

ΑΝΩΤΑΤΟ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ



ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
&
ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

Πτυχιακή Εργασία με Θέμα :

ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ & ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ



ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ :

Μανιά Μαριάνθη

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ :

Χρονάκης Ιωάννης

ΑΓΙΟΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

Απρίλιος 2011

ΑΝΩΤΑΤΟ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ : ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
&
ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ
(ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΑΓ. ΝΙΚΟΛΑΟΥ)

Πτυχιακή Εργασία με Θέμα :

**ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ
&
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ**

ΜΑΝΙΑ Ν. ΜΑΡΙΑΝΘΗ Α.Μ. 475

ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗ :

Χρονάκης Ιωάννης (Επιβλέπων καθηγητής)

Βούλγαρη-Ψιμάρνη Φωτεινή (Συνεξεταστής)

Χειμωνάκη Χριστιάννα (Συνεξεταστής)

ΑΓΙΟΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

Απρίλιος 2011

Πρόλογος

Κατά τη διάρκεια της τελευταίας εικοσαετίας ο όρος «Εταιρική Διακυβέρνηση» έχει γίνει μία έννοια αμφισβητήσιμη και αντιφατική. Αποκαλείται ως ένα από τα πιο σημαντικά ίσως θέματα στον κόσμο των επιχειρήσεων. Η πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών που έχουν διεξαχθεί τα τελευταία χρόνια δείχνει πως η Εταιρική Διακυβέρνηση συμβάλλει στην άνοδο της αξίας των επιχειρήσεων και στην πιο εύρυθμη λειτουργία τους. Κίνητρο για την ενασχόληση και την εφαρμογή της Εταιρικής Διακυβέρνησης από πλευράς των επιχειρήσεων αποτέλεσαν τα οικονομικά σκάνδαλα και οι διαστρεβλώσεις των λογιστικών απεικονίσεων που έχουν παρατηρηθεί τα τελευταία χρόνια.

Οι ραγδαίες εξελίξεις σε παγκόσμιο επίπεδο, η απελευθέρωση των αγορών, η τάση των ιδιωτικοποιήσεων, οι νέες κουλτούρες που αναπτύσσονται, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις των επιχειρήσεων, οι ασταθείς οικονομικά συνθήκες, η ανάπτυξη νέων αγορών χρήματος, νέων προϊόντων-υπηρεσιών, οι νέες τεχνολογίες και γενικότερα οι νέες προκλήσεις σε παγκόσμιο επίπεδο, είναι μια πολύπλοκη πραγματικότητα, γεγονός που προβληματίζει τις διοικήσεις και τις φέρνουν αντιμέτωπες στο παγκόσμιο σκληρό αναζητώντας λύσεις, μέσω νέων τρόπων διοίκησης. Η επιχειρηματική επιτυχία ή αποτυχία συνδέεται πλέον άμεσα με τη σωστή ή όχι διαχείριση και πρακτικές της κάθε διοίκησης δηλαδή κατά συνέπεια με μια σωστή Εταιρική Διακυβέρνηση. Σε μια τέτοια πολυδιάστατη πραγματικότητα, προκειμένου να αποτρέπονται δυσάρεστα αποτελέσματα, έρχεται και η «Ελεγκτική» να προσθέσει το λιθαράκι της, προσφέροντας διακριτικά τις υπηρεσίες της μέσω μιας ανεξάρτητης ελεγκτικής λειτουργίας.

Στην παρούσα εργασία θα αναλύσουμε περαιτέρω την Εταιρική Διακυβέρνηση σε ένα αρκετά μεγάλο αλλά και αντιπροσωπευτικό θεωρητικό υπόβαθρο, θα «αναζητήσουμε» την χρήση και αποτελεσματικότητά της στην Ελλάδα και θα επεκταθούμε, λαμβάνοντας υπ' όψιν τα μεγάλα εταιρικά σκάνδαλα που έχουν σημειωθεί τις τελευταίες δεκαετίες, και στην παραποίηση των οικονομικών καταστάσεων. Κλείνοντας, στην προσπάθεια μας να «ανιχνεύσουμε» την Ελληνική Πραγματικότητα και να τη συνδέσουμε με όλα τα παραπάνω, κάνουμε μία έρευνα πάνω στις εκθέσεις των ορκωτών ελεγκτών-λογιστών, των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιριών, συγκεντρώνοντας και κατηγοριοποιώντας τα αποτελέσματα αυτών. Λαμβάνοντας υπ' όψιν λοιπόν μία προς μία τις δημοσιεύσεις των οικονομικών αποτελεσμάτων, βασιζόμενοι όπως προαναφέραμε στις εκθέσεις ελέγχου, επιχειρούμε μια γενικότερη «εικόνα» για το τι συμβαίνει στις Ελληνικές Επιχειρήσεις ως αντανάκλαση στην συνολική Ελληνική Πραγματικότητα.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

1.1	Εισαγωγή στην Εταιρική Διακυβέρνηση	σελ.5
1.2	Διεθνείς ορισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης	σελ.8
1.3	Θεμελιώδεις θεωρίες Εταιρικής Διακυβέρνησης	σελ.10
1.4	Θεμελιώδεις αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης	σελ.14
1.4.1	Δικαιώματα των μετόχων και βασικές λειτουργίες της ιδιοκτησίας	σελ.15
1.4.2	Ισότιμη μεταχείριση των μετόχων	σελ.17
1.4.3	Ο ρόλος των συμμετεχόντων στην Εταιρική διακυβέρνηση	σελ.18
1.4.4	Γνωστοποίηση και διαφάνεια	σελ.18
1.4.5	Ευθύνες του διοικητικού Συμβουλίου	σελ.19
1.5	Εταιρική ηθική και δεοντολογία	σελ.21

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

2.1	Τρόποι αντιμετώπισης των αδυναμιών της Εταιρικής Διακυβέρνησης	σελ.22
2.1.1	Συμβόλαια αποδοτικότητας	σελ.22
2.1.2	Νομική προστασία επενδυτών	σελ.23
2.1.3	Συγκέντρωση μετοχών σε μεγάλους επενδυτές.....	σελ.25
2.1.4	Ο δανεισμός στο πρόβλημα της Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	σελ.29
2.2	Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης (shareholder/ stakeholder-based system)	σελ.31
2.2.1	Το Αγγλοσαξονικό ή εξωτερικό σύστημα	σελ.33
2.2.2	Το Ευρωπαϊκό ή εσωτερικό σύστημα.....	σελ.33
2.3	Ελληνικό Μοντέλο	σελ.34
2.4	Πως εφαρμόζεται η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα	σελ.36
2.5	Πραγματική ή επιφανειακή εφαρμογή των διατάξεων του Ν.3016/2002 ...	σελ.40

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

3.1	Τι είναι η χειραγώγηση των Λογιστικών Κερδών	σελ.43
3.2	Κίνητρα της χειραγώγησης των Λογιστικών Κερδών	σελ.44
3.3	Ο ρόλος της Εταιρικής Διακυβέρνησης ως προς τη χειραγώγηση των Λογιστικών Κερδών	σελ.46
3.4	Έρευνες για την εμφάνιση περιστατικών απάτης σε Ελλάδα & Ευρώπη ..	σελ.49
3.5	Διεθνή οικονομικά σκάνδαλα και η επίδρασή τους	σελ.52
3.5.1	Η εταιρία Enron	σελ.52
3.5.2	Η εταιρία Arthur Andersen	σελ.56
3.5.3	Η εταιρία Parmalat.....	σελ.60
3.5.4	Η εταιρία WorldCom	σελ.62
3.5.5	Η εταιρία Xerox	σελ.66
3.5.6	Η εταιρία American International Group, Inc (AIG).....	σελ.68
3.6	Εμπειρική προσέγγιση – Ελληνική πραγματικότητα	σελ.75
3.6.1	Δείγμα – Μεθοδολογία	σελ.75
3.6.2	Ανάλυση Αποτελεσμάτων	σελ.75
3.6.3	Συμπεράσματα και προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.....	σελ.77
	Επίλογος – Συμπεράσματα	σελ.82
	Βιβλιογραφία	σελ.85
	Αρθρογραφία	σελ.86
	Διαδίκτυο	σελ.88
	Παράρτημα Α	σελ.89
	Παράρτημα Β	σελ.96

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

1.1 Εισαγωγή στην Εταιρική Διακυβέρνηση

Η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι από τα πιο σημαντικά θέματα στο κόσμο των επιχειρήσεων παγκοσμίως τα τελευταία χρόνια. Από τα μέσα περίπου της δεκαετίας του '90 αποτελεί ένα σημαντικό θέμα μελέτης και περαιτέρω διεύρυνσης όσον αφορά τις επιχειρήσεις αλλά και τον ακαδημαϊκό χώρο. Τα οικονομικά σκάνδαλα και οι διαστρεβλώσεις των λογιστικών απεικονίσεων που έχουν παρατηρηθεί τα τελευταία χρόνια, ήταν το βασικό κίνητρο για τις επιχειρήσεις για να ασχοληθούν και να εφαρμόσουν την Εταιρική Διακυβέρνηση.

Ολοένα και περισσότερες κυβερνήσεις αλλά και επιχειρήσεις σε κάθε γωνιά του πλανήτη δείχνουν να αντιλαμβάνονται την αυξανόμενη αξία της δημιουργίας μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης και σπεύδουν να τους ενσωματώσουν στον τρόπο λειτουργίας τους και γενικότερα στις επιχειρηματικές δραστηριότητες τους. Άλλωστε η Εταιρική Διακυβέρνηση σύμφωνα με την πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών συμβάλλει στην άνοδο της αξίας των επιχειρήσεων και στην πιο εύρυθμη λειτουργία τους.

Ο στόχος τώρα της Εταιρικής Διακυβέρνησης πέραν από την εξασφάλιση της διαφάνειας και την αποτελεσματική λειτουργία της επιχείρησης είναι και η προστασία των επενδυτών, των μικρομετόχων και των πιστωτών.

Η αναγκαιότητα να θεσπιστούν συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης προέρχεται κυρίως από το γεγονός ότι η οικονομική ανάπτυξη κάθε χώρας βασίζεται στη μεταβίβαση χρηματικών πόρων από τους κατόχους κεφαλαίων στις επιχειρήσεις. Όπως είναι φυσικό, οι κάτοχοι κεφαλαίων θα εμπιστευθούν τα κεφάλαια αυτά στις επιχειρήσεις μόνο αν υπάρχουν οι σχετικοί μηχανισμοί, που αφενός εξασφαλίζουν λογική απόδοση των κεφαλαίων και αφετέρου τους προστατεύουν από πιθανή εκμετάλλευσή τους από τους επιχειρηματίες και επένδυση των κεφαλαίων τους σε επενδυτικά σχέδια χαμηλής απόδοσης. Οι μηχανισμοί αυτοί, λοιπόν, που εξασφαλίζουν τους κατόχους των κεφαλαίων, προσφέρονται από τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης. Επιπλέον η ανάγκη για συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης ενισχύεται εκ του γεγονότος ότι τα τελευταία χρόνια οι λεγόμενες ανοικτές στο κοινό εισηγμένες Α.Ε. έχουν αυξήσει δραματικά την χρηματοδότησή τους μέσω επενδυτών, στο κεφάλαιο τους σε σχέση με

τους παραδοσιακούς τρόπους χρηματοδότησης, με αποτέλεσμα να δημιουργείται η ανάγκη εξασφάλισης υψηλού βαθμού εντιμότητας, υπευθυνότητας και διαφάνειας της διακυβέρνησης τους, ώστε να προστατεύονται τα συμφέροντα των μετόχων τους. Κάτι τέτοιο απαιτεί όπως είναι φυσικό, περισσότερο αποτελεσματική, επαρκή και υπεύθυνη διοικητική οργάνωση της εταιρίας, στοιχεία που εξασφαλίζει η ύπαρξη συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης.

Κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας διαπιστώνεται συνεχώς η πραγματοποίηση συναντήσεων, συνεδριών και συνδιασκέψεων διεθνώς σχετικά με τον τρόπο και την αποτελεσματικότητα της διακυβέρνησης των εισηγμένων στα χρηματιστήρια εταιριών (corporate governance). Οι εποπτικές αρχές της κεφαλαιαγοράς και τα χρηματιστήρια, οι αντιπρόσωποι των επαγγελματικών ενώσεων της κεφαλαιαγοράς, οι διεθνείς οργανισμοί όπως ο Ο.Ο.Σ.Α. και η παγκόσμια τράπεζα, οι λογιστές, οι νομικοί οι βιομήχανοι και οι συνδικαλιστές αλλά κυρίως οι επενδυτές είτε είναι θεσμικοί επενδυτές (αμοιβαία κεφάλαια, εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου και ασφαλιστικά ταμεία) είτε είναι μικροεπενδυτές- θεωρούν ότι οι πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης αποτελούν ουσιαστικό πλέον παράγοντα καθορισμού της αποτελεσματικότητας των εθνικών κεφαλαιαγορών αλλά και του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος. Αποτελούν δηλαδή βασικό μέτρο της αξιοπιστίας τους.

Η εγρήγορση αυτή των φορέων της κεφαλαιαγοράς σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση λαμβάνει χώρα στο πλαίσιο σημαντικών επενδυτικών εξελίξεων. Οι ιδιώτες επενδυτές αναζητούν συνεχώς επενδυτικές ευκαιρίες υψηλής απόδοσης έναντι ανάληψης κινδύνου οδηγώντας στην αύξηση της ζήτησης επενδυτικών τίτλων τόσο στις αναπτυγμένες όσο και στις αναπτυσσόμενες χώρες. Η αυξημένη ζήτηση ικανοποιείται από την αυξημένη προσφορά τίτλων καθώς όλο και περισσότερο οι εταιρίες, τόσο στις αναπτυσσόμενες όσο και στις αναπτυγμένες χώρες, επιζητούν την άντληση υγιών κεφαλαίων μέσω της κεφαλαιαγοράς. Παράλληλα, οι εθνικές κυβερνήσεις και οι διεθνείς χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί υποχρεούνται, στο πλαίσιο του νέου ανταγωνιστικού καπιταλισμού, να περικόψουν την οικονομική ενίσχυση που παραδοσιακά παρείχαν αμέσως ή εμμέσως στις δημόσιες και ιδιωτικές επιχειρήσεις. Τα εμπόδια στη διεθνή μετακίνηση κεφαλαίων περιορίζονται συνεχώς οδηγώντας τους σχεδιαστές οικονομικής πολιτικής αλλά και τους επιχειρηματίες στην αναγνώριση της αποτελεσματικής εταιρικής διακυβέρνησης ως βασική προϋπόθεση σχηματισμού κεφαλαίου.

Πράγματι διαπιστώνεται συνεχώς ότι μη αποτελεσματικές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης, σε συνδυασμό με την ύπαρξη καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά, οδηγούν στην στρέβλωση των χρηματιστηριακών τιμών στην αγορά και την μη αποδοτική κατανομή των παραγωγικών πόρων των εισηγμένων εταιριών, οδηγούν σε σκάνδαλα εταιριών όπως της Ιταλικής “Parmalat” και της Αμερικανικής “Enron”, ενισχύουν τις συνθήκες αθέμιτου ανταγωνισμού μεταξύ εταιριών αλλά και αγορών και αποθαρρύνουν την επενδυτική δραστηριότητα συντελώντας την ανάσχεση της οικονομικής ανάπτυξης.

Η υιοθέτηση αρχών εταιρικής διακυβέρνησης, είναι αναπόφευκτη πλέον για κάθε οικονομία που θέλει να αντλήσει κεφάλαια από οργανωμένες χρηματαγορές.

1.2 Διεθνείς ορισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης

Στη διεθνή βιβλιογραφία απαντάται πληθώρα ορισμών όσον αφορά στην έννοια της Εταιρικής διακυβέρνησης. Ενδεικτικά, αναφέρονται οι ακόλουθες ερμηνείες. Σύμφωνα με :

- τον ΟΟΣΑ (OECD,1999) η Εταιρική διακυβέρνηση ορίζεται ως ένα σύστημα με το οποίο παρακολουθούνται και ελέγχονται οι επιχειρήσεις.
- τον La Porta (2000) η Εταιρική διακυβέρνηση ασχολείται με τους μηχανισμούς, οι οποίοι προστατεύουν τα συμφέροντα των εξωτερικών επενδυτών (μέτοχοι και πιστωτές) ενάντια στις ατασθαλίες των εσωτερικών (διοίκηση / μάνατζερ).
- τους Shleifer και Vishny(1997) η Εταιρική διακυβέρνηση ασχολείται με το πώς οι χρηματοδότες των επιχειρήσεων θα πάρουν πίσω τα χρήματά τους, εξασφαλίζοντας φυσικά κάποια απόδοση για την επένδυσή τους.
- την Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ως Εταιρική διακυβέρνηση ορίζεται το σύνολο πρακτικών που υιοθετεί μια επιχείρηση προκειμένου να εξασφαλίσει την αποδοτική λειτουργία της, την προστασία των μετόχων της, αλλά και το σύνολο αυτών που έχουν νόμιμα συμφέροντα στην εταιρία.

Τέλος, ένας κοινά αποδεκτός ορισμός είναι ο ακόλουθος: Εταιρική διακυβέρνηση είναι το σύνολο νομικών, θεσμικών και εθιμικών ρυθμίσεων, οι οποίες πρέπει να

χαρακτηρίζουν τη δραστηριότητα κυρίως των εισηγμένων στα χρηματιστήρια εταιριών, αλλά όχι μόνο αυτών. Απαντά δε, στα ερωτήματα ποιος και πώς ελέγχει τις δραστηριότητες των εταιριών, καθώς και σε ποιους κατανέμονται τα οφέλη, αλλά και οι κίνδυνοι που απορρέουν από την εταιρική δραστηριότητα (Οικονομικά Χρονικά, 2006).

Κύριο χρηματοοικονομικό στόχο μιας επιχείρησης αποτελεί η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, ο οποίος ανατίθεται στα ικανά χέρια της διοίκησης. Η διοίκηση είναι υπεύθυνη για την υλοποίηση αυτού του στόχου μέσω της εξουσίας που της έχουν παραχωρήσει οι ιδιοκτήτες / μέτοχοι της επιχείρησης για λήψη αποφάσεων με γνώμονα πάντα την εξυπηρέτηση των συμφερόντων τους. Με λίγα λόγια, η διοίκηση διαχειρίζεται τα διαθέσιμα κεφάλαια, αποφασίζει και εκτελεί, ενώ οι μέτοχοι / επενδυτές μιας επιχείρησης εισφέρουν τα απαραίτητα κεφάλαια. Τίθεται όμως το εξής ερώτημα: ***Με ποιον τρόπο μπορούν οι μέτοχοι να είναι σίγουροι ότι η διοίκηση επιδιώκει τη μεγιστοποίηση της αγοραίας αξίας της επιχείρησης και όχι δικούς της προσωπικούς στόχους;***

Με βάση την υπάρχουσα βιβλιογραφία καθώς και περιστατικά από την καθημερινότητα, όντως έχουν καταγραφεί περιπτώσεις στις οποίες οι στόχοι της διοίκησης δεν εναρμονίζονται πλήρως με τους αντίστοιχους των ιδιοκτητών / μετόχων. Σε αυτές τις περιπτώσεις υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ διοίκησης και μετόχων, εφόσον η διοίκηση κατέχει μικρότερο ποσοστό του 100% του κεφαλαίου της επιχείρησης. Οι πιθανότητες για σύγκρουση συμφερόντων αυξάνονται ακόμα περισσότερο σε μεγάλες επιχειρήσεις εισηγμένες στο χρηματιστήριο, όπου υπάρχει μεγάλη διασπορά μετοχών. Η διασπορά μετοχών έχει ως αποτέλεσμα την ύπαρξη πολλών μετόχων, οι οποίοι δεν μπορούν να συνεννοηθούν μεταξύ τους ώστε να ασκήσουν αποτελεσματικό έλεγχο στη διοίκηση. Η μοναδική περίπτωση στην οποία η διοίκηση ενεργεί 100% προς το συμφέρον των μετόχων είναι όταν πρόκειται για οικογενειακή επιχείρηση. Μία εναλλακτική πρόταση στην επίλυση αυτών των συγκρούσεων θα μπορούσε να είναι η ακόλουθη: Αυτοί που διαθέτουν τα κεφάλαια να αποφασίζουν ταυτόχρονα, δηλαδή οι μέτοχοι. Κάτι τέτοιο όμως δεν είναι εφικτό, εφόσον ζούμε στην εποχή της εξειδίκευσης. Οι μέτοχοι δε διαθέτουν ούτε τις απαραίτητες γνώσεις, ούτε τα αναγκαία προσόντα για τη λήψη αποφάσεων. Για να είναι βέβαιοι οι μέτοχοι ότι η διοίκηση πράγματι επιδιώκει την εξυπηρέτηση των δικών τους συμφερόντων και όχι δικά της προσωπικά οφέλη, εκλέγουν τα μέλη του διοικητικού Συμβουλίου. Ο ρόλος του διοικητικού Συμβουλίου είναι να επιβλέπει και να ελέγχει τη

διοίκηση, τη γενική στρατηγική που ακολουθεί η επιχείρηση και τέλος, να προστατεύει τα συμφέροντα των μετόχων, ώστε να μην υπάρχει η δυνατότητα για τυχόν ατασθαλίες από πλευράς διοίκησης. Η εναρμόνιση των πιθανών αντικρουόμενων συμφερόντων των δύο πλευρών καθώς και η διασφάλιση της αποτελεσματικότητας της επιχείρησης επιτυγχάνεται με την υιοθέτηση μηχανισμών Εταιρικής διακυβέρνησης. Καταλήγουμε, λοιπόν, στο συμπέρασμα ότι τα προβλήματα αντιπροσώπευσης αποτελούν ένα αναπόφευκτο κόστος (κόστος αντιπροσώπευσης) στον επιχειρηματικό κόσμο και ότι η μοναδική λύση στην οποία μπορούν να καταφύγουν οι επιχειρήσεις είναι να προβούν στην ελαχιστοποίησή του.

Ένας σημαντικός τομέας επιρροής της επιχειρηματικής δραστηριότητας είναι η τρέχουσα και η αναμενόμενη νομοθεσία. Η νομοθεσία, ως κωδικογράφηση αποδεκτών και απαράδεκτων πρακτικών (Carroll, 2004), μπορεί να κατευθύνει τη συμπεριφορά της επιχειρηματικής δραστηριότητας και οι εταιρίες πρέπει να προσαρμοστούν στον αυξανόμενο έλεγχο με κανονισμούς που σκοπό έχουν την πρόκληση κοινωνικά υπεύθυνης συμπεριφοράς και να αποτρέψουν την ανεύθυνη συμπεριφορά. Λαμβάνονται μέτρα ώστε οι ποινικές κυρώσεις που επιβάλλονται σε οργανισμούς να μπορούν να παρέχουν απλά τιμωρία, επαρκή αποτροπή και κίνητρα διατήρησης εσωτερικών μηχανισμών για την αποτροπή, την ανίχνευση και την αναφορά εγκληματικής συμπεριφοράς (Fernandez, Young και Young, 2003 - Schaltegger και συν.,2003).

1.3 Θεμελιώδεις θεωρίες Εταιρικής Διακυβέρνησης

Οι πρώτοι που ασχολήθηκαν με το εν λόγω αντικείμενο της Εταιρικής διακυβέρνησης είναι οι Berle και Means (1932), οι οποίοι έθεσαν το κλασικό πρόβλημα της αντιπροσώπευσης (agency problem), δηλαδή το διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου σε μεγάλες επιχειρήσεις και τη διερεύνηση των συνεπειών.

Το βασικό θέμα της Θεωρίας Αντιπροσώπευσης, η οποία εστιάζει στο εσωτερικό της επιχείρησης, είναι η κατανόηση της λήψης αποφάσεων και του ελέγχου σε επιχειρήσεις, όπου είναι δυνατό να υπάρξει σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα στον εντολέα (principal) που δίνει εντολές και τον αντιπρόσωπο (agent) που τις δέχεται. Η βασική σχέση αντιπροσώπευσης δημιουργείται μεταξύ της διοίκησης και των μετόχων

μιας επιχείρησης, όμως επεκτείνεται και στις σχέσεις ανάμεσα σε διοίκηση, μετόχους, πιστωτές και συμμετέχοντες μιας επιχείρησης (πελάτες, εργαζόμενοι, κράτος κτλ).

Στη σχέση μεταξύ εντολέα και αντιπροσώπου, είναι πιθανά να προκύψουν δύο βασικά προβλήματα (Eisenhardt, 1989). Το πρώτο πρόβλημα παρουσιάζεται όταν α) δημιουργείται σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ εντολέα και αντιπροσώπου και β) είναι δύσκολος ο έλεγχος της διοίκησης (αντιπρόσωπος) από την πλευρά των μετόχων (εντολέας), δηλαδή κατά πόσο η διοίκηση επιδιώκει το συμφέρον των μετόχων και δεν εμφανίζονται φαινόμενα καιροσκοπισμού (opportunism).

Σε μία ιδεατή κατάσταση θα μπορούσε κανείς να φανταστεί ότι οι δυνάμεις της αγοράς θα είχαν τη δυνατότητα να επιβάλλουν στις επιχειρήσεις την ελαχιστοποίηση του κόστους τους και την υιοθέτηση μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης, οι οποίοι θα τις διευκόλυναν στη συγκέντρωση εξωτερικών κεφαλαίων με το ελάχιστο δυνατό κόστος. Συνοπτικά, ο ανταγωνισμός θα οδηγούσε στην επίλυση του προβλήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Παρόλο, όμως, που ο ανταγωνισμός αποτελεί μια ισχυρή δύναμη, διατυπώνονται αμφιβολίες αναφορικά με το γεγονός ότι από μόνος του μπορεί να δώσει λύση στο πρόβλημα της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Το συγκεκριμένο σενάριο θα ήταν λογικό εάν οι επιχειρηματίες είχαν τη δυνατότητα για μίσθωση κεφαλαίου και εργασίας κάθε στιγμή σε τιμές ανταγωνιστικές, με αποτέλεσμα να μην τους απομένουν πόροι για διαχείριση. Όμως, στην πραγματικότητα το παραγωγικό κεφάλαιο είναι εξειδικευμένο και μακροχρόνια δεσμευμένο με αποτέλεσμα οι επιχειρηματίες να μην μπορούν να το μισθώνουν ανά πάσα στιγμή. Επομένως, οι χρηματοδότες χρειάζονται επιβεβαίωση ότι όντως θα πάρουν τα χρήματά τους πίσω με κάποια απόδοση. Αυτή τη διασφάλιση προσφέρουν οι μηχανισμοί Εταιρικής διακυβέρνησης (Shleifer και Vishny, 1997).

Ο τρόπος αντιμετώπισης αυτού του προβλήματος είναι η σύναψη συμβολαίων ανάμεσα στις “αντιμαχόμενες” πλευρές. Στην ιδανική περίπτωση, οι επιχειρηματίες και οι χρηματοδότες θα υπέγραφαν ένα “ολοκληρωμένο” συμβόλαιο, το οποίο θα καθόριζε με ακρίβεια τις ενέργειες της διοίκησης καθώς και τον τρόπο διανομής των κερδών.

Στην πράξη, όμως, τέτοια ολοκληρωμένα συμβόλαια δεν είναι εφικτά. Δεν είναι δυνατόν να προβλεφθούν όλα τα γεγονότα που μπορεί να συμβούν στο μέλλον. Πάντως, κρίνεται αναγκαίο να οριστεί ποιος θα είναι υπεύθυνος για τη λήψη αποφάσεων (residual control rights) σε μία τέτοια περίπτωση. Υποθετικά, από τη στιγμή που οι χρηματοδότες διαθέτουν τα κεφάλαιά τους θα μπορούσαν να αποφασίζουν οι ίδιοι κάθε φορά που κάτι

απρόσμενο συνέβαινε. Όμως, όπως έχουμε ήδη αναφέρει σε προηγούμενο σημείο, οι μέτοχοι δε διαθέτουν την πληροφόρηση ούτε τις απαραίτητες γνώσεις αλλά ούτε και το χρόνο για τη λήψη τέτοιων αποφάσεων. Αυτός είναι άλλωστε και ο βασικός λόγος για τον οποίο αναθέτουν την εξουσία στη διοίκηση. Ις συνέπεια, οι μάνατζερ συγκεντρώνουν τα περισσότερα δικαιώματα λήψης αποφάσεων (residual control rights) σε σύγκριση με τους μετόχους καθώς και τη διακριτική ευχέρεια διανομής κεφαλαίων.

Επιπροσθέτως, το γνωστό στη διεθνή βιβλιογραφία «πρόβλημα του ελεύθερου καβαλάρη» (free rider problem) παραχωρεί ακόμα περισσότερη ισχύ στους μάνατζερ. Σε περιπτώσεις όπου υπάρχει πληθώρα επενδυτών, αυτοί συνεισφέρουν σε πολύ μικρό ποσοστό με τα κεφάλαιά τους, ενώ παράλληλα δεν κατέχουν την αναγκαία πληροφόρηση με αποτέλεσμα να μην ασκούν ούτε τα δικαιώματα ελέγχου που τους αναλογούν. Επίσης, ο κάθε μικροεπενδυτής θεωρεί ότι οι υπόλοιποι μικροεπενδυτές δεν ενδιαφέρονται, με αποτέλεσμα να μην συμμετέχουν καν στις συνελεύσεις (συμπεριφέρεται δηλαδή ως «ελεύθερος καβαλάρης»). Θεωρούν ότι δεν υπάρχει καμία περίπτωση να επηρεάσουν με κάποιο τρόπο τις ληφθείσες αποφάσεις, γεγονός που τους οδηγεί στην αδιαφορία.

Τέλος, η συμμετοχή του δικαστικού συστήματος είναι και αυτή περιορισμένη, ενισχύοντας ακόμα περισσότερο τα δικαιώματα λήψης αποφάσεων των μάνατζερ. Σχεδόν σε ολόκληρο τον κόσμο, τα δικαστήρια επεμβαίνουν μόνο σε περιπτώσεις μαζικών παραβιάσεων των δικαιωμάτων των επενδυτών από τους μάνατζερ. Ακόμα και στις Ηνωμένες Πολιτείες, όπου ο ρόλος των δικαστηρίων είναι περισσότερο ενεργός από οποιαδήποτε άλλη χώρα, τίθενται περιορισμοί στην επέμβαση των δικαστηρίων από τον κανόνα επιχειρηματικής κρίσης (business judgment rule).

Στη συνέχεια παρουσιάζονται διάφοροι τρόποι, με τους οποίους οι μάνατζερ μπορούν και εκμεταλλεύονται τα κεφάλαια των επενδυτών, ζημιώνοντάς τους. Πρώτον, σε πολλές περιπτώσεις η διοίκηση μπορεί να προβεί σε κατάχρηση κεφαλαίων των επενδυτών. Για παράδειγμα, κάποιοι μάνατζερ αποφασίζουν να ιδρύσουν ανεξάρτητες εταιρίες, οι οποίες τους ανήκουν προσωπικά. Στη συνέχεια πουλούν τα προϊόντα της κύριας επιχείρησης, την οποία και διοικούν, στις δικές τους ανεξάρτητες εταιρίες σε τιμές χαμηλότερες σε σύγκριση πάντα με τις αντίστοιχες που επικρατούν στην αγορά. Παράδειγμα αποτελεί η βιομηχανία πετρελαίου στη Ρωσία. Σε κάποιες περιπτώσεις, οι μάνατζερ αποφασίζουν να προβούν ακόμα και σε πώληση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης σε τιμές χαμηλότερες της τρέχουσας τιμής της αγοράς (Shleifer και Vishny, 1997). Δεύτερον, υπάρχουν περιπτώσεις όπου η διοίκηση επιδιώκει την

επέκταση/μεγέθυνση της επιχείρησης πέρα των λογικών ορίων. **Με ποιον τρόπο επιτυγχάνεται αυτή η “παράλογη” επέκταση;** Αντί να διανεμηθούν τα κέρδη με τη μορφή μερισμάτων, επανατοποθετούνται σε καινούριες επενδύσεις. δηλαδή, οι μάνατζερ επιδιώκουν πρωτίστως προσωπικά οφέλη, όπως αύξηση της ισχύος τους, και όχι τα συμφέροντα των μετόχων, αφού επανεπένδυση κερδών σημαίνει μικρότερα κέρδη για την επιχείρηση. Σχετικά με το συγκεκριμένο θέμα υπάρχει τεράστια βιβλιογραφία, η οποία εξηγεί πώς η διοίκηση εκμεταλλεύεται στο έπακρον τα δικαιώματα ελέγχου εις βάρος των μετόχων.

Η τρίτη περίπτωση αναφέρεται στην προσπάθεια των μάνατζερ να παρατείνουν την ισχύ, συνεχίζοντας τη διοίκηση της επιχείρησης ακόμα και όταν δε διαθέτουν πλέον τα κατάλληλα εφόδια που απαιτούν οι συνθήκες ανταγωνισμού (Shleifer και Vishny, 1989). Αυτή η συμπεριφορά είναι γνωστή ως “οχύρωση” της διοίκησης (management entrenchment). Η ίδια συμπεριφορά υιοθετείται επίσης από τη διοίκηση και σε περιπτώσεις πιθανής εξαγοράς. Ο λόγος για τον οποίο η διοίκηση θα επιλέξει να αντισταθεί σε μία προσπάθεια εξαγοράς είναι επειδή υπάρχει η απειλή της “αντικατάστασης” και όχι επειδή δεν είναι συμφέρουσα η πρόταση για τους μετόχους. Στην αντίθετη περίπτωση, βέβαια, που η διοίκηση έχει οφέλη, όπως αρκετά μεγάλο ποσό αποζημίωσης, θα επιλέξει να μην αντισταθεί για ευνόητους λόγους.

Επομένως, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι αυτές οι συμπεριφορές της διοίκησης δικαιολογούν στο έπακρον την προσεκτική επιλογή των επενδυτών αναφορικά με τη διάθεση των κεφαλαίων τους σε μία επιχείρηση, εφόσον δεν υπάρχει αμοιβαία εμπιστοσύνη μεταξύ των δύο πλευρών.

Η παρατήρηση του Coase (1937) ότι οι επιχειρήσεις υπάρχουν επειδή υπάρχει κόστος χρησιμοποίησης της αγοράς, είναι ο θεμέλιος λίθος της ανάπτυξης πολλών θεωριών. Το κλασικό πρόβλημα κόστους συναλλαγής αφορά στη λήψη απόφασης από τις επιχειρήσεις για την επιλογή ιδιοπαραγωγής προϊόντων σύμφωνα με τις ανάγκες τους ή την προμήθειά τους από την αγορά. Ως κόστος συναλλαγής εννοούμε το αρχικό κόστος διαπραγματεύσεως μιας συμφωνίας καθώς και το κόστος υποστήριξης και τελικής υπογραφής της ή πιο γενικά το κόστος συνεννοήσεων με άλλους πέραν της τιμής. Επίσης στο κόστος συναλλαγής περιλαμβάνουμε και το κόστος τροποποίησης διαφόρων συμφωνιών για την αντιμετώπιση γεγονότων που δεν έχουν προβλεφθεί από τη συμφωνία, που είναι αρκετά σημαντικό (Carlton και Perloff, 1994).

Η θεωρία του κόστους συναλλαγής δε συσχετίζεται ιδιαίτερα με την Εταιρική διακυβέρνηση. Πράγματι, χρησιμοποιείται ευρέως για την εξήγηση οικονομικών προβλημάτων όπου δίδεται ιδιαίτερη βαρύτητα στην εξειδίκευση κεφαλαίου, η οποία όμως δεν αποτελεί το σημαντικότερο παράγοντα σε προβλήματα Εταιρικής διακυβέρνησης. Ο κρισιμότερος παράγοντας είναι η ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ διοίκησης και μετόχων.

Παρόλα αυτά, το μεθοδολογικό πλαίσιο της συγκεκριμένης θεωρίας έχει πολλά να προσφέρει στη μελέτη της Εταιρικής διακυβέρνησης (Encyclopedia about Corporate Governance).

1.4 Θεμελιώδεις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης

Το 1999 ο Οργανισμός Οικονομικής Ανάπτυξης και Συνεργασίας (ΟΟΣΑ), με τον Κώδικα για την Εταιρική διακυβέρνηση, δημοσίευσε τις βασικές αρχές που θα πρέπει να διέπουν κάθε ρύθμιση Εταιρικής διακυβέρνησης ύστερα από πληθώρα συζητήσεων με διεθνείς οργανισμούς, διάφορες κυβερνήσεις και τον ιδιωτικό τομέα. Αυτές οι αρχές αποτελούν το θεμέλιο λίθο της Εταιρικής διακυβέρνησης και σημείο αναφοράς όλων των χωρών στις προσπάθειές τους για την εφαρμογή της σε ολόκληρο τον κόσμο. Σκοπός αυτών των αρχών είναι να συμβάλλουν στη βελτίωση του νομοθετικού και ρυθμιστικού πλαισίου των χωρών αναφορικά με την εφαρμογή της Εταιρικής διακυβέρνησης και να παρέχουν συμβουλές/κατευθύνσεις προς όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη (νομοθέτες, επενδυτές, φορείς της αγοράς κτλ). Οι αρχές αυτές απευθύνονται σε όλες τις χώρες του κόσμου και όχι μόνο στις χώρες- μέλη του ΟΟΣΑ. Λαμβάνοντας υπόψη την ύπαρξη οικονομικών, πολιτικών, νομοθετικών και κοινωνικών διαφορών από χώρα σε χώρα, ο ΟΟΣΑ προσέδωσε στις αρχές Εταιρικής διακυβέρνησης μη δεσμευτικό χαρακτήρα προς διευκόλυνση κάθε χώρας στην εφαρμογή τους.

Όμως, οι έντονες εξελίξεις που σημειώθηκαν στον επιχειρηματικό κόσμο οδήγησαν στην ανάγκη για αναδιατύπωση των αρχών Εταιρικής διακυβέρνησης, λαμβάνοντας υπ' όψιν τα νέα δεδομένα, ώστε να είναι σε θέση να ανταποκριθούν με πιο σωστό τρόπο στις σύγχρονες προκλήσεις καθώς και στις ανάγκες των επιχειρήσεων. Συνέπεια όλων αυτών αποτέλεσε η δημοσίευση αναθεωρημένων αρχών Εταιρικής

διακυβέρνησης από τον ΟΟΣΑ το 2004, οι οποίες παρουσιάζονται στις επόμενες παραγράφους (OECD, 2004).

Σύμφωνα με αυτή την αρχή το πλαίσιο Εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να προάγει διαφανείς και αποτελεσματικές αγορές, να είναι συμβατό με το νόμο και να εκφράζει με σαφήνεια τη διάκριση των ευθυνών μεταξύ των διαφόρων εποπτικών, ρυθμιστικών και εκτελεστικών αρχών. Το πλαίσιο αυτό θα πρέπει να αναπτυχθεί λαμβάνοντας υπόψη τις επιπτώσεις του στην απόδοση της οικονομίας, στην ακεραιότητα της αγοράς και στα κίνητρα που δημιουργεί αφενός μεν για τους διάφορους συμμετέχοντες της αγοράς, αφετέρου δε για την προώθηση διαφανών και αποτελεσματικών αγορών. Οι νομικές και ρυθμιστικές απαιτήσεις, οι οποίες επηρεάζουν τις πρακτικές Εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να είναι σύμφωνες με το νόμο, διαφανείς και εφαρμοζόμενες. Η διάκριση των ευθυνών μεταξύ των διαφόρων αρχών θα πρέπει να εκφράζεται με σαφήνεια και να διασφαλίζει την εξυπηρέτηση του κοινού συμφέροντος.

Τέλος, οι εποπτικές, ρυθμιστικές και εκτελεστικές αρχές θα πρέπει να έχουν την εξουσία, την ακεραιότητα και τους πόρους, ώστε να εκπληρώνουν τα καθήκοντά τους με επαγγελματικό και αντικειμενικό τρόπο. Οι αποφάσεις τους θα πρέπει να είναι έγκαιρες, διαφανείς και πλήρως αποσαφηνισμένες.

1.4.1 Δικαιώματα των μετόχων και βασικές λειτουργίες της ιδιοκτησίας

Σύμφωνα με τη δεύτερη αρχή, το πλαίσιο Εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να προστατεύει και να διευκολύνει την άσκηση των δικαιωμάτων των μετόχων. Ειδικότερα, τα βασικά δικαιώματα των μετόχων θα πρέπει να περιλαμβάνουν το δικαίωμα:

- της διασφάλισης των μεθόδων καταγραφής της ιδιοκτησίας,
- της μεταβίβασης των μετοχών,
- της πρόσβασης σε σχετική και ουσιαστική πληροφόρηση για την επιχείρηση σε έγκαιρη και τακτική βάση,
- της συμμετοχής και ψηφοφορίας στις γενικές συνελεύσεις των μετόχων,
- της εκλογής και απομάκρυνσης των μελών του διοικητικού Συμβουλίου και

- της συμμετοχής στα κέρδη της επιχείρησης.

Επιπλέον, οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν το δικαίωμα να συμμετέχουν, και να είναι επαρκώς ενημερωμένοι, σε αποφάσεις όσον αφορά σημαντικές εταιρικές αλλαγές, όπως:

- τροποποιήσεις σε κανόνες, άρθρα σύστασης ή παρόμοια έγγραφα διακυβέρνησης της επιχείρησης,
- έκδοση πρόσθετων μετοχών,
- ασυνήθιστες συναλλαγές, όπως μεταβίβαση του συνόλου ή μέρους των περιουσιακών στοιχείων, που συνεπάγεται πώληση της επιχείρησης.

Επιπροσθέτως, αναγνωρίζεται στους μετόχους το δικαίωμα αποτελεσματικής συμμετοχής και ψηφοφορίας στις γενικές συνελεύσεις των μετόχων καθώς και ενημέρωσης αναφορικά με τους κανόνες που διέπουν τις γενικές συνελεύσεις, συμπεριλαμβανομένων και των διαδικασιών ψηφοφορίας. Δηλαδή, οι μέτοχοι θα πρέπει να ενημερώνονται έγκαιρα αναφορικά για την ημερομηνία, τον τόπο διεξαγωγής καθώς και για θέματα που θα συζητηθούν κατά τη διάρκεια των συνελεύσεων. Επίσης, θα πρέπει να τους δίνεται το δικαίωμα να πραγματοποιούν ερωτήσεις στο διοικητικό Συμβούλιο, να εισάγουν θέματα προς συζήτηση και να προτείνουν λύσεις μέσα σε λογικά πλαίσια.

Ταυτόχρονα, απαραίτητη προϋπόθεση αποτελεί η διευκόλυνση της συμμετοχής των μετόχων στη συζήτηση εταιρικών θεμάτων, όπως η εκλογή νέων μελών καθώς και ο προσδιορισμός της πολιτικής αμοιβών των μελών του διοικητικού Συμβουλίου και της διοίκησης. Συγκεκριμένα, προτείνεται η ψήφος των μετόχων να έχει την ίδια βαρύτητα είτε παρευρίσκονται είτε απουσιάζουν από τη γενική συνέλευση. Απαιτείται η δημοσίευση οποιωνδήποτε κεφαλαιακών δομών και συμφωνιών που διευκολύνουν κάποιους μετόχους στην απόκτηση ποσοστού ελέγχου δυσανάλογου του κεφαλαίου που κατέχουν. Ένα ακόμα σημαντικό σημείο είναι να επιτραπεί στις αγορές εταιρικού ελέγχου να λειτουργούν με αποτελεσματικό και διαφανή τρόπο, ώστε αφενός οι μέτοχοι να γνωρίζουν τα δικαιώματά τους καθώς και σε ποιο βαθμό μπορούν να τα χρησιμοποιήσουν σε περιπτώσεις εξαγορών, συγχωνεύσεων ή πώλησης σημαντικού μέρους των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης και αφετέρου οι μηχανισμοί κατά των εξαγορών να μην χρησιμοποιούνται για την οχύρωση της διοίκησης και του διοικητικού Συμβουλίου έναντι της υποχρέωσής τους για λογοδοσία.

Ακόμα, θα πρέπει να διευκολύνεται η άσκηση των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας όλων των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων και των θεσμικών επενδυτών. Οι θεσμικοί θα πρέπει να δημοσιοποιούν τη στρατηγική τους όσον αφορά στην Εταιρική διακυβέρνηση, τις διαδικασίες που προβλέπουν για την αξιοποίηση των δικαιωμάτων ψήφου τους καθώς και τον τρόπο αντιμετώπισης πιθανής σύγκρουσης συμφερόντων που επηρεάζει την αποδοτικότητα της επένδυσής τους. Τέλος, οι μέτοχοι, συμπεριλαμβανομένων και των θεσμικών επενδυτών, θα πρέπει να συμβουλεύονται ο ένας τον άλλον για θέματα αναφορικά με τα βασικά τους δικαιώματα, όπως αυτά καθορίζονται από τις Αρχές, με εξαίρεση την περίπτωση κατάχρησής τους.

1.4.2 Ισότιμη μεταχείριση των μετόχων

Σύμφωνα με αυτήν την αρχή το πλαίσιο Εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να διασφαλίζει την ισότιμη μεταχείριση των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων των μετόχων μειοψηφίας και των αλλοδαπών μετόχων. Όλοι οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να αποκτούν αποτελεσματική αποζημίωση για την παραβίαση των δικαιωμάτων τους. Όλοι οι μέτοχοι της ίδιας σειράς/κατηγορίας θα πρέπει να αντιμετωπίζονται ως ίσοι, δηλαδή αναγνωρίζονται τα ίδια δικαιώματα σ' αυτούς που ανήκουν στην ίδια κατηγορία. Όλοι οι επενδυτές θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα για πρόσβαση σε πληροφορίες όσον αφορά τα δικαιώματα που συνδέονται με όλες τις σειρές/τάξεις προτού προβούν στην αγορά τους. Οποιαδήποτε τροποποίηση στα δικαιώματα ψηφοφορίας θα πρέπει να πάρει την έγκριση από τις τάξεις που επηρεάζονται αρνητικά από αυτήν. Ειδικότερα, οι μέτοχοι μειοψηφίας θα πρέπει να προστατεύονται από καταχρήσεις εις βάρος τους από την πλευρά των μεγαλομετόχων και να αποζημιώνονται επαρκώς σε τέτοιες περιπτώσεις. Επίσης, θα πρέπει να προβλέπεται η ψηφοφορία μέσω αντιπροσώπων με εξουσιοδότηση όπως και η ψηφοφορία εκτός συνόρων. Ταυτόχρονα, οι διαδικασίες για τις γενικές συνελεύσεις θα πρέπει να διαμορφώνονται με τέτοιο τρόπο, ώστε να επιτρέπουν την άσκηση των δικαιωμάτων όλων των μετόχων. Επιπροσθέτως, θα πρέπει να απαγορεύονται τόσο οι εσωτερικές συναλλαγές (insider trading) όσο και οι προσωπικές ενέργειες που οδηγούν σε κατάχρηση (self-dealing).

Τέλος, τα μέλη του διοικητικού Συμβουλίου και τα ανώτερα στελέχη θα πρέπει να ανακοινώνουν στο Συμβούλιο, εάν έχουν, είτε άμεσα είτε έμμεσα είτε για λογαριασμό τρίτων κάποιο υλικό συμφέρον σε οποιαδήποτε συναλλαγή που να επηρεάζει άμεσα την επιχείρηση.

1.4.3 Ο ρόλος των συμμετεχόντων στην Εταιρική Διακυβέρνηση

Σύμφωνα με αυτή την αρχή το πλαίσιο της Εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να αναγνωρίζει τα δικαιώματα των συμμετεχόντων που κατοχυρώνονται από το νόμο ή μέσω αμοιβαίων συμφωνιών και να ενθαρρύνει την ενεργή συνεργασία ανάμεσα στις επιχειρήσεις και στους συμμετέχοντες, με σκοπό τη δημιουργία αξίας και εργασιακών θέσεων καθώς και τη διατήρηση οικονομικά ισχυρών επιχειρήσεων.

Πιο συγκεκριμένα, να υπάρχει σεβασμός για τα δικαιώματα των συμμετεχόντων που κατοχυρώνονται είτε βάσει του νόμου είτε βάσει αμοιβαίων συμφωνιών. Στην περίπτωση παραβίασης των δικαιωμάτων των συμμετεχόντων που προστατεύονται από το νόμο θα πρέπει να προβλέπεται η δυνατότητα αποζημίωσής τους. Όσον αφορά τους εργαζόμενους, προτείνεται η συμμετοχή τους στην Εταιρική διακυβέρνηση μέσω ανάπτυξης ειδικών μηχανισμών βελτίωσης της αποδοτικότητας. Επίσης, όσον αφορά τη συμμετοχή των συμμετεχόντων στην Εταιρική διακυβέρνηση θα πρέπει να έχουν έγκαιρη και τακτική πρόσβαση σε αξιόπιστη πληροφόρηση αναφορικά με τις διαδικασίες στις οποίες συμμετέχουν. Ακόμα, κρίνεται απαραίτητη η δυνατότητα για ελεύθερη επικοινωνία μεταξύ των συμμετεχόντων και του Συμβουλίου, ώστε να είναι σε θέση να συζητούν τους προβληματισμούς τους αναφορικά με παράνομες ή ανήθικες πρακτικές δίχως να ανησυχούν για περιορισμό των δικαιωμάτων τους. Τέλος, το πλαίσιο Εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να συμπληρώνεται με ένα αποτελεσματικό και αποδοτικό πλαίσιο για περιπτώσεις πτώχευσης της επιχείρησης, καθώς και με την αποτελεσματική επιβολή των δικαιωμάτων των πιστωτών.

1.4.4 Γνωστοποίηση και διαφάνεια

Σύμφωνα με αυτή την αρχή το πλαίσιο Εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να διασφαλίζει ότι έγκαιρη και ακριβής γνωστοποίηση πραγματοποιείται για όλα τα ουσιαστικά θέματα που αφορούν την επιχείρηση, συμπεριλαμβανομένων της οικονομικής της κατάστασης, της απόδοσης της, της ιδιοκτησίας της και της διακυβέρνησής της. Ειδικότερα, η γνωστοποίηση θα πρέπει να περιλαμβάνει ουσιαστική πληροφόρηση σχετικά με:

1. τα οικονομικά και λειτουργικά αποτελέσματα της επιχείρησης,
2. τους εταιρικούς στόχους,
3. τα κυριότερα δικαιώματα ιδιοκτησίας και ψήφου,
4. την πολιτική αποδοχών των μελών του διοικητικού Συμβουλίου και των ανώτερων στελεχών της διοίκησης,
5. τις συναλλαγές των συνδεδεμένων επιχειρήσεων,
6. τους προβλεπόμενους παράγοντες κινδύνου,
7. διάφορα θέματα που αφορούν τους εργαζόμενους και λοιπούς συμμετέχοντες,
8. τις δομές και τις πολιτικές διακυβέρνησης.

Όσον αφορά τη διαδικασία της γνωστοποίησης προτείνεται η εφαρμογή υψηλής ποιότητας προτύπων λογιστικής, καθώς και η χρήση χρηματοοικονομικών και μη χρηματοοικονομικών μεταβλητών. Επίσης, προτείνεται η διεξαγωγή του ετήσιου ελέγχου να ανατίθεται σε έναν ανεξάρτητο, εξωτερικό και ικανό ελεγκτή, ο οποίος θα διαβεβαιώνει το Συμβούλιο και τους μετόχους για την εγκυρότητα των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης, ενισχύοντας με αυτόν τον τρόπο την αξιοπιστία τους. Τέλος, οι εξωτερικοί ελεγκτές θα πρέπει να είναι υπόλογοι μόνον απέναντι στους μετόχους, αναλαμβάνοντας την υποχρέωση απέναντι στην επιχείρηση να είναι επαγγελματίες κατά τη διεξαγωγή του ελέγχου.

1.4.5 Ευθύνες του διοικητικού Συμβουλίου

Σύμφωνα με την τελευταία αρχή το πλαίσιο της Εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να διασφαλίζει την στρατηγική καθοδήγηση της επιχείρησης, τον αποτελεσματικό έλεγχο της διοίκησης από το διοικητικό Συμβούλιο και την υποχρέωση λογοδοσίας του Συμβουλίου απέναντι στην επιχείρηση και στους μετόχους. Τα μέλη του Συμβουλίου θα πρέπει να ενεργούν με καλή πίστη, με την απαιτούμενη επιμέλεια και σύμφωνα με το συμφέρον της επιχείρησης και των μετόχων καθώς και να είναι πλήρως ενημερωμένα πριν προβούν σε οποιαδήποτε ενέργεια. Σε περιπτώσεις όπου πιθανώς να επηρεάζονται διάφορες ομάδες των μετόχων από τις αποφάσεις του Συμβουλίου θα πρέπει το Συμβούλιο να μεταχειρίζεται όλους τους μετόχους με τον ίδιο τρόπο.

Ακόμη, το Συμβούλιο θα πρέπει να εφαρμόζει υψηλής ηθικής πρότυπα και να λαμβάνει υπόψη του τα συμφέροντα των συμμετεχόντων. Ειδικότερα, το διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να επιτελεί τις ακόλουθες βασικές λειτουργίες:

1. να αναθεωρεί και να καθοδηγεί την εταιρική στρατηγική, τα κύρια σχέδια δράσης, την πολιτική κινδύνου, τους ετήσιους προϋπολογισμούς και τα επιχειρηματικά σχέδια, να καθορίζει τους στόχους αποδοτικότητας, να ελέγχει το στάδιο της υλοποίησης και την εταιρική αποδοτικότητα και να επιβλέπει τις βασικές κεφαλαιακές δαπάνες, τις επενδύσεις και τις αποεπενδύσεις,
2. να ελέγχει την αποτελεσματικότητα των πρακτικών διακυβέρνησης της επιχείρησης και να προβαίνει στις απαιτούμενες αλλαγές,
3. να επιλέγει, να ανταμείβει, να ελέγχει και να αντικαθιστά, όταν είναι αναγκαίο, βασικά στελέχη, καθώς και να επιβλέπει το σχεδιασμό διαδοχής τους,
4. να ευθυγραμμίζει τις αποδοχές των διευθυντικών και διοικητικών στελεχών με τα μακροχρόνια συμφέροντα της επιχείρησης και των μετόχων,
5. να διασφαλίζει ότι οι διαδικασίες για την ανάδειξη των υποψηφίων και την τελική εκλογή των μελών του Συμβουλίου διακρίνονται από διαφάνεια,
6. να ελέγχει και να διαχειρίζεται πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ της διοίκησης, των μελών του Συμβουλίου και των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων των περιπτώσεων κακής χρήσης των εταιρικών περιουσιακών στοιχείων και εκμετάλλευσης των συνδεδεμένων επιχειρήσεων,

7. να διασφαλίζει την ακεραιότητα των λογιστικών και χρηματοοικονομικών συστημάτων της επιχείρησης, συμπεριλαμβανομένου του ανεξάρτητου ελέγχου, και τη σωστή λειτουργία των διαφόρων συστημάτων ελέγχου, ιδιαίτερα των συστημάτων όσον αφορά στη διαχείριση κινδύνου, τον οικονομικό και λειτουργικό έλεγχο και της συμμόρφωσης με το νόμο και τις σχετικές διατάξεις.

Επίσης, το διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να έχει τη δυνατότητα να ασκεί αντικειμενική κρίση επί των εταιρικών θεμάτων. Στην επίτευξη αυτού του στόχου συμβάλλουν η ύπαρξη ικανών ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών (Non Executive Directors - NED) που είναι σε θέση να ασκήσουν ανεξάρτητη κρίση, ιδίως σε θέματα σύγκρουσης συμφερόντων, η ακριβής περιγραφή και γνωστοποίηση του σκοπού, της σύνθεσης και των διαδικασιών των διαφόρων επιτροπών που υπάγονται στο διοικητικό Συμβούλιο καθώς και η προσωπική δέσμευση των μελών του Συμβουλίου στο ρόλο τους.

Τέλος, τα μέλη του διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να έχουν πρόσβαση σε σχετική, έγκαιρη και ακριβή πληροφόρηση, ώστε να μπορέσουν να ανταπεξέλθουν στις ευθύνες και στα καθήκοντά τους .

1.5 Εταιρική Ηθική και Δεοντολογία

Μία έρευνα του περιοδικού Management Today και της KPMG σε περισσότερους από 800 μετόχους, διευθυντές και στελέχη επιχειρήσεων, αποκαλύπτει τη σπουδαιότητα της εταιρικής ηθικής. Σύμφωνα με την έρευνα αυτή :

- ✓ Περισσότεροι από 2 στους 3 λένε περιστασιακά ψέματα στον προϊστάμενό τους.
- ✓ Λιγότεροι από τους μισούς θεωρούν τους κατέχοντες ανώτατες διοικητικές θέσεις ως πρότυπα ηθικής.
- ✓ Πάνω από 20% των ερωτηθέντων απάντησε ότι θεωρεί φυσιολογικό να «σερφάρει» στο διαδίκτυο για διασκέδαση κατά την ώρα της εργασίας.
- ✓ Περίπου 25% δεν θεωρεί μη αποδεκτό το να «φουσκώσει» τα κέρδη της επιχείρησης αφού ουσιαστικά δεν υπήρχε κλοπή χρημάτων.
- ✓ Μόνο 1 στους 5 παραδέχτηκε ότι το να χρεώνει την επιχείρηση με έξοδα για την προσωπική του διασκέδαση είναι εντελώς απαράδεκτο.

- ✓ Οι άνθρωποι άνω των 40 ετών στα οικονομικά τμήματα και εκείνοι στον δημόσιο τομέα είναι πιο κριτικοί σε θέματα ηθικής συμπεριφοράς.
- ✓ 3 στους 10 προϊσταμένους δίνουν συστατική επιστολή σε ανέντιμο προσωπικό.
- ✓ Λόγοι για μη αναφορά απάτης αποτελούν:
 - «δεν με αφορά»
 - «ο καθένας το κάνει»
 - «δεν είναι μεμπτό»
 - «γιατί να διακινδυνεύσω τη θέση μου»
- ✓ Περίπου το 10% των μελών διοικητικών συμβουλίων θεωρεί αποδεκτό να «μαγειρεύονται» οικονομικά μεγέθη αφού αυτό δεν αποτελεί κλοπή χρημάτων.

Όπως γίνεται αντιληπτό από την παραπάνω έρευνα, είναι απαραίτητο στα πλαίσια της σύγχρονης εταιρικής διακυβέρνησης, να διαμορφώνεται ένα πλαίσιο εταιρικής ηθικής και δεοντολογίας. Ο κώδικας ηθικής (code of ethics) καθορίζεται από τον εκάστοτε οργανισμό και :

- Διαμορφώνει την ηθική κουλτούρα του οργανισμού.
- Προσφέρει ένα μέτρο για αυτό-αξιολόγηση.
- Καθορίζει ένα πλαίσιο επαγγελματικής συμπεριφοράς και ευθύνης.
- Προωθεί υψηλά πρότυπα επαγγελματικής πρακτικής.

Υπάρχουν πολλοί διαφορετικοί κώδικες ηθικής όπως διαμορφώθηκαν από διάφορες επιχειρήσεις και οργανισμούς και καλύπτουν θέματα όπως η συμπεριφορά, η τιμιότητα και η αντικειμενικότητα.

-Τέλος 1^{ου} Κεφαλαίου-

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

2.1 Τρόποι αντιμετώπισης των αδυναμιών της Εταιρικής Διακυβέρνησης

2.1.1 Συμβόλαια αποδοτικότητας

Ένας τρόπος αντιμετώπισης του προβλήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η σύναψη μακροχρόνιων συμβολαίων ανάμεσα στις δύο πλευρές. Τα συμβόλαια αυτά (incentive contracts) συμπεριλαμβάνουν τις περισσότερες φορές έναν αριθμό κινήτρων με απώτερο σκοπό την εναρμόνιση των συμφερόντων της Διοίκησης με εκείνα των μετόχων / επενδυτών. Δηλαδή παρακινούν τους μάνατζερ να δρουν, έχοντας ως πρωταρχικό στόχο την προώθηση των συμφερόντων των μετόχων. Κρίνεται αναγκαίο να αναφερθεί ότι τέτοια συμβόλαια αποδοτικότητας αποτελούν σημαντικό κόστος για τους μετόχους.

Επιπροσθέτως, τέτοια συμβόλαια συνδέονται με κάποιο μετρήσιμο δείκτη, ο οποίος συσχετίζει την επίδοση ενός μάνατζερ με την ποιότητα ληφθεισών αποφάσεων του ιδίου. Ειδικότερα, τίθενται κάποιοι μετρήσιμοι στόχοι και στην περίπτωση επίτευξης των στόχων οι μάνατζερ αμείβονται με επιπλέον χρηματικά ποσά πέραν των βασικών τους αποδοχών. Τέτοια συμβόλαια μπορούν να πάρουν διάφορες μορφές, όπως επιπλέον χρηματικά ποσά συνδεδεμένα με μετοχές ή δικαιώματα αγοράς (stock options), προαγωγή καθώς και διάφορα άλλα προνόμια, όπως αυτοκίνητο, κινητό τηλέφωνο, μεγαλύτερο γραφείο κτλ. Βέβαια, υπάρχει και η ακραία περίπτωση όπου τα συμβόλαια συνδέονται με επιπλήξεις από ανωτέρους, μειώσεις αποδοχών, μείωση αρμοδιοτήτων μέχρι και απειλή απόλυσης (έσχατη λύση) όταν επέρχονται δυσμενή αποτελέσματα για την επιχείρηση. Δηλαδή, μπορεί κανείς εύκολα να διαπιστώσει ότι όσο μεγαλύτερο είναι το μεταβλητό μέρος των αποδοχών ενός μάνατζερ, τόσο μεγαλύτερες και οι πιθανότητες για δράση υπέρ των συμφερόντων των μετόχων (Shleifer και Vishny, 1997).

Βέβαια, τα συμβόλαια αποδοτικότητας ενέχουν σημαντικούς κινδύνους, διότι προσφέρουν ευκαιρίες κερδοσκοπίας από την πλευρά της Διοίκησης. Ειδικά σε περιπτώσεις όπου οι διαπραγματεύσεις των συμβολαίων ανατίθενται σε άτομα, τα οποία είτε δεν έχουν επαρκή πείρα πάνω στο συγκεκριμένο αντικείμενο είτε δεν έχουν διάθεση να ασχοληθούν σοβαρά με το εν λόγω θέμα. Η Διοίκηση θα προτιμήσει τέτοια συμβόλαια αποδοτικότητας όταν περιμένει αύξηση της τιμής της μετοχής, ενώ στην αντίθετη περίπτωση θα τα αποφύγει (Yermack, 1997).

Επίσης, πρέπει να τονιστεί η αναγκαιότητα της ανεξαρτησίας μηχανισμών εσωτερικού ελέγχου από τη Διοίκηση, διότι παραμονεύει και ο κίνδυνος παραποίησης οικονομικών στοιχείων προκειμένου να επιτευχθούν οι στόχοι από πλευράς Διοίκησης. Όσον αφορά τον προσδιορισμό των αποδοχών της Διοίκησης προτείνεται η χρήση εξωτερικής ανεξάρτητης εταιρίας παροχής εξειδικευμένων υπηρεσιών, ώστε να ελαχιστοποιούνται οι πιθανότητες επηρεασμού των αποδοχών από τη Διοίκηση.

2.1.2 Νομική προστασία επενδυτών

Ο βασικός λόγος που οι επενδυτές αποφασίζουν να παρέχουν εξωτερική χρηματοδότηση σε επιχειρήσεις είναι ότι αποκτούν κάποια δικαιώματα ελέγχου σε αντάλλαγμα. Δηλαδή, η χρηματοδότηση αποτελεί συμβόλαιο μεταξύ των επενδυτών και της επιχείρησης ως νομικής οντότητας, το οποίο παρέχει στους επενδυτές δικαιώματα πάνω σε περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης. Σε περίπτωση παραβίασης των όρων του συμβολαίου από τη Διοίκηση, οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να καταφύγουν στο νομικό σύστημα, ώστε να προστατεύσουν τα δικαιώματά τους.

Το σημαντικότερο δικαίωμα που κατέχουν οι επενδυτές είναι η ψήφος τους σε διάφορες σημαντικές αποφάσεις που λαμβάνονται από την επιχείρηση. Ειδικότερα, έχουν το δικαίωμα να συμμετέχουν στη Γενική Συνέλευση, να εκλέγουν τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και να συμμετέχουν στη λήψη αποφάσεων αναφορικά με συγχωνεύσεις, ρευστοποιήσεις, αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου κτλ. Πάντως, τα δικαιώματα ψήφου συνοδεύονται από σημαντικό κόστος καθώς και δυσκολίες. Παράδειγμα αποτελεί το γεγονός ότι οι μέτοχοι δεν έχουν τη δυνατότητα να ψηφίζουν από απόσταση. Αντιθέτως, υποχρεούνται να δίνουν το παρόν στις συνελεύσεις εάν επιθυμούν να δώσουν την ψήφο τους, γεγονός φυσικά που οδηγεί στο σίγουρο αποκλεισμό των μικροεπενδυτών. Επίσης, σε χώρες με αδύναμο νομικό σύστημα, αποτελεί συχνό φαινόμενο η παραβίαση των δικαιωμάτων των μετόχων. Για παράδειγμα, έχουν παρατηρηθεί στη Ρωσία περιπτώσεις, όπου η Διοίκηση φτάνει σε σημείο να μην ενημερώνει τους μετόχους της επιχείρησης για την πραγματοποίηση γενικών συνελεύσεων, να εμποδίζει μετόχους και να τους απομακρύνει από τη διαδικασία της ψηφοφορίας προφασισζόμενη διάφορες ρυθμίσεις μέχρι και να απειλεί με απόλυση τους

εργαζόμενους – μετόχους που εναντιώνονται στις προτάσεις της (Shleifer και Vishny, 1997).

Τέλος, σε αρκετές χώρες, τα δικαιώματα ψηφοφορίας των μετόχων υποστηρίζονται από το «καθήκον πίστης» (duty of loyalty) που έχει η Διοίκηση απέναντι στους μετόχους. Δηλαδή, η Διοίκηση έχει καθήκον να δρα υπέρ των συμφερόντων των μετόχων. Γεννιέται το εξής ερώτημα: ***Γιατί η Διοίκηση να έχει καθήκον πίστης μόνο προς τους μετόχους και όχι προς τους πιστωτές, τους εργαζομένους και τους υπόλοιπους συμμετέχοντες;*** Ο λόγος είναι προφανής. Οι μέτοχοι επενδύουν τα κεφάλαιά τους, επομένως είναι λογικό να απαιτούν μεγαλύτερη προστασία εξαιτίας πιθανών καταχρήσεων των κεφαλαίων τους από τη Διοίκηση σε σχέση με τους υπόλοιπους συμμετέχοντες. Επίσης, στην περίπτωση που η επιχείρηση αντιμετωπίζει οικονομικές δυσκολίες, το πιο πιθανό είναι οι μέτοχοι να χάσουν όλα όσα έχουν επενδύσει, σε αντίθεση με τους συμμετέχοντες, οι οποίοι εγκαταλείπουν την επιχείρηση και στρέφονται στην επόμενη. ***Άλλωστε, με ποιον τρόπο θα πειστούν να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους εάν δεν υπάρχουν κάποιες εγγυήσεις ότι θα τους επιστραφούν τα χρήματά τους με κάποια απόδοση;***

Παρόλο που το «καθήκον πίστης» είναι γενικά αποδεκτό στις περισσότερες χώρες που ανήκουν στον ΟΟΣΑ, παρατηρούνται μεγάλες διαφορές όσον αφορά την αυστηρότητα εφαρμογής των νόμων από την πλευρά των δικαστηρίων. Το νομικό σύστημα που ισχύει στις ΗΠΑ θεωρείται από τα ισχυρότερα και “σκληρότερα” σε ολόκληρο τον κόσμο. Στις υπόλοιπες χώρες (εκτός Ο.Ο.Σ.Α.), η πραγματικότητα διαφέρει και τα νομικά συστήματα θεωρούνται λιγότερο ισχυρά, διότι τα δικαστήρια δεν έχουν την ικανότητα να παρεμβαίνουν με δυναμικό τρόπο στον κόσμο των επιχειρήσεων. Ομοίως, παρατηρούνται διαφορές σε διάφορες χώρες όσον αφορά την νομική προστασία των πιστωτών. Όμως, οι πιστωτές μπορούν ευκολότερα να προστατέψουν τα συμφέροντά τους σε σχέση με τους μετόχους, όταν κάνουν προσφυγή στα δικαστήρια. Μπορούν να αποδείξουν ευκολότερα την ύπαρξη οφειλής ή την κατάσχεση περιουσιακών στοιχείων σε περίπτωση ρευστοποίησης της επιχείρησης. Σύμφωνα με αποτελέσματα ερευνών, η Ελλάδα, δυστυχώς, συγκαταλέγεται μεταξύ των “χειρότερων” χωρών. Συγκεκριμένα, το 1998 ο καθηγητής La Porta και οι συνεργάτες του εξέτασαν το εταιρικό δίκαιο και την εμπορική νομοθεσία 49 χωρών με σκοπό να προσδιορίσουν το βαθμό, στον οποίο το νομικό σύστημα κάθε χώρας προστατεύει τα δικαιώματα της μειοψηφίας των μετόχων από τη Διοίκηση ή τους μεγαλομετόχους. Σε μία κλίμακα από 0

(χαμηλή προστασία επενδυτών) έως 6 (υψηλή προστασία επενδυτών) η Ελλάδα βαθμολογήθηκε με 2 σε αντίθεση με χώρες, όπως το Πακιστάν και η Ν. Αφρική, οι οποίες βαθμολογήθηκαν με 5. Πέρα από την ύπαρξη συγκεκριμένων προστατευτικών μηχανισμών που ορίζει το νομικό σύστημα, η παραπάνω έρευνα εξέτασε και το βαθμό εφαρμογής των νόμων. Σε μία κλίμακα από 0 έως 10, όπου χαμηλότερη βαθμολογία συνεπάγεται “χαλαρότερη” εφαρμογή των νόμων, η Ελλάδα πήρε 6,8. Η βαθμολογία αυτή, αν και όχι χαμηλή, είναι η μικρότερη συγκριτικά με τις υπόλοιπες χώρες της Ευρώπης (Pope και Φλώρου, 2004).

Καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι ο βαθμός νομικής προστασίας των επενδυτών διαφέρει σημαντικά από χώρα σε χώρα. Σε αναπτυγμένες χώρες, όπως ΗΠΑ, Γερμανία και Ιαπωνία, η κατάσταση παρουσιάζεται καλύτερη συγκρινόμενη με τον υπόλοιπο κόσμο, όπου οι νόμοι δεν προστατεύουν σωστά τους επενδυτές ή τουλάχιστον όπως θα έπρεπε και τα δικαστήρια παρεμβαίνουν μόνο σε εξόφθαλμες παραβιάσεις των δικαιωμάτων των επενδυτών. Επομένως, διαπιστώνεται ότι μόνο η νομική προστασία δεν αρκεί για τη διασφάλιση των επενδυτών.

2.1.3 Συγκέντρωση μετοχών σε μεγάλους επενδυτές

Έναν άλλο τρόπο αντιμετώπισης του προβλήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτελεί η συγκέντρωση μετοχών σε μεγάλους επενδυτές. Όταν τα δικαιώματα ελέγχου συγκεντρώνονται σε λίγους αλλά μεγάλους επενδυτές, τότε η άσκησή τους είναι ευκολότερη από ότι όταν είναι διασκορπισμένα σε πληθώρα μικροεπενδυτών. Η συγκέντρωση μετοχών μπορεί να πραγματοποιηθεί με διάφορους τρόπους. Διακρίνονται τρεις κατηγορίες σχετικά με τη συγκέντρωση μετοχών:

1. Μεγάλοι μέτοχοι
2. Εξαγορές
3. Μεγάλοι πιστωτές

Τέλος, ας μην ξεχνάμε και το σημαντικό κόστος που συνεπάγεται η συγκέντρωση μετοχών στα χέρια λίγων μεγάλων επενδυτών.

1. ΜΕΓΑΛΟΙ ΜΕΤΟΧΟΙ

Ο αμεσότερος τρόπος ευθυγράμμισης των ταμειακών ροών με τα δικαιώματα ελέγχου των εξωτερικών επενδυτών είναι η συγκέντρωση μετοχών. Αυτό σημαίνει ότι ένας αριθμός επενδυτών κατέχουν ένα αρκετά σημαντικό ποσοστό των μετοχών, για παράδειγμα 20%. Επομένως, αυτοί οι επενδυτές έχουν όντως κίνητρα για να ενημερώνονται σωστά για τη λειτουργία της επιχείρησης και να ελέγχουν τη Διοίκηση, ώστε να προστατεύουν τα συμφέροντά τους. Επίσης, τέτοιοι επενδυτές έχουν αρκετή δύναμη μέσω των δικαιωμάτων ψηφοφορίας που κατέχουν, ώστε να ασκούν πίεση στη Διοίκηση σε περιπτώσεις που κρίνουν ότι είναι αναγκαίο. Δηλαδή, οι μεγάλοι μέτοχοι ενδιαφέρονται και για την μεγιστοποίηση της κερδοφορίας της επιχείρησης και ταυτόχρονα έχουν αρκετή ισχύ απέναντι στη Διοίκηση.

Στις ΗΠΑ, η ύπαρξη μεγάλων μετόχων αποτελεί σπάνιο φαινόμενο εξαιτίας μάλλον των νομοθετικών περιορισμών που έχουν τεθεί. Το ίδιο ισχύει και για το Ηνωμένο Βασίλειο. Όμως, στον υπόλοιπο κόσμο τα πράγματα είναι διαφορετικά. Η συγκέντρωση μετοχών στα χέρια μεγάλων επενδυτών θεωρείται φυσιολογικό και το συναντάμε συχνά. Συγκεκριμένα, στη Γερμανία μεγάλες εμπορικές τράπεζες ελέγχουν αρκετά μεγάλο τμήμα των ψήφων σε μεγάλες επιχειρήσεις, ενώ ένα ποσοστό της τάξης του 80% των μεγάλων επιχειρήσεων έχουν ένα μη τραπεζικό μεγαλομέτοχο με ποσοστό 25% και πάνω. Σε μικρότερες γερμανικές εταιρίες, το φυσιολογικό είναι ο οικογενειακός έλεγχος μέσω των λεγόμενων πυραμίδων ή της ιδιοκτησιακής πλειοψηφίας, δηλαδή ο ιδιοκτήτης κατέχει ποσοστό της τάξης του 51% της επιχείρησης. Στην Ιαπωνία, παρόλο που δεν παρατηρείται συγκέντρωση μετοχών σε τέτοιο μεγάλο βαθμό όπως στη Γερμανία, ο ρόλος των τραπεζών είναι ενισχυμένος και ταυτόχρονα εξίσου σημαντικό είναι και το δίκτυο συμμετοχών μιας εταιρίας στην άλλη (cross-holdings). Στον υπόλοιπο κόσμο, τόσο στην Ευρώπη όσο και στη Λατινική Αμερική και στην Αφρική, οι μέτοχοι είναι πολλές φορές και οι ιδρυτές των επιχειρήσεων. Καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι γενικός κανόνας σε ολόκληρο τον κόσμο είναι η συγκέντρωση ιδιοκτησίας. Σύμφωνα με έρευνες έχει καταγραφεί ο σημαντικός ρόλος των μεγαλομετόχων στο πρόβλημα της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι πιθανότητες για “αντικατάσταση” των στελεχών της Διοίκησης όταν δεν επιτυγχάνουν τις αναμενόμενες επιδόσεις είναι αυξημένες όταν υπάρχουν μεγάλοι μέτοχοι σε μια επιχείρηση, παρά όταν υπάρχει διάχυση της ιδιοκτησίας (Shleifer και Vishny, 1997).

Επιπροσθέτως, κρίνεται αναγκαίο να αναφερθεί το γεγονός ότι η δύναμη των μεγαλομετόχων να ασκήσουν τα δικαιώματά τους εξαρτάται από το βαθμό νομικής προστασίας. Όπως έχει ήδη ειπωθεί στην παρούσα μελέτη, ο βαθμός νομικής προστασίας σχετικά με τα δικαιώματα των επενδυτών διαφέρει από χώρα σε χώρα. Στις περιπτώσεις πλειοψηφίας της ιδιοκτησίας τα πράγματα είναι πιο απλά, εφόσον είναι εύκολο να αποδείξει κάποιος στα δικαστήρια ότι κατέχει το 51% των μετοχών μιας επιχείρησης. Σε αυτές τις περιπτώσεις δεν υπάρχει λόγος για ψηφοφορία, αφού ο μεγαλομέτοχος (51%) λαμβάνει τις αποφάσεις. Όμως, στις περιπτώσεις μειοψηφίας των μετόχων τα πράγματα αλλάζουν και γίνονται δυσκολότερα, εφόσον απαιτείται η δημιουργία συμμαχιών ανάμεσα στους μικρομετόχους για τον επηρεασμό των ληφθεισών αποφάσεων. Επειδή η Διοίκηση έχει περισσότερες ευκαιρίες για επέμβαση στις περιπτώσεις αυτές, η ανάγκη των δικαστηρίων για προστασία των μετόχων γίνεται πιο επιτακτική. Επομένως, η διάχυση της ιδιοκτησίας έχει πιθανότητες να λειτουργήσει μόνο σε χώρες με ισχυρό νομοθετικό σύστημα.

Τέλος, κρίνεται αναγκαίο να τονιστεί το γεγονός ότι σε κάποιες περιπτώσεις η ύπαρξη μεγαλομετόχων συνεπάγεται και κόστος. Για παράδειγμα, όταν οι μεγαλομέτοχοι προσπαθούν να προστατέψουν τα συμφέροντά τους εις βάρος των μικροεπενδυτών.

2. ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, όπου η ύπαρξη των μεγαλομετόχων αποτελεί σπάνιο φαινόμενο, αναπτύχθηκε ένας μηχανισμός για συγκέντρωση της ιδιοκτησίας. Αυτός ο μηχανισμός ονομάζεται εχθρική εξαγορά (hostile takeover). Σε μία τυπική περίπτωση εχθρικής εξαγοράς, η εξαγοράζουσα εταιρία κάνει μια προσφορά προς τους μετόχους της εταιρίας, η οποία αποτελεί στόχο εξαγοράς. Σε περίπτωση αποδοχής αυτής της προσφοράς, η εξαγοράζουσα εταιρία αναλαμβάνει τον έλεγχο της εξαγορασθείσας εταιρίας και αποκτά το δικαίωμα να αντικαταστήσει την ανώτερη Διοίκηση. Σύμφωνα με την υπάρχουσα θεωρία πρόκειται συνήθως για εταιρίες-στόχους, που δεν εμφανίζουν αποτελεσματική κερδοφορία. Επομένως, με την επίτευξη επιτυχούς εξαγοράς η Διοίκηση της εξαγορασθείσας εταιρίας αντικαθίσταται άμεσα. Ακόμα ένα σημείο που πρέπει να τονιστεί είναι ότι η προσφερόμενη τιμή μετοχής είναι μεγαλύτερη από την τρέχουσα, διότι για να πραγματοποιηθεί η εξαγορά θα πρέπει να είναι συμφέρουσα η προσφορά. Αλλιώς, οι μέτοχοι της εταιρίας – στόχου θα την απορρίψουν. Επειδή, λοιπόν, οι

εξαγορές κοστίζουν αρκετά χρήματα, προτείνονται μόνο σε περιπτώσεις εταιριών που εμφανίζουν δυσμενή αποτελέσματα.

Όσον αφορά την αποτελεσματικότητα των εξαγορών ως μηχανισμό Εταιρικής Διακυβέρνησης προκύπτουν τα εξής: Αρχικά, το κόστος των εξαγορών είναι τόσο υψηλό που συμφέρει μόνο σε περιπτώσεις, όπου οι εταιρίες - στόχοι είναι αναποτελεσματικές. Επιπροσθέτως, η εξαγοράζουσα εταιρία μπορεί να υποχρεωθεί να πληρώσει την αναμενόμενη αύξηση στα κέρδη με στόχο να πείσει τους μετόχους να αποδεχτούν την πρότασή της. Αλλιώς, υπάρχει πιθανότητα να απορριφθεί η προσφορά. Επίσης, απαραίτητη προϋπόθεση για την επίτευξη εχθρικών εξαγορών αποτελεί η ύπαρξη αναπτυγμένης κεφαλαιαγοράς υψηλής ρευστότητας, ώστε να υπάρχει η δυνατότητα πρόσβασης σε μεγάλα χρηματικά ποσά, δίχως να χρειάζεται έγκαιρη προειδοποίηση κάποιες μέρες νωρίτερα από πλευράς εξαγοράζουσας εταιρίας. Τέλος, ακόμα μία προϋπόθεση αποτελεί η ύπαρξη κατάλληλου πολιτικού κλίματος, επειδή οι εχθρικές εξαγορές αποτελούν ένα μηχανισμό πολιτικά ευαίσθητο.

3. ΜΕΓΑΛΟΙ ΠΙΣΤΩΤΕΣ

Στην κατηγορία μεγάλων επενδυτών μπορούν να ενταχθούν και διάφοροι πιστωτές, όπως οι τράπεζες. Ομοίως με τους μεγαλομετόχους, οι πιστωτές επενδύουν και αυτοί σημαντικά κεφάλαια σε επιχειρήσεις και επιθυμούν να δουν αποτελέσματα. Πηγή της δύναμής τους αποτελούν πρώτον τα δικαιώματα ελέγχου που παίρνουν σε αντάλλαγμα, όταν παραβιάζονται οι όροι του συμβολαίου από την πλευρά της επιχείρησης. Δεύτερον, ο χρονικός ορίζοντας δανεισμού είναι βραχυπρόθεσμος με αποτέλεσμα οι δανειζόμενοι να επιστρέφουν για επιπλέον κεφάλαια κατά τακτά χρονικά διαστήματα. Επομένως, οι μεγάλοι πιστωτές συνδυάζουν τα δικαιώματα αναφορικά με τις ταμειακές ροές με τη δυνατότητα για παρέμβαση στη λήψη σημαντικών αποφάσεων.

Επιπροσθέτως, σε πολλές χώρες, οι τράπεζες καταλήγουν να έχουν υπό την κατοχή τους ξένα ή ίδια κεφάλαια των επιχειρήσεων, στις οποίες επενδύουν. Συμπερασματικά, μπορούμε να πούμε ότι οι μεγάλοι πιστωτές παρουσιάζουν σημαντικές ομοιότητες με τους μεγαλομετόχους. Όσον αφορά την αποτελεσματικότητα των μεγάλων πιστωτών, ως μηχανισμό Εταιρικής Διακυβέρνησης, εξαρτάται από τα νομικά τους δικαιώματα και διαφέρει από χώρα σε χώρα. Στη Γερμανία και στην Ιαπωνία, η ισχύς των τραπεζών είναι αρκετά σημαντική, διότι:

- οι τράπεζες διαθέτουν μεγάλα ποσοστά μετοχών στις επιχειρήσεις,
- είναι μέλη των διοικητικών συμβουλίων,
- παίζουν σημαντικό ρόλο στο δανεισμό και
- τέλος, λειτουργούν σε περιβάλλον ευνοϊκό για τους πιστωτές.

Σε άλλες χώρες, όμως, ο ρόλος των τραπεζών δεν είναι τόσο αποτελεσματικός όσον αφορά την αντιμετώπιση του προβλήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης (Shleifer και Vishny, 1997). Τέλος, πρέπει να αναρωτηθούμε εάν συμφέρει ή όχι τις επιχειρήσεις η ύπαρξη μεγάλων επενδυτών. Όπως έχει ήδη ειπωθεί στην παρούσα μελέτη, η συγκέντρωση μετοχών στα χέρια λίγων μεγάλων επενδυτών συνεπάγεται σημαντικό κόστος. Σύμφωνα με αποτελέσματα ερευνών, ισχύει ότι η κερδοφορία μιας επιχείρησης αυξάνεται όταν το ποσοστό κατοχής μετοχών από μεγάλους επενδυτές κυμαίνεται μεταξύ 0 και 5%. Μόλις, όμως, ξεπεραστεί το ποσοστό αυτό, η κερδοφορία των επιχειρήσεων παρουσιάζει πτωτική τάση. Είναι λογικό να αναρωτηθεί κανείς γιατί συμβαίνει αυτό. Μια πιθανή εξήγηση αποτελεί το γεγονός ότι μόλις ξεπεραστεί αυτό το όριο, οι επενδυτές αποκτούν σχεδόν πλήρη έλεγχο της επιχείρησης, γεγονός που οδηγεί στην επίτευξη πλέον προσωπικών στόχων (Shleifer και Vishny, 1997).

Ακόμα ένας προβληματισμός που προκύπτει από την συγκέντρωση μετοχών στα χέρια μεγάλων επενδυτών είναι ο ακόλουθος: διαφορετικές τοποθετήσεις ως προς τον κίνδυνο από διαφορετικούς μεγαλοεπενδυτές. Για παράδειγμα, ένας μεγάλος μέτοχος μπορεί να επιθυμεί την ανάληψη ριψοκίνδυνων επενδυτικών προτάσεων, διότι σε περίπτωση επιτυχίας η απόδοση θα είναι αρκετά μεγαλύτερη. Όμως, οι πιστωτές δεν είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν τόσο μεγάλο ρίσκο από την στιγμή που δε συμμετέχουν στα κέρδη της επιχείρησης.

2.1.4 Ο δανεισμός στο πρόβλημα της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Ένα ερώτημα, το οποίο απασχολεί πολλούς μελετητές είναι το εξής: πώς επηρεάζει ο δανεισμός ως μηχανισμός χρηματοδότησης, την Εταιρική Διακυβέρνηση. Ειδικότερα, ο δανεισμός αποτελεί μια δανειακή σύμβαση μεταξύ του οφειλέτη (αυτός που χρειάζεται κεφάλαια, στην περίπτωσή μας επιχειρήσεις) και του πιστωτή (αυτός που δίνει τα κεφάλαια, δηλαδή οι τράπεζες). Ο οφειλέτης δανείζεται τα κεφάλαια που χρειάζεται και

σε αντάλλαγμα υπόσχεται ότι θα ξεπληρώσει τον πιστωτή με μελλοντικές πληρωμές. Επίσης, υπόσχεται να μην παραβιάσει τις νομικές ρήτρες, οι οποίες περιλαμβάνονται στη δανειακή σύμβαση και συνήθως αναφέρονται στη διατήρηση συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων στο εσωτερικό της επιχείρησης. Στην περίπτωση μη αποπληρωμής του δανείου ή παραβίασης των ρητρών της σύμβασης, ο πιστωτής αποκτά κάποια δικαιώματα, όπως κατάσχεση περιουσιακών στοιχείων ή πτώχευση ως έσχατη λύση. Δηλαδή, ο πιστωτής αποκτά δικαιώματα ελέγχου πάνω στην επιχείρηση σε περίπτωση που ο οφειλέτης δεν είναι σε θέση να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις του. Συνέπεια των προηγηθέντων αποτελεί το γεγονός ότι η Διοίκηση πληρώνει χωρίς καθυστερήσεις τις οφειλές της, προκειμένου να μη χάσει κάποιο τμήμα του ελέγχου της επιχείρησης.

Αρκετά άρθρα έχουν ως αντικείμενο μελέτης τα κόστος και τα οφέλη του δανεισμού. Τα τελευταία αναφέρονται στη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης. Παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση, στην οποία η Διοίκηση δεν επενδύει σε σχέδια με αρνητική καθαρή παρούσα αξία ή υποχρεώνεται να πουλήσει περιουσιακά στοιχεία, τα οποία θα άξιζαν περισσότερο χρήματα εάν χρησιμοποιούνταν κάπου αλλού. Όσον αφορά το κόστος που προκύπτει από το δανεισμό είναι το εξής: υπάρχει πιθανότητα μία επιχείρηση να μην αναλάβει κάποια καλά επενδυτικά σχέδια, επειδή οι ρήτρες της δανειακής σύμβασης την εμποδίζουν να δανειστεί επιπλέον κεφάλαια. Επίσης, υπάρχει πιθανότητα να υποχρεωθεί μια επιχείρηση από τους πιστωτές της να προβεί σε ρευστοποίηση σε χρονικές περιόδους που δεν θα είναι συμφέρουσα για την επιχείρηση (Shleifer και Vishny, 1997).

Σύμφωνα με την υπάρχουσα βιβλιογραφία ισχύει ότι οι πιστωτές προστατεύονται καλύτερα σε σύγκριση με τους μετόχους, επειδή τα δικαιώματα των πιστωτών είναι περισσότερο εμφανή και μπορεί κανείς ευκολότερα να αποδείξει την παραβίαση ή όχι των νομικών τους δικαιωμάτων. Ακόμα και σε περιπτώσεις, στις οποίες τα ξένα κεφάλαια δεν παρουσιάζουν υψηλό βαθμό συγκέντρωσης, η αποτελεσματική νομική προστασία των πιστωτών είναι μεγαλύτερη από την αντίστοιχη των μετόχων ιδίων κεφαλαίων με τον ίδιο βαθμό διάχυσης. Όσον αφορά τους πιστωτές, αυτοί είναι κατοχυρωμένοι απέναντι στη Διοίκηση της επιχείρησης. Δεν απαιτείται συντονισμένη προσπάθεια δράσης από την πλευρά των πιστωτών, εφόσον η επιχείρηση έχει ευθύνη απέναντι στον κάθε πιστωτή ξεχωριστά. Επομένως, κάθε πιστωτής έχει τη δυνατότητα να καταφύγει στα δικαστήρια για να του επιστραφούν τα κεφάλαιά του.

Βεβαίως, όταν κάποιος πιστωτής αποφασίζει να κινηθεί νομικά για να πάρει τα χρήματά του πίσω, δραστηριοποιούνται αυτομάτως και οι υπόλοιποι πιστωτές καθώς και τα δικαστήρια για να επιβεβαιώσουν ότι δεν θα τα αρπάξει όλα ο πρώτος και θα φύγει.

Μειονέκτημα για τους μετόχους έναντι των πιστωτών αποτελεί η δυσκολία προσδιορισμού της αγοραίας αξίας της επιχείρησης, δηλαδή η εύρεση της σωστής τιμής για τη μετοχή. Ο προσδιορισμός της απαιτεί όχι μόνο υπολογισμό της αξίας των περιουσιακών στοιχείων αλλά και πρόβλεψη του ρυθμού ανάπτυξης της επιχείρησης στο μέλλον. Αντίθετα, οι πιστωτές ενδιαφέρονται μόνο για την αξία των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης που θα μπουν ως εγγύηση στη δανειακή σύμβαση.

Ένα ακόμα μειονέκτημα για τους μετόχους αποτελεί η συντονισμένη προσπάθεια για δράση, ειδικά στην περίπτωση των μικρομετόχων. Κανείς δεν υπόσχεται στους μετόχους συγκεκριμένες πληρωμές σε αντάλλαγμα για τα κεφάλαιά τους, ούτε συγκεκριμένη ημερομηνία κατά την οποία η επιχείρηση θα ρευστοποιηθεί και θα διανείμει τα προϊόντα της. Τα μερίσματα που τους δίδονται σε αντάλλαγμα εξαρτώνται από τη διακριτική ευχέρεια της Διοίκησης καθώς και από την ύπαρξη κερδών. Επιπροσθέτως, οι μέτοχοι δεν μπορούν να διεκδικήσουν περιουσιακά στοιχεία ούτε έχουν κάποια εγγύηση σε σύγκριση με τους πιστωτές. Υπάρχει πιθανότητα να μην πάρουν ποτέ τίποτα πίσω από τις επενδύσεις τους.

2.2 Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η αναγκαιότητα θέσπισης συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης πηγάζει από το κλασικό πρόβλημα της αντιπροσώπευσης, δηλαδή τη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ εντολέα και εντολοδόχου ή αλλιώς μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών στο εσωτερικό μιας επιχείρησης. Αυτή η σύγκρουση συμφερόντων καθιστά αναγκαίο το σχεδιασμό τέτοιων συστημάτων, ώστε να διασφαλίζονται τα συμφέροντα των μετόχων/επενδυτών. Αυτά τα συστήματα, γνωστά ως συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης, έχουν ως βασικό στόχο τη διασφάλιση διαφανούς χρηστής και αποτελεσματικής διοίκησης που μεγιστοποιεί την οικονομική αξία της επιχείρησης, προστατεύοντας ταυτοχρόνως τα συμφέροντα όλων των μετόχων και πιστωτών.

Η ύπαρξη ενός αποτελεσματικού συστήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης, στο εσωτερικό μιας επιχείρησης καθώς και στην οικονομία γενικότερα, συμβάλλει στη

δημιουργία εμπιστοσύνης, η οποία είναι απαραίτητη για την σωστή λειτουργία της αγοράς. Συνέπεια, το κόστος κεφαλαίου είναι χαμηλότερο και οι επιχειρήσεις έχουν τη δυνατότητα να κατανέμουν τους πόρους τους με πιο ορθολογικό τρόπο. Περαιτέρω, η έλλειψη ισχυρών συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτελεί τροχοπέδη για την ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών. Σύμφωνα με αποτελέσματα ερευνών, παρατηρείται αποθάρρυνση των επενδυτών να προσφέρουν κεφάλαια στις επιχειρήσεις σε χώρες με ασθενή συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης. Τα στοιχεία από τις λιγοστές υπάρχουσες έρευνες πάνω στο αντικείμενο είναι ελλιπή και δεν καταλήγουν σε συμπεράσματα όσον αφορά την ύπαρξη ή μη “ιδανικού” συστήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης, όπως επίσης δεν μπορούν να δώσουν απάντηση στο ερώτημα ποιο είναι αυτό το σύστημα και σε ποια χώρα εφαρμόζεται. Το κέντρο ενδιαφέροντος των σύγχρονων συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης είναι το Διοικητικό Συμβούλιο, η οργάνωσή του, και η εξασφάλιση ανεξαρτησίας του από μεγαλομετόχους και ανώτατα διευθυντικά στελέχη της εταιρίας. Υπάρχουν δύο βασικές αρχές που πρέπει να ακολουθούνται (Charkham and Simpson, 1999) :

- Το μάνατζμεντ πρέπει να είναι ελεύθερο να διοικεί την επιχείρηση με τις ελάχιστες δυνατές παρεμβολές και τη μέγιστη δυνατή παρακίνηση.
- Το μάνατζμεντ πρέπει να είναι υπόλογο για την αποτελεσματική και αποδοτική χρήση αυτής της ελευθερίας. Ο έλεγχος πρέπει να γίνεται σε δύο επίπεδα:
 1. έλεγχος του μάνατζμεντ από το Διοικητικό Συμβούλιο και
 2. έλεγχος του Διοικητικού Συμβουλίου από τους μετόχους.

Συνέπεια των παραπάνω αποτελεί η διαμόρφωση δύο βασικών συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης: πρώτον το αγγλοσαξονικό ή εξωτερικό (shareholder-based system) και δεύτερον το ευρωπαϊκό ή εσωτερικό (stakeholder-based system). Κοινό στοιχείο και των δύο συστημάτων αποτελεί ο συνδυασμός της νομικής προστασίας των επενδυτών και της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας, ενώ διαφοροποιησιμο στοιχείο αποτελεί το ισχύον δίκαιο κάθε χώρας. Κάποιες χώρες ακολουθούν κανονικό δίκαιο (common-law), ενώ κάποιες άλλες κανονιστικό δίκαιο (code-law) με αποτέλεσμα να παρατηρούνται διαφορές στα συστήματα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, αναφορικά με τον τρόπο κατάρτισης οικονομικών καταστάσεων, τον ρόλο των ορκωτών

λογιστών και τους κανόνες. Στην πρώτη κατηγορία συμμετέχουν χώρες, όπως οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, ενώ στη δεύτερη συμμετέχουν χώρες, όπως η Γερμανία, η Ιαπωνία και η Γαλλία.

2.2.1 Το Αγγλοσαξονικό ή εξωτερικό σύστημα

Στο αγγλοσαξονικό σύστημα (shareholder-based system) κυριαρχούν τα εξής βασικά χαρακτηριστικά: μεγάλη διασπορά μετοχικών κεφαλαίων, δραστήρια αγορά εταιρικού ελέγχου (σε περιπτώσεις εχθρικών εξαγορών), υψηλή ρευστότητα κεφαλαιαγορών και βραχυπρόθεσμος επενδυτικός ορίζοντας. Το νομικό σύστημα των χωρών αυτών είναι από τα ισχυρότερα σε ολόκληρη την υφήλιο. Οι συγκρούσεις συμφερόντων δημιουργούνται μεταξύ ισχυρής Διοίκησης και αδύναμων μετόχων. Βασικό μηχανισμό συμμόρφωσης της Διοίκησης προς τα συμφέροντα των μετόχων αποτελεί η κεφαλαιαγορά, ενώ βασικό μηχανισμό ελέγχου της Διοίκησης από τους μετόχους η αγορά εταιρικού ελέγχου (market for corporate control). Η επέμβαση των πιστωτών είναι περιορισμένη, ενώ παρατηρείται μία τάση συγκέντρωσης μετοχών από θεσμικούς επενδυτές. Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων επιτελείται δια μέσου της ίδιας της αγοράς. Μπορεί να ειπωθεί ότι, ο κυρίαρχος ρόλος των πιστωτών που παρατηρείται στη Γερμανία και στην Ιαπωνία, στις ΗΠΑ αντιστοιχεί στο ρόλο των διαφόρων συνταξιοδοτικών οργανισμών, οι οποίοι επενδύουν τα διαθέσιμά τους κεφάλαια σε επιχειρήσεις με βασικό κριτήριο τα οφέλη που θα αποκομίσουν, κυρίως σε βραχυχρόνια βάση. Όσον αφορά τη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου, τα μέλη προέρχονται έξω από την επιχείρηση (NED). Τέλος, δημιουργείται έντονος ανταγωνισμός, ο οποίος σε συνδυασμό με τη λειτουργία της αγοράς θεωρούνται ότι επαρκούν για την ερμόνιση των συμφερόντων μεταξύ μετόχων και Διοίκησης, η οποία φυσικά οδηγεί σε μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης.

2.2.2 Το Ευρωπαϊκό ή εσωτερικό σύστημα

Στο εσωτερικό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης (stakeholder-based system) κυριαρχούν τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

- υψηλή συγκέντρωση μετοχικής ιδιοκτησίας,
- χαμηλότερη ρευστότητα κεφαλαιαγορών και
- μακροπρόθεσμος επενδυτικός ορίζοντας.

Η χαμηλότερη ρευστότητα κεφαλαιαγορών αντιδρά αρνητικά στους επενδυτές, εφόσον οδηγεί στον περιορισμό διαθέσιμων κεφαλαίων. Οι συγκρούσεις συμφερόντων δημιουργούνται μεταξύ μεγαλομετόχων και αδύναμων μετόχων. Επίσης, οι εχθρικές εξαγορές αποτελούν σπανιότερο φαινόμενο, ενώ ο ρόλος των τραπεζών είναι περισσότερο ενισχυμένος. Ειδικότερα, οι τράπεζες αποτελούν το κύριο μέσο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, γεγονός που δικαιολογεί τη συμμετοχή τους στη Διοίκηση των τελευταίων στην προσπάθειά τους για διασφάλιση των συμφερόντων τους ως χρηματοδότες. Επειδή, το μεγαλύτερο μέρος των μετοχών είναι συγκεντρωμένο ή στα χέρια των ιδρυτών ή στα χέρια χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, αναπτύσσονται μακροχρόνιες σχέσεις μεταξύ εταίρων και Διοίκησης, οι οποίες οδηγούν σε μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης. Δίνεται βαρύτητα σε επενδύσεις με μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα, σε αντίθεση με το αγγλοσαξονικό σύστημα, όπου κυριαρχεί ο βραχυπρόθεσμος επενδυτικός ορίζοντας. Στις υπόλοιπες χώρες, τα συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης δεν μπορούν να χαρακτηριστούν αποτελεσματικά στον ίδιο βαθμό, διότι παρατηρείται σοβαρή έλλειψη νομικής προστασίας των επενδυτών. Οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν σοβαρές δυσκολίες στην ανεύρεση εξωτερικών κεφαλαίων. Μοναδική επιλογή σε τέτοιες περιπτώσεις αποτελεί η χρηματοδότηση από το εσωτερικό της επιχείρησης, δηλαδή παραμένουν οικογενειακές επιχειρήσεις. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση της Ιταλίας, όπου η πλειοψηφία των επιχειρήσεων είναι οικογενειακές και βασίζονται στην εσωτερική ανεύρεση επενδυτικών κεφαλαίων.

2.3 Ελληνικό Μοντέλο

Στην Ελλάδα, η Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί πρόσφατο φαινόμενο σε αντίθεση με το διεθνή χώρο. Εμφανίστηκε για πρώτη φορά στα μέσα της δεκαετίας του '90. Σε γενικές γραμμές, ισχύει ο χαρακτηρισμός της εικόνας της Εταιρικής Διακυβέρνησης ως αρνητικής (Μούζουλας, 2003), παρά την πληθώρα ποικίλων προσπαθειών θέσπισης κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης με στόχο την προσαρμογή

του ελληνικού συστήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης βάσει των αντίστοιχων υποδειγμάτων διεθνώς. Συνέπεια όλων των προαναφερόμενων προσπαθειών αποτέλεσε η επιρροή στον τρόπο οργάνωσης και λειτουργίας των εισηγμένων κυρίως επιχειρήσεων, συμβάλλοντας σε μεγάλο βαθμό στη διαμόρφωση των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών διακυβέρνησης των ελληνικών εταιριών. Ειδικότερα, βασικό χαρακτηριστικό των ελληνικών επιχειρήσεων αποτελεί η έντονη συγκέντρωση της εξουσίας από μικρές ομάδες μετόχων, αποτελούμενες ως επί το πλείστον από οικογένειες. Όμως, αυτή η συγκέντρωση εξουσίας στα χέρια λίγων μεγαλομετόχων δυσχεραίνει τη διάδοση των αρχών της Εταιρικής Διακυβέρνησης, δεδομένου ότι αυτές ενισχύουν τα δικαιώματα των μετόχων μειοψηφίας καθώς και το ρόλο των εποπτικών οργάνων, γεγονός που έρχεται σε αντίθεση με τα συμφέροντα των μετόχων πλειοψηφίας της εξουσίας.

Ταυτόχρονα, η έλλειψη ενός σαφούς και ενιαίου πλαισίου διακυβέρνησης, σε συνδυασμό με την ρηχότητα της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, συμβάλλουν στη διαμόρφωση ενός ιδιαίτερα αρνητικού κλίματος όσον αφορά την προσέλκυση ξένων θεσμικών επενδυτών, οι οποίοι προτιμούν και επιλέγουν επιχειρήσεις που εφαρμόζουν αρχές “καλής” Εταιρικής Διακυβέρνησης. Επίσης, προβληματική κρίνεται και η συμμετοχή των Ελλήνων θεσμικών επενδυτών, οι οποίοι προτιμούν τη διατήρηση της υφιστάμενης κατάστασης και αντιτίθενται σε κάθε ρύθμιση που θίγει τα κεκτημένα δικαιώματά τους (Μούζουλας, 2003). Επιπροσθέτως, στην Ελλάδα, οι τράπεζες δεν συμμετέχουν στη Διοίκηση των επιχειρήσεων, παρόλο που η χρηματοδότηση που τους παρέχουν χαρακτηρίζεται ως επί το πλείστον αρκετά υψηλή. Αντιθέτως, όπως έχει ήδη αναφερθεί στην παρούσα εργασία, στη Γερμανία και στην Ιαπωνία ο ρόλος των τραπεζών είναι ιδιαίτερα ενισχυμένος.

Στην Ελλάδα, όσον αφορά τη δομή του Διοικητικού Συμβουλίου και τη λειτουργία του, παρατηρούνται τα ακόλουθα χαρακτηριστικά. Το Διοικητικό Συμβούλιο απαρτίζεται από εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη. Τα μη εκτελεστικά μέλη πρέπει να αποτελούν το 1/3 του συνόλου των μελών και αποτελούν τα πρόσωπα στα οποία οφείλει να αναφέρεται ο εσωτερικός ελεγκτής της επιχείρησης. Επίσης, οι εταιρίες θα πρέπει να διαθέτουν τουλάχιστον δύο ανεξάρτητα μέλη στο διοικητικό τους συμβούλιο, ώστε να εναρμονίζουν τα συμφέροντα μεταξύ των αντιμαχόμενων πλευρών. Άλλο βασικό χαρακτηριστικό αποτελεί η συγκέντρωση στο ίδιο πρόσωπο των ρόλων του Διευθύνοντα Συμβούλου και του Προέδρου. Αξίζει να τονιστεί, ότι σε περιπτώσεις που δεν ισχύει αυτή η δυαδικότητα, ο Πρόεδρος δε διαθέτει πραγματική εξουσία. Επιπροσθέτως, όσον

αφορά τις διαδικασίες αποδοχών των διοικητικών στελεχών, προβλέπεται τα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου να αμείβονται με διαφορετικό τρόπο από τα εκτελεστικά. Η ισχύς ή μη των συγκεκριμένων διαδικασιών εξαρτάται από την απόφαση της γενικής συνέλευσης ή από τον καθορισμό της στο καταστατικό της κάθε επιχείρησης.

2.4 Πως εφαρμόζεται η Εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα;

Οι ανάγκες επενδυτικών κεφαλαίων των ελληνικών επιχειρήσεων μέσα στο σύγχρονο παγκοσμιοποιημένο πλαίσιο τις υποχρεώνει να στραφούν στις κεφαλαιαγορές προσφέροντας νέους μετοχικούς τίτλους. Αυτή η διευρυμένη προσφορά μετοχικών τίτλων προς το ευρύ επενδυτικό κοινό συντελεί στην αλλαγή του χαρακτήρα της ιδιοκτησίας τους. Η πολυμετοχική ιδιοκτησία συνεπάγεται τον διαχωρισμό μεταξύ της ιδιοκτησίας και ελέγχου καθώς και την ανάδειξη των στελεχών (managers) των επιχειρήσεων. Ο διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου των επιχειρήσεων συνοδεύεται από την εμφάνιση ενός σημαντικού προβλήματος, το οποίο προκύπτει από τη δυνατότητα που έχουν τα στελέχη να κυβερνούν την επιχείρηση στο πλαίσιο της εξουσίας που τους παρέχεται, προς ίδιον όφελος και όχι προς αυτό των μετόχων ιδιοκτητών.

Στην Ελλάδα, αυτό το πρόβλημα πήρε μια κάπως πιο διαφορετική μορφή από αυτή που αναφέραμε, τα στελέχη (managers) και οι μέτοχοι που ελέγχουν την πλειοψηφία των μετοχών της επιχείρησης ουσιαστικά ταυτίζονται: αυτό δημιουργεί προβλήματα στην μειοψηφούσα κατηγορία επενδυτών- μετόχων. Τα προβλήματα μπορούν να εστιαστούν σε δύο κυρίως πλευρές:

1. Στα θέματα που σχετίζονται με την πληροφόρηση, είτε αυτή αφορά τα χρηματοοικονομικά δεδομένα της επιχείρησης, είτε αφορά τα επιχειρηματικά σχέδια της επιχείρησης, όπως επίσης και το θέμα της κατάχρησης της εσωτερικής πληροφόρησης από την πλευρά των στελεχών (managers).
2. Στην ισότιμη και δίκαιη αντιμετώπιση των μετόχων.

Μία από τις πρώτες έρευνες που πραγματοποιήθηκαν αναφορικά με το θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα, είναι αυτή των Φλώρου και Γαλαρνιώτη (2006) οι οποίοι χρησιμοποιώντας τον ελληνικό κώδικα του 1999, τον Νόμο 3016/2002 περί

εταιρικής διακυβέρνησης (βλ. παράρτημα Α) και το αγγλικό κώδικα του 2000 συγκέντρωσαν τις μεταβλητές τους. Το κύριο αποτέλεσμα της έρευνάς τους ήταν ότι το συνολικό σκορ εταιρικής διακυβέρνησης για όλες τις επιχειρήσεις του δείγματος ήταν 54,98% ποσοστό που ίσως δεν ήταν πολύ ενθαρρυντικό, όμως σύμφωνα με τους ερευνητές δικαιολογείται από το γεγονός ότι ο νόμος περί εταιρικής διακυβέρνησης (3012/2002), το 2003 που πραγματοποιήθηκε η έρευνα ήταν πρόσφατος.

Επιπλέον, στην ελληνική ακαδημαϊκή αρθρογραφία συναντούμε την έρευνα των Ξανθάκη, Τσιπούρη και Σπανού (2005), η οποία βασίστηκε στον ελληνικό κώδικα 1999. Οι ερευνητές μελέτησαν ένα δείγμα αποτελούμενο από τις είκοσι μεγαλύτερες επιχειρήσεις του ΧΑΑ (FTSE/ASE20), από τα ετήσια δελτία των οποίων περισυνέλεξαν τις απαραίτητες πληροφορίες για τα έτη 2001, 2002 και 2003. Υπέβαλαν το δείγμα σε 54 ερωτήσεις. Η έρευνα κατάληξε στο συμπέρασμα ότι το συνολικό σκορ εταιρικής διακυβέρνησης είναι για το 2001 77,8% και για το 2002 81,1% , υποδεικνύοντας ότι σταδιακά οι ελληνικές επιχειρήσεις συμμορφώνονται προς την τήρηση ορθών πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης.

Οι Ζοπουνίδης, Σπάθης και Δουμπού (2002), αναφέρουν χαρακτηριστικά ότι τα στελέχη των εισηγμένων κυρίως επιχειρήσεων λειτουργούν ως “όργανα παραγωγής λογιστικών αριθμών”, είτε με τη θέληση τους είτε χωρίς αυτήν και ως εκ τούτου η έκδοση και η δημοσίευση παραποιημένων οικονομικών καταστάσεων είναι γεγονός. Οι επιτροπές ελέγχου των εν λόγω επιχειρήσεων στην πραγματικότητα δεν λειτουργούν. Στα διοικητικά συμβούλια αυτών των επιχειρήσεων συμμετέχουν με υψηλό ποσοστό εξωτερικά στελέχη, τα οποία στην ουσία δεν συμμετέχουν στη διοίκηση. Οι επιχειρήσεις αυτές στην πλειονότητα τους διοικούνται από στελέχη με στενές οικογενειακές σχέσεις όπου τις αποφάσεις λαμβάνουν συγγενικά πρόσωπα.

Επίσης, αξίζει να αναφέρουμε τις έρευνες που πραγματοποιήθηκαν από το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών και την ελεγκτική εταιρία Grant Thornton (2005 & 2006). Η εν λόγω έρευνες μελέτησαν το θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης για το σύνολο των εισηγμένων εταιριών τα έτη 2005 και 2006, χρησιμοποιώντας το ίδιο ερωτηματολόγιο και για τις δύο υπό μελέτη χρονιές. Οι έρευνες βασίστηκαν στο θεσμικό πλαίσιο περί Εταιρικής Διακυβέρνησης (Ν 3016/2002), στις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα υπό το συντονισμό της επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (1999) καθώς επίσης και στις διεθνείς πρακτικές (Sarbanes-Oxley Act 2002, The Combined Code on Corporate Governance). Πιο συγκεκριμένα, η πρώτη έρευνα πραγματοποιήθηκε

το διάστημα 01/02/2005 έως 30/06/2005 με τελικό δείγμα 110 επιχειρήσεων, ενώ για τη δεύτερη δεν δίνονται συγκεκριμένες ημερομηνίες και το τελικό δείγμα ήταν 80 επιχειρήσεις. Οι έρευνες καταλήγουν στο ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις έχουν επιτροπή ελέγχου που όμως δεν αποτελείται από τον αριθμό μη εκτελεστικών μελών που απαιτείται από το νόμο ενώ επίσης σχεδόν όλες οι επιχειρήσεις παρέχουν ισότιμη, έγκαιρη και χαμηλού κόστους πληροφόρηση στους μετόχους. Παράλληλα, και τα δύο έτη, μόλις 3 στις 10 επιχειρήσεις δηλώνουν ότι έχουν υιοθετήσει πλήρως τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης, αλλά παρατηρείται ότι τα διοικητικά συμβούλια δεν ανταποκρίνονται στον εποπτικό τους ρόλο και η αναλογία εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του, που ορίζεται από το νόμο (Ν 3016/2002), δε τηρείται από τη πλειοψηφία των επιχειρήσεων. Επιπρόσθετα, τα αποτελέσματα υποδεικνύουν σημαντική πρόοδο αφού όλο και περισσότερες επιχειρήσεις συστήνουν επιτροπή αποδοχών και προσδιορίζουν στον εσωτερικό κανονισμό λειτουργίας τους αναλυτικά όλα τα σημεία που ορίζει ο νόμος περί εταιρικής διακυβέρνησης.

Δυστυχώς όμως, η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα δεν είναι ευρέως διαδεδομένη. Σε αυτό συνέτεινε το γεγονός ότι για τη μέση ελληνική επιχείρηση οι μέτοχοι, τα στελέχη και το διοικητικό συμβούλιο είναι ένα και το αυτό, με συνέπεια η ρύθμιση των σχέσεων μεταξύ των τριών πλευρών να καθίσταται προβληματική. Η ωρίμανση της κεφαλαιαγοράς τα τελευταία χρόνια, αλλά και η κρίση του 1999, οδήγησε στην μεγαλύτερη ευαισθητοποίηση του νομοθέτη αλλά και της αγοράς γύρω από τα ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης, όμως ο προβληματισμός αυτός έχει οδηγήσει μόνο στην εκπόνηση κάποιων σωστών συστάσεων από την αρμόδια υποεπιτροπή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, καθώς και στη λήψη λίγων αποσπασματικών μέτρων, που σε καμία περίπτωση δεν αντιμετωπίζουν το θέμα συνολικά (Μητσοτάκης Κυριάκος, 2001).

Για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεις, η υιοθέτηση αυστηρών κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης είναι περίπου μονόδρομος, όχι διότι αυτό απαιτείται από το υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο, αλλά επειδή αργά ή γρήγορα η ίδια η αγορά θα ανταμείψει εκείνες τις επιχειρήσεις, που θα ρυθμίζουν με το βέλτιστο τρόπο τις σχέσεις μεταξύ μετόχων, στελεχών, και διοικητικού συμβουλίου. Πρακτικές όπως η ανάδειξη του διοικητικού συμβουλίου σε κύριο πόλο λήψης αποφάσεων που αφορούν τη στρατηγική της επιχείρησης και ο διορισμός ανεξάρτητων, μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο θα αποτελούν ολοένα και πιο πολύ αντικείμενο διαφοροποίησης μεταξύ των εισηγμένων επιχειρήσεων. Όπως προαναφέραμε, πρόσφατη έρευνα της

εταιρίας McKinsey (2001) κατέδειξε ότι οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν ένα premium, που ξεπερνά το 20%, για επιχειρήσεις με σωστές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης.

Η βελτίωση των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης αφορά όμως εξίσου και τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις. Η συμμετοχή εταιριών venture capital στο μετοχικό κεφάλαιο μη εισηγμένων επιχειρήσεων είναι συνήθως το πρώτο βήμα προκειμένου οι επιχειρήσεις αυτές να εξοικειωθούν με τις σύγχρονες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης και να προετοιμασθούν για τις υποχρεώσεις τους όταν θα εισέλθουν στην κεφαλαιαγορά.

Στη χώρα μας, οι σχετικές μεταρρυθμίσεις εισήχθησαν με το Νόμο 3016/2002, ο οποίος αναφέρθηκε και προηγουμένως. Επίσης υπάρχει η ευρωπαϊκή Οδηγία (2003/51/EC) η οποία θεσμοθετεί υπέρ της διαφάνειας και του ελέγχου των εταιρικών οικονομικών δεδομένων. Ο Νόμος 3016/2002 κινείται πολύ κοντά στο πλαίσιο του Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς της Επιτροπής Cadbury. Οι νόμοι 3016 και 3090 του 2002 ορίζουν ότι κάθε εταιρία που είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο, οφείλει να τηρεί κάποιους κανόνες συμπεριφοράς ώστε να μην παρατηρείται η εκμετάλλευση της μειοψηφίας των μετόχων από τους μεγαλο-μετόχους. Πιο συγκεκριμένα, ο Νόμος 3016/2002, εισάγει θέματα διοίκησης και λειτουργίας ανώνυμων εταιριών που έχουν εισηγμένες μετοχές, ή άλλες κινητές αξίες τους, σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά που λειτουργεί στη χώρα μας. Ο νόμος ορίζει ότι πρώτιστη υποχρέωση των μελών του διοικητικού συμβουλίου αποτελεί η διαρκής επιδίωξη ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της επιχείρησης και η προάσπιση του γενικού επιχειρησιακού συμφέροντος. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου απαγορεύεται να επιδιώκουν συμφέροντα αντίθετα προς τα συμφέροντα της επιχείρησης. Επιπλέον, σύμφωνα με το νόμο το διοικητικό συμβούλιο καθορίζει τις αμοιβές των διευθυντικών στελεχών. Στο διοικητικό συμβούλιο της κάθε επιχείρησης πρέπει να υπάρχουν δύο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών (μη εκτελεστικά μέλη 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών), καθώς και οργανωμένος εσωτερικός έλεγχος. Η διενέργεια εσωτερικού ελέγχου πραγματοποιείται από μια ειδική υπηρεσία της επιχείρησης, στην οποία απασχολείται τουλάχιστον ένα φυσικό πρόσωπο πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης, το οποίο δεν υπάγεται ιεραρχικά σε καμιά άλλη υπηρεσιακή μονάδα της επιχείρησης και ορίζεται από το διοικητικό συμβούλιο. Επιπρόσθετα η εταιρία υποχρεούται να διατηρεί ιστοσελίδα στο διαδίκτυο στην οποία να αναγράφονται όλα τα οικονομικά και άλλα στοιχεία που ενδιαφέρουν τους μετόχους.

Σε γενικές γραμμές ο Νόμος 3016/2002 αποτελεί στέρεο βήμα προς τη σωστή κατεύθυνση και όπως προκύπτει από τις έρευνες που αναφέραμε στην υποενότητα αυτή, εφαρμόζεται ολοένα και περισσότερο. Το φαινόμενο όμως που παρατηρείται είναι ότι η εφαρμογή του Νόμου 3016/2002, προς το παρόν τουλάχιστον, παραμένει σε τυπικό επίπεδο παραβλέποντας το πνεύμα και την ουσία του νόμου.

2.5 Πραγματική ή επιφανειακή εφαρμογή των διατάξεων του Ν.3016/2002 ;

Το 2006 ο Μπάμπης Εγγλέζου εξέφρασε την άποψη του περί του ζητήματος αυτού, η οποία θεωρήθηκε ιδιαίτερα “καυστική”. Στην άποψη του λοιπόν αυτή εκφράζει τις υποψίες του ότι ο θεσμός εταιρικής διακυβέρνησης υφίσταται σε θεωρητική και όχι σε πρακτική βάση όπως θα έπρεπε και αυτό διότι τα ανεξάρτητα μέλη των διοικητικών συμβουλίων για παράδειγμα, στην συντριπτική τους πλειοψηφία, μόνο ανεξάρτητα δεν είναι, αφού διορίζονται από το ίδιο το διοικητικό συμβούλιο της επιχείρησης μαζί με έναν ικανοποιητικό μισθό υπό μορφή οδοιπορικών. Αποτέλεσμα να διορίζονται σαν ανεξάρτητα μέλη άτομα που ελάχιστη σχέση έχουν με τα δρώμενα στην επιχείρηση και να απουσιάζουν επιδεικτικότητας από τις γενικές συνελεύσεις των επιχειρήσεων. Επιπρόσθετα, τονίζει ότι οι ιστοσελίδες των επιχειρήσεων ελάχιστα ενημερώνονται και η πληροφόρηση των επενδυτών είναι επιεικώς απαράδεκτη.

Το ίδιο ζήτημα με τις ιστοσελίδες επιβεβαιώνεται και από μια έρευνα του Συνδέσμου Επενδυτών & Διαδικτύου – ΣΕΔ (www.sed.gr), η οποία συμπεραίνει πως η συντριπτική πλειοψηφία των ιστοσελίδων των εισηγμένων επιχειρήσεων, βρίσκεται σε κατάσταση “εγκατάλειψης” και ουδείς από τις εποπτικές αρχές ενδιαφέρεται για την βελτίωση αυτής της κατάστασης.

Το 2008 με ένα δημοσίευμα του ο Θανάσης Μαυρίδης στο *capital.gr*, θέλοντας να τονίσει και να επισημάνει τη σημασία του διαδικτύου και το πόσο αναγκαία και χρήσιμη είναι η χρήση ιστοσελίδων από τις εταιρίες, χρησιμοποίησε ένα παράδειγμα με μία εταιρία βιοτεχνολογίας του εξωτερικού, της οποίας το “τέλος”, πιστοποιήθηκε από την αγορά όταν έπαψε να λειτουργεί η ιστοσελίδα της στο διαδίκτυο. Όλοι πλέον γνωρίζουμε ότι με το διαδίκτυο έχουμε την πιο γρήγορη και άμεση πληροφόρηση. ***Τι συμβαίνει όμως στην Ελλάδα;***

Στη συνέχεια λοιπόν του άρθρου του επισημαίνει πως αν ξένοι επενδυτές προσπαθούσαν να εισέλθουν στις ιστοσελίδες πολλών ελληνικών επιχειρήσεων θα αποκτούσαν την ίδια εντύπωση με εκείνη της εταιρίας βιοτεχνολογίας. Θα αναρωτιόντουσαν δηλαδή για το αν η εταιρία έκλεισε ή καλύτερα αν ήταν ποτέ σε λειτουργία.

Αναφέρει μάλιστα ένα πολύ σημαντικό γεγονός που συνέβη στη Γερμανία όταν εκπρόσωποι τεσσάρων ελληνικών μικρομεσαίων εισηγμένων εταιριών αποφάσισαν να συμμετάσχουν σε μία παρουσίαση στην προαναφερθείσα χώρα. Αφού ολοκλήρωσαν την παρουσίασή τους κάποια στιγμή ένας διαχειριστής ρώτησε για το αυτονόητο: «Πώς θα παρακολουθούμε την εξέλιξη των εταιρικών σας υποθέσεων; Έχετε ιστοσελίδες, έτσι δεν είναι»; Οι Έλληνες επιχειρηματίες κοιτιόντουσαν απορημένοι. Πιθανόν να αναρωτιόντουσαν το λόγο για τον οποίο τέθηκε μια τέτοιου είδους ερώτηση και για το αν όντως είναι τελικά σημαντικό να διατηρούν οι επιχειρήσεις ιστοσελίδες στο διαδίκτυο.

Μέχρι σήμερα οι εταιρίες αυτές έχουν κακές σχέσεις με το διαδίκτυο. Αδυνατούν να καταλάβουν ότι θα πρέπει να καλύψουν την ανάγκη της ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού κι όχι μόνο του ελληνικού. Θα πρέπει να είναι σε θέση να πληροφορήσουν και τον τελευταίο υποψήφιο μέτοχό τους από την οποιαδήποτε γωνιά του κόσμου. Κλείνοντας τόνισε πως “η εποχή του internet έχει φτάσει και στην Ελλάδα. Μόνο που η είδηση αυτή δεν έχει φτάσει ακόμη σε πολλούς Έλληνες επιχειρηματίες.” Κατά μία άλλη εκδοχή πρόκειται για μία ακόμη ένδειξη του πως κάποιοι αντιλαμβάνονται την εταιρική διακυβέρνηση. Σκληρή μεν, αλήθεια δε, για την Ελληνική Πραγματικότητα.

Αρκετές διεθνείς εταιρίες έχουν προσπαθήσει κατά το παρελθόν να κάνουν έρευνα για την Εταιρική Διακυβέρνηση στη χώρα μας. Τα αποτελέσματα συνήθως δεν ανακοινώνονται, γιατί απλούστατα στην πράξη διαπιστώνεται ότι δεν υπάρχει εταιρική διακυβέρνηση με την ουσιαστική έννοια του όρου.

Η τελευταία ανακοίνωση έρευνας για την εταιρική διακυβέρνηση έγινε από την Grand Thorton και κατέδειξε αυτά ακριβώς που γνωρίζουν όλοι όσοι ασχολούνται με την κεφαλαιαγορά: Ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση εφαρμόζεται μόνο για να τηρείται ο τύπος του νόμου και σε καμία περίπτωση το πνεύμα και η ουσία που είναι η έγκαιρη και έγκυρη ενημέρωση των επενδυτών και η συμμετοχή των μετόχων μειοψηφίας στη λήψη αποφάσεων.

Έρευνες που διεξάγονται παγκοσμίως αποδεικνύουν ότι η χρηστή εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης, αποβαίνει τελικά προς όφελος των ίδιων των επιχειρήσεων, καθώς αυξάνει την κερδοφορία τους και βοηθάει πολύ στην οικονομική τους ανάπτυξη.

-Τέλος 2^{ου} Κεφαλαίου-

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

3.1 Τι είναι η χειραγώγηση των λογιστικών κερδών;

Η χειραγώγηση των λογιστικών κερδών αναφέρεται στο σκόπιμο χειρισμό των στοιχείων των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, όπως η υπερτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού, των πωλήσεων και των κερδών, ή η υποτίμηση των υποχρεώσεων, των εξόδων ή των ζημιών, με σκοπό να δημιουργηθεί η επιθυμητή εικόνα για την κατάσταση της επιχείρησης.

Στο παρελθόν οι λογιστικές παρατυπίες είχαν ως κύριο σκοπό την φορολογική ελάφρυνση των επιχειρήσεων μέσω της εμφάνισης μικρότερων κερδών γεγονός που επιτυγχανόταν με την παρουσίαση επίπλαστων εξόδων. Τα κίνητρα και οι στόχοι που εξυπηρετούσε όμως η χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων άλλαξαν με την είσοδο πολλών επιχειρήσεων στη χρηματαγορά. Ο νέος στόχος είναι η αύξηση των εσόδων και η γρήγορη ανάπτυξη τους ώστε να επιτευχθεί η επιθυμητή αύξηση των κερδών, μέσω της προσέλκυσης ξένων κεφαλαίων.

Η πράξη της παραποίησης των λογιστικών καταστάσεων, στην υπάρχουσα αρθρογραφία αναφέρεται ως αλλοίωση της ορθής εικόνας των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, χειραγώγηση των λογιστικών κερδών, ή του λογιστικού αποτελέσματος γενικότερα, δημιουργική λογιστική, λογιστική διαχείριση των αποτελεσμάτων, επινοητική λογιστική, εξομάλυνση των αποτελεσμάτων χρήσης ή ακόμα ωραιοποίηση και διαχείριση τους. Στην Ελλάδα η έννοια του earnings management είναι κυρίως γνωστή ως χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων.

Ένας πιο επίσημος ορισμός είναι ότι παραποίηση είναι η εκούσια, εσκεμμένη ενέργεια από ένα ή περισσότερα άτομα της διοίκησης, των εργαζομένων, η τρίτου μέρους που έχουν ως αποτέλεσμα την ψευδή παρουσίαση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων.

Σύμφωνα με τους Akers D. Michael, Giacomino E. Don & Bellovary L. Jodi (2007), η χειραγώγηση των λογιστικών κερδών αναγνωρίζεται ως προσπάθειες από τα στελέχη να επηρεάσουν ή να χειραγωγήσουν τα αναφερόμενα κέρδη στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις με τη χρήση ειδικών λογιστικών μεθόδων.

Η επιλογή λογιστικών διαδικασιών, εντός των ορίων των γενικά αποδεκτών

λογιστικών αρχών, με στόχο να εμφανιστεί το επιθυμητό επίπεδο κερδών, είναι γνωστή ως χειραγώγηση κερδών (Κουμανάκος, Σηριόπουλος και Γεωργόπουλος, 2005).

Σύμφωνα με τους Paul M. Healy και James M. Wahlen (1999), η χειραγώγηση των λογιστικών κερδών προκύπτει όταν τα στελέχη χρησιμοποιούν την προσωπική τους κρίση στη σύνταξη με την υποβόσκουσα χρηματοοικονομική πορεία της επιχείρησης.

Επίσης ο όρος χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων, καλύπτει μια ευρεία ποικιλία νόμιμων και παράνομων ενεργειών από μέρους της διοίκησης, οι οποίες επηρεάζουν τα κέρδη μιας επιχείρησης, σύμφωνα με τον Sweeney P. Amy (1998).

Ένας από τους δημοφιλέστερους ορισμούς για τη χειραγώγηση των λογιστικών κερδών δόθηκε από τη Schipper (1999), χαρακτηρίζοντας την ως σκόπιμη παρέμβαση στην κατάρτιση των δημοσιευμένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων, με σκοπό να παρακολουθούν τα στελέχη τα προσωπικά τους οφέλη (πράξη ακριβώς αντίθετη από το να προάγουν την ουδέτερη εξέλιξη της διαδικασίας).

Πάνω σε αυτό το σημείο, πρέπει να επισημανθεί πως η υπόθεση της λογιστικής απάτης μέσω της παραποίησης των οικονομικών καταστάσεων, αν εξεταστεί στο σύνολό της, δε μένει στα στενά πλαίσια της επιχείρησης. Το φαινόμενο της λογιστικής απάτης ιστορικά, συνδέεται με πολιτικές, κοινωνικές και οικονομικές παραμέτρους. Για να προσεγγίσουμε και να εξετάσουμε το φαινόμενο σε βάθος πρέπει να λάβουμε υπόψη τη φύση του οικονομικού συστήματος, τα συστατικά της λογιστικής απάτης (την ανατομία της), το περιβάλλον, καθώς και τις δομές της κοινωνίας (Bayou et al., 2001).

2.5 Κίνητρα χειραγώγησης των λογιστικών κερδών

Τα κίνητρα τα οποία οδηγούν τα στελέχη να χειραγωγούν τα λογιστικά αποτελέσματα είναι ποικίλα. Με βάση την επιστημονική αρθρογραφία και βιβλιογραφία, τα βασικότερα κίνητρα σε επίπεδο επιχείρησης, είναι η πίεση που ασκείται στα στελέχη όσον αφορά τα μελλοντικά κέρδη ή τους στόχους που τίθενται σχετικά με τη διαμόρφωση της τιμής της μετοχής. Ένα άλλο σύνηθες φαινόμενο που παρατηρείται, είναι ο «πειρασμός» που δημιουργείται στα στελέχη, λόγω χαλαρού εσωτερικού ελέγχου, μιας και οι προσαυξήσεις των μισθών τους εξαρτώνται άμεσα από τα αποτελέσματα των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Μία ανύπαρκτη εταιρική διακυβέρνηση ή μια

εταιρική διακυβέρνηση η οποία προσπερνά την ουσία και προσκολλάται στον τύπο, αποτελεί ένα ακόμη κίνητρο για την χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων από τα στελέχη τα οποία σε πολλές περιπτώσεις δρουν ανεξέλεγκτα. Τέλος, σύμφωνα με τους Fields, Lys, και Vincent (2001) η εξαπάτηση των επενδυτών και η πίεση να συνάδουν τα αποτελέσματα της επιχείρησης με αυτά των χρηματοοικονομικών αναλυτών (εισηγμένες επιχειρήσεις) ωθούν τα στελέχη σε χρήση παράνομων λογιστικών τακτικών. Πολλές επιτυχημένες διοικήσεις θεωρούν ότι ο στρατηγικός συγχρονισμός των επενδύσεων, των πωλήσεων, των δαπανών και των αποφάσεων χρηματοδότησης είναι μια σημαντική και απαραίτητη στρατηγική για τα στελέχη που ενδιαφέρονται να μεγιστοποιήσουν την αξία των μετόχων.

Στη διεθνή βιβλιογραφία η παραποίηση οικονομικών καταστάσεων συναντάται να αφορά όλους τους κλάδους των επιχειρήσεων με μεγαλύτερες επιπτώσεις να αναφέρονται στους κλάδους αξιοποίησης ακινήτων (real estate), στη βιομηχανία, στις τράπεζες, στις εταιρίες πετρελαιοειδών, στον κατασκευαστικό κλάδο και στο κλάδο υγείας (Wells, 1997). Επίσης ο κλάδος ψηφιακής (νέας) οικονομίας εμφανίζει τελευταία περιπτώσεις παραποίησης. Το παραπάνω φαινόμενο εμφανίζεται σε όλο και περισσότερες χώρες μέσω της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας και του διεθνούς εμπορίου (Vanasco, 1998).

Το 1998, σύμφωνα με τους Lorraine Magrath και Leonard G. Weld (2002), ο πρώην πρόεδρος της επιτροπής SEC Arthur Levitt, σε μια ομιλία του περι “παιχνιδιών αριθμών”, εξέφρασε την ανησυχία του ότι πάρα πολλά στελέχη, ελεγκτές και αναλυτές, παρακινούνται από την επιθυμία τους να ικανοποιήσουν τις προσδοκίες σχετικά με τα κέρδη, αγνοούν τις ορθές επιχειρησιακές πρακτικές. Απαίτησε λοιπόν, μία θεμελιώδη αλλαγή νοοτροπίας εκ μέρους της εταιρικής διακυβέρνησης και ολόκληρης της οικονομικής κοινότητας. Γενικά, οι προσδοκίες των αναλυτών και οι προβλέψεις της κάθε επιχείρησης, τείνουν να εξετάσουν δύο σημαντικότερα συστατικά της χρηματοοικονομικής απόδοσης. Αυτά είναι : το εισόδημα και τα λειτουργικά κέρδη. Η πίεση να ικανοποιηθούν οι προσδοκίες που σχετίζονται με το εισόδημα είναι ιδιαίτερα έντονη και μπορεί να είναι ο πρωταρχικός καταλύτης που οδηγεί τους κορυφαίους διευθυντές στη χειραγώγηση των λογιστικών κερδών, πρακτική που οδηγεί με τη σειρά της σε αμφισβητήσιμες ή ψευδείς πρακτικές αναγνώρισης εισοδήματος.

Σύμφωνα με την επιτροπή SEC, σε πολλές περιπτώσεις, μόλις οι καταχρηστικές διοικητικές πρακτικές αποτελεσμάτων γίνουν πάγια πρακτική σε μια επιχείρηση, τα

στελέχη ξοδεύουν πολύ χρόνο επινοώντας μεθόδους για να εξασφαλίσουν ότι οι καταχρηστικές πρακτικές θα συνεχιστούν χωρίς να ανακαλυφθούν. Επειδή οι τρίτοι δεν μπορούν να παρατηρήσουν τις διοικητικές καθημερινές δραστηριότητες, οι επενδυτές και οι ελεγκτές πρέπει να κοιτούν προσεκτικά για προειδοποιητικά σημάδια υπαρκτής χειραγώγησης των λογιστικών κερδών. Τέτοια προειδοποιητικά σημάδια μπορεί να κρύβονται στις ροές μετρητών που δεν συσχετίζονται με τα κέρδη, στα εισπρακτέα που δεν συσχετίζονται με τα εισοδήματα, στις προβλέψεις που δεν συσχετίζονται με τα στοιχεία των ισολογισμών και στις αποδοχές που με συνέπεια και ακρίβεια ικανοποιούν τις προσδοκίες των αναλυτών.

Τα στελέχη που είναι «αρμόδια» για τη χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων είναι προσηλωμένα στο «κρύψιμο» τέτοιων δραστηριοτήτων, ιδιαίτερα όταν οι εν λόγω πρακτικές κλιμακώνονται πέρα από την ανάρμοστη αναγνώριση εισοδήματος. Τα αποτελέσματα διαφόρων ερευνών της επιτροπής SEC δείχνουν ότι όταν τα στελέχη συμμετέχουν σε καταχρηστικές πρακτικές χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων, αρχίζουν να παραπλανούν τους ελεγκτές, τους αναλυτές, τους επενδυτές και τους συναδέλφους τους προκειμένου να καλύψουν αυτές τις ύποπτες δραστηριότητες.

Τα τελευταία χρόνια, έχουν αναπτυχθεί πολλές διαδικασίες και εξελιγμένες τεχνικές οι οποίες περιλαμβάνουν υποδείγματα που βοηθούν τους ελεγκτές στην ανίχνευση πρακτικών λογιστικής διαχείρισης των λογιστικών κερδών. Τα υποδείγματα αυτά, χρησιμοποιούν μεταβλητές, ποσοτικές και ποιοτικές, με τη βοήθεια εξελιγμένων τεχνικών της στατιστικής και της επιχειρησιακής έρευνας, όπως πολυμεταβλητών παλινδρομήσεων, πολυκριτηριακής ανάλυσης, ευφυών συστημάτων και υβριδικών συστημάτων (Bell et al., 1993; Green and Choi, 1997; Fanning and Cogger, 1998; Spathis 2000; Spathis 2002; Spathis, Doumplos and Zopounidis, 2002)

3.3 Ο ρόλος της Εταιρικής Διακυβέρνησης ως προς τη χειραγώγηση των Λογιστικών Κερδών

Σύμφωνα με τη σύγχρονη χρηματοοικονομική θεωρία, η ύπαρξη αποτελεσματικού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης, αποτελεί ένα σημαντικό βήμα στην εμπέδωση εμπιστοσύνης μεταξύ επενδυτών και στελεχών (managers) μιας επιχείρησης και

συμβάλλει κατ'αυτόν τον τρόπο στη δημιουργία πιο μακροπρόθεσμων επενδυτικών ροών κεφαλαίων προς τις επιχειρήσεις. Με άλλα λόγια επιμηκύνεται ο χρονικός ορίζοντας μιας επένδυσης, γεγονός που δημιουργεί μεγαλύτερη σταθερότητα και πιο ομαλό χρηματοοικονομικό περιβάλλον με ευεργετικές συνέπειες στις αποδόσεις και στα αποτελέσματα των επιχειρήσεων.

Μέσω διαφόρων μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να δοθούν κίνητρα στα στελέχη ώστε η επίτευξη των ιδίων συμφερόντων των στελεχών να προκύπτει μέσω της επίτευξης των συμφερόντων των μετόχων. Πιο απλά δηλαδή πρέπει να δοθούν κίνητρα στα στελέχη, ώστε αυτά να προάγουν το συμφέρον των μετόχων. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία τα κίνητρα χωρίζονται σε θετικά και αρνητικά. Ορισμένα παραδείγματα θετικών κινήτρων είναι οι προαγωγές στην ιεραρχία της επιχείρησης, οι ανταμοιβές και η αναγνώριση για την καλή απόδοση, η αυτονομία, η πρωτοβουλία, η συμμετοχή στη λήψη αποφάσεων, η ελευθερία δράσης και φυσικά τα μόνους. Αντίστοιχα, παραδείγματα αρνητικών κινήτρων είναι ο φόβος απόλυσης, η παροχή περιορισμένων εξουσιοδοτήσεων και η περιορισμένη συμμετοχή στη λήψη αποφάσεων, ο υποβιβασμός και η έλλειψη επιπλέον παροχών πέρα του μισθού.

Σύμφωνα με τους Snape, Redman, Bamber (1994) τα κίνητρα έχουν τα αναμενόμενα θετικά αποτελέσματα στη συμπεριφορά των στελεχών όταν αυτά σχετίζονται με τους στόχους που μπορούν να επηρεάσουν τα στελέχη, όταν δεν υπάρχουν αδικαιολόγητες καθυστερήσεις των υποσχεθεισών παροχών και όταν αποτελούν μεγάλο ποσοστό της συνολικής αποζημίωσης, ώστε η μη επίτευξη των στόχων να μειώνει αισθητά το ποσό αποζημίωσης.

Επομένως, όταν τα κίνητρα είναι σωστά σχεδιασμένα, τα στελέχη απορροφώνται στην επίτευξη των τιθέμενων στόχων που θα οδηγήσουν με τη σειρά τους στην απόλαυση του υποσχεθέντος. Μέγιστη προσοχή πρέπει να δοθεί ώστε να μην συσχετίζεται το κίνητρο με τα λογιστικά αποτελέσματα- την κερδοφορία, διότι με τον τρόπο αυτό τα στελέχη θα απορροφηθούν σε πρακτικές χειραγώγησης λογιστικών κερδών. Θα αναλωθούν δηλαδή στο να εμφανίσουν τα επιθυμητά λογιστικά αποτελέσματα (χωρίς αυτά απαραίτητα να ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα), θα λάβουν το μόνους σαν να επιτεύχθηκαν οι στόχοι και με τον τρόπο αυτό θα ζημιώσουν πολύ περισσότερο την επιχείρηση.

Αυτό είναι το σημείο στο οποίο πρέπει να παρεμβαίνουν οι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης προκειμένου να ελέγχουν την δράση των στελεχών και να αποτρέπουν την εμφάνιση φαινομένων χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων.

Οι μέτοχοι δεν πρέπει να παραβλέπουν τη σχέση μεταξύ επίδοσης της επιχείρησης και αποζημίωσης των στελεχών όταν επιθυμούν να εξετάσουν εάν οι αποφάσεις των στελεχών λαμβάνονται προς επιδίωξη των συμφερόντων των μετόχων ή των ίδιων. Αν τα μόνους και η αποζημίωση σχεδιασθεί από την επιτροπή προσδιορισμού των αμοιβών, η επιτροπή θα πρέπει να προσέξει ώστε οι στόχοι που θα τεθούν και οι οποίοι εάν τελικά επιτευχθούν θα οδηγήσουν στην απόλαυση του μόνους, να μην είναι ανέφικτοι αλλά ούτε και εύκολα επιτεύξιμοι.

Σύμφωνα με τους Finkelstein και Hambrick (1988), η αμοιβή των στελεχών συνδέεται έμμεσα με την επίδοση καθώς επιδρά στην απόφαση των στελεχών να έλθουν και να παραμείνουν στην επιχείρηση. Επιπρόσθετα, ο χρονικός ορίζοντας, η έκθεση στον κίνδυνο και η ενδεχόμενη επίδοση των πακέτων αποζημίωσης ασκούν επιδράσεις στις στρατηγικές αποφάσεις που καλούνται να λάβουν τα στελέχη, οι οποίες με τη σειρά τους καθορίζουν την επίδοση της επιχείρησης. Πολύ σημαντικό επίσης, είναι ότι τα στελέχη προκειμένου να λάβουν υψηλή αμοιβή, ενδέχεται να προβούν σε πρακτικές χειραγώγησης των λογιστικών κερδών, που με τη σειρά της μπορεί μακροπρόθεσμα να δράσει αρνητικά στην επίδοση της επιχείρησης.

Ένα ακόμη σημείο στο οποίο πρέπει να δοθεί προσοχή είναι οι αποφάσεις που λαμβάνουν τα στελέχη αυτά όταν κατέχουν μεγάλο αριθμό μετοχών. Μία άποψη είναι ότι τα στελέχη τα οποία κατέχουν μεγάλο αριθμό μετοχών επιλέγουν δραστηριότητες με μειωμένο κίνδυνο. Δηλαδή αναπτύσσουν συμπεριφορά γνωστή ως «μυωπική», δηλαδή δεν επιλέγουν μακροπρόθεσμες και αβέβαιες επενδύσεις όπως έρευνα και ανάπτυξη, εκπαίδευση των εργαζομένων ή διαφήμιση όταν επιθυμούν την επίτευξη βραχυπρόθεσμων στόχων. Η μυωπική συμπεριφορά μπορεί να μεταφραστεί σε χειραγώγηση λογιστικών κερδών, αν σκεφτούμε ότι τα στελέχη προκειμένου να μη θέσουν σε κίνδυνο τα κεφάλαια τους θέτουν τροχοπέδη στην μακροχρόνια ανάπτυξη της επιχείρησης.

Σύμφωνα με τον Bushee J.B (1998) όταν η θεσμική ιδιοκτησία (institutional ownership), της οποίας ρόλος είναι η μείωση της «μυωπικής» συμπεριφοράς είναι

μεγάλη, δεν επιτρέπεται στα στελέχη να προχωρήσουν σε περικοπές των κονδυλίων έρευνας και ανάπτυξης.

Οι μέχρι σήμερα έρευνες έχουν αποδείξει ότι όσο πιο αποτελεσματικά είναι τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, τόσο πιο ανταγωνιστική είναι η θέση της εταιρίας και κατά επέκταση της οικονομίας στο παγκόσμιο στίβο. Με άλλα λόγια υπάρχει μια βαθύτερη σχέση μεταξύ ανταγωνιστικότητας, παραγωγικότητας, εταιρικής διακυβέρνησης και μακροοικονομικών επιδόσεων. Η καλύτερευση των δομών της εταιρικής διακυβέρνησης, αυξάνει την ανταγωνιστικότητα της επιχείρησης, δημιουργεί πρόσθετο πλούτο για τους μετόχους της, ενώ ταυτόχρονα μειώνει το κόστος κεφαλαίου. Μ' αυτό τον τρόπο συντελείται η μεγιστοποίηση των επιδόσεων των οικονομικών μονάδων και διευκολύνεται μακροπρόθεσμα η άριστη κατανομή των πόρων.

3.4 Έρευνες για την εμφάνιση περιστατικών απάτης σε Ελλάδα και Ευρώπη

Η Ernst & Young, μια από τις μεγαλύτερες ελεγκτικές εταιρίες, αποκαλύπτει ανησυχητικά υψηλά επίπεδα ανοχής της αντιδεοντολογικής συμπεριφοράς στο σύγχρονο περιβάλλον των επιχειρήσεων για την εμφάνιση περιστατικών απάτης.

Η Έρευνα (European Fraud Survey) διεξήχθη σε Ευρωπαϊκό Επίπεδο από την Ernst & Young κατά το πρώτο τρίμηνο του 2009, συγκρίνοντας στοιχεία σε σύνολο 22 ευρωπαϊκών χωρών σχετικά με την εκδήλωση περιστατικών Απατών στις επιχειρήσεις. Στις 9 Δεκεμβρίου – παγκόσμια ημέρα κατά της διαφθοράς- παρουσιάστηκαν τα Ελληνικά αποτελέσματα της Έρευνας σε κεντρικό ξενοδοχείο της Αθήνας, αποκαλύπτοντας ότι, καθώς η οικονομική ύφεση τόσο σε παγκόσμιο όσο και σε ευρωπαϊκό επίπεδο διατηρείται, ολοένα και αυξανόμενη ανησυχία προκαλείται από τις τάσεις για απόκλιση από τις αποδεκτές συμπεριφορές από τους εργαζομένους των επιχειρήσεων.

Ο Γιάννης Δρακούλης, επικεφαλής του Τμήματος έρευνας οικονομικής απάτης της Ernst & Young, δήλωσε ότι : «Τα ευρήματα της έρευνας αυτής αντικατοπτρίζουν ένα απογοητευτικό ποσοστό ανοχής σε θέματα αντιδεοντολογικής συμπεριφοράς μεταξύ των εργαζομένων σε εταιρίες απ' όλη την Ευρώπη. Είναι δε, ανησυχητικά μεγάλος ο αριθμός των ερωτηθέντων που τάσσονται ακόμα και υπέρ χρηματικών αμοιβών προκειμένου μια επιχείρηση να διασφαλίσει την επίτευξη επιχειρηματικών συμφωνιών, καθώς και υπέρ

της εσκεμμένης παραποίησης στοιχείων για τη συγκάλυψη δυσμενών οικονομικών αποτελεσμάτων».

Δεδομένου ότι η οικονομική κρίση βαθαίνει, οι προκλήσεις που αντιμετωπίζουν οι διοικήσεις των επιχειρήσεων γίνονται όλο και μεγαλύτερες. Εν μέσω αυτής της αναταραχής, η μόνιμη απειλή για εμφάνιση απατών ολοένα και αυξάνεται. Οι απαντήσεις περισσότερων από 2.200 εργαζομένων σε εταιρίες από 22 χώρες σε όλη την Ευρώπη, μπορεί να ποικίλλουν σε ορισμένα θέματα, ανάλογα με την χώρα, ωστόσο σε άλλα παρουσιάζουν αξιοσημείωτη σύγκλιση.

- Οι μισοί από τους ερωτηθέντες πιστεύουν ότι μία ή περισσότερες μορφές αντιδεοντολογικής επιχειρησιακής συμπεριφοράς είναι αποδεκτές.
- Το 25% μάλιστα θεωρεί ότι η δωροδοκία για την διασφάλιση μιας επιχειρηματικής συμφωνίας δεν συνιστά καν πρόβλημα. Με βάση τη χώρα, το ποσοστό αυτό αυξάνεται στο 38% στην Ισπανία, στο 43% στη Δημοκρατία της Τσεχίας, ενώ στην Ελλάδα ανέρχεται στο 50%.

Επιπροσθέτως, ένα σημαντικό ποσοστό της τάξεως του 18% των Ελλήνων ερωτηθέντων, θεωρεί ότι την παραποίηση των στοιχείων οικονομικής απόδοσης της εταιρίας τους είναι δικαιολογημένη, προκειμένου να μπορέσει κανείς να επιβιώσει στο πλαίσιο των σημερινών δυσμενών οικονομικών συνθηκών.

Η συντριπτική πλειοψηφία όσων έλαβαν μέρος στην έρευνα, πιστεύουν ότι τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη όχι μόνον δεν αποτελούν παράδειγμα προς μίμηση, αλλά ουσιαστικά είναι μέρος του προβλήματος. Οι ερωτηθέντες, κυρίως αμφισβητούν την ακεραιότητα των ηγετών τους. Η έρευνα αποκαλύπτει ότι πολλοί εργαζόμενοι είναι πιθανό να παραβλέψουν την ύπαρξη κάποιου περιστατικού απάτης και διαφθοράς στο χώρο εργασίας, προκειμένου να επιβιώσουν εν μέσω της σημερινής οικονομικής θύελλας πόσο μάλλον τα ανώτερα διοικητικά στελέχη, τα οποία θεωρούνται ακόμη πιθανότερο να παραβλέψουν τη δωροδοκία και την απάτη σε θέματα οικονομικών καταστάσεων.

Ειδικότερα για την Ελλάδα :

- Το 33% των ερωτηθέντων πιστεύουν ότι η διοίκηση της εταιρίας λειτουργεί πάντοτε με ακεραιότητα.

- Το 42% από τους ερωτηθέντες αποκάλυψαν ότι θα μπορούσαν να δικαιολογήσουν προσωπικά δώρα.
- Το 29% από τους ερωτηθέντες αποκάλυψαν ότι θα μπορούσαν να δικαιολογήσουν και δαπάνες για προσωπική τους διασκέδαση.
- Το 18% των ερωτηθέντων πιστεύουν ότι η παραποίηση των οικονομικών στοιχείων μιας εταιρίας μπορεί να δικαιολογηθεί προκειμένου να βοηθηθεί η εταιρία για να επιβιώσει.

Το κρυφό κόστος των απολύσεων :

Με απολύσεις να γίνονται σε όλους τους τομείς της βιομηχανίας και των αγορών, το ποσοστό της ανεργίας στην Ευρώπη έφτασε σε επίπεδα ρεκόρ. Οι συμμετέχοντες στην έρευνα αναγνωρίζουν ότι οι απολύσεις έχουν αντίκτυπο στην αύξηση των περιπτώσεων εκδήλωσης οικονομικών απατών. Τα πιο σημαντικά προβλήματα που προκύπτουν από τις απολύσεις είναι (ανά ποσοστό):

- ✓ 68% ο αυξημένος όγκος εργασίας για το προσωπικό που παραμένει
- ✓ 66% το «πεσμένο» ηθικό
- ✓ 46% απόσπαση από την καθημερινή εργασία
- ✓ 22% παράβλεψη ή μη εφαρμογή πολιτικών ή διαδικασιών
- ✓ 22% έλλειψη ελέγχου

Οι απόψεις παρουσιάζουν μια συνέπεια σε μεγάλο βαθμό σε όλη την Ευρώπη, αν και ο αντίκτυπος στο «ηθικό» θεωρείται ως το πιο σημαντικό πρόβλημα στη Δυτική Ευρώπη.

Οι εταιρίες βρίσκονται αντιμέτωπες με μία από τις πιο δύσκολες συγκυρίες ιστορικά. Η τρέχουσα κατάσταση της αγοράς είχε επιπτώσεις σε όλους τους τομείς των εταιρικών οικονομικών επιδόσεων. Ισολογισμοί έχουν αλλοιωθεί, καθώς τα εταιρικά περιουσιακά στοιχεία έχουν καταγραφεί με τις χαμηλότερες τιμές που θα μπορούσαν να αποτιμηθούν, η κερδοφορία μειώθηκε λόγω μειωμένης ζήτησης των καταναλωτών και της μείωσης των δαπανών, και οι ταμειακές ροές έχουν συμπιεστεί αφού η παραδοσιακή χρηματοδότηση έχει καταστεί δύσκολο να επιτευχθεί. **Πολλές εταιρίες έχουν περισσότερο εστίαση στην επιβίωση τους παρά στην ανάπτυξή τους.**

Συγκεφαλαιώνοντας τα ως άνω αναφερόμενα δεδομένα, ο επικεφαλής του Τμήματος έρευνας οικονομικής απάτης της Ernst & Young, εκτιμά ότι παρά την αρνητική παρούσα κατάσταση διαφαίνεται πλέον κάποια ακτίνα φωτός σε ότι αφορά την υψηλή θέση που καταλαμβάνει στην ατζέντα των επιχειρήσεων η πρόθεσή τους να καταπολεμήσουν την εταιρική απάτη. Μάλιστα αισιοδοξεί τονίζοντας πως : «Τα καλά νέα είναι ότι οι τρέχουσες αντίξοες συνθήκες μπορεί να προσφέρουν ευκαιρίες για ταχύτερες και πιο αποτελεσματικές αλλαγές σε σύγκριση με τις περιόδους ευημερίας. Τώρα είναι η κατάλληλη στιγμή για τα διευθυντικά στελέχη να δράσουν άμεσα και με πυγμή προκειμένου να ενισχύσουν τη σημασία της δεοντολογικής επιχειρησιακής συμπεριφοράς».

3.5 Διεθνή οικονομικά σκάνδαλα και η επίδρασή τους

3.5.1 Η εταιρία ENRON

Ιστορική αναδρομή

Η αμερικανική εταιρία ENRON ιδρύθηκε το 1985 ως μια εταιρία παροχής φυσικού αερίου.

Το 1989 άρχισε την εμπορία φυσικού αερίου καθώς και σχετικών με αυτό οικονομικών συμβολαίων.

Το 1994 άρχισε να εμπορεύεται ηλεκτρικό ρεύμα και οικονομικά συμβόλαια που σχετίζονται με αυτό.

Το 1999 αποκτά τη δική της ιστοσελίδα στο διαδίκτυο στην οποία καθιερώνεται ως παγκόσμια εταιρία εμπορίας ενέργειας και συμβολαίων. Η εταιρία μετατρέπεται από εταιρία παροχής φυσικού αερίου σε παγκόσμιο ηγέτη όσον αφορά το πετρέλαιο, το φυσικό αέριο και την ηλεκτρική ενέργεια. Η αξία των μετοχών της φτάνει τα \$45/μετοχή.

Το 2000 η αξία ανέρχεται στα \$ 91/μετοχή.

Το 2001 ο πρόεδρος της εταιρίας Sherron Watkins γράφει ανώνυμο γράμμα στον τότε επικεφαλής και ανώτατο διοικητικό στέλεχος τον Ken Lay ότι η εταιρία αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα με διάφορες συνεργασίες που έχει κάνει, όσον αφορά το λογιστικό τμήμα αυτών, το ρόλο του Επικεφαλής των Οικονομικών και Διοικητικών Υπηρεσιών σ’

αυτές, καθώς και το πιθανό αρνητικό αντίκτυπο που θα είχαν αν αποκαλύπτονταν πληροφορίες για αυτές στις διάφορες επενδυτικές αγορές. Την ίδια εποχή πουλήθηκαν μετοχές της εταιρίας αξίας \$41 εκατομμυρίων. Άλλα μέλη της εταιρίας πούλησαν \$71 εκατομμύρια σε μετοχές. Στους εργαζόμενους απαγορεύθηκε η πώληση μετοχών από συνταξιοδοτικούς λογαριασμούς, εκτός αν έβγαιναν στη σύνταξη ή αν σταματούσαν να δουλεύουν.

Μετά το τρομοκρατικό χτύπημα της 11ης Σεπτεμβρίου η τιμή της μετοχής πέφτει στα \$28 ανά μετοχή. Ένα μήνα μετά η εταιρία κάνει αναφορά για \$618 εκατομμύρια ζημία κατά το τρίτο τρίμηνο, η οποία σε συνδυασμό με παλαιότερες αναφορές ανέρχεται στα 1.2 δισεκατομμύρια δολάρια. Η ζημία προέρχεται από συγκεκριμένες συνεργασίες που δημιουργήθηκαν από τον τότε Επικεφαλής των Οικονομικών και Διοικητικών Υπηρεσιών τον Andrew Fastow. Η Επιτροπή Ασφαλείας και Συναλλαγών (SEC) ζητάει περαιτέρω εξηγήσεις και πληροφορίες για τη συγκεκριμένη ζημία. Ο Andrew Fastow παραμένει ήσυχος λόγω της θέσεως του. Τα προβλήματα της εταιρίας σχετίζονται κυρίως με αναφορές που αφορούσαν τον δανεισμό που εμφανίζονταν στον ισολογισμό της, τα κέρδη της από πωλήσεις, καθώς και τα κέρδη και τις εισροές/εκροές κεφαλαίου που προέκυπταν από λειτουργίες εντός της επιχείρησης.

Το Νοέμβριο της ίδιας χρονιάς γίνεται πλέον επίσημη έρευνα για την ENRON. Η ίδια δηλώνει ότι τα κέρδη της κατά την τελευταία πενταετία είχαν υπερτιμολογηθεί κατά 586 εκατομμύρια. Η δημόσια εταιρία ορκωτών λογιστών, η Arthur Andersen, ελέγχεται από την SEC όσον αφορά τα αρχεία της που περιείχαν στοιχεία για τους λογαριασμούς της ENRON. Η ίδια η ENRON προσπαθεί να αυξήσει τις χρηματικές της εισροές καθυστερώντας την πληρωμή των δάνειων της και ψάχνοντας νέες πηγές βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων.

Τον Δεκέμβριο του 2001 καταφεύγει στο άρθρο 11 για προστασία από την πτώχευση. Το ανώτατο διοικητικό στέλεχος της Arthur Andersen λέει στο Κογκρέσο ότι η ENRON θα πρέπει να έχει παραβεί τους νόμους που αφορούν την ασφάλεια.

Το 2002 το υπουργείο Δικαιοσύνης ξεκινάει εγκληματολογική έρευνα σχετική με την αποτυχία της εταιρίας. Αποκαλύπτεται ότι η Arthur Andersen και η ENRON παραποίησαν τα έγγραφα τους αφού τους ανακοινώθηκε ότι θα γίνει έρευνα από την

SEC. Η ENRON κατέχει πλέον μετοχές με αξία που κυμαίνεται από 0.2 έως 0.5 δολάρια/μετοχή.

Από τον Φεβρουάριο ως τον Αύγουστο συνεχίζονται οι έρευνες και εταιρίες, όπως η Merrill Lynch, η Citicorp και η J.P. Morgan Chase καλούνται να καταθέσουν για τις διαπραγματεύσεις τους με την ENRON. Επίσης, ερευνάται ο ρόλος της όσον αφορά την ενεργειακή κρίση στην Καλιφόρνια. Οι εργαζόμενοι της έχουν μαζικές απώλειες όσον αφορά τους συνταξιοδοτικούς τους λογαριασμούς και τις απολύσεις τους. Η κυβέρνηση αναθεωρεί την ανάγκη για καινούρια νομοθεσία που σχετίζεται με τη συνταξιοδότηση, την λειτουργία των δημόσιων επιχειρήσεων και την επιχειρηματική απάτη.

Από μια πρώτη ματιά φαίνεται ότι ο Skilling και ο Fastow είναι οι βασικοί ύποπτοι για την αποτυχία της ENRON. Ωστόσο, ισχυρίζονται ότι ενεργούσαν με τη συγκατάθεση του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας. Το δε διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας εξακολουθούσε να εμπιστεύεται την Arthur Andersen, η οποία ισχυρίζονταν ότι οι λογιστικές καταστάσεις της ENRON αποδείκνυαν ότι τα έτη 1998,1999 και 2000 η ENRON ήταν αξιόπιστη όσον αφορά τις οικονομικές της αναφορές. Η Arthur Andersen χρησιμοποιούσε ένα λογιστικό σύστημα το οποίο αναπτύχθηκε από την ENRON μαζί με τη συμβολή της ίδιας. Το σύστημα αυτό αναπτύχθηκε και για να συμβαδίζει με τις Γενικά Αποδεκτές Λογιστικές Αρχές της Arthur Andersen και κατά ένα μέρος με τις «νόμιμες» επιχειρήσεις που είχαν άποψη πάνω στα λογιστικά και τα φορολογικά της ENRON όσον αφορά τις συνεργασίες της.

Τόσο όσοι είχαν εμπλακεί στις συνεργασίες αυτές, όσο και η ίδια η Arthur Andersen έδιναν ο ένας στον άλλο τη συγκατάθεση τους για τις λογιστικές και επιχειρηματικές πρακτικές τους, οι οποίες ξαφνικά έπαψαν όταν άρχισε η έρευνα για την ENRON. Την προηγούμενη περίοδο η ENRON πλήρωσε 50 εκατομμύρια στην Arthur Andersen για τις συμβουλευτικές της υπηρεσίες. Οι υπόλοιπες εταιρίες που παρείχαν εξίσου συμβουλευτικές υπηρεσίες στην ENRON έλαβαν και αυτές το ίδιο ποσό. Συνέπεια αυτού ήταν ότι όλοι οι εμπλεκόμενοι στο σκάνδαλο είχαν τη σιγουριά ότι δρούσαν σε ένα σύστημα όπου ο καθένας κάλυπτε τις ενέργειες του από τους άλλους. Επίσης, δεν θα πρέπει να μη λάβουμε υπόψη και τα υπόλοιπα μέλη της οικονομικής κοινότητας, δηλαδή τις τράπεζες, καθώς και άλλες πιστωτικές και ασφαλιστικές εταιρίες. Πιο συγκεκριμένα, αποκαλύφθηκε ότι τράπεζες όπως η J.P. Morgan Chase και η Citibank ήταν και αυτές εμπλεκόμενες στο σκάνδαλο. Παρείχαν χρήματα στην εταιρία για τις καθημερινές της οικονομικές δραστηριότητες με τέτοιο τρόπο που θα μπορούσαν

να θεωρηθούν ως λειτουργικές δραστηριότητες αντί για χρηματοδότηση ενάντια στην πτώχευση. Οι τράπεζες έβρισκαν τρόπους που θεωρούνταν εξωτερικά νόμιμοι ώστε να δεσμεύσουν την ENRON σε πρακτικές που «έκρυβαν» τα χρέη που έδειχνε ο ισολογισμός της και ταυτόχρονα εμφάνιζε αναφορές με κέρδη και εισροές από επιχειρήσεις.

Σε μία από τις συνεργασίες της ENRON με τη χρηματιστηριακή εταιρία Merrill Lynch, της επιτράπηκε να κάνει αναφορά για 12 εκατομμύρια δολάρια εκτός των κερδών που είχε στο τέλος της διαχειριστικής περιόδου 1999. Η συμφωνία αφορούσε την αγορά 7 εκατομμυρίων σε αξία μετοχών από την ENRON, σύμφωνα με τη Merrill Lynch. Ωστόσο, στα έγγραφα της ίδιας της Merrill Lynch δεν ήταν σαφές αν επρόκειτο για αγορά ή για δάνειο. Στην πραγματικότητα η Merrill Lynch είχε εξασφαλίσει να πληρωθεί σε 6 μήνες με επιτόκιο 15%. Επιπλέον, η ENRON έπρεπε να πληρώσει 225,000 δολάρια κατά την υπογραφή των εγγράφων στα οποία συμφωνούσε να συνεργαστεί με τη Merrill Lynch για όλα τα έξοδα που θα είχε η τελευταία για τη δημιουργία των νόμιμων εγγράφων της συμφωνίας τους.

Όσον αφορά τους διάφορους πιστωτικούς οργανισμούς που υποτίθεται ότι θα έδιναν συμβουλές στην ENRON, ώστε να αποφύγει την χρεοκοπία, υποστήριξαν αργότερα ότι αντιμετώπιζε υψηλό πιστωτικό ρίσκο μέχρι το 2001. Η μαζική αλλαγή των εγγράφων τον Οκτώβριο του 2001 και οι διάφορες μέθοδοι που χρησιμοποίησε την έκαναν πιστωτή υψηλού ρίσκου. Ωστόσο, ακόμη και οι ίδιοι οι πιστωτικοί οργανισμοί απέτυχαν να κατανοήσουν την κατάσταση στην οποία βρισκόταν η εταιρία, ώστε να την προειδοποιήσουν έγκαιρα.

Όσον αφορά την Επιτροπή Ασφάλειας και Συναλλαγών βρέθηκε προ απροόπτου με τις αποκαλύψεις που έγιναν τον Οκτώβριο του 2001. Το κράτος της Καλιφόρνια έκανε αλλαγές στην εμπορία και την τιμολόγηση της ηλεκτρικής ενέργειας, θέτοντας κανονισμούς τόσο πολύπλοκους, ώστε να έχουν το κίνητρο οι παραγωγοί ενέργειας και οι εταιρίες εμπορίας της να κάνουν κέρδος βασιζόμενοι στην ασάφεια αυτών. Οι νέοι αυτοί κανονισμοί είχαν, επίσης, χαρακτηριστικά όπως το ότι ενώ οι τιμές της ενέργειας ήταν σταθερές για τους καταναλωτές, οι εταιρίες που τους την παρείχαν θα έπρεπε να πληρώσουν ένα ποσό, το οποίο κάθε φορά προσαρμόζονταν με τις επικρατούσες συνθήκες της αγοράς. Ίσως, λοιπόν, και οι ίδιοι οι πολιτικοί να συνέβαλλαν άθελα τους στην αποτυχία της ENRON.

Επιπλέον, δεν θα πρέπει να αφήσουμε εκτός και τους ίδιους τους υπαλλήλους της εταιρίας, οι οποίοι ζούσαν από κοντά την χειροτέρευση των λειτουργιών της. Το λογιστήριο της είχε εκατοντάδες άρθια εκπαιδευμένους λογιστές και πολλοί από αυτούς εργάζονταν παλιότερα στην Arthur Andersen. Τελικά μόνο ένας από αυτούς μίλησε ανοιχτά, αλλά ανώνυμα με το ανώτατο διοικητικό στέλεχος της ENRON. Ο λόγος που οδήγησε τα στελέχη της εταιρίας να κάνουν ενέργειες που οδήγησαν την εταιρία στην πτώχευση ήταν η επιθυμία τους για επίτευξη κέρδους και επιθυμητών τιμών μετοχής του επενδυτικού κοινού. Ήθελαν να εκπληρώσουν τους στόχους της εταιρίας, δηλαδή να μεγιστοποιήσουν την αξία της επιχείρησης όσον αφορά τους μετόχους. Το 1990 οι επενδυτές, αναμένοντας ετήσιες αποδόσεις της τάξεως του 25-30% αντάμειβαν τις εταιρίες με γρήγορο κέρδος με υψηλές τιμές μετοχών, αλλά και «τιμωρούσαν» εκείνες τις μετοχές που αποτύγγαναν να ανταποκριθούν στις προσδοκίες της Wall Street. Με αυτό τον τρόπο τα στελέχη είχαν την επιθυμία να κάνουν αναφορές για υψηλές τιμές εισροών, έτσι ώστε να παραμένουν οι τιμές των μετοχών υψηλές και να διατηρούν οι ίδιοι τη θέση τους στην εταιρία (Gudikunst A., 2002 & Markham, Jerry W, 2006).

3.5.2 Η εταιρία Arthur Andersen

Οι εταιρίες που αναλαμβάνουν τον έλεγχο των μεγάλων εταιριών φέρουν πολλές ευθύνες τόσο ως προς το κοινωνικό σύνολο όσο και προς την ελεγχόμενη εταιρία. Η αξιοπιστία των αποτελεσμάτων του ελέγχου είναι μείζονος σημασίας ακόμη και για την ίδια την εταιρία που αναλαμβάνει τον εξωτερικό έλεγχο. Οι επιτροπές ορκωτών λογιστών συνήθως ελέγχουν τις επιχειρήσεις κάποιες φορές κατά τη διάρκεια του έτους, και τα μέλη τους έχουν ένα τυπικό υπόβαθρο σε γνώσεις λογιστικής. Ως εξωτερικοί ελεγκτές, βασίζονται σε πληροφορίες που τους παρέχει η Διοίκηση. Εάν η Διοίκηση θέλει να λειτουργήσει δόλια, οι ελεγκτές θα αργήσουν αρκετά να το καταλάβουν. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η περίπτωση της εταιρίας εξωτερικού ελέγχου Arthur Andersen στην περίπτωση της Enron που κατέρρευσε στην Αμερική.

Πριν από την πτώχευσή της η Enron απασχολούσε περίπου 22.000 άτομα και ήταν μία από της ηγετικές εταιρίες ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου. Στο τέλος του 2001 αποκαλύφθηκε ότι τα οικονομικά μεγέθη της εταιρίας ήταν μεγέθη συστηματικής λογιστικής απάτης. Από εκείνη την περίοδο η Enron αποτελεί ένα δημοφιλές σύμβολο

τόσο εταιρικής απάτης όσο και οικονομικής και πολιτικής διαφθοράς (εμπλοκή της κυβέρνησης Bush: η οικογένεια του Kenneth Lay – πρόεδρος της Enron- χρηματοδότησε ένα μεγάλο τμήμα της πολιτικής καμπάνιας του Bush στο Τέξας).

Στις 2 Δεκεμβρίου του 2002 η Enron κήρυξε πτώχευση, ενώ η μετοχή της έπεσε δραματικά. Το σκάνδαλο της Enron παρέσυρε μαζί της και την εταιρία εξωτερικού ελέγχου Arthur Andersen, η οποία κατέρρευσε, και προκάλεσε μεγάλες αλλαγές στον κλάδο των ελεγκτικών εταιριών. Η ίδια η εταιρία που υποτίθεται ότι έλεγχε τις οικονομικές καταστάσεις της, παράλληλα την συμβούλευε πως θα φανεί περισσότερο ελκυστική στους επενδυτές, με όχι και τόσο θεμιτά μέσα.

Η επιτροπή ελέγχου της Enron κάλυπτε ένα τεράστιο μέγεθος θεμάτων σε ολιγόωρες συναντήσεις. Για παράδειγμα, τα θέματα συζήτησης της συνδιάσκεψης τα επιτροπής ελέγχου της Enron στις 12 Φεβρουάριου του 2001 ήταν : α) η αναφορά της Arthur Andersen (μεγάλη εταιρία συμβούλων και εξωτερικών ελεγκτών) η οποία αφορούσε την συμμόρφωση της εταιρίας με τα γενικά αποδεκτά λογιστικά πρότυπα και τους εσωτερικούς ελέγχους, β) η αναφορά για την επάρκεια αποθεμάτων, γ) η αναφορά για ενδεχόμενους κινδύνους δ) η αναφορά οικονομικών καταστάσεων σχετικά με τη λειτουργία των ευρυζωνικών δικτύων και τους ενδεχόμενους κινδύνους αυτής της αγοράς, ε) το σχέδιο για μελλοντικούς ελέγχους και στ) πολιτικές της Διοίκησης. Όλα αυτά τα θέματα συζητήθηκαν σε μόλις 85 λεπτά. Σε αυτά τα θέματα όπως είναι προφανές δεν τέθηκαν ερωτήματα σχετικά με τις εταιρίες δραστηριοτήτων που συνεχώς αυξανόταν για να κρύψουν τα χρέη της Enron.

Οι ελεγκτές της Enron, η εταιρία Arthur Andersen, κατηγορήθηκε για εφαρμογή χαλαρών προτύπων ελέγχου εξαιτίας της σύγκρουσης ενδιαφέροντος που προερχόταν από τις αμοιβές που δέχονταν για την πραγματοποίηση των ελέγχων αυτών. Το 2000, η Arthur Andersen κέρδισε 25 εκατομμύρια δολάρια για αμοιβή ελέγχου και 27 εκατομμύρια δολάρια για παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών. Υπεύθυνη των λογιστικών της για 12 έτη, είχε εγκρίνει τα αποτελέσματα της περιόδου 1997-2001, όταν η Enron είχε «φουσκώσει» τα κέρδη κατά 600 εκατ. δολάρια. Στις αρχές Δεκεμβρίου στελέχη της εταιρίας υπογραμμίζουν σε αρμόδια επιτροπή της αμερικανικής Γερουσίας ότι είχαν προειδοποιήσει την Enron πως η «απόσυρση» κρίσιμων στοιχείων για τις δραστηριότητές της στις ΗΠΑ είναι πιθανώς παράνομη.

Είτε οι ελεγκτές της Enron είχαν αντικρουόμενα κίνητρα, είτε απέτυχαν να αξιολογήσουν επαρκώς την περιπλοκότητα των οικονομικών καταστάσεων της Enron, απέτυχαν στην αξιολόγηση των οικονομικών καταστάσεων. Όταν μάλιστα έγινε προφανής ο ρόλος των περιφερειακών εταιριών η Arthur Andersen επιχείρησε να καλύψει την υπόθεση και να προστατεύσει τον μεγάλο της πελάτη. Η χρεοκοπία της Enron παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για τους λογιστές, επειδή η εταιρία ελεγκτών Arthur Andersen ήταν μία από τις πέντε μεγαλύτερες ελεγκτικές εταιρίες στον κόσμο. Κατηγορήθηκε για εγκατάλειψη καθήκοντος και για απάτη.

Τον Ιανουάριο του 2002 εκρήγνυται η βόμβα: Το Κογκρέσο ανακαλύπτει ότι λίγες ημέρες πριν η Enron καταθέσει αίτηση πτώχευσης, η Andersen είχε διατάξει την καταστροφή χιλιάδων εγγράφων που σχετίζονταν με τον οικονομικό έλεγχο του ενεργειακού κολοσσού, ρίχνοντας στο σκοτάδι τις έρευνες για τη μεγαλύτερη εταιρική χρεοκοπία της χώρας. Έτσι, αργότερα τον ίδιο μήνα, ομοσπονδιακό δικαστήριο απαγγέλλει κατηγορίες εναντίον της λογιστικής εταιρίας για παρεμπόδιση του έργου της δικαιοσύνης.

Η αποκάλυψη του ρόλου που έπαιξε στην απόκρυψη σημαντικών στοιχείων για τις λογιστικές μεθόδους της Enron στοίχισε στην Andersen πελάτες και τζίρο, ενώ παράλληλα ακυρώθηκε το σχέδιο εξαγοράς της από την Deloitte & Touche. Το Μάρτιο παραιτείται ο πρόεδρος της Τζόζεφ Μπερναρντίνο και ένα μήνα αργότερα ανακοινώνεται η απόλυση 7.000 υπαλλήλων ή το 25% περίπου του προσωπικού της.

Η αυλαία για την πέμπτη μεγαλύτερη λογιστική εταιρία στον κόσμο πέφτει τον Ιούνιο. Αμερικανικό ομοσπονδιακό δικαστήριο αποφασίζει ότι η Andersen κατέστρεψε εσκεμμένα τα έγγραφα που σχετίζονταν με τα οικονομικά στοιχεία της Enron, της επιβάλλει πρόστιμο 500.000 δολαρίων, το μεγαλύτερο που είχε επιβληθεί ποτέ σε εταιρία λογιστών, και τη θέτει σε καθεστώς επιτήρησης για πέντε χρόνια.

Ο «θάνατος» της Andersen έφερε στην επιφάνεια το ρόλο των λογιστικών εταιριών στη δημιουργία της «φούσκας» της Wall Street το 1999-2000, καθώς και τις συνέπειες της διαπλοκής των ρόλων του ελεγκτή και του συμβούλου, καθώς εκτός από ελεγκτικές υπηρεσίες η εταιρία προσέφερε στην Enron και συμβουλευτικές υπηρεσίες.

Στη συνέχεια, οι πέντε εταιρίες- κολοσσοί στον κλάδο των ελεγκτών έγιναν τέσσερις: Η Pricewaterhouse Coupers, η Ernest & Young, η KPMG και η Deloitte & Touche. Στους ώμους των τεσσάρων αυτών ελεγκτικών εταιριών πέφτει τώρα το βάρος

να αποδείξουν ότι μπορούν να αντεπεξέλθουν στις αυξημένες ευθύνες που τους κληροδότησε η Arthur Andersen. Η καταδίκη της ελεγκτικής εταιρίας Arthur Andersen, στις 14 Μαρτίου 2002, για παρεμπόδιση της δικαιοσύνης, ήταν το πρώτο σημάδι ότι οι ομοσπονδιακές αρχές των Ηνωμένων Πολιτειών έχουν βάλει στόχο την αναμόρφωση των εταιριών αυτών.

Με άλλα λόγια, μετά την περίπτωση της Enron, το μήνυμα που εστάλη σε όλους όσους εμπλέκονται στον κλάδο των εταιριών λογιστικής είναι σαφές: Τυχόν χαλαρότητα δεν δικαιολογείται και το βάρος πέφτει σε εκείνους που πραγματικά μπορούν να επιφέρουν αλλαγές στο χώρο, δηλαδή στους ίδιους τους λογιστές. Σήμερα οι ελεγκτικές επιτροπές πρέπει να είναι εντελώς ανεξάρτητες από τη διοίκηση της εταιρίας, επειδή στη σχέση αυτή είχαν παρατηρηθεί τα περισσότερα προβλήματα. Το χρονοδιάγραμμα όμως για την υλοποίηση όλων των αλλαγών που έχουν προταθεί στον κλάδο έχει μείνει πίσω. Πρόκειται για αλλαγές όπως είναι η δημιουργία ειδικών καναλιών επικοινωνίας ανάμεσα στα διάφορα τμήματα των λογιστικών εταιριών και η υιοθέτηση νέων προγραμμάτων ηλεκτρονικών υπολογιστών που θα χρησιμοποιούνται στα συμβουλευτικά τμήματα των εταιριών αυτών (ERP).

Σε απάντηση όλων αυτών των εταιρικών και λογιστικών σκανδάλων που παρατηρήθηκαν μέχρι την κατάρρευση της Enron (Adelphia, WorldCom, Tyco International), θεσπίστηκε στις 30 Ιουλίου 2002 στις Η.Π.Α. μια ομοσπονδιακή νομοθεσία, ο νόμος Sarbanes-Oxley επίσης γνωστός ως »Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act 2002» ή SOx ή Sarbox. Το όνομά του το πήρε από τον Γερουσιαστή Paul Sarbanes και τον εκπρόσωπο Michael G. Oxley. Ο πρόεδρος Bush υπέγραψε το νόμο δηλώνοντας ότι ήταν η πιο μακρόπνοη μεταρρύθμιση στον τομέα των επιχειρηματικών πρακτικών από την εποχή του Roosevelt.

Η νομοθεσία Sarbox θεσπίζει νέες και βελτιωμένες προδιαγραφές για όλα τα διοικητικά συμβούλια των εταιριών του δημόσιου τομέα των Η.Π.Α., για τη διαχείριση και δημόσιες εταιρίες ελέγχου. Τα παραπάνω δεν ισχύουν για ιδιωτικές επιχειρήσεις. Ο νόμος αυτός περιέχει 11 τμήματα που κυμαίνονται από πρόσθετες ευθύνες για το Εταιρικό Συμβούλιο, ποινικές κυρώσεις και εφαρμογή των αποφάσεων σχετικά με τις απαιτήσεις για την συμμόρφωση με τον νόμο. Παρ' όλα αυτά η συζήτηση για τον νόμο Sarbox συνεχίζεται κυρίως γύρω από τα αναμενόμενα οφέλη και κόστη. Υποστηρικτές του διατείνονται ότι η συγκεκριμένη νομοθεσία ήταν αναγκαία και έχει παίξει ένα

χρήσιμο ρόλο στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης του κοινού τόσο ως προς τον εξωτερικό έλεγχο όσο και ως προς την κυβέρνηση.

Βάσει του νόμου Sarbox θεσπίζεται μία οιονεί δημόσια υπηρεσία, το Συμβούλιο της Δημόσιας Επιχείρησης Ελεγκτικής (Public Company Accounting Oversight Board – PCAOB), το οποίο είναι επιφορτισμένο με την εποπτεία, τη ρύθμιση, και την πειθάρχηση των εταιριών εξωτερικού ελέγχου στους ρόλους τους ως ελεγκτές των δημόσιων επιχειρήσεων. Ο νόμος καλύπτει επίσης ζητήματα όπως η ανεξαρτησία των ελεγκτών, η εταιρική διακυβέρνηση και ο εσωτερικός έλεγχος.

Από όλα τα παραπάνω τεκμαίρεται ότι η ευθύνη των εταιριών εξωτερικού ελέγχου και κατ' επέκταση των ορκωτών ελεγκτών είναι πολύ μεγάλη. Οι ορκωτοί ελεγκτές θα πρέπει να είναι αμέμπτου ηθικής, να ελέγχουν την υπό έλεγχο εταιρία σε βάθος και να επισημαίνουν τα λάθη και τις ανακρίβειες στις οικονομικές της καταστάσεις με απώτερο σκοπό την μελλοντική βελτίωσή της και την προώθηση της γενικότερης οικονομικής ευημερίας.

Σε αντίθετη περίπτωση τα αποτελέσματα διαστρεβλώνονται και διογκώνονται με αποτέλεσμα την ολοκληρωτική κατάρρευση της ελεγχόμενης εταιρίας στο μέλλον. Άλλωστε, η ποιότητα των οικονομικών καταστάσεων είναι άμεσα συνδεδεμένη τόσο με τον εσωτερικό όσο και με τον εξωτερικό έλεγχο, σε σημείο μάλιστα που ορισμένες φορές να μην νοείται ποιότητα οικονομικών καταστάσεων χωρίς την ύπαρξη εσωτερικού και εξωτερικού ελέγχου. Γι' αυτό το λόγο θα πρέπει ο εξωτερικός έλεγχος να είναι πραγματικός, αξιόπιστος, αμερόληπτος, μη πλασματικός και να αντικατοπτρίζει τα πραγματικά αποτελέσματα της επιχείρησης. Με αυτόν τον τρόπο πραγματοποιούνται ταυτόχρονα πολλοί στόχοι όπως αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων, ορθή ενημέρωση των εν δυνάμει μελλοντικών επενδυτών και κατ' επέκταση αποφυγή της αισχροκέρδειας (Markham, Jerry W, 2006).

3.5.3 Η εταιρία Parmalat

Το λογιστικό –και όχι μόνο- σκάνδαλο της Ιταλικής εταιρίας Parmalat (Η μεγαλύτερη εταιρία γαλακτοκομικών προϊόντων στην Ευρώπη) αναφέρεται στην εξαφάνιση δισεκατομμυρίων ευρώ από τα ταμεία του κολοσσού. Στο επίκεντρο του σκανδάλου βρίσκεται μία επιστολή, που υποτίθεται ότι προερχόταν από την Bank of

America, με την οποία η τράπεζα επιβεβαιώνει ότι η Bonlat, θυγατρική της Parmalat, με έδρα στις Νήσους Κέιμαν, είχε καταθέσει αξίας τεσσάρων δισεκατομμυρίων ευρώ στην αμερικανική τράπεζα.

Ο Φάουστο Τόνα, πρώην γενικός οικονομικός διευθυντής της Parmalat, και ένας από τα δέκα άτομα -συμπεριλαμβανομένης της συζύγου του- έχει παραδεχθεί ότι «ωφελήθηκε προσωπικά» με κεφάλαια, τα οποία ανήκαν σε θυγατρικές εταιρίες της Parmalat στο Λουξεμβούργο και αναφέρει ότι ο ιταλικός κολοσσός έπαιρνε «μίζες» από τον κολοσσό των συσκευασιών Tetra-Pak, κατηγορία την οποία αρνείται ο σουηδικός όμιλος. Τα προαναφερόμενα αποδεικνύουν όμως ότι το σκάνδαλο της Parmalat ίσως δεν είναι αποκλειστικά δικό της. Όπως συνέβη και με το συγκρίσιμο σκάνδαλο στην αμερικανική Enron, οι εισαγγελικές αρχές θέτουν στο μικροσκόπιο και τους ορκωτούς λογιστές, οι οποίοι ήλεγχαν και υπέγραφαν τους ισολογισμούς της Parmalat.

Μέχρι το 1999, ήταν η Grant Thornton που είχε την ευθύνη ελέγχου των οικονομικών στοιχείων και βιβλίων του ιταλικού κολοσσού. Τα τελευταία χρόνια, και λόγω της απαίτησης που προβάλλεται από την ιταλική νομοθεσία για την εναλλαγή ορκωτών λογιστών στις επιχειρήσεις σε τακτά χρονικά διαστήματα, η Grant Thornton είχε αντικατασταθεί από την Deloitte & Touche, μία από τις τέσσερις μεγαλύτερες εταιρίες του κλάδου διεθνώς. Όμως, η εναλλαγή των ορκωτών λογιστών -πρακτική, η οποία νομοθετήθηκε και στις ΗΠΑ τον Ιούλιο του 2002- φαίνεται ότι παρακάμφθηκε στην ουσία στην περίπτωση της Parmalat. Και αυτό, διότι η Grant Thornton συνέχισε να ελέγχει τη θυγατρική της Parmalat Bonlat, τουλάχιστον μέχρι την ώρα που η Bank of America ανακοίνωσε ότι το υποτιθέμενο έγγραφο της, η απόδειξη των καταθέσεων των 4 δισεκατομμυρίων ευρώ, ήταν πλαστό, και το κεφάλαιο ήταν ανύπαρκτο. Η «απώλεια» αυτού του κεφαλαίου λειτούργησε σαν χαλί, το οποίο τραβήχτηκε κάτω από τα πόδια της Parmalat. Η Grant Thornton, η οποία στην ουσία αποτελεί ένα διεθνές δίκτυο εταιριών ορκωτών λογιστών, «απέβαλε» από τις τάξεις της την εταιρία μέλος του δικτύου της στην Ιταλία.

Οι συγκρίσεις του σκανδάλου της Parmalat με αντίστοιχα αμερικανικά -κυρίως της Enron και της WorldCom- δεν τελειώνουν με τις ευθύνες, τις οποίες φέρουν πιθανότατα οι ορκωτοί λογιστές. Στα κοινά σημεία που εντοπίζονται, συγκαταλέγεται και το γεγονός ότι τα μέλη των διοικητικών συμβουλίων τους δεν έχαιραν «ανεξαρτησίας». Για παράδειγμα, το διοικητικό συμβούλιο της Parmalat περιελάμβανε μεγάλο αριθμό μελών της οικογένειας Τάντσι, η οποία ελέγχει το 51% της Parmalat. Ακόμη, ο πατριάρχης

Καλίστο Τάντσι και ιδρυτής της Parmalat, τελούσε πρόεδρος και διευθύνων σύμβουλος της εταιρίας. Πρόκειται για έναν συνδυασμό, ο οποίος θεωρείται πλέον «επικίνδυνος» στις ΗΠΑ και στη Βρετανία. Οι υπεξαιρέσεις κεφαλαίων από την Parmalat συνεχίστηκαν επί σειρά ετών και εντοπίζονται πίσω σε διάστημα τουλάχιστον δεκαετίας. Το πραγματικά αξιοπερίεργο είναι ότι το τεράστιο οικονομικό έγκλημα διαπράχθηκε με εξαιρετικά απλό τρόπο, καθώς απλά, ουδείς - συμπεριλαμβανομένων των ορκωτών λογιστών- διενοήθη να θέσει το ερώτημα: «μία εταιρία η οποία παρουσιάζει τόσα διαθέσιμα κεφάλαια και ρευστό, γιατί έχει ανάγκη να δανείζεται;» Η απάντηση θα ήταν απλή: διότι έχει ανάγκη ρευστού. Γιατί έχει ανάγκη ρευστού, θα έπρεπε να είναι η επόμενη ερώτηση. Πρόκειται για ερωτήσεις, οι οποίες θα έπρεπε να έχουν τεθεί σε πολλές περιπτώσεις, σε σκάνδαλα που έχουν ξεσπάσει σε χώρες πολύ μακρινές από την Ιταλία. Πρόκειται όμως και για ερωτήσεις, οι οποίες ουδέποτε ετέθησαν. Όπως επισημαίνουν εμπειρογνώμονες, είναι υπαρκτός ο κίνδυνος όχι μόνον στην Ιταλία, να νομοθετηθούν ρυθμίσεις βιαστικά, οι οποίες θα αφήσουν πολλά κενά, προς εκμετάλλευση στο μέλλον (Anonymous, Parmalat).

3.5.4 Η εταιρία WorldCom

Η Long Distance Discount Services, Inc (LDDS) ξεκίνησε το 1983 στο Hattiesburg του Mississippi. Το 1985 η LDDS επιλεγεί τον Bernard Ebbers να είναι διευθύνων σύμβουλος της. Η εταιρία εισήχθη στο χρηματιστήριο το 1989 μέσω συγχώνευσης με την Advantage Companies Inc. Η επωνυμία της εταιρίας άλλαξε σε LDDS WorldCom το 1995, και λίγο αργότερα σε WorldCom.

Η ανάπτυξη της εταιρίας στο πλαίσιο της WorldCom τροφοδοτήθηκε κυρίως μέσω εξαγορών κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 και έφθασε στην κορυφή της με την εξαγορά της MCI αξία 37 δισεκατομμυρίων δολαρίων το 1998 καθιστώντας την τη μεγαλύτερη συγχώνευση στην ιστορία των ΗΠΑ. Μεταξύ των εταιριών που εξαγοράστηκαν ή συγχωνεύθηκαν με WorldCom ήταν η Advanced Communications Corp (1992), η Metromedia Communication Corp (1993), η Resurgens Communications Group (1993), η IDB Communications Group, Inc (1994), η Williams Technology Group, Inc (1995), και η MFS Communications Company (1996). Η εξαγορά της MFS

περιελάμβανε την UUNet Technologies, Inc, η οποία είχε αποκτηθεί από την MFS λίγο πριν από τη συγχώνευση με την WorldCom.

Στις 5 Οκτωβρίου 1999 η Sprint Corporation και η MCI WorldCom ανακοίνωσαν την 129 δισεκατομμυρίων δολαρίων συμφωνία συγχώνευσης μεταξύ των δύο εταιριών. Αν η συμφωνία ολοκληρωνόταν, θα ήταν η μεγαλύτερη εταιρική συγχώνευση στην ιστορία, και θα έβαζε τη WorldCom μπροστά από την AT & T ως τη μεγαλύτερη εταιρία επικοινωνιών στις Ηνωμένες Πολιτείες. Ωστόσο, η συμφωνία δεν έγινε εξαιτίας της πίεσης από το Υπουργείο Δικαιοσύνης των ΗΠΑ και της ΕΕ σχετικά με τις ανησυχίες τους για τη δημιουργία μονοπωλίου (Anonymous, WorldCom)

Ο Bernard Ebbers έγινε πολύ πλούσιος από την άνοδο της τιμής των συμμετοχών του σε κοινές μετοχές της WorldCom. Ωστόσο, λίγο μετά την εξαγορά της MCI το 1998, ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών εισήλθε σε περίοδο ύφεσης και η στρατηγική ανάπτυξης της WorldCom υπέστη σοβαρό πλήγμα όταν αναγκάστηκε να εγκαταλείψει την προτεινόμενη συγχώνευση της με την Sprint στα τέλη του 2000. Μέχρι εκείνη τη στιγμή, η μετοχή της WorldCom είχε πτωτική πορεία και ο Ebbers τέθηκε υπό αυξανόμενη πίεση από τις τράπεζες για να καλύψει τις διαφορές αποτίμησης (margin calls) για τις μετοχές του της WorldCom που είχαν χρησιμοποιηθεί για τη χρηματοδότηση άλλων επιχειρήσεων του (ξυλείας και σκαφών αναψυχής, μεταξύ άλλων). Το 2001, ο Ebbers έπεισε το διοικητικό συμβούλιο της WorldCom να του παράσχει εταιρικό δάνειο και εγγυήσεις που υπερβαίνουν τα 400 εκατ. δολάρια για να καλύψει τις διαφορές αποτίμησης. Το συμβούλιο ήλπιζε ότι τα δάνεια θα αποτρέψουν την ανάγκη του Ebbers να πωλήσει σημαντικές ποσότητες των μετοχών του της WorldCom, καθώς με αυτόν τον τρόπο θα οδηγούσε σε περαιτέρω καθοδική πίεση στην τιμή της μετοχής. Ωστόσο, η στρατηγική αυτή τελικά απέτυχε και ο Ebbers απομακρύνθηκε από CEO τον Απρίλιο του 2002 και αντικαταστάθηκε από τον John Sidgmore, πρώην Διευθύνων Σύμβουλο της UUNet Technologies, Inc.

Ξεκινώντας το 1999 και συνεχίζοντας μέχρι το Μάιο του 2002, η εταιρία (υπό τη διεύθυνση των Ebbers, Scott Sullivan (CFO), David Myers (Controller) και Buford "Buddy" Yates (Director of General Accounting)) χρησιμοποίησε δόλιες λογιστικές μεθόδους για την απόκρυψη της μείωσης των κερδών ζωγραφίζοντας μια ψευδή εικόνα οικονομικής ανάπτυξης και κερδοφορίας για να στηρίξουν την τιμή των μετοχών της WorldCom.

Η απάτη επιτεύχθηκε με δύο βασικούς τρόπους. Πρώτον, το λογιστήριο της WorldCom έκανε εγγραφές με μικρότερα ποσά από τα πραγματικά στο λογαριασμό «κόστος γραμμής» (έξοδα διασύνδεσης με άλλες εταιρίες τηλεπικοινωνιών) με κεφαλαιοποίηση αυτών των δαπανών στον ισολογισμό και όχι με εξοδοποίηση όπως έπρεπε. Δεύτερον, η εταιρία φούσκωνε τα έσοδα με ψεύτικες λογιστικές εγγραφές από το λογαριασμό «εταιρικοί γενικοί λογαριασμοί εσόδων».

Η πρώτη ανακάλυψη πιθανής παράνομης δραστηριότητας ήταν από το τμήμα εσωτερικού ελέγχου της WorldCom που αποκάλυψε περίπου 3,8 δισεκατομμύρια δολάρια της απάτης τον Ιούνιο του 2002. Η Ελεγκτική επιτροπή της εταιρίας και το διοικητικό συμβούλιο, ενημερώθηκαν για την απάτη και έδρασαν γρήγορα: ο Sullivan απολύθηκε, ο Myers παραιτήθηκε, η Arthur Andersen, απέσυρε την ελεγκτική γνώμη της για το 2001 και η Securities and Exchange Commission (SEC) ξεκίνησε μια έρευνα. Μέχρι το τέλος του 2003, εκτιμάται ότι το σύνολο του ενεργητικού της εταιρίας είχε διογκωθεί κατά περίπου 11 δισεκατομμύρια δολάρια (Jones Jonesington ,2007).

Τον Ιούνιο του 2002, οι δικηγόροι της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (Securities and Exchange Commission (SEC)) κατέθεσαν κατηγορίες αστικής απάτης εις βάρος της WorldCom για αυτό που αργότερα θα εκτιμούταν σε αξία πάνω από 9 δισεκατομμύρια δολάρια λογιστικών σφαλμάτων. Αν και η αγωγή δεν είχε υποβληθεί μέχρι τον Ιούνιο του 2002, είναι προφανές ότι ορισμένοι στο δημόσιο είχαν επίγνωση των παράνομων πρακτικών της WorldCom πάνω από ένα χρόνο νωρίτερα. Μια προηγούμενη αγωγή που κατατέθηκε τον Ιούνιο του 2001 από πολλούς μετόχους της WorldCom, απορρίφθηκε. Αυτή η αγωγή περιλάμβανε μαρτυρίες από μια ντουζίνα πρώην υπαλλήλους της WorldCom, εξηγώντας τα ίδια προβλήματα που θα μπορούσαν τελικά να επιφέρουν πτώση της εταιρίας.

Στις 21 Ιουλίου του 2002, η WorldCom αιτείται προστασία πτώχευσης. Η WorldCom άλλαξε το όνομά της σε MCI, και μετακόμισε την εταιρική έδρα της από το Clinton του Mississippi, στο Dulles της Virginia, στις 14 Απριλίου 2003. Στο πλαίσιο της συμφωνίας αναδιοργάνωσης, η εταιρία κατέβαλε 750 εκατομμύρια δολάρια στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σε μετρητά και μετοχές της νέας MCI, τα οποία επρόκειτο να καταβληθούν σε αδικημένους επενδυτές. Προηγούμενοι ομολογιούχοι κατέληξαν να πληρωθούν 35,7 σεντς στο δολάριο, σε ομόλογα και μετοχές στη νέα εταιρία MCI. Οι προηγούμενες μετοχές των μετόχων ήταν άνευ αξίας. Θα έπρεπε ακόμη να πληρώσει πολλά στους πιστωτές της, οι οποίοι περίμεναν για δύο χρόνια για ένα μέρος των

χρημάτων που τους οφείλονται. Πολλοί από τους μικρούς πιστωτές περιλαμβάνουν πρώην εργαζόμενους, κυρίως αυτούς που απολύθηκαν τον Ιούνιο του 2002 και η αποζημίωσή και οι παροχές τους είχαν παρακρατηθεί όταν η WCOM κήρυξε πτώχευση.

Στις 7 Αυγούστου 2002, η exWorldCom group 5100 ξεκίνησε. Αποτελούνταν από πρώην υπαλλήλους της WorldCom, με κοινό στόχο την αναζήτηση πλήρους καταβολής της αποζημίωσης απόλυσης και των παροχών με βάση το σχέδιο αποχώρησης WorldCom. Η '5100' αντιπροσωπεύει τον αριθμό των εργαζομένων της WorldCom που απολύθηκαν στις 28 Ιουνίου 2002, πριν η WorldCom κηρύξει πτώχευση.

Τον Μάιο του 2003, δόθηκε στην εταιρία μια σύμβαση χωρίς πλειστηριασμό από το αμερικανικό Υπουργείο Άμυνας να οικοδομήσει ένα κινητό τηλεφωνικό δίκτυο στο Ιράκ. Η συμφωνία έχει επικριθεί από τους ανταγωνιστές και άλλους που επικαλούνταν την έλλειψη εμπειρίας της εταιρίας στο χώρο. Στις 14 Φεβρουαρίου 2005, η Verizon Communications συμφώνησε να αποκτήσει την MCI για \$ 7,6 δις.

Στις 15 Μάρτη 2005 ο Bernard Ebbers κρίθηκε ένοχος για όλες τις κατηγορίες και καταδικάστηκε για απάτη, συνωμοσία και υποβολή πλαστών εγγράφων. Καταδικάστηκε σε 25 χρόνια φυλακή. Άλλοι πρώην υπάλληλοι της WorldCom που χρεώνονται με ποινικές κυρώσεις σε σχέση με τις οικονομικές ανακρίβειες της εταιρίας είναι ο πρώην CFO Scott Sullivan, ο πρώην υπεύθυνος David Myers, ο πρώην σύμβουλος λογιστηρίου Buford Yates και οι πρώην διευθυντές λογιστικών Betty Vinson και Troy Normand.

Τον Μάρτιο του 2005, 16 από 17 πρώην ανασφαλιστές της WorldCom έφθασαν σε συμφωνία με τους επενδυτές. Η Citigroup συμβιβάστηκε για 2,65 δισεκατομμύρια δολάρια στις 10 Μαΐου 2004.

Τον Δεκέμβριο του 2005, η εταιρία Microsoft ανακοίνωσε ότι η MCI θα προσχωρήσει σε αυτήν, παρέχοντας στους πελάτες του Windows Live Messenger "Voice Over Internet Protocol" (VOIP), για να κάνει τηλεφωνικές κλήσεις. Αυτό ήταν το τελευταίο νέο προϊόν της MCI - που αποκαλούνταν "MCI Web Calling". Μετά τη συγχώνευση, το προϊόν αυτό μετονομάστηκε σε "Verizon Web Calling" (Λογιστικό σκάνδαλο στη WorldCom, Η Καθημερινή, 2002).

3.5.5 Η εταιρία Xerox

Η Xerox Corporation είναι ο μεγαλύτερος προμηθευτής μηχανημάτων με βάση γραφίτη και συναφών προμηθειών στον κόσμο φωτοτυπικών.

Στις 11 Απριλίου του 2002, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατέθεσε καταγγελία κατά της Xerox. Σύμφωνα με την καταγγελία η Xerox εξαπάτησε το κοινό μεταξύ του 1997 και του 2000 κάνοντας «λογιστικούς ελιγμούς», ο σημαντικότερος εκ των οποίων ήταν μια αλλαγή όταν Xerox κατέγραφε τα έσοδα από τις μισθώσεις φωτοτυπικών - αναγνωρίζοντας τα ως «πωλήσεις» τη στιγμή που υπογραφόταν μια σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης, αντί της αναγνώρισης των εσόδων εκτιμητώς καθ' όλη τη διάρκεια της σύμβασης.

Το θέμα ήταν τότε αναγνωρίστηκαν τα έσοδα, όχι η εγκυρότητα των εσόδων. Η επαναδιατύπωση της Xerox άλλαξε μόνο σε ποια χρονιά δηλώθηκαν τα έσοδα.

Πριν από το 1997, η Xerox είχε αναγνωρίσει τα έσοδα από τις ενοικιάσεις εξοπλισμού, ή χρηματοδοτικές μισθώσεις, όπως απαιτείται από τις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές των ΗΠΑ.

Οι γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές των ΗΠΑ (G.A.A.P. Generally Accepted Accounting Principles) απαγορεύουν στις εταιρίες ολόκληρη την αναγνώριση εσόδων από την πώληση εξοπλισμού εάν δεν πληρούνται ορισμένα κριτήρια, όπως η μεταβίβαση της κυριότητας. Εάν κανένα από τα κριτήρια δεν πληρείται, η «πώληση» θεωρείται μίσθωση, και μόνο τα μισθώματα που οφείλονται στην εταιρία κατά την τρέχουσα περίοδο μπορούν να αντιμετωπίζονται ως έσοδα κατά την τρέχουσα περίοδο.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατηγόρησε ότι η αλλαγή στον τρόπο με τον οποίο η Xerox εφαρμόζε λογιστικές αρχές δεν παραβίαζε μόνο τις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές, αλλά είχε σχεδιαστεί εσκεμμένα να εξαπατά τη Wall Street να πιστέψει ότι η νέα διοικητική ομάδα «έκανε θαύματα», υπερβαίνοντας τις προσδοκίες της Wall Street σχεδόν κάθε τρίμηνο από το 1997 ως 1999.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατηγόρησε επιπλέον ότι οι λογιστικές παρατυπίες αύξησαν το φορολογικό έτος 1997 τα προ φόρων κέρδη κατά 405 εκατομμύρια \$, το 1998 τα προ φόρων κέρδη κατά 655 εκατ. \$, και το 1999 τα προ φόρων κέρδη κατά 511

εκατομμύρια \$ (σε κάθε τρίμηνο κάθε έτους, τα κέρδη είχαν διογκωθεί ακριβώς τόσο ώστε να υπερβαίνουν τα Wall Street's First Call Consensus EPS).

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ισχυρίστηκε επίσης ότι ανώτατα στελέχη της Xerox είχαν γνώση (είτε οργανώνοντας είτε εγκρίνοντας) των λογιστικών πράξεων που ελήφθησαν για τη «γεφύρωση του χάσματος» για την επίτευξη των στόχων εσόδων και κερδών.

Όταν η ελεγκτική εταιρία της Xerox, η KPMG, αμφισβήτησε τη νομιμότητα των λογιστικών πρακτικών της εταιρίας, τα διοικητικά στελέχη ζήτησαν ένα νέο συνεργάτη να την αντικαταστήσει. Για να διατηρηθεί η σχέση με την Xerox, η οποία διήρκεσε σχεδόν 40 χρόνια, και να προστατεύσει τα 82 εκατομμύρια δολάρια ελεγκτικών και μη ελεγκτικών τελών που η KPMG θα εισέπραττε από την Xerox μεταξύ 1997 και 2000, η KPMG ικανοποίησε το αίτημα της διοίκησης.

Φυσικά η εξαπάτηση που γινόταν από τη διοίκηση της Xerox σύντομα ήρθε στο φως. Τα "λογιστικά κόλπα" που χρησιμοποιούνταν από την Xerox ήταν δίκικο μαχαίρι: η επίσπευση μελλοντικών εσόδων σε τρέχουσες περιόδους, έκανε ολοένα και πιο δύσκολο για τη διοίκηση να ανταποκριθεί στις προσδοκίες των επενδυτών σε μελλοντικές περιόδους, ιδιαίτερα καθώς η οικονομία άρχισε να επιδεινώνεται το 1999 και τα επόμενα έτη.

Σε απάντηση στην καταγγελία της SEC, η Xerox Corporation συμφώνησε να καταβάλει 10 εκατομμύρια δολάρια πρόστιμο και να επαναδιατυπώσει τα οικονομικά της αποτελέσματα για τα έτη 1997 με 2000. Στις 5 Ιουνίου 2003, έξι ανώτατα στελέχη της Xerox κατηγορήθηκαν για απάτη χρεογράφων, συμπεριλαμβανομένων των πρώην διευθυνόντων συμβούλων της εκτελεστικής εξουσίας, Paul A. Allaire και G. Richard Thoman, και τον πρώην γενικό οικονομικό διευθυντή, Barry D. Romeril, συμφώνησε να καταβάλει 22 εκατ. δολάρια σε πρόστιμα, επιστροφές κερδών και τόκους.

Στις 29 Γενάρη 2003, η SEC κατέθεσε καταγγελία κατά των ελεγκτών της Xerox, την KPMG, προβάλλοντας τέσσερις εταίρους στο "Big Five" της λογιστικής εταιρίας, Michael A. Conway, Joseph T. Boyle, Anthony P. Dolanski, και Ronald A. Safran, οι οποίοι επέτρεψαν στη Xerox να "μαγειρεύει τα βιβλία" για να καλύψει ένα "κενό" εσόδων 3 δισεκατομμύρια δολάρια και ένα "κενό" σε προ φόρων κέρδη 1,4 δισεκατομμυρίων δολάρια. Όπως σημειώνεται στην καταγγελία: "Δεν υπήρχε φύλακας στη Xerox. Το γαύγισμα της KPMG δεν ήχησε ως προειδοποίηση προς τους επενδυτές,

το δάγκωμα της ήταν αναποτελεσματικό." Τον Απρίλιο του 2005 η KPMG διακανόνισε με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, να καταβάλει 22,48 εκατομμύρια δολάρια πρόστιμο. Ως μέρος του διακανονισμού, η KPMG δεν παραδέχτηκε ούτε αρνήθηκε παραπτώματα (Ελευθεροτυπία, 2002)

3.5.6 Η εταιρία American International Group, Inc (AIG)

Η American International Group, Inc (AIG), γνωστή επίσης ως AIU Holdings, Inc., είναι μια αμερικανική ασφαλιστική εταιρία. Η έδρα της βρίσκεται στο American International Building στη Νέα Υόρκη και στην Fenchurch Street στο Λονδίνο. Σύμφωνα με το Forbes 2008 Global 2000, η AIG κάποτε ήταν η 18η μεγαλύτερη εισηγμένη επιχείρηση στον κόσμο. Ήταν εισηγμένη στο Dow Jones Industrial Average από τις 8 Απριλίου 2004 έως τις 22 Σεπτεμβρίου 2008.

Η ιστορία της AIG χρονολογείται από το 1919, όταν ο Cornelius Vander Starr σύστησε έναν οργανισμό ασφάλισης στη Σαγκάη της Κίνας. Ο Starr ήταν ο πρώτος Δυτικός στη Σαγκάη, που πούλησε ασφάλιση στους Κινέζους, το οποίο συνέχισε να κάνει μέχρι τις αρχές του 1949, όταν η AIG αποχώρησε από την Κίνα, όταν ο Μάο Τσε Τουνγκ οδήγησε τον Κομμουνιστικό Λαϊκό Στρατό στην Σαγκάη. Ο Starr, στη συνέχεια μετέφερε την έδρα της επιχείρησης στην τρέχουσα βάση της στη Νέα Υόρκη. Η εταιρία προχώρησε σε επέκταση, συχνά μέσω των θυγατρικών της, σε άλλες αγορές, συμπεριλαμβανομένων άλλα μέρη της Ασίας, της Λατινικής Αμερικής, της Ευρώπης και της Μέσης Ανατολής. Το 1962, ο Starr έδωσε τη διαχείριση των εκμεταλλεύσεων της εταιρίας στις ΗΠΑ, οι οποίες υστερούσαν, στον R. Maurice "Hank" Greenberg, ο οποίος μετατόπισε το κέντρο βάρους από την προσωπική ασφάλιση σε υψηλού περιθωρίου εταιρική κάλυψη. Ο Greenberg επικεντρώθηκε σε πωλήσεις μέσω ανεξάρτητων ασφαλιστικών μεσιτών και όχι πρακτόρων για να εξαλείψει τους μισθούς των πρακτόρων. Το 1968, ο Starr ονόμασε ως διάδοχό του τον Greenberg. Η εταιρία εισήχθη στο χρηματιστήριο το 1969.

Από το 2005, η AIG έχει εμπλακεί σε μια σειρά από έρευνες για απάτες που διεξάγονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, το Υπουργείο Δικαιοσύνης των ΗΠΑ, και το γραφείο του Γενικού Εισαγγελέα της Νέας Υόρκης. Ο Greenberg απομακρύνθηκε μέσα σε ένα σκάνδαλο το Φεβρουάριο του 2005. Μάχεται ακόμη αστικές χρεώσεις που

ασκούνται από το κράτος της Νέας Υόρκης. Οι ερευνητές αρχικά επικεντρώθηκαν σε δύο πράξεις που αφορούν τη Berkshire Hathaway's (BRK) General Re Corp. Οι συναλλαγές ανήλθαν σε ένα δάνειο 500 εκατομμυρίων δολαρίων που εμφανιζόταν στα βιβλία ως έσοδα ασφαλιστρών. Αυτό επέτρεψε στην AIG να ενισχύσει τα αποθεματικά της σε μια εποχή που οι επενδυτές πίστευαν ότι ήταν πολύ χαμηλά. Το πρόβλημα: Η AIG ποτέ δεν ανέλαβε κανέναν από τους κινδύνους που συνδέονται με την ανάληψη ασφάλισης. Στις 30 Μαρτίου, η εταιρία αναγνώρισε ότι "τα έγγραφα τεκμηρίωσης της πράξης ήταν ανάρμοστα" και δεν θα έπρεπε να έχουν χαρακτηριστεί ως ασφαλιστρα. Η έρευνα του Γενικού Εισαγγελέα της Νέας Υόρκης οδήγησε σε ένα πρόστιμο 1,6 δισεκατομμυρίων δολαρίων για την AIG και στην ποινική δίωξη ορισμένων από τα στελέχη της.

Από τότε, τα προβλήματα της AIG είναι έχουν κλιμακωθεί. Η ίδια η εταιρία εντόπισε ορισμένες προβληματικές περιοχές. Αυτές περιλαμβάνουν συναλλαγές με δήθεν ανεξάρτητες εταιρίες οι οποίες ελέγχονται στην πραγματικότητα από την AIG, απώλειες εσφαλμένα ταξινομημένες, αμφισβητήσιμες εκτιμήσεις για έξοδα απόκτησης. Οι ερευνητές και οι ρυθμιστικές αρχές εξετάζουν περίπου 60 συναλλαγές που εμπλέκουν αυτά και άλλα πιθανά «μαγειρέματα» λογιστικής (D. Brady, M. Vickers, M. McNamee, 2005). Τον Greenberg διαδέχθηκε ως Διευθύνων Σύμβουλος ο Martin J. Sullivan, ο οποίος είχε ξεκινήσει τη σταδιοδρομία του στην AIG ως υπάλληλος στο γραφείο του Λονδίνου το 1970.

Στις 14 Σεπτεμβρίου του 2008, η AIG ανακοίνωσε ότι εξετάζει την πώληση της εταιρίας leasing αεροσκαφών, International Lease Finance Corporation, για την αύξηση της ρευστότητας. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ προσέλαβε τον Morgan Stanley για να διαπιστωθεί εάν υπάρχουν συστημικοί κινδύνους από την οικονομική αποτυχία της AIG, και ζήτησε από ιδιωτικούς φορείς να παρέχουν βραχυπρόθεσμα δάνεια προς την εταιρία. Εν τω μεταξύ, οι ρυθμιστικές αρχές της Νέας Υόρκης επέτρεψαν στην AIG να δανειστεί 20 δισεκατομμύρια δολάρια από τις θυγατρικές της. Στις 15 Ιουνίου 2008, μετά τη δημοσιοποίηση των οικονομικών απωλειών και μετά την πτώση των τιμών των μετοχών, ο Sullivan παραιτήθηκε και αντικαταστάθηκε από τον Robert B. Willumstad, πρόεδρο του Διοικητικού Συμβουλίου της AIG από το 2006. Οι πληρωμές προς τους αντισυμβαλλομένους της AIG αιτιολογούνται, με μία έκκληση προς την ιερότητα της σύμβασης. Εάν οι συμβάσεις της AIG κατέληγαν να είναι επισφαλείς, σύμφωνα με τη θεωρία, τότε ολόκληρο το οικοδόμημα του χρηματοπιστωτικού συστήματος θα κατέρρεε.

Στις 16 Σεπτεμβρίου 2008, η AIG υπέστη μια κρίση ρευστότητας μετά την υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της. Η βιομηχανική πρακτική επιτρέπει σε εταιρίες με υψηλότερη βαθμολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας να εισέλθουν στις διαπραγματεύσεις χωρίς να καταθέσουν ενέχυρο στα διαπραγματευόμενα μέρη. Όταν η πιστοληπτική της κατάταξη υποβαθμίστηκε, η εταιρία ήταν υποχρεωμένη να καταθέτει πρόσθετες εγγυήσεις με τα διαπραγματευόμενα μέρη, και αυτό οδήγησε σε μια κρίση ρευστότητας. Οι τιμές των μετοχών της AIG είχαν μειωθεί κατά 95% σε μόλις 1,25 δολάρια από τις 16 Σεπτεμβρίου 2008, από το επί 52 εβδομάδων υψηλό των 70,13 δολαρίων. Η εταιρία ανέφερε πάνω από 13,2 δισεκατομμύρια δολάρια απώλειες κατά τους πρώτους έξι μήνες του έτους και υπήρχε περίπτωση να υποβάλει αίτηση προστασίας πτώχευσης την Τετάρτη 17 Σεπτεμβρίου.

Το βράδυ της 16ης Σεπτεμβρίου 2008, η Διοικητική Επιτροπή της Federal Reserve Bank, ανακοίνωσε ότι η Federal Reserve Bank of New York είχε την άδεια να δημιουργήσει μια 24μηνια πιστωτική διευκόλυνση, από την οποία η AIG θα μπορούσε να πάρει μέχρι 85 δισεκατομμύρια δολάρια για να αποτραπεί η κατάρρευση της εταιρίας, επιτρέποντας στην AIG ώστε να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της για την παροχή πρόσθετης ασφάλειας. Αυτή ήταν η μεγαλύτερη απαλλαγή με εκχώρηση (bailout) που έδωσε η κυβέρνηση σε ιδιωτική εταιρία στην ιστορία των ΗΠΑ. Το δάνειο ήταν εξασφαλισμένο από τα περιουσιακά στοιχεία της AIG, συμπεριλαμβανομένων των μη ρυθμιζόμενων θυγατρικών και το απόθεμα όλων των ουσιαστικά οργανωμένων των θυγατρικών της, και με επιτόκιο 8,5 τοις εκατό περισσότερο από το τρίμηνο Διατραπεζικό επιτόκιο δανεισμού του Λονδίνου (London Interbank Offered Rate (LIBOR)) (π.χ., LIBOR συν 8,5%). Σε αντάλλαγμα για την πιστωτική διευκόλυνση, η αμερικανική κυβέρνηση έλαβε εγγυήσεις για τη συμμετοχή στο κεφάλαιο της AIG κατά 79,9 τοις εκατό, με το δικαίωμα να αναστείλει την καταβολή μερισμάτων στους κοινούς και προνομιούχους μετόχους της AIG. Η πιστωτική διευκόλυνση δημιουργήθηκε στα πλαίσια του τμήματος 13 (3) του Federal Reserve Act. Ο Maurice Greenberg, πρώην διευθύνων σύμβουλος της AIG, στις 17 Σεπτεμβρίου, 2008, χαρακτήρισε την απαλλαγή με εκχώρηση (bailout) ως κρατικοποίηση της AIG. Ο Willumstad αναγκάστηκε από την κυβέρνηση των ΗΠΑ να εγκαταλείψει τη θέση του και αντικαταστάθηκε από τον Edward M. Liddy στις 17 Σεπτεμβρίου του 2008.

Παρόλα αυτά όμως, μία εβδομάδα μετά το bailout του Σεπτεμβρίου, στελέχη της AIG συμμετείχαν σε ένα πολυτελές gala στην Καλιφόρνια που κόστισε 444.000 δολάρια

και προσέφερε θεραπείες spa, δεξιώσεις, εκδρομές και γκολφ. Αναφέρθηκε ότι το ταξίδι ήταν μια ανταμοιβή για τους κορυφαίους σε επιδόσεις ασφαλιστικούς πράκτορες και είχε προγραμματιστεί πριν από το bailout. Σε λιγότερο από 24 ώρες μετά την είδηση του «πάρτυ» από τα μέσα ενημέρωσης, αναφέρθηκε ότι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ είχε συμφωνήσει να δώσει στην AIG ένα πρόσθετο δάνειο ύψους 37,8 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Η Associated Press αναφέρει στις 17 Οκτωβρίου ότι στελέχη της AIG δαπάνησαν 86.000 δολάρια σε ένα ήδη προγραμματισμένο ταξίδι στην Αγγλία για κυνήγι. Τα νέα των υπερβολικών δαπανών ήρθαν λίγες μόλις ημέρες μετά από τη λήψη ενός επιπλέον δανείου 37,8 δισεκατομμυρίων δολαρίων από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, προστιθέμενο στο δάνειο έκτακτης ανάγκης 85 δισεκατομμυρίων δολαρίων που χορηγήθηκε πριν από ένα μήνα. Όσον αφορά το ταξίδι για κυνήγι, η εταιρία απάντησε, "Εκφράζουμε τη λύπη μας ότι το γεγονός αυτό δεν ακυρώθηκε." Ένα άρθρο στις 30 Οκτωβρίου του 2008 του CNBC ανέφερε ότι η AIG είχε ήδη δαπανήσει τα 90 δισεκατομμύρια δολάρια από τα 123 δισεκατομμύρια δολάρια που διατίθενται για δάνεια. Στις 10 Νοεμβρίου 2008, λίγες ημέρες πριν από την επαναδιαπραγμάτευση άλλων μέτρων διάσωσης με την κυβέρνηση των ΗΠΑ για 40 δισ. δολάρια, το ABC News ανέφερε ότι η AIG δαπάνησε 343.000 δολάρια για ένα ταξίδι σε ένα πλούσιο θέρετρο στο Φοίνιξ της Αριζόνα.

Στις 22 Σεπτεμβρίου 2008, η AIG αφαιρέθηκε από τον Dow Jones Industrial Average. Ένα επιπλέον δάνειο 37,8 δισεκατομμυρίων δολαρίων παρατάθηκε τον Οκτώβριο. Μέχρι τις 24 Οκτωβρίου, η AIG είχε συνολικά δανειστεί 90,3 δισεκατομμύρια δολάρια από το δάνειο έκτακτης ανάγκης, σε σύνολο 122,8 δισεκατομμυρίων δολαρίων.

Στις 10 Νοεμβρίου του 2008, το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ ανακοίνωσε ότι θα αγοράσει 40 δισεκατομμύρια δολάρια σε νεοεκδιδόμενες ανώτερες προνομιούχες μετοχές της AIG, υπό την εποπτεία του Emergency Economic Stabilization Act's Troubled Asset Relief Program. Η FRBNY ανακοίνωσε ότι θα τροποποιήσει την πιστωτική διευκόλυνση της 16^{ης} Σεπτεμβρίου. Η επένδυση του Υπουργείου επέτρεπε τη μείωση του μεγέθους της, από 85 δισ. δολάρια σε 60 δισεκατομμύρια δολάρια, η FRBNY θα παρατείνει τη διάρκεια ζωής του από τρία σε πέντε έτη, και το επιτόκιο θα άλλαζε από 8,5% συν το τρίμηνο London Interbank Offered Rate (LIBOR) για το σύνολο της πιστωτικής διευκόλυνσης, σε 3% συν LIBOR για τα κεφάλαια που προβλέπονται και ότι η AIG θα δημιουργήσει δύο εκτός ισολογισμού Εταιρίες Περιορισμένης Ευθύνης (EΠΕ)

για να διατηρήσει τα περιουσιακά της στοιχεία: η μία θα λειτουργεί ως Residential Mortgage-Backed Securities Facility της AIG και η δεύτερη θα λειτουργεί ως Collateralized Debt Obligations Facility. Ομοσπονδιακοί αξιωματούχοι είπαν ότι τα 40 δισεκατομμύρια δολάρια επένδυσης θα επιτρέψουν τελικά στην κυβέρνηση να μειώσει τη συνολική έκθεση για την AIG σε 112 δισεκατομμύρια δολάρια από 152 δισ. δολάρια. Στις 15 Δεκεμβρίου 2008, το Thomas More Law Center άσκησε αγωγή ώστε να προκαλέσει το Emergency Economic Stabilization Act of 2008, ισχυριζόμενος ότι προωθεί αντισυνταγματικά ισλαμικό νόμο (Σαρία) και θρησκεία. Η αγωγή κατατέθηκε, διότι η AIG παρέχει ασφαλιστικά πλάνα Takaful, τα οποία, σύμφωνα με την εταιρία, αποφεύγουν τις επενδύσεις και τις συναλλαγές που είναι "μη-ισλαμικές".

Στις 2 Μαρτίου του 2009, η AIG ανέφερε απώλειες ύψους \$ 61.7 δισεκατομμυρίων δολαρίων για το τελευταίο τρίμηνο του 2008. Αυτή ήταν η μεγαλύτερη τριμηνιαία απώλεια την εταιρική ιστορία μέχρι εκείνη τη στιγμή. Η ανακοίνωση των απωλειών είχε αντίκτυπο τις πρωινές συναλλαγές στην Ευρώπη και την Ασία, με τους FTSE100, DAX και Nikkei να υποφέρουν από σημαντικές μειώσεις. Στις ΗΠΑ ο δείκτης Dow Jones Industrial Average υποχώρησε κάτω από 7000 μονάδες. Η είδηση των απωλειών ήρθε την επόμενη ημέρα που το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ είχε επιβεβαιώσει ότι η AIG ήταν να πάρει επιπλέον 30 δισεκατομμύρια δολαρίων ενίσχυση, επιπλέον των 150 δισεκατομμυρίων δολαρίων που είχε ήδη λάβει. Το Υπουργείο Οικονομικών δήλωσε ότι οι δυνητικές ζημιές στις ΗΠΑ και την παγκόσμια οικονομία θα είναι «πολύ υψηλές», αν η εταιρία καταρρεύσει και πρότεινε ότι, εάν στο μέλλον δεν υπάρχει βελτίωση, θα επενδύσει περισσότερα χρήματα στην εταιρία, καθώς είναι απρόθυμοι να επιτρέψουν να αποτύχει. Η θέση της εταιρίας (καθώς δεν είναι μόνο εγχώρια ασφαλιστική εταιρία, αλλά και μία για τις μικρές επιχειρήσεις και πολλές εταιρίες που περιλαμβάνονται, ΗΠΑ), ώθησε τους υπαλλήλους να δείχνουν ότι η διάλυση της θα μπορούσε να είναι «καταστροφική» και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ δήλωσε ότι η AIG αποτελεί ένα «συστημικό ρίσκο» για την παγκόσμια οικονομία. Τα αποτελέσματα του τετάρτου τριμήνου έδειξαν ότι η εταιρία είχε 99,29 δισεκατομμύρια δολάρια ζημιών για το σύνολο των 2008, με πέντε συνεχόμενα τρίμηνα ζημιών με κοστολόγηση της εταιρίας πάνω από 100 δισ. δολάρια. Σε μια μαρτυρία ενώπιον της Επιτροπής Προϋπολογισμού της Γερουσίας στις 3 Μαρτίου 2009, ο πρόεδρος της Federal Reserve, Ben Bernanke δήλωσε ότι "η AIG αξιοποίησε ένα τεράστιο χάσμα στο ρυθμιστικό σύστημα, "... και" προς έκπληξη κανενός, έκανε ανεύθυνα στοιχήματα και υπέστη τεράστιες απώλειες".

Η εταιρία της Wall Street χάνει δισεκατομμύρια, σχεδόν καταρρέει, παρασύροντας και την αμερικανική οικονομία. Όμως ανώτατα στελέχη της συνεχίζουν να παίρνουν εκατομμύρια δολάρια σε μπόνους. Τους πληρώνουν στην ουσία οι φορολογούμενοι, αφού η κυβέρνηση δίνει χρήματα από τα ομοσπονδιακά ταμεία για να σώσει την εταιρία. Ακούγεται τρελό αλλά αυτό συμβαίνει. Τον Μάρτιο του 2009, η AIG ανακοίνωσε ότι θα πλήρωνε 165 εκατομμύρια δολάρια σε μπόνους ανώτερων υπάλληλων. Τα συνολικά μπόνους για όλη την οικονομική μονάδα μπορεί να φθάσουν τα \$ 450 εκατ. ευρώ και τα μπόνους για ολόκληρη την εταιρία θα μπορούσαν να φθάσουν τα 1,2 δισεκατομμύρια δολάρια. Ο Πρόεδρος Barack Obama, ο οποίος ψήφισε υπέρ της διάσωσης AIG ως γερουσιαστής ανταποκρίθηκε στις προβλεπόμενες πληρωμές λέγοντας "είναι δύσκολο να καταλάβω πώς παράγωγοι επιχειρηματίες στην AIG εγγυήθηκαν οποιοδήποτε μπόνους, λίγο πολύ 165 εκατομμύρια δολάρια σε επιπλέον αμοιβή. Πώς να δικαιολογήσουν αυτή την οργή για τους φορολογούμενους οι οποίοι κρατούν την εταιρία στη ζωή;" και "Κατά τους τελευταίους έξι μήνες, η AIG έχει λάβει σημαντικά ποσά από το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ. Έχω ζητήσει από τον Υπουργό Geithner να χρησιμοποιήσει αυτό το μοχλό και να αξιοποιηθεί κάθε νομικό μέσο ώστε να μπλοκαριστούν αυτά τα επιδόματα και να αποκατασταθεί το σύνολο των αμερικανικών φορολογούμενων."

Η οργή των πολιτικών αλλά και του κόσμου είναι δικαιολογημένη. Τα μπόνους δίνονται για να μην χάσει η εταιρία τα στελέχη της και μαζί, πελάτες. Για να μην σπάσει τα συμβόλαιά τους, που υπογράφηκαν πριν από την κρίση και πληρώσει περισσότερα σε αποζημιώσεις. Το αν αυτά τα στελέχη οδήγησαν στην κατάρρευσή της, δεν εξετάζεται. Αυτό συμβαίνει στην περίπτωση της αμερικανικής ασφαλιστικής AIG (Anonymous). Τα μπόνους αποτελούν μέρος των συμβάσεων των εργαζομένων και η επιχείρηση υποχρεούται νομικά να το πράξει. Ζητείται οι εργαζόμενοι σε όλη τη χώρα να λάβουν περικοπές αμοιβών και να δέχονται λιγότερες μέρες εργασίας την εβδομάδα, ώστε οι συνάδελφοι να μην απολυθούν. Γιατί δεν μπορούν να μοιραστούν λίγο από το βάρος οι γαλαζοαίματοι της Wall Street (Eliot Spitzer, 2009). Πολιτικοί και από τις δύο πλευρές του Κογκρέσου αντέδρασαν με οργή για τη σχεδιαζόμενη διάσωση της AIG. Ο γερουσιαστής Τσακ Schumer έχει απειλήσει να φορολογήσει τα μπόνους σε ποσοστό μέχρι και 100%. Ο Γερουσιαστής Richard Shelby (R-Alabama) δήλωσε: "Αυτοί οι άνθρωποι ήρθαν μόνοι τους σε αυτή την κατάσταση. Τώρα επιβραβεύετε την αποτυχία. Πολλοί από αυτούς τους ανθρώπους θα πρέπει να απολυθούν, όχι να τους χορηγούνται μπόνους. Αυτό είναι τρομερό. Είναι εξωφρενικό."

Ως αποτέλεσμα της δημόσιας μανίας λόγω των πληρωμών των υπαλλήλων της, η AIG εκ νέου «μεταφέρει» την πλειοψηφία των δραστηριοτήτων της στο πλαίσιο της AIG Holdings, Inc.. Η FBIC, μια μη κερδοσκοπική οργάνωση καταπολέμησης της κακής πίστης των ασφαλιστικών εταιριών, κατατάσσει την AIG όγδοη στον κατάλογο των κακών ασφαλιστικών σε μια ανασκόπηση 655 ομάδων ασφαλιστικών που αποτελείται από 3.693 ασφαλιστικές εταιρίες.

Η AIG είναι καταδικασμένη;

Πηγές προσκείμενες στην έρευνα έσπευσαν να επισημάνουν ότι αυτό δεν είναι όπως η κατάσταση της Enron, αν και υπήρχαν πολλές «κατεργαριές». Η ασφαλιστική εταιρία πωλεί πραγματικά προϊόντα και παράγει πραγματικά κέρδη. Ο κύριος ισχυρισμός είναι ότι οι διαχειριστές πήγαν σε ακραία μήκη ώστε να εξομαλύνουν τις αποδοχές και να ενισχύσουν την τιμή της μετοχής. Εάν αποκοπεί από αυτές τις μηχανορραφίες, η AIG μπορεί να αποδειχθεί σε ένα τυπικό ασφαλιστή, με αρκετές αυξομειώσεις αποδοχών, και όχι ο ανώτερος ασφαλιστής που φαινόταν να είναι (D. Brady, M. Vickers, M. McNamee, 2005).

Αλλά η AIG παραμένει ένα εργοστάσιο παραγωγής ηλεκτρικού ρεύματος στη βιομηχανία. Έχει ένα ποικίλο μίγμα κορυφαίων ασφαλιστικών και χρηματοοικονομικών υπηρεσιών για τις επιχειρήσεις. Επιπλέον, είναι μια παγκόσμια δύναμη με ιδιαίτερα ισχυρή πρόσβαση στις ταχέως αναπτυσσόμενες αγορές της Ασίας, ιδιαίτερα την Κίνα.

Τουλάχιστον, οι μετοχές της εταιρίας δεν μπορούν πλέον να απαιτούν το είδος της προμοδότησης που είχαν κατά τη διάρκεια των ημερών της δόξας. Οι επενδυτές, που χάνουν πάνω από 40 δισεκατομμύρια δολάρια από το σκάνδαλο που ξέσπασε, μπορεί να πρέπει να συμβιβαστούν με το γεγονός ότι η AIG είναι απλά μια κανονική ασφαλιστική. Αλλά αυτό είναι χωρίς να ληφθούν υπόψη τα ουσιαστικά εμπόδια που αντιμετωπίζει η AIG. Ο μετασχηματισμός ενός πολιτισμού τόσο μυστικοπαθούς και ριζωμένου όπως αυτή που ο Greenberg έχτισε μέσα σε τέσσερις δεκαετίες θα είναι ένα μνημειώδες έργο για κάθε Διευθύνων Σύμβουλο - και ίσως ένα αδύνατο ακόμα και για έναν ηγέτη που σφυρηλάτησε όλη την καριέρα του εκεί, όπως έκανε ο Σάλιβαν. Επιπλέον, η έκταση της ευθύνης της εταιρίας είναι άγνωστη. Μπορεί να υπάρχουν τεράστια πρόστιμα, θα μπορούσαν να είναι ακόμη πιο σοβαρές οι κατηγορίες. Οι επενδυτές μπορούν μόνο να μαντέψουν πόσο που θα χτυπηθεί η AIG από εδώ και πέρα (Anonymous, American International Group).

3.6 Εμπειρική προσέγγιση – Ελληνική πραγματικότητα

Στα πλαίσια μιας προσπάθειας εμπειρικής προσέγγισης του φαινομένου της παραποίησης των οικονομικών καταστάσεων από τις ελληνικές επιχειρήσεις, εξετάστηκαν οι ετήσιες Εκθέσεις Ελέγχου που υπεγράφησαν από τους ορκωτούς ελεγκτές-λογιστές για την εταιρική χρήση 2010 για όλες τις εταιρίες οι οποίες ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (συμπεριλαμβανομένου όσων βρίσκονταν υπό επιτήρηση ή σε αναστολή). Από τη διερεύνηση αυτή, προέκυψαν χρήσιμα συμπεράσματα αναφορικά με τις πρακτικές παραποίησης των οικονομικών καταστάσεων οι οποίες υιοθετήθηκαν από τις ελληνικές επιχειρήσεις και έγιναν αντιληπτές κατά τη διενέργεια του ελέγχου από τους ορκωτούς ελεγκτές-λογιστές.

3.6.1 Δείγμα - Μεθοδολογία

Δείγμα της έρευνας αποτέλεσαν οι Εκθέσεις Επισκόπησης / Ελέγχου που υπεγράφησαν από ορκωτούς ελεγκτές-λογιστές για τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρικής χρήσης 2010 των 256 εταιριών οι οποίες ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Τα συμπεράσματα διεξήχθησαν με βάση τη «Γνώμη» και τις παρατηρήσεις / επισημάνσεις των ορκωτών ελεγκτών-λογιστών, όπως αυτές διατυπώθηκαν στις Εκθέσεις Ελέγχου (βλ. Παράρτημα Β - Πίνακας). Στην περίπτωση ομίλων εταιριών τα Πιστοποιητικά Ελέγχου που εξετάστηκαν αφορούσαν στις ενοποιημένες καταστάσεις.

3.6.2 Ανάλυση Αποτελεσμάτων

Από την εξέταση των Εκθέσεων Ελέγχου των 256 εισηγμένων στο Χ.Α.Α. εταιριών, προέκυψαν τα εξής :

- Α.** Από τις 256 εταιρίες του δείγματος, οι 204 απέσπασαν από τους ορκωτούς ελεγκτές-λογιστές, Εκθέσεις Ελέγχου που επιβεβαίωναν ότι οι εταιρικές και ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις παρουσίαζαν εύλογα και από κάθε ουσιώδη άποψη την οικονομική κατάσταση των εταιριών και των Ομίλων κατά την 31^η Δεκεμβρίου 2010, την χρηματοοικονομική τους επίδοση και τις

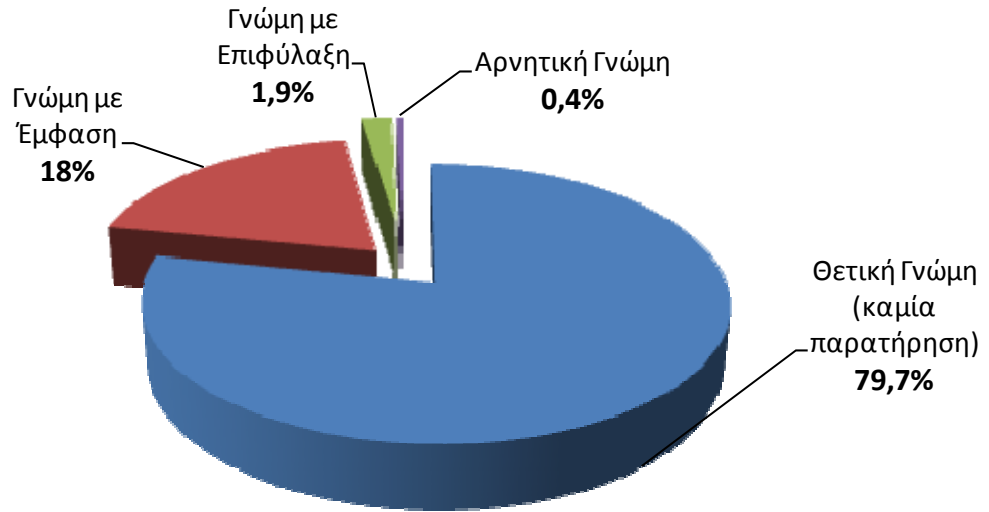
Ταμειακές Ροές για την χρήση που έληξε την ημερομηνία αυτή, σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης.

B. Από τις υπόλοιπες 52 εταιρίες :

- ! Οι 46 διέθεταν Εκθέσεις Ελέγχου που επιβεβαίωναν ότι οι εταιρικές και ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις παρουσίαζαν εύλογα και από κάθε ουσιώδη άποψη την οικονομική κατάσταση των εταιριών αλλά περιλάμβαναν επισημάνσεις / παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών-λογιστών που αφορούσαν σε θέματα που προέκυψαν κατά τη διενέργεια του ελέγχου, γνωστή ως «Διατύπωση σύμφωνης γνώμης με έμφαση».
- ! Μόλις 5 απέσπασαν από τους ορκωτούς ελεγκτές-λογιστές, Εκθέσεις Ελέγχου που επιβεβαίωναν ότι οι εταιρικές και ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις παρουσίαζαν εύλογα και από κάθε ουσιώδη άποψη την οικονομική κατάσταση των εταιριών , με βάση για «Γνώμη με επιφύλαξη».
- ! Τέλος, μόνο μία απέσπασε Έκθεση Ελέγχου που δήλωνε ότι οι Οικονομικές Καταστάσεις δεν παρουσιάζουν εύλογα από κάθε ουσιώδη άποψη την οικονομική κατάσταση κατά την 31^η Δεκεμβρίου 2010, ούτε την χρηματοοικονομική της επίδοση και τις Ταμειακές της Ροές για τη χρήση που έληξε την ημερομηνία αυτή, σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης, με βάση για «Αρνητική Γνώμη».

Το διάγραμμα που ακολουθεί απεικονίζει τις παραπάνω παρατηρήσεις, σύμφωνα με τις γνωματεύσεις των ορκωτών ελεγκτών-λογιστών, από την έρευνα των Εκθέσεων Ελέγχου για τις 256 εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρίες.

Αποτελέσματα Εκθέσεων Ελέγχου



3.6.3 Συμπεράσματα και προτάσεις για περαιτέρω έρευνα

Με βάση την εξέταση των Εκθέσεων Ελέγχου των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. εταιριών και την ανάλυση των αποτελεσμάτων που προηγήθηκε, περάσαμε στη διατύπωση των παρακάτω συμπερασμάτων.

Όπως φαίνεται και στο παραπάνω διάγραμμα, συνολικά ένα ποσοστό της τάξεως του 20,3 % των Εκθέσεων Ελέγχου των εταιριών του δείγματος περιλάμβανε μία τουλάχιστον παρατήρηση / επισήμανση. Οι 52 λοιπόν εταιρίες από τις 256 του δείγματος περιείχαν στις Εκθέσεις Ελέγχου τους, Γνώμες από τους ορκωτούς ελεγκτές-λογιστές οι οποίες ήταν α) Σύμφωνες με Έμφαση, β) Σύμφωνες Με Επιφύλαξη και μία γ) Αρνητική Γνώμη.

Στην προσπάθειά μας να προσεγγίσουμε την Ελληνική Πραγματικότητα και να λάβουμε μία γενικότερη εικόνα για το τι συμβαίνει στις ελληνικές εταιρίες και τι παρατηρείται συχνότερα από τους ορκωτούς ελεγκτές-λογιστές, ψάξαμε και βρήκαμε τις 10 συνηθέστερες παρατηρήσεις που παρουσιάζονται στις Εκθέσεις Ελέγχου και των 52 αυτών εταιριών. Αναφορικά με το είδος των παρατηρήσεων / επισημάνσεων που διατυπώθηκαν από τους ορκωτούς ελεγκτές-λογιστές οι οποίοι διενήργησαν τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. εταιριών για την εταιρική χρήση 2010 Τα αποτελέσματα είχαν ως εξής :

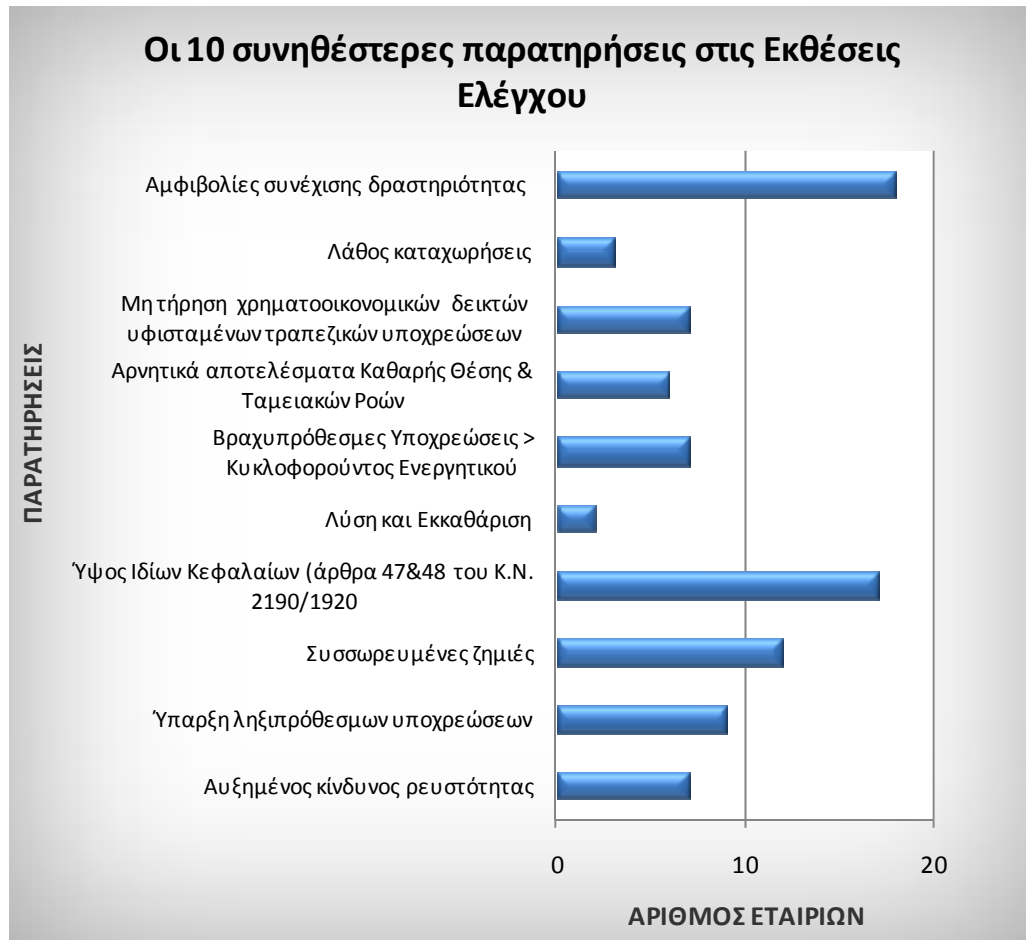
- ! Από τις 52 εταιρίες οι 7 είχαν ως κοινή παρατήρηση προβλήματα ρευστότητας ή αυξημένο κίνδυνο ρευστότητας για το μέλλον. Αυτή η παρατήρηση συνήθως προκύπτει από το γεγονός ότι οι εταιρίες αυτές είτε έχουν αρκετές έως πολλές ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις, είτε τα αποτελέσματά τους από τη δραστηριότητά τους είναι ζημιογόνα.
- ! Οι 12 από τις 52 εταιρίες παρουσιάζουν συσσωρευμένες ζημιές οι οποίες οφείλονται στα επί σειρά ετών σταθερά ζημιογόνα αποτελέσματα και μάλιστα σε αρκετές από αυτές μεγάλου ύψους.
- ! Στις 6 από τις 52 εταιρίες, δόθηκε έμφαση στο γεγονός ότι παρουσιάζουν αρνητικά αποτελέσματα Καθαρής Θέσης και Ταμειακών Ροών.
- ! Στις 9 από τις 52 εταιρίες, όπως προαναφέραμε παρατηρείται η υπαρξη ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων.
- ! Οι 17 από τις 52 εταιρίες, ένα αρκετά μεγάλο ποσοστό δηλαδή, παρουσιάζουν επισημάνσεις που αφορούν το μειωμένο ύψος Ιδίων Κεφαλαίων και κατά συνέπεια τον κίνδυνο ή ακόμη και το γεγονός εφαρμογής των διατάξεων των άρθρων 47 & 48 του Κ.Ν.2190/1920 (απαιτούμενο ύψος Ίδιων Κεφαλαίων).
- ! Από τις 52 εταιρίες οι 7 είχαν την επισήμανση για το ότι το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών τους υπερβαίνει το σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού.
- ! Επίσης στις 7 πάλι από τις 52 εταιρίες, υπήρξαν παρατηρήσεις οι οποίες αναφέρονται στη μη τήρηση ορισμένων χρηματοοικονομικών δεικτών υφιστάμενων τραπεζικών υποχρεώσεων.
- ! Μόλις 2 από τις 52 αναφέρονται ότι έχουν τεθεί σε λύση και εκκαθάριση με σκοπό την μετατροπή τους σε αμοιβαίο κεφάλαιο.

! Και φυσικό επακόλουθο όλων των παραπάνω παρατηρήσεων είναι οι σοβαρές αμφιβολίες που επισημαίνονται από τους ορκωτούς ελεγκτές-λογιστές στις 18 από τις 52 Εκθέσεις Ελέγχου των εταιριών, ποσοστό επίσης αρκετά μεγάλο, όσον αφορά τη δυνατότητα να συνεχίζουν οι εταιρίες αυτές την δραστηριότητά τους.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να υπενθυμίσουμε πως οι παραπάνω παρατηρήσεις είναι οι δέκα συνηθέστερες από αυτές που εμφανίζονται στις Εκθέσεις Ελέγχου και όχι οι μοναδικές. Παρ' όλο που η πλειοψηφία αυτών αφορούσε παρατηρήσεις για : το Ύψος των Ιδίων Κεφαλαίων και ενδεχόμενες ή σοβαρές αμφιβολίες για την συνέχεια της δραστηριότητας της εταιρίας, αναφέρθηκαν επίσης λάθος καταχωρήσεις και έλλειψη προβλέψεων αναφορικά με το αποτέλεσμα αγωγών τρίτων ή άλλων δικαστικών διαμαχών στις οποίες εμπλέκονται οι εταιρίες.

Επίσης στις περιπτώσεις τραπεζών υπήρξε σε ορισμένες Εκθέσεις Ελέγχου αναφορά σε θέματα που σχετίζονται με την εφαρμογή του Ν.3371/2205, ο οποίος ρυθμίζει το Ασφαλιστικό των εργαζομένων των τραπεζών. Αξίζει επίσης να σημειωθεί και το ότι ένας μεγάλος αριθμός εταιριών βρίσκεται σε διαδικασία διαπραγμάτευσης με τα πιστωτικά ιδρύματα, είτε για τη λήψη δανείων ως προσπάθεια για τη λύση του προβλήματος ρευστότητας που παρατηρείται είτε για επανακαθορισμό των όρων των υποχρεώσεων τους, παράγοντας καθοριστικός για τη δυνατότητα συνέχισης της ομαλής δραστηριότητας τους.

Διαγραμματικά η απεικόνιση όλων των παραπάνω σχετικά με τις 10 συνηθέστερες παρατηρήσεις και τη συχνότητα εμφάνισης αυτών στις 52 από τις 256 εισηγμένες εταιρίες του δείγματος, έχει ως εξής :



Αναφορικά με τα συμπεράσματα που διατυπώθηκαν, θα πρέπει να ληφθούν υπόψη οι διάφοροι περιορισμοί στους οποίους έγκειται η παρούσα εμπειρική έρευνα. Όπως προαναφέρθηκε, πρόκειται για μία προσπάθεια εμπειρικής προσέγγισης της Ελληνικής Πραγματικότητας όσον αφορά τις Ελληνικές Εταιρίες, στα πλαίσια της οποίας εξετάστηκαν οι Εκθέσεις Ελέγχου που υπεγράφησαν από ορκωτούς ελεγκτές-λογιστές για την εταιρική χρήση 2010 για όλες τις εταιρίες οι οποίες ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Καθίστανται, συνεπώς, προφανές ότι η έρευνα διεξήχθη σε περιορισμένη κλίμακα, εφόσον εξετάστηκαν οι Εκθέσεις Ελέγχου των οικονομικών καταστάσεων μίας μόνο εταιρικής χρήσης (2010). Έπειτα, οι Εκθέσεις Ελέγχου που εξετάστηκαν, αφορούσαν τις εταιρίες που ήταν εισηγμένες στο Χ.Α.Α. κατά το 2010, συμπεριλαμβανομένου και των εταιριών αυτών οι οποίες βρίσκονται ή βρίσκονταν υπό επιτήρηση / αναστολή. Συνεπώς, η λίστα και ο αριθμός των εταιριών που είναι σήμερα εισηγμένες στο Χ.Α.Α. μπορεί να διαφέρει σε ορισμένο βαθμό.

Στο σημείο αυτό δε πρέπει να παραλείψουμε να υπενθυμίσουμε ότι από τα τέλη του 2008 που ξέσπασε η οικονομική κρίση πολλές ήταν οι εταιρίες που κινδύνευσαν, πολλές αυτές που δεν τα κατάφεραν και άλλες τόσες που προσπαθούν ακόμη και σήμερα να επιβιώσουν. Δεν πρέπει να ξεχνάμε λοιπόν ότι κάνοντας αυτήν την έρευνα και εξετάζοντας τις οικονομικές εκθέσεις των εταιριών τα αποτελέσματα και οι παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών-λογιστών δε θα μπορούσαν να μην ήταν αναμενόμενα.

Σήμερα, πολλές εταιρίες έχουν ήδη αξιοποιήσει το φθινό δανεισμό του παρελθόντος για να «μοχλεύσουν» τους ισολογισμούς τους και να μεγιστοποιήσουν τις αποδόσεις για τους μετόχους, αλλά πλέον βρίσκονται εκτεθειμένες στους «ανέμους» της κρίσης, καθώς βρίσκονται εκτεθειμένες σε μεγάλο δανεισμό, την ώρα που κλείνουν οι «πόρτες» των τραπεζών και η ύφεση επιδεινώνει συνεχώς τα οικονομικά τους μεγέθη. Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι τα αποτελέσματα της έρευνας μας ιδίως όσον αφορά τις παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών-λογιστών σχετικά με το Ύψος των Ίδιων Κεφαλαίων, δε θα μπορούσαν να μην είναι φυσιολογικά και έρχονται σύμφωνα με την «κατάσταση» που επικρατεί στο Χ.Α.Α. σε μία περίοδο ύφεσης σαν και αυτή, όπου οι εταιρίες εμφανίζουν συνεχόμενες συσσωρευμένες ζημιές στα αποτελέσματά τους.

Πιο συγκεκριμένα, το «Χρήμα Τρίτη» παρουσίασε ύστερα από επεξεργασία των στοιχείων από τις οικονομικές καταστάσεις του 2010, τη λίστα με τις 78 εισηγμένες, που είναι οι κατά τεκμήριο πιο ευάλωτες στη σημερινή συγκυρία, σύμφωνα με το δείκτη χρέους. Η ομάδα αναλυτών λοιπόν διαπίστωσε, ότι 161 από τις εισηγμένες έχουν υψηλό δείκτη χρέους (πάνω από 0,50). Από αυτές εξείρεσαν τις εταιρίες που βρίσκονται ήδη σε καθεστώς διαπραγμάτευσης υπό επιτήρηση, ή σε αναστολή διαπραγμάτευσης. Επιπλέον, απομόνωσαν αυτές που το 2010 συνδύασαν την υψηλή μόχλευση του ισολογισμού τους με ζημιές (μετά τους φόρους), που είναι κατά τεκμήριο και οι πιο «αδύναμες», και κατέληξαν για σε 78 εταιρίες, που συνδυάζουν υψηλή μόχλευση και ζημιές στην τελευταία χρήση. Το συμπέρασμα από την ανάλυση είναι ότι ακόμη και εταιρίες-σηματωροί του Χ.Α., όπως ο ΟΤΕ, ή η ΒΙΟΧΑΛΚΟ, είναι εκτεθειμένες στις δυσκολίες χρηματοδότησης που αντιμετωπίζει συνολικά η οικονομία αυτή την περίοδο. Δυσκολίες, που θα γίνουν πολύ εντονότερες όσο η ΕΚΤ εισέρχεται σε περίοδο αυστηρότερης νομισματικής πολιτικής, και που γίνονται ακόμη πιο επικίνδυνες, όσο η ελληνική κρίση συνεχίζεται, χωρίς ορατή έξοδο, με το Δημόσιο και τις τράπεζες να παραμένουν εκτός

αγορών και τον επιχειρηματικό τομέα να χρηματοδοτείται με το σταγονόμετρο (Χρήμα Τρίτη,2011)

Περαιτέρω έρευνα θα μπορούσε να συμπεριλάβει Εκθέσεις Ελέγχου των οικονομικών καταστάσεων περισσότερων διαδοχικών διαχειριστικών χρήσεων, ώστε να προκύψουν συμπεράσματα για τη διαχρονική εξέλιξη των εμφανιζόμενων παρατηρήσεων / επισημάνσεων των ορκωτών ελεγκτών-λογιστών. Σε ένα δεύτερο επίπεδο, οι πρακτικές παραποίησης των οικονομικών καταστάσεων θα μπορούσαν να διερευνηθούν ανά κλάδο επιχειρήσεων, ώστε να διαπιστωθεί εάν υπάρχει κάποια σχέση μεταξύ των πρακτικών παραποίησης που εφαρμόζονται από επιχειρήσεις ίδιου κλάδου, αλλά και ποιοι κλάδοι εμφανίζουν τα μεγαλύτερα ποσοστά εμφάνισης τέτοιου είδους πρακτικών.

Επίλογος - Συμπεράσματα

Τα τελευταία χρόνια η εμπιστοσύνη των επενδυτών έχει κλονισθεί, εξαιτίας της κατάρρευσης διαφόρων επιχειρήσεων-κολοσσών σε ολόκληρο τον κόσμο. Όπως αναφέρεται και εκτενέστερα στο παραπάνω κεφάλαιο, οι οικονομικές απώλειες των εταιρικών σκανδάλων της τελευταίας δεκαετίας (Enron, Parmalat , Xerox, WorldCom, κτλπ) υπήρξαν εξαιρετικά μεγάλες για όλους τους συμμετέχοντες της αγοράς, επενδυτές, πιστωτές, λογιστές, εργαζόμενους, οικονομικούς αναλυτές και κρατικούς φορείς. Οι «λογιστικές» απάτες που αποκαλύφθηκαν προκάλεσαν σοβαρές ανησυχίες για την αποτελεσματικότητα των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης, την ακεραιότητα των ανωτάτων διοικητικών στελεχών, την επάρκεια και αποτελεσματικότητα των μηχανισμών εσωτερικού ελέγχου, την ποιότητα του εξωτερικού ελέγχου, αλλά και την αποτελεσματικότητα των χρηματιστηριακών αγορών.

Παρόλο που έχουν δημοσιευτεί πάνω από πενήντα Κώδικες Εταιρικής Διακυβέρνησης σε ολόκληρο τον κόσμο, όλα αυτά τα σκάνδαλα και οι κακοδιαχειρίσεις διαφόρων επιχειρήσεων αποδεικνύουν ότι υπάρχουν σημαντικά περιθώρια βελτίωσης όσον αφορά το αντικείμενο της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Οποιοδήποτε σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης δεν μπορεί να αποτελέσει εγγύηση για την ορθή διακυβέρνηση μιας επιχείρησης. Υπεύθυνοι για την αποτελεσματική εφαρμογή ενός τέτοιου συστήματος είναι τα πρόσωπα που ασκούν τη διοίκηση της επιχείρησης και πιο

συγκεκριμένα ο **χαρακτήρας**, η **εντιμότητα** και η **ακεραιότητα** αυτών των προσώπων. Η υιοθέτηση κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης απλώς **ενισχύει** τους μηχανισμούς ελέγχου της ορθής λειτουργίας μιας επιχείρησης, διασφαλίζοντας στους μετόχους τα μέσα, ώστε να έχουν τη δυνατότητα αποτελεσματικού ελέγχου των ατόμων που έχουν επιφορτιστεί με το έργο της διοίκησης μιας επιχείρησης. Δηλαδή, η Εταιρική Διακυβέρνηση παρέχει τη δυνατότητα στους μετόχους να προστατέψουν τα συμφέροντά τους από πιθανή ανήθικη συμπεριφορά της Διοίκησης.

Τα κίνητρα παραποίησης της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης (π.χ. τραπεζικός δανεισμός, συμβόλαια αποζημίωσης στελεχών, μερισματική πολιτική, φοροδιαφυγή κ.ά.), καθώς και οι πρακτικές της δημιουργικής λογιστικής (π.χ. αναγνώριση πλασματικών εσόδων, μετάθεση εσόδων / εξόδων σε προγενέστερες / μεταγενέστερες χρήσεις κ.ά.) αποτέλεσαν αντικείμενο διερεύνησης πολλών ερευνητών, σε μια προσπάθεια να κατανοηθεί ο μηχανισμός του συστήματος της απάτης και να διαπιστωθούν οι αναγκαίες αλλαγές και βελτιώσεις των συστατικών στοιχείων της διαδικασίας ροής της πληροφόρησης προς τους συμμετέχοντες των κεφαλαιαγορών. Είναι σαφές, άλλωστε, ότι προκειμένου να εξασφαλιστεί η εύρυθμη λειτουργία των κεφαλαιαγορών, θα πρέπει οι επιχειρήσεις να παρέχουν στους επενδυτές και στους πιστωτές έγκυρες και έγκαιρες πληροφορίες.

Μέσα στο πλαίσιο αυτό, είναι και οι φορείς θέσπισης των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων και Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης. Στόχος τους η εισαγωγή ενός ενιαίου πλαισίου λογιστικών κανόνων είναι να εξασφαλίσει μεγαλύτερη συγκρισιμότητα, διαφάνεια και ποιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Ωστόσο, τίθεται το ερώτημα, εάν με την επιβολή των Δ.Λ.Π. και των Δ.Π.Χ.Π. θα περιορισθούν πράγματι οι δυνατότητες για λογιστικά τεχνάσματα που εξωραϊζουν την εικόνα και τα αποτελέσματα μιας επιχείρησης. Χαρακτηριστικά των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης, όπως η πολυπλοκότητα (πλήθος αναλυτικών γνωστοποιήσεων), η ελαστικότητα (περιθώρια επιλογών στη λογιστική αντιμετώπιση διαφόρων θεμάτων) κ.ά., δημιουργούν αμφιβολίες ως προς τη δυνατότητα εξάλειψης του φαινομένου της παραποίησης των οικονομικών καταστάσεων.

Για να εφαρμοστεί σωστά η Εταιρική Διακυβέρνηση σε μία επιχείρηση θα πρέπει να γίνουν ριζικές αλλαγές στη νοοτροπία, στον τρόπο σκέψης και συμπεριφοράς των Διοικητικών Συμβούλων και όχι μόνον, θα χρειαστεί μία συντονισμένη προσπάθεια μεταξύ όλων των εμπλεκόμενων στην οικοδόμηση συναίνεσης, την ανταλλαγή εμπειριών, την

κατανόηση και την διάθεση των αναγκαίων πόρων, όπου απαιτείται. Αυτές οι αλλαγές όμως δεν πρέπει να γίνουν υπό το πρίσμα και την προοπτική ενός βραχυπρόθεσμου ορίζοντα αλλά να στοχεύουν σε μακροπρόθεσμα αποτελέσματα.

Η ύπαρξη αποτελεσματικού συστήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτελεί ένα σημαντικό βήμα στην εμπέδωση εμπιστοσύνης μεταξύ επενδυτών και στελεχών μιας επιχείρησης και συμβάλλει κατά αυτόν τον τρόπο στην δημιουργία πιο μακροπρόθεσμων επενδυτικών ροών κεφαλαίων προς τις επιχειρήσεις. Εξάλλου όπως ήδη έχουμε προαναφέρει, οι έρευνες που γίνονται σχετικά με αυτό το θέμα συνεχώς αποδεικνύουν ότι όσο πιο αποτελεσματικά είναι τα συστήματα της Εταιρικής Διακυβέρνησης τόσο πιο ανταγωνιστική είναι η θέση της εταιρίας και κατά επέκταση της οικονομίας.

-Τέλος 3^{ου} Κεφαλαίου-

Βιβλιογραφία

Ελληνική

- [1] Μούζουλας, Σ., 2003. «Ο Ν.3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση: Κατ' άρθρο ερμηνεία, αξιολόγηση από τη σκοπιά των θεσμικών επενδυτών». Εκδόσεις Σάκκουλα.
- [2] Μ.Ξανθάκη, Λ.Τσιπούρη και Λ.Σπανού – Εταιρική Διακυβέρνηση, Έννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης, Κέντρο Μελετών και Εκπαίδευσης Χρηματοοικονομικής Εθνικό και Καποδιστριακό Πανεπιστήμιο Αθηνών (Εκδόσεις Παπαζήση ΑΕΒΕ).

Διεθνής

- [3] Berle, A. and Means, G., C., 1932. The modern corporation and private property. New York: MacMillan
- [4] Carlton, D., and Perloff, J.M., 1994. Modern Industrial Organisation, London: Harper Collins College Publishers
- [5] Carroll, A.B. Hoy Frank, 2004. Integrating Social Policy into Strategic Management, The journal of Business Strategy, Vol. 9 (12), p48-56.
- [6] Eisenhardt, M., K., 1989. Agency theory: An assessment and review. Academy of Management Review, 14(1), pp.55-74.
- [7] K H Spencer Pickett, 2005. The Essential Handbook of Internal Auditing, Pp 14-15.
- [8] Markham, Jerry W, 2006. A financial history of modern U.S. corporate scandals : from Enron to reform, New York, M.E. Sharpe.
- [9] OECD Observer, December, 2003. «Cleaner business», Issue 240, p23.
- [10] Schaltegger, S., Burritt, R., and Petersen, H., 2003. An Introduction to Corporate Environmental Management: Striving for Sustainability, Chapter 9, «Systems of Legal Regulation, Environmental Norms and Standards», p.95-106.
- [11] Yermack, D.,1997. Good Timing: CEO stock option awards and company news announcements, Journal of Finance, 52, pp. 449-476.

Αρθρογραφία

Ελληνική

- [12] Ανώνυμο, 2002. Νέο λογιστικό σκάνδαλο στη WorldCom, Η Καθημερινή, 10/08/2002.
- [13] Εγγλέζου Μπάμπη, 2006. «Η Εταιρική Διακυβέρνηση στο απόσπασμα». Περιοδικό «Οικονομία».
- [14] Ζοπουνίδης Κ., Σπαθής Χ., Δούμπος Μ., 2002. Οι λαθροχειρίες των Ισολογισμών και οι δυνάμεις των ελεγκτών, Οικονομικός Ταχυδρόμος, τεύχος 38, σελ. 58-59.
- [15] Καραγιάννης, Α. 2006. Εταιρική Διακυβέρνηση και ΔΕΚΟ, Οικονομικά Χρονικά, 134, pp. 34-37.
- [16] Λίτσης Μωυσής, 2002. Νέα απάτη-μαμούθ στην καρδιά της Γουόλ Στριτ, Ελευθεροτυπία, 29/06/2002.
- [17] Μητσοτάκης Κυριάκος, 2001. Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Εφημερίδα «Το Βήμα».
- [18] Νώντας Χαλδούπης, 2011. «Χρήμα Τρίτη», 05/04/2011.
- [19] Σπαθή Χ., 2002. Εμπειρική διερεύνηση της παραποίησης οικονομικών καταστάσεων, «Λογιστής», τεύχος 570, σελ. 1286-1294.

Διεθνής

- [20] Akers D. Michael, Giacominno E. Don & Bellovary L. Jodi, 2007. Earnings Management and Its Implications Educating the Accounting Profession The New York State Society of CPAs.
- [21] Bushee, B.J., 1998. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behaviour, The Accounting Review, Vol. 73 No.3, pp.305-33.
- [22] Charkham, J., and Simpson, A., 1999. Fair Shares: The Future of Shareholder Power and Responsibility. New York: Oxford University Press.
- [23] Fields D. Thomas, Lys Z. Thomas, Vincent Linda, 2000. Empirical research accounting choice, Journal of Accounting and Economics 31, 255-307.

- [24] Florou A., Galarniotis A., 2006. Benchmarking greek corporate governance against different standards, *Corporate Governance and International Review*, Vol. 15, Iss. 5 p. 979-998.
- [25] Healy M. Paul, Wahlen M. James, 1999. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting.
- [26] Koumanakos Evangelos, Siriopoulos Costas, Georgopoulos Antonios, 2005. Firm acquisitions and earnings management : evidence from Greece, *Managerial Auditing Journal*, Vol. 20.
- [27] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., W., 2000. Agency Problems and Dividend Policies around the World, *Journal of Finance*, 55(1), pp. 1-33.
- [28] Magrath L., Weld L.G., 2002. Abusive Earnings Management and Early Warnings Signs, *The CPA Journal*.
- [29] Schipper K., 1999. Implications of requirement to discuss quality (not just acceptability) of reporting on accounting research and the decision making of standard setter, regulators, management, audit committees and auditors, Address at the 1999 AAA/FASB Financial Reporting Issues Conference.
- [30] Shane P., 2000. Earnings Management and Market Anomalies, *Journal of Accounting Research* 12, 142-157.
- [31] Shleifer, A. and Vishny, R., W., 1989. Management entrenchment: The case of manager specific investments, *Journal of Financial Economics*, 25, pp. 123-140
- [32] Shleifer, A. and Vishny, R., W., 1997. A survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, 52(2), pp. 737-783.
- [33] Spathis, Doumpos and Zopounidis, 2002, *The European Accounting Review*, 11,3, 509-535.
- [34] Xanthakis M., Tsipori L., Spanos L., 2005. The construction of a corporate governance rating system for a small capital market : Methodology and applications in the greek market, working paper, University of Athens.

Διαδίκτυο

- [35] Ανώνυμο, 2009. *Σάλο προκαλεί το σκάνδαλο της AIG* (18.03.2009).
<http://www.kazam.gr/online/node/131728>
- [36] Anonymous, *American International Group*.
http://en.wikipedia.org/wiki/American_International_Group
- [37] Anonymous, *Arthur Andersen*.
http://en.wikipedia.org/wiki/Arthur_Andersen
- [38] Anonymous, *Parmalat*.
<http://en.wikipedia.org/wiki/Parmalat>
- [39] Anonymous, *WorldCom*.
http://en.wikipedia.org/wiki/MCI_Inc
- [40] Anonymous, *WorldCom Fraud Information*.
<http://www.worldcomfraudinfocenter.com/information.php>
- [41] Anonymous, *Xerox Accounting Scandal*.
<http://www.corporatenarc.com/xeroxscandal.php>
- [42] Brady, M. Vickers, M. McNamee 2005. «AIG: What Went Wrong», *Business Week.com* (11.04.2005)
http://www.businessweek.com/magazine/content/05_15/b3928042_mz011.htm
- [43] Eliot Spitzer, 2009. *The Real AIG Scandal*, *slate.com* (17.03.2009).
<http://www.slate.com/id/2213942/>
- [44] European Corporate Governance Institute, finance working papers,
<http://www.ecgi.org/>
- [45] Jones Jonesington (2007), *WorldCom Scandal: A Look Back at One of the Biggest Corporate Scandals in U.S. History*, Associated Content.
http://www.associatedcontent.com/article/162656/worldcom_scandal_a_look_back_at_one.html
- [46] OECD, (1999) OECD Principles of Corporate Governance www.oecd.org
- [47] Θανάσης Μαυρίδης, 2008. www.capital.gr
- [48] Ernst & Young <http://www.ey.com/GR/EN>

Παράρτημα Α.

ΝΟΜΟΣ ΥΠ' ΑΡΙΘ. 3016 / 2002

«Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις.» (ΦΕΚ 110 / 17.05.2002)

(Άρθρα 1 - 11)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α.

ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΕΧΟΥΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ Ή ΑΛΛΕΣ ΚΙΝΗΤΕΣ ΑΞΙΕΣ ΤΟΥΣ ΣΕ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ ΠΟΥ ΛΕΙΤΟΥΡΓΕΙ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.

Άρθρο 1

Πεδίο εφαρμογής.

Οι διατάξεις του παρόντος κεφαλαίου εφαρμόζονται στις ανώνυμες εταιρίες που εισάγουν ή έχουν εισαγάγει μετοχές ή άλλες κινητές αξίες τους σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Οι διατάξεις του Κ.Ν. 2190/1920, όπως κάθε φορά ισχύει, εφαρμόζονται, εφόσον δεν είναι αντίθετες με τις διατάξεις του νόμου αυτού.

Α. Διοικητικό Συμβούλιο

Άρθρο 2

Υποχρεώσεις. Καθήκοντα.

1. Πρώτιστη υποχρέωση και καθήκον των μελών του διοικητικού συμβουλίου (Δ.Σ.) κάθε εισηγμένης σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά εταιρίας είναι η διαρκής επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρίας και η προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος.
2. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και κάθε τρίτο πρόσωπο στο οποίο έχουν ανατεθεί από το Δ.Σ. αρμοδιότητες του απαγορεύεται να επιδιώκουν ίδια συμφέροντα που αντιβαίνουν στα συμφέροντα της εταιρίας.
3. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και κάθε τρίτος στον οποίο έχουν ανατεθεί αρμοδιότητες του οφείλουν έγκαιρα να αποκαλύπτουν στα υπόλοιπα μέλη του διοικητικού συμβουλίου τα ίδια συμφέροντά τους, που ενδέχεται να ανακύψουν από

συναλλαγές της εταιρίας που emπίπτουν στα καθήκοντά τους, καθώς και κάθε άλλη σύγκρουση ιδίων συμφερόντων με αυτών της εταιρίας ή συνδεδεμένων με αυτήν επιχειρήσεων κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ. 5 του Κ.Ν. 2190/1920, που ανακύπτει κατά την άσκηση των καθηκόντων τους.

4. Το διοικητικό συμβούλιο κατ' έτος συντάσσει έκθεση στην οποία αναφέρονται αναλυτικά οι συναλλαγές της εταιρίας με τις συνδεδεμένες με αυτήν επιχειρήσεις του άρθρου 42ε παρ.5 του Κ.Ν. 2190/1920. Η έκθεση αυτή γνωστοποιείται στις εποπτικές αρχές.

Άρθρο 3

Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.

1. Το διοικητικό συμβούλιο αποτελείται από εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη. Εκτελεστικά μέλη θεωρούνται αυτά που ασχολούνται με τα καθημερινά θέματα διοίκησης της εταιρίας, ενώ μη εκτελεστικά τα επιφορτισμένα με την προαγωγή όλων των εταιρικών ζητημάτων. Ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου δεν πρέπει να είναι μικρότερος του 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών. Αν προκύψει κλάσμα, στρογγυλοποιείται στον επόμενο ακέραιο αριθμό. Μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να υπάρχουν δύο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη κατά την έννοια του άρθρου 4 του νόμου αυτού. Η ύπαρξη ανεξαρτήτων μελών δεν είναι υποχρεωτική, όταν στο διοικητικό συμβούλιο ορίζονται ρητά και συμμετέχουν ως μέλη εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων.

2. Θέματα που αφορούν τις κάθε είδους αμοιβές που καταβάλλονται στα διευθυντικά στελέχη της εταιρίας, τους εσωτερικούς ελεγκτές αυτής και τη γενικότερη πολιτική των αμοιβών της εταιρίας αποφασίζονται από το διοικητικό συμβούλιο.

Άρθρο 4

Ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.

1. Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου πρέπει να μην είναι μέτοχοι και να μην έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρία ή με συνδεδεμένα με αυτή πρόσωπα. Σχέση εξάρτησης υπάρχει όταν μέλος του διοικητικού συμβουλίου:

α. διατηρεί επιχειρηματική ή άλλη επαγγελματική σχέση με την εταιρία ή με συνδεδεμένη με αυτή επιχείρηση κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ. 5 του Κ.Ν.

2190/1920, η οποία σχέση από τη φύση της επηρεάζει την επιχειρηματική της δραστηριότητα, όταν ιδίως είναι σημαντικός προμηθευτής ή πελάτης της εταιρίας.

β. Είναι πρόεδρος του Δ.Σ. ή διευθυντικό στέλεχος της εταιρίας, καθώς και εάν έχει τις ως άνω ιδιότητες ή είναι εκτελεστικό μέλος του διοικητικού συμβουλίου σε συνδεδεμένη με την εταιρία επιχείρηση κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ. 5 του Κ.Ν. 2190/1920 ή διατηρεί σχέση εξαρτημένης εργασίας ή έμμισθης εντολής με την εταιρία ή τις συνδεδεμένες με αυτήν επιχειρήσεις.

γ. Έχει συγγένεια μέχρι δεύτερου βαθμού ή είναι σύζυγος εκτελεστικού μέλους του διοικητικού συμβουλίου ή διευθυντικού στελέχους ή μετόχου που συγκεντρώνει την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας ή συνδεδεμένης με αυτήν επιχείρησης κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ.5 του Κ.Ν. 2190/1920.

δ. Έχει διοριστεί σύμφωνα με το άρθρο 18 παρ. 3 του Κ.Ν. 2190/1920.

2. Τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου μπορούν να υποβάλλουν, ο καθένας ή από κοινού, αναφορές και ξεχωριστές εκθέσεις από αυτές του διοικητικού συμβουλίου προς την τακτική ή έκτακτη γενική συνέλευση της εταιρίας, εφόσον κρίνουν τούτο αναγκαίο.

3. Η εταιρία, μέσα σε είκοσι ημέρες από τη συγκρότηση σε σώμα του Δ.Σ. υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το πρακτικό της γενικής συνέλευσης που εξέλεξε τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, προκειμένου να ελεγχθεί η τήρηση των διατάξεων του νόμου αυτού. Στο πρακτικό της γενικής συνέλευσης καθορίζεται η ιδιότητα του κάθε μέλους του διοικητικού συμβουλίου ως εκτελεστικού, μη εκτελεστικού και ανεξάρτητου μη εκτελεστικού.

Άρθρο 5

Αμοιβή των μη εκτελεστικών μελών.

Η αμοιβή και οι τυχόν λοιπές αποζημιώσεις των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου καθορίζονται σύμφωνα με τον Κ.Ν. 2190/1920 και είναι ανάλογες με το χρόνο που διαθέτουν για τις συνεδριάσεις του και την εκπλήρωση των καθηκόντων που τους ανατίθενται σύμφωνα με το νόμο αυτόν. Το σύνολο των αμοιβών και των τυχόν αποζημιώσεων των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου αναφέρονται σε χωριστή κατηγορία στο προσάρτημα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων.

B. Εσωτερικός κανονισμός και εσωτερικός έλεγχος

Άρθρο 6

Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας.

1. Προκειμένου μία εταιρία να εισαγάγει μετοχές ή άλλες κινητές αξίες της σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, κατά την υποβολή της αίτησης περί εισαγωγής πρέπει να διαθέτει Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας. Ο Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας καταρτίζεται με απόφαση του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας.
2. Το ελάχιστο περιεχόμενο του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας περιλαμβάνει:
 - α. Τη διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρίας, τα αντικείμενά τους, καθώς και τη σχέση των υπηρεσιών μεταξύ τους και με τη διοίκηση. Πρέπει να προβλέπονται τουλάχιστον υπηρεσίες Εσωτερικού Ελέγχου, Εξυπηρέτησης Μετόχων και Εταιρικών Ανακοινώσεων.
 - β. Τον προσδιορισμό των αρμοδιοτήτων των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου.
 - γ. Τις διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών της εταιρίας και στη συνέχεια αξιολόγησης της απόδοσής τους.
 - δ. Τις διαδικασίες παρακολούθησης των συναλλαγών των μελών του διοικητικού συμβουλίου, των διευθυντικών στελεχών και των προσώπων που, εξαιτίας της σχέσης τους με την εταιρία, κατέχουν εσωτερική πληροφόρηση σε κινητές αξίες της εταιρίας ή συνδεδεμένων επιχειρήσεων κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ.5 του Κ.Ν. 2190/1920, εφόσον αυτές είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, καθώς και από άλλες δραστηριότητες που συνδέονται με την εταιρία.
 - ε. Τις διαδικασίες προαναγγελίας και δημόσιας γνωστοποίησης σημαντικών συναλλαγών και άλλων οικονομικών δραστηριοτήτων των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή τρίτων στους οποίους έχουν ανατεθεί αρμοδιότητες του διοικητικού συμβουλίου, οι οποίες σχετίζονται με την εταιρία, καθώς και με βασικούς πελάτες ή προμηθευτές της.
 - στ. Τους κανόνες που διέπουν τις συναλλαγές μεταξύ συνδεδεμένων εταιριών, την παρακολούθηση των συναλλαγών αυτών και την κατάλληλη γνωστοποίησή τους στα όργανα και τους μετόχους της εταιρίας.

Άρθρο 7

Οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου.

1. Η οργάνωση και λειτουργία εσωτερικού ελέγχου αποτελεί προϋπόθεση για την εισαγωγή των μετοχών ή άλλων κινητών αξιών σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Η διενέργεια εσωτερικού ελέγχου πραγματοποιείται από ειδική υπηρεσία της εταιρίας, στην οποία απασχολείται τουλάχιστον ένα φυσικό πρόσωπο πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης.
2. Οι εσωτερικοί ελεγκτές κατά την άσκηση των καθηκόντων τους είναι ανεξάρτητοι, δεν υπάγονται ιεραρχικά σε καμία άλλη υπηρεσιακή μονάδα της εταιρίας και εποπτεύονται από ένα έως τρία μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου.
3. Οι εσωτερικοί ελεγκτές ορίζονται από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας. Δεν μπορούν να ορισθούν ως εσωτερικοί ελεγκτές μέλη του διοικητικού συμβουλίου, εν ενεργεία διευθυντικά στελέχη ή συγγενείς των παραπάνω μέχρι και του δεύτερου βαθμού εξ αίματος ή εξ αγχιστείας. Η εταιρία υποχρεούται να ενημερώνει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για οποιαδήποτε μεταβολή στα πρόσωπα ή την οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου εντός δέκα εργάσιμων ημερών από τη μεταβολή αυτήν.
4. Κατά την άσκηση των καθηκόντων τους οι εσωτερικοί ελεγκτές δικαιούνται να λάβουν γνώση οποιοδήποτε βιβλίου, εγγράφου, αρχείου, τραπεζικού λογαριασμού και χαρτοφυλακίου της εταιρίας και να έχουν πρόσβαση σε οποιαδήποτε υπηρεσία της εταιρίας. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου οφείλουν να συνεργάζονται και να παρέχουν πληροφορίες στους εσωτερικούς ελεγκτές και γενικά να διευκολύνουν με κάθε τρόπο το έργο τους. Η διοίκηση της εταιρίας οφείλει να παρέχει στους εσωτερικούς ελεγκτές όλα τα απαραίτητα μέσα για τη διευκόλυνση του έργου τους.

Άρθρο 8

Αρμοδιότητες της Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου.

Η Υπηρεσία Εσωτερικού Ελέγχου έχει τις ακόλουθες αρμοδιότητες:

- α. Παρακολουθεί την εφαρμογή και τη συνεχή τήρηση του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας και του καταστατικού της εταιρίας, καθώς και της εν γένει νομοθεσίας που αφορά την εταιρία και ιδιαίτερα της νομοθεσίας των ανωνύμων εταιριών και της χρηματιστηριακής.

β. Αναφέρει στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας περιπτώσεις σύγκρουσης των ιδιωτικών συμφερόντων των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών της εταιρίας με τα συμφέροντα της εταιρίας, τις οποίες διαπιστώνει κατά την άσκηση των καθηκόντων του.

γ. Οι εσωτερικοί ελεγκτές οφείλουν να ενημερώνουν εγγράφως μια φορά τουλάχιστον το τρίμηνο το διοικητικό συμβούλιο για το διενεργούμενο από αυτούς έλεγχο και να παρίστανται κατά τις γενικές συνελεύσεις των μετόχων.

δ. Οι εσωτερικοί ελεγκτές παρέχουν, μετά από έγκριση του Δ.Σ. της εταιρίας, οποιαδήποτε πληροφορία ζητηθεί εγγράφως από Εποπτικές Αρχές, συνεργάζονται με αυτές και διευκολύνουν με κάθε δυνατό τρόπο το έργο παρακολούθησης, ελέγχου και εποπτείας που αυτές ασκούν.

Άρθρο 9

Αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών.

Αποκλίσεις στη χρήση αντληθέντων κεφαλαίων.

1. Σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου εταιρίας με καταβολή μετρητών, το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας υποβάλλει στη γενική της συνέλευση έκθεση, στην οποία αναφέρονται οι γενικές κατευθύνσεις του επενδυτικού σχεδίου της εταιρίας, ενδεικτικό χρονοδιάγραμμα υλοποίησής του, καθώς και απολογισμός της χρήσης των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από την προηγούμενη αύξηση, εφόσον έχει παρέλθει από την αύξηση αυτή χρόνος μικρότερος των τριών ετών. Στη σχετική απόφαση της γενικής συνέλευσης περιλαμβάνονται τα παραπάνω στοιχεία, καθώς και το πλήρες περιεχόμενο της έκθεσης.

2. Εάν η απόφαση για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου λαμβάνεται από το διοικητικό συμβούλιο κατ' εφαρμογή των διατάξεων του άρθρου 13 παρ.1 του Κ. Ν. 2190/1920, όλα τα στοιχεία της προηγούμενης παραγράφου θα πρέπει να αναφέρονται στο πρακτικό του διοικητικού συμβουλίου.

3. Σημαντικές αποκλίσεις στη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων από αυτή που προβλέπεται στο ενημερωτικό δελτίο και στις αποφάσεις της γενικής συνέλευσης ή του διοικητικού συμβουλίου, σύμφωνα με τις παραγράφους 1 και 2 του παρόντος άρθρου, μπορούν να αποφασιστούν από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας με πλειοψηφία των 3/4 των μελών του και έγκριση της γενικής συνέλευσης που συγκαλείται για το σκοπό

αυτόν. Η ρύθμιση αυτή δεν αφορά αποκλίσεις που συντελέστηκαν προ της ισχύος της. Η απόφαση αυτή γνωστοποιείται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Υπουργείο Ανάπτυξης, χωρίς να αίρονται άλλες υποχρεώσεις γνωστοποίησης που προκύπτουν από την ισχύουσα νομοθεσία.

Άρθρο 10

Συνέπειες παραβίασης των διατάξεων του παρόντος

Σε όποιον ασκεί αρμοδιότητες του διοικητικού συμβουλίου και δεν τηρεί τις υποχρεώσεις που απορρέουν από τα άρθρα 3 έως 8 και 11 του παρόντος, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, εφόσον διαπιστώσει τούτο, επιβάλλει τις κυρώσεις που προβλέπονται στην παράγραφο 4β του άρθρου 1 του Ν. 2836/2000, όπως ισχύει. Το κύρος των αποφάσεων του διοικητικού συμβουλίου δεν θίγεται αν η σύνθεσή του δεν είναι σύμφωνη με τις επιταγές του άρθρου 3 παρ. 2, καθώς και του άρθρου 4 παρ. 1 του παρόντος.

Άρθρο 11

Μεταβατικές διατάξεις

Εταιρίες που έχουν ήδη εισάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών υποχρεούνται να συμμορφωθούν προς τις διατάξεις των άρθρων 3, 4, 6 έως 8 του παρόντος το αργότερο μέσα σε έξι μήνες από την έναρξη ισχύος του παρόντος νόμου. Εταιρίες των οποίων οι αιτήσεις εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εκκρεμούν κατά την έναρξη ισχύος του παρόντος, υποχρεούνται να συμμορφωθούν προς τις διατάξεις των άρθρων 3, 4, 6 έως 8 του παρόντος μέσα σε τρεις μήνες από την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Παράρτημα Β.

ΠΙΝΑΚΑΣ

Εταιρία στο Χ.Α.Α.	Θετική Γνώμη	Γνώμη με θέμα Έμφασης	Γνώμη με Επιφύλαξη	Αρνητική Γνώμη
ALAPIS A.B.E.E.		✗		
ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ A.E.E.X.	✗			
ALPHA ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ A.E	✗			
ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ A.E.	✗			
ALSINCO ΑΝ.ΕΜΠ.ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΙΔΩΝ ΕΝΔΥΣΗΣ-ΥΠΟ	✗			
ALTEC ΑΝ.ΒΙΟΜ.ΕΜΠ.&ΣΥΜΜ ΕΤΑΙΡ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ&ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ	✗			
ALTIUS ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ A.E.E.X.	✗			
A.S. ΕΜΠΟΡΙΚΗ-ΒΙΟΜ ΕΤΑΙΡΙΑ Η/Υ ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ A.E.	✗			
ΑΤΤΙΚΑ A.E. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	✗			
ΑΤΤΙΚΑ BANK A.T.E.		✗		
ΑΥΤΟΗΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ&ΕΜΠ.ΕΤΑΙΡ	✗			
ΑVENIR LEISURE&ENTERTAINMENT ΠΛ. A.E.	✗			
BYTE COMPUTER A.B.E.E.	✗			
CENTRIC ΠΟΛΥΜΕΣΑ A.E.	✗			
COCA-COLA E.E.E. A.E.	✗			
COMPUCON ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ ΑΒΕΕ		✗		
CPI A.E. ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ	✗			
CROWN HELLAS CAN A.E.	✗			
CYCLON ΕΛΛΑΣ A.B.E.E.& E. ΛΙΠΑΝΤΙΚΩΝ & ΠΕΤΡ/ΩΝ	✗			
DIONIC A.E.B.E.		✗		
ELBISCO A.E. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	✗			
EUROBANK PROPERTIES A.E.E.Π	✗			
EURODRIP A.B.E.Γ.Ε.	✗			
EUROLINE ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ A.E.E.X.		✗		
EUROMEDICA A.E. ΠΑΡΟΧΗΣ ΙΑΤΡ.ΥΠΗΡ.		✗		
FASHION BOX ΕΛΛΑΣ A.E.				
F.G. EUROPE A.E.	✗			
F.H.L. Η. ΚΥΡΙΑΚ ΜΑΡΜ- ΓΡΑΝ A.B.E.E.	✗			

Εταιρία στο Χ.Α.Α.	Θετική Γνώμη	Γνώμη με θέμα Έμφασης	Γνώμη με Επιφύλαξη	Αρνητική Γνώμη
FLEXOPACK Α.Ε.Β.Ε.Π.	✗			
FOLLIE FOLLIE GROUP		✗		
Forthnet Α.Ε		✗		
FOURLIS Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	✗			
FRIGOGLASS Α.Β.Ε.Ε.	✗			
HELLAS ONLINE ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε.	✗			
INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.	✗			
INTERFISH Α.Ε.	✗			
INTERINVEST Δ.Ε.Α.Ε.Ε.Χ.		✗		
J. & P. - ΑΒΑΞ Α.Ε.	✗			
JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	✗			
KLEEMANN HELLAS Α.Β.Ε.Ε.	✗			
LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε.	✗			
LAVIPHARM Α.Ε.		✗		
Logismos ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ Α.Ε.	✗			
MARFIN POPULAR BANK PUBLIC CO LTD	✗			
MARFIN ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	✗			
MEDICON ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	✗			
MERMEREN KOMBINAT Α.Δ. PRILEP	✗			
MEVACO ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.	✗			
MICROLAND COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε.		✗		
MIG REAL ESTATE Α.Ε.Ε.Α.Π.	✗			
M.L.S. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε.	✗			
NEXANS ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.	✗			
NUTRIART Α.Β.Ε.Ε.		✗		
OLYMPIC CATERING Α.Ε.		✗		
PAPERPACK - ΤΣΟΥΚΑΡΙΔΗΣ Ι. Α.Β.Ε.Ε.	✗			
PASAL ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	✗			
PROFILE Α.Ε.Β.Ε. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	✗			
PROTON ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	✗			
QUALITY AND RELIABILITY Α.Β.Ε.Ε.	✗			
QUEST ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.	✗			
REDS Α.Ε. ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ & ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ		✗		

Εταιρία στο Χ.Α.Α.	Θετική Γνώμη	Γνώμη με θέμα Έμφασης	Γνώμη με Επιφύλαξη	Αρνητική Γνώμη
RILKEN ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΛΥΝΤΙΚΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ Α.Ε.	×			
S & B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ Α.Ε.	×			
SATO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΙΔΩΝ ΓΡΑΦΕΙΟΥ ΚΑΙ ΣΠΙΤΙΟΥ		×		
SCIENS ΔΙΕΘΝΗΣ Α.Ε. ΕΠΕΝΔ. & ΣΥΜΜ.	×			
SPACE HELLAS Α.Ε.	×			
SPIDER ΜΕΤ/ΝΙΑ Ν. ΠΕΤΣΙΟΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.	×			
SPRIDER STORES Α.Ε.	×			
TRASTOR Α.Ε.Ε. ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	×			
UNIBIOS Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	×			
VIVERE ENTERTAINMENT ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.		×		
YALCO - ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ Α.Ε.	×			
Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ	×			
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	×			
ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε.	×			
ΑΕΓΕΚ Α.Ε.	×			
ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε.	×			
ΑΘΗΝΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	×			
ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	×			
ΑΚΡΙΤΑΣ Α.Ε.	×			
ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	×			
ΑΛΟΥΜΥΛ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε.	×			
ΑΛΥΣΙΔΑ Α.Β.Ε.Ε.			×	
ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ Α.Ε.	×			
ΑΝΩΝΥΜΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.	×			
ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.	×			
ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ξ.Ε.	×			
ΑΤΕΡΜΩΝ ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑ Α.Δ.Ε.Κ.Ε.				×
ΑΤΤΙ - ΚΑΤ Α.Τ.Ε.		×		
ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.		×		
ΑΦΟΙ Ι. & Β. ΛΑΔΕΝΗΣ Α.Ε. "ΜΙΝΕΡΒΑ" Β. ΠΛΕΚΤΙΚΗΣ	×			
ΑΦΟΙ Χ. ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ Α.Ε.Β.Ε.	×			

Εταιρία στο Χ.Α.Α.	Θετική Γνώμη	Γνώμη με θέμα Έμφασης	Γνώμη με Επιφύλαξη	Αρνητική Γνώμη
ΑΧΟΝ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ		✗		
ΒΑΛΚΑΝ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ Α.Ε.	✗			
ΒΑΡΑΓΚΗΣ Α.Β.Ε.Π.Ε.	✗			
ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ Α.Ε.	✗			
ΒΑΡΔΑΣ ΑΕΒΕΕ			✗	
ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ Α.Ε.	✗			
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΤΕΧΝΙΚΑ ΕΡΓΑ ΒΙΟΤΕΡ Α.Ε.		✗		
ΒΙΟΧΑΛΚΟ Ε.Β. ΧΑΛΚΟΥ ΚΑΙ ΑΛ. Α.Ε.	✗			
ΒΙΣ Α.Ε.	✗			
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS Α.Ε.	✗			
ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.	✗			
Γ.Ε. ΔΗΜΗΤΡΙΟΥ Α.Ε.Ε.	✗			
ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ, ΑΚΙΝΗΤΩΝ, ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	✗			
ΓΕΚΕ Α.Ε.	✗			
ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ				
ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.		✗		
ΓΙΟΥΡΟΜΠΡΟΚΕΡΣ ΜΕΣΙΤΕΣ ΑΣΦΑΛΙΣΕΩΝ Α.Ε.	✗			
ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	✗			
ΔΑΙΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΑΒΕΕ	✗			
ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΥ ΑΕ	✗			
ΔΗΜΟΣΙΟΓΡΑΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε.	✗			
ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ & ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	✗			
ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ.	✗			
ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Β.Ε.Ε.	✗			
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.	✗			
ΔΟΥΡΟΣ Α.Ε.	✗			
Ε. ΠΑΙΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε. ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ	✗			
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ ΑΒΕΕ - ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ		✗		
ΕΔΡΑΣΗ - Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε.		✗		
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.		✗		
ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Ε.		✗		
ΕΙΚΟΝΑ - ΗΧΟΣ Α.Ε.Ε.		✗		



Εταιρία στο Χ.Α.Α.	Θετική Γνώμη	Γνώμη με θέμα Έμφασης	Γνώμη με Επιφύλαξη	Αρνητική Γνώμη
ΕΚΤΕΡ Α.Ε.	✗			
ΕΛ. Δ. ΜΟΥΖΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.Μ. & Ε.	✗			
ΕΛΑΣΤΡΟΝ Α.Ε.Β.Ε. - ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ	✗			
ΕΛΒΑΛ Α.Ε ΒΙΟΜ/ΝΑΙ ΕΠΕΞΕΡΓ. ΑΛΟΥΜ.	✗			
ΕΛΒΕ - ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ Α.Ε.	✗			
ΕΛΒΙΕΜΕΚ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ-ΕΜΠΟΡΕΥΜ. ΚΕΝΤΡΑ-ΕΝΕΡΓ.-ΑΝΑΚ. Α.Ε.	✗			
ΕΛΙΝΟΙΛ Α.Ε.		✗		
ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε.	✗			
ΕΛΛ. ΒΙΟΜ. ΖΑΧΑΡΗΣ Α.Ε.	✗			
ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.	✗			
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ Α.Ε.	✗			
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.	✗			
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε.	✗			
ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Β.Ε.Ε.		✗		
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.		✗		
ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ	✗			
ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.	✗			
ΕΛΦΙΚΟ Α.Ε.Ε.				
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΗ ΔΙΤΡΟΧΩΝ ΚΑΙ ΜΗΧΑΝΩΝ ΘΑΛΑΣΣΗΣ	✗			
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.		✗		
ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ Α.Ε.Β.Ε.			✗	
ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣ/ΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε.	✗			
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΗΧΟΥ ΚΑΙ ΕΙΚΟΝΟΣ Α.Ε.		✗		
ΕΡΙΟΥΡΓΙΑ ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ Α.Ε.	✗			
ΕΤ. ΥΔΡΕΥΣΗΣ & ΑΠΟΧΕΤΕΥΣΗΣ ΘΕΣ/ΚΗΣ Α.Ε.	✗			
ΕΤΕΜ Α.Ε.	✗			
Ε.Υ.Δ.Α.Π. Α.Ε.		✗		
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ Α.Ε.Γ.Α.	✗			
ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ Α.Ε. ΣΥΜΒ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΚΑΙ ΤΕΧΝ/ΓΙΑΣ	✗			
ΕΥΡΩΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.		✗		
ΖΑΜΠΑ Α.Ε.	✗			

Εταιρία στο Χ.Α.Α.	Θετική Γνώμη	Γνώμη με θέμα Έμφασης	Γνώμη με Επιφύλαξη	Αρνητική Γνώμη
Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Α.Ε.	✗			
Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ - Π. ΑΘΑΝΑΣΙΑΔΗΣ & ΣΙΑ Α.Ε.	✗			
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.Ε.	✗			
Ι. ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ - Ι. ΛΑΠΠΑΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ Α.Ε.	✗			
Ι. ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ & ΥΙΟΣ HOLDING Α.Ε.	✗			
ΙΑΣΩ Α.Ε.	✗			
ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.				
ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. - ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΜΑΡΜΑΡΩΝ	✗			
ΙΛΥΔΑ ΑΕ	✗			
ΙΜΠΕΡΙΟ-ΑΡΓΩ ΓΚΡΟΥΠ	✗			
ΙΝΤΕΡΓΟΥΝΤ-ΞΥΛΕΜΠ Α.Τ.Ε.Ν.Ε. Ανών Τεχν Εμπ Ναυτιλ Εταιρ	✗			
ΙΝΤΕΡΤΕΚ Α.Ε. ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΤΕΧΝ/ΓΙΕΣ	✗			
ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	✗			
ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ Α.Ε.ΤΕΧΝ. ΕΡΓΩΝ & ΜΕΤΑΛ.ΚΑΤ.	✗			
ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.	✗			
ΙΟΝΙΚΗ (ΞΕΝ/ΚΕΣ ΕΠΙΧ/ΣΕΙΣ)	✗			
ΙΠΠΟΤΟΥΡ Α.Ε.			✗	
ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ Α.Ε.Γ.Ε.	✗			
ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε.	✗			
ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.	✗			
ΚΕΚΡΟΨ Α.Ε.	✗			
ΚΕΡΑΜΕΙΑ-ΑΛΛΑΤΙΝΗ Α.Ε. ΔΙΑΧΕΙΡΗΣΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ		✗		
ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Α.Ε.				
ΚΛΩΣΤΟΪΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ Α.Β.Ε.Ε.	✗			
ΚΟΡΡΕΣ Α.Ε. ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	✗			
ΚΟΥΜΠΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ		✗		
ΚΡΕ.ΚΑ Α.Ε.	✗			
ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ	✗			
ΚΡΙ-ΚΡΙ ΑΕ	✗			
ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.	✗			
ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.	✗			

Εταιρία στο Χ.Α.Α.	Θετική Γνώμη	Γνώμη με θέμα Έμφασης	Γνώμη με Επιφύλαξη	Αρνητική Γνώμη
ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ Μ.Κ.Ν. Α.Ε.	✗			
ΛΑΜΨΑ Α.Ε. ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ	✗			
ΛΑΝΑΚΑΜ Α.Ε.	✗			
ΛΙΒΑΝΗΣ ΑΕ	✗			
Μ. Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.		✗		
ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ Α.Ε.	✗			
ΜΑΡΑΚ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.		✗		
ΜΕΤΚΑ Α.Ε.	✗			
ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.		✗		
ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ ΑΝΕ	✗			
ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΑΕ	✗			
ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.	✗			
ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.		✗		
ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.	✗			
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.		✗		
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.	✗			
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. - ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	✗			
Ν. ΒΑΡΒΕΡΗΣ-MODA BAGNO Α.Ε.	✗			
Ν. ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ Α.Ε.	✗			
ΝΑΚΑΣ ΜΟΥΣΙΚΗ	✗			
ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΕΣΒΟΥ Α.Ε.	✗			
ΝΕΩΡΙΟΝ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ				
ΝΗΡΕΥΣ Α.Ε.	✗			
ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ ΑΕΒΕ	✗			
ΟΜΙΛΟΣ ΙΝΤΕΑΛ Α.Β.Ε.Ε.Δ.Ε.	✗			
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε.	✗			
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	✗			
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΠΡΟΓΝΩΣΤΙΚΩΝ ΑΓΩΝΩΝ ΠΟΔΟΣΦΑΙΡΟΥ Α.Ε.	✗			
ΟΤΕ Α.Ε.	✗			
ΠΑΠΑΠΑΝΑΓΙΩΤΟΥ ΑΒΕΕΑ - ΔΡΟΜΕΑΣ	✗			
ΠΑΠΟΥΤΣΑΝΗΣ ΑΒΕΕ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΩΝ ΑΓΑΘΩΝ	✗			
ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε.	✗			

Εταιρία στο Χ.Α.Α.	Θετική Γνώμη	Γνώμη με θέμα Έμφασης	Γνώμη με Επιφύλαξη	Αρνητική Γνώμη
Π.Γ. ΝΙΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	×			
ΠΕΡΣΕΥΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΙΔΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	×			
ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ Α.Ε.		×		
ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	×			
ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ Α.Ε.	×			
ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε.	×			
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	×			
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	×			
ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ Α.Τ.Ε.	×			
ΡΕΒΟΪΛ Α.Ε.Ε.Π.	×			
ΡΙΝΤΕΝΚΟ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ & ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ		×		
ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε.		×		
ΣΕΛΜΑΝ ΕΛΛΗΝΟΕΛΒΕΤΙΚΗ ΒΙΟΜ. ΕΠΕΞ. ΞΥΛΟΥ Α.Ε.		×		
ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε. (ΠΡΩΗΝ ΕΡΛΙΚΟΝ)	×			
ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΑΜΑ Α.Ε.	×			
ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ ΑΒΕΕ	×			
ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΜΙΚΡΟΪΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ Α.Ε.		×		
ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.	×			
ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	×			
ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ ΠΡΟΦΙΛ Α.Ε.	×			
Τ BANK ΑΝΩΝΥΜΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ		×		
ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Τ.Ε.	×			
ΤΕΞΑΠΡΕΤ Α.Ε.			×	
ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Α.Β.Ε.Τ.Ε.	×			
ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	×			
ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε.	×			
ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ Α.Ε.	×			
ΤΙΤΑΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ	×			
ΤΡ. ΕΦΓ EUROBANK ERGASIAS Α.Ε.		×		
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ	×			
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	×			
ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ		×		

Εταιρία στο Χ.Α.Α.	Θετική Γνώμη	Γνώμη με θέμα Έμφασης	Γνώμη με Επιφύλαξη	Αρνητική Γνώμη
ΥΙΟΙ Ε.ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ - ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜ. ΤΥΡΝΑΒΟΥ Α.Ε.	✗			
ΦΙΕΡΑΤΕΞ ΑΦΟΙ ΑΝΕΖΟΥΛΑΚΗ Α.Ε.	✗			
ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ Α.Ε.	✗			
ΧΑΙΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	✗			
ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. (ΠΡΩΗΝ ΒΕΚΤΩΡ)	✗			
ΧΑΤΖΗΪΩΑΝΝΟΥ ΑΒΕΕ	✗			
Χ.Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.		✗		
ΩΜΕΓΑ Α.Ε.Ε.Χ.	✗			

 εταιρίες υπό επιτήρηση
 εταιρίες σε αναστολή