταν η ελληνική εθνική ομάδα κέρδισε το Ευρωπαϊκό Κύπελλο, κανένα άλλο σημαντικό επίτευγμα δεν έχει καταγραφεί σε ποδοσφαιρικό κλαμπ. Το ελληνικό εθνικό πρωτάθλημα είναι ένα μεσαίου μεγέθους πρωτάθλημα, απαρτιζόμενο από ποδοσφαιρικά σωματεία με χαμηλό προϋπολογισμό, τα οποία είναι ως επί το πλείστον σε εθνικό επίπεδο και όχι με διεθνή προσανατολισμό. Αυτό σημαίνει ότι η βιωσιμότητα τους στηρίζεται κυρίως από την τοπική κοινότητα ή από μερικούς πλούσιους επιχειρηματίες που είναι πρόθυμοι να επενδύσουν στην χρηματοοικονομική επίδοση των ελληνικών ομάδων ποδοσφαίρου. Ακόμη και αν οι προθέσεις τους είναι θετικές προς την ενίσχυση της οικονομικής κατάστασης των ΠΑΕ, υπάρχουν πολλές περιπτώσεις κακοδιαχείρισης των οικονομικών, έλλειψη δημοσιονομικής πολιτικής και επιβολής του νόμου, διαχείρισης αστάθειας και ακόμη και δόλια συμπεριφορά εκ μέρους κάποιων στελεχών, φαινόμενα τα οποία μερικές φορές οδηγούν σε σοβαρή οικονομική αστάθεια και αφερεγγυότητας. Αυτό είναι πιθανώς ο κύριος λόγος για τον οποίο η συντριπτική πλειοψηφία των ομάδων εμφανίζονται να βρίσκονται σε δύσκολη οικονομική κατάσταση, έχοντας συσσωρευση μεγάλων απωλειών. Οι αναφορές των Bosca et al. (2008), Lago (2006), Ascari και Gagnerain (2006), Frick και Prinz (2006), Barros (2006) και Dimitropoulos (2009) αποτελούν μερικές μελέτες που δείχνουν το μέγεθος της

οικονομικής αστάθειας που χαρακτηρίζει τους ποδοσφαιρικούς συλλόγους και τα πρωταθλήματα σε όλη την Ευρώπη, ωστόσο κανένας από αυτούς δεν έχει ασχοληθεί με το θέμα της κρίσης των οικονομικών των συλλόγων σε συνδυασμό με τις ριζικές αλλαγές που έλαβαν χώρα στις ποδοσφαιρικές δομές της κάθε χώρας κατά τη διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών.

Πιστεύουμε ότι η υιοθέτηση των πρακτικών της εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να φέρει πλεονεκτήματα στα ποδοσφαιρικά κλαμπ αντιμετωπίζοντας τα προβλήματά τους στη διοίκηση και στην οικονομική τους διαχείριση. Στην παρούσα εργασία θα μελετήσουμε σε τι ποσοστό οι αθλητικές επιδόσεις και η εταιρική διακυβέρνηση (δομή του ΔΣ) επιδρούν στην οικονομική αποδοτικότητα και βιωσιμότητα των ελληνικών ΠΑΕ. Δυστυχώς οι οικονομικές επιδόσεις των Ελληνικών ΠΑΕ είναι πολύ χαμηλές και χρήζουν ανάγκης από ένα νέο τρόπο διοίκησης-διακυβέρνησης. Το γεγονός αυτό έχει γίνει αποδεκτό από αρκετούς ερευνητές και στο χώρο του αθλητισμού (Baysinger & Butler, 1985; Schellenger, Wood, & Tashakori, 1989; Pearce & Zahra, 1992; Dalton, 1992). Άρα η διακυβέρνηση αποτελεί καίριο μηχανισμό αντιμετώπισης των προβλημάτων λειτουργίας και διαχείρισης των ΠΑΕ. Καθώς οι αθλητικές οργανώσεις έχουν μετακινηθεί από την εποχή της διαχείρισης του εθελοντισμού σε ένα πιο επαγγελματικό σύστημα, ο αριθμός και η πολυπλοκότητα των ηθικών ζητημάτων που αντιμετωπίζουν εκείνοι στους κόλπους της βιομηχανίας του αθλητισμού έχουν αυξηθεί δραματικά σύμφωνα με τους Sherry και Shilbury (2009).

Μια σημαντική ηθική κατάσταση που αντιμετωπίζουν τα άτομα που διαχειρίζονται αθλητικές οργανώσεις είναι και η σύγκρουση συμφερόντων. Παρά το γεγονός ότι δεν υπάρχει ενιαίος ορισμός της σύγκρουσης συμφερόντων, για τους σκοπούς αυτής της μελέτης έχουμε χρησιμοποιήσει τον ορισμό του Boatright (1992)

όπου η σύγκρουση συμβαίνει όταν ένα προσωπικό συμφέρον έρχεται σε αντίθεση με τις ανάγκες και τους σκοπούς της εταιρείας – μετόχων και λοιπών ενδιαφερομένων μερών. Η σύγκρουση συμφερόντων έχει τη δυνατότητα να καταστρέψει την καρδιά της οργάνωσης αθλητικών συλλόγων και μπορεί να έχει σοβαρές επιπτώσεις στα άτομα που εμπλέκονται σε προσωπικό επίπεδο.

Και ο ρόλος του διευθυντή του ΔΣ είναι ένας παράγοντας που έχει σημαντική επίδραση στην κατεύθυνση και την επιτυχία ενός οργανισμού. Συνήθως, ένας διευθύνων σύμβουλος έχει πολλαπλές ευθύνες και τα συμφέροντα μερικές φορές μπορούν να τον φέρουν σε συγκρούσεις. Το αρχικό παλιό ιεραρχικό μοντέλο της κυβέρνησης του αθλητισμού, το top-down σύστημα, έχει δώσει τη θέση του σε έναν περίπλοκο ιστό σχέσεων μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών κατά το οποίο διαφορετικές ομάδες ασκούν εξουσία με διάφορους τρόπους και με διαφορετικά πλαίσια με βάση τις συμμαχίες με άλλα ενδιαφερόμενα μέρη (Baysinger & Butler, 1985; Schellenger, Wood, & Tashakori, 1989; Pearce & Zahra, 1992; Dalton, 1992). Πρώτον, είναι ξεκάθαρο σε ένα τέτοιο πλαίσιο ότι αξιοσημείωτη πολιτική αλλαγή μπορεί μόνο να κατορθωθεί με διαπραγμάτευση, και/ή εξισορρόπηση μεταξύ των διάφορων μερών στο δίκτυο. Οι Amara, Henry, Liang και Uchiumi (2005) και Marques και Costa (2006) ανέφεραν ότι η υιοθέτηση τέτοιων αρχών μπορεί να είναι πραγματικά ευεργετική, συνεπώς η διοίκηση των κλαμπ στο επαγγελματικό ποδόσφαιρο, όταν υιοθετηθούν πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης, τείνουν να φτάσουν σε νομιμότητα με τα ενδιαφερόμενα μέρη και να ασκούν τη διοίκηση με διαφανή τρόπο.

### ***Κίνητρο έρευνας μεταπτυχιακής διατριβής***

Στη σύγχρονη ποδοσφαιρική εποχή, οι αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης έχουν αποτελέσει αντικείμενο έρευνας και μελέτης, γεγονός το οποίο δικαιολογείται βάση της τεράστιας εισροής επενδυτικών κεφαλαίων στις ΠΑΕ με τη μορφή μιας “ποδοσφαιρικής βιομηχανίας”, που διαρκές πρόβλημα αποτελεί ο τρόπος αύξησης του βαθμού της οικονομικής της αποδοτικότητας (Ναυτεμπορική, 2010). Οι περισσότερες ΠΑΕ αντιμετωπίζουν προβλήματα στην αναδιοργάνωσή τους κυρίως σε οικονομικό επίπεδο (Dimitropoulos, 2009, 2010, 2011; Anagnostopoulos, 2011; Anagnostopoulos & Senaux 2011). Η υιοθέτηση κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης κρίνεται αναγκαία για τις ελληνικές ΠΑΕ καθώς και με την ταυτόχρονη αύξηση των αθλητικών επιδόσεων των ποδοσφαιριστών τους πετυχαίνουν αύξηση της αποδοτικότητας τους στον οικονομικό τομέα (Adams, Hermalin & Weisbach, 2010; Kini, Kracaw & Mian, 1995; Raheja, 2005; Dimitropoulos, 2009, 2010, 2011). Έτσι λοιπόν οι αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να δράσουν θετικά προς όφελος των ομάδων και του φίλαθλου κόσμου.

Σκοπός της μελέτης μας είναι η αρχή μιας προσπάθειας προς υιοθέτηση πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης στο ελληνικό ποδόσφαιρο. Πιο κοντά στη διεθνή οικονομία και την αρένα του ανεπτυγμένου κόσμου έρχονται οι ελληνικές επιχειρήσεις που θέτουν σε εφαρμογή τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης (Σπανός, 2001). Σε γενικές γραμμές οι προτεινόμενοι όροι διακυβέρνησης αποσκοπούν στον περιορισμό των δραστηριοτήτων –πρωτοβουλιών του μετόχου– ιδιοκτήτη, ο οποίος αποφασίζει χωρίς πολλές φορές να λαμβάνει υπόψη τα λοιπά ενδιαφερόμενα μέλη της εταιρείας. Στις περιπτώσεις αυτές εστιάζεται και το ενδιαφέρον της διαδικασίας εφαρμογής των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης, κυριότερα σε σχέση με τις αρμοδιότητες του διοικητικού συμβουλίου. Στις μεγάλες

εταιρείες τα ΔΣ λειτουργούν ως το υπέρτατο διοικητικό όργανο και ως εκ τούτου η εφαρμογή των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης δεν θα δημιουργήσει σπουδαία προβλήματα, αντίθετα θα βοηθηθούν προς την κατεύθυνση της αντικειμενικής και διαφανούς διοίκησης (Mitchie, 2000).

Σύμφωνα με τον Carlezzo (2003), υπήρξε μία δεκαετία που τα ποδοσφαιρικά κλαμπ ήταν ο στόχος πληροφοριών και σύμφωνα από έρευνα Κοινοβουλευτικής Επιτροπής, είχαν συμπεριληφθεί πολλές υποθέσεις παραγόντων τους σε αρκετά σκάνδαλα και εγκλήματα. Πρόσθεσε ότι μέχρι να περάσει αυτό, τα κλαμπ είχαν αρχίσει να έχουν ακόμα περισσότερες δυσκολίες για να χρηματοδοτηθούν. Παρόλα αυτά, η υιοθέτηση των πρακτικών της εταιρικής διακυβέρνησης θα μπορούσε να είναι ένα σημαντικό εργαλείο διοίκησης βασισμένο σε αρχές διαφάνειας, υπευθυνότητας και δικαιοσύνης. Επιπρόσθετα, ο Cicogna (2007) σχολιάζει ότι για τις εταιρείες, η υιοθέτηση των πρακτικών της εταιρικής διακυβέρνησης θα βελτίωνε την πρόσβαση στην πίστωση, επομένως, θα μπορούσαν να είναι πιο χρήσιμες αυτήν τη στιγμή στο επίπεδο που βρίσκονται τα ποδοσφαιρικά κλαμπ τώρα.

Το 2006, η Ελληνική Σούπερ Λίγκα έγινε η διοργάνωση του σώματος για τη χώρα του top-tier ποδοσφαίρου. Ήταν το πρότυπο της αγγλικής Premier League , και έτσι μπορεί να θεωρηθεί ως μιμητική απάντηση από τις ελληνικές ποδοσφαιρικές ομάδες έτσι ώστε να αντιμετωπίσουν με επαγγελματισμό τα προβλήματα του σύγχρονου ποδοσφαίρου. Οι Anagnostopoulos και Senaux (2011) υποστηρίζουν ότι, αν η Σούπερ Λίγκα έχει κάνει μία αποτελεσματική δουλειά όσον αφορά τις εμπορικές πτυχές του παιχνιδιού, έχει δώσει λιγότερο έμφαση στους μηχανισμούς της διακυβέρνησης, της λογοδοσίας και των οργανωτικών θεμάτων. Όπως στις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες, το ποδόσφαιρο είναι το πιο δημοφιλές άθλημα στην Ελλάδα και έχει μια ασυναγώνιστη κοινωνική, οικονομική και πολιτική διάσταση

έχοντας βιώσει πολλές αλλαγές κατά τα τελευταία χρόνια (Anagnostopoulos & Senaux, 2011). Οι αλλαγές αυτές εκδηλώνονται με διάφορους τρόπους, όπως με θεσμικές δομές και τα κλαμπ ιδιοκτησίας, αυξάνοντας συμφωνίες χορηγιών, δημιουργία γηπέδων και σύναψη μακροπρόθεσμων συμβάσεων τηλεοπτικών δικαιωμάτων.

Όπως και η αγγλική Premier League, η SL είναι μια εταιρεία που ανήκει στο ποδόσφαιρο. Κατά συνέπεια, η SL από την αρχή, έδωσε μεγάλη έμφαση στη δημιουργία ενός ενιαίου λογιστικού συστήματος, διαχείρισης και ελέγχου για την παρακολούθηση και τον έλεγχο όλων των μελών. Ωστόσο, πέντε χρόνια μετά την ίδρυσή της, οι στόχοι της δεν πληρούνται όπως αναμενόταν. Αντίθετα, κινητήρια δύναμη της SL (super league) του φαίνεται να είναι η εκμετάλλευση δικαιωμάτων σε ραδιόφωνο, τηλεόραση και Διαδίκτυο, καθώς και η κατανομή του ποδοσφαιρικού προϊόντος του μεταξύ των μελών του εκλείποντας η διαφάνεια διοίκησης. Επάνω σε αυτό το πρόβλημα η εισαγωγή σύγχρονων αρχών εταιρικής διακυβέρνησης στο ελληνικό επαγγελματικό ποδόσφαιρο θα βοηθήσει προς τη βελτίωση των οικονομικών προβλημάτων των ΠΑΕ. Αυτό αποτελεί ένα ανοιχτό ερώτημα προς έρευνα, το οποίο η παρούσα εργασία αποσκοπεί να απαντήσει Τα Ελληνικά ποδοσφαιρικά σωματεία έχουν πρόσφατα βιώσει σοβαρά οικονομικά προβλήματα. Κατά συνέπεια, η SL έχει, από την αρχή, να θέσει μεγάλη έμφαση σχετικά με τη δημιουργία ενός ενιαίου συστήματος λογιστικής, διαχείρισης και ελέγχου για την παρακολούθηση και τον έλεγχο όλων των μελών (Anagnostopoulos & Senaux, 2011). Έχει αναφερθεί ότι φαινόμενα όπως η ψευδής τιμολόγηση- λογιστική, τα στημένα παιχνίδια και η δωροδοκία των διαιτητών παρουσιάζονται στον τομέα του ποδοσφαίρου της χώρας για πολλά χρόνια λόγω της συνεχούς αυξανόμενης πίεσης για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, αποκάλυψη, διαφάνεια και ευθύνη που

προκύπτει και από τις συγκεκριμένες κατευθυντήριες γραμμές που επιβάλλονται από την UEFA παράγοντας που περιπλέκει σημαντικά το έργο ενός συλλόγου στη διαχείριση και στην έκκληση για σχολαστικές ενέργειες που πρόκειται να πραγματοποιηθούν μέσω μιας συντονισμένης προσπάθειας. Τα ελληνικά κλαμπ που παρουσιάζουν προβλήματα διοικητικά-οικονομικά έχουν προβλήματα χρηστής διοίκησης. Απαιτούνται λοιπόν πλαίσια διαφάνειας και λογοδοσίας σύμφωνα και με τους κανονισμούς της UEFA (Π.χ. σύστημα χορήγησης αδειών και Οικονομικών Fair Play),μη τήρηση των οποίων θα μπορεί να επιφέρει έως και ανάκληση της άδειας των κλαμπ (Anagnostopoulos & Senaux, 2011). Η μελέτη μας αυτή καλύπτει κενό στην βιβλιογραφία καθώς δεν υπάρχει στατιστική μελέτη στην Ελλάδα που να επιβεβαιώνει την συσχέτιση μεταξύ του προϋπολογισμού και της επιτυχίας στον τομέα του ελληνικού ποδοσφαίρου η οποία είναι ισχυρή.

Το παρόν καθεστώς απαιτεί ένα περισσότερο αποδοτικό ελεγκτικό σώμα το οποίο θα επιβάλλει πιο αυστηρούς οικονομικούς κανονισμούς και αρχές εταιρικής διακυβέρνησης οι οποίοι θα εξασφαλίζουν διαφάνεια και λογοδοσία. Παρά το γεγονός αυτό, η SL έχει ακόμα να παίξει σημαντικό ρόλο στο ελληνικό ποδόσφαιρο και μια τεράστια ευθύνη. Με απλά λόγια, θα πρέπει να μετατρέψει τη ρητορεία σε δράση. Αναθεωρημένη ρυθμιστική παρέμβαση σε συνδυασμό με πιο αποτελεσματικούς μηχανισμούς ελέγχου θα μπορούσε να επιτρέψει στα ελληνικά top-tier του ποδόσφαιρο να καταλάβουν μια νέα θέση στο κέντρο της σύγχρονης ευρωπαϊκής σκηνής ποδοσφαίρου (Anagnostopoulos & Senaux, 2011).

Το γενικό συμπέρασμα της παρούσας μελέτης μας επαληθεύεται και στην εργασία των Barros και Correia (2006) δηλαδή ότι η διακυβέρνηση είναι προφανώς σημαντική στον τομέα του αθλητισμού με παράδειγμα μελέτης τη Μαδέρα. Τα παρόντα αποτελέσματα επικυρώνουν τις αξιώσεις σχετικά με προβλήματα

διακυβέρνησης στα αθλητικά σωματεία της Μαδέρας και έκκληση για επείγουσα πολιτική διακυβέρνησης σε αυτόν τον τομέα, για να αποτρέψει το φαινόμενο της κυριαρχίας των κλαμπ από μια μόνο προσωπικότητα και την αποφυγή των συγκρούσεων μεταξύ συμφερόντων του προϊσταμένου (διευθυντή διοικήσεως) και των μελών. Επιπλέον, η μελέτη ενσωματώνει το ανθρώπινο δυναμικό στον ορισμό των αποδοχών, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι συμβάλλει επίσης σε κέρδη και την ίδρυση μιας σχέσης μεταξύ των ανθρώπινων μοντέλων κεφαλαίου και των αμοιβών απόδοσης με μοντέλα διακυβέρνησης στον αθλητισμό (Barros & Barros, 2005).

Ωστόσο, το τελικό συμπέρασμα είναι ότι η κατάσταση είναι πιο περίπλοκη και για αυτό ο Wed (2005) μας προτείνει ότι χρειάζεται περαιτέρω έρευνα για να επιβεβαιωθούν αυτά τα αποτελέσματα. Το ποδόσφαιρο είναι μία επιτυχημένη επιχείρηση και χρειάζεται μία διαδικασία επαγγελματικής διοίκησης. Τα ποδοσφαιρικά κλαμπ θα έπρεπε να διοικούνται σαν εταιρίες και οι οπαδοί θα έπρεπε να τους μεταχειρίζονται ως πελάτες. Περαιτέρω, υπάρχουν πολλοί άλλοι ενδιαφερόμενοι στην αγορά για το ποδόσφαιρο. Ωστόσο, τωρινά, η οικονομική και λειτουργική πραγματικότητα των Βραζιλιάνικων ποδοσφαιρικών κλαμπ είναι βασικά οριοθετημένη από δράσης δωροδοκίας, φοροδιαφυγής, διοικητικά σκάνδαλα και οικονομικές απάτες έχοντας αποβάλλει κάθε αξιοπιστία προς την κοινωνία όπως αναλογικά γίνεται και στην Ευρώπη (Rezende, Dalmacio, & Facure, 2010). Αυτοί οι παράγοντες έχουν δημιουργήσει τα κλαμπ, μία δυσφήμιση για τη Βραζιλιάνικη κοινωνία. Η πραγματικότητα της πλειοψηφίας των κύριων Βραζιλιάνικων κλαμπ είναι κριτική. Συνεπώς αυτοί είναι σε δύσκολη οικονομική κατάσταση. Για παράδειγμα, τα χρέη με κοινωνικές αλλαγές (φόρους) στα κλαμπ που δυσφημούν την έκδοση 2008 από την «A League» του Βραζιλιάνικου πρωταθλήματος ποδοσφαίρου



ήδη υπερβαίνουν τα 163 εκατομμύρια δολάρια. Για αυτό το λόγο πρέπει να δομηθεί ένα μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης για τις ποδοσφαιρικές ομάδες που θα αναπτύξει ένα δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης για τις ποδοσφαιρικές ομάδες και θα δημιουργήσει μια κατάταξη της εταιρικής διακυβέρνησης - και γενικά για κάθε διάσταση των ποδοσφαιρικών συλλόγων.

### ***Πρωτοτυπία και συνεισφορά μεταπτυχιακής διατριβής***

Η παρούσα μελέτη είναι η πρώτη έρευνα που γίνεται στην Ελλάδα με σημαντικές κατευθύνσεις προς μια αποτελεσματική διοίκηση των ΠΑΕ. Στην Ελλάδα η καθιέρωση ενός συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης το οποίο θα προσαρμοζόταν και θα εντασσόταν στις πρακτικές διοίκησης των ποδοσφαιρικών ομάδων, θα βοηθούσε τις ποδοσφαιρικές ανώνυμες εταιρίες να βελτιώσουν τις δομές και τις διαδικασίες διοίκησης τους (Ναυτεμπορική, 2010). Οι πρόσφατες διοικητικές μεταρρυθμίσεις κορυφαίων ΠΑΕ καταδεικνύουν την ανάγκη άμεσης υιοθέτησης πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης καθόσον τα άτομα που εμπλέκονται με τη διοίκηση τους χαρακτηρίζονται από αδιαφάνεια και ασαφής στόχους, ενώ και τα ΔΣ των περισσότερων ομάδων αποτελούνται κυρίως από στελέχη που δεν έχουν έστω και τη βασική γνώση πάνω σε θέματα διοίκησης (Ναυτεμπορική, 2010). Ένα τέτοιο σύστημα θα πρέπει να είναι απλό στο σχεδιασμό του και με χαμηλό κόστος εφαρμογής. Με την παρούσα μελέτη επιθυμούμε να καλύψουμε ένα κενό στην υπάρχουσα βιβλιογραφία σε ελληνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο. Πραγματοποιείται για πρώτη φορά ερευνητική μελέτη μεταξύ της σχέσης οικονομικών και αθλητικών επιδόσεων, λαμβάνοντας ταυτόχρονα υπόψη την επίδραση που έχει σε αυτές ένα πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης.

### ***Σύντομη αναφορά στις υποθέσεις***

Οι βασικές ερευνητικές υποθέσεις που θα εξεταστούν στα πλαίσια της παρούσας έρευνας είναι οι κάτωθι:

H1: Η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση επιδρά θετικά στην οικονομική αποδοτικότητα

H2: Οι αθλητικές επιδόσεις επιδρούν θετικά στην οικονομική αποδοτικότητα.

### ***Δομή πτυχιακής εργασίας***

Η πτυχιακή έχει την ακόλουθη δομή: Στο επόμενο κεφάλαιο πραγματοποιείται η ανασκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας πάνω στην επίδραση της υιοθέτησης αρχών εταιρικής διακυβέρνησης στην οικονομική αποδοτικότητα και βιωσιμότητα των Ελληνικών ΠΑΕ καθώς και την σχετική βιβλιογραφία αναφορικά με την σχέση οικονομικών και αθλητικών επιδόσεων των ποδοσφαιρικών συλλόγων, αναπτύσσοντας τις ερευνητικές μας υποθέσεις. Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα δεδομένα που θα χρησιμοποιηθούν καθώς και η μεθοδολογία που θα ακολουθηθεί για την εξέταση των ερευνητικών υποθέσεων. Το τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζει τα εμπειρικά αποτελέσματα και το τελευταίο κεφάλαιο παρουσιάζει τα βασικά συμπεράσματα της έρευνας, προτάσεις πολιτικής καθώς και τους βασικούς περιορισμούς της μελέτης μαζί με προτάσεις για μελλοντική έρευνα.

## II. ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

### *Βιβλιογραφία πάνω στις οικονομικές επιδόσεις σε συνάρτηση με την εταιρική διακυβέρνηση-Υποθέσεις*

Στην παρούσα ενότητα θα αναλύσουμε την υπάρχουσα βιβλιογραφία που σχετίζεται με την έρευνα πάνω στη δομή διοικητικών συμβουλίων και κατά πόσο αυτή επιδρά στις οικονομικές επιδόσεις των εταιρειών. Σύμφωνα με τους Wang και Oliver (2009) παρατηρείται μία αρνητική επίδραση των ανεξάρτητων διευθυνόντων συμβούλων στην οικονομική εξέλιξη των εταιρειών. Επιπλέον οι εταιρίες με κακή διανομή μερίσματος ή χαμηλή διαχειριστική συμμετοχή τείνουν να είναι πιο επικίνδυνες. Πολλές εταιρίες αντιθέτως υιοθετούν αρχές εταιρικής διακυβέρνησης για να κερδίσουν ξανά την εμπιστοσύνη των πελατών τους. Οι Zahra και Pearce (1989) σε έρευνές τους τυποποίησαν μερικές πηγές, πλαίσια, δείγματα και μετρήσεις οικονομικών επιδόσεων σχετικά με την προσφερόμενη απόδοση τόσο των εσωτερικών στελεχών του ΔΣ των εταιρειών όσο και των εξωτερικών. Ο Schellenger (1989) μετά από έρευνα που έκανε οδηγήθηκε στο συμπέρασμα ότι οι εταιρίες με μεγάλο ποσοστό εξωτερικών στελεχών στο διευθυντικό συμβούλιο έχουν καλύτερο συστηματικό ρίσκο αλλά λιγότερο συνολικό. Πάνω σε αυτό οι Kim και Buchanan (2008) εξέτασαν συμπληρωματικά την επίδραση των ανεξάρτητων και μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ σε επίπεδο ρίσκου οικονομικών επιδόσεων. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι όταν οι διευθυντές του ΔΣ είναι περισσότερο ανεξάρτητοι από τη διοίκηση οι οικονομικές επιδόσεις της εταιρείας είναι υψηλότερες. Αυτό φαίνεται κι από την έρευνα των Heslin και Donaldson (1999) σύμφωνα με τους οποίους οι εκτελεστικοί διευθυντές αυξάνουν τον κίνδυνο και οι ανεξάρτητοι τον μειώνουν.

Ο μικρότερος κίνδυνος συντελεί στην αποτροπή της κρίσης πάνω στις οικονομικές επιδόσεις, προκαλώντας συνάμα την απαιτούμενη δομική προσαρμογή. Οι Brealey και Myers (1996) αναφέρουν ότι αποτελεσματική αποστροφή της κυβερνήτων από το ρίσκο τείνει να μειώσει τη διαφωνία για τις οικονομικές επιδόσεις της εταιρείας. Έτσι μειώνεται το εταιρικό ρίσκο αυξάνοντας παράλληλα τη βραχυπρόθεσμη οικονομική αξία. Ο Coles (2001) αναφέρει ότι μεγαλομέτοχοι ελέγχουν αποτελεσματικότερα τις επενδύσεις τους κι επηρεάζουν τις διοικητικές αποφάσεις ασκώντας καλύτερο διοικητικό έλεγχο περιορίζοντας έτσι πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων.

Ο Block (1999) αναφέρει ότι οι εξωτερικοί - ανεξάρτητοι διευθυντές ασκούν τα καθήκοντά τους ως ελεγκτές της διοίκησης, με αποτέλεσμα η αγορά να αντιδρά θετικά σε ενδεχόμενο διορισμό τους. Ενδεχόμενη πλειοψηφία τους ακόμα και με προσθήκη ενός δίνει μικρή έως μηδαμινή αξία στους μετόχους. Παρόλα αυτά όμως, η επίδραση της δομής του ΔΣ στη μακροπρόθεσμη οικονομική επίδοση είναι ασαφής και αντιφατική. Πολλοί ερευνητές οδηγήθηκαν στο συμπέρασμα ότι ένα ανεξάρτητο μέλος του ΔΣ δεν οδηγεί πάντοτε σε καλύτερη οικονομική αποδοτικότητα της εταιρείας (Bhagat & Black, 2002; Dahya & McConnell, 2007; Bhagat & Bolton, 2008; Fu & Yu, 2010). Από αυτούς ο Dahya (2008) ανέφερε μία θετική σχέση μεταξύ της οικονομικής επίδοσης της εταιρείας και του ποσοστού ανεξαρτήτων μελών του ΔΣ. Το αποτέλεσμα ήταν καλύτερο στις χώρες με μικρή νομική προστασία για τη μειοψηφία των μετόχων. Σε ένα ταυτόχρονο πλαίσιο εξίσωσης, η συσχέτιση μεταξύ απόδοσης της εταιρείας και έκθεσης διοικητικού συμβουλίου λειτουργεί μόνο προς μία κατεύθυνση: από την ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου στην απόδοση της εταιρείας. Ο κυρίαρχος μέτοχος μπορεί να αυξήσει την αξία της εταιρείας με το να διορίζει ένα ανεξάρτητο μέλος στο διοικητικό συμβούλιο, ειδικά σε χώρες που

είναι μικρή η νομική προστασία των μετόχων. Τέλος οι Fama και Jensen (1983) υποστήριξαν ότι ο διαχωρισμός των αποφάσεων διοίκησης και αποφάσεων ελέγχου λειτουργίας της επιχείρησης μειώνει τα λειτουργικά κόστη και βελτιώνει την απόδοση της εταιρείας.

Σύμφωνα με την θεωρία αντιπροσώπευσης, υπάρχει μία έμφυτη διαμάχη μεταξύ των ενδιαφερόντων των ιδιοκτητών μίας εταιρείας και της διοίκησής τους. Στο περιεχόμενο της εταιρικής διακυβέρνησης, η συγκεκριμένη θεωρία υπονοεί ότι οι μηχανισμοί ελέγχου χρειάζεται να υιοθετηθούν για να προστατεύουν τους μετόχους από τα ενδιαφέροντα της διοίκησης. Συνεπώς ένα υψηλό ποσοστό εξωτερικών διευθυντών στο διοικητικό συμβούλιο φαίνεται να έχει μία μεγάλη επίδραση στην οικονομική επίδοση της εταιρείας. (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1997 )

Σύμφωνα με τη θεωρία των Jensen και Meckling (1976), ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας και του ελέγχου μπορεί να δημιουργήσει ιδιοτελείς ενέργειες από τους διαχειριστές. Σε αυτή την περίπτωση, μπορεί να υπάρχουν συγκρούσεις μεταξύ των διαχειριστών και των ενδιαφερομένων μερών της εταιρείας, με αποτέλεσμα στην υποβάθμιση της αξίας της επιχείρησης. Κάτω από αυτές τις συνθήκες η εταιρική διακυβέρνηση δίνει τη δυνατότητα μέσα από ένα πλαίσιο από διατάξεις να επιτρέπουν στους μετόχους την παρακολούθηση της απόδοσης των διευθυντών της επιχείρησης, προκειμένου να μειωθούν οι περιπτώσεις ανήθικης συμπεριφοράς με μεγαλύτερο έλεγχο και διαχειριστικές δράσεις μειώνοντας τα προβλήματα των αθλητικών οργανισμών και την ενίσχυση της απόδοσης των αθλητικών επιχειρήσεων.

Έτσι, υπάρχει η ανάγκη να παρακολουθείται η συμπεριφορά έτσι ώστε να προστατεύονται τα ενδιαφερόμενα μέλη καθώς και τα συμφέροντα και τα δικαιώματα των μετόχων. Οι Shleifer και Vishny (1997) υποστηρίζουν ότι η εταιρική

διακυβέρνηση παρέχει τους απαραίτητους μηχανισμούς ελέγχου για την προστασία των συμφερόντων των πιστωτών και των επενδυτών. Συγκεκριμένα, το διοικητικό συμβούλιο θεωρείται ως ο πιο κρίσιμος εσωτερικός εταιρικός μηχανισμός διακυβέρνησης, ο οποίος έχει την ευθύνη για τη διασφάλιση της βιωσιμότητας της επιχείρησης και την ενίσχυση της εταιρικής απόδοσης.

Προηγούμενες μελέτες σε αυτό το πεδίο παρέχουν σημαντικές αποδείξεις ότι η εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση είναι υψηλότερη σε εταιρείες με αποτελεσματικούς μηχανισμούς της εταιρικής διακυβέρνησης (Yermack, 1996; Brown & Caylor, 2009; Kaserer & Moldenhauer, 2008; Rose, 2007; Lehmann & Weigang, 2004; Elsayed, 2007). Επίσης, στον κλάδο του αθλητισμού, οι De Barros et al. (2007) παρέχουν αποδείξεις σχετικά με την ύπαρξη των προβλημάτων στα αθλητικά σωματεία της Μαδέρας και δηλώνουν ότι η εταιρική διακυβέρνηση πρέπει να ενσωματωθεί στην καθημερινή λειτουργία των συλλόγων έτσι ώστε να προστατεύονται τα συμφέροντα των ενδιαφερομένων των συλλόγων. Ως εκ τούτου, πιστεύουμε ότι οι ποδοσφαιρικοί σύλλογοι που έχουν ιδρυθεί υπό την προϋπόθεση εφαρμογής αποτελεσματικότερων μηχανισμών διακυβέρνησης εντός του οργανισμού θα επιτύχουν την ενίσχυση της αποδοτικότητάς τους και θα διατηρήσουν τη μελλοντική τους βιωσιμότητα.

Το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου έχει εξεταστεί εκτενώς από εμπειρικές μελέτες στον τομέα της εταιρικής διακυβέρνησης ως ένα σημαντικό μηχανισμό που επηρεάζει τις οικονομικές επιδόσεις της επιχείρησης (Adams, Hermalin & Weisbach, 2010; Kini, Kracaw & Mian, 1995; Raheja, 2005). Οι Yermack (1996), Eisenberg, Sundgren και Wells (1998), Jensen (1993) υποστήριξαν ότι τα μικρότερα σε μέγεθος ΔΣ σχετίζονται με υψηλότερη αποτίμηση της αγοράς και κερδοφορία. Η άποψη αυτή είναι συνεπής με την ιδέα ότι τα οφέλη από την αυξημένη

παρακολούθηση από μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια μπορούν να αντισταθμιστούν από τη φτωχότερη λήψη αποφάσεων. Επίσης, οι Fistenberg και Malkiel (1994) υποστηρίζουν ότι τα μικρότερα σε αριθμό συμβούλια είναι πιο πιθανό να καταλήξουν σε συμφωνία και μπορεί να επιτρέπουν στα μέλη να επικοινωνούν με πραγματικό διάλογο και αλληλεπίδραση, με αποτέλεσμα να βελτιωθεί η λήψη αποφάσεων και η βελτίωση των οικονομικών επιδόσεων. Αυτά τα επιχειρήματα έχουν ελεγχθεί και από τους (Coles, Daniel, & Naveen, 2008; Boone, Karpoff, & Raheja 2007). Εναλλακτικά, μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια παρέχουν αυξημένη εμπειρογνομosύνη, με μεγαλύτερη παρακολούθηση της διαχείρισης, καθώς και πρόσβαση σε ένα ευρύτερο φάσμα πόρων (Goodstein, Gautam, & Boeker, 1994; Psaros, 2009; Reddy et al., 2010; Cheng, 2008). Παρ' όλα αυτά, οι Forbes και Milliken (1999), Yawson (2006), Pye (2000) υποστηρίζουν ότι τα μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια υποφέρουν από αυξημένα προβλήματα πράγμα που οφείλεται στο γεγονός ότι είναι πιο δύσκολο να συντονίσουν τα μέλη τους και να αντιμετωπίσουν τα σημαντικά εμπόδια χρίζοντας αναγκαία τη λήψη στρατηγικών αποφάσεων.

Συνολικά, τα εμπειρικά ευρήματα σε σχέση με το ρόλο του μεγέθους του ΔΣ στις οικονομικές επιδόσεις είναι αρκετά ασαφής, με το επιχείρημα ότι τα μεγαλύτερα συμβούλια εκτελούν περισσότερο ενδελεχή έλεγχο για τις αποφάσεις των διευθυντών ενώ αντίθετα, άλλες μελέτες δείχνουν ότι τα μικρότερα εταιρικά διοικητικά συμβούλια είναι πιο αποτελεσματικά επειδή έχουν ένα υψηλότερο επίπεδο συντονισμού συμμετοχής, επικοινωνίας, αποτελεσματικότητα και μικρότερη συχνότητα προβλημάτων (Dimitropoulos & Asteriou, 2010).

Ωστόσο, σχετικές μελέτες για τη βιομηχανία του ποδοσφαίρου σπανίζουν με μόνο μια σχετική έκθεση που δημοσιεύθηκε στην Ελλάδα, γεγονός που δείχνει ότι το μέσο μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου είναι μεταξύ επτά και 10 μελών, το οποίο

είναι υψηλότερο σε σχέση με το μέσο μέγεθος του ΔΣ που περιλαμβάνονται στις λοιπές εταιρείες (Ναυτεμπορική, 2010). Αυτό το γεγονός μπορεί να έχει θετική επίπτωση στην κερδοφορία των συλλόγων λόγω της αυξημένης λήψης αποφάσεων. Ωστόσο, καμία προσπάθεια δεν έχει γίνει για να εξετάσει την επίδραση του μεγέθους του ΔΣ στην οικονομική απόδοση των ποδοσφαιρικών συλλόγων. Η μόνη μελέτη στον τομέα αυτό είναι από Dimitropoulos (2011), που τεκμηριώνει ότι οι ποδοσφαιρικοί σύλλογοι με μικρό μέγεθος ΔΣ αναφέρουν οικονομικές καταστάσεις με βελτιωμένη ποιότητα.

Ο δεύτερος βασικός μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης που έχει ελέγξει ενδελεχώς από την διεθνή βιβλιογραφία είναι η ύπαρξη των ανεξάρτητων και μη εκτελεστικών διευθυντών στη λειτουργία των επιχειρήσεων. Ανεξάρτητοι είναι οι διευθυντές που είναι απαλλαγμένοι από οποιαδήποτε επιχειρηματική ή άλλη σχέση με την εταιρεία η οποία θα μπορούσε να επηρεάσει ουσιαστικά την άσκηση ανεξάρτητης κρίσης (Boone et al., 2007). Αυτή η τάση προς μεγαλύτερη ανεξαρτησία στο συμβούλιο έχει δημιουργήσει ένα κύμα ερευνητικών μελετών σχετικά με τον αντίκτυπο της ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου στις οικονομικές επιδόσεις. Ωστόσο, τα εμπειρικά ευρήματα είναι πάλι αντιφατικά.

Η πλειοψηφία των μελετών για το θέμα αυτό που έχει διεξαχθεί στο πλαίσιο της κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ δείχνει ότι η ανεξαρτησία του ΔΣ ενισχύει την εταιρική απόδοση μέσω αποτελεσματικότερης παρακολούθησης των διαχειριστών της και τη βελτίωση της λήψης αποφάσεων (Baysinger & Butler, 1985; Schellenger, Wood, & Tashakori, 1989; Pearce & Xahra, 1992; Dalton, 1992). Αυτά τα ευρήματα έχουν επιβεβαιωθεί από αρκετές μελέτες στην Ασία και την Ευρώπη σύμφωνα με Dehaene, Vuyst και Ooghe (2001) στο Βέλγιο, Hossain, Prevost και Rao (2001) στη Νέα Ζηλανδία, Krivogorsky (2006) στην ηπειρωτική Ευρώπη, Choi, Park και Yoo (2007),



στη Νότια Κορέα, Luan και Tang (2007) στην Ταϊβάν, που δείχνουν ότι η ανεξαρτησία του ΔΣ βελτιώνει την οικονομική απόδοση και βιωσιμότητα. Αντιθέτως, οι Agrawal και Knaeber (1996), Donaldson και Muth (1998), Kiel και Nicholson (2003) αναφέρουν μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ της ανεξαρτησίας του ΔΣ και των οικονομικών επιδόσεων. Σύμφωνα με τους Zahra και Pearce (1989), οι λόγοι για τις αντικρουόμενες ενδείξεις είναι οι διαφορές στα χρονικά πλαίσια, τα δείγματα, τα μέτρα απόδοσης, και μερικές φορές στο λειτουργικό ορισμό των ανεξάρτητων μελών.

Στη ποδοσφαιρική βιομηχανία, η μελέτη των Michie και Oughton (2005) δείχνει ότι το 52% των εισηγμένων και μη εισηγμένων ποδοσφαιρικών συλλόγων στην Αγγλία έχουν έναν ή περισσότερους μη-εκτελεστικούς διευθυντές στο διοικητικό συμβούλιο. Αναφορικά με εισηγμένα κλαμπ, το σχετικό ποσοστό φθάνει το 8%, αλλά αυτοί οι αριθμοί είναι κάτω από το πρότυπο που απαιτείται από τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης. Ωστόσο, η σημασία της ανεξαρτησίας του ΔΣ, αποτελεί ένα μηχανισμό παρακολούθησης των εταιρικών αποφάσεων. Η πορεία των οικονομικών μεγεθών και της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ευρωπαϊκή Βιομηχανία Ποδοσφαίρου είναι ανεξερεύνητη στο χώρο του ποδοσφαίρου. Επομένως, μετά την προαναφερθείσα συζήτηση και λαμβάνοντας υπόψη την υπό αντιφατικά στοιχεία προηγούμενη βιβλιογραφία σχετικά με την επίδραση των εξωτερικών διευθυντών σχετικά με τις επιδόσεις της επιχείρησης, θα σχηματίσουμε και μια δεύτερη υπόθεση ότι η ανεξαρτησία του Διοικητικού Συμβουλίου συνδέεται με το επίπεδο των οικονομικών επιδόσεων και της βιωσιμότητας των ποδοσφαιρικών συλλόγων (Dimitropoulos, 2009, 2010, 2011).

Άρα σύμφωνα με τις ανωτέρω μελέτες καταλήγουμε στην πρώτη ερευνητική υπόθεση:

*H1: Η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση επιδρά θετικά στην οικονομική αποδοτικότητα και βιωσιμότητα*

### ***Βιβλιογραφία πάνω στις οικονομικές επιδόσεις σε συνάρτηση με τις αθλητικές επιδόσεις-Υποθέσεις***

Η έρευνα της αθλητικής οικονομίας έχει επεκταθεί σε μια ποικιλία θεμάτων και στους τομείς του αθλητισμού κατά τη διάρκεια των τριών τελευταίων δεκαετιών. Από τη δημιουργική εργασία του Sloane (1969, 1971) συμπεραίνουμε ότι πολλοί ερευνητές έχουν προσπαθήσει να εξετάσουν τα ειδικά χαρακτηριστικά των οικονομικών, των επαγγελματικών αθλητικών ομάδων όπως οι Bird (1982), Cairns (1986), Dobson και Goddard (1992, 2001), οι οποίοι μεταξύ άλλων, έχουν προσπαθήσει να προσδιορίσουν τα χαρακτηριστικά της λειτουργίας της ζήτησης για αθλητικά γεγονότα και παράγοντες που επηρεάζουν την ισορροπία της αγοράς. Σε αυτό το πλαίσιο, οι Janssens και Kesenne (1987), Jennett (1984), Peel και Thomas (1988) επέτειναν το εν λόγω έργο και εισήγαγαν τα αθλητικά γεγονότα και εποχιακή αβεβαιότητα ως ξεχωριστούς παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση για αθλητικές διοργανώσεις. Η διαίσθηση πίσω από το παραπάνω επιχειρήμα είναι ότι η αβεβαιότητα της έκβασης συνδέεται θετικά με την συμμετοχή των θεατών οι οποίοι προτιμούν γενικά μια στενή σχέση με ένα αμφίρροπο αθλητικό γεγονός, από ένα μονόπλευρο αγώνα (Borland και Lye, 1992).

Παρ' όλα αυτά, στις αρχές της δεκαετίας του 1990 το ενδιαφέρον των ερευνητών μετατοπίζεται προς την αυξημένη σημασία της οικονομικής διαχείρισης για τη βιωσιμότητα και την ευημερία των επαγγελματικών ομάδων. Δύο μελέτες των Szymanski και Smith (1995, 1997) εξέτασαν την επίδραση του μεγέθους της αγοράς και των μισθών για την οικονομική απόδοση των αγγλικών ποδοσφαιρικών

συλλόγων. Είναι τεκμηριωμένο ότι η αγγλική ποδοσφαιρική βιομηχανία είναι μια ώριμη βιομηχανία με πολλές ομάδες αναφοράς και με περιουσιακά στοιχεία που δεν χρησιμοποιούνται και για τα οποία απαιτείται αύξηση επενδύσεων με σκοπό να πληρούν κυβερνητικές προδιαγραφές ασφαλείας.

Επιπλέον, μια σχετική μελέτη που διεξήχθη από τους Burger και Walters (2003) ασχολήθηκε με το θέμα του μεγέθους της αγοράς και της οικονομικής απόδοσης των ομάδων που συμμετέχουν στο US Major League Baseball. Τα ευρήματά τους έδειξαν ότι το μέγεθος της αγοράς και η απόδοση της ομάδας συνδέονται στενά με τα οριακά έσοδα και έτσι κίνητρο των ομάδων αυτών είναι να υποβάλουν προσφορά για νέους παίκτες με ταλέντο. Τέλος, μια πρόσφατη μελέτη από τους Pinnuck και Potter (2006) που πραγματοποιείται στην Αυστραλιανή Football League εξέτασε πώς οι αθλητικές επιτυχίες είχαν επιπτώσεις στις οικονομικές επιδόσεις των ποδοσφαιρικών συλλόγων AFL. Τα αποτελέσματά τους παρέχουν ενδείξεις ότι η μικρή και μεγάλη αθλητική επιτυχία στην πορεία των συλλόγων και η αβεβαιότητα σχετικά με το αποτέλεσμα μπορεί να επηρεάσει τη συμμετοχή σε αγώνες AFL. Ωστόσο, ένας σημαντικός περιορισμός όλων των παραπάνω μελετών είναι ότι έχουν περιορισμένη ατζέντα για την έρευνα τους εφόσον προσπαθούν να καθορίσουν τη σχέση μεταξύ των χαρακτηριστικών του αθλητισμού (αθλητικές επιτυχίες) και τη δημιουργία εσόδων.

Άρα σύμφωνα με τις ανωτέρω μελέτες καταλήγουμε στην παρακάτω ερευνητική υπόθεση:

*H2: Οι αθλητικές επιδόσεις επιδρούν θετικά στην οικονομική αποδοτικότητα των Ελληνικών ΠΑΕ.*

### III. ΔΕΔΟΜΕΝΑ & ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

#### *Μεθοδολογία*

Για να ελέγξουμε την ισχύ στις βασικές ερευνητικές υποθέσεις θα εκτιμήσουμε το παρακάτω οικονομετρικό υπόδειγμα με χρήση μεθόδου Panel. Η μέθοδος Panel έχει επιλεγεί επειδή γίνεται καλύτερη εκτίμηση των παραμέτρων του υποδείγματος, με περισσότερο βαθμό ελευθερίας και μεγαλύτερη δυνατότητα σύλληψης της πολυπλοκότητας της ανθρώπινης συμπεριφοράς (e.g. Hsiao, Mountain, & Hollman, 1995). Επίσης γίνεται καλύτερος έλεγχος των ελλিপών μεταβλητών, με εξαγωγή ακριβέστερων εκτιμήσεων με απλούστευση υπολογισμών και στατιστικής συμπερασματολογίας (e.g. Hsiao, Appelbe, & Dinnen, 1993; Hsiao, Chan, Mountain, & Tsui 1989). Το βασικό μας υπόδειγμα έχει την εξής μορφή:

$$PR_{it} = a_0 + aGOV_{it} + bSPORT_{it} + cControls_{it} + dYeardummies + e_{it} \quad (1)$$

Όπου η εξαρτημένη μεταβλητή PR δηλώνει την κερδοφορία των ΠΑΕ και θα προσεγγιστεί με τρεις μεταβλητές οι οποίες είναι οι PM, ROA, και SR ακολουθώντας την έρευνα των (Dimitropoulos & Tsagkanos, 2012). PM είναι το καθαρό περιθώριο κέρδους το οποίο υπολογίζεται ως ο δείκτης καθαρού κέρδους προς τις πωλήσεις στο τέλος της οικονομικής χρήσης, ROA είναι ο δείκτης καθαρού κέρδους προς το σύνολο του ενεργητικού και SR είναι ο δείκτης βιωσιμότητας και υπολογίζεται ως ο δείκτης κερδών συν αποσβέσεις προς το σύνολο των υποχρεώσεων. Οι μεταβλητές εταιρικής διακυβέρνησης περιλαμβάνουν το μέγεθος του ΔΣ (BDSIZE) και το επίπεδο ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου (BIND) το οποίο υπολογίζεται ως ο αριθμός των ανεξάρτητων και μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ προς τον συνολικό

αριθμό μελών του ΔΣ (Dimitropoulos & Tsagkanos, 2012). Στις μεταβλητές ελέγχου συμπεριλαμβάνουμε το SIZE όπου είναι ο φυσικός λογάριθμος ενεργητικού και LEV η μόχλευση που ορίζεται ως το σύνολο των υποχρεώσεων προς τα ίδια κεφάλαια. βιωσιμότητά τους και τις μελλοντικές προοπτικές τους. Επίσης η διάμεσος του BDSIZE είναι 6 άτομα εκ των οποίων το 43 περίπου τοις εκατό είναι ανεξάρτητα και μη εκτελεστικά (είναι αυτά τα μέλη όπου: 1) δεν είναι ούτε ήταν υπάλληλοι της ΠΑΕ 2) δεν έχουν σχέση συγγένειας μέχρι β' βαθμού με κανέναν προμηθευτή ή μέτοχο της ΠΑΕ και 3) δεν είναι εκπρόσωποι οποιοδήποτε μέτοχου της ΠΑΕ

Όσον αφορά τώρα τις αθλητικές μεταβλητές επιδόσεων ακολουθούμε της έρευνα του Dimitropoulos (2009) και εκτιμούμε την μεταβλητή WIN όπου είναι ο αριθμός των νικών σε κάθε σεζόν, GOAL το σύνολο των γκολ εντός και εκτός έδρας σε κάθε σεζόν, το UNCERT είναι η αβεβαιότητα του πρωταθλήματος και ορίζεται ως το πηλίκο των βαθμών του πρώτου μείον τους βαθμούς της κάθε ομάδας που μελετάμε προς τους βαθμούς του πρώτου. Το PASPOS είναι μια ψευδομεταβλητή όπου λαμβάνει μονάδα (1) στην ομάδα που ήταν στις έξι πρώτες θέσεις του κορυφαίου πρωταθλήματος της χώρας τα τελευταία δύο έτη και μηδέν (0) διαφορετικά διότι έτσι μπορεί να συμμετέχει στην διοργάνωση του ευρωπαϊκού κυπέλλου της UEFA με αποτέλεσμα την αύξηση των εσόδων από τους αγώνες, τα χορηγικά προγράμματα και τις τυχόν διακρίσεις. Τέλος το DRELEG είναι μια ψευδομεταβλητή όπου λαμβάνει μονάδα (1) στην ομάδα που ήταν στη Β Εθνική μια σεζόν και μηδέν (0) διαφορετικά. Η ανάλυση του υποδείγματος θα γίνει με την χρήση του στατιστικού προγράμματος STATA.

### ***Δεδομένα***

Η συλλογή των οικονομικών και εταιρικών δεδομένων έγινε με τη βοήθεια της βάσης δεδομένων AMADEUS και συγκεκριμένα συλλέξαμε δεδομένα από 19 ΠΑΕ για την περίοδο 2005-2009 και αφορούν την οικονομική αποδοτικότητα και βιωσιμότητα τους, καθώς και την εταιρική τους διακυβέρνηση (σύνθεση ΔΣ). Επίσης, συλλέξαμε στοιχεία για τις αθλητικές επιδόσεις από το διαδίκτυο (Galanis sport data) όπως γκολ εντός και εκτός έδρας, νίκες, αβεβαιότητα πρωταθλήματος και μακροχρόνια αθλητική αποδοτικότητα.

#### IV. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

##### Εμπειρικά αποτελέσματα

Στον πίνακα 1 παρουσιάζονται τα μέτρα περιγραφικής στατιστικής των μεταβλητών του δείγματος για την περίοδο της έρευνας.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1: Μέτρα περιγραφικής στατιστικής των βασικών μεταβλητών**

Μεταβλητές	Μέσος όρος	Διάμεσος	Τ. Απόκλιση	Ελάχιστο	Μέγιστο
<b>ROA</b>	-0.1724	-0.1245	0.2429	-0.8908	0.5247
<b>SR</b>	-0.0599	0.0040	0.3573	-0.8158	0.6313
<b>PM</b>	-0.1782	-0.1253	0.2665	-0.9767	0.3798
<b>BDSIZE</b>	6.684	6	3.343	1	12
<b>BIND</b>	0.4305	0.3333	0.2392	0.1	1
<b>SIZE</b>	8.259	8.100	1.585	4.762	11.650
<b>LEV</b>	1.2559	1.0008	0.8367	0.3687	4.9512
<b>GOAL</b>	36.49	36	10.84	15	65
<b>UNCERT</b>	0.3221	0.34	0.2175	0	0
<b>PASPOS</b>	0.2316	0	0.4241	0	1
<b>DRELEG</b>	0.3158	0	0.4673	0	1

**Σημείωση:** Το δείγμα μας αποτελείται από 19 ποδοσφαιρικούς συλλόγους (ΠΑΕ) από τα επαγγελματικά πρωταθλήματα της Ελλάδας για την περίοδο 2005-2009. Όλες οι μεταβλητές αναφέρονται στο τέλος της οικονομικής χρήσης. ROA (return on assets) είναι η αποδοτικότητα του ενεργητικού και υπολογίζεται ως ο δείκτης καθαρών κερδών προς το ενεργητικό, SR (solvency ratio) είναι ο δείκτης βιωσιμότητας και υπολογίζεται ως (καθαρά κέρδη + αποσβέσεις) / σύνολο υποχρεώσεων, PM (profit margin) είναι ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους και υπολογίζεται ως καθαρά κέρδη προς πωλήσεις, BDSIZE (board size) είναι ο αριθμός των μελών του ΔΣ, BIND (board independence) είναι η ανεξαρτησία του ΔΣ και υπολογίζεται ως ο δείκτης του αριθμού ανεξαρτήτων και μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ προς τον συνολικό αριθμό των μελών του ΔΣ, SIZE είναι το μέγεθος της κάθε ΠΑΕ και υπολογίζεται ως ο φυσικός λογάριθμος του ενεργητικού, LEV (leverage), είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση και υπολογίζεται ως ο δείκτης συνολικών υποχρεώσεων προς δια κεφάλαια, GOAL είναι το σύνολο των τερμάτων στο εντός και εκτός έδρας αγώνες σε κάθε σαιζόν, UNCERT είναι η αβεβαιότητα του πρωταθλήματος και υπολογίζεται ως εξής (βαθμοί 1<sup>ου</sup> – βαθμοί ομάδας υπό μελέτη) / βαθμοί 1<sup>ου</sup>, PASPOS είναι μια ψευδομεταβλητή που λαμβάνει μονάδα (1) αν η ΠΑΕ είχε τερματίσει στις έξι πρώτες θέσεις του πρωταθλήματος την τελευταία διετία και (0) διαφορετικά και DRELEG είναι μια ψευδομεταβλητή που λαμβάνει μονάδα (1) αν η ΠΑΕ βρισκόταν στην Β' ή Γ' Εθνική κατηγορία μια σαιζόν και (0) διαφορετικά.

Όπως βλέπουμε η αποδοτικότητα του ενεργητικού ROA είναι αρνητική που σημαίνει ότι οι ΠΑΕ στο δείγμα μας έχουν δημοσιεύσει ζημιές για την περίοδο της έρευνας ίσες με το 17,2% του ενεργητικού τους, γεγονός που υποδηλώνει την άσχημη οικονομική τους κατάσταση επιβεβαιώνοντας μελέτες του Dimitropoulos (2009, 2010) καθώς και άλλες μελέτες σε Ευρωπαϊκό επίπεδο Bosca et al. (2008), Lago

(2006), Ascari και Gagnerpain (2006), Frick και Prinz (2006), Barros (2006) και Dimitropoulos (2009). Αυτή η αρνητική κερδοφορία επιβεβαιώνεται από το περιθώριο κέρδους PM το οποίο είναι επίσης αρνητικό και ισούται με το 18% των πωλήσεων. Αυτό σημαίνει ότι οι Ελληνικές ΠΑΕ για κάθε ευρώ εσόδων που πραγματοποιούν από πωλήσεις παράγουν 18 λεπτά περίπου ζημιά. Ο δείκτης βιωσιμότητας SR είναι επίσης αρνητικός διότι επηρεάζεται από τα αρνητικά κέρδη των ΠΑΕ και υποδηλώνει ότι οι ελληνικές ΠΑΕ αδυνατούν να αποπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους με αποτέλεσμα αυτό να επιδεινώνει ακόμα περισσότερο την βιωσιμότητά τους και τις μελλοντικές προοπτικές τους.

Επίσης η διάμεσος του BDSIZE είναι 6 άτομα εκ των οποίων το 43 περίπου τοις εκατό είναι ανεξάρτητα και μη εκτελεστικά (είναι αυτά τα μέλη όπου: 1) δεν είναι ούτε ήταν υπάλληλοι της ΠΑΕ 2) δεν έχουν σχέση συγγένειας μέχρι β' βαθμού με κανέναν προμηθευτή ή μέτοχο της ΠΑΕ και 3) δεν είναι εκπρόσωποι οποιοδήποτε μέτοχου της ΠΑΕ). Άρα οι ελληνικές ΠΑΕ έχουν μέτρια διοικητική ανεξαρτησία. Οι ελληνικές ΠΑΕ έχουν κατά μέσο όρο 3,5 εκατομμύρια ευρώ ενεργητικό αλλά αντίθετα η μόχλευση είναι υψηλή (1,25) γεγονός που υποδηλώνει ότι οι υποχρεώσεις τους είναι περισσότερες από τα ίδια κεφάλαια. Αυτό συνδυαστικά με το δείκτη βιωσιμότητας αποδεικνύουν την δεινή οικονομική κατάσταση των ελληνικών ΠΑΕ. Τέλος όσον αφορά τις μεταβλητές αθλητικής επίδοσης οι ΠΑΕ πετυχαίνουν 36 γκολ κατά μέσο όρο σε κάθε σαιζόν, η αβεβαιότητα του πρωταθλήματος ανέρχεται στο 32,21 γεγονός που σημαίνει ότι υπάρχει μικρή αβεβαιότητα πρωταθλήματος όπου 2-3 το πολύ ΠΑΕ διεκδικούν κάθε έτος επί ίσους όρους το πρωτάθλημα. Το 23 % έχουν τερματίσει στην πρώτη εξάδα του ανώτερου πρωταθλήματος της α εθνικής κατηγορίας και το 32% περίπου των ΠΑΕ έχουν υποβιβαστεί στην β', γ' εθνική.



Στον πίνακα 2 παρουσιάζονται οι συντελεστές συσχέτισης των μεταβλητών της ερευνάς μας παραθέτοντας οικονομικές και αθλητικές επιδόσεις με την ανεξαρτησία του ΔΣ.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2: Συντελεστές συσχέτισης PEARSON των βασικών μεταβλητών**

Μεταβλητή	PM	ROA	SR	LEV	SIZE	BDSIZE	BIND	GOAL	UNCERT	PASPOS
ROA	<b>0.720</b>									
SR	<b>0.393</b>	<b>0.434</b>								
LEV	<b>-0.371</b>	<b>-0.407</b>	<b>-0.601</b>							
SIZE	0.072	<b>0.306</b>	0.126	<b>-0.330</b>						
BDSIZE	<b>0.202</b>	<b>0.239</b>	<b>0.278</b>	<b>-0.053</b>	<b>0.313</b>					
BIND	0.101	<b>-0.148</b>	0.031	0.111	<b>-0.575</b>	<b>-0.244</b>				
GOAL	<b>-0.080</b>	<b>-0.034</b>	<b>-0.134</b>	0.075	<b>0.396</b>	0.067	<b>-0.202</b>			
UNCERT	<b>0.196</b>	0.160	<b>0.200</b>	<b>-0.196</b>	<b>-0.202</b>	<b>-0.127</b>	0.099	<b>-0.760</b>		
PASPOS	0.007	0.165	0.019	<b>-0.075</b>	<b>0.732</b>	<b>0.255</b>	<b>-0.393</b>	<b>0.540</b>	<b>-0.430</b>	
DRELEG	<b>-0.206</b>	<b>-0.392</b>	<b>-0.132</b>	0.146	<b>-0.565</b>	<b>-0.160</b>	<b>0.338</b>	0.000	<b>-0.256</b>	<b>-0.373</b>

**Σημείωση:** Οι συσχετίσεις με έντονη γραμματοσειρά υποδηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5% ή περισσότερο. Το δείγμα μας αποτελείται από 19 ποδοσφαιρικούς συλλόγους (ΠΑΕ) από τα επαγγελματικά πρωταθλήματα της Ελλάδας για την περίοδο 2005-2009. Όλες οι μεταβλητές αναφέρονται στο τέλος της οικονομικής χρήσης. ROA είναι η αποδοτικότητα του ενεργητικού και υπολογίζεται ως ο δείκτης καθαρών κερδών προς το ενεργητικό, SR είναι ο δείκτης βιωσιμότητας και υπολογίζεται ως (καθαρά κέρδη + αποσβέσεις) / σύνολο υποχρεώσεων, PM είναι ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους και υπολογίζεται ως καθαρά κέρδη προς πωλήσεις, BDSIZE είναι ο αριθμός των μελών του ΔΣ, BIND είναι η ανεξαρτησία του ΔΣ και υπολογίζεται ως ο δείκτης του αριθμού ανεξαρτήτων και μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ προς τον συνολικό αριθμό των μελών του ΔΣ, SIZE είναι το μέγεθος της κάθε ΠΑΕ και υπολογίζεται ως ο φυσικός λογάριθμος του ενεργητικού, LEV, είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση και υπολογίζεται ως ο δείκτης συνολικών υποχρεώσεων προς δια κεφάλαια, GOAL είναι το σύνολο των τερμάτων στο εντός και εκτός έδρας αγώνες σε κάθε σαιζόν, UNCERT είναι η αβεβαιότητα του πρωταθλήματος και υπολογίζεται ως εξής (βαθμοί 1<sup>ου</sup> – βαθμοί ομάδας υπό μελέτη) / βαθμοί 1<sup>ου</sup>, PASPOS είναι μια ψευδομεταβλητή που λαμβάνει μονάδα (1) αν η ΠΑΕ είχε τερματίσει στις έξι πρώτες θέσεις του πρωταθλήματος την τελευταία διετία και (0) διαφορετικά και DRELEG είναι μια ψευδομεταβλητή που λαμβάνει μονάδα (1) αν η ΠΑΕ βρισκόταν στην Β' ή Γ' Εθνική κατηγορία μια σαιζόν και (0) διαφορετικά.

Αναφορικά με το περιθώριο κέρδους (PM) βλέπουμε ότι υπάρχει μια θετική συσχέτιση με το μέγεθος του ΔΣ (0.202), που σημαίνει ότι οι ΠΑΕ με αυξημένο μέγεθος ΔΣ έχουν μεγαλύτερο περιθώριο κέρδους. Το ίδιο παρατηρούμε για το μέγεθος του ΔΣ και την αποδοτικότητα του ενεργητικού ROA και την βιωσιμότητα τους όπου υπάρχει θετική συσχέτιση και με τις δύο μεταβλητές. Άρα το αποτέλεσμα αυτό αποτελεί μια αρχική επιβεβαίωση της υπόθεσης μας για την θετική επίδραση του ΔΣ στην αποδοτικότητα των ΠΑΕ (Baysinger & Butler, 1985; Schellenger, Wood, & Tashakori, 1989; Pearce & Zahra, 1992; Dalton, 1992; Dehaene, Vuyst, & Ooghe, 2001; Hossain, Prevost, & Rao 2001; Krivogorsky, 2006; Choi, Park, & Yoo 2007; Luan & Tang 2007). Επίσης οι ΠΑΕ με μεγάλο ενεργητικό είναι πιο κερδοφόρες και τερματίζουν πιο συχνά στην πρώτη εξάδα του πρωταθλήματος με μικρότερη πιθανότητα υποβιβασμού. Τέλος, οι ΠΑΕ με υψηλή μόχλευση έχουν μικρότερη κερδοφορία και βιωσιμότητα κάτι το οποίο και αναμένεται βάση της διεθνούς βιβλιογραφίας.

Τέλος στον πίνακα 3 παραθέτουμε τα αποτελέσματα από την εκτίμηση του υποδείγματος (1).

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3: Αποτελέσματα παλινδρόμησης**

Μεταβλητές	PM	ROA	SR
<b>Constant (a<sub>0</sub>)</b>	-0.0944 (-0.25)	0.0089 (0.02)	0.1698 (0.32)
<b>BIND (g<sub>1</sub>)</b>	0.2228 (1.57)***	0.0248 (2.20)**	0.1846 (1.59)***
<b>BDSIZE (g<sub>2</sub>)</b>	0.0215 (2.34)**	0.0147 (2.14)**	0.0349 (3.27)*
<b>GOAL (a<sub>3</sub>)</b>	0.0040 (1.02)	0.0006 (0.22)	0.0022 (0.54)
<b>UNCERT(a<sub>4</sub>)</b>	0.2256 (1.14)	0.0449 (0.24)	0.1797 (0.68)
<b>PASPOS (a<sub>5</sub>)</b>	0.0327 (0.33)	0.0265 (0.43)	0.0393 (0.42)
<b>DRELEG(a<sub>6</sub>)</b>	-0.1455 (-1.95)**	-0.1781 (-2.64)*	-0.0732 (-0.75)
<b>SIZE (c<sub>1</sub>)</b>	-0.0412 (-1.25)	-0.0169 (-0.69)	-0.0436 (-1.08)
<b>LEV (c<sub>2</sub>)</b>	-0.1305 (-2.79)*	-0.1094 (-3.19)*	-0.2425 (-3.31)*
<b>Wald X<sup>2</sup></b>	30.98*	43.83*	45.02*
<b>R<sup>2</sup> – adj (overall)</b>	27.67%	31.12%	47.67%
<b>Year dummies</b>	Included	Included	Included

**Σημείωση:** \*, \*\*, \*\*\* υποδηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%, 5%, κ 10% αντιστοίχως (Z-statistics δηλώνονται στις παρενθέσεις με δίπλευρο έλεγχο).

Το δείγμα μας αποτελείται από 19 ποδοσφαιρικούς συλλόγους (ΠΑΕ) από τα επαγγελματικά πρωταθλήματα της Ελλάδας για την περίοδο 2005-2009. Όλες οι μεταβλητές αναφέρονται στο τέλος της οικονομικής χρήσης. ROA είναι η αποδοτικότητα του ενεργητικού και υπολογίζεται ως ο δείκτης καθαρών κερδών προς το ενεργητικό, SR είναι ο δείκτης βιωσιμότητας και υπολογίζεται ως (καθαρά κέρδη + αποσβέσεις) / σύνολο υποχρεώσεων, PM είναι ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους και υπολογίζεται ως καθαρά κέρδη προς πωλήσεις, BDSIZE είναι ο αριθμός των μελών του ΔΣ, BIND είναι η ανεξαρτησία του ΔΣ και υπολογίζεται ως ο δείκτης του αριθμού ανεξαρτήτων και μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ προς τον συνολικό αριθμό των μελών του ΔΣ, SIZE είναι το μέγεθος της κάθε ΠΑΕ και υπολογίζεται ως ο φυσικός λογάριθμος του ενεργητικού, LEV, είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση και υπολογίζεται ως ο δείκτης συνολικών υποχρεώσεων προς δια κεφάλαια, GOAL είναι το σύνολο των τερμάτων στο εντός και εκτός έδρας αγώνες σε κάθε σαιζόν, UNCERT είναι η αβεβαιότητα του πρωταθλήματος και υπολογίζεται ως εξής (βαθμοί 1<sup>ου</sup> – βαθμοί ομάδας υπό μελέτη) / βαθμοί 1<sup>ου</sup>, PASPOS είναι μια ψευδομεταβλητή που λαμβάνει μονάδα (1) αν η ΠΑΕ είχε τερματίσει στις έξι πρώτες θέσεις του πρωταθλήματος την τελευταία διετία και (0) διαφορετικά και DRELEG είναι μια ψευδομεταβλητή που λαμβάνει μονάδα (1) αν η ΠΑΕ βρισκόταν στην Β' ή Γ' Εθνική κατηγορία μια σαιζόν και (0) διαφορετικά.

Βλέπουμε ότι και τρεις παλινδρομήσεις είναι στατιστικά σημαντικές αφού τα Wald X<sup>2</sup> είναι σημαντικά σε επίπεδο 1% που σημαίνει ότι τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης έχουν στατιστική και οικονομική ερμηνεία. Επίσης το R<sup>2</sup> – adj (overall) κυμαίνεται από 27% έως και 47% που σημαίνει ότι οι ανεξάρτητες

μεταβλητές ερμηνεύουν σε ικανοποιητικό βαθμό τις εξαρτημένες μεταβλητές. Παρατηρώντας τις μεταβλητές εταιρικής διακυβέρνησης βλέπουμε ότι η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου (bind) έχει θετικούς και στατιστικά σημαντικούς συντελεστές και στις 3 εξαρτημένες μεταβλητές. Αυτό σημαίνει ότι όσο περισσότερα ανεξάρτητα και μη εκτελεστικά μέλη έχει ένα ΔΣ, τόσο περισσότερο αποτελεσματικός είναι ο έλεγχος των διοικητικών αποφάσεων με αποτέλεσμα να ενισχύεται η οικονομική αποδοτικότητα των ΠΑΕ. Το εύρημα αυτό επιβεβαιώνει παλαιότερες μελέτες Dehaene, Vuyst και Ooghe (2001) στο Βέλγιο, Hossain, Prevost και Rao (2001) στη Νέα Ζηλανδία, Krivogorsky (2006) στην ηπειρωτική Ευρώπη, Choi, Park και Yoo (2007), στη Νότια Κορέα, Luan και Tang (2007) στην Ταϊβάν, Jackling και Johl (2009). Έτσι ενισχύονται οι απόψεις των Anagnostopoulos και Senaux (2011), Dimitropoulos και Tsagkanos (2012) οι οποίοι τόνιζαν την ανάγκη για περισσότερο διαφανή διακυβέρνηση των ΠΑΕ.

Επίσης η μεταβλητή του μεγέθους του ΔΣ έχει θετικό και σημαντικό στατιστικά συντελεστή και στις 3 μεταβλητές αποδοτικότητας. Το αποτέλεσμα αυτό επιβεβαιώνει μελέτες των Schellenger (1989), Adams, Hermalin, και Weisbach, (2010), Kini, Kracaw, και Mian,(1995), Raheja (2005) που τονίζουν ότι όσο περισσότερα μέλη έχει ένα ΔΣ τόσο αποτελεσματικότερη είναι η λήψη αποφάσεων, λόγω αυξημένης εμπειρίας ικανοτήτων και πόρων των μελών του. Αναφορικά με τις υπόλοιπες μεταβλητές ελέγχου οι μόνες στατιστικά σημαντικές είναι οι DRELEG και LEV οι οποίες είναι αρνητικές και στατιστικά σημαντικές, γεγονός που επιβεβαιώνει τις εκτιμήσεις μας αναφορικά με το γεγονός ότι ομάδες που υποβιβάζονται και έχουν υψηλή μόχλευση, έχουν μικρότερη οικονομική αποδοτικότητα.

### *Ανάλυση Ευαισθησίας*

Για να ελέγξουμε την ευαισθησία των αποτελεσμάτων μας ακολουθήσαμε κάποιους ελέγχους τόσο ως προς τον ορισμό των μεταβλητών, όσο και ως προς την μορφή του οικονομετρικού υποδείγματος. Αρχικά υπολογίσαμε ξανά το υπόδειγμα έχοντας ως εξαρτημένες μεταβλητές την αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (ROE), το περιθώριο λειτουργικού κέρδους, το περιθώριο μεικτού κέρδους και τη αποδοτικότητα πωλήσεων. Τα αποτελέσματα παρέμειναν ποιοτικά αμετάβλητα σε σύγκριση με αυτά του πίνακα 3. Ακόμα υπολογίσαμε το υπόδειγμα 1 χρησιμοποιώντας διαφορετικούς ορισμούς των μεταβλητών ελέγχου. Συγκεκριμένα το μέγεθος το υπολογίσαμε ως το φυσικό λογάριθμο των συμβολαίων των παικτών (και όχι του συνολικού ενεργητικού) και την μόχλευση ως τον δείκτη μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς ενεργητικό, χωρίς να υπάρξει κάποια ουσιαστική διαφορά στα αποτελέσματα. Τέλος για να μελετήσουμε την πιθανότητα ύπαρξης ενδογένειας μεταξύ εξαρτημένων και ανεξάρτητων μεταβλητών (simultaneous causality) υπολογίσαμε το υπόδειγμα 1 με την μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων σε δυο στάδια (2SLS) χρησιμοποιώντας τις αθλητικές μεταβλητές GOAL και PASPOS ως μεταβλητές ελέγχου (instrumental variables) διότι συσχετίζονται με τις μεταβλητές διακυβέρνησης αλλά όχι με τις μεταβλητές κερδοφορίας. Τα αποτελέσματα παρέμειναν αμετάβλητα συγκριτικά με αυτά του πίνακα 3 άρα στα δεδομένα μας δεν υπάρχει πρόβλημα ενδογένειας.

## ***Υ.ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ, ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ, ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ-***

### ***ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ***

Ο σκοπός της παρούσας μελέτης ήταν να διερευνήσει το ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης και της επίπτωσης στην οικονομική απόδοση και τη βιωσιμότητα των ελληνικών ποδοσφαιρικών συλλόγων. Απαντήσαμε σε κλήσεις για επιπλέον έρευνα που διεξήχθη από τους Dimitropoulos (2010), Anagnostopoulos και Senaux (2011) σχετικά με το πώς οι μηχανισμοί για αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να χρησιμοποιούνται για την προστασία των συμφερόντων των μετόχων, τη διατήρηση της οικονομικής βιωσιμότητας των ποδοσφαιρικών συλλόγων, καθώς και την περαιτέρω ενίσχυση των λειτουργικών επιδόσεων. Το δείγμα μας περιλαμβάνει τη δομή του ΔΣ και τα οικονομικά στοιχεία από 19 ελληνικές ποδοσφαιρικές ομάδες από την Α, Β, Γ Εθνική κατηγορία την περίοδο 2005-2009.

Η μελέτη αυτή επιβεβαιώνει ότι η ανεξαρτησία του ΔΣ συμβάλει θετικά στην οικονομική αποδοτικότητα και βιωσιμότητα των Ελληνικών ΠΑΕ. Αυτό επιβεβαιώνει πληθώρα μελετών στο θέμα της ΕΔ διεθνώς ότι περισσότερο ανεξάρτητα ΔΣ επιτελούν καλύτερο έλεγχο στις διοικητικές αποφάσεις και περιορίζουν πιθανή σύγκρουση συμφερόντων (Brown et al., 2011; Dimitropoulos & Tsagkanos, 2012). Αυξημένο μέγεθος ΔΣ εμπεριέχει μεγαλύτερη εμπειρία, γνώσεις και δεξιότητες γεγονός που συμβάλλει στην καλύτερη λήψη αποφάσεων και αποτελεσματικότερο έλεγχο (Reddy et al., 2010). Συνεπώς η εξυγίανση των ΠΑΕ πρέπει να ξεκινήσει από τον τρόπο που διοικούνται οι σύλλογοι. Τα αποδεικτικά στοιχεία που υποστηρίζουν την άποψη ότι η ενσωμάτωση των αποτελεσματικών μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης, και συγκεκριμένα η αύξηση του μεγέθους του ΔΣ και της ανεξαρτησίας μπορούν να οδηγήσουν σε μεγαλύτερα επίπεδα κερδοφορίας και βιωσιμότητας.

Τα συμπεράσματα αυτά έχουν επιπτώσεις και στις αποφάσεις πολιτικής τόσο των συλλόγων όσο και των εποπτικών αρχών. Για τη μεγιστοποίηση των οικονομικών αποτελεσμάτων των συλλόγων και την μακροπρόθεσμη επιβίωσή τους θα πρέπει να γίνει εφαρμογή – υιοθέτηση σύγχρονων αρχών διακυβέρνησης στο ελληνικό ποδόσφαιρο. Υπάρχει έννομο συμφέρον της πολιτείας να πάψει να χρηματοδοτεί υπερχρεωμένες εταιρείες και να τις πιέσει να βελτιώσουν την διοικητική τους λειτουργία. Οι διοικούντες των ΠΑΕ μπορούν να βελτιώσουν το οικονομικό τους προφίλ (τόσο στο εσωτερικό, όσο και στο εξωτερικό – ΕΠΟ, Super League, UEFA) εφαρμόζοντας κανόνες διοίκησης που ενισχύουν την διαφάνεια και λογοδοσία.

Επίσης, οι διευθυντές των ΠΑΕ πρέπει να καταλάβουν ότι οι μηχανισμοί διακυβέρνησης θα μπορούσαν να είναι ένα χρήσιμο εργαλείο για τη βελτίωση της οικονομικής απόδοσης και της φερεγγυότητας των συλλόγων, γεγονός που μπορεί να επηρεάσει θετικά στη χρηματοπιστωτική αγορά (δεδομένου ότι οι περισσότεροι σύλλογοι είναι μη εισηγμένοι και η μόνη πηγή χρηματοδότησης είναι ο τραπεζικός τομέας, που θα απαιτήσει ένα σχετικό ρεύμα κέρδους ώστε να εξασφαλίσει το κεφάλαιο και τους τόκους του). Επιπλέον, οι ρυθμιστικές αρχές πρέπει να συμπεριλάβουν το ζήτημα της αποτελεσματικής εταιρικής διακυβέρνησης των ποδοσφαιρικών συλλόγων στην ημερήσια διάταξη. Ειδικότερα, το ζήτημα της ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να εξεταστεί σοβαρά από τις ρυθμιστικές αρχές για τη μεταρρύθμιση της διακυβέρνησης με μια πιθανή μελλοντική συμμετοχή των διάφορων φορέων (τους οπαδούς, τους υποστηρικτές, τους τοπικούς αντιπροσώπους, κλπ.) στις αποφάσεις των εταιρικών διοικητικών συμβουλίων των συλλόγων ποδοσφαίρου.

Ωστόσο, υπάρχουν κάποιοι περιορισμοί που πρέπει να αναφερθούν. Πρώτον, το σύνολο δεδομένων περιορίζεται σε μια συγκεκριμένη περιοχή (Ελλάδα), καλύπτει μια μόνο αθλητική δραστηριότητα (ποδόσφαιρο) και δεύτερον τα δεδομένα καλύπτουν ένα σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα. Ως εκ τούτου, η μελλοντική έρευνα μπορεί να επεκτείνει τα σημερινά ευρήματα από την εξέταση της σχέσης μεταξύ της διακυβέρνησης και της εταιρικής επίδοσης σε άλλους επαγγελματικούς τομείς του αθλητισμού (π.χ. μπάσκετ), με αυξημένη ενδιαφέρον από το κοινό και μέσα σε διαφορετικά τμήματα κόσμου (π.χ., ΗΠΑ ή Αυστραλία).

Τέλος, το δείγμα περιορίζεται χρονικά χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η περίοδος όπου εφαρμόζεται το financial fair play (κανονισμός αδειοδότησης της UEFA). Ο κανονισμός αυτός επηρεάζει την οικονομική αποδοτικότητα των ποδοσφαιρικών συλλόγων. Συνεπώς είναι ενδιαφέρον να μελετήσουμε πως ο συγκεκριμένος κανονισμός σε σχέση με την εταιρική διακυβέρνηση διαμορφώνουν το νέο οικονομικό τοπίο στο Ευρωπαϊκό ποδόσφαιρο.



## VI.ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### *Ελληνική βιβλιογραφία-αρθρογραφία*

- Αλεξόπουλος, Π. και Αναγνωστόπουλος, Γ.(2010). *Η Επιχείρηση του Ποδοσφαίρου στην Ελλάδα: Η δομή και η οργάνωση του ποδοσφαίρου στο Ελληνικό Επαγγελματικό Ποδόσφαιρο*, Αθήνα, Εκδόσεις Ι.Σιδέρη.
- Βασιλείου, (2001). *Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης και Σύγχρονη Επιχείρηση*, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών ΈΔ Τρίμηνο 2001, σελ. 57-63.
- Βογιόπουλος, Ν και Μιλιάκας, Δ. (2005). *Μια θρησκεία χωρίς απιστία: Ποδόσφαιρο*, Αθήνα, Εκδ. Λιβάνη.
- Γεωργιάδης, Κ. και Ασημακόπουλος, Ν. (1988). *Οι κρυφές Επιχειρήσεις του Ποδοσφαίρου*, Αθήνα, Εκδ. Σύγχρονη Εποχή.
- Παπανίκος, Γ. (2003). Μια πρόταση για την Οργάνωση του Ελληνικού ποδοσφαίρου, *Οικονομία και Αθλητισμός*, 3(3), 4-5.
- Παπανίκος, Γ.(2005). Τα ποδοσφαιρικά κλαμπ της Αθήνας παίζουν πάντα σπίτι. *Οικονομία και Αθλητισμός* 7,Ν.2 (2005): 4-5 .
- Φουντής, Α (2010). *Η προβοκάτσια του ΟΠΑΠ*, Ελευθεροτυπία, 4 Σεπτεμβρίου , 2010.

### *Ξενόγλωσση βιβλιογραφία-αρθρογραφία*

- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey, *Journal of Economic Literature*, 48(1), 58-107
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377-397.
- Amara, M., Henry, I., Liang, J., & Uchiumi, K. (2005). The governance of professional soccer: five case studies - Algeria, China, England, France and Japan. *European Journal of Sport Science*, 5(4), 189-206.
- Anagnostopoulos, C. (2011). Stakeholder Management in Greek Professional Football: Identification and Salience. *Soccer & Society*, 12(2), 249-264.
- Anagnostopoulos, C. (2011). *The Battlefield of Greek Football: Organising Top-Tier Football in Greece*. In *Football Across Europe: An Institutional Perspective*, ed. H. Gammelsæter and B. Senaux, 209-233. London: Routledge.
- Anagnostopoulos, C. (2011). Stakeholder management in Greek professional football: Identification and salience. *Soccer & Society*, 12(2), 249-264.
- Anagnostopoulos C., & Senaux B. (2011). Transforming top-tier football in Greece: the case of the 'Super League'. *Soccer & Society* 12(6), 722-736.
- Ascari, G., & Gagnepain, P. (2006). Spanish football. *Journal of Sports Economics*, 7(1), 76-89.
- Barros, C. P. (2006). Governance of cooperatives: an empirical investigation. Mimeo.
- Barros, C. P., & Barros, C. (2005). The role of human and social capital in the earnings of sports administrators: a case study of Madeira island. *European Sport Management Quarterly*, 5(1), 47-62.
- Barros, C. P., & Correia, A. (2006). *Pay and performance in sports*. Mimeo.
- Baysinger, B.D., & Butler, H.N. (1985), "Corporate governance and the board of

- directors: performance effects of changes in board composition”, *Journal of Law, Economics and Organization*, 1(1), 101-124.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14, 257-273.
- Bhagat, S., & Black, B. S. (2002). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law*, 27, 231–273.
- Bird, P. J. (1982). The demand for league football. *Applied Economics*. 14, 637-649.
- Block, S. (1999). The role of nonaffiliated outside directors in monitoring the firm and the effect on shareholder wealth. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 12, 1–8.
- Boatright, J.R. (1992). Conflict of interest: an agency analysis. In N.E. Bowie, & R.E. Freeman (Eds.), *Ethics and agency theory: an introduction* (pp. 188-203). New York: Oxford University Press.
- Borland, J., & J. Lye, (1992). Attendance at Australian Rules football: a panel study. *Applied Economics*. 24, 1053–1058.
- Boone, A. L., Field, L. C., Karpoff, J. M., & Raheja, C. G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 75(1), 66-101.
- Bosca, J.E., Liern, V., Martinez, A. & Sala, R. (2008). The Spanish football crisis. *European Sport Management Quarterly*, 8(2), 165-177
- Brealey, R.A. & Myers, S.C. (1996). *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York, NY.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2009). Corporate governance and firm operating performance. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32, 129-144.
- Brown, P., Beekes, W., & Verhoeven, P. (2011). Corporate governance, accounting and finance: A review. *Accounting and Finance*, 51, 96-172.
- Burger J.D., & Walters S.J.K. (2003). Market Size, Pay and Performance. A general model application to Major League Baseball. *Journal of Sports Economics*. 4(2), 108-125.
- Cadbury Committee (1992). Report of the committee on the financial aspects of corporate governance. Gee & Co Ltd, London.
- Carlezzo, E. (2003). Governança corporativa em clubes de futebol?, IBGC, available at <http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDp=334&IDArea=723>, (accessed on 06/10/2007).
- Cairns, J., Jennett, N., & Sloane, P.J. (1986). The economics of professional team sports: a survey of theory and evidence. *Journal of Economic Studies*, 13, 1-80.
- Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 157-176.
- Choi, J. J., Park, S. W., & Yoo, S. S. (2007). The value of outside directors: Evidence from corporate governance reform in Korea. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(4), 941-962.
- Cicogna, M.P.V. (2007) ‘Governança corporativa como sinalização: benefícios para o financiamento das empresas do mercado de capitais’, Originalmente apresentada como dissertação de mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all?

- Journal of Financial Economics*, 87(2), 329-356.
- Coles, J.W., McWilliams, V.B., & Sen, N. (2001). An examination of relationship of governance mechanisms to performance. *Journal of Management*, 27, 23-50.
- Dahya, J., Dimitrov, O., & McConnell, J. J. (2008). Dominant shareholders, corporate boards and corporate value: a cross-country analysis, *Journal of Financial Economics*, 87, 73–100.
- Dahya, J., & J. McConnell, (2007). Board composition, corporate performance and the Cadbury Committee recommendation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42, 535–564.
- Dalton, D.R., Daily, C.M., Ellstrand, A.E., & Johnson, J.L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19, 269-290.
- De Barros, C., Barros, C. P., & Correia, A. (2007). Governance in sports clubs: Evidence from the island of Madeira. *European Sport Management Quarterly*, 7(2), 123-139.
- Dehaene, A., Vuyst, V. D., & Ooghe, H. (2001). Corporate performance and board structure in Belgian companies. *Long Range Planning*, 34, 383-398.
- Dimitropoulos, P. (2009). Analyzing the profitability of the Greek football clubs: Implications for financial decision making. *Business Intelligence Journal*, 2(1), 159-169.
- Dimitropoulos, P. (2010). The financial performance of the Greek football clubs. *Choregia*, 6(1), 5-27.
- Dimitropoulos, P. (2011). Corporate governance and earnings management in the European football industry. *European Sport Management Quarterly*, 11(5), 495-523.
- Dimitropoulos, P., & Asteriou, D. (2010). The effect of board composition on the informativeness and quality of annual earnings: Empirical evidence from Greece. *Research in International Business and Finance*, 25, 190-205.
- Donaldson, L., & Davis, J. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16, 49-64.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35-54.
- Dobson, S. M., & Goddard, J. A. (1992). The demand for standing and seated viewing accommodation in the English Football League. *Applied Economics*, 24, 1155–1163.
- Dobson, S. M., & Goddard, J. A. (2001). *The Economics of Football*. Cambridge University Press
- Elsayed, K. (2007). Does CEO duality really affect corporate performance? *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1203-1214.
- Fama, E.F., & Jensen, M.C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Firstenberg, P.B., & Malkiel, B.G. (1994). The twenty-first century boardroom: who will be in charge. *Sloan Management Review*, 36(1), 27-35.
- Forbes, D. P., & Milliken, F. J. (1999). Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, 24, 489-505.

- Frick, B., & Prinz, J. (2006). Crisis? What crisis? Football in Germany. *Journal of Sports Economics* 7(1), 60-75
- Fu, H., & Yu, X. (2010). Is board structure one-size-fits-all? The unintended Informational consequence of the Sarbanes-Oxley Act [Internet document] (Social Science Research Network) [created 8 August 2010], available from SSRN: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1107676](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1107676).
- Goodstein, L., Gautam, K., & Boeker, W. (1994). The effect of board size and diversity on strategic change. *Strategic Management Journal*, 15, 241-250.
- Heslin, P. A., & Donaldson, L. (1999). An organizational portfolio theory of board composition. *Corporate Governance: An International Review*, 7(1), 81-88.
- Hsiao, C., Appelbe, T.W., & Dineen, C.R. (1993). A General Framework for Panel Data Analysis — With an Application to Canadian Customer Dialed Long Distance service. *Journal of Econometrics*, 59, 63-86.
- Hsiao, C., Mountain, D.C., & Ho-Ilman, K. (1995). Bayesian Integration of End-Use Metering and Conditional Demand Analysis. *Journal of Business and Economic Statistics*, 13, 315-326.
- Hsiao, C., Luke Chan, M.W., Mountain, D.C., & Tsui, K.Y. (1989). Modeling Ontario Regional Electricity System Demand Using a Mixed Fixed and Random Coefficients Approach. *Regional Science and Urban Economics*, 19, 567-587.
- Hossain, M., Prevost, A. K., & Rao, R. P. (2001). Corporate governance in New Zealand: The effect of the 1993 Companies Act on the relation between board composition and firm performance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9, 119-145.
- Jackling B., & Johl S. (2009). Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 492-509
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Janssens, P., & Kesenne, S. (1987). Belgian soccer attendances. *Tijdschrift voor Economie en Management*, 32, 305-315.
- Jennett, N. (1984). Attendance, uncertainty of outcome and policy in Scottish League Football. *Scottish Journal of Political Economy*. 31, 176-198.
- Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Kaserer, C., & Moldenhauer, B. (2008). Insider ownership and corporate performance: Evidence from Germany. *Review of Managerial Science*, 2, 1-35.
- Kiel, G., & Nicholson, G. (2003). Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 11, 189-205.
- Kikulis, L.M., Slack, T., & Hinings, B. (1992). Institutionally specific design archetypes: A framework for understanding change in national sport organizations. *International Review for the Sociology of Sport*, 27, 343-370
- Kikulis, L.M., Slack, T., & Hinings, C.R. (1995). Sector-specific patterns of organizational design Change. *Journal of Management Studies*, 32(1), 67-100

- Kim, K.H., & Buchanan, R. (2008). CEO duality leadership and firm risk-taking Propensity. *Journal of Applied Business Research*, 24(1), 27-41.
- Kini, O., Kracaw, W., & Mian, S. (1995). Corporate takeovers, firm performance and board composition. *Journal of Corporate Finance*, 1(3-4), 383-412.
- Krivogorsky, V. (2006). Ownership, board structure and performance in Continental Europe. *International Journal of Accounting*, 41, 176-197.
- Lago, U., Simmons, R., & Szymanski, S. (2006). The financial crisis in European football. *Journal of Sports Economics*, 7(1), 3-12.
- Lehmann, E., Warning, S., & Weigang, J. (2004). Governance structures, multidimensional efficiency and firm profitability. *Journal of Management and Governance*, 8, 279-304.
- Luan, C.J., & Tang, M. J. (2007). Where is independent director efficacy? *Corporate Governance: An International Review*, 15, 636-643.
- Marques, D.S.P. and Costa, A.L. (2006). Governança corporativa e clubes de futebol profissional: um estudo de caso com um clube do estado de São Paulo', 30<sup>o</sup> Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração, Anais, Salvador.
- Michie, J. (2000). The governance and regulation of professional football. *The Political Quarterly*, 71, 184-191.
- Michie, J., & Oughton, C. (2005). The corporate governance of professional football clubs in England. *Corporate Governance: An International Review*, 13(4), 517-531.
- Naftemporiki, (2010). *The board of directors in football clubs in Greece*, July 14th, 60-61, 2010 (In Greek).
- Organization for Economic Cooperation and Development, (2004). *Principles of corporate governance*. Paris, OECD.
- Pearce, J. A. II, & Zahra, S. A. (1992). Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, 29(4), 411-438.
- Peel, D., & Thomas, D. (1988). Outcome uncertainty and the demand for football. *Scottish Journal of Political Economy*. 35, 242-249.
- Pinnuck M., & Potter B. (2006). Impact of on-field football success on the off-field financial performance of AFL football clubs. *Accounting and Finance*. 46, 499-517
- Psaros, J. (2009). *Australian corporate governance: A review and analysis of key issues*. French Forest, Australia: Pearson Education Australia.
- Pye, A. (2000). Changing scenes in, from and outside the boardroom: UK corporate governance practice from 1989 to 1999. *Corporate Governance: An International Review*, 8(4), 335-346.
- Rezende, A.J., Dalmacio, F.Z., & Facure, C.E.F. (2010). Practice of corporate governance in football clubs. *International Journal of Economics and Accounting*, 1, 410-447.
- Raheja, C. G. (2005). Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 283-306.
- Reddy, K., Locke, S.M., Scrimgeour, F.G., & Gunasekarage, A. (2008). Corporate governance practices of small cap companies and their financial performance: an empirical study in New Zealand', *International Journal of Business Governance and Ethics*, 1(4), 51-78.
- Reddy, K., Locke, S., & Scrimgeour, F. (2010). The efficacy of principle-based corporate governance practices and firm financial performance: An empirical

- investigation. *International Journal of Managerial Finance*, 6(3), 190-219.
- Rose, C. (2007). Can institutional investors fix the corporate governance problem? Some Danish evidence. *Journal of Management and Governance*, 11, 405-428.
- Schellenger, M. H., Wood, D. D., & Tashakori, A. (1989). Board of directors composition, shareholder wealth and dividend policy. *Journal of Management*, 15, 457-467.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 737-83.
- Sherry, E., & Shilbury, D. (2009). Board directors and conflict of interest: A study of a sport league. *European Sport Management Quarterly*, 9(1), 47-62.
- Sloane, P. J. (1969). The labour market in professional football. *British Journal of Industrial Relations*, 7, 181-199.
- Sloane, P. J. (1971). The economics of professional football: the football club as a utility Maximiser. *Scottish Journal of Political Economy*, 8, 121-146.
- Smith, A. C. T. (2004). Complexity theory and change management in sport organizations. *Emergence: Complexity & Organization*, 6(1-2), 70-79.
- Smith, R., & Szymanski, S. (1995). Executive pay and performance, the empirical importance of the participation constraint. *International Journal of the Economics of Business*, 2, 485-495.
- Szymanski, S., & Smith, R. (1997). The English football industry: profit, performance and industrial structure. *International Review of Applied Economics*, 11, 135-153.
- UEFA (2010). *UEFA club licensing and financial fair play regulations*, Edition 2010, Switzerland.
- Wed, M. (2005). Research synthesis in sport management: dealing with chaos in Brickyard. *European Sport Management Quarterly*, 5(1), 77-90.
- Yawson, A. (2006). Evaluating the characteristics of corporate boards associated with layoff decisions. *Corporate Governance: An International Review*, 14(2), 75-84.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-213.
- Wang, Y., & Oliver, J. (2009). Board composition and firm performance variance: Australian evidence. *Accounting Research Journal*, 22(2), 196-212.