



**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ  
ΚΡΗΤΗΣ  
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ  
ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΓΑΛΗΣ  
ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.**

**Επιμέλεια : Δρακωνάκη Μαρία Α.Μ. 7858**

**Επιβλέπων: Επικ. Καθηγητής Σταύρος Η. Αρβανίτης**

**Ηράκλειο, Απρίλιος 2012**

## Περιεχόμενα

Θεωρητική προσέγγιση.....	2
1. Εισαγωγή.....	2
2. Εταιρική διακυβέρνηση.....	3
2.1 Γενικά.....	3
2.2 Αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης.....	6
2.3 Προσδιοριστικοί παράγοντες της εταιρικής διακυβέρνησης.....	8
2.4 Εταιρική διακυβέρνηση και επίδοση της επιχείρησης.....	15
2.5 Θεμελιώδεις θεωρίες εταιρικής διακυβέρνησης.....	18
3. Ανάλυση του Ν.3016/2002.....	21
4. Η Ιστορική εξέλιξη της εταιρικής διακυβέρνησης.....	26
4.1 Η Εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα.....	26
4.2 Η εταιρική διακυβέρνηση στην Μεγάλη Βρετανία και στην Αμερική.....	28
5. Μελέτες & Έρευνες για την εταιρική διακυβέρνηση.....	29
6. Συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης.....	30
6.1 Εσωτερικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης.....	30
6.2 Εξωτερικά ή Αγγλοσαξονικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης.....	31
6.3 Μοντέλα εταιρικής διακυβέρνησης.....	32
6.3.1 Μοντέλο γνωμοδοτικού συμβουλίου.....	32
6.3.2 Πατρωνιστικό μοντέλο.....	33
6.3.3 Συνεργατικό μοντέλο.....	33
6.3.4 Μοντέλο ομάδας διαχείρισης.....	34
6.3.5 Μοντέλο πολιτικής συμβουλίου.....	36
7. Στόχοι της εταιρικής διακυβέρνησης.....	36
8. Η Επιρροή του Δ.Σ. στην εταιρική διακυβέρνηση.....	37
9. Αξιολόγηση της εταιρικής διακυβέρνησης.....	38
10. Εμπειρική διερεύνηση.....	41
11. Συμπεράσματα.....	45
Βιβλιογραφία.....	47

## ***Θεωρητική προσέγγιση***

### ***1. Εισαγωγή***

Η λειτουργία μιας επιχείρησης και η αποτελεσματικότητά της επηρεάζονται από παράγοντες που προέρχονται από το εσωτερικό και το εξωτερικό της περιβάλλον. Οι παράγοντες που προέρχονται από το εσωτερικό περιβάλλον μιας επιχείρησης παίζουν κρίσιμο ρόλο στο να χαρακτηριστεί αυτή ανταγωνιστική στο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον.

Γι' αυτούς τους λόγους τα τελευταία χρόνια έχει κριθεί απαραίτητο στον επιχειρηματικό κόσμο η υιοθέτηση της έννοιας της εταιρικής διακυβέρνησης. Πολλές είναι οι έρευνες που έχουν γίνει στον τομέα της εταιρικής διακυβέρνησης, οι οποίες δείχνουν μεγάλες διαφορές στον βαθμό της προστασίας των επενδυτών και των πιστωτών από χώρα σε χώρα, πράγμα που συνδέεται με το επίπεδο ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς σε κάθε χώρα καθώς και με την ιδιοκτησιακή δομή των επιχειρήσεων εκεί. Οι έρευνες αυτές προκλήθηκαν κατά κύριο λόγο από την κατάρρευση πολλών μεγάλων εταιρειών. Συνεργαζόμενες οι εποπτικές αρχές όλων των κεφαλαιαγορών σχεδίασαν συστήματα αντιμετώπισης και επίλυσης των προβλημάτων εκείνων που έχουν να κάνουν με την προστασία των συμφερόντων των μετόχων και των πιστωτών.

Στην Ελλάδα, η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης υιοθετείται πλέον με νομοθετικό πλαίσιο (Ν.3016/2002 – ΦΕΚ 110/17.05.2002 και τροποποίηση από το άρθρο 26 του νόμου 3091/2002 – ΦΕΚ, 330/24.12.2002). Όπως είναι λοιπόν εύλογο να σκεφτεί κανείς ότι η εκάστοτε κυβέρνηση μπορεί να θέσει διαδικασίες ανάλογα με τα οικονομικά συμφέροντα που υφίστανται κάθε χρονική στιγμή για τη χώρα της. Υπό αυτή την έννοια, οι νομικοί κανόνες είναι στενά συνδεδεμένοι με τα οικονομικά αποτελέσματα, αλλά και με την αρχή του βαθμού προστασίας των επενδυτών, καθώς και των εργαζομένων. Ο νόμος επίσης, περιλαμβάνει θέματα όπως το μισθολόγιο και τα καθήκοντα, καθώς και τα θέματα διοίκησης και λειτουργίας όσον συμμετέχουν σε μια ανώνυμη εταιρεία που είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο.

Η εταιρική διακυβέρνηση ασχολείται με τη λειτουργία και την αποτελεσματικότητα των διαδικασιών μέσω των οποίων οι χρηματοδότες μιας επιχείρησης (προμηθευτές, μέτοχοι και γενικά πιστωτές) εξασφαλίζουν την ανταπόδοση της επένδυσής τους.

Οι πιο ανεπτυγμένες οικονομικά χώρες έχουν επιλύσει το πρόβλημα της εταιρικής διακυβέρνησης, σε αρκετά μεγάλο ποσοστό. Δηλαδή, έχουν διασφαλίσει τη ροή κεφαλαίων από και προς μια επιχείρηση, καθώς και την τελική επιστροφή αυτών, εκεί που πρέπει. Αυτό δεν σημαίνει ότι στις χώρες αυτές λειτουργεί η εταιρική διακυβέρνηση στο 100%. Υπάρχουν αρκετές διαφωνίες για την αποτελεσματικότητα όλων των μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης.

## **2. Εταιρική διακυβέρνηση**

### **2.1 Γενικά**

Η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης κατανοείται μέσα από πολλούς ορισμούς που φιλοξενούνται στη διεθνή αλληλογραφία. Μερικές από αυτές είναι οι παρακάτω.

Ένας γενικός ορισμός για την εταιρική διακυβέρνηση είναι ότι πρόκειται για ένα σύνολο από διαδικασίες, κανόνες εθιμικού δικαίου, πρακτικές, πολιτικές, νόμους και θεσμούς, οι οποίες επηρεάζουν τον τρόπο με τον οποίο μια επιχείρηση διευθύνεται, διοικείται ή ελέγχεται.

Σύμφωνα με τον Οργανισμό Οικονομική Συνεργασίας και Ανάπτυξης (OECD, 1999), εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα σύστημα με το οποίο παρακολουθούνται και ελέγχονται οι επιχειρήσεις. Ο La Porta, (2000), ορίζει ότι 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). Σύμφωνα με 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. Τέλος, η Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ορίζει ως εταιρική διακυβέρνηση 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.

Ένας ορισμός που είναι τελικά κοινά αποδεκτός είναι: «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. Δίνει απάντηση στα ερωτήματα ποιος

και πώς ελέγχει τις δραστηριότητες των εταιριών, πώς γίνεται η κατανομή στα οφέλη, αλλά και ποιοι είναι οι κίνδυνοι που απορρέουν από την εταιρική δραστηριότητα» (Οικονομικά Χρονικά, 2006<sup>1</sup>).

Οι διαφορετικοί αυτοί ορισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης εκφράζουν την ευρύτητα του θέματος. Επιπλέον, κάθε ένα από αυτά τα εμπλεκόμενα μέρη έχει υιοθετήσει και απεικονίσει διαφορετικούς στόχους, οι οποίοι σε ορισμένες περιπτώσεις μπορεί να συγκρούονται. Στην πραγματικότητα, η εταιρική διακυβέρνηση εξετάζει το σύνολο των θεσμικών εργαλείων και τα σχετικά δικαιώματα στη λήψη αποφάσεων, τα οποία εξυπηρετούν την τακτοποίηση των συγκρουόμενων ενδιαφερόντων μεταξύ των μερών που συμμετέχουν στην επιχειρησιακή δραστηριότητα (π.χ. μετόχων, διοίκησης, κ.λπ.) και τα οποία καθορίζουν το πώς λαμβάνονται οι σχετικές αποφάσεις (Ανδρέας Γ. Κουτούπη, 2009).

Μια σημαντική συνιστώσα της εταιρικής διακυβέρνησης είναι η διασφάλιση ότι συγκεκριμένα πρόσωπα είναι υπόλογα απέναντι στους μετόχους και πιστωτές της επιχείρησης. Επίσης, είναι υποχρεωμένα να ενημερώνουν για όλες τις πράξεις ή παραλείψεις, καθώς και για τις αποφάσεις που λαμβάνουν, και μάλιστα πρέπει να μπορούν να δικαιολογούν τις πράξεις αυτές και να τιμωρούνται για τυχόν παραβάσεις τους.

Ο κυριότερος χρηματοοικονομικός στόχος μιας επιχείρησης είναι η όσο το δυνατόν μεγαλύτερη αύξηση του πλούτου των μετόχων, και υπεύθυνος για αυτό δεν είναι άλλος από την ίδια τη Διοίκηση. Οι μέτοχοι – ιδιοκτήτες μιας επιχείρησης έχουν παραχωρήσει στη Διοίκηση την απόλυτη εξουσία να διαχειρίζεται και να αποφασίζει σε οτιδήποτε αρκεί πάντα να είναι προς όφελος των συμφερόντων τους. Με άλλα λόγια η διοίκηση έχει στη διάθεσή της προς διαχείριση τα κεφάλαια που είναι διαθέσιμα και ταυτόχρονα αποφασίζει και εκτελεί καθώς οι μέτοχοι και επενδυτές μιας επιχείρησης εισφέρουν σε αυτή. Λαμβάνοντας υπόψιν όλα αυτά τίθεται το εξής ερώτημα: Πώς μπορούν οι ίδιοι οι μέτοχοι να είναι σίγουροι ότι η Διοίκηση έχει σαν κύριο σκοπό να μεγιστοποιεί την αγοραία αξία της επιχείρησης και όχι δικούς της προσωπικούς στόχους; Είναι αλήθεια ότι σύμφωνα με πραγματικά γεγονότα της καθημερινότητας καθώς επίσης και με όσα μελετούνται από τα διάφορα βιβλία, υπάρχουν περιπτώσεις όπου οι στόχοι της διοίκησης δεν εναρμονίζονται πλήρως με

---

<sup>1</sup> Καραγιάννης Α., 2006, Εταιρική Διακυβέρνηση & ΔΕΚΟ, Οικονομικά Χρονικά, 134, σελ.34-37

τους αντίστοιχους των ιδιοκτητών – μετόχων. Στην περίπτωση που η διοίκηση κατέχει ποσοστό μικρότερο από το 100% του κεφαλαίου της επιχείρησης τότε υπάρχει αντιπαράθεση μεταξύ διοίκησης και μετόχων. Μεγαλύτερη πιθανότητα αντιπαράθεσης υπάρχει φυσικά όταν οι επιχειρήσεις που εξετάζουμε είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, που στην περίπτωση αυτή υπάρχει μεγάλη διασπορά μετόχων, με αποτέλεσμα να μην μπορούν να συνεννοηθούν έτσι ώστε να ασκήσουν έλεγχο στη διοίκηση της επιχείρησης. Η μοναδική περίπτωση στην οποία η διοίκηση ενεργεί 100% προς το συμφέρον των μετόχων είναι όταν πρόκειται για οικογενειακή επιχείρηση.

Οι οικονομικοί και νομικοί θεσμοί της εταιρικής διακυβέρνησης μπορούν να αλλάξουν προς το καλύτερο μέσω πολιτικής διαδικασίας. Ίσως πάλι να δημιουργεί και περισσότερα προβλήματα αυτό. Υπάρχουν πολλοί υποστηρικτές ότι δε θα έπρεπε να ανησυχεί κάποιος για την πολιτική διαδικασία για την αναμόρφωση της εταιρικής διακυβέρνησης, γιατί μακροπρόθεσμα ο ανταγωνισμός που επικρατεί στην αγορά, είναι πιθανό να εξαναγκάσει τις επιχειρήσεις να ελαχιστοποιήσουν τα κόστη τους. Η ελαχιστοποίηση αυτή μπορεί να επιτευχθεί με την υιοθέτηση κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης. Οι μηχανισμοί αυτοί μπορεί να οδηγήσουν στην απόκτηση κεφαλαίων με χαμηλό κόστος. Σύμμαχοι αυτής της θεωρίας είναι οι Alchian, (1950) και Stigler, (1958). Με άλλα λόγια, ο ανταγωνισμός της αγοράς μπορεί από μόνος του να επιλύσει οποιοδήποτε θέμα εταιρικής διακυβέρνησης χωρίς να χρειάζεται να ακολουθηθούν κανόνες και θεσμοί.

Άλλοι πάλι υποστηρίζουν ότι ναι μεν ο ανταγωνισμός μπορεί να αποτελεί ισχυρή δύναμη για οικονομική αποτελεσματικότητα των επιχειρήσεων, αλλά δεν μπορεί από μόνος του να επιλύσει προβλήματα της εταιρικής διακυβέρνησης.

Για να γίνει πιο κατανοητό, ας υποθέσουμε ότι έχουμε μια επιχείρηση η οποία εκμεταλλεύεται ανθρώπινο δυναμικό και κεφάλαιο σήμερα σε μία ανταγωνιστική τιμή χωρίς να μένουν άλλοι διαθέσιμοι πόροι που να μη χρησιμοποιούνται, ώστε να μπορούν να χρησιμοποιηθούν προς όφελος της. Στην πραγματικότητα όμως, οι ποσότητες από τους συντελεστές παραγωγής είναι συγκεκριμένη. Πρέπει, όμως, οι επενδυτές – μέτοχοι των επιχειρήσεων αυτών να μπορούν να εξασφαλίσουν απόδοση των κεφαλαίων που έχουν επενδύσει. Σε αυτό το σημείο, παρεμβαίνουν οι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης. Εξασφαλίζουν τις αποδόσεις των επενδυμένων κεφαλαίων.

Ένας άλλος τρόπος αντιμετώπισης και αποφυγής παρόμοιων συγκρούσεων είναι ο ακόλουθος: Όσοι βάζουν τα κεφάλαια να αποφασίζουν ταυτόχρονα, δηλ. οι μέτοχοι. Αυτό όμως στην πράξη δεν είναι εφαρμόσιμο καθώς συνήθως οι μέτοχοι δεν διαθέτουν τις απαραίτητες γνώσεις, προσόντα και εξειδίκευση για να λαμβάνουν αποφάσεις τόσο σημαντικές. Για αυτό το λόγο και για να υπάρχει η βεβαιότητα ότι η Διοίκηση έχει ως στόχο την εξυπηρέτηση των δικών τους συμφερόντων 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 λάθη.

Η αποφυγή συγκρούσεων των δύο πλευρών και η διασφάλιση της αποτελεσματικότητας της επιχείρησης επιτυγχάνεται με την υιοθέτηση μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης (ΕΔ). Συμπέρασμα λοιπόν όλων των παραπάνω είναι ότι η μοναδική λύση για την αποφυγή προβλημάτων είναι η μείωση του επιχειρηματικού κόστους (κόστους αντιπροσώπευσης).

## **2.2 Αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης**

Γενικά ως αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης είναι η τιμιότητα, η εμπιστοσύνη, η ακεραιότητα, η ευθύτητα, η επίτευξη του καθήκοντος και της βέλτιστης απόδοσης, η υπευθυνότητα, ο αμοιβαίος σεβασμός και η δέσμευση προς την επιχείρηση. Φυσικά, μεγάλο ρόλο παίζει ο τρόπος με τον οποίο οι διευθυντές και η διοίκηση αναπτύσσουν ένα μοντέλο διακυβέρνησης, έτσι ώστε να ευθυγραμμίζει και να συγκλίνει τα θέλω και τα πρέπει των συμμετεχόντων στην επιχείρηση και στη συνέχεια να αξιολογούν εάν οι λειτουργίες αυτές είναι αποτελεσματικές. Συγκεκριμένα, τα ανώτερα στελέχη της επιχείρησης θα πρέπει να διοικούν και να διαχειρίζονται τα κεφάλαια της επιχείρησης με εντιμότητα, ανεξάρτητα από τις πραγματικές ή φαινομενικές συγκρούσεις συμφερόντων, και να υποστηρίζουν έμπρακτα τη διαφάνεια και τους στόχους της επιχείρησης και να συντάσσουν οικονομικές αναφορές με τα πραγματικά στοιχεία της επιχείρησης.

Σύμφωνα με τους Charkham και Simpson, (1999), δύο είναι οι αρχές για επιτυχημένη εταιρική διακυβέρνηση: πρώτον οι μάνατζερ να είναι ελεύθεροι να διοικούν την επιχείρηση με τις ελάχιστες δυνατές παρεμβολές και τη μέγιστη δυνατή

παρακίνηση και δεύτερον οι ίδιοι πρέπει να είναι υπόλογοι για την αποτελεσματική και αποδοτική χρήση αυτής της ελευθερίας. Επίσης, ο έλεγχος πρέπει να γίνεται δε σε δύο επίπεδα: α) το διοικητικό συμβούλιο να μπορεί να ελέγξει τους μάνατζερ και β) οι μέτοχοι το διοικητικό συμβούλιο.

Οι κοινά αποδεκτές αρχές εταιρικής διακυβέρνησης είναι:

**1. Δικαιώματα και δίκαιη μεταχείριση των μετόχων:** Οι επιχειρήσεις θα πρέπει να δίνουν τη δυνατότητα στους μετόχους να ασκούν τα δικαιώματα τους. Αυτό μπορεί να γίνει πραγματικότητα και μέσω της παροχής όλων των απαραίτητων πληροφοριών, αλλά και μέσω της δυνατότητας οι μέτοχοι να συμμετέχουν ενεργά στις γενικές συνελεύσεις.

**2. Συμφέροντα των υπολοίπων συμμετεχόντων – ενδιαφερομένων – συσχετιζόμενων (stakeholders) με την επιχείρηση** (προμηθευτών, δανειστών, ρυθμιστικών αρχών, πελατών, κλπ): η αρχή αυτή έχει να κάνει με το γεγονός ότι όλες οι επιχειρήσεις έχουν νομικές και άλλες υποχρεώσεις και πρέπει αυτές να τις φέρουν σε πέρας ανεξαρτήτως εσωτερικών θεμάτων και προβλημάτων.

**3. Ρόλος και ευθύνη του διοικητικού συμβουλίου:** όπως είναι φυσικό το διοικητικό συμβούλιο πρέπει να διαθέτει ένα εύρος ικανοτήτων και επίσης, να έχει τόση κατανόηση όση χρειάζεται, ώστε να είναι ικανό να αντιμετωπίσει διάφορα θέματα ή προβλήματα, και να έχει την ικανότητα να αναθεωρεί και να προκαλεί ή να αμφισβητεί την απόδοση της διοίκησης. Ο αριθμός των εκτελεστικών και μη – εκτελεστικών μελών, πρέπει να είναι αρκετός ώστε να μπορεί να εκπληρώνει τις ευθύνες και τα καθήκοντά του. Επίσης, δεν θα πρέπει η θέση του προέδρου και του γενικού διευθυντή να καταλαμβάνονται από το ίδιο πρόσωπο.

**4. Ακεραιότητα και ηθική συμπεριφορά:** Όπως γίνεται σε τέτοιες περιπτώσεις, οι επιχειρήσεις θα πρέπει να αναπτύσσουν έναν κώδικα δεοντολογίας για τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και τα εκτελεστικά μέλη. Ο κώδικας αυτός θα πρέπει να έχει ως σκοπό την προώθηση της ηθικής και της υπευθυνότητας στη λήψη αποφάσεων.

**5. Αποκάλυψη και διαφάνεια:** Οι ευθύνες και οι αρμοδιότητες των μελών του διοικητικού συμβουλίου, καθώς και των εκτελεστικών μελών του, πρέπει να είναι σαφείς, ειλικρινείς και να καθιστούν δημόσια γνωστό το ρόλο που έχουν τα πρόσωπα αυτά στην επιχείρηση, ώστε οι μέτοχοι να έχουν τη δυνατότητα να γνωρίζουν ποιοι πρέπει να λογοδοτήσουν σε αυτούς για πράξεις και παραλείψεις τους. Παράλληλα, οι επιχειρήσεις θα πρέπει να υλοποιούν διαδικασίες ώστε με ανεξάρτητο τρόπο (π.χ.



ορκωτοί λογιστές) να επαληθεύεται, να προστατεύεται και να εγγυάται η ακεραιότητα των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης. Η δημοσίευση των οικονομικών στοιχείων της επιχείρησης, πρέπει να γίνεται έγκαιρα και έγκυρα, ώστε να διασφαλίζεται ότι όλοι οι μέτοχοι έχουν πρόσβαση σε ξεκάθαρη, σαφή και τεκμηριωμένη πληροφορία.

Μερικά θέματα που μπορούν να σχετιστούν με τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης είναι:

- Εποπτεία της προετοιμασίας των χρηματοοικονομικών αναφορών της επιχείρησης,
- Εσωτερικοί έλεγχοι και ανεξαρτησία των επιθεωρητών της επιχείρησης (π.χ. ορκωτών λογιστών),
- Απολογισμός και εξέταση της αποζημίωσης του Γενικού Διευθυντή και άλλων ανώτερων εκτελεστικών στελεχών της επιχείρησης,
- Τον τρόπο με τον οποίο συγκεκριμένα πρόσωπα προσλαμβάνονται, επιλέγονται και καταλαμβάνουν θέσεις στο διοικητικό συμβούλιο της επιχείρησης,
- Τους πόρους που διατίθενται στα στελέχη της διοίκησης ώστε να μπορούν να εκτελούν τα καθήκοντά τους,
- Εποπτεία και διαχείριση του κινδύνου (risk management),
- Μερισματική πολιτική

### **2.3 Προσδιοριστικοί παράγοντες της εταιρικής διακυβέρνησης**

Οι προσδιοριστικοί παράγοντες της εταιρικής διακυβέρνησης είναι οι ακόλουθοι: 1. Ανεξάρτητα μέλη διοικητικού συμβουλίου, 2. Ανεξαρτησία επιτροπών, 3. Μέγεθος ομάδας διοικούντων, 4. Διαχωρισμός ρόλων προέδρου, 5. Συνεδριάσεις διοικητικού συμβουλίου, 6. Επάρκεια μελών της ελεγκτικής επιτροπής, 7. Φήμη ελεγκτών, 8. Συνεδριάσεις ελεγκτικής επιτροπής, 9. Χωριστές συνεδριάσεις των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου, και 10. Εταιρική κοινωνική ευθύνη. Αναλυτικότερα:

1. *Ανεξάρτητα μέλη διοικητικού συμβουλίου*: Η ύπαρξη ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο βασίζεται στη θεωρία της αντιπροσώπευσης (Fama και

Jensen, 1983). Όντως, μελετώντας την υπάρχουσα βιβλιογραφία και αρθρογραφία περί του θέματος, αποδεικνύεται ότι τα διοικητικά συμβούλια με πλειοψηφία ανεξάρτητων διοικητικών στελεχών είναι πιο αποτελεσματικά στην παρακολούθηση της διαχείρισης<sup>2</sup> και είναι πιο πιθανό να αντικαταστήσουν ακόμη και ανώτερα διοικητικά στελέχη που φαίνεται να έχουν κακές επιδόσεις (Weisbach, 1988). Επίσης, έχει αποδειχθεί, κυρίως στο εξωτερικό, ότι οι ανεξάρτητες ομάδες διοικούντων επιθυμούν να επιλέξουν περισσότερο ένα μέλος από το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης παρά έναν «εσωτερικό» (Borokhovich et al., 1996, Huson, 2001). Η συμμετοχή μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο συστήνεται από όλους σχεδόν τους κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης. Στον κώδικα δεοντολογίας της εταιρικής διακυβέρνησης αναφέρεται ότι «τα διοικητικά συμβούλια θα πρέπει να εξετάζουν τη δυνατότητα εκλογής επαρκούς αριθμού μη εκτελεστικών μελών, ικανών να ασκούν ανεξάρτητα τα καθήκοντά τους όταν δημιουργούνται προβλήματα σύγκρουσης συμφερόντων» (Ξανθάκης, Α. Τσιπούρη, Α. Σπανός, 2003).

Πιο συγκεκριμένα, οι λόγοι συμμετοχής εξωτερικών και ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο είναι οι εξής:

- Διευρύνουν το οπτικό πεδίο της εταιρείας και ενισχύουν τη δυνατότητα στρατηγικής σκέψης έξω από το καθιερωμένο πλαίσιο. Επίσης ενημερώνουν τους εντός της εταιρείας για τις προσδοκίες της κοινωνίας.
- Βοηθούν στην εξασφάλιση των συμφερόντων της εταιρείας και των μετόχων.
- Βοηθούν στην υπέρβαση συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ των ανωτέρων στελεχών και των μετόχων για θέματα όπως οι αμοιβές των στελεχών, οι εξαγορές και η επενδυτική πολιτική.
- Έχουν ένα ρόλο παρακολούθησης και αξιολόγησης του διευθύνοντος συμβούλου και της υπόλοιπης διοικητικής ομάδας.

Η επιλογή των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να γίνεται, φυσικά, με κριτήρια εμπειρίας, κύρους και καταξίωσης. Επίσης, θα πρέπει να δίνεται μεγαλύτερη σημασία στον αριθμό των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου και όχι στον αριθμό των μη εκτελεστικών μελών του. Αυτό βέβαια είναι ένα θέμα δύσκολο γιατί συνήθως στην Ελλάδα οι επιχειρήσεις είναι οικογενειακές οπότε υπάρχει «κίνδυνος» να επιλεγεί

---

<sup>2</sup> Καπετανικόλα Δ.-Χ., 2009, Εταιρική Διακυβέρνηση & Χρηματοοικονομικά Σκάνδαλα, σελ.15.

ένας συγγενείς. Σύμφωνα με τον Clarke, (1998), οι αναγκαίες συνθήκες για την ανεξαρτησία ενός μέλους του διοικητικού συμβουλίου είναι οι εξής:

- Δεν έχει απασχοληθεί τα τελευταία χρόνια σε θέση ανώτερου στελέχους στην εταιρεία ή στον όμιλό της.
- Δεν παρέχει συμβουλευτικές, νομικές ή άλλες υπηρεσίες στην εταιρεία είτε προσωπικά, είτε μέσω άλλης εταιρείας.
- Δεν είναι σημαντικός προμηθευτής ή πελάτης.
- Δεν έγινε μέλος του διοικητικού συμβουλίου ως αποτέλεσμα προσωπικής σχέσης.
- Επιλέχθηκε με βάση οργανωμένη διαδικασία.
- Δεν έχει παραμείνει μέλος του διοικητικού συμβουλίου για πάρα πολλά χρόνια.
- Δεν είναι συγγενής κάποιου εκτελεστικού μέλους του διοικητικού συμβουλίου.

Ο λόγος που δίνεται τόση έμφαση και επιμονή στη χρήση εξωτερικών συμβούλων, είναι η ελλιπής πληροφόρηση τους. Αυτό οφείλεται, είτε στην έλλειψη χρόνου, είτε λόγω εσκεμμένης απόκρυψης στοιχείων από τον διευθύνων σύμβουλο. Μια λύση είναι η πρόσληψη εξωτερικών συμβούλων από το διοικητικό συμβούλιο που θα αποτελούν μια ανεξάρτητη πηγή πληροφόρησης και καθοδήγησης γι' αυτό.

Καθήκοντα αυτού του συμβούλου είναι η υποβοήθηση του διοικητικού συμβουλίου στον καθορισμό της αποστολής του, του τρόπου λειτουργίας του και των καθηκόντων του κάθε μέλους του<sup>3</sup>, η βοήθεια της επιτροπής αμοιβών για τον καθορισμό των αμοιβών των μελών του διοικητικού συμβουλίου, των στελεχών και του διευθύνοντα συμβούλου, η εξεύρεση και η εκπαίδευση στελεχών ικανών να βοηθήσουν την επιχείρηση, καθώς και η αντιμετώπιση ζητημάτων ιδιαίτερου ενδιαφέροντος για την εταιρεία, όπως το περιβάλλον, εργασιακά θέματα, σχέσεις με τους μετόχους ή δημόσιες σχέσεις.

Υπάρχει βέβαια περίπτωση η χρήση ανεξάρτητου συμβούλου να δημιουργεί κάποιους κινδύνους. Οι κίνδυνοι αυτοί έχουν περισσότερο σχέση με τις σχέσεις του εξωτερικού συμβούλου με τα υπόλοιπα μέλη της επιχείρησης. Γι' αυτό είναι

---

<sup>3</sup> Σε αυτήν την περίπτωση, καλό θα ήταν να υπήρχαν και μέτρα σύγκριση, ή πρότυπα, προκειμένου να ελέγχεται κατά πόσο τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, ανώτερα, κατώτερα και σύμβουλοι, λειτουργούν σωστά και προς το όφελος της επιχείρησης.

απαραίτητο τα καθήκοντα να ανατίθενται σταδιακά στον εξωτερικό σύμβουλο, αρχίζοντας από τα λιγότερο ευαίσθητα και προχωρώντας με προσεκτικά βήματα.

2. *Ανεξαρτησία επιτροπών*: Οι John και Senbet, (1998), εκθέτουν εμπειρικά στοιχεία που δείχνουν ότι η παρουσία των ανεξάρτητων επιτροπών δημιουργούν θετικά οφέλη για τον έλεγχο της επιχείρησης. Οι επιτροπές αυτές θα πρέπει κατά βάση να απαρτίζονται από μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, να συνεδριάζουν τρεις με τέσσερις φορές το χρόνο και να αναφέρονται σε τακτά χρονικά διαστήματα απευθείας στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας.

Η ανεξαρτησία των επιτροπών αποτελεί κρίσιμο παράγοντα για την επιτυχή λειτουργία τους καθώς όσο περισσότερη επίδραση ασκεί πάνω τους ο διευθύνων σύμβουλος, τόσο μικρότερη είναι η πιθανότητα να εντοπίσουν δυνητικές δυσλειτουργίες στα ανώτατα εκτελεστικά στελέχη. Επιπλέον, ο διευθύνων σύμβουλος έχει τη δυνατότητα να χαλιναγωγεί την επιτροπή διορισμών ή σε περίπτωση μη ύπαρξης τέτοιας επιτροπής, να διορίζει αυτός ή το διοικητικό συμβούλιο διευθυντές που μπορούν εύκολα να προσαρμοστούν στις «προσωπικές» τους επιλογές (Shivdasani και Yermack, 1999). Έχει αποδειχθεί ότι οι ανεξάρτητες ελεγκτικές επιτροπές μειώνουν την πιθανότητα διαχείρισης των αποδοχών, βελτιώνοντας έτσι τη διαφάνεια.

3. *Μέγεθος ομάδας διοικούντων*: Ένα χαρακτηριστικό που επηρεάζει την ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης είναι το μέγεθος της ομάδας των διοικούντων. Δεν θα πρέπει να είναι ούτε πολύ μικρό, ώστε να μην επαρκεί για την ανταλλαγή ιδεών, ούτε πολύ μεγάλο, ώστε να εμφανίζονται προβλήματα έλλειψης συντονισμού μεταξύ των μελών. Η ελληνική και ξένη βιβλιογραφία και αρθρογραφία δεν αναφέρουν κάποιο άριστο μέγεθος διοικητικού συμβουλίου και περιορίζονται είτε σε γενικές διατυπώσεις, είτε δεν κάνουν καθόλου αναφορά. Στον ελληνικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης συστήνεται ως ανώτατο μέγεθος τα δεκατρία (13) μέλη. Σε κάθε περίπτωση, οι εταιρείες οφείλουν να εξετάζουν περιοδικά, κατά πόσο το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου ανταποκρίνεται στις ανάγκες και επιδιώξεις τους, όπως αυτές διαμορφώνονται μέσα στο χρόνο.

Μερικές μελέτες υποστηρίζουν ότι οι μεγάλες ομάδες μπορεί να δυσλειτουργούν. Οι μελέτες αυτές υποστηρίζουν ότι οι μικρότερες ομάδες είναι καλύτερες από τις μεγαλύτερες που εμφανίζουν αρκετά προβλήματα. Επίσης, υπάρχει

αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους της ομάδας και της αξίας της επιχείρησης, επισημαίνοντας ότι μικρότερα συμβούλια είναι πιο αποτελεσματικά, δεδομένου ότι υπόκεινται σε λιγότερα προβλήματα επικοινωνίας και συντονισμού.

4. *Διαχωρισμός ρόλων προέδρου*: Κρίνεται από πολλούς ως κρίσιμο θέμα ο διαχωρισμός των ρόλων του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου. Στις περισσότερες επιχειρήσεις η θέση του προέδρου ταυτίζεται με αυτήν του διευθύνοντα συμβούλου. Γενικά, θεωρείται ότι ο ρόλος του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου να ελέγχει τη λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου και να παρακολουθεί αποτελεσματικά την ομάδα των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών, αποδυναμώνεται όταν το ίδιο πρόσωπο ασκεί παράλληλα και τα καθήκοντα του διευθύνοντος συμβούλου της εταιρείας. Επίσης, όταν ο διευθύνων σύμβουλος κατέχει και τη θέση του προέδρου, έχει τη δυνατότητα να ελέγχει την πληροφόρηση που είναι διαθέσιμη στα υπόλοιπα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, μειώνοντας τις δυνατότητες αποτελεσματικής εποπτείας του.

Στην Ελλάδα, η επιτροπή για την εταιρική διακυβέρνηση συστήνει στα διοικητικά συμβούλια των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών, να μην έχουν στη θέση του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου το ίδιο πρόσωπο (Ξανθάκης, Λ. Τσιπούρη, Λ. Σπανός, 2003). Ο διαχωρισμός των ρόλων του προέδρου και διευθύνοντα συμβούλου είναι προς το συμφέρον των μετόχων.

Σκεφτόμενοι με βάση τη λογική, όταν ένα άτομο έχει και τους δύο ρόλους οπότε και τα καθήκοντα και τις υποχρεώσεις και των δύο ιδιοτήτων είναι επόμενο η απόδοση του να είναι μειωμένη και στις δύο περιπτώσεις. Και όχι μόνο μειώνεται η απόδοση του ατόμου που φέρει και τους δύο ρόλους αλλά και την ευελιξία της ομάδας.

Υπάρχουν όμως και μελέτες που δεν βρίσκουν στοιχεία που να αποδεικνύουν ότι ο διαχωρισμός αυτών των ρόλων βελτιώνει την επίδοση της επιχείρησης. Ίσως μάλιστα, συνδυάζοντας τις θέσεις του προέδρου και του διευθύνοντα συμβούλου σε ένα πρόσωπο προσδίδεται μεγαλύτερη δύναμη στο άτομο αυτό, οπότε μπορεί και να αποκομίζει περισσότερο σεβασμό. Έτσι, ο τίτλος του προέδρου λειτουργεί ως επιβράβευση για ένα νέο διευθύνων σύμβουλο, ο οποίος έχει επιδείξει ανώτερες επιδόσεις και αποτελεί μια σιωπηρή ψήφο εμπιστοσύνης από τους εξωτερικούς διευθυντές.

Επίσης, ο διαχωρισμός των ρόλων μπορεί να στερήσει από τα διοικητικά συμβούλια ένα σημαντικό εργαλείο κινήτρων και ανταμοιβής προς τα νέα στελέχη.

5. *Συνεδριάσεις διοικητικού συμβουλίου*: Οι συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου ποικίλουν ανάλογα με την επιχείρηση και τη δραστηριότητα της. Το σίγουρο είναι ότι όσο πιο πολλές είναι οι συνεδριάσεις και όσο μεγαλύτερη είναι και η διάρκεια τους, τόσο περισσότερο βελτιώνεται και η αποδοτικότητα τους.

Από την άλλη, η συμμετοχή σε πολλά διοικητικά συμβούλια στερεί από τα μέλη τη δυνατότητα να ασχολούνται αποτελεσματικά με άλλες αρμοδιότητες που μπορεί να έχουν όπως η εποπτεία της εκτελεστικής διοίκησης και ο καθορισμός της στρατηγικής της επιχείρησης. Τα συμβούλια θα πρέπει να είναι έτοιμα να αυξήσουν τη συχνότητα των συναντήσεων, εάν η κατάσταση απαιτεί υψηλή εποπτεία και έλεγχο. Τέλος, στον προσδιορισμό των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και τα κόστη που σχετίζονται με το χρόνο που διατίθεται από τα στελέχη της εταιρείας, τα έξοδα μετακίνησης κ.α..

6. *Επάρκεια μελών της ελεγκτικής επιτροπής*: Τα μέλη της ελεγκτικής επιτροπής είναι επιφορτισμένα με την επίβλεψη του εσωτερικού ελέγχου και της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, οπότε θα πρέπει να διαθέτουν ένα ορισμένο επίπεδο χρηματοοικονομικών γνώσεων. Η αμοιβή τους δε θα πρέπει να συνδέεται με την κερδοφορία και άλλα μεγέθη αποδοτικότητας της επιχείρησης καθώς ενδέχεται να επηρεαστεί η ανεξάρτητη κρίση τους.

7. *Φήμη ελεγκτών*: Η φήμη ενός ελεγκτή μπορεί να οδηγήσει σε καλύτερες αποκαλυπτικές πρακτικές.

8. *Συνεδριάσεις ελεγκτικής επιτροπής*: Ο έλεγχος είναι μια διαδικασία απαραίτητη και χρήσιμη για κάθε επιχείρηση. Γι' αυτό το λόγο κρίνεται απαραίτητο η ελεγκτική επιτροπή που εκτελεί τα καθήκοντα του ελέγχου, να συνεδριάζει σε τακτά χρονικά διαστήματα. Στόχος της πρέπει να είναι η συνεχής αύξηση του επιπέδου δραστηριότητας της.

Ιδίως για τις επιχειρήσεις που δεν επιθυμούν τον έλεγχο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, καλό είναι να αυξήσουν τις συνεδριάσεις των επιτροπών ελέγχου, διαφυλάσσοντας έτσι τους στόχους τους.

9. *Χωριστές συνεδριάσεις των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου:* Σκοπός των χωριστών συνεδριάσεων των μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου είναι η ενίσχυση της ανεπηρέαστης κρίσης τους, χωρίς επιρροές ή άλλες εξαρτήσεις. Βεβαίως, η δυνατότητα των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών να συνεδριάζουν μόνα τους εξαρτάται από το μέγεθος της επιχείρησης και το βαθμό ανάπτυξης της εταιρικής διακυβέρνησης σε κάθε χώρα.

Στην ελληνική κεφαλαιαγορά, η υιοθέτηση μιας τέτοιας πρακτικής θα προσέκρουε σε δύο τουλάχιστον εμπόδια για αρκετές επιχειρήσεις. Πρώτον, ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών είναι πολύ περιορισμένος σε κάθε επιχείρηση με αποτέλεσμα να είναι πρακτικά αδύνατο να συνεδριάζουν χωριστά. Η έλλειψη συγκεκριμένων αρμοδιοτήτων για τα μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη τα καθιστά ανενεργά περιορίζοντας σημαντικά τη δυνατότητα άσκησης αποτελεσματικού ελέγχου. Στο πλαίσιο αυτό, συνεδριάσεις χωρίς την παρουσία των εκτελεστικών μελών ελάχιστα θα μπορούσαν να συνεισφέρουν.

10. *Εταιρική κοινωνική ευθύνη:* Τα τελευταία χρόνια σε διάφορους οικονομικούς νόμους, αναπτύσσεται σε έντονο βαθμό το συναίσθημα της κοινωνικής ευθύνης. Είτε υποχρεωτικά, είτε εθελοντικά οι επιχειρήσεις πλέον έχουν περιβαλλοντικές ανησυχίες στις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες. Αρκετές μελέτες υιοθετούν και αποδεικνύουν την άποψη ότι η εταιρική κοινωνική και ηθική ευθύνη και η κερδοφορία της επιχείρησης συμβαδίζουν και δε ζημιώνουν την αξία των μετοχών.

Μηχανισμοί που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις για την ενσωμάτωση πολιτικών κοινωνικής ευθύνης στο στρατηγικό τους σχέδιο είναι οι παρακάτω:

- **Δημιουργία ειδικής επιτροπής στο διοικητικό συμβούλιο:** Οι αρμοδιότητες των επιτροπών αυτών συνίστανται στην παρακολούθηση και παροχή συμβουλών πάνω σε πολιτικές και πρακτικές που σχετίζονται με ζητήματα περιβαλλοντικής ευθύνης, ηθικής, κινητοποίησης της τοπικής κοινότητας, ανθρωπίνων πόρων, φιλανθρωπίας, ασφάλειας των προϊόντων κ.α.

- **Επέκταση του ρόλου και των αρμοδιοτήτων υφιστάμενων επιτροπών:** Άλλες εταιρείες ενσωματώνουν τα ζητήματα της κοινωνικής ευθύνης στις υπάρχουσες παραδοσιακές επιτροπές του διοικητικού συμβουλίου. Η πολιτική αυτή επιλέγεται είτε για λόγους εταιρικής οργάνωσης, είτε για λόγους κόστους.
- **Ανάμειξη του συνόλου του διοικητικού συμβουλίου:** Άλλες εταιρείες επιλέγουν να θέτουν προς συζήτηση αυτά τα ζητήματα στο σύνολο του διοικητικού συμβουλίου και στο πλαίσιο αυτό φροντίζουν να εκπαιδεύουν σε τακτική βάση το σύνολο των μελών του.

## ***2.4 Εταιρική διακυβέρνηση και επίδοση της επιχείρησης***

Η εταιρική διακυβέρνηση θεωρείται ότι βελτιώνει την ποιότητα της διοίκησης της επιχείρησης. Μέσω της εταιρικής διακυβέρνησης, οι επιχειρήσεις θα μπορούσαν να είναι πιο κερδοφόρες σήμερα, οι επενδυτές θα μπορούσαν να αναμένουν υψηλότερη κερδοφορία στο μέλλον και θα μπορούσαν να προβούν σε καλύτερες επενδύσεις. Η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση διασφαλίζει επίσης, σε ορισμένες περιπτώσεις, τη βέλτιστη χρήση των πόρων της επιχείρησης. Όταν η εταιρική διακυβέρνηση είναι αποτελεσματική το διαθέσιμο μετοχικό κεφάλαιο επενδύεται με τον πλέον αποτελεσματικό τρόπο για την παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών υψηλής ζήτησης και τα κέρδη αυτών επιστρέφουν στους επενδυτές. Όταν υπάρχει καλή διακυβέρνηση, επενδυτικά κεφάλαια προσελκύονται, ενισχύεται η εμπιστοσύνη των επενδυτών και επιτυγχάνεται η επίτευξη σταθερότητας στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

Από μερικούς μελετητές έχει θεωρηθεί ότι η ποιότητα της διακυβέρνησης σχετίζεται με εξωτερική χρηματοδότηση. Όταν οι επενδυτές νιώθουν υψηλή προστασία για τα κεφάλαια τους, αυξάνεται η προθυμία τους να παράσχουν χρηματοδότηση. Αυτό αντανακλάται στο χαμηλότερο κόστος και στη μεγαλύτερη διαθεσιμότητα της εξωτερικής χρηματοδότησης. Λαμβάνοντας υπόψη αυτούς τους δύο παράγοντες, μπορούμε να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι οι εταιρείες που έχουν μεγάλη ανάγκη για χρηματοδότηση στο μέλλον, θα είναι πιο ευεργετικό και



αποτελεσματικό, να υιοθετήσουν καλύτερους μηχανισμούς διακυβέρνησης από σήμερα.

Άλλο ένα στοιχείο που επηρεάζει την αποτελεσματικότητα της εταιρικής διακυβέρνησης είναι η ύπαρξη άυλων περιουσιακών στοιχείων στους ισολογισμούς των επιχειρήσεων. Η σύνθεση των στοιχείων του ενεργητικού μιας επιχείρησης θα επηρεάσει επίσης το περιβάλλον, επειδή είναι ευκολότερο να παρακολουθηθούν και πιο δύσκολο να κλαπούν τα πάγια περιουσιακά στοιχεία (όπως μηχανήματα και εξοπλισμός) από το «μαλακό» κεφάλαιο (δηλαδή τα άυλα στοιχεία).

Με βάση τα στοιχεία αυτά, οι επιχειρήσεις που λειτουργούν με υψηλότερη αναλογία των άυλων περιουσιακών στοιχείων, έναντι του υπολοίπου ενεργητικού, είναι καλύτερο να θεσπίσουν αυστηρότερους μηχανισμούς διακυβέρνησης. Οι πράξεις αυτές, αποδεικνύουν στους επενδυτές ότι το διοικητικό συμβούλιο έχει την πρόθεση να αποτρέψει τη μελλοντική λανθασμένη χρήση των στοιχείων αυτών.

Όταν υπάρχει αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση, οι επιχειρήσεις, και συγκεκριμένα τα διοικητικά συμβούλια τους, μπορούν με σωστές διαδικασίες να επιτρέψουν στους διαχειριστές να λάβουν σωστές αποφάσεις με σκοπό την αύξηση των επενδύσεων και τη δημιουργία κεφαλαιακών δαπανών που θα αποφέρουν κέρδη σε αυτές. Σύμφωνα με την άποψη αυτή, η χρηστή διακυβέρνηση θα αυξήσει τις κεφαλαιουχικές δαπάνες, και η αύξηση αυτή θα μπορούσε να έχει θετική επίπτωση στην αξία της εταιρείας. Από την άλλη πλευρά, μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας ασχολείται με τα κίνητρα των διευθυντικών στελεχών για την ανάληψη αναποτελεσματικών έργων προκειμένου να αποσπαστούν ιδιωτικές παροχές. Τα προβλήματα αυτά είναι ιδιαίτερα σοβαρά όταν τα διοικητικά στελέχη είναι οχυρωμένα.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι επενδυτικές ευκαιρίες αυξάνονται μετά την αναβάθμιση της ποιότητας διακυβέρνησης. Ως αποτέλεσμα, οι επιχειρήσεις με επικερδείς επενδυτικές ευκαιρίες θα έχουν καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση.

Την αποτελεσματικότητα της εταιρικής διακυβέρνησης πολλοί μελετητές τη συσχετίζουν με το μέγεθος της επιχείρησης. Άλλοι πάλι καθόλου. Με λίγα λόγια η επίδραση του μεγέθους της επιχείρησης στη διακυβέρνηση είναι διφορούμενη. Αυτό

οφείλεται στο γεγονός ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις μπορεί να έχουν μεγαλύτερα υπηρεσιακά προβλήματα (επειδή είναι πιο δύσκολη η παρακολούθησή τους) και ως εκ τούτου να πρέπει να βρουν περισσότερους, αποτελεσματικότερους και αυστηρότερους μηχανισμούς διακυβέρνησης για να εξισορροπήσουν την κατάσταση αυτή.

Οι μικρές επιχειρήσεις μπορούν να έχουν καλύτερες ευκαιρίες ανάπτυξης και μεγαλύτερη ανάγκη για καλύτερη εξωτερική χρηματοδότηση και μηχανισμούς διακυβέρνησης, προκειμένου να επιτύχουν τους στόχους τους εξίσου αποτελεσματικά με τις μεγάλες επιχειρήσεις.

Η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να οδηγήσει σε υψηλή απόδοση της επιχείρησης. Μερικές εμπειρικές μελέτες σε διεθνές επίπεδο, έχουν αποδείξει ότι οι μέτοχοι προθυμοποιούνται να πληρώσουν μέχρι και 12% επιπλέον των αμοιβών τους τα στελέχη που θα ασκούν αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση. Η συσχέτιση του δείκτη με τις επιδόσεις της διακυβέρνησης θα μπορούσε να εξηγηθεί με διάφορους τρόπους. Μια εξήγηση που προτάθηκε από τα αποτελέσματα διαφόρων μελετών, είναι ότι αναποτελεσματική διακυβέρνηση προκαλεί πρόσθετα οργανικά έξοδα. Εάν η αγορά εκτιμήσει αυτές τις πρόσθετες δαπάνες, τότε οι αποδόσεις των αποθεμάτων θα πέσουν.

Μια διαφορετική επεξήγηση είναι ότι η καλή διακυβέρνηση αποτελεί ένδειξη αρκετά χαμηλού οργανικού κόστους. Θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως ένα σήμα (“brand name”) που μάλιστα δεν μπορεί να προσδιοριστεί η αξία του στην αγορά.

Και οι δύο εξηγήσεις που αναφέρθηκαν καταλήγουν σε οικονομικές επιπτώσεις και προβλήματα πολιτικής διαφορετικά, για τη ρύθμιση της διακυβέρνησης.

Άλλο ένα θέμα που είναι αρκετά αμφιλεγόμενο είναι ο ρόλος που παίζει η θεσμική ιδιοκτησία στην αποτελεσματικότητα της εταιρικής διακυβέρνησης. Ορισμένες μελέτες δείχνουν ότι οι θεσμικοί επενδυτές πρέπει να παρεμβαίνουν στο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης της εταιρείας. Ένα επιτυχές σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης, προϋποθέτει ύπαρξη θεσμικών επενδυτών που θα διαδραματίσουν ενεργό ρόλο σε αυτήν. Για παράδειγμα, οι Shleifer και Vishny, (1986), παρατηρούν ότι οι θεσμικοί επενδυτές λόγω των πολλών μετοχών τους θα έχουν περισσότερα κίνητρα για την παρακολούθηση της απόδοσής της εταιρείας καθώς αντλούν

μεγαλύτερα οφέλη από την παρακολούθηση. Άλλες μελέτες βρίσκουν ότι οι θεσμικοί επενδυτές δεν χρειάζεται να διαδραματίσουν κάποιο ρόλο στο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης, και αυτό γιατί έχουν την κύρια ευθύνη του διαχειριστή για τους δικούς τους επενδυτές και τους δικαιούχους, η οποία μπορεί να οδηγήσει σε σύγκρουση συμφερόντων με το να ενεργούν ως ιδιοκτήτες. Επίσης, η απουσία των κατάλληλων κινήτρων εμποδίζει τις προσπάθειες των θεσμικών επενδυτών να γίνουν ενεργά μέλη. Πρόσφατες έρευνες, ωστόσο, δείχνουν ότι οι εταιρείες με καλό σύστημα διακυβέρνησης έχουν πράγματι δημιουργήσει προσαρμοσμένα στον κίνδυνο υπερβολικά κέρδη για τους μετόχους τους και ως εκ τούτου, αν ένας θεσμικός επενδυτής επενδύει σε εταιρείες με παρελθόν καλής εταιρικής διακυβέρνησης, θα βοηθήσει πραγματικά τους δικούς της μετόχους.

Σε πολλές επιχειρήσεις υπάρχουν πολλά και εμφανή οργανωτικά προβλήματα. Αυτά μπορούν να μειωθούν αν οι διαχειριστές έχουν ιδιοκτησιακά ενδιαφέροντα στην εταιρεία. Με διαφορετικά λόγια, υποστηρίζεται από πολλούς ότι όταν μέτοχοι και διαχειριστές ταυτίζονται, ή έστω έχουν κοινά συμφέροντα και επίσης υφίστανται κίνητρα και ευκαιρίες, τα ίδια κεφάλαια μιας επιχείρησης μπορούν να αυξηθούν.

Βασιζόμενοι σε αυτήν τη λογική, στελέχη διοίκησης και διευθυντές, πέραν του ότι είναι μέτοχοι, έχουν τη δυνατότητα να συμμετέχουν και σε διαδικασίες λήψης αποφάσεων. Σε αυτό το πλαίσιο, μεγάλος όγκος βιβλιογραφίας προτείνει ότι, για τις περισσότερες εταιρείες, η ιδιοκτησία διευθυντικών στελεχών βοηθά ώστε να κάνουν καλύτερες επιλογές, πράγμα που ενισχύει την ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης. Αν και η αυξημένη διευθυντική ιδιοκτησία θα μπορούσε να δείξει την παρουσία διευθυντικής οχύρωσης, έχει υποστηριχθεί ότι οι διαχειριστές θα μπορούσαν να επιδοθούν σε ευκαιριακές συμπεριφορές που είναι αντίθετες με τα εταιρικά συμφέροντα.

## **2.5 Θεμελιώδεις θεωρίες εταιρικής διακυβέρνησης<sup>4</sup>**

Θεμελιωτές της ΕΔ είναι οι Berle και Means, (1932), οι οποίοι έθεσαν σαν το σημαντικότερο πρόβλημα των επιχειρήσεων αυτό της αντιπροσώπευσης (agency problem), δηλαδή το διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου σε μεγάλες επιχειρήσεις και τη διερεύνηση των συνεπειών.

---

<sup>4</sup> Πουλαστίδης Φ., 2008, Εταιρική Διακυβέρνηση & Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, σελ. 12-15.

Η *Θεωρία Αντιπροσώπευσης*, εστιάζει στο εσωτερικό της επιχείρησης. Σκοπός της είναι η κατανόηση του τρόπου με τον οποίο λαμβάνονται οι αποφάσεις και του ελέγχου σε επιχειρήσεις, όπου είναι πιθανό να υπάρξει σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα στον εντολέα (principal) και τον αντιπρόσωπο (agent) που τις δέχεται. Η κύρια σχέση αντιπροσώπευσης δημιουργείται μεταξύ της διοίκησης και των μετόχων, όμως μεταφέρεται και στις σχέσεις ανάμεσα στη διοίκηση, στους μετόχους, πιστωτές και συμμετέχοντες μιας επιχείρησης (πελάτες, εργαζόμενοι, κράτος κτλ).

Τα βασικά προβλήματα που είναι πιθανά να προκύψουν στη σχέση μεταξύ εντολέα και αντιπροσώπου είναι δυο (Eisenhardt, 1989). Το πρώτο εμφανίζεται όταν α) υπάρχει σύγκρουση μεταξύ εντολέα και αντιπροσώπου και β) είναι δύσκολος ο έλεγχος της Διοίκησης (αντιπρόσωπος) από την πλευρά των μετόχων (εντολέας), δηλαδή για το αν η Διοίκηση επιθυμεί και επιδιώκει το συμφέρον των μετόχων και δεν εμφανίζονται φαινόμενα καιρδοσκοπισμού.

Η ελαχιστοποίηση του κόστους στις επιχειρήσεις θα μπορούσε να επιτευχθεί αφήνοντας τις δυνάμεις της αγοράς να δράσουν. Τέτοιες δυνάμεις όπως αυτή του ανταγωνισμού θα μπορούσε να φέρει εξωτερικά κεφάλαια, έτσι να υιοθετηθούν μηχανισμοί ΕΔ και ουσιαστικά επίλυση στο πρόβλημα της ΕΔ, και όλα αυτά με το χαμηλότερο δυνατό κόστος. 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 ΕΔ. Το παραπάνω σενάριο θα ήταν δυνατό να πραγματοποιηθεί αν οι επιχειρηματίες είχαν τη δυνατότητα μίσθωσης κεφαλαίου και εργασίας σε τιμές ανταγωνιστικές, με αποτέλεσμα να μην τους απομένουν πόροι για διαχείριση. Όμως, στην πράξη το παραγωγικό κεφάλαιο είναι μακροχρόνια δεσμευμένο με αποτέλεσμα οι επιχειρηματίες να μην μπορούν να το μισθώνουν ανά πάσα στιγμή. Έτσι, οι επενδυτές χρειάζονται διασφάλισης ότι όντως θα πάρουν τα χρήματά τους πίσω με κάποια απόδοση. Αυτή τη διασφάλιση προσφέρουν οι μηχανισμοί ΕΔ (Shleifer και Vishny, 1997).

Για να αντιμετωπιστεί αυτό το πρόβλημα πρέπει να γίνει 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.

Για να μιλήσουμε όμως για πράγματα που μπορούν να πραγματοποιηθούν, το παραπάνω είναι λογικό πως δεν μπορεί να γίνει στην πράξη. Δεν γίνεται να

γνωρίζουμε όλα τα γεγονότα που θα γίνουν στο μέλλον και να υπάρχει πρόβλεψη για αυτά. Είναι όμως αναγκαίο ότι πρέπει να υπάρχει υπεύθυνος για την λήψη των εκάστοτε αποφάσεων.

Σε περιπτώσεις όπου υπάρχει πληθώρα επενδυτών, συνεισφέρουν σε πολύ μικρό ποσοστό με τα κεφάλαιά τους, ενώ παράλληλα επειδή δεν κατέχουν την απαιτούμενη πληροφόρηση δεν μπορούν να ασκήσουν ούτε τα δικαιώματα ελέγχου που τους αναλογούν. Με αυτόν τον τρόπο ο κάθε μικροεπενδυτής πιστεύει ότι οι υπόλοιποι μικροεπενδυτές δεν ενδιαφέρονται τόσο, με αποτέλεσμα να μην συμμετέχουν καν στις συνελεύσεις. Έχουν την εντύπωση ότι δεν υπάρχει καμία περίπτωση να επηρεάσουν με κάποιο τρόπο τις ληφθείσες αποφάσεις, γεγονός που τους οδηγεί στην αδιαφορία.

Παρακάτω αναφέρονται διάφοροι τρόποι, με τους οποίους οι μάνατζερ μπορούν και εκμεταλλεύονται τα κεφάλαια των επενδυτών σε βάρος τους. Πρώτον, είναι πολλές οι φορές που η Διοίκηση μπορεί να προβεί σε κατάχρηση κεφαλαίων των επενδυτών. Για παράδειγμα, κάποιοι μάνατζερ ιδρύουν ανεξάρτητες προσωπικές εταιρίες. Στη συνέχεια πραγματοποιούν πωλήσεις των προϊόντων της κύριας επιχείρησης, την οποία και διοικούν, στις δικές τους σε τιμές σαφώς χαμηλότερες σε σύγκριση πάντα με αυτές που επικρατούν στην αγορά. Τρανταχτό παράδειγμα αποτελεί η βιομηχανία πετρελαίου στη Ρωσία που 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, είναι πολλές οι φορές που η Διοίκηση επιδιώκει χωρίς λόγο την επέκταση / μεγέθυνση της επιχείρησης και μάλιστα σε τόσο μεγάλες διαστάσεις. Πως γίνεται αυτό; Αντί να γίνει η διανομή των κερδών με τη μορφή μερισμάτων, ξανακάνουν νέες επενδύσεις. Δηλαδή, οι μάνατζερ επιδιώκουν το δικό τους προσωπικό όφελος, όπως αύξηση της δύναμής τους, και όχι τα συμφέροντα των μετόχων. Και αυτό φαίνεται αφού η επανεπένδυση κερδών σημαίνει μικρότερα κέρδη για την επιχείρηση.

Η τρίτη περίπτωση είναι η προσπάθεια των μάνατζερ να συνεχίζουν τη θητεία τους και τη δύναμή τους παραμένοντας στη διοίκηση της επιχείρησης ακόμα και όταν δε διαθέτουν πλέον τα κατάλληλα εφόδια που απαιτούν οι συνθήκες ανταγωνισμού (Shleifer και Vishny, 1997). Τέτοιου είδους συμπεριφορά είναι γνωστή ως «οχύρωση της Διοίκησης» (management entrenchment). Το αντίστοιχο συμβαίνει και στην

περίπτωση της Διοίκησης σε περιπτώσεις πιθανής εξαγοράς της επιχείρησης. 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 περίπτωση όμως που η διοίκηση έχει οφέλη, όπως ένα αρκετά μεγάλο ποσό αποζημίωσης, θα επιλέξει να μην αντισταθεί για ευνόητους λόγους.

### **3. Ανάλυση του Ν.3016/2002**

Όπως συνηθίζεται σε κάθε νόμο, αρχικά ορίζεται το πεδίο εφαρμογής του νόμου. Πεδίο εφαρμογής όπως προαναφέρθηκε, είναι όλες οι ανώνυμες εταιρίες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, και φυσικά, δεν ακυρώνει διατάξεις του Κ.Ν. 2190/1920.

Ο Ν.3016/2002 ασχολείται με ιδιαίτερη προσοχή με τα καθήκοντα και τις υποχρεώσεις του Διοικητικού Συμβουλίου (Δ.Σ.). Ειδικότερα:

Όπως συμβαίνει άλλωστε σε όλες τις εταιρίες, πρωταρχικός σκοπός είναι η διαρκής επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής ευημερίας της, καθώς και η προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος. Βέβαια, οι σκοποί της επιχείρησης δεν πρέπει να ταυτίζονται με τα προσωπικά συμφέροντα των μελών του Δ.Σ. Γι' αυτό πρέπει να είναι πολύ συγκεκριμένες οι αρμοδιότητες που ανατίθενται σε κάθε μέλος. Σε αντίθετη περίπτωση, πρέπει τα μέλη να αποκαλύπτουν εγκαίρως στους συνεργάτες τους και στο Δ.Σ. τα συμφέροντά τους, που ενδέχεται να ανακύψουν από συναλλαγές της εταιρίας που εμπίπτουν στα καθήκοντά τους, καθώς και κάθε άλλη σύγκρουση ιδίων συμφερόντων με αυτών της εταιρίας. Τέτοιες περιπτώσεις συνήθως συμβαίνουν μεταξύ θυγατρικών και συγγενών επιχειρήσεων, οι οποίες ανταλλάσσουν μέλη του Δ.Σ. μεταξύ τους, και έχουν και σπουδαίες συναλλαγές. Για την αποφυγή δυσχερειών που μπορεί να προκύψουν από τέτοιου είδους θέματα, το Δ.Σ. οφείλει κάθε έτος να συντάσσει έκθεση στην οποία να αναφέρονται αναλυτικά οι συναλλαγές της εταιρίας με τις συνδεδεμένες με αυτήν επιχειρήσεις και γνωστοποιείται στις εποπτικές αρχές.

Επίσης, το Δ.Σ. αποφασίζει για 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.

Σύμφωνα με το άρθρο 3 του νόμου 3016/2002, 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, στις περιπτώσεις όπου, στο διοικητικό συμβούλιο ορίζονται ρητά και συμμετέχουν ως μέλη και εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων.

Σύμφωνα με το άρθρο 4 του ίδιου νόμου, τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ δεν πρέπει να είναι μέτοχοι και γενικά να μην έχουν καμία σχέση εξάρτησης<sup>5</sup> με την εταιρεία. Επίσης, τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ. δεν πρέπει να έχουν ταυτοχρόνως τις ιδιότητες του προέδρου ή του διευθυντικού στελέχους. Ούτε, όμως, επιτρέπεται να έχουν συγγένεια μέχρι δευτέρου βαθμού ή να είναι σύζυγοι εκτελεστικού μέλους του Δ.Σ. ή διευθυντικού στελέχους ή μετόχου που να 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 και τέλος να μην έχει διοριστεί σύμφωνα με το άρθρο 18 παρ. 3 του Κ.Ν. 2190/1920.

Τα ανεξάρτητα μέλη του Δ.Σ. έχουν δικαίωμα να υποβάλλουν, όποτε το κρίνουν αναγκαίο, είτε από κοινού είτε ο καθένας μόνος του, αναφορές και εκθέσεις, ξεχωριστές, από αυτές που υποβάλλει το Δ.Σ. προς την τακτική ή έκτακτη γενική συνέλευση της εταιρίας.

Για τη γνωστοποίηση των μελών του Δ.Σ., η εταιρία, έχει την υποχρέωση εντός εικοσαήμερου από τη συγκρότηση σε σώμα του Δ.Σ. να υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το πρακτικό της γενικής συνέλευσης. Στο πρακτικό αυτό αναφέρονται τα εκλεγμένα μέλη του Δ.Σ. και οι ιδιότητες του, έτσι ώστε να ελεγχθεί η τήρηση των διατάξεων του νόμου αυτού.

Οι αμοιβές και οι τυχόν λοιπές αποζημιώσεις των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. καθορίζονται σύμφωνα με τον Κ.Ν. 2190/1920 και είναι ανάλογες με το χρόνο

---

<sup>5</sup> Σχέση εξάρτησης υπάρχει όταν το μέλος του Δ.Σ. μπορεί να διατηρεί επιχειρηματική ή άλλη επαγγελματική σχέση με την εταιρεία ή με συνδεδεμένη με αυτή επιχείρηση κατά την έννοια του άρθρου 42<sup>ε</sup> παρ.5 του Κ.Ν. 2190/1920, η οποία σχέση αυτή επηρεάζει την επιχειρηματική της δραστηριότητα, όταν ιδίως είναι σημαντικός προμηθευτής ή πελάτης της εταιρείας.

που διαθέτουν για τις συνεδριάσεις του και την εκπλήρωση των καθηκόντων που τους ανατίθενται σύμφωνα με το νόμο αυτόν. Είναι υποχρεωτικό το σύνολο των αμοιβών και των τυχόν αποζημιώσεων των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ., να αναφέρονται σε χωριστή κατηγορία στο προσάρτημα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων.

Ο Ν.3016/2002, εκτός από τα προαναφερόμενα, ορίζει ότι οι εταιρίες πρέπει να διαθέτουν Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας, ο οποίος δημιουργείται με απόφαση του Δ.Σ. Ο Κανονισμός αυτός είναι ιδιαίτερα απαιτητός για τις εταιρίες που επιθυμούν να εισάγουν μετοχές ή άλλες κινητές αξίες στο χρηματιστήριο.

Ο Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας πρέπει περιλαμβάνει:

- Τη διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρίας, τα αντικείμενά τους, καθώς και τη σχέση των υπηρεσιών μεταξύ τους και με τη διοίκηση.
- Τον προσδιορισμό των αρμοδιοτήτων των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ.
- Τις διαδικασίες πρόσληψης και αξιολόγησης των διευθυντικών στελεχών της εταιρίας
- Τις διαδικασίες παρακολούθησης των συναλλαγών των μελών του Δ.Σ., των διευθυντικών στελεχών και των προσώπων που, εξαιτίας της σχέσης τους με την εταιρεία, κατέχουν εσωτερική πληροφόρηση.
- Τις διαδικασίες προαναγγελίας και δημόσιας γνωστοποίησης σημαντικών συναλλαγών και άλλων οικονομικών δραστηριοτήτων των μελών του Δ.Σ.
- 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.

Όπως προαναφέρθηκε, είναι απαιτητό να υπάρχει Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας. Ο Κανονισμός αυτός εκτός από τα παραπάνω πρέπει να περιλαμβάνει και την οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου της επιχείρησης. Η οργάνωση και λειτουργία εσωτερικού ελέγχου αποτελεί προϋπόθεση για την εισαγωγή των μετοχών ή άλλων κινητών αξιών στο χρηματιστήριο.

Η κάθε εταιρία συστήνει ειδική υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου στην οποία απασχολείται τουλάχιστον ένα φυσικό πρόσωπο πλήρους και αποκλειστικής



απασχόλησης, οι εσωτερικοί ελεγκτές, οι οποίοι πρέπει κατά την άσκηση των καθηκόντων τους να είναι όσο πιο ανεξάρτητοι γίνεται, δεν πρέπει να υπάγονται ιεραρχικά σε καμία άλλη υπηρεσιακή μονάδα της εταιρίας και πρέπει να εποπτεύονται από ένα έως τρία μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Οι εσωτερικοί ελεγκτές ορίζονται από το Δ.Σ. της εταιρίας. Με αυτό τον τρόπο δεν μπορούν να ορισθούν ως εσωτερικοί ελεγκτές μέλη του Δ.Σ., εν ενεργεία διευθυντικά στελέχη ή συγγενείς των παραπάνω μέχρι και του δεύτερου βαθμού εξ αίματος ή εξ αγχιστείας.

Η εταιρία έχει την υποχρέωση να ενημερώνει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για οποιαδήποτε μεταβολή στα πρόσωπα ή την οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου εντός δέκα εργάσιμων ημερών από τη μεταβολή αυτήν.

Τέλος, κατά την άσκηση των καθηκόντων τους οι εσωτερικοί ελεγκτές δικαιούνται να λάβουν γνώση οποιουδήποτε βιβλίου, εγγράφου, αρχείου, τραπεζικού λογαριασμού και χαρτοφυλακίου της εταιρίας και να έχουν πρόσβαση σε οποιαδήποτε υπηρεσία της εταιρίας που κρίνουν ότι είναι απαραίτητο προκειμένου να έχουν πλήρη γνώση του εσωτερικού της εταιρίας. Για το λόγο αυτό, τα μέλη του Δ.Σ. οφείλουν να συνεργάζονται και να παρέχουν πληροφορίες στους εσωτερικούς ελεγκτές και γενικά να διευκολύνουν με κάθε τρόπο το έργο τους.

Οι αρμοδιότητες της Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου είναι:

- Παρακολουθεί την εφαρμογή και τη συνεχή τήρηση του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας και του καταστατικού της εταιρίας, καθώς και οποιαδήποτε νομοθεσία αφορά την εταιρία και ιδιαίτερα τη νομοθεσία των ανωνύμων εταιριών και του χρηματιστηρίου.
- Αναφέρει στο Δ.Σ. 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.
- Οι εσωτερικοί ελεγκτές οφείλουν να ενημερώνουν εγγράφως μια φορά τουλάχιστον το τρίμηνο το Δ.Σ. για το διενεργούμενο από αυτούς έλεγχο και να παρίστανται κατά τις γενικές συνελεύσεις των μετόχων.
- 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.

Ο Ν.3016/2002 μεταξύ άλλων προβλέπει τον τρόπο αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας με καταβολή μετρητών. Σε τέτοια περίπτωση, το Δ.Σ. της εταιρίας υποβάλλει στη γενική συνέλευση έκθεση, στην οποία αναφέρονται οι γενικές κατευθύνσεις του επενδυτικού σχεδίου της εταιρίας. Παράλληλα με την έκθεση υποβάλλεται 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<sup>6</sup>. Όποιες σημαντικές αποκλίσεις υπάρξουν στη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων από αυτή που προβλέπεται στο ενημερωτικό δελτίο και στις αποφάσεις της γενικής συνέλευσης ή του διοικητικού συμβουλίου, 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<sup>7</sup>. Η απόφαση αυτή γνωστοποιείται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.), την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Υπουργείο Ανάπτυξης, χωρίς να αίρονται άλλες υποχρεώσεις γνωστοποίησης που προκύπτουν από την ισχύουσα νομοθεσία.

Τέλος, ο Ν. 3016/2002, στο άρθρο 10, ορίζει τις συνέπειες παραβίασης των διατάξεων του νόμου αυτού. Συγκεκριμένα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει τη δυνατότητα σε όποιον ασκεί αρμοδιότητες του Δ.Σ. και δεν τηρεί τις υποχρεώσεις που απορρέουν από τα άρθρα 3 έως 8 και 11<sup>8</sup> του Ν. 3016/2002, να επιβάλλει τις κυρώσεις που προβλέπονται στην παράγραφο 4β του άρθρου 1 του Ν. 2836/2000, όπως ισχύει.

---

<sup>6</sup> Σε περίπτωση που η απόφαση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου λαμβάνεται από το διοικητικό συμβούλιο κατ' εφαρμογή των διατάξεων του άρθρου 13 παρ.1 του Κ.Ν. 2190/1920 θα πρέπει όλα τα στοιχεία αυτά να αναφέρονται στο πρακτικό του Δ.Σ.

<sup>7</sup> Η ρύθμιση αυτή δεν αφορά αποκλίσεις που πραγματοποιήθηκαν πριν την έναρξη της ισχύς της παρούσας απόφασης.

<sup>8</sup> Εταιρίες που είχαν ήδη εισαχθεί στο Χ.Α.Α. κατά την έκδοση του Ν. 3016/2002, είχαν την υποχρέωση να συμμορφωθούν με τις διατάξεις των άρθρων 3, 4, 6 έως 8 αυτού, το αργότερο μέσα σε έξι μήνες από την έναρξη ισχύος του νόμου. Αντίθετα, οι εταιρίες των οποίων οι αιτήσεις εισαγωγής στο Χρηματιστήριο εκκρεμούσαν κατά την έναρξη ισχύος του νόμου, είχαν την υποχρέωση να συμμορφωθούν με τις διατάξεις των προαναφερθέντων άρθρων, μέσα σε τρεις μήνες από την εισαγωγή τους στο Χ.Α.Α.

## **4. Η Ιστορική εξέλιξη της εταιρικής διακυβέρνησης**

### **4.1 Η Εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα**

Η ενίσχυση της διαφάνειας, η έγκαιρη και έγκυρη πληροφόρηση των επενδυτών/μετόχων, οι αποτελεσματικοί και ανεξάρτητοι έλεγχοι, η ισχυροποίηση του εποπτικού ρόλου του διοικητικού συμβουλίου, καθώς και η κατάρτιση αξιόπιστων λογιστικών καταστάσεων, είναι μερικές μόνο από τις προκλήσεις στις οποίες καλείται να ανταποκριθεί κάθε οργανωμένη κεφαλαιαγορά, ειδικότερα μετά την αποκάλυψη σκανδάλων ανά τον κόσμο.

Η υιοθέτηση βέλτιστων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης σε μια χώρα όπως η δική μας, που διαρκώς κατηγορείται ακόμα και από τους ίδιους τους κυβερνώντες ως διεφθαρμένη θεωρείται απαραίτητη. Οι σύγχρονες επιχειρήσεις εισηγμένες ή μη στο χρηματιστήριο οφείλουν και πρέπει να λογοδοτούν και να προστατεύουν όλους όσους έχουν έννομα συμφέροντα σε αυτές.

Βασικό χαρακτηριστικό των ελληνικών επιχειρήσεων είναι η συγκέντρωση της εξουσίας στα χέρια λίγων μετόχων, που στις περισσότερες περιπτώσεις είναι ισχυρές οικονομικά οικογένειες που ελέγχουν την πλειοψηφία των μετοχών και φυσικά το διοικητικό συμβούλιο. Όμως, αυτή η συγκέντρωση εξουσίας στα χέρια λίγων μεγαλομετόχων δυσχεραίνει τη διάδοση των αρχών της Εταιρικής διακυβέρνησης. Παρόλο που η Ελλάδα συνδυάζει όλες τις τεχνικές θέσπισης κανόνων Εταιρικής διακυβέρνησης, δεν έχει καταφέρει, μέχρι σήμερα, τη δημιουργία ενός συστήματος Εταιρικής διακυβέρνησης, το οποίο να χαρακτηρίζεται από συνοχή και συνέπεια (Μούζουλας, 2003).

Αρχικά η εφαρμογή των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης ήταν εθελοντική, και σε συνδυασμό με το επιπλέον λειτουργικό κόστος που έφερε, απέτρεπε στις επιχειρήσεις την αποτελεσματική εφαρμογή των μηχανισμών της.

Η ενασχόληση με το θέμα της Εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί για την Ελλάδα πρόσφατο φαινόμενο σε αντίθεση με τον διεθνή χώρο:

- Το 1998 το χρηματιστήριο αξιών Αθηνών πραγματοποιεί μελέτη για την εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα.
- Το 1999, συστήθηκε επιτροπή για την εταιρική διακυβέρνηση από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς του χρηματιστηρίου Αθηνών. Η επιτροπή αυτή συνέταξε κείμενο με τίτλο «Αρχές Εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την Ενίσχυση της

Αποτελεσματικότητας και του Ανταγωνιστικού Μετασχηματισμού της» το οποίο δεν είχε υποχρεωτικό χαρακτήρα για τις επιχειρήσεις.

- Το 2000 το διοικητικό συμβούλιο της επιτροπής κεφαλαιαγοράς με την απόφαση 5/2004/14-11-2000 με τίτλο «Για την Εταιρική Διακυβέρνηση, Θέματα Μισθολογίου και άλλες διατάξεις», υποχρέωσε τις εταιρίες που διαπραγματεύονται μετοχές στο χρηματιστήριο σε συμμόρφωση με κανόνες συμπεριφοράς για την δράση και την λειτουργία και των συνδεδεμένων με αυτές προσώπων. Ο στόχος της απόφασης αυτής είναι η προστασία των επενδυτών με την υιοθέτηση καλών πρακτικών συμπεριφοράς από πλευράς των εταιριών. Την ανάγκη αναθεώρησης και εισήγησης συγκεκριμένων προτάσεων βελτίωσης των πρακτικών της εταιρικής διακυβέρνησης υποστήριξε και ο Mertzanis, (2001).
- Το 2002 θεσπίστηκε ο νόμος Ν.3016/2002 – ΦΕΚ 110/17.05.2002 και τροποποίηση από το άρθρο 26 του νόμου 3091/2002 – ΦΕΚ, 330/24.12.2002 περί εταιρικής διακυβέρνησης που είναι σημαντικότερη απόφαση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς για το θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης.
- Το 2003 ο νόμος 3156/2003 υποχρέωσε τις μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο Αθηνών δημόσιες επιχειρήσεις στην οργάνωση υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου.
- Το 2005 με την απόφαση 3/347/17-2-2005 η επιτροπή κεφαλαιαγοράς όρισε τις υποχρεώσεις των εκδοτών για την δημοσίευση προνομιακών πληροφοριών. Τον Μάιο του 2005 με την απόφαση 3340 περί προστασίας της κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς ενισχύθηκε η εταιρική διακυβέρνηση. Τον Ιούλιο του 2005 τροποποιήθηκαν ορισμένες διατάξεις του νόμου 5/2004/14-11-2000 (3-348-19/7/2005)
- Τέλος, το 2006 με την απόφαση 7-372-15/2/2006 οριοθετήθηκε το περιεχόμενο του ετησίου δελτίου των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών.

Η υπεύθυνη εταιρική διακυβέρνηση περιλαμβάνει και την ευαισθητοποίηση όλων των υπαλλήλων της εταιρίας αλλά και του ομίλου στη σωστή διαχείριση των εμπιστευτικών πληροφοριών που περιέρχονται στην κατοχή τους και στην απαγόρευση της χρήσης τους για την αποκόμιση ιδίου οφέλους. Μέσα από συγκεκριμένες διαδικασίες και πρακτικές καλούνται όλοι να διατηρούν υψηλό επίπεδο επαγγελματικής δεοντολογίας κατά την εκτέλεση των καθηκόντων τους αλλά και στις σχέσεις τους με τις δημόσιες αρχές και το κοινό εν γένει. Τέλος, η εταιρία προωθεί τη συνεργασία με τους πελάτες της και με όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά, αναπτύσσοντας νέα προϊόντα και υπηρεσίες που ανταποκρίνονται στις απαιτήσεις των πελατών της και συζητώντας σε βάθος όλες τις σημαντικές αποφάσεις ή τυχόν τροποποιήσεις των κανονισμών της (Καπράλος, Σ. - Πρόεδρος του Χρηματιστηρίου Αθηνών ,Μέτοχος, 2007).

#### ***4.2 Η εταιρική διακυβέρνηση στην Μεγάλη Βρετανία και στην Αμερική***

Ύστερα από το κραχ του 1929 στην Νέα Υόρκη αποφασίστηκε στην Αμερική να ιδρυθεί ο οργανισμός Securities and Exchange Commission (SEC) ο οποίος θα επίβλεπε και θα ρύθμιζε τον τρόπο με τον οποίο οι εταιρίες θα εισαγόταν στην κεφαλαιαγορά. Τον Δεκέμβριο του 1977 ψηφίστηκε στις Η.Π.Α. ο νόμος περί διαφθοράς (The US Foreign Corrupt Practices Act, 1977), ο οποίος και επηρέασε σημαντικά την εταιρική διακυβέρνηση τόσο στις Η.Π.Α., όσο και στην Μεγάλη Βρετανία.

Η Μεγάλη Βρετανία επηρεάστηκε σημαντικά από την νομοθεσία στις ΗΠΑ. Στα τέλη της δεκαετίας του 1970 εταιρίες από την Βρετανία ακλούθησαν τις οδηγίες του SEC περί σύστασης επιτροπών ελέγχου στελεχωμένες από ανεξάρτητα και μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Η σύσταση στη Μεγάλη Βρετανία του κώδικα Cadbury (από το όνομα του προέδρου της επιτροπής Sir Adrian Cadbury) η οποία το 1992 διατύπωσε ένα εθελοντικό κώδικα για την Εταιρική Διακυβέρνηση. Ο κώδικας αυτός αναφέρεται στο διοικητικό συμβούλιο και τους εξωτερικούς ελεγκτές των επιχειρήσεων. Αν και ο κώδικας ήταν εθελοντικός το χρηματιστήριο του Λονδίνου υποχρέωσε τις επιχειρήσεις να συμμορφώνονται με αυτόν. (Ανδρέας Γ. Κουτούπη, 2009 )

## 5. Μελέτες & Έρευνες για την εταιρική διακυβέρνηση

Οι μελέτες που αφορούν την εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα είναι πολύ λίγες. Οικονομικοί αναλυτές και σύμβουλοι επιχειρήσεων έχουν προσπαθήσει τα τελευταία χρόνια να εξετάσουν το βαθμό προσαρμογής των ελληνικών εταιρειών στους κανόνες της εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς και την αποτελεσματικότητά της. Μερικά από τα ευρήματα τους είναι τα ακόλουθα:

Ο Μέκος (2003), μετά από έρευνα του καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι μικροεπενδυτές δεν δίνουν ιδιαίτερη σημασία σε θέματα όπως η εταιρική διακυβέρνηση γι' αυτό και δε θα πρέπει να συμμετέχουν στο διοικητικό συμβούλιο στη θέση των «μη εκτελεστικών μελών». Οι θέσεις αυτές, θα πρέπει να στελεχώνονται από ικανά άτομα μετά από δημόσια προκήρυξη.

Στο ίδιο μήκος κύματος κινείται και η μελέτη του Αντωνιάδη (2004)<sup>9</sup>, η οποία καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η απόδοση των εταιρειών είναι αρνητική, όταν η διοίκηση της εταιρείας ασκείται από τους μεγαλομετόχους. Ο δε Σπανός, (2004), χαρακτηρίζει το διοικητικό συμβούλιο ως ένα «παθητικό όργανο», που το μόνο που κάνει είναι να συμφωνεί με τις αποφάσεις του διευθύνοντα συμβούλου, όποιες κι αν είναι αυτές. Ο ίδιος και άλλοι το 2008, απέδειξαν ότι οι επιχειρήσεις με οικογενειακούς δεσμούς εμφανίζουν ελάχιστη προσαρμογή στις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης, έναντι των μη οικογενειακών επιχειρήσεων.

Την ίδια όμως χρονιά, 2004, οι Tsiouris και Xanthakis με μελέτη τους κατάφεραν να αποδείξουν ότι υπάρχει προσπάθεια συμμόρφωσης των ελληνικών επιχειρήσεων, στο να τηρήσουν τις αρχές και τους κανόνες της εταιρικής διακυβέρνησης. Εξακολουθούν όμως, να υπάρχουν κάποια προβλήματα και αδυναμίες.

Μία έρευνα του 2005 που έγινε από το Πανεπιστήμιο Αθηνών και τη συμβουλευτική εταιρεία Grant Thornton έδειξε ότι τρεις στις δέκα επιχειρήσεις στην Ελλάδα εφαρμόζουν πλήρως τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης. Η ίδια έρευνα έδειξε ότι δύο στις δέκα δημοσιοποιούν την έκθεση συμμόρφωσης με το θεσμικό πλαίσιο, οι οποίες μάλιστα είναι συνήθως οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες.

Μια πιο πρόσφατη μελέτη, σε ένα δείγμα 696 επιχειρήσεων, που έγινε από τους Eriotis και Zisis (2008) αποδείχτηκε ότι οι αμοιβές των μελών του Διοικητικού

---

<sup>9</sup> Η έρευνα του περιελάμβανε τον κλάδο των τροφίμων.

Συμβουλίου λειτουργούν ελάχιστα ως κίνητρο για να δείξουν ενδιαφέρον – τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου – για την επιχείρηση.

Επιβεβαίωση των προαναφερθέντων μελετών για τη μη σωστή εφαρμογή των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα, αποτελεί η αξιολόγηση του αμερικάνικου οίκου αξιολογήσεων Governance Metrics International το 2005, η οποία κατατάσσει την Ελλάδα στην 26<sup>η</sup> και τελευταία θέση. Παρά τα παραπάνω αποτελέσματα, οι ελληνικές εταιρείες κάνουν προσπάθειες βελτίωσης των διαχειριστικών δομών της εταιρικής διακυβέρνησης.

## **6. Συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης**

Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης διακρίνονται σε εσωτερικά (insider) και σε εξωτερικά (outsider). Αυτό οφείλεται στις διαφορετικές επιχειρήσεις και στις οικονομίες των χωρών. Ανάλογα με το σύστημα της εταιρικής διακυβέρνησης που χρησιμοποιείται, εξειδικεύεται η διάρθρωση των δικαιωμάτων καθώς και των υποχρεώσεων των προσώπων (μέλη του διοικητικού συμβουλίου, ανώτατα εκτελεστικά και διευθυντικά στελέχη, μέτοχοι, κλπ) εκείνων που συμμετέχουν σε μία επιχείρηση. Τα συστήματα της εταιρικής διακυβέρνησης κατά κύριο λόγο αναφέρονται στο πρόβλημα της επιλογής του εντολέα και του εντολοδόχου. Ποιοι είναι δηλαδή οι διαχειριστές εκείνοι που είναι ικανοί και αξιόπιστοι και θα μπορούν να λογοδοτούν στους μετόχους – ιδιοκτήτες της εταιρείας. Δεν είναι λίγα τα παραδείγματα όπου ιδιοκτήτες και διαχειριστές των επιχειρήσεων έχοντας αλληλοσυγκρουόμενα συμφέροντα, οδηγούν στη διάλυση αυτής. Τα συστήματα της εταιρικής διακυβέρνησης διασφαλίζουν τις διαδικασίες κατά τις οποίες τα συμφέροντα αυτά κινούνται παράλληλα με την αποτελεσματικότητα και την κερδοφορία της επιχείρησης.

### **6.1 Εσωτερικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης**

Τα εσωτερικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης (insider) χαρακτηρίζονται από υψηλή συγκέντρωση της μετοχικής ιδιοκτησίας ή των

δικαιωμάτων ψήφου. Η ιδιοκτησία των επιχειρήσεων στηρίζεται στην οικογενειακή ιδιοκτησία και στις περισσότερες περιπτώσεις ο διευθυντής ή ο διευθύνων σύμβουλος είναι ο ιδρυτής ή ο συγγενής του ιδρυτή. Αυτά τα χαρακτηριστικά τα συναντάμε συνήθως στην Ιαπωνία στην Κορέα και στις χώρες της Ευρώπης πλην του Ηνωμένου Βασιλείου. Οι κεφαλαιαγορές είναι τις περισσότερες φορές μικρές ή χαμηλής ρευστότητας και ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών είναι περιορισμένος.

Οι τράπεζες και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα παίζουν σημαντικό ρόλο σε χώρες όπως είναι η Ιαπωνία, η Κορέα καθώς και σε πολλές χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης. Στην Γερμανία το 90% των 200 μεγαλύτερων επιχειρήσεων έχει τουλάχιστον ένα μέτοχο με μερίδιο της τάξης του 25% του συνόλου των μετοχών που έχουν εκδοθεί. (Franks and Mayers, 1993)

Βασικό χαρακτηριστικό των εσωτερικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης είναι ότι επιτρέπεται στους μετόχους να ασκήσουν τον έλεγχο τους με μικρό κόστος. Αντίθετα, οι μεγάλοι μέτοχοι έχουν και το κίνητρο και τη δύναμη να παρακολουθούν τις αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου. Η ύπαρξη μακροχρόνιων και συναινετικών σχέσεων στο εσωτερικό σύστημα ενθαρρύνει την ανάπτυξη μεγαλύτερης εμπιστοσύνης, αφοσίωσης και δέσμευσης μεταξύ της εκτελεστικής διοίκησης και των διαφόρων εταιρειών.

## ***6.2 Εξωτερικά ή Αγγλοσαξονικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης***

Αντίθετα με τα εσωτερικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, τα εξωτερικά εμφανίζουν μεγάλη και υψηλή ρευστότητα κεφαλαιαγορών. Τυπικά παραδείγματα είναι η Η.Π.Α. και το Ηνωμένο Βασίλειο. Η διασπορά των μετοχικών κεφαλαίων είναι μεγάλη. Το δικαίωμα ψήφου των μετόχων, δίνει τη δυνατότητα όχι μόνο να εκλέγουν οι ίδιοι το Διοικητικό Συμβούλιο, αλλά και να υπέρ-ψηφίζουν ή να κατά-ψηφίζουν σημαντικά ζητήματα της επιχείρησης. Δυστυχώς όμως δεν τους δίνεται η δυνατότητα να ελέγχουν την εκτελεστική διοίκηση. Άλλο ένα πρόβλημα της μεγάλης διασποράς του μετοχικού κεφαλαίου είναι ότι κανένας μέτοχος με μικρό ποσοστό δεν επιθυμεί να αναλάβει τη συστηματική παρακολούθηση και τον έλεγχο των αποφάσεων της εκτελεστικής διοίκησης, γιατί το κόστος είναι υψηλό, και μάλιστα περισσότερο από το όφελος που αναμένεται να φέρει αυτός ο έλεγχος.



Όταν η εκτελεστική διοίκηση δεν ελέγχεται υπάρχει περίπτωση να αποτύχει στο έργο της, με αποτέλεσμα οι μέτοχοι να αποχωρήσουν αφού δεν έχουν πλέον στα χέρια τους μια κερδοφόρα μετοχή. Η αποχώρηση των μετόχων όπως είναι φυσικό θα επιφέρει μείωση της τιμής της μετοχής (Σπανός, 2001).

Από την άλλη η κατάσταση αυτή εμφανίζει στο προσκήνιο αυτών των εταιρειών τους μετόχους-επενδυτές. Δηλαδή, τους μετόχους εκείνους που επιδιώκουν βραχυπρόθεσμες αποδόσεις από τις εταιρείες στις οποίες επενδύουν. Η παρουσία τέτοιου είδους μετόχων μπορεί να προκαλέσει αστάθεια (Coffee, 1999, Daily et al., 1996).

### **6.3 Μοντέλα εταιρικής διακυβέρνησης<sup>10</sup>**

Υπάρχουν πέντε διαφορετικές προσεγγίσεις ανάλογα με τη διάσταση που δίνεται στον ρόλο και τις αρμοδιότητες του διοικητικού συμβουλίου. Οι διαστάσεις αυτές απορρέουν από τις διαφορετικές σχέσεις μεταξύ των μελών του διοικητικού συμβουλίου καθώς και των υπόλοιπων εργαζομένων. Με βάση τις προσεγγίσεις αυτές έχουμε πέντε μοντέλα εταιρικής διακυβέρνησης: 1. το Μοντέλο Γνωμοδοτικού Συμβουλίου (Advisory Board model), 2. το Πατρωνιστικό Μοντέλο (Patron Model), 3. το Συνεργατικό Μοντέλο (Co-Operative Model), 4. το Μοντέλο Ομάδας Διαχείρισης (Management Team Model) και 5. το Μοντέλο Πολιτικής Συμβουλίου (Policy Board Model). Αναλυτικότερα:

#### **6.3.1 Μοντέλο γνωμοδοτικού συμβουλίου**

Το μοντέλο αυτό δίνει έμφαση στον υποστηρικτικό ρόλο του διοικητικού συμβουλίου και χρησιμοποιείται κυρίως από εταιρείες όπου ο διευθύνων σύμβουλος είναι και ο ιδρυτής της. Σε αυτές τις περιπτώσεις εταιρειών ο ρόλος του διοικητικού συμβουλίου είναι να βοηθάει τον διευθύνοντα σύμβουλο. Αναλυτικότερα το διοικητικό συμβούλιο έχει τρεις ρόλους: α) να είναι αξιόπιστοι σύμβουλοι του διευθύνοντα συμβούλου, β) να είναι επαγγελματικά καταρτισμένοι για τις ανάγκες της επιχείρησης και γ) να είναι αρκετά ενεργά ώστε να εκτελούνται όλες οι

---

<sup>10</sup> Καπετανικόλα Δ.-Χ., 2009, Εταιρική Διακυβέρνηση & Χρηματοοικονομικά Σκάνδαλα, σελ.9-13.

απαραίτητες λειτουργίες της επιχείρησης, αποτελώντας πολύτιμη συμβολή για την επιχείρηση. Σε αυτό το μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης οι συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου είναι σχεδόν πάντα ανεπίσημες, αλλά οι στόχοι τους είναι σαφείς, γιατί απλά έχουν τεθεί από το διευθύνοντα σύμβολο, βάσει του προσωπικού του προγράμματος. Όπως είναι λογικό το μοντέλο αυτό μπορεί να λειτουργήσει αποτελεσματικά για ένα μικρό χρονικό διάστημα. Δυστυχώς το συγκεκριμένο διοικητικό συμβούλιο δεν μπορεί να παρέχει τις απαραίτητες αναφορές γιατί τα πάντα εκτελούνται κατόπιν εντολών του διευθύνοντα συμβούλου. Με βάση αυτή τη λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου δεν θεωρείται ότι ανήκει σε αρκετά ανώτερη θέση, οπότε και δεν μπορεί να αναθέσει με τη σειρά του αρμοδιότητες στο υπόλοιπο προσωπικό ή σε επιτροπές.

### **6.3.2 Πατρωνιστικό μοντέλο**

Σε σύγκριση με το μοντέλο γνωμοδοτικού συμβουλίου, το πατρωνιστικό μοντέλο, έχει ακόμα πιο μικρή επιρροή στην επιχείρηση. Τέτοιου είδους συμβούλιο αποτελείται από πρόσωπα που είναι εύπορα και διαθέτουν επιρροή. Σκοπός τους είναι να επιτύχει η αποστολή της επιχείρησης και μόνο. Οι συσκέψεις τους είναι σπάνιες, αφού η εργασία τους πραγματοποιείται εκτός των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου. Βασική τους εργασία είναι η έκδοση επιταγών, είτε από αυτούς είτε από τρίτους. Υπάρχουν επιχειρήσεις που διαθέτουν δύο διοικητικά συμβούλια. Το ένα από αυτά, διενεργεί τέτοιου είδους εργασίες που προαναφέρθηκαν.

### **6.3.3 Συνεργατικό μοντέλο**

Από τον τίτλο του μοντέλου είναι κατανοητό ότι πρόκειται για ένα διοικητικό συμβούλιο συνεργασίας. Οι ιεραρχικές δομές αποφεύγονται. Η λήψη των αποφάσεων γίνεται συλλογικά (συλλογική διαχείριση = collective management). Η ευθύνη των πράξεων και παραλείψεων μοιράζεται και δεν υπάρχει διευθύνων σύμβουλος. Η διαδικασία λήψης αποφάσεων πραγματοποιείται μετά από συναίνεση και κανένας δεν έχει εξουσία πάνω σε άλλον. Υπάρχουν και περιπτώσεις εταιρειών που από το νόμο δεν έχουν καν την υποχρέωση σύστασης διοικητικού συμβουλίου. Παρόλα αυτά προτείνεται η ύπαρξη τουλάχιστον ενός συμβουλίου διευθυντών και υπαλλήλων που

να φέρει τη φιλοσοφία του διοικητικού συμβουλίου, ώστε να λειτουργεί ως ένα ενιαίο σώμα. Είναι πολλοί οι υποστηρικτές αυτού του τύπου μοντέλου γιατί το θεωρούν αρκετά δημοκρατικό. Είναι όμως δύσκολο να διατηρηθεί γιατί απαιτείται μια κοινή αίσθηση του σκοπού, ένα υψηλό επίπεδο δέσμευσης από όλα τα μέλη της ομάδας, την προθυμία να αναλάβει κάποιος την προσωπική ευθύνη για την εργασία των άλλων, καθώς και την ικανότητα για συμβιβασμό. Η σωστή λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου θα ωφελήσει την επιχείρηση γιατί οι εργαζόμενοι συμμετέχουν στη λήψη αποφάσεων «πρώτης γραμμής», καθώς και από τη συνεργασία τους με το διοικητικό συμβούλιο.

Εντούτοις, υπάρχουν δύο μειονεκτήματα στο μοντέλο αυτό. Αν και το πιο ουσιαστικό στοιχείο του μοντέλου αυτού είναι η ικανότητα για συμβιβασμό, η οποία οδηγεί σε επιτυχή λειτουργία της επιχείρησης, πολλές φορές οι συνεργασίες προέρχονται από ισχυρές ιδεολογικές και φιλοσοφικές ιδέες, οι οποίες συχνά καταλήγουν σε λανθασμένη λήψη αποφάσεων. Το δεύτερο μειονέκτημα έχει να κάνει με τη σύνταξη αναφορών για την πορεία της επιχείρησης. Υπάρχει υψηλό κίνητρο σύνταξης αναφορών, αλλά το αίσθημα προσωπικής δέσμευσης για την ομάδα μπορεί να χαθεί.

#### **6.3.4 Μοντέλο ομάδας διαχείρισης**

Οι περισσότερες επιχειρήσεις και για πολλά χρόνια, λειτουργούν με διοικητικά συμβούλια που βασίζονται στο μοντέλο ομάδας διαχείρισης. Σε μεγάλες επιχειρήσεις, εξετάζοντας τη δομή ενός διοικητικού συμβουλίου, καθώς και των επιτροπών που συστήνονται για εκτέλεση πράξεων της επιχείρησης, μπορούμε να κατανοήσουμε ποια είναι η διάρθρωση της διοικητικής της οργάνωσης. Το συγκεκριμένο διοικητικό προσωπικό είναι υποχρεωμένο να δημιουργεί επιτροπές με αρμοδιότητες για τη πρόσληψη ανθρώπινου δυναμικού, τη συγκέντρωση κεφαλαίων, τη χρηματοδότηση, το σχεδιασμό, καθώς και τα προγράμματα. Όταν δεν υπάρχει αμειβόμενο προσωπικό, το ΔΣ γίνεται η διοικητική δομή της οργάνωσης και τα μέλη του είναι επιπλέον και διευθυντικά στελέχη που παραδίδουν προγράμματα και υπηρεσίες. Επίσης, τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου αναλαμβάνουν τη διακυβέρνηση, τη διαχείριση και τα επιχειρησιακά καθήκοντα,

συμπεριλαμβανομένου του στρατηγικού σχεδιασμού, την τήρηση βιβλίων, την εύρεση κεφαλαίων, τον επιχειρηματικό σχεδιασμό και την υλοποίησή του.

Οι επιχειρήσεις που υιοθετούν το συγκεκριμένο μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης, στηρίζονται σε σύγχρονες ιδέες σε θέματα μανάτζμεντ και σε θέματα κατανομής έργου και εθελοντισμού. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και των επιτροπών πρέπει να διαθέτουν την εμπειρία και τον εθελοντισμό όπως αυτά που συμμετέχουν σε υπηρεσίες συλλόγων, σχολικές ομάδες, προσκόπους, καθώς και ομάδες με χόμπι. Θεωρείται ως το πιο ιδανικό μοντέλο. Τα διοικητικά συμβούλια που λειτουργούν με τις προϋποθέσεις αυτού του μοντέλου, χαρακτηρίζονται από έναν υψηλό βαθμό συμμετοχής στις επιχειρησιακές και διοικητικές δραστηριότητες της επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις που διαθέτουν καλά οργανωμένο μανάτζμεντ έχουν συνήθως τη μορφή της εποπτείας του διευθύνοντα συμβούλου και του προσωπικού σε όλα τα επίπεδα της διαχείρισης της. Επίσης, τέτοιου είδους επιχειρήσεις έχουν πολλές επιτροπές και υποεπιτροπές.

Η λήψη αποφάσεων επεκτείνεται και σε θέματα σχετικά με προγράμματα, υπηρεσίες και διοικητικές πρακτικές. Όταν το μοντέλο αυτό λειτουργεί αποτελεσματικά, για την επιλογή του προσωπικού πρέπει να λάβουμε υπόψη μας δύο κριτήρια: πρώτον οι γνώσεις και η εμπειρία στον τομέα που θα απασχοληθούν και δεύτερον το ότι είναι μέλη μιας ομάδας μετόχων.

Υπάρχει βέβαια και από πολλούς η άποψη ότι αυτό το μοντέλο λειτουργεί αποτελεσματικά για επιχειρήσεις που έχουν να κάνουν με τον εθελοντισμό, δηλαδή για μη – κερδοσκοπικές εταιρείες, ενώ για επιχειρήσεις που έχουν ήδη αποτελεσματικό μανάτζμεντ και εργαζομένους πλήρους απασχόλησης, δεν είναι και τόσο ικανοποιητικά τα αποτελέσματα. Θεωρείται δηλαδή ως ένα απλό μοντέλο διαχείρισης (οι εργαζόμενοι έχουν το πρώτο ρόλο) και όχι εταιρικής διακυβέρνησης (βασικό ρόλο παίζει μόνο το διοικητικό συμβούλιο).

Μειονέκτημα του μοντέλου αυτού μπορεί να θεωρηθεί ότι σε ορισμένες επιχειρήσεις, τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου αρνούνται να εκχωρήσουν εξουσία, πιστεύοντας ότι ο ρόλος τους, τους επιβάλλει να κάνουν όλες τις επιχειρησιακές αποφάσεις, αφήνοντας μόνο το προσωπικό να τις εφαρμόσει – εκτελέσει. Αποτέλεσμα αυτού είναι η έλλειψη συνέπειας στις αποφάσεις, δυσαρέσκεια στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και έλλειψη προσοχής σε θέματα σχεδιασμού και αναφορών.

### **6.3.5 Μοντέλο πολιτικής συμβουλίου**

Σε προηγούμενη παράγραφο έχουμε αναφέρει ότι υπάρχει ανάγκη διαφοροποίησης του ρόλου του διοικητικού συμβουλίου από τον ρόλο του διαχειριστή. Η ανάγκη αυτή προέκυψε από την αποτυχία πολλών επιχειρήσεων να έχουν σωστή ενημέρωση, οπότε και τη δυσαρέσκεια πολλών μελών του διοικητικού συμβουλίου, λόγω της αδυναμίας τους να συμμορφωθούν με το ρόλο τους.

Εξαιτίας αυτών τέθηκε το ερώτημα γιατί ενώ είναι μεμονωμένα τόσο ικανοί τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, σαν σύνολο είναι αναποτελεσματικό. Το ερώτημα αυτό οδήγησε με τη σειρά του στην επανεξέταση του ρόλου του διοικητικού συμβουλίου, της σχέσης μεταξύ αυτού και του διευθύνοντα σύμβουλου, καθώς και τη σχέση μεταξύ του διοικητικού συμβουλίου και της επιχείρησης.

Τα συμβούλια που συστήνονται με βάση τις προϋποθέσεις αυτού του μοντέλου έχουν τις εξής αρμοδιότητες: α) Να δημιουργήσουν τις κατευθυντήριες αρχές και πολιτικές για την οργάνωση, β) να μεταβιβάσουν την ευθύνη και την εξουσία σε εκείνους που είναι υπεύθυνοι για την εφαρμογή αρχών και πολιτικών, γ) να ελέγχουν τη συμμόρφωση βάση αυτών των κατευθυντήριων αρχών και πολιτικών και δ) να διασφαλίσουν ότι το προσωπικό είναι υποχρεωμένο να λογοδοτεί για τις επιδόσεις του.

Πάντως, τα διοικητικά συμβούλια που λειτουργούν βάσει αυτού του μοντέλου χαρακτηρίζονται από ένα υψηλό επίπεδο εμπιστοσύνης προς το πρόσωπο του διευθύνοντα συμβούλου. Οι επιτροπές που επίσης συστήνονται από το διοικητικό συμβούλιο δεν είναι μόνιμες, γι' αυτό και κρίνεται απαραίτητο το διοικητικό συμβούλιο να συνεδριάζει περισσότερες φορές απ' ό,τι συνήθως. Στην ανάπτυξη του συμβουλίου δίνεται μεγάλη προτεραιότητα, προκειμένου να διασφαλιστεί ότι τα νέα μέλη θα είναι σε θέση να λειτουργήσουν αποτελεσματικά. Τα άτομα έχουν προσληφθεί, γιατί απέδειξαν τη δέσμευσή τους στις αξίες και την αποστολή της οργάνωσης.

## **7. Στόχοι της εταιρικής διακυβέρνησης**

Η εταιρική διακυβέρνηση έχει ως κύριο στόχο την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης του επιχειρηματικού κόσμου στα συστήματα διοίκησης. Οι αρχές και

οι κανόνες της εταιρικής διακυβέρνησης ορίζουν δικλείδες ασφαλείας προκειμένου να αποφευχθούν προβλήματα που προκαλεί η έλλειψη εμπιστοσύνης.

Οι δομές της εταιρικής διακυβέρνησης στοχεύουν, επίσης, στη μεγιστοποίηση των κερδών της επιχείρησης οπότε και στον πλούτο των μετόχων. Μία, λοιπόν, ανεύθυνη Διοίκηση μπορεί να έχει αρνητική επίδραση στα κέρδη της επιχείρησης. Όμως, το μοντέλο που έχουν φτιάξει οι Hawley και Williams, (1996), υποδηλώνει ότι η επιχείρηση είναι υπεύθυνη και υπόλογη απέναντι σε πολλούς εκτός από τους μετόχους.

Εκτός από τη μεγιστοποίηση του κέρδους, στόχος της εταιρικής διακυβέρνησης είναι η ικανοποίηση και άλλων ενδιαφερομένων μερών. Επίσης πρέπει τα στελέχη της εταιρείας να διαθέτουν υπεύθυνη συμπεριφορά.

Οι στόχοι αυτοί θα πρέπει να αλληλοσυμπληρώνονται έτσι ώστε να έχουμε τα επιθυμητά αποτελέσματα τόσο στη μεγιστοποίηση του κέρδους όσο και στην κοινωνικά αποδεκτή επιχειρηματική συμπεριφορά.

Συνοπτικά τα συστήματα αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης αποσκοπούν στο να λύσουν θέματα όπως:

- Ποια θα είναι τα άτομα που θα αναλάβουν τη διοίκηση και ποιος ο ρόλος τους;
- Τι γνώσεις, ικανότητες και εμπειρίες πρέπει να έχουν;
- Τρόπος υπολογισμού και τελικό ποσό αμοιβής.
- Δημοσιοποίηση πληροφοριών σε κοινωνικούς εταίρους ή τρίτους.
- Ποια θα πρέπει να είναι η διαδικασία λήψης αποφάσεων;
- Καθορισμός του τρόπου ελέγχου των ενεργειών και αποφάσεων της διοίκησης.

## **8. Η Επιρροή του Δ.Σ. στην εταιρική διακυβέρνηση**

Βασικός παράγοντας της δομής της εταιρικής διακυβέρνησης είναι το Διοικητικό Συμβούλιο, γιατί είναι αυτό που υποστηρίζει οποιαδήποτε συμβουλευτική ή/και ελεγκτική διαδικασία της επιχείρησης.

Το διοικητικό συμβούλιο κατά βάση αποτελείται από εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη και από την επιτροπή ελέγχου. Τα μεν εκτελεστικά και μη μέλη αναλαμβάνουν να δίνουν συμβουλές και κατευθύνσεις σε τρίτους για τη λήψη

αποφάσεων της επιχείρησης, η δε επιτροπή ελέγχου, ελέγχει την απόδοση των τρίτων. Και οι δύο αυτές πράξεις του διοικητικού συμβουλίου, της συμβουλής και του ελέγχου, συνεισφέρουν στη διακυβέρνηση της επιχείρησης.

Είναι λοιπόν εύλογο να σκεφτούμε ότι η ποιότητα του ελέγχου που ασκεί το Διοικητικό Συμβούλιο αποτελεί σημαντικό παράγοντα για την αποτελεσματικότητα της εταιρικής διακυβέρνησης. Άρα θα πρέπει το Διοικητικό Συμβούλιο να διαθέτει ανεξαρτησία στα μέλη του, προκειμένου να ενισχύεται ο έλεγχος. Επίσης, εκτός από την ανεξαρτησία, θα πρέπει να υπάρχει και διαχωρισμός των ρόλων του προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου και του Διευθύνοντα Συμβούλου. Έχει αποδειχθεί ότι όταν τα μέλη του συμβουλίου είναι και μέτοχοι, υπάρχει δυνατότητα βελτίωσης της ποιότητας ελέγχου, αφού στην ουσία προασπίζουν τα συμφέροντα τους (Jensen, 1993). Αντίθετα με τα προαναφερθέντα οι Daily et al. (1999), υποστηρίζουν ότι όταν μέτοχος και μέλος τους διοικητικού συμβουλίου κατέχει σημαντικό αριθμό μετοχών, τότε μπορεί να μειωθεί η αντικειμενικότητα του και η ανεξαρτησία του.

Τέλος, σημαντικό συστατικό της εταιρικής διακυβέρνησης είναι ο αριθμός των ελεγκτικών επιτροπών που διαθέτει και σε πόσες συμμετέχει ένα μέλος του διοικητικού συμβουλίου. Η συμμετοχή ενός μέλους τους διοικητικού συμβουλίου σε πολλές επιτροπές ελέγχου μπορεί να έχει σαν αποτέλεσμα τον περιορισμό του χρόνου του, οπότε και τη μη σωστή και αποτελεσματική άσκηση ελέγχου. Αυτό όμως εξαρτάται από το μέγεθος τους διοικητικού συμβουλίου. Συνήθως ένα μικρό σε μέγεθος διοικητικό συμβούλιο είναι πιο αποδοτικό από ότι ένα μεγάλο (Jensen, 1993).

## **9. Αξιολόγηση της εταιρικής διακυβέρνησης**

Το να αξιολογηθεί η εταιρική διακυβέρνηση είναι λίγο δύσκολο. Δεν είναι εύκολο να μετρηθεί. Τα τελευταία χρόνια γίνεται μια προσπάθεια εύρεσης μεθόδων μέτρησης και αξιολόγησης της εταιρικής διακυβέρνησης, και αυτό γιατί οι επενδυτές που επιθυμούν να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους σε επιχειρήσεις με καλή εταιρική διακυβέρνηση προσδοκούν αύξηση της αξίας της επιχείρησης και άρα και της δικής τους κλασματικής συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο. Οι επιχειρήσεις με υψηλές αξιολογήσεις στο θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης ελκύουν περισσότερους επενδυτές.

Υποθέτοντας ότι η διευθυντική ομάδα, η εκτελεστική ομάδα και η εξεταστική ομάδα χαρακτηρίζουν τη δομή της διακυβέρνησης μιας εταιρείας, μπορούμε να θέσουμε βαθμολογίες για το πιο στέλεχος είναι «καλύτερο» ή «χειρότερο». Υπάρχει ένα πλήθος συστημάτων αξιολόγησης που βασίζονται σε κριτήρια που ποικίλουν, από το μέγεθος των επιχειρήσεων, τη φήμη και επίσης από τους ρυθμούς ανάπτυξης.

Η αξιολόγηση της εταιρικής διακυβέρνησης είναι πολύ σημαντική για δύο κυρίως λόγους:

- Πρώτον γιατί ένα συγκεκριμένο μέρος των επενδυτών χρησιμοποιούν τις βαθμολογίες σαν τους θεσμικούς επενδυτές που παίζουν όλο και πιο σημαντικό ρόλο στην κεφαλαιαγορά, και
- Δεύτερον, το να βρίσκεται μια εταιρεία χαμηλά στην αξιολογική κατάταξη είναι κίνητρο για το management της εταιρείας, ώστε να δώσει μεγαλύτερη προσοχή στο πρόβλημα της εταιρικής διακυβέρνησης.

Πολλές οργανώσεις και οργανισμοί αξιολόγησης έχουν αρχίσει να κάνουν διαβαθμίσεις της απόδοσης της εταιρικής διακυβέρνησης. Οι πηγές που χρησιμοποιούνται για την ανάλυση είναι:

- Το σύνολο της δημοσιοποιημένης πληροφόρησης (ετήσιος απολογισμός, οικονομικές καταστάσεις, εταιρική σελίδα, τύπος κλπ). Από αυτές τις πληροφορίες συνήθως προκύπτουν πίνακες κατάταξης των εταιρειών που είναι διαθέσιμοι στο κοινό χωρίς επιμέρους λεπτομερή ανάλυση.
- Ιδιωτικές, μη δημοσιοποιημένες πληροφορίες που προέρχονται από συζητήσεις με ανώτατα στελέχη της υπό αξιολόγηση εταιρείας, εσωτερικά έγγραφα κλπ.
- Συνδυασμός των δύο παραπάνω πηγών.

Η βαθμολόγηση της εταιρικής διακυβέρνησης στην ουσία αντικατοπτρίζει την άποψη της εταιρείας. Η βαθμολόγηση αυτή σε ορισμένες περιπτώσεις μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως πληροφορία για να εκτιμηθεί η αξία της μετοχής και με αυτόν τον τρόπο να βοηθηθούν οι επενδυτές να λάβουν επενδυτικές αποφάσεις. Όταν βαθμολογείται η εταιρική διακυβέρνηση, μπορούμε να συγκρίνουμε τις επιχειρήσεις μεταξύ τους, με σκοπό τη λήψη σωστών επενδυτικών αποφάσεων. Επίσης, μας επιτρέπεται να αποδείξουμε ποιες επιχειρήσεις υπόκεινται σε μεγαλύτερο κίνδυνο.

Για την βαθμολόγηση της εταιρικής διακυβέρνησης, χρησιμοποιούνται κριτήρια και παράμετροι με περιορισμένη χρήση, γιατί στην πραγματικότητα δεν



πρόκειται για κριτήρια ή παραμέτρους υπαρκτούς, που μπορούν να δείξουν επιδόσεις σε διάφορα θέματα. Στην πραγματικότητα σχετίζονται με τις επιδόσεις μόνο σε ένα ελάχιστο βαθμό. Στις αρχές του ΟΟΣΑ, (1999), για την εταιρική διακυβέρνηση τα 15 μέλη του προάσπισαν τρεις παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης: προστασία ιδιοκτητών και μετόχων (τυχαία και διάφανη ιδιοκτησία, μια μετοχή – μια ψήφος, άμυνα κατά της εξαγοράς, και κοινοποίηση συναντήσεων), του διοικητικού συμβουλίου (μέγεθος ομάδας διοικούντων, εξωτερικοί και ανεξάρτητοι διευθυντές, γραπτές κατευθυντήριες γραμμές διοίκησης, και επιτροπές των συμβουλίων), και γνωστοποίησης και διαφάνειας (γνωστοποίηση, Λογιστικά πρότυπα, ανεξάρτητους ελέγχους, ευρεία και έγκαιρη γνωστοποίηση).

Το σίγουρο είναι ότι η αξιολόγηση της ποιότητας της εταιρικής διακυβέρνησης είναι υποκειμενική και μπορεί να είναι αντιφατική τις περισσότερες φορές. Ότι γνωρίζουμε μέχρι σήμερα και μας οδηγεί σε αξιολόγηση αυτής, βασίζεται στην εκτίμηση ορισμένων προτύπων διακυβέρνησης του παρελθόντος, δηλαδή σε ιστορικά στοιχεία.

Για όλους τους παραπάνω λόγους είναι χρήσιμο να υπάρχουν συστήματα αξιολόγησης. Συνοπτικά η χρησιμότητα τους είναι:

- Η χρησιμοποίηση από θεσμικούς επενδυτές κριτηρίων εταιρικής διακυβέρνησης για την αξιολόγηση των εταιρειών, προκειμένου να κατευθύνουν τα κεφάλαιά τους, δεν μπορεί να γίνει, παρά μόνο εάν διαθέτουν ένα συγκριτικό εργαλείο αξιολόγησης των επιδόσεων των εταιρειών ως προς την προσαρμογή τους σε καλές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης.
- Η περιοδική αξιολόγηση του επιπέδου διακυβέρνησης των εταιρειών, τόσο συνολικά όσο και ανά κατηγορία, μπορεί να αποτελέσει ουσιαστικό εργαλείο πολιτικής για τις αρμόδιες αρχές τόσο σε εγχώριο (χρηματιστήρια, εποπτικές αρχές) όσο και σε διεθνές επίπεδο (ΟΟΣΑ, Ευρωπαϊκή Επιτροπή). Ειδικότερα, μπορεί να αποκαλύψει πεδία, όπου το επίπεδο προσαρμογής των εταιρειών είναι χαμηλό ή παρουσιάζει δυσκολίες, και άλλα όπου η προσαρμογή είναι ικανοποιητική, δίδοντας έτσι την κατεύθυνση των αναγκαίων πολιτικών.
- Αποτελεί χρήσιμο εργαλείο πολιτικής για τις ίδιες τις επιχειρήσεις, ιδιαίτερα όταν αυτές έχουν τη δυνατότητα να συγκρίνουν το δικό τους

αποτέλεσμα αξιολόγησης με το συνολικό μέσο όρο και το μέσο όρο του κλάδου ή της κατηγορίας στην οποία ανήκουν. Έτσι έχουν μια εικόνα του βαθμού αποτελεσματικότητάς τους. Επιπλέον, τις βοηθά να κατευθύνουν τις στρατηγικές αποφάσεις τους, βελτιώνοντας πεδία όπου παρουσιάζουν υστέρηση.

- Αυξάνει τη λογοδοσία των επιχειρήσεων προς τους μετόχους. Από τη στιγμή που το σύστημα αξιολόγησης αναγνωρίζεται από την αγορά ως αξιόπιστο και αντικειμενικό, οι επενδυτές θα αναζητήσουν τις υποψήφιες για επένδυση εταιρείες σε λίστες αξιολόγησης. Εταιρείες που δε θα εμφανίζονται σε τέτοιες λίστες ή θα εμφανίζονται με χαμηλή αξιολόγηση, θα είναι λιγότερο ελκυστικές από άλλες. Υπό την έννοια αυτή, η πίεση της αγοράς θα οδηγήσει ολοένα και περισσότερες επιχειρήσεις όχι μόνο να αξιολογούνται αλλά και να υιοθετούν καλές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης προκειμένου να επιτύχουν υψηλή βαθμολόγηση.

## 10. Εμπειρική διερεύνηση

Σκοπός της εμπειρικής διερεύνησης, είναι να εξετασθεί ποιοι είναι αυτοί οι παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης που επιδρούν στην απόδοση του συνολικού ενεργητικού των εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χ.Α.Α.

Για την ανάλυση χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία από την βάση δεδομένων της Hellstat και από τις οικονομικές εκθέσεις των επιχειρήσεων και αφορούν το έτος 2009. Συνολικά, επιλέχθηκαν 126 επιχειρήσεις. Αναλυτικότερα, χρησιμοποιήθηκαν οι αριθμοδείκτες, απόδοση συνολικού ενεργητικού προ φόρων (ROA), δανειακή επιβάρυνση, περιθώριο κέρδους προ φόρων και ψευδομεταβλητές (1/0) εταιρικής διακυβέρνησης όπως, δυαρχία (Διευθύνων Σύμβουλος & Πρόεδρος), ο μεγαλομέτοχος είναι και διευθύνων Σύμβουλος ή Πρόεδρος και τέλος το ποσοστό μετοχών που κατέχει ο μεγαλομέτοχος.

Στους πίνακες που ακολουθούν, παρουσιάζονται τα περιγραφικά μέτρα των μεταβλητών καθώς και ο βαθμός συσχέτισης μεταξύ τους:

**Βασικά περιγραφικά μέτρα μεταβλητών**

<b>Μεταβλητές</b>	<b>Παρατηρήσεις</b>	<b>Μέσος</b>	<b>Τυπική απόκλιση</b>	<b>Ελάχιστη τιμή</b>	<b>Μέγιστη τιμή</b>
Απόδοση συνολικού ενεργητικού προ φόρων	126	0.0646	0.13735	-0.3595	0.7613
Δανειακή επιβάρυνση	126	2.28899	0.94001	1	4.75974
Περιθώριο ΚΠΤΦ	126	0.06223	0.27467	-2.0764	0.7912
Δυναρχία: Διευθ.Σύμβουλος& Πρόεδρος	126	0.42857	0.49685	0	1
Ποσοστό μετοχών που κατέχει ο μεγαλομέτοχος	126	0.48751	0.21489	0	0.9012
Ο μεγαλομέτοχος είναι και διευθ. Συμβουλος ή Πρόεδρος	126	0.19048	0.39424	0	1

### Πίνακας συσχέτισης μεταβλητών

	Απόδοση συνολικού ενεργητικού προ φόρων	Δανειακή επιβάρυνση	Περιθώριο ΚΠΤΦ	Δυναρχία: Διευθ.Σύμβ. & Πρόεδρος	Ποσοστό μετοχών που κατέχει ο μεγαλομέτοχος	Ο μεγαλομέτοχος είναι και διευθ. Συμβουλος ή Πρόεδρος
Απόδοση συνολικού ενεργητικού προ φόρων	1					
Δανειακή επιβάρυνση	-0.0889	1				
Περιθώριο ΚΠΤΦ	0.3665*	-0.2648	1			
Δυναρχία: Διευθ.Σύμβ. & Πρόεδρος	-0.1899*	0.0922	-0.0113	1		
Ποσοστό μετοχών που κατέχει ο μεγαλομέτοχος	-0.119	0.1856*	-0.0571	0.2184*	1	
Ο μεγαλομέτοχος είναι και διευθ. Συμβουλος ή Πρόεδρος	-0.14	0.2764*	-0.1517	0.07	0.1396	1

Το οικονομετρικό υπόδειγμα που εκτιμήθηκε με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων είναι:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 \text{Δανειακή επιβάρυνση} + \beta_2 \text{Περιθώριο ΚΠΤΦ} + \beta_3 \text{Δυναρχία} + \beta_4 \text{Ποσοστό μετοχών που κατέχει ο μεγαλομέτοχος} + \beta_5 \text{Ο μεγαλομέτοχος είναι και διευθ. Συμβουλος ή Πρόεδρος} + u$$

Όπου, ως εξαρτημένη μεταβλητή θεωρείται η απόδοση του συνολικού ενεργητικού προ φόρων (ROA) και ως ανεξάρτητες: η δανειακή επιβάρυνση, το περιθώριο

κέρδους, η δυναρχία, το ποσοστό μετοχών που κατέχει ο μεγαλομέτοχος και ο μεγαλομέτοχος είναι και διευθύνων σύμβουλος/ή και πρόεδρος και ο σταθερός όρος. Ειδικότερα, οι παραπάνω μεταβλητές του υποδείγματος, εξειδικεύονται ως εξής:

**α) Απόδοση συνολικού ενεργητικού**

Η Απόδοση του συνολικού ενεργητικού αποτελεί ένα σημαντικό δείκτη για την πορεία της εταιρείας αλλά και την σωστή λειτουργία της. Η απόδοση είναι σημαντική όχι μόνο για την πορεία της επιχείρησης μέσα στην αγορά αλλά και για τις εσωτερικές σχέσεις στην επιχείρηση.

**β) Το περιθώριο καθαρού κέρδους προ τόκων και φόρων**

Δείχνει πόσο καλά διαχειρίζεται τα ΙΚ που έχει στην διάθεση της η διοίκηση της επιχείρησης και τι περιθώριο κέρδους έχει ώστε να βελτιώσει τον τρόπο διοίκησης της προς όφελος των μετόχων.

**γ) Το ποσοστό που κατέχει ο μεγαλομέτοχος**

Η μεταβλητή αυτή, παίζει σημαντικό ρόλο στην αξιολόγηση της εταιρικής διακυβέρνησης και δείχνει πόσο σημαντικό ρόλο έχει η συγκέντρωση των μετοχών σε ένα πρόσωπο. Η μεταβλητή αυτή παίρνει τιμές από 0 έως 1. Σε περιπτώσεις όπου ο μεγαλομέτοχος έχει κάτω από 5% το ποσοστό αυτό δεν ανακοινώνεται αλλά θεωρείται ίσο με μηδέν.

**δ) Ιδιοκτησιακή συγκέντρωση**

Η ιδιοκτησιακή συγκέντρωση είναι σημαντική για την αξιολόγηση της εταιρικής διακυβέρνησης γιατί η συγκέντρωση των αρμοδιοτήτων του Προέδρου και του Διευθύνων Συμβούλου σε ένα πρόσωπο μπορεί να επηρεάσει σημαντικά τις αποφάσεις του ΔΣ σε βάρος των μετόχων. Η μεταβλητή αυτή παίρνει την τιμή 1 αν υπάρχει συγκέντρωση εξουσίας σε ένα πρόσωπο αλλιώς 0 αν είναι διαφορετικά άτομα.

Οι εκτιμήσεις του παραπάνω οικονομετρικού υποδείγματος με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, έδωσε τα ακόλουθα αποτελέσματα:

**Αποτελέσματα επίδρασης προσδιοριστικών παραγόντων εταιρικής  
διακυβέρνησης στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων**

	Απόδοση συνολικού ενεργητικού προ φόρων ROA
Δανειακή επιβάρυνση	0.00828 (0.00791)
Περιθώριο ΚΠΤΦ	0.182*** (0.0492)
Δυναρχία: Διευθύνων Σύμβουλος. & Πρόεδρος	-0.0476** (0.0195)
Ποσοστό μετοχών που κατέχει ο μεγαλομέτοχος	-0.0383 (0,0377)
Ο μεγαλομέτοχος είναι και διευθ. Συμβουλος ή Πρόεδρος	-0.0279* (0,0167)
Σταθερά	0.0787** (0.0318)
<i>N</i>	126
R-sq	0,179
Adj.R-sq	0,145

*t* statistics in parentheses  
\*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$

## 11. Συμπεράσματα

Η Εταιρική Διακυβέρνηση αποκτά ολοένα και μεγαλύτερες διαστάσεις και έχει μετατραπεί διεθνώς σε αντικείμενο συζήτησης και διαμάχης για πολλούς οικονομικούς αναλυτές και ερευνητές, εφόσον αποτελεί πλέον προτεραιότητα για όλους τους συμμετέχοντες σε μία επιχείρηση.

Η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί ένα σημαντικό αντικείμενο διερευνήσεις μετά από σκάνδαλα διάφορων εταιρειών τα τελευταία χρόνια όπου αρκετοι επιχειρηματικοί κολοσσοί κατέρρευσαν κάτω από το βάρος παρανομών ατασθαλιών

και απατών, όπως η Enron, η WorldCom, η Parmalat έχουν κλονίσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών απέναντι στις διοικήσεις των επιχειρήσεων. Σε αυτό ακριβώς το σημείο παρεμβαίνουν οι αρχές και οι κανόνες της εταιρικής διακυβέρνησης, για να εξασφαλίσουν στους επενδυτές ότι η επένδυση τους θα αποδώσει.

Οι μέτοχοι και ιδίως οι θεσμικοί επενδυτές (ασφαλιστικά ταμεία, εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου κλπ) δεν έχουν παίξει μέχρι σήμερα το ρόλο που έπρεπε και δεν αξιοποίησαν τις δυνατότητες παρέμβασής τους. Όσο τα χρηματιστήρια ανέβαιναν σπάζοντας το ένα ρεκόρ μετά το άλλο, σχεδόν κανείς δεν έδινε σημασία σε «πολυτέλειες» όπως η ενασχόληση με την εταιρική διακυβέρνηση. Την περίοδο της κρίσης όλοι ανακαλύπτουν κενά στο σύστημα.<sup>24</sup>

Ένα άλλο βασικό θέμα για την εταιρική διακυβέρνηση είναι η αξιολόγηση του επίπεδου της και οι συνέπειες που έχει στην χρηματοοικονομική επίδοση. Οι δυσκολίες εστιάζονται στην ποσοτικοποίηση των χαρακτηριστικών και παραμέτρων της.

Στην Ελλάδα ύστερα από την ψήφιση του νόμου 3016/2002 οι Ελληνικές επιχειρήσεις έχουν κάνει προσπάθειες για συμμόρφωση προβλήματα όμως υπάρχουν ακόμα. Οι μετοχές συγκεντρώνονται είναι στα χέρια λίγων, αφού οι περισσότερες εταιρίες στην χώρα μας είναι οικογενειακές με αποτέλεσμα να μην μπορούν να διαδοθούν οι αρχές της. Οι έρευνες για τη εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα είναι ακόμα σε πρώιμο στάδιο.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα από την εμπειρική διερεύνηση προκύπτει ότι, το περιθώριο κερδών προ τόκων και φόρων, επιδρά θετικά στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων. Αντιθέτως, η ύπαρξη δυαρχίας διαφοροποιεί την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων και μάλιστα αρνητικά. Όμοια αποτελέσματα έχουμε και στη περίπτωση που ο μεγαλομέτοχος είναι και διευθύνων σύμβουλος ή Πρόεδρος. Τέλος, τόσο η δανειακή επιβάρυνση των επιχειρήσεων, όσο και το ποσοστό μετοχών που κατέχει ο μεγαλομέτοχος δεν φαίνεται να επηρεάζουν την αποδοτικότητα.

## Βιβλιογραφία

1. Borokhovich, K.A., Parrino, R. and Trapani, T. (1996), “Outside directors and CEO selection”, *Journal of Quantitative Analysis*, Vol. 31 No. 3, pp. 337-55.
2. Clarke, Thomas (1998). “The Contribution of Non-Executive Directors to the Effectiveness of Corporate Governance.” *Career Development International* 3/3, pp 118-124
3. Coffee, J. (1999), “ The future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its implications”, *Northwestern University Law Review*, Vol. 93, pp641-707.
4. Daily, C. & Dalton, D., (1994), “Corporate governance and the bankrupt firm: An empirical assessment” *Strategic Management Journal*, Vol. 15, pp 643-654.
5. Fama, E.F. and Jensen, M.C. (1983), “Separation of ownership and control”, *Journal of Law & Economics*, Vol. 26 No. 2, pp. 301-26
6. Garber N.,(1997), “Governance Models: What’s Right for your Board”
7. Hawley, J. & Williams, A. (1996), “Corporate governance in the United States: The rise of fiduciary capitalism”, Working paper prepared for the Organization for Economic Cooperation and the Development.
8. Huson, M. (2001), “Internal monitoring and CEO turnover: a long-term perspective”, *Journal of Finance*, Vol. 56 No. 6, pp. 2265-97.
9. Imen Khanchel (2007). “Corporate governance: measurement and determinant analysis”, *Managerial Auditing Journal*, 22(8): 740-760
10. Jensen, M. (1993), “The modern Industrial revolution exit and the failure of internal control systems”, *Journal of Finance*, Vol. 48, No3, pp. 831-880.
11. John, K. and Senbet, L.W. (1998), “Corporate governance and board effectiveness”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 22 No. 4, pp. 371-403.
12. La Porta (2000), “Corporate Ownership Around The World”, *Journal of Political Economy*, 106, pp. 1113-1155.
13. Mace, M. (1971), “Directors, Myth and Riality”, Boston Harvard University.
14. Mertzanis, H. (2001), “Principles of Corporate Governance in Greece”, *Corporate Governance*, Vol. 9, No2, pp 89-100, Blackwell Publishing.



15. Shivdasani, A. and Yermack, D. (1999), "CEO involvement in the selection of new board members: an empirical analysis", *Journal of Finance*, Vol. 54 No. 5, pp. 1829-54.
16. Spanos, I. (2004), "Corporate Government in Greece, Developments and Policy Implications", Working Paper Series, JEL Clasifications, G30, G38.
17. Tsiouri, J.L. & Xanthakis D.M., (2008), "Corporate Governance rating of family firms at the Athens exchange market", *Managerial Finance*, Vol. 34, No 7, pp 465-478.
18. Weisbach, M.S. (1988), "Outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 Nos 1/2, pp. 431-60.
19. Αντωνιάδης, Ι. (2004), "Η Επίδραση Παραγόντων Εταιρικής Διακυβέρνησης στα Κέρδη και τις Επενδύσεις στις Επιχειρήσεις Τροφίμων και Λοιπών Βιομηχανικών κλάδων στην Ελλάδα", Διδακτορική Διατριβή, Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο Θεσσαλονίκης, Τμήμα Γεωπονίας, Τομέας Αγροτικής Οικονομίας.
20. Καπετανικόλα Δ.-Χ., 2009, "Εταιρική Διακυβέρνηση & Χρηματοοικονομικά Σκάνδαλα" Διπλωματική Εργασία.
21. Καραγιάννης Α., 2006, "Εταιρική Διακυβέρνηση & ΔΕΚΟ", *Οικονομικά Χρονικά*, 134, σελ.34-37
22. Κουτούπης, Α. (2009), "Οι επιδράσεις του Θεσμικού Πλαισίου Εταιρικής Διακυβέρνησης και των Βέλτιστων Πρακτικών στην Ανάπτυξη των Συστημάτων Εσωτερικού Ελέγχου των Επιχειρήσεων", Διδακτορική διατριβή, Παντείου Πανεπιστημίου Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών.
23. Μ. Ξανθάκης, Α. Τσιπούρη, Α. Σπανός, "Εταιρική Διακυβέρνηση, Έννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης", Αθήνα, Παπαζήσης, 2003
24. Μέκος, Κ (2003), "Η Εταιρική Διακυβέρνηση: Όψεις του προβλήματος και πιθανές απαντήσεις;", Εκδόσεις Σταμούλης, Πειραιάς .
25. Πουλαστίδης Φ., 2008, "Εταιρική Διακυβέρνηση & Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη" Διπλωματική Εργασία, σελ. 12-15.
26. Σπανός, Α. (2001), "Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης και Σύγχρονη Επιχείρηση", Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Α' τρίμηνο 2001, σελ. 57-63.
27. Τραυλός Νικόλαος Γ, (2003), "Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης: Τι είναι και τι επιτυγχάνουν"