



ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ

ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ  
«ΣΧΕΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ  
ΠΟΙΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ  
ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ »

ΦΟΙΤΗΤΕΣ: ΧΡΙΣΤΙΑΝΟΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ  
ΜΑΡΙΑ ΓΚΙΚΟΠΟΥΛΟΥ

A.M:4389

A.M:4279

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΓΑΡΕΦΑΛΑΚΗΣ  
ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΣ



Ηράκλειο, 2017

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι ένας τομέας που τα τελευταία χρόνια έχει προσελκύσει το γενικότερο ενδιαφέρον λόγω της προφανούς σημασίας της για την οικονομική ευρυθμία των εταιρειών και κατ' επέκταση της κοινωνίας. Αν και είναι δύσκολο να ορίσει κανείς μια έννοια η οποία καλύπτει έναν μεγάλο αριθμό οικονομικών φαινομένων, θα προσπαθήσουμε να δώσουμε μια εικόνα για το τι περιλαμβάνει η εταιρική διακυβέρνηση μέσα από τους ορισμούς που έχουν δοθεί κατά καιρούς από διάφορους αναλυτές.

Η μελέτη μας έδειξε ότι κάτω από τις υποδείξεις των διεθνών εταιριών αξιολόγησης της εταιρικής διακυβέρνησης τις απαιτήσεις των θεσμικών επενδυτών και τις βέλτιστες πρακτικές των πιο ανεπτυγμένων χωρών κάθε επιχείρηση μπορεί να αναζητήσει μόνη της την επιτυχία και την ανάπτυξη της. Η ουσιαστική υιοθέτηση κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης αυξάνει την αξιοπιστία των επιχειρήσεων και βελτιώνει τα οικονομικά τους θέση με αποτέλεσμα να προσελκύουν τους θεσμικούς επενδυτές, φορείς μεγαλύτερων και περισσότερο αξιόπιστων κεφαλαίων.

## Abstract

Corporate Governance is a sector which in recent years has attracted general interest because of obvious importance for economic eurhythmy companies and hence of society. Although it is difficult to define a concept that covers a large number of economic phenomena, we try to give a picture of what is involved in corporate governance through the definitions given at times by different analysts.

Our study has shown that, under the guidance of international corporate governance firms, the requirements of institutional investors and the best practices of the most developed countries, each business can seek for success and development. The effective adoption of corporate governance rules increases the credibility of businesses and improves their financial position, attracting institutional investors, larger and more credible funds.

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα πεδίο της οικονομικής επιστήμης το οποίο διερευνά τρόπους για να εξασφαλιστεί η αποτελεσματική διαχείριση των εταιρειών με τη χρήση μηχανισμών που δίνουν κίνητρα, όπως συμβόλαια, οργανωτικούς σχεδιασμούς και ανάλογη νομοθεσία. Αυτά συνήθως περιορίζονται στο στόχο της βελτίωσης της οικονομικής απόδοσης, για παράδειγμα αναζητούν τρόπους με τους οποίους οι επιχειρηματίες θα μπορούν να εξασφαλίσουν ότι οι εταιρικοί διευθυντές θα επιδώσουν μια ανταγωνιστική τιμή επιστροφής.

Η εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα θέμα με πολλές πτυχές. Μία από αυτές, ίσως η πιο σημαντική, είναι η εξασφάλιση της αξιοπιστίας συγκεκριμένων ατόμων μέσα σε έναν οργανισμό. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω μηχανισμών, οι οποίοι προσπαθούν να μειώσουν ή να ελαχιστοποιήσουν το πρόβλημα της διαμεσολάβησης. Μια σχετική αλλά διαφορετική πτυχή του θέματος εστιάζει στην επίδραση του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης στην οικονομική αποδοτικότητα, με ιδιαίτερη έμφαση στην ευημερία των μετόχων.

Στα πλαίσια εναρμόνισης της επιχείρησης με το ευρύτερο νομικό και κανονιστικό περιβάλλον, η διοίκηση καλείται να υιοθετήσει συγκεκριμένες λογιστικές αρχές και πρότυπα για την σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης. Οι υιοθετούμενες λογιστικές αρχές μπορεί να είναι τα εθνικά λογιστικά πρότυπα που προβλέπονται από την χώρα στην οποία έχει την έδρα της η επιχείρηση ή στην περίπτωση οντότητας δημοσίου ενδιαφέροντος, τα λογιστικά πρότυπα που έχει επιλέξει το κάθε χρηματιστήριο για την σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών που έχουν εισάγει τους τίτλους τους προς διαπραγμάτευση, μετοχικούς ή ομολογίες. Στην περίπτωση αυτή, οι επιλογές της διοίκησης της επιχείρησης είναι μάλλον περιορισμένες, εφόσον δεν υπάρχουν περιθώρια παρέκκλισης ως προς το λογιστικό πλαίσιο σύνταξης και παρουσίασης των οικονομικών καταστάσεων που θα εφαρμοστεί.

Κατά συνέπεια, το θέμα που απασχολεί κυρίως την εταιρική διακυβέρνηση είναι η εξεύρεση ενός όσο το δυνατόν καλύτερου τρόπου διαχείρισης μιας εταιρίας. Ο βασικότερος σκοπός είναι να εξασφαλιστεί ότι οι άνθρωποι που διοικούν την εταιρία εργάζονται προς το συμφέρον των ανθρώπων που κατέχουν την εταιρία. Για το

σκοπό αυτό έχουν αναπτυχθεί διάφορα μοντέλα διακυβέρνησης, τα οποία θα αναλύσουμε εκτενέστερα στις παρακάτω ενότητες ενώ παράλληλα θα εστιάσουμε στο ρόλο που αυτή διαδραματίζει στην ποιότητα των οικονομικών καταστάσεων, σε Ευρωπαϊκό επίπεδο.

Στα πλαίσια της ανάλυσης της παρούσας μελέτης περιγράφεται, βάσει δευτερογενούς έρευνας, το φαινόμενο της εταιρικής διακυβέρνησης στα πλαίσια της ανάλυσης της ποιότητας των οικονομικών καταστάσεων στην Ευρώπη.

Αρχικά, στο πρώτο κεφάλαιο της μελέτης αναλύονται οι οικονομικές καταστάσεις, οι εφαρμογές του αλλά και η παρουσίασή τους βάσει Ε.Λ.Π και Δ.Λ.Π.

Στο δεύτερο κεφάλαιο της εργασίας, προσεγγίζεται η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης και πιο συγκεκριμένα, τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, οι βασικές θεωρίες που σχετίζονται με το πεδίο αυτό αλλά και οι στόχοι της.

Στη συνέχεια, στο τρίτο κεφάλαιο της μελέτης, αναλύεται η εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα και την Ευρώπη καθώς και οι δραστηριότητες των εσωτερικών δικλίδων και πως αυτές συμβάλουν στην σωστή λειτουργία των επιχειρήσεων.

Τέλος, στο τέταρτο και τελευταίο κεφάλαιο της παρούσας πτυχιακής, παρουσιάζονται οι δραστηριότητες που σχετίζονται άμεσα με την αξιολόγηση των οικονομικών καταστάσεων μέσα από τις διαδικασίες της εταιρικής διακυβέρνησης και των εσωτερικών δικλίδων.

## Πίνακας περιεχομένων

Περίληψη.....	2
Abstract .....	2
Εισαγωγή .....	3
Πίνακας περιεχομένων.....	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 <sup>ο</sup> .....	7
1. Οικονομικές καταστάσεις.....	8
1.1. Εννοιολογικό περιεχόμενο Οικονομικών Καταστάσεων.....	8
1.2. Χρήστες των οικονομικών καταστάσεων.....	13
1.3. Λογιστική ανάλυση.....	14
1.4. ΔΛΠ και παρουσίαση οικονομικών καταστάσεων.....	16
1.5. ΕΛΠ και παρουσίαση οικονομικών καταστάσεων.....	20
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 <sup>ο</sup> .....	22
2. Η εταιρική διακυβέρνηση.....	23
2.1. Η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης .....	23
2.2. Συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης.....	29
2.2.1. Εξωτερικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης .....	29
2.2.2. Εσωτερικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης.....	31
2.3. Βασικές θεωρίες της εταιρικής διακυβέρνησης.....	32
2.3.1. Θεωρία της αντιπροσώπευσης (The Agency Theory).....	32
2.3.2. Πτυχές της δομής της εταιρικής διακυβέρνησης .....	34
2.4. Στόχοι της εταιρικής διακυβέρνησης. Το χρηματοδοτικό πρότυπο και οι προσδοκίες των ενδιαφερομένων μερών.....	36
2.5. Κεφαλαιακή διάρθρωση και εταιρικές συμβάσεις.....	38
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 <sup>ο</sup> .....	41
3. Η εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα και στην Ευρώπη.....	42
3.1. Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ευρώπη .....	42
3.2. Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα .....	44
3.2.1. Γενικές παρατηρήσεις .....	44
3.2.2. Ιστορική εξέλιξη του Νομικού Πλαισίου της ΕΔ.....	45
3.3. Τα συστήματα εσωτερικών δικλίδων .....	50
3.4. Δραστηριότητες δικλίδων .....	53

3.4.1. Δικλίδες της ανώτατης διοίκησης .....	53
3.4.2. Δικλίδες διαδικασιών .....	53
3.5. Εφαρμογή των δικλίδων στις επιχειρήσεις.....	54
3.6. Περιορισμοί του συστήματος.....	55
3.7. Αξιολόγηση των δικλίδων .....	59
3.7.1. Ελεγκτικά κριτήρια και αξιολόγηση των δικλίδων .....	59
3.7.2. Δοκιμασία των δικλίδων.....	61
3.8. Αποτύπωση των Βασικών Μελετών για την ΕΔ.....	62
4. Αξιολόγηση οικονομικών καταστάσεων και Ε.Δ. ....	71
4.1. Εταιρική διακυβέρνηση και χρηματοοικονομική επίδοση.....	71
4.2. Δημοσιοποίηση και Διαφάνεια .....	73
4.2.1. Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης.....	73
4.2.2. Ο ρόλος του Εσωτερικού και Εξωτερικού Ελεγκτή και του αναλυτή .....	74
4.3. Εξασφάλιση της Βάσης για ένα Αποτελεσματικό Πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	77
4.4. Η επίδραση του νομικού πλαισίου.....	79
4.5. Συστήματα δικλίδων εσωτερικού ελέγχου και Ε.Δ. ....	80
4.5.1. Οι εσωτερικές δικλίδες ασφαλείας στις πολιτικές και διαδικασίες των επιχειρήσεων .....	80
4.5.2. Εσωτερικοί κανονισμοί λειτουργίας επιχειρήσεων και συμμόρφωση .....	85
4.5.3. Επιχειρησιακή ηθική και δικλίδες εσωτερικού ελέγχου .....	87
Συμπεράσματα – Επίλογος.....	89
Αναφορές – Πηγές.....	92

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>

## 1. Οικονομικές καταστάσεις

### 1.1. Εννοιολογικό περιεχόμενο Οικονομικών Καταστάσεων

Οι οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων συντάσσονται και παρουσιάζονται σύμφωνα με ένα συγκεκριμένο λογιστικό πλαίσιο, η υιοθέτηση και εφαρμογή του οποίου αποτελεί αποκλειστική ευθύνη της διοίκησης (Φίλιος, 2012). Στις περισσότερες των περιπτώσεων, το λογιστικό πλαίσιο σύνταξης των οικονομικών καταστάσεων επιβάλλεται είτε λόγω των υποχρεώσεων που απορρέουν από το κανονιστικό και νομοθετικό πλαίσιο λειτουργίας των επιχειρήσεων ως νομικά πρόσωπα, είτε στην περίπτωση των οντοτήτων δημοσίου συμφέροντος, από το κανονιστικό και νομοθετικό πλαίσιο των χρηματιστηρίων στα οποία διαπραγματεύονται οι μετοχικοί ή άλλοι τίτλοι που έχουν εκδοθεί από αυτές.

Συνεπώς, στα πλαίσια εναρμόνισης της επιχείρησης με το ευρύτερο νομικό και κανονιστικό περιβάλλον, η διοίκηση καλείται να υιοθετήσει συγκεκριμένες λογιστικές αρχές και πρότυπα για την σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης. Οι υιοθετούμενες λογιστικές αρχές μπορεί να είναι τα εθνικά λογιστικά πρότυπα που προβλέπονται από την χώρα στην οποία έχει την έδρα της η επιχείρηση ή στην περίπτωση οντότητας δημοσίου ενδιαφέροντος, τα λογιστικά πρότυπα που έχει επιλέξει το κάθε χρηματιστήριο για την σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών που έχουν εισάγει τους τίτλους τους προς διαπραγμάτευση, μετοχικούς ή ομολογίες (Φίλιος, 2012). Στην περίπτωση αυτή, οι επιλογές της διοίκησης της επιχείρησης είναι μάλλον περιορισμένες, εφόσον δεν υπάρχουν περιθώρια παρέκκλισης ως προς το λογιστικό πλαίσιο σύνταξης και παρουσίασης των οικονομικών καταστάσεων που θα εφαρμοστεί.

Σε κάθε περίπτωση βέβαια, εναπόκειται στην ευχέρεια της διοίκησης να υιοθετήσει και να εφαρμόσει, εκτός από τα υποχρεωτικά λογιστικά πρότυπα που επιβάλλονται ως νομική ή κανονιστική υποχρέωση και άλλα, διαφορετικά λογιστικά πρότυπα ώστε να δημοσιεύσει τις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης με διαφορετική μορφή. Αυτό μπορεί να συμβεί γιατί η διοίκηση της επιχείρησης αντιλαμβάνεται ότι απευθύνεται σε χρήστες οικονομικών καταστάσεων που ενδεχομένως δεν κατανοούν το υποχρεωτικά υιοθετηθέν λογιστικό πλαίσιο σύνταξης των οικονομικών καταστάσεων, ή ακόμη γιατί θεωρεί ότι με αυτό το λογιστικό πλαίσιο δεν



επιτυγχάνεται η ποιότητα ιστορικής χρηματοοικονομικής πληροφόρησης που θα ήθελε να παρέχει στους τρίτους (Φίλιος, 2012).

Είναι σαφές πάντως ότι η υιοθέτηση του λογιστικού πλαισίου σύνταξης και παρουσίασης των οικονομικών καταστάσεων, είτε επιβάλλεται διά νόμου, είτε αποτελεί αποκλειστική επιλογή της διοίκησης, είναι απολύτως συνδεδεμένη με την μορφή της ιστορικής χρηματοοικονομικής πληροφόρησης που η διοίκηση της επιχείρησης επιθυμεί να γνωστοποιήσει στους τρίτους - χρήστες των οικονομικών καταστάσεων και ταυτόχρονα προσδιορίζει και την ποιότητα της πληροφόρησης αυτής.

Το υπόδειγμα του Ισολογισμού (τίτλοι, λογαριασμοί, κωδικοποίηση, περιεχόμενο), είναι υποχρεωτικό. Στην 4η οδηγία περιέχονται δύο υποδείγματα, το οριζόντιο (άρθρο 9) και το κάθετο (άρθρο 10). Μέσα στο μοντέλο υπάρχουν ορισμένες εναλλακτικές λύσεις για τις οποίες πρέπει να αποφασίσει κάθε χώρα. Ο Ισολογισμός είναι αναλυτικός, με δικαίωμα συνοπτικής παρουσίασης για τις μικρές εταιρίες. Σε χωριστά άρθρα της οδηγίας χωρίζονται οι πληροφορίες που απαιτούνται για τα πάγια στοιχεία, δίνεται ο αριθμός της συγγενικής επιχείρησης (συμμετοχή πάνω από 20%), εξειδικεύονται οι υποχρεώσεις για προβλέψεις ζημιών και υποχρεώσεων, κλπ.

Ο Ισολογισμός είναι μια στατική οικονομική κατάσταση, που δείχνει τη χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης σε μια δεδομένη στιγμή. Εν τούτοις, σε διεθνή κλίμακα έχει επικρατήσει η ονομασία Ισολογισμός (balance sheet) που πηγάζει από το γεγονός ότι το ενεργητικό είναι πάντοτε ισοζυγισμένο με το παθητικό, σύμφωνα με την ακόλουθη εξίσωση, η οποία αποτελεί το βάθρο της λογιστικής (Φίλιος, 2012):

$$\text{Ενεργητικό} = \text{Υποχρεώσεις} + \text{Καθαρή θέση}$$

Αναφερόμενοι στην έννοια του Ενεργητικού, εννοούμε το σύνολο των οικονομικών αγαθών (υλικών και αυλών) που ανήκουν κατά κυριότητα στην επιχείρηση (εφόσον αυτή έχει νομική προσωπικότητα, ή στον ιδιοκτήτη της) από

τα οποία προσδοκούνται μελλοντικά οφέλη και μπορούν να αποτιμηθούν αντικειμενικά σε νομισματικές μονάδες.

Σύμφωνα με τον ορισμό αυτό, για να χαρακτηριστεί ένα αγαθό ως στοιχείο του ενεργητικού πρέπει να συντρέχουν οι εξής προϋποθέσεις (Νεγκάκης, 2010):

- Το στοιχείο πρέπει να είναι οικονομικό αγαθό, δηλ. να ικανοποιεί οικονομικές ανάγκες και να βρίσκεται σε έλλειψη, η οποία προσδίδει σ' αυτό αξία
- Το στοιχείο πρέπει να είναι δεκτικό χρηματικής αποτίμησης
- Η αντικειμενική αποτίμηση σε χρηματικές μονάδες εξυπηρετεί την παρουσίαση στον ισολογισμό

Η αντικειμενικότητα της αποτίμησης της αξίας των στοιχείων είναι αναγκαία για τους ελεγκτές του ισολογισμού αφενός, αλλά κυρίως για τους χρήστες αυτού μετόχους, πιστωτές κλπ ) που βασίζονται στα κονδύλια αυτά. Ακόμη η εκτίμηση σε χρηματικές μονάδες παρέχει το κοινό μέτρο, ώστε οι μονάδες των αποθεμάτων να συναθροίζονται με τις μονάδες των κτιρίων μηχανημάτων, διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας κλπ.

Αντίστοιχα, το παθητικό εκφράζει το σύνολο των υποχρεώσεων της επιχείρησης προς τους χρηματοδότες της ανάλογα με τη σχέση των χρηματοδοτών προς την επιχείρηση, οι υποχρεώσεις διακρίνονται σε (Φίλιος, 2012):

- υποχρεώσεις προς τρίτους και,
- υποχρεώσεις προς τους φορείς της επιχειρήσεως (καθαρή θέση της επιχειρήσεως).

Από άλλες σκοπιές εξεταζόμενο, το παθητικό εκφράζει υποχρεώσεις προς τους τρίτους δηλαδή οφειλές της επιχείρησης που θα εξοφληθούν στο μέλλον δια της εκχωρήσεις στοιχείων του ενεργητικού ή δια της παροχής υπηρεσιών. Οι υποχρεώσεις κατά κανόνα δε συνδέονται άμεσα με συγκεκριμένα στοιχεία του

ενεργητικού, αλλά είναι απαιτήσεις των τρίτων έναντι της συνολικής ομάδας των στοιχείων του ενεργητικού.

Όσον αφορά τα αποτελέσματα χρήσεως η 4η οδηγία περιλαμβάνει δύο είδη υποδειγμάτων για να διαλέξουν οι χώρες μέλη (Δημητράς, 2009). Το πρώτο, με ανάλυση κόστους κατ' είδος δαπάνης με κάθετη και οριζόντια διάταξη, και το δεύτερο, με ανάλυση εξόδων κατά λειτουργία πάλι σε κάθετη και οριζόντια διάταξη. Η μορφή αυτή λέγεται και λειτουργική μορφή. Σε όλους τους τύπους περιέχονται υποχρεωτικά οι πωλήσεις της εταιρίας.

Για τον πίνακα διάθεσης κερδών, στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, δεν προβλέπεται ο σχηματισμός πίνακα διανομής (οι απλές οικονομικές καταστάσεις θεωρούνται πιο σημαντικές από τις ενοποιημένες) (Aisbitt, 2001).

Όσον αφορά στην κατάρτιση καταστάσεων ταμειακών ροών, αυτή έχει ορισθεί πρώτα από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (πριν από την υιοθέτηση των ΔΠΧΠ). Τέλος, Το περιεχόμενο του προσαρτήματος καθορίζεται από τον Ν. 2190/1920. Για τη σύνταξη του προσαρτήματος στην Ελλάδα συλλέγονται και αναγράφονται οι πληροφορίες που αναφέρονται στο άρθρο 43u του Ν, 2190/20 και στο άρθρο 107 του ίδιου Νόμου, σχετικά με το Προσάρτημα των ενοποιημένων Οικονομικών Καταστάσεων, ενώ έχει επικρατήσει να χρησιμοποιείται το υπόδειγμα που συντάχθηκε από ορκωτούς ελεγκτές για διευκόλυνση των επιχειρήσεων.

Αντίθετα, για τη σύνταξη του προσαρτήματος σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (Φίλιος, 2012):

- αφενός ορίζεται από κάθε πρότυπο ξεχωριστά, το σύνολο των πληροφοριών που πρέπει να περιέχονται στο προσάρτημα και αφορούν το συγκεκριμένο θέμα και
- αφετέρου υπάρχουν ορισμένα πρότυπα τα οποία αναφέρονται αποκλειστικά ή σχεδόν αποκλειστικά σε πληροφορίες που πρέπει να περιέχονται στο Προσάρτημα

Με τη διάταξη της § ιζ' του άρθρου 43α ορίζεται ότι στο προσάρτημα πρέπει να παρατίθενται και οποιεσδήποτε άλλες πληροφορίες που απαιτούνται από ειδικές διατάξεις της νομοθεσίας που ισχύει κάθε φορά ή που κρίνονται αναγκαίες για την επίτευξη των σκοπών της αρτιότερης πληροφόρησης των μετόχων και των τρίτων και της παρουσίασης μιας πιστής εικόνας της περιουσίας, της χρηματοοικονομικής κατάστασης (θέσης) και των αποτελεσμάτων χρήσης της εταιρίας, ο νόμος καθορίζει το ελάχιστο περιεχόμενο του προσαρτήματος και ότι ειδικές διατάξεις Νόμων είναι δυνατό να επιβάλλουν την αναγραφή σ' αυτό κι άλλων πληροφοριακών στοιχείων (Ali et al., 2004). Αλλά και η εταιρία δικαιούται να παραθέσει στο προσάρτημα περισσότερες πληροφορίες και επεξηγήσεις απ' αυτές που απαιτεί ο νόμος, αρκεί οι πληροφορίες αυτές να οδηγούν σε πληρέστερη πληροφόρηση αυτών που ενδιαφέρονται για την οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα χρήσης της εταιρίας.

Το προσάρτημα πρέπει να υποβάλλεται σε δημοσιότητα. Κατά το Ε.Γ.Λ.Σ., το προσάρτημα του Ισολογισμού και των Αποτελεσμάτων Χρήσης περιέρχεται σε γνώση τρίτων δημοσιεύεται ή υποβάλλεται στις αρμόδιες υπηρεσίες του κράτους, σύμφωνα με τη διαδικασία που προβλέπεται από τη νομοθεσία που ισχύει κάθε φορά.

Σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 7 του ν.2190/1920, το προσάρτημα, μαζί με τις υπόλοιπες οικονομικές καταστάσεις, καταχωρούνται, ύστερα από έλεγχο, στο Μητρώο Ανώνυμων Εταιριών που τηρείται από την υπηρεσία του Υπουργείου Εμπορίου της αρμόδιας Νομαρχίας. Το προσάρτημα όμως δεν δημοσιεύεται στο τεύχος Ανώνυμων Εταιριών και Εταιριών Περιορισμένης Ευθύνης της εφημερίδας της κυβερνήσεως ούτε σε πολιτική και οικονομική εφημερίδα, όπως υποχρεωτικά δημοσιεύονται οι υπόλοιπες οικονομικές καταστάσεις, είκοσι (20) ημέρες τουλάχιστον πριν από τη συνεδρίαση της συνελεύσεως (άρθρο 43ν.2190/1920).

## 1.2. Χρήστες των οικονομικών καταστάσεων

Χρήστες των οικονομικών καταστάσεων είναι οι τρίτοι, κυρίως μη εμπλεκόμενοι στην διοίκηση της επιχείρησης, οι οποίοι είναι οι αποδέκτες αυτών και ενδιαφέρονται για την ιστορική χρηματοοικονομική πληροφόρηση της επιχείρησης. Αυτό δεν σημαίνει υποχρεωτικά ότι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων δεν μπορεί να είναι και εμπλεκόμενοι στην διοίκηση ή εργαζόμενοι της επιχείρησης. Ο κύριος λόγος του ενδιαφέροντός των χρηστών των οικονομικών καταστάσεων για αυτές σχετίζεται με την ανάγκη λήψης οικονομικών αποφάσεων σχετικά με την επιχείρηση, χωρίς όμως να αποκλείονται και άλλοι λόγοι π.χ. δημοσιογραφικοί ή εκπαιδευτικοί (Φίλιος, 2012). Είναι σαφές ότι η μελέτη της ιστορικής χρηματοοικονομικής πληροφόρησης διαφέρει ανά περίπτωση ομάδας χρηστών αλλά και ανάλογα με τους στόχους που επιδιώκεται να επιτευχθούν μέσω αυτής.

Η πρώτη και κυριότερη ομάδα χρηστών των οικονομικών καταστάσεων είναι οι επενδυτές - μέτοχοι της επιχείρησης οι οποίοι σε τακτική χρονική βάση ενδιαφέρονται να γνωρίζουν για την αποδοτικότητα της διοίκησης όπως αυτή εκφράζεται στα αποτελέσματα μίας περιόδου ή έτους, αλλά και για την περιουσιακή διάρθρωση της επιχείρησης στην οποία έχουν επενδύσει. Και οι δύο αυτές κατηγορίες των πληροφοριών έχουν αναπόφευκτα σημαντικότερη επίπτωση στην αξία των μετοχών τους.

Δεύτερη σημαντική ομάδα χρηστών των οικονομικών καταστάσεων είναι αυτή των δανειστών της επιχείρησης. Στην ομάδα αυτή ανήκουν κυρίως οι δανειοδότες τράπεζες που ενδιαφέρονται για την αποπληρωμή και την ασφάλεια των δανείων που έχουν δώσει στην επιχείρηση. Στην ομάδα αυτή ανήκουν επίσης και οι προμηθευτές και λοιποί πιστωτές της επιχείρησης που ενδιαφέρονται για την τύχη των πιστώσεων που παρέχουν και σίγουρα και για τον χρόνο αποπληρωμής των οφειλών της επιχείρησης προς αυτούς.

Τρίτη σημαντική ομάδα αποτελούν οι αναλυτές που παρακολουθούν θεμελιωδώς την επιχείρηση, προκειμένου να ενημερώσουν τους επενδυτές στα πλαίσια της λειτουργίας των χρηματιστηρίων ή ακόμη στα πλαίσια σύναψης μία συγκεκριμένης συναλλαγής π.χ. εξαγοράς ή συγχώνευσης.

Μία άλλη, διόλου ευκαταφρόνητη ομάδα χρηστών των οικονομικών καταστάσεων αποτελούν οι εργαζόμενοι και τα στελέχη της επιχείρησης, των οποίων η εργασιακή τύχη και αμοιβές συνδέονται απολύτως με την πορεία της επιχείρησης, όπως αυτή αποτυπώνεται στις οικονομικές καταστάσεις της.

Σημαντικοί επίσης χρήστες των οικονομικών καταστάσεων είναι και οι πελάτες της επιχείρησης, οι οποίοι ενδιαφέρονται κυρίως για την δυνατότητα της επιχείρησης να συνεχίσει να λειτουργεί ομαλά, ειδικά στις περιπτώσεις μακροχρόνιων επιχειρηματικών σχέσεων.

Τέλος, σημαντική ομάδα χρηστών αποτελεί το κράτος και οι εποπτικές αρχές, είτε από πλευράς συλλογής φορολογικών εσόδων και λοιπών εισφορών, είτε λόγω της κρατικής εποπτείας που ασκείται σε συγκεκριμένες κατηγορίες επιχειρήσεων (χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ασφαλιστικές εταιρείες, φαρμακοβιομηχανίες κλπ.), είτε ακόμη για την μελέτη του κοινωνικού έργου που εκτελούν οι επιχειρήσεις.

### 1.3. Λογιστική ανάλυση

Ο σκοπός της λογιστικής ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων είναι να εκτιμηθεί ο βαθμός στον οποίο αυτές αντανακλούν την επιχειρηματική και οικονομική πραγματικότητα (Φίλιος, 2012). Η λογιστική απεικόνιση της ιστορικής χρηματοοικονομικής πληροφόρησης όπως αυτή αποτυπώνεται στις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων αντανακλά σε μεγάλο βαθμό και την επιχειρηματική κουλτούρα της χώρας στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση.

Οι αναλυτές, οι επενδυτές και γενικότερα οι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων μελετούν τις οικονομικές καταστάσεις προσπαθώντας να εντοπίσουν περιοχές «λογιστικής ευελιξίας» καθώς και να αξιολογήσουν τις λογιστικές εκτιμήσεις της διοίκησης, ως προς την καταλληλότητά και την ακρίβειά τους, προκειμένου να διαπιστωθεί ο βαθμός στρέβλωσης των οικονομικών μεγεθών που παρουσιάζονται στις οικονομικές καταστάσεις της υπό μελέτη επιχείρησης (Φίλιος, 2012). Εφόσον έχει διαπιστωθεί η «λογιστική στρέβλωση» και έχουν εντοπισθεί τα υπό τακτοποίηση λογιστικά μεγέθη, οι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων προχωρούν σε λογιστικές τακτοποιήσεις προκειμένου οι οικονομικές καταστάσεις να εμφανίζουν μία

όσο το δυνατόν περισσότερο αντικειμενική και συγκρίσιμη πληροφόρηση. Το επόμενο βήμα στην διαδικασία μελέτης των οικονομικών

καταστάσεων είναι η χρηματοοικονομική ανάλυση τους με την χρήση αριθμοδεικτών (Palerau, 2008).

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι όταν χρησιμοποιείται ο όρος «λογιστική ευελιξία» δεν εννοούμε κατ' ανάγκην την δημιουργική λογιστική. Στα πλαίσια της παρούσης εργασίας ο όρος αυτός χρησιμοποιείται προκειμένου να συζητηθούν οι περιοχές εκείνες στις οικονομικές καταστάσεις στις οποίες παρέχεται η δυνατότητα λογιστικών χειρισμών (εναλλακτικές ή μη), που επιτρέπονται από το συγκεκριμένο λογιστικό πλαίσιο που έχει υιοθετηθεί από την διοίκηση της επιχείρησης για την σύνταξή τους. Στο σημείο αυτό, παράδειγμα αποτελεί η δυνατότητα μη σχηματισμού (ή μερικού σχηματισμού) της πρόβλεψης για την αποζημίωση του προσωπικού, σύμφωνα με τις γενικά παραδεκτές Ελληνικές Λογιστικές Αρχές που εφαρμόζονται στην χώρα μας (Φίλιος, 2012).

Η ευχέρεια αυτή οφείλεται κατά βάση στην διάσταση μεταξύ του φορολογικού δικαίου και του εμπορικού νόμου, που οδηγεί τελικά το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο (Ε.Γ.Λ.Σ.) να αποδέχεται δύο λογιστικούς χειρισμούς, όσον αφορά στον σχηματισμό της συγκεκριμένης πρόβλεψης και την γνωστοποίησή της στις οικονομικές καταστάσεις . Άλλο παράδειγμα «λογιστικής ευελιξίας», προερχόμενο και αυτό από την Ελληνική πραγματικότητα, είναι η μη αναγνώριση στις οικονομικές καταστάσεις των αναβαλλόμενων φόρων καθώς και η μη αναγνώριση προβλέψεων για ενδεχόμενους πρόσθετους φόρους που θα προκύψουν για την επιχείρηση από μελλοντικούς ελέγχους των φορολογικών αρχών. Οι περιπτώσεις αυτές αναλύονται διεξοδικά στην συνέχεια.

Επίσης διευκρινίζεται ότι, ο όρος «λογιστική στρέβλωση» δεν σημαίνει κατ' ανάγκη λάθος στις οικονομικές καταστάσεις από σκόπιμη παραποίηση λογαριασμών . Για τους σκοπούς της παρούσης εργασίας, η «λογιστική στρέβλωση» παραπέμπει στην μη ορθή λογιστική απεικόνιση ενός λογιστικού μεγέθους, η οποία οφείλεται στη υιοθέτηση μίας λογιστικής αρχής ή προτύπου, η οποία όμως δεν κρίνεται ως κατάλληλη.

#### 1.4. Δ.Λ.Π και παρουσίαση οικονομικών καταστάσεων

Η εισαγωγή των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Παρουσίασης (IFRS), που στην χώρα μας έγιναν γνωστά ως Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (Δ.Λ.Π.), πρόκειται να αλλάξει ριζικά την εικόνα των εταιριών.

Τα Δ.Λ.Π έχουν αρχίσει να εφαρμόζονται στο λογιστικό σύστημα της χώρας μας από 1/1/2003, αρχής γενομένης από τις εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο, όπως ορίζεται εξάλλου από τον Νόμο 2992/2002 με τον οποίο και θεσμοθετήθηκαν τα διεθνή αυτά πρότυπα". Αν και στη χώρα μας επισπεύτηκε η εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, η Ευρωπαϊκή Ένωση έθεσε ως όριο εφαρμογής τους το 2005, ενώ άλλες χώρες όπως η Γαλλία, η Γερμανία και η Ολλανδία προτείνουν παράταση της προθεσμίας ως το 2007. Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι τα Δ.Λ.Π εισάγουν καινοτόμες διατάξεις (σε σύγκριση με τον Ν. 2190/1920) ως προς την αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων σε τρέχουσες τιμές (Φίλος, 2011).

Τα Δ.Λ.Π καταρτίζονται από ένα ανεξάρτητο οργανισμό που ονομάζεται Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (International Accounting Standards Board), IASB, έχει έδρα το Λονδίνο και λειτουργεί από το 2001. Το Συμβούλιο προϋπήρξε ως Επιτροπή Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (International Accounting Standards Committee), IASC, που συστήθηκε από το 1975 (Χέβας, 2010). Ο ανεξάρτητος αυτός φορέας χρηματοδοτείται παγκοσμίως από συνεισφορές των κυριότερων λογιστικών-ελεγκτικών εταιριών, από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα του ιδιωτικού τομέα, από επιχειρήσεις, από κεντρικές και αναπτυξιακές τράπεζες και άλλους διεθνείς και επαγγελματικούς φορείς. Τα μέλη του Συμβουλίου προέρχονται από εννέα χώρες και ασκούν διάφορες σχετικές επαγγελματικές δραστηριότητες.

Αποστολή του Συμβουλίου είναι η ανάπτυξη, εν ονόματι του δημοσίου συμφέροντος, ενός μοναδικού συνόλου λογιστικών προτύπων, που να είναι υψηλής ποιότητας, κατανοητά, εφαρμόσιμα και παγκόσμιας αποδοχής, έτσι ώστε οι δημοσιευμένες λογιστικές-οικονομικές καταστάσεις να είναι διαφανείς και να παρέχουν συγκρίσιμη πληροφόρηση, χρήσιμη στους συμμετέχοντες στις αγορές κεφαλαίου, παγκοσμίως και σε εκείνους που λαμβάνουν χρηματοοικονομικές αποφάσεις (Φίλος, 2011). Για την ολοκλήρωση της αποστολής αυτής το Συμβούλιο συνεργάζεται με τις αρχές<sup>24</sup> που θέτουν πρότυπα σε εθνικό επίπεδο σε όλες τις χώρες του κόσμου.



Στην Ελλάδα, αρμόδια αρχή είναι το Σ.Ο.Ε.Λ., μέλος της IASC και του μετέπειτα IASB ώστε να επιτυγχάνεται η απαραίτητη σύγκλιση. Ο τρόπος λειτουργίας του Συμβουλίου, οι ψηφοφορίες που λαμβάνουν χώρα, οι διαδικασίες που ακολουθούνται ως την υιοθέτηση ενός προτύπου και η δημοσιοποίηση των συνεδριάσεων του διαλαμβάνουν δημοκρατικό χαρακτήρα.

Προς διευκόλυνση της επίτευξης αποστολής του, το Συμβούλιο έχει καθιερώσει το πλαίσιο για την κατάρτιση και παρουσίαση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων (Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements). Το πλαίσιο αυτό βοηθάει το Συμβούλιο στην ανάπτυξη νέων και/ή στην αναθεώρηση των υπαρχόντων ΛΠ. καθώς και στην προώθηση εναρμόνισης των κανόνων, των προτύπων και των διαδικασιών που ακολουθούνται παγκόσμιος σε σχέση με την εμφάνιση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων (Φίλος, 2011).

Η αποστολή του Συμβουλίου αποτελεί και τον σκοπό τη: υιοθέτησης και εφαρμογής των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων από μια χώρα. Είναι γνωστό ότι σε κάθε χώρα υπάρχουν κανόνες, σε εθνικό επίπεδο, που διέπουν τα τη: κατάρτισης και εμφάνισης των δημοσιευόμενων χρηματοοικονομικών καταστάσεων.

Οι κανόνες αυτοί είναι λογικό και αναμενόμενο να διαφέρουν από χώρα σε χώρα, δεδομένου ότι γενικώς, επηρεάζονται από τον βαθμό οικονομικής ανάπτυξης κάθε χώρας (Χέβας, 2010). Το Συμβούλιο λαμβάνει υπόψη τις διαφορές αυτές όταν πρόκειται να καταρτίσει ένα νέο. ή να αναθεωρήσει ένα υπάρχον Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο παγκόσμιας αποδοχής.

Σκοπός του Συμβουλίου είναι να εναρμονίσει τους εθνικούς κανόνες και πρότυπα. Για να επιτευχθεί όμως αυτός ο σκοπός, τα ΔΛΠ πρέπει να ασχολούνται με ουσιαστικά θέματα και όχι με λεπτομέρειες. Διαφορετικά υπάρχει κίνδυνος τα ΔΛΠ να γίνουν δύσχρηστα και πολύπλοκα. Αυτό οδηγεί στην διαπίστωση ότι τα ΔΛΠ όπως αυτά προετοιμάζονται από το Συμβούλιο, δεν αποσκοπούν στο να υπερκεράσουν τους εθνικούς κανόνες και πρότυπα που ισχύουν ως προς την κατάρτιση και εμφάνιση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Από την στιγμή, όμως που μια χώρα αποφασίσει οικειοθελώς την υιοθέτηση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, αυτό βοηθάει στην βελτίωση της πληροφόρησης που παρέχεται μέσω των χρηματοοικονομικών καταστάσεων (Φίλος, 2011).

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις, την κατ' ελάχιστον ετησίως δημοσίευση των οποίων θεωρούν δεδομένη τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, τόσο σε επίπεδο επιχείρησης όσο και σε επίπεδο ομίλου επιχειρήσεων, είναι οι εξής ο ισολογισμός, η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, η κατάσταση μεταβολών στη χρηματοοικονομική θέση (η οποία μπορεί να συνταχθεί είτε αναφορικά προς τις ταμειακές ροές είτε προς τις κεφαλαιακές ροές), ο πίνακας διάθεσης κερδών και το προσάρτημα.

Οι γενικές λογιστικές αρχές, που ακολουθούνται κατά την κατάρτιση και δημοσιοποίηση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και που υιοθετούνται από τα Δ.Λ.Π. είναι οι εξής:

➤ **Η δεδουλευμένη βάση**

Αυτό σημαίνει ότι τα διάφορα λογιστικά γεγονότα, που επηρεάζουν την καθαρή θέση της επιχείρησης, καταχωρούνται στα βιβλία της όταν συμβαίνουν και όχι όταν εισπράττονται. ή πληρώνονται.

Περιέχει διάφορες συμπληρωματικές: πληροφορίες και επεξηγήσεις σε κονδύλια που αναφέρονται κυρίως στον ισολογισμό και στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης.

Αυτό, περαιτέρω, σημαίνει ότι οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις παρέχουν πληροφόρηση όχι μόνο για τις εισπράξεις και πληρωμές της επιχείρησης που αφορούν μετρητά και που συνέβησαν στο παρελθόν, αλλά και για τις υποχρεώσεις και απαιτήσεις της επιχείρησης: σε μετρητά που αφορούν το μέλλον.

➤ **Η συνέχεια της δραστηριότητας**

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις καταρτίζονται με βάση τη υπόθεση ότι η επιχείρηση θα συνεχίσει την δραστηριότητα τη; και στο μέλλον. Συνεπώς δεν έχει λόγο να ρευστοποιήσει άμεσα τα περιουσιακά της στοιχεία ή να περιορίσει την δραστηριότητα της.

➤ **Κατανοητικότητα**

Η πληροφόρηση που παρέχεται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις πρέπει να γίνεται άμεσα κατανοητή από τους χρήστες, υπό την προϋπόθεση ότι διαθέτουν και οι τελευταίοι τις απαραίτητες λογιστικές και οικονομικές γνώσεις.

➤ **Σχετικότητα**

Για να είναι χρήσιμη η πληροφόρηση που εμπεριέχεται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις, πρέπει να είναι σχετική με τις ανάγκες των χρηστών στην λήψη αποφάσεων, έτσι ώστε να τους βοηθάει στην λήψη οικονομικών αποφάσεων στο μέλλον, ή με την διόρθωση εκτιμήσεων που αφορούν' το παρελθόν.

➤ **Ουσιαστικότητα**

Στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις εμπεριέχεται πληροφόρηση που είναι ουσιαστική, δεδομένου ότι μπορεί να επηρεάσει τις οικονομικές αποφάσεις των χρηστών.

➤ **Αξιοπιστία**

Για να είναι χρήσιμη η πληροφορία πρέπει να είναι αξιόπιστη. Η πληροφορία είναι αξιόπιστη όταν είναι ουσιαστική, χωρίς προσωπικές εκτιμήσεις, πλήρης και συντηρητική.

➤ **Συγκρισιμότητα**

Οι χρήστες των χρηματοοικονομικών καταστάσεων πρέπει να είναι σε θέση να συγκρίνουν διαχρονικά την περιουσιακή θέση της επιχείρησης, αλλά και σε σχέση με άλλες ομοειδείς επιχειρήσεις, για να εξάγουν συμπεράσματα που θα επηρεάσουν τις μελλοντικές οικονομικές τους αποφάσεις. Την αρχή της συγκρισιμότητας βοηθάει η έγκαιρη δημοσίευση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων.

Με βάση τις παραπάνω λογιστικές αρχές και άλλους κανόνες των Δ.ΛΠ που αφορούν τα περιουσιακά στοιχεία, τις υποχρεώσεις και τα κεφάλαια (ή καθαρή θέση) της επιχείρησης, γενικά παρατηρείται ότι τα Δ.ΛΠ αποκλίνουν από την αρχή του ιστορικού κόστους (historical cost).

Ως βάση μέτρησης των στοιχείων που εμπεριέχονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις υιοθετείται η αρχή του τρέχοντος κόστους (current cost). Συνέπεια της υιοθέτησης του τρέχοντος κόστους είναι ότι οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις συντάσσονται όχι μόνο με βάση τα λογιστικά στοιχεία αλλά και με βάση εκτιμήσεις και προβλέψεις που παρέχουν ειδικοί εκτιμητές.

Τέλος, πρέπει να αναφερθεί ότι ένα άλλο βασικό πλεονέκτημα των Διεθνών Λογιστικών Πρότυπων είναι ότι καθένα από αυτά αναφέρεται σε ένα συγκεκριμένο θέμα, το οποίο και εξαντλούν (π.χ. συμβάσεις κατασκευαστών, ή απομείωση αξίας στοιχείων ενεργητικού, κτλ.). Αυτό σημαίνει ότι αποφεύγεται η πρακτική που ακολουθείται στην ελληνική νομοθεσία όπου οι διατάξεις για το ίδιο θέμα είναι διάσπαρτες σε πολλούς νόμους. Τα ισχύοντα Δ.Λ.Π είναι συνολικά 41 αλλά σε ισχύ, είναι 34.

### **1.5. Ε.Λ.Π και παρουσίαση οικονομικών καταστάσεων**

Ο όρος Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, χωρίς να έχει επίσημα διατυπωθεί, αναφέρεται στις γενικά παραδεκτές Ελληνικές Λογιστικές Αρχές και χρησιμοποιείται προκειμένου να προσδιορίσει ένα λογιστικό πλαίσιο αρχών και κανόνων που αποτελούν το Λογιστικό Δίκαιο της Ελλάδας.

Περαιτέρω μπορεί να σημειωθεί ότι, αυτό το Λογιστικό Δίκαιο συντίθεται από τους επιμέρους κανόνες που διέπουν την λογιστική των επιχειρήσεων (Αληφαντής, 2008). Αυτοί οι κανόνες περιλαμβάνονται στο Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο (Π.Δ. 1123/1980), στους φορολογικούς νόμους (φορολογία εισοδήματος φυσικών και νομικών προσώπων, Κ.Β.Σ., Φ.Π.Α., κλπ.) και στους εμπορικούς νόμους 2190/1920 (περί Ανωνύμων Εταιρειών) και 3190/1955 (περί Εταιρειών Περιορισμένης Ευθύνης).

Το Γενικό Λογιστικό Σχέδιο προσδιορίζεται ως ένα σύστημα κανόνων ταξινομήσεων των λογιστικών μεγεθών (Αληφαντής, 2008). Σύμφωνα με το άρθρο 48 του Ν. 1041/1980 με το Ε.Γ.Λ.Σ επιδιώκεται ο με ομοιόμορφο τρόπο λογιστικός χειρισμός των συναλλαγών, η αληθής και ομοιόμορφη απεικόνιση της οικονομικής καταστάσεως και της περιουσιακής διάρθρωσης των οικονομικών μονάδων, η ορθή εκτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας αυτών, η διευκόλυνση των μετ' αυτών συναλλασσομένων και του επενδυτικού κοινού στην κατανόηση των δημοσιευόμενων ισολογισμών, λογαριασμών αποτελεσμάτων και λοιπών οικονομικών καταστάσεων, η άντληση πάσης φύσεως αξιόπιστων πληροφοριών εννοιολογικά τυποποιημένου περιεχομένου προς αξιοποίηση, τόσο υπό αυτών τούτων των οικονομικών μονάδων, όσον και υπό των αρμοδίων κρατικών υπηρεσιών, ως και των επαγγελματικών οργανώσεων, η απλούστευση και διευκόλυνση των πάσης φύσεως ελέγχων και η εκ της λογιστικής τυποποίησης αύξηση της παραγωγικότητας.

Ο Κώδικας Βιβλίων και Στοιχείων (ΚΒΣ) αποτελεί ένα σύνολο διατάξεων λογιστικής οικονομικής και τεχνικής φύσεως που αποβλέπουν στη σύλληψη της φορολογητέας ύλης και την καταπολέμηση της φοροδιαφυγής (Αληφαντής, 2008). Τα τελευταία κεφάλαια του ΚΒΣ περιγράφουν τις διαδικασίες προσδιορισμού των οικονομικών αποτελεσμάτων των επιχειρήσεων (διαχειριστική περίοδος, απογραφή, αποτίμηση στοιχείων απογραφής και σύνταξη ισολογισμού και λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσης) και του κύρους των τηρουμένων από την επιχείρηση βιβλίων και στοιχείων.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>

## 2. Η εταιρική διακυβέρνηση

### 2.1. Η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης

Η εταιρική διακυβέρνηση σαν έννοια δεν είναι καινούργια αφού συνδέεται με την οργάνωση της διαδικασίας της παραγωγής., που επιδιώχθηκε από αρχαιότατων χρόνων (Parrat, 1999).

Η εταιρική διακυβέρνηση έχει πετύχει να προσελκύσει το έντονο ενδιαφέρον του κοινού λόγω της σημασίας της στην οικονομική ευεξία των επιχειρήσεων αλλά και την ευημερία της κοινωνίας γενικότερα. Εντούτοις, η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης καθορίζεται με διάφορους τρόπους επειδή καλύπτει ενδεχομένως ολόκληρο το πλαίσιο των δραστηριοτήτων που έχουν την άμεση ή έμμεση σχέση με την αποτελεσματικότητα των εταιριών αλλά και τους διαφορετικούς κλάδους που δραστηριοποιείται η κάθε μία από αυτές (Eccles & Youmans, 2015). Η εταιρική διακυβέρνηση εκφράζει γενικότερα μια φιλοσοφία και αποτυπώνει τις αντιλήψεις γύρω από την εξουσία και τους τρόπους ενάσκησής της. Αξιολογεί τους επιμέρους φορείς που μετέχουν στην εξουσία και επιχειρεί την οριοθέτηση των σχέσεων τους προς την επίτευξη του επιθυμητού στόχου. Κατά συνέπεια, διάφοροι ερευνητές και ακαδημαϊκοί έχουν προτείνει κατά καιρούς διαφορετικούς ορισμούς, οι οποίοι απεικονίζουν βασικά τα ειδικά ενδιαφέροντα τους για το ζήτημα. Ο καλύτερος τρόπος για την κατανόηση της έννοιας της εταιρικής διακυβέρνησης είναι ίσως η απαρίθμηση μερικών από τους διαφορετικούς ορισμούς παρά η αναφορά μόνο σε ένα ή δύο.

Ο προσδιορισμός και η έκφραση της εταιρικής διακυβέρνησης έχει διάφορους ορισμούς που εξαρτώνται κύρια από την προσέγγιση της βασικής έννοιας και την οπτική γωνία που εξετάζει ο κάθε ενδιαφερόμενος το θέμα. Οι Hawley & Williams (1996) συνόψισαν τις διάφορες προσεγγίσεις της εταιρικής διακυβέρνησης που βρήκαν στη βιβλιογραφία σε τέσσερα ευδιάκριτα πρότυπα:

- Το καθαρά οικονομικό υπόδειγμα ή υπόδειγμα των μετόχων (shareholders)
- Το πολιτικό υπόδειγμα
- Το υποστηρικτικό ή συμβουλευτικό υπόδειγμα

- Το υπόδειγμα των ενδιαφερομένων μερών (stakeholders)

Το καθαρά οικονομικό υπόδειγμα ή υπόδειγμα των μετόχων (shareholders) της εταιρικής διακυβέρνησης, αναγνωρίζει την μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων σαν τον μοναδικό στόχο μιας επιχείρησης. Το μοντέλο αυτό βασίζεται στην χρήση εσωτερικών κανονισμών που περιγράφουν και ελέγχουν την συμπεριφορά των διοικούντων διευθυντών και οι οποίοι απολύονται ή αντικαθίστανται αν δεν πετύχουν στο να βελτιστοποιήσουν την περιουσία των μετόχων. Το υπόδειγμα αυτό προέκυψε μετά τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας (μετόχων) από την διαχείριση της επιχείρησης. Οι Eccles & Youmans, (2015), υποστηρίζουν ότι ο ακριβής όρος για τον διαχωρισμό αυτό είναι, «διαχωρισμός των λειτουργιών λήψης αποφάσεων και ανάληψης κινδύνου».

Ωστόσο, ο διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου μπορεί να δώσει το κίνητρο στους διοικούντες να χρησιμοποιήσουν τους πόρους της επιχείρησης για ίδιο όφελος, χωρίς να ικανοποιήσουν την επιθυμία των μετόχων για μεγιστοποίηση του πλούτου τους. Το πρόβλημα του «εντολέα-εντολοδόχου» είναι βασικό στοιχείο της θεωρίας των «ατελών συμβολαίων» (incomplete contracts) που πρώτος ανέπτυξε ο Coase (1937). Ιδανικά, ο εντολέας (μέτοχος-επενδυτής) και ο εντολοδόχος (επαγγελματίες διαχειριστές της εταιρείας) θα μπορούσαν να υπογράψουν ένα συμβόλαιο, στο οποίο θα ορίζονταν με ακρίβεια και σαφήνεια το τι θα έπρεπε να πράξει το κάθε συμβαλλόμενο μέρος σε κάθε μελλοντική ενδεχόμενη κατάσταση. Σε καθεστώς πλήρους και συμμετρικής πληροφόρησης, όπου οι κεφαλαιαγορές λειτουργούν τέλεια, θα ήταν πράγματι εφικτή η σύναψη ολοκληρωμένων και τέλειων συμβολαίων. Όμως, τα περισσότερα μελλοντικά ενδεχόμενα είναι εξαιρετικά δύσκολο να προβλεφθούν και να περιγραφούν, με αποτέλεσμα να είναι αδύνατη η σύναψη «τέλειων» συμβολαίων (Crawford, 2007). Στο πλαίσιο αυτό, μία σειρά μηχανισμών στοχεύουν ακριβώς στην υπέρβαση των προβλημάτων που προκύπτουν από το διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου:

- Χρησιμοποίηση διαφόρων μηχανισμών ικανοποίησης των συμφερόντων των ανώτατων διοικητικών στελεχών με αυτά των μετόχων, όπως προσδιορισμός των αμοιβών (ετήσια αποζημίωση, stock options), έγκαιρη και



αποτελεσματική παρακολούθηση των ενεργειών των στελεχών από το διοικητικό συμβούλιο.

- Δημιουργία θεσμικού πλαισίου που να προστατεύει αποτελεσματικά τα δικαιώματα των μετόχων, και να εμποδίζει τη χρήση εσωτερικής πληροφόρησης στις χρηματιστηριακές συναλλαγές.
- Σωστή και αποτελεσματική λειτουργία του τρόπου εξαγοράς επιχειρήσεων.

Το πολιτικό υπόδειγμα αναγνωρίζει την ύπαρξη εξωτερικών δυναμικών παραγόντων, ικανών να παρακολουθούν και να ελέγχουν την πορεία μιας επιχείρησης. Ένας τέτοιος παράγοντας είναι οι θεσμικοί επενδυτές που το «πακέτο» μετοχών που κατέχουν τους δίνει το δικαίωμα να ελέγχουν τους διοικούντες και να συμμετέχουν ή να έχουν λόγο στην διακυβέρνηση (Crawford, 2007).

Το υποστηρικτικό ή συμβουλευτικό υπόδειγμα που θεωρεί ότι οι ανώτατοι διευθυντές είναι αξιόπιστα και ικανά στελέχη και δουλεύουν πάντα με στόχο την εξασφάλιση μεγάλων αποδόσεων για τους μετόχους. Εξ αιτίας της εμπιστοσύνης αυτής στην αποτελεσματικότητα των στελεχών, η εταιρική διακυβέρνηση είναι ουσιαστικά ανενεργή ή πολύ χαλαρή αφού επιτρέπει στους διοικούντες να ενεργούν χωρίς πολλούς ελέγχους και περιορισμούς.

Το υπόδειγμα των ενδιαφερομένων μερών (stakeholders) όπως ορίζεται πάλι από τους Hawley & Williams παρουσιάζει ένα πλαίσιο υπευθυνότητας μιας επιχείρησης που είναι ευρύτερο από το οικονομικό και το υποστηρικτικό μοντέλο. Στο υπόδειγμα αυτό η μεγιστοποίηση των κερδών πρέπει να συνυπάρχει και να υποστηρίζει την ευθύνη της εταιρίας όχι μόνο απέναντι στους μετόχους αλλά και απέναντι στα άλλα ενδιαφερόμενο μέρη. Καθώς η σύγχρονη επιχείρηση δημιουργεί ποικίλες αλληλεξαρτήσεις (interdependencies) και προκαλεί σημαντικές εξωτερικές επιδράσεις (externalities) σε μια σειρά από εμπλεκόμενους - ενδιαφερομένους (εργαζόμενοι, πιστωτές, προμηθευτές, μακροχρόνιοι πελάτες, τοπική κοινωνία), οι στόχοι της οφείλουν να εξυπηρετούν το κοινωνικό σύνολο (Crawford, 2007).

Κατά την άποψη της Blair (1995) ως ενδιαφερόμενο μέρη προσδιορίζονται όσοι έχουν προσφέρει στην επιχείρηση πόρους, υλικούς ή αυλούς ανθρώπινους και μη. Η εταιρική διακυβέρνηση επομένως πρέπει να περιλαμβάνει τις ηθικές και κοινωνικές

ευθύνες μιας επιχείρησης απέναντι στην κοινωνία την οποία δραστηριοποιείται (Keasey & Wright (1997). Την έννοια αυτή της εταιρικής διακυβέρνησης, δηλαδή την υποστήριξη της συνεργασίας μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών όχι μόνο για την δημιουργία πλούτου προς όφελος των μετόχων, αλλά παράλληλα προς όφελος όλων, με την δημιουργία θέσεων εργασίας και υγείων οικονομικά επιχειρήσεων, υποστηρίζουν και οι βασικές αρχές που προτείνει ο Ο.Ο.Σ.Α. (1999) για την εταιρική διακυβέρνηση.

Ειδικότερα, οι εμπειρογνώμονες του Ο.Ο.Σ.Α. έχουν καθορίσει την εταιρική διακυβέρνηση ως « το σύστημα με το οποίο οι εταιρίες διοικούνται και ελέγχονται. Σύμφωνα με αυτούς η δομή της εταιρικής διακυβέρνησης διευκρινίζει την κατανομή των δικαιωμάτων και των αρμοδιοτήτων μεταξύ των διάφορων συμμετεχόντων στην εταιρία, όπως, του Δ.Σ., των διευθυντών, των μετόχων και των άλλων ενδιαφερομένων μερών και εξηγεί τους κανόνες και τις διαδικασίες για την λήψη αποφάσεων σχετικά με τις εταιρικές υποθέσεις. Με τον τρόπο αυτό, παρέχει τη δομή μέσω της οποίας τίθενται οι στόχοι της επιχείρησης, και επίσης παρέχει τα μέσα για την επίτευξη των στόχων και της αποδοτικότητας (Crawford, 2007). Παράλληλα, οι αρχές αυτές του Ο.Ο.Σ.Α., προσπαθούν να υποστηρίξουν τις κυβερνήσεις των κρατών-μελών του στην βελτίωση του νομοθετικού και κανονιστικού πλαισίου ώστε με την εφαρμογή κανόνων χρηστής εταιρικής διακυβέρνησης να αναπτυχθεί κλίμα εμπιστοσύνης μεταξύ των επενδυτών των επιχειρήσεων αλλά και της πολιτείας.

Αξίζει επίσης να αναφερθεί η πλέον πρόσφατη άποψη στο θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης, όπως αυτή εκφράστηκε από τον Aoki (2004) υπό τον όρο της συγκριτικής θεσμικής ανάλυσης (The Comparative Institutional Analysis).

Σύμφωνα με τον Aoki (2004) ο όρος εταιρική διακυβέρνηση άρχισε να αποκτά ενδιαφέρον για τους οικονομολόγους στα τέλη της δεκαετίας του 1980 και αρχές του 1990. Συνέβη λόγω του ισχυρού ανταγωνισμού που εκδηλώθηκε από τις Γερμανικές και Ιαπωνικές επιχειρήσεις προς την αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών, με αποτέλεσμα να ενεργοποιηθούν οι αμερικάνικες επιχειρήσεις. Στο συνέδριο της Αμερικάνικης Ακαδημίας Επιστημών το 1991 με θέμα την εταιρική διακυβέρνηση, διατυπώθηκε η άποψη ότι η μείωση της ανταγωνιστικότητας των αμερικάνικων επιχειρήσεων οφειλόταν στον βραχυπρόθεσμο προσανατολισμό κερδών που

επέμεναν τα ανώτατα στελέχη, εξ αιτίας της ισχυρής πίεσης που δεχόταν από τους επενδυτές και την χρηματιστηριακή αγορά για άμεσα αποτελέσματα. Αντίθετα, οι αντίστοιχες ανταγωνιστικές επιχειρήσεις στην Γερμανία και την Ιαπωνία, ήταν απαλλαγμένες από τέτοιου είδους πιέσεις γιατί οι βασικοί χρηματοδότες τους ήταν οι τράπεζες, οι οποίες είχαν ήδη προσανατολιστεί προς τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης.

Κατά την άποψη του Aoki (2004) το ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης θα ήταν πιο σωστό να εξεταστεί βασιζόμενο στο πλαίσιο της θεωρία των παιγνίων (game theory) όπου οι τρεις βασικοί στρατηγικοί παίκτες είναι τα ανώτατα διοικητικά στελέχη, οι επενδυτές και οι εργαζόμενοι. Με αυτή την προσέγγιση η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης προσδιορίζεται ως «Ένα σύνολο αυτό οριζόμενων κανόνων (τυπικών ή άτυπων) που ρυθμίζουν τις επιλυμένες ενέργειες των παικτών μη ενδεχόμενης επιδράσεις στα εμπλεκόμενα μέρη». Για παράδειγμα, οι προσδοκίες των ανώτατων στελεχών σχετικά με πιθανές ενέργειες άλλων παικτών σε κρίσιμα θέματα όπως πχ. δυσκολίες στην χρηματοδότηση των επιχειρήσεων λόγω περιορισμών της πολιτείας ίσως να περιορίσουν (εκ των προτέρων) τις δράσεις τους σε βασικά και ουσιαστικά θέματα της εταιρικής διακυβέρνησης.

Θα πρέπει να τονισθεί επίσης ότι, η σημαντικότητα του θέματος της εταιρικής διακυβέρνησης σε συνδυασμό με την καθιέρωση κοινού νομίσματος (EURO), την ελεύθερη διακίνηση κεφαλαίων και ανθρώπων καθώς και το μεγάλο αριθμό εξαγορών και συγχωνεύσεων μεταξύ ευρωπαϊκών επιχειρήσεων, ώθησε τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης να ασχοληθούν πιο ενεργά με το θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης. Διαφορετικοί κώδικες προστασίας των επενδυτών και της κεφαλαιαγοράς υιοθετήθηκαν από τις Ευρωπαϊκές χώρες στην προσπάθειά τους να εξασφαλίσουν χρηστή διακυβέρνηση. Παρακάτω παρουσιάζονται οι σημαντικότεροι κώδικες των χωρών μελών της Ε.Ε. (Crawford, 2007):

- Γερμανία (German Panel Report).
- Βέλγιο (Cardon Report).
- Γαλλία (Vienot I and II; Levy-Lang Report).
- Ελλάδα (Capital Market Commission Report).
- Ιρλανδία (IAIM Guidelines).

- Ιταλία (Draghi Report).
- Ολλανδία (Peters Code).
- Πορτογαλία (CMVM Recommendations).
- Ισπανία (Report of the Special Committee).
- Βρετανία (Cadbury Report. Hampel Report. Greenbury Report. Combined Code).

Κατά την άποψη του ερευνητή αξίζει να αναφερθούν οι συστάσεις της Επιτροπής Calbury, που αποτέλεσαν την βάση για τους περισσότερους από τους παραπάνω μνημονευθέντες κώδικες που υιοθέτησαν οι διάφορες Ευρωπαϊκές χώρες όσον αφορά την εταιρική διακυβέρνηση.

## 2.2. Συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης

### 2.2.1. Εξωτερικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης

Κύριο χαρακτηριστικό των εξωτερικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης (τυπικά παραδείγματα αποτελούν οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο) είναι η ύπαρξη μεγάλων και υψηλής ρευστότητας κεφαλαιαγορών. Τα μετοχικά κεφάλαια των εταιρειών παρουσιάζουν μεγάλη διασπορά. Οι μέτοχοι, κάνοντας χρήση των δικαιωμάτων ψήφου, έχουν τη δυνατότητα να εκλέγουν το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας και να ψηφίζουν για σημαντικά ζητήματα (Clarke, 2007). Ωστόσο, στην πράξη, η δυνατότητα παρακολούθησης και ελέγχου της εκτελεστικής διοίκησης από τους μετόχους είναι περιορισμένη. Η μεγάλη διασπορά του μετοχικού κεφαλαίου των εταιρειών, θέτει τους μετόχους αντιμέτωπους με το πρόβλημα του «ελεύθερου επιβάτη» (free-rider problem). Με μικρό μερίδιο στην εταιρεία, κανένας μέτοχος δεν θα είναι διατεθειμένος να αναλάβει το έργο της συστηματικής παρακολούθησης και ελέγχου των αποφάσεων της εκτελεστικής διοίκησης, καθώς το κόστος μιας τέτοιας διαδικασίας (που επωμίζεται μόνος του) θα υπερβαίνει το προσδοκώμενο όφελος.

Η αδυναμία των μετόχων να παρακολουθούν αποτελεσματικά τη λειτουργία της εκτελεστικής διοίκησης, καθιστά την κεφαλαιαγορά ως τον κυριότερο μηχανισμό πειθαρχίας της εκτελεστικής διοίκησης. Έτσι, όταν η τελευταία δεν επιτυγχάνει αποτελεσματικά τα συμφέροντα των μετόχων, αυτοί με τη σειρά τους επιλέγουν τη μαζική έξοδο της εταιρείας, εκρέοντας άμεση πτώση της τιμής της και δίδοντας με αυτό τον τρόπο σήμα προς την εκτελεστική διοίκηση να μεταβάλει τις πολιτικές της και να τις ευθυγραμμίσει με τέτοιες που να προάγουν τα συμφέροντα τους (Σπανός, 2001).

Παράλληλα, οι επιχειρήσεις εκτίθενται στην απειλή των (επιθετικών) εξαγορών. Η ύπαρξη ενεργητικής αγοράς εταιρικού ελέγχου (market for corporate control) αποτελεί σημαντικό μηχανισμό ελέγχου της εκτελεστικής διοίκησης από τους μετόχους. Στο Ηνωμένο Βασίλειο την τελευταία δεκαετία έλαβαν χώρα κατά μέσο όρο 200 εξαγορές και συγχωνεύσεις ανά έτος. Στο 90% των επιθετικών εξαγορών το διοικητικό συμβούλιο της εξαγοραζόμενης εταιρείας αντικαταστάθηκε σε διάστημα δύο ετών μέχρι την ολοκλήρωση της εξαγοράς. Ακόμη και στις «φιλικές» εξαγορές,

σε ποσοστό περίπου 50% το διοικητικό συμβούλιο της εξαγοραζόμενης εταιρείας δεν παρέμεινε το ίδιο. Συνεπώς, οι εξαγορές αποτελούν ένα κεντρικό μηχανισμό αλλαγής των διοικητικών συμβουλίων στο Ηνωμένο Βασίλειο. Στην Ηπειρωτική Ευρώπη τα πράγματα είναι διαφορετικά. Στη Γερμανία την τελευταία δεκαετία έλαβαν χώρα κατά μέσο όρο μόνο 50 εξαγορές και συγχωνεύσεις ανά έτος (Clarke, 2007).

Επιπλέον, στο εξωτερικό σύστημα, η μεγάλη διασπορά στα μετοχικά κεφάλαια των εταιρειών, οδηγεί στην ανάδυση βραχυπρόθεσμων συμπεριφορών, τόσο από την πλευρά των μετόχων, όσο και από την πλευρά της εκτελεστικής διοίκησης. Ο ισχυρός ανταγωνισμός μεταξύ των θεσμικών επενδυτών-μετόχων (π.χ. εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων) τους κινητοποιεί να αναζητούν βραχυπρόθεσμες αποδόσεις από τις εταιρείες στις οποίες επενδύουν, δίχως να φαίνονται διατεθειμένοι να παραμένουν σε αυτές προς αναζήτηση μακροχρόνιων ωφελημάτων.

Πολλοί διευθύνοντες σύμβουλοι (CEO's), πιστεύουν ότι η παρουσία τέτοιων επενδυτών-μετόχων στη μετοχική σύνθεση των εταιρειών τους, προκαλεί αστάθεια, πιέζοντας και τους ίδιους να υιοθετούν στρατηγικές με στόχο την αποκόμιση βραχυπρόθεσμων κεφαλαιακών κερδών (Colley et al., 2004). Τα τελευταία χρόνια τόσο στις ΗΠΑ όσο και στο Ηνωμένο Βασίλειο, παρατηρείται μια διαρκώς αυξανόμενη τάση συγκέντρωσης μετοχικών μεριδίων από θεσμικούς επενδυτές (κυρίως συνταξιοδοτικά ταμεία, αλλά και ασφαλιστικές εταιρείες και union mists) Στο Ηνωμένο Βασίλειο, οι 25 μεγαλύτεροι θεσμικοί επενδυτές ελέγχουν άνω του 40% της αξίας των μετοχών που έχουν στην κυριότητα τους το σύνολο των θεσμικών επενδυτών.

Επιπλέον, στις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες, οι θεσμικοί επενδυτές αποτελούν τους μεγαλύτερους μετόχους. Αντίστοιχη είναι και η τάση στις ΗΠΑ. Οι θεσμικοί επενδυτές έχουν αρχίσει να ενδιαφέρονται σοβαρά για ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης Έρευνα σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση της McKinsey & Company (opinion survey) μεταξύ των θεσμικών επενδυτών σε επιλεγμένες χώρες της Ευρώπης, των ΗΠΑ, της Ασίας και της Λατινικής Αμερικής (McKinsey & Company, 2002) έδειξε ότι η πλειοψηφία τους υποστηρίζει ότι λαμβάνει ήδη υπόψη την εταιρική διακυβέρνηση στη διαδικασία λήψης των επενδυτικών τους αποφάσεων.

### 2.2.2. Εσωτερικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης

Κύριο χαρακτηριστικό των εσωτερικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης (περιλαμβάνει τυπικά τις χώρες της Ευρώπης, πλην του Ηνωμένου Βασιλείου, καθώς και την Ιαπωνία και την Κορέα) είναι η υψηλή συγκέντρωση της μετοχικής ιδιοκτησίας ή των δικαιωμάτων ψήφου και η ύπαρξη πολλαπλών σταυροειδών σχέσεων μεταξύ των επιχειρήσεων. Οι κεφαλαιαγορές είναι συνήθως μικρές και χαμηλής ρευστότητας. Ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών είναι πολύ πιο περιορισμένος απ' ό τι στο εξωτερικό σύστημα (Colley et al., 2004). Κεντρικό χαρακτηριστικό των εσωτερικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης είναι ότι παρέχουν τη δυνατότητα στους μετόχους να ασκήσουν τον έλεγχο τους με μικρό σχετικά κόστος.

Οι «ισχυροί» μέτοχοι έχουν τόσο το κίνητρο όσο και τη δύναμη να ελέγχουν και να παρακολουθούν τις αποφάσεις της εκτελεστικής διοίκησης. Το πρόβλημα του «εντολέα-εντολοδόχου», ως η συγκρουσιακή σχέση μεταξύ των «αδύναμων» μετόχων και της «ισχυρής» εκτελεστικής διοίκησης, όπου συναντάται στα εξωτερικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, μεταβάλλεται σε σύγκρουση των «ισχυρών» μεγαλομετόχων με τους «αδύναμους» μετόχους μειοψηφίας (minority shareholders).

Οι διαφορές στα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζουν και το κόστος κεφαλαίου. Η κεφαλαιοποίηση των χρηματιστηρίων ως ποσοστό του ΑΕΠ στις χώρες που προσεγγίζουν το εσωτερικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης είναι συνήθως χαμηλότερη απ' ό τι στις χώρες που προσεγγίζουν στο εξωτερικό σύστημα (Colley et al., 2004).

Οι μεγαλομέτοχοι έχουν αναπτύξει και άλλες στενές σχέσεις με την εταιρεία, πέρα της τροφοδότησης της με πιστωτικά κεφάλαια (αν πρόκειται για τράπεζα), έχοντας τη δυνατότητα να επικοινωνούν άμεσα μεταξύ τους και να συναποφασίζουν' για τον τρόπο παρακολούθησης και ελέγχου της εκτελεστικής διοίκησης.

Αυτή η διαδικασία αναδύεται από ένα πλαίσιο όπου κυριαρχεί το στοιχείο της συναίνεσης παρά της σύγκρουσης. Οι περιπτώσεις επιθετικών εξαγορών είναι περιορισμένες. Μεγάλα μερίδια μετοχών είναι συγκεντρωμένα στους ιδρυτές της εταιρείας, σε τράπεζες ή σε άλλα μη χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα οποία λόγω των

μακροχρόνιων δεσμών τους με την εταιρεία, συντάσσονται σχεδόν πάντα με την εκτελεστική διοίκηση, παρά με τα σχέδια όσων προτίθενται να προβούν σε κινήσεις επιθετικών εξαγορών. Είναι χαρακτηριστικό ότι στη Γερμανία για να αντικατασταθούν οι εκπρόσωποι των μετόχων στο Εποπτικό Συμβούλιο, απαιτείται η συγκέντρωση πλειοψηφίας της τάξης του 75% στη γενική συνέλευση των μετόχων (Maher & Andersson, 1999).

Η ύπαρξη μακροχρόνιων και συναινετικών σχέσεων στο γερμανικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης, ενθαρρύνει την ανάπτυξη μεγαλύτερης εμπιστοσύνης, αφοσίωσης και δέσμευσης μεταξύ της διοίκησης μιας επιχείρησης και των διαφόρων εταίρων (κυρίως τράπεζες). Οι τράπεζες έχουν σχετικά εύκολη πρόσβαση σε εξειδικευμένες πληροφορίες της επιχείρησης, μειώνοντας έτσι το premium κινδύνου με το οποίο τις χρεώνουν, άρα και το συνολικό κόστος χρηματοδότησης τους. Αυτό με τη σειρά του ευνοεί την ανάληψη επενδυτικών σχεδίων με μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα (π.χ. επενδύσεις σε R & D). Ωστόσο, η μετριασμένη σημασία της χρηματιστηριακής αγοράς και του θεσμού του venture capital, μειώνουν τις δυνητικές πηγές αναζήτησης κεφαλαίων για τις καινοτόμες επιχειρήσεις.

### **2.3. Βασικές θεωρίες της εταιρικής διακυβέρνησης**

#### **2.3.1. Θεωρία της αντιπροσώπευσης (The Agency Theory)**

Αντίθετα με την νεοκλασική θεωρία, η θεωρία της αντιπροσώπευσης προσδιορίζει την επιχείρηση σαν ένα πλέγμα συμβολαίων ανάμεσα στους μετόχους, τους εργαζομένους, τους προμηθευτές, τους πελάτες, αλλά και όλους όσους επηρεάζονται από την λειτουργία της επιχείρησης έμμεσα ή άμεσα. Η θεωρία της αντιπροσώπευσης σχετίζεται με την δυνατότητα των μετόχων να βεβαιωθούν ότι οι αντιπρόσωποί τους εκπληρώνουν τις υποχρεώσεις που τους έχουν αναθέσει. Η ευαισθησία τους στο θέμα αυτό πηγάζει από το γεγονός ότι οι μελλοντικές τους απαιτήσεις - ως μετόχων - από την εταιρεία θα ικανοποιηθούν τελευταίες - αφού πρώτα έχουν ικανοποιηθεί οι απαιτήσεις όλων των άλλων (εργαζόμενοι, φόροι, πιστωτές κλπ) (Shleifer & Vishny, 1997).



Η θεωρία της αντιπροσώπευσης (agent theory) εξετάζει την επιχείρηση ακριβώς υπό το πρίσμα της σύγκρουσης των δύο αυτών μερών. Από την μία πλευρά είναι οι ιδιοκτήτες (shareholders) του περιουσιακού στοιχείου (asset) και από την άλλη οι αντιπρόσωποί τους (agents), στους οποίους οι πρώτοι παραχωρούν τον έλεγχο και την αξιοποίηση του περιουσιακού αυτού στοιχείου, έναντι προσυμφωνημένης αμοιβής. Οι αντιπρόσωποι είναι τα ανώτατα διοικητικά στελέχη (top managers) που έχουν τις εξειδικευμένες γνώσεις και ικανότητες για την βέλτιστη αξιοποίηση του περιουσιακού στοιχείου, τις οποίες δεν έχουν οι εντολείς τους (shareholders) (Colley et al., 2004).

Επομένως, τα ανώτατα στελέχη είναι σε θέση να υλοποιούν αποφάσεις που επηρεάζουν την αξία άρα και τις αποδόσεις που απολαμβάνουν οι ιδιοκτήτες από την χρήση του περιουσιακού στοιχείου - συντελεστή παραγωγής. Μεταξύ των δύο αυτών μερών δημιουργείται μια σχέση αντιπροσώπευσης (agency relationship) η οποία ορίζεται ως «ένα συμβόλαιο όπου ένα ή περισσότερα άτομα (principals), προσλαμβάνουν ένα αντιπρόσωπο (agent) για να τους παρέχει υπηρεσίες, που περιλαμβάνει και την μεταβίβαση ορισμένων αρμοδιοτήτων λήψεως αποφάσεων» (Jensen & Meckling, 1976). Αν και οι μέτοχοι ψηφίζουν για την εκλογή του Δ.Σ. και των ανώτατων διοικητικών στελεχών «ο συνηθισμένος μέτοχος (μικρομέτοχος) έχει μικρή δύναμη πάνω στις υποθέσεις της επιχείρησης.

Επίσης, η δυνατότητα των ανώτατων διευθυντικών στελεχών να ενεργούν προς όφελος προσωπικών ενδιαφερόντων και να παραβαίνουν τις υποχρεώσεις τους απέναντι στην επιχείρηση, έχει αποτελέσει αντικείμενο συνεχών και πολυάριθμων μελετών στην προσπάθεια εξεύρεσης ικανοποιητικών απαντήσεων και λύσεων, στο ζήτημα της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των διευθυντών και των ιδιοκτητών της εταιρίας (Bhagat & Black, 2002). Γενικά, αυτές οι μελέτες αναγνωρίζουν την ύπαρξη και το πιθανό κόστος της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ μετόχων και ανώτατων στελεχών και προσδιορίζουν τα μέτρα εταιρικής διακυβέρνησης με στόχο να ελεγχθεί το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης.

Οι παραπάνω αναφερθείσες συγκρούσεις μεταξύ των ανώτατων διευθυντών και των μετόχων, σύμφωνα με την υπάρχουσα βιβλιογραφία σχετικά με την θεωρία της αντιπροσώπευσης, μπορεί να οδηγήσουν σε σημαντικές οικονομικές απώλειες όσον

αφορά τόσο τον πλούτο των μετόχων αλλά και την αξία της εταιρίας. Αυτές οι οικονομικές απώλειες μπορεί να είναι το αποτέλεσμα των καιροσκοπικών ενεργειών των διοικούντων διευθυντών που ξοδεύουν πόρους της εταιρίας προς ίδιο όφελος, ή μπορούν να είναι το αποτέλεσμα κακής διαχείρισης με συνέπεια την μη επίτευξη του εταιρικού στόχου δηλαδή την μεγιστοποίηση των κερδών.

Παρόλο αυτούς τους κινδύνους κακής διαχείρισης ο έλεγχος των επιχειρήσεων συνεχίζει να είναι στα χέρια μιας μικρής ομάδας διευθυντών αφού θεωρείται ότι είναι πιο αποτελεσματικός και αποδοτικός από το να είναι στο σύνολο των μετόχων. Λαμβάνοντας υπόψη τις αδυναμίες που δημιουργούνται σε μια επιχείρηση από το χωρισμό της ιδιοκτησίας και του ελέγχου, ακαδημαϊκοί και ερευνητές έχουν προσδιορίσει οργανωτικές δομές που είναι ικανές να ελέγξουν τις ενέργειες των διοικούντων ώστε να περιορίσουν τις απώλειες λόγω κακής διαχείρισης και να εξασφαλίσουν έτσι την βιωσιμότητα της επιχείρησης (Colley et al., 2004). Οι δομές αυτές που αναλύονται στην παρακάτω ενότητα, αφορούν τόσο την σύνθεση του Δ.Σ. και των διάφορων επιτροπών του όσο και τους μηχανισμούς ελέγχου που πρέπει να υπάρχουν σε μία επιχείρηση.

### 2.3.2. Πτυχές της δομής της εταιρικής διακυβέρνησης

Η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης έχει προσδιορισθεί, στην γενική της προσέγγιση σαν ένα σύστημα ελέγχων, εσωτερικών και εξωτερικών, που βοηθά τις επιχειρήσεις και τους οργανισμούς στην σωστή και αποτελεσματική διαχείριση των πόρων τους. Το σύστημα αυτό ουσιαστικά αποτελεί και την δομή της εταιρικής διακυβέρνησης που περιλαμβάνει (Colley et al., 2004):

- το Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ.).
- την μετοχική σύνθεση, γ)τις διάφορες επιτροπές του Δ.Σ.,
- την επιτροπή λογιστικού ελέγχου και
- τον εσωτερικό λογιστικό έλεγχο.

Παράλληλα, ένα πλέγμα νομοθετικών πλαισίων, ρυθμιστικών κανόνων και άλλων ομάδων ενδιαφερομένων, εξετάζουν και διαμορφώνουν ένα πλαίσιο πτυχών της

δομής της εταιρικής διακυβέρνησης, με σκοπό την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας της.

Η αναγκαιότητα της ύπαρξης αλλά κυρίως της σωστής λειτουργίας των παραπάνω δομών και ελεγκτικών μηχανισμών προέκυψε σύμφωνα με την θεωρία της αντιπροσώπευσης λόγω των συγκρουόμενων συμφερόντων μεταξύ των ιδιοκτητών (μετόχων) και των ανώτατων διοικητικών στελεχών (Denis & McConnell, 2003). Η βιβλιογραφία της θεωρίας της αντιπροσώπευσης περιγράφει διάφορους μηχανισμούς που ελέγχουν και υποχρεώνουν ουσιαστικά τους διοικούντες να πειθαρχούν σε κανόνες που συμβάλλουν ταυτόχρονα στη σωστή διακυβέρνηση της εταιρίας. Αδιαμφισβήτητα, το Δ.Σ. της επιχείρησης, ως κύριο συστατικό της δομής της εταιρικής διακυβέρνησης, προσδιορίζεται ως ένα σημαντικό όργανο προσδιορισμού και εφαρμογής ελέγχου της διαχειριστικής εξουσίας που η αποτελεσματικότητά του εξαρτάται από τον βαθμό ανεξαρτησίας των μελών του από τους μετόχους αλλά και την διοικητική τους ικανότητα. Επίσης, ο ρόλος των εσωτερικών μηχανισμών ελέγχου είναι ιδιαίτερα σημαντικός όσον αφορά τον έλεγχο των συγκρουόμενων συμφερόντων μεταξύ των ιδιοκτητών - μετόχων και των ανώτατων διευθυντών. Τα θεσμοθετημένα συστήματα ελέγχου (διάφορες επιτροπές του Δ.Σ.) καθώς και ο εσωτερικός έλεγχος είναι δύο μηχανισμοί που ελέγχουν τις ενέργειες των ανώτατων στελεχών.

Παράλληλα όμως, ο έλεγχος της αποτελεσματικότητας της ανώτατης διοίκησης μιας επιχείρησης μπορεί να γίνει και από παράγοντες εκτός της επιχείρησης. Παραδείγματος χάρη, ένας βασικός προσδιορισμός της αξίας ενός ανώτατου στελέχους και της αποτελεσματικότητάς του προέρχεται από αυτή την ίδια την αγορά εργασίας (σε επίπεδο διευθυντών), που καθορίζει και την συνολική ετήσια αμοιβή του. Η ίδια η αγορά επίσης διαμορφώνει και το ανταγωνιστικό περιβάλλον ανάμεσα στα στελέχη και παρέχει παράλληλα το κίνητρο της βελτίωσης της αποτελεσματικότητάς τους (Denis & McConnell, 2003).

Επίσης, η κεφαλαιαγορά, μέσω της υπεραξίας της επιχείρησης, διαμορφώνει κανόνες αξιολόγησης της ανώτατης διοίκησης αφού η αποτελεσματικότητά της είναι στενά συνδεδεμένη με την αξία της μετοχής της επιχείρησης. Η αγορά μπορεί επίσης να λειτουργήσει κατά τέτοιο τρόπο ώστε οι μη αποτελεσματικοί διευθυντές να

αντικατασταθούν. Παραδείγματος χάρη, η αλλαγή του Δ.Σ. και των ανώτατων στελεχών μπορεί να γίνει με δύο τρόπους: είτε κατά την διάρκεια μιας Γενικής Συνέλευσης όπου οι μέτοχοι ψηφίζουν να αντικαταστήσουν τους διοικούντες είτε κατά την εξαγορά της εταιρείας από μια άλλη επιχείρηση, όπου ο νέος ιδιοκτήτης έχοντας πλέον την πλειοψηφία των μετοχών προχωρά στην αντικατάσταση των ανώτατων στελεχών.

Επίσης, υπάρχουν και άλλοι μηχανισμοί ελέγχου της αποτελεσματικότητας των ανώτατων στελεχών που δεν είναι τόσο διακριτοί όπως οι αναφερθέντες προηγούμενα. Για παράδειγμα, οι εργασιακές συμβάσεις που υπογράφουν οι διευθυντές είναι ένας καθολικά αποδεκτός και ευρέως αναγνωρισμένος τρόπος ελέγχου της διαχειριστικής εξουσίας των διοικούντων αλλά και του κόστους της κακής διαχείρισης (Denis & McConnell, 2003). Οι συμβάσεις αυτές συνδέουν συχνά τη διευθυντική αποζημίωση με την επίτευξη των στόχων και την κερδοφορία της επιχείρησης ώστε να ευθυγραμμίσουν τα ενδιαφέροντα των ανώτατων στελεχών με αυτά των μετόχων. Τα συμβόλαια χρέους (debt covenants) είναι επίσης μια άλλη μορφή συμβατικών υποχρεώσεων των ανώτατων στελεχών.

Πριν την αναλυτική παρουσίαση των οργανωτικών δομών της εταιρικής διακυβέρνησης που γενικά στοιχεία αναφέρθηκαν στις προηγούμενες παραγράφους, κρίνεται σκόπιμο από τον ερευνητή να προσδιοριστεί ο σκοπός και ο στόχος των δομών αυτών.

#### **2.4. Στόχοι της εταιρικής διακυβέρνησης. Το χρηματοδοτικό πρότυπο και οι προσδοκίες των ενδιαφερομένων μερών**

Σύμφωνα με το πρότυπο χρηματοδότησης που περιγράφεται από τους Hawley & Williams (1996), αλλά και την θεωρία της αντιπροσώπευσης, οι δομές της εταιρικής διακυβέρνησης στοχεύουν πρώτιστα στην πρόκληση των ενεργειών της Διοίκησης που θα μεγιστοποιήσουν τα κέρδη και τον πλούτο των μετόχων. Η κοινωνικά ανεύθυνη συμπεριφορά από τη Διοίκηση, όπως η δόλια παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού, θεωρείται πρόβλημα στο συγκεκριμένο χρηματοοικονομικό υπόδειγμα μόνο μέχρι το σημείο που αυτή η συμπεριφορά ασκεί αρνητική επίδραση στα κέρδη της επιχείρησης και στον πλούτο των μετόχων. Ακόμα και όταν

εξετάζονται οι αρνητικές επιπτώσεις τέτοιας συμπεριφοράς στη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία, η σημασία τους τείνει να υπαχθεί στη σημασία των αρνητικών αποτελεσμάτων διοικητικής ανικανότητας.

Όμως, σε αντίθεση με το χρηματοοικονομικό πρότυπο, το μοντέλο των ενδιαφερομένων μερών που περιγράφεται από τους Hawley & Williams (1996) αναγνωρίζει ότι η εταιρία είναι υπεύθυνη και υπόλογη απέναντι σε ένα ευρύ φάσμα εμπλεκόμενων εκτός από τους μετόχους. Η εταιρική διακυβέρνηση κάτω από το πρότυπο των ενδιαφερομένων μερών «ζητά οι εταιρίες να είναι κοινωνικά υπεύθυνες και υπάγει συχνά την μεγιστοποίηση του κέρδους σε άλλους στόχους» (Hawley & Williams, 1996).

Συνοψίζοντας τους στόχους της εταιρικής διακυβέρνησης αυτοί προσδιορίζονται τόσο στην μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων όσο και στην ικανοποίηση και των άλλων ομάδων ενδιαφερομένων. Μια αποτελεσματική δομή εταιρικής διακυβέρνησης, όπως καθορίζεται από τους Berle & Means (1932), συνεπάγεται μια ουσιαστική δομή ελέγχων που θα εξασφαλίσει ικανοποιητική απόδοση αλλά και υπεύθυνη συμπεριφορά των στελεχών. Αν και αυτοί οι στόχοι στη ουσία αλληλοσυμπληρώνονται, υπάρχει πιθανότητα οι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης να επιφέρουν διαφορετικά αποτελέσματα όσον αφορά τη μεγιστοποίηση του κέρδους και την κοινωνικά αποδεκτή επιχειρηματική συμπεριφορά (Denis & McConnell, 2003).

Η παρακάτω ενότητα παρουσιάζει διάφορες μελέτες που έχουν εξετάσει την δομή της εταιρικής διακυβέρνησης καθώς και την συμβολή των διάφορων μηχανισμών στην αποτελεσματική εφαρμογή της.

## 2.5. Κεφαλαιακή διάρθρωση και εταιρικές συμβάσεις

Οι Jensen & Meckling (1976) αναγνώρισαν ότι η δομή της ιδιοκτησίας μιας επιχείρησης αποτελείται από τρία συστατικά: τις υποχρεώσεις (debt), τις μετοχές που κατέχουν οι διευθυντές της επιχείρησης (inside equity) και τις μετοχές που κατέχει ο οποιοσδήποτε έξω από την επιχείρηση (outside equity). Ενώ η σχέση μεταξύ των υποχρεώσεων και των ιδίων κεφαλαίων μπορεί ή δεν μπορεί να έχει επιπτώσεις στην αξία της εταιρίας, εντούτοις, επηρεάζει την δομή της εταιρικής διακυβέρνησης. Δεδομένου ότι οι ιδιοκτήτες μιας εταιρίας εκπροσωπούν πιθανούς μηχανισμούς ελέγχου, η δομή της μετοχικής σύνθεσης έχει επιπτώσεις στο μέγεθος και την ποιότητα του ελέγχου που απαιτείται από τους ιδιοκτήτες.

Οι υποχρεώσεις (κυρίως προς τις τράπεζες και τους προμηθευτές) δίνει τη δυνατότητα στα στελέχη των εταιρειών να μεταφέρουν τον πλούτο από τους κατόχους των ξένων αυτών κεφαλαίων στους μετόχους. Όσο όμως το μέγεθος των υποχρεώσεων αυξάνει, τόσο αυξάνει και το χρηματοοικονομικό κόστος επομένως αυξάνεται και η απαίτηση για έλεγχο. Τόσο οι τράπεζες όσο και οι προμηθευτές έχουν το δικαίωμα να ζητήσουν κάποιο έλεγχο των οικονομικών στοιχείων της επιχείρησης (ιδιαίτερα οι τράπεζες μέσω των δανειακών συμβάσεων), αν και αυτή η μορφή ελέγχου ουσιαστικά ενεργοποιείται μόνο στην περίπτωση που η επιχείρηση αδυνατεί να ικανοποιήσει τους όρους αποπληρωμής (Douma & Schreuder, 2013).

Η κατοχή μετοχών δίνει το δικαίωμα στους μετόχους να ψηφίσουν για τα σημαντικά ζητήματα της επιχείρησης καθώς και το δικαίωμα να εκλέξουν το διοικητικό συμβούλιο. Το δικαίωμα αυτό των μετόχων να ασκήσουν έλεγχο στην διοίκηση υφίσταται ανεξάρτητα από την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης, σε αντίθεση με το ελεγκτικό δικαίωμα των πιστωτών που συνήθως ασκείται όταν υπάρξει πρόβλημα στην αποπληρωμή του χρέους. Ο Jensen (1986) υποστήριξε, ότι αφού η καταβολή των μερισμάτων μειώνει το ποσό των διαθέσιμων κεφαλαίων προς αξιοποίηση από τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη, τα μερίσματα ενεργούν ως αποτρεπτικός παράγοντας στις όποιες καιροσκοπικές συμπεριφορές.

Η ποσοστιαία σχέση μεταξύ των μετοχών που κατέχουν τα ανώτατα στελέχη της εταιρείας και των μετοχών που κατέχουν οι διάφοροι επενδυτές εκτός της εταιρείας

έχει επίπτωση στο επίπεδο ελέγχου. Όταν υπάρχει μεγάλη διασπορά των μετοχών και τα ανώτατα στελέχη έχουν συγκεντρώσει στα χέρια τους ένα «πακέτο» μετοχών, τότε ο έλεγχος ουσιαστικά στηρίζεται στα στελέχη αυτά, με αποτέλεσμα να παρατηρείται μια έλλειψη ελέγχου από τους άλλους μετόχους.

Η υπόθεση της περιχαράκωσης (the entrenchment hypothesis), προτείνει ότι αυτή η έλλειψη ελέγχου είναι καταστρεπτική για την εταιρία, δεδομένου ότι οι διευθυντικές ενέργειες είναι ανεξέλεγκτες. Μια εναλλακτική υπόθεση για τα αποτελέσματα που έχει η συγκέντρωση πακέτου μετοχών άρα και του ελέγχου εκ μέρους των στελεχών, περιγράφεται ως η υπόθεση σύγκλισης του ενδιαφέροντος (the convergence of interest hypothesis).

Η κατοχή «πακέτου» μετοχών (στην γενική του έκφραση θεωρείται ικανοποιητικό ένα «πακέτο» μετοχών όταν συγκεντρώνει ποσοστό από 5% κι πάνω του συνολικού αριθμού των μετοχών μιας επιχείρησης) από εξωτερικούς επενδυτές, έχει επίσης επίπτωση στο βαθμό ελέγχου των ανώτατων στελεχών. Η συμβολή του θεσμικού επενδυτή στην εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης έχει επίσης εξετασθεί από διάφορους αναλυτές και ερευνητές. Η κατοχή ενός σημαντικού ποσοστού μετοχών από θεσμικούς επενδυτές, παρέχει το κίνητρο για ενεργό έλεγχο των ενεργειών των ανώτατων στελεχών (Douma & Schreuder, 2013).

Όμως, οι διαχειριστές των αποθεματικών των ασφαλιστικών ταμείων (μία κατηγορία θεσμικών επενδυτών) δεν είναι οι ίδιοι οι τελικοί δικαιούχοι του πιθανού επενδυτικού κέρδους, αλλά οι ασφαλισμένοι. Έτσι πιθανόν να μην έχουν ισχυρό κίνητρο για σωστό και αποτελεσματικό έλεγχο. Οι διαχειριστές των ασφαλιστικών ταμείων πιθανόν να είναι απρόθυμοι να αναλάβουν τις δαπάνες ελέγχου, αφού κάποιος άλλος επενδυτής θα ωφεληθούν χωρίς έξοδα (the free rider problem).

Επιπλέον, λαμβάνοντας υπόψη ότι οι θεσμικοί επενδυτές δεν είναι απαραίτητα μακροπρόθεσμοι επενδυτές, μπορούν αντί να ξοδέψουν χρόνο και χρήμα ελέγχοντας σωστά κάποια επιχείρηση, να επιλέξουν την τοποθέτηση των κεφαλαίων τους σε κάποια άλλη εταιρεία, πιθανόν μειωμένου επενδυτικού κινδύνου. Εντούτοις, οι θεσμικοί επενδυτές σταδιακά γίνονται περισσότερο προσεκτικοί στις επενδυτικές

τους επιλογές με αρκετό βαθμό διαφοροποίησης ώστε να περιορίζουν τον κίνδυνο απωλειών.

Το αποτέλεσμα αυτής της διαφοροποίησης μπορεί να είναι μια ευθυγράμμιση του θεσμικού επενδυτή με το δημόσιο ενδιαφέρον' και τα ενδιαφέροντα της οικονομίας της χώρας γενικότερα, παρά με μια συγκεκριμένη επιχείρηση. Εάν οι Monks & Minow (1995) είναι σωστοί σε αυτόν τον ισχυρισμό τους, τότε οι θεσμικοί επενδυτές θα διαδραμάτιζαν έναν σημαντικό ρόλο στην ελεγκτική διαδικασία όσον αφορά την επίτευξη των στόχων της εταιρικής διακυβέρνησης και λιγότερο σημαντικό ρόλο στον μεμονωμένο σταθερό στόχο της μεγιστοποίησης κέρδους (Douma & Schreuder, 2013). Αν και τα επιχειρήματα των διάφορων ερευνητών για την επίδραση των θεσμικών επενδυτών στην εταιρική διακυβέρνηση δεν είναι ξεκάθαρα, φαίνεται να υπάρχει η γενική άποψη ότι η παρουσία ενός θεσμικού επενδυτή στην μετοχική σύνθεση μιας επιχείρησης έχει κάποια θετική συμβολή στην δομή της εταιρικής διακυβέρνησης.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>

### 3. Η εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα και στην Ευρώπη

#### 3.1. Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ευρώπη

Ο έλεγχος των μεγάλων μετόχων ή το σύστημα της ηπειρωτικής Ευρώπης χαρακτηρίζεται από τα ακόλουθα γνωρίσματα (Ξανθάκης και συν., 2003):

- Τράπεζες, εταιρίες και οικογένειες είναι οι μεγαλύτεροι μέτοχοι,
- Γίνεται η υπόθεση ότι ο έλεγχος ασκείται από μεγάλους μετόχους,
- Το Δ.Σ. ελέγχεται από εσωτερικά ή εξωτερικά μέλη που συνδέονται με τους μεγάλους μετόχους.
- Οι κεφαλαιαγορές είναι σχετικά μη ρευστές και έχουν περιορισμένη ικανότητα ελέγχου,
- Υπάρχουν άτυπα - μη ρητά (implicit) συμβόλαια και στενές προσωπικές σχέσεις εμπιστοσύνης μεταξύ των στελεχών,
- Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διατηρούν μακροχρόνιες σχέσεις δανειστή-δανειζόμενου και κατοχής μετοχών με τις εταιρίες.
- Δεν υπάρχει μία ενεργός αγορά για έλεγχο, δηλαδή τα στελέχη δεν αντιμετωπίζουν προσφορές για εχθρικές εξαγορές

Όσον αφορά στο εξωτερικό, οι σύγχρονες τάσεις της εταιρική διακυβέρνηση βρίσκονται συχνά στο κέντρο των συζητήσεων σε διάφορες χώρες της Ευρώπης μετά την δημοσίευση έκθεσης από την επιτροπή Cadbury στο Ηνωμένο Βασίλειο. Πιο συγκεκριμένα, η δημοσίευση της έκθεσης Cadbury έχει επηρεάσει σχεδόν κάθε χώρα σε παγκόσμια βάση, όσον αφορά στην ανάπτυξη ενός κώδικα βέλτιστων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης. Η έκθεση σε γενικές γραμμές προτείνει τα εξής (Τραυλός, 2004):

- Ο πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου και ο Διευθύνοντας Σύμβουλος προτιμάται να είναι από διαφορετικά πρόσωπα.
- Οι εταιρίες είναι απαραίτητο να θεσπίσουν Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου που θα αποτελείται κατά πλειοψηφία από μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.

- Οι εταιρίες πρέπει να θεσπίσουν επιτροπή καθορισμού Αμοιβών Διευθυντικών Διοικητικών Στελεχών που θα απαρτίζονται αποκλειστικά ή κύρια από μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.
- Οι εταιρίες πρέπει να θεσπίσουν Επιτροπή Υποβολής και Αξιολόγησης Υποψηφιοτήτων για Διοικητικό Συμβούλιο. Τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιριών πρέπει να αποτελούνται από μη εκτελεστικά μέλη, δηλαδή Συμβούλους οι οποίοι δεν έχουν σχέση εξάρτησης εργασίας με την εταιρία.

Εκτός των παραπάνω, η έκθεση Turnbull η οποία εκδόθηκε το 1999, συνέβαλε ουσιαστικά στη βελτίωση της συνολικής εικόνας της διαχείρισης των κινδύνων και του εσωτερικού ελέγχου των εισηγμένων εταιριών. Η έκθεση αυτή αναθεωρήθηκε το 2005 έτσι ώστε να μπορεί να εξετάσει περαιτέρω την καθοδήγηση και τις σχετικές απαιτήσεις γνωστοποιήσεων. Η δημοσίευση της έκθεσης Higgs (2003) από τον Sir Derek Alan Higgs η οποία συνιστούσε μια σειρά τροποποιήσεων και αναθεωρήσεων του ρόλου, της αποτελεσματικότητας και της πρόσληψης των μη εκτελεστικών διευθυντών και πιο συγκεκριμένα αφορούσε (Jones and Pollitt, 2003):

- την συμμετοχή στον σχεδιασμό διορισμού, την απομάκρυνση και την διαδοχή των ανώτερων διευθυντικών στελεχών.
- την αποτελεσματικότητα του συστήματος εσωτερικού ελέγχου,
- την παρακολούθηση της απόδοσης της εκτελεστικής διαχείρισης,
- την συνεισφορά τους στην εταιρική στρατηγική,
- τον καθορισμό των αμοιβών των εκτελεστικών διευθυντών και

Αναφορικά με τις τάσεις της εταιρικής διακυβερνήσεις στις χώρες της Ηπειρωτικής Ευρώπης, αυτές ήταν κατά βάση να ακολουθούν το παράδειγμα που έθεσε η Βρετανία, δηλαδή τις δράσεις βελτίωσης της εταιρικής διακυβέρνησης, μέσα από την τήρηση συγκεκριμένου Κώδικα δεοντολογίας. Έτσι λοιπόν, Κατά συνέπεια, στην Γαλλία δημοσιεύεται από την επιτροπή Société Générale το 1995, η πρώτη έκθεση για την εταιρική διακυβέρνηση με την ονομασία Vienot. Το 1999 εκδίδεται η δεύτερη έκθεση Vienot, ενώ το 2002 από την ίδια επιτροπή δημοσιεύτηκε η έκθεση Bouton (Mallin, 2013).

Στη συνέχεια, το 2001, στην Γερμανία διορίζεται από την επιτροπή εταιρικής διακυβέρνησης ο Cromme έχοντας ως βασικό σκοπό την έκδοση ενός Κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης. Παρ' όλο που υπήρχαν ορισμένες πρωτοβουλίες εισαγωγής ενός Κώδικα βέλτιστων πρακτικών στην Γερμανία το 2000, ο επίσημος γερμανικός κώδικας Cromme εκδίδεται τον Φεβρουάριο 2002. Ένας από τους κύριους στόχους του κώδικα ήταν η βελτίωση των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης οι οποίες είχαν να κάνουν με τη διαχείριση, διοίκηση και επίβλεψη των εισηγμένων επιχειρήσεων και τροποποιείται ελαφρώς σχεδόν σε ετήσια βάση επηρεαζόμενος από τις εθνικές εξελίξεις (Du Plessis κ.ά., 2011).

Εν τέλει, ο πρώτος Κώδικας αυτό - πειθαρχίας βγήκε το 1999 στην Ιταλία και αναθεωρήθηκε το 2002. Επίσης, ένας νέος Κώδικας αυτοπειθαρχίας εγκρίθηκε και δημοσιεύθηκε το 2006.

### **3.2. Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα**

#### **3.2.1. Γενικές παρατηρήσεις**

Η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα, ουσιαστικά εισήχθη το 1999 όταν ο Ο.Ο.Σ.Α. έδωσε τις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης προς τα μέλη του. Η αρχικά εθελοντική εφαρμογή των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης (αλλά και το επιπλέον λειτουργικό κόστος που συνεπάγεται) απέτρεψαν τις επιχειρήσεις από την σωστή και αποτελεσματική λειτουργία μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης. Όμως, η «φούσκα» του Ελληνικού Χρηματιστηρίου το 2000, ουσιαστικά υποχρέωσε την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, την Κυβέρνηση και τους πολιτικούς να αναγνωρίσουν την αναγκαιότητα να προωθήσουν νομοθετικά μέτρα για την υποχρεωτική πλέον εφαρμογή αλλά και την βελτίωση των πρακτικών της εταιρικής διακυβέρνησης με τον Νόμο 3016/2002.

Την ανάγκη αναθεώρησης αλλά και εισήγησης συγκεκριμένων προτάσεων βελτίωσης των πρακτικών αυτών υποστήριξε και ο Mertzanis (2001). Από τις ομολογουμένως πρωτοποριακές διατάξεις του νόμου αξίζει να γίνει αναφορά στην σύνθεση του

Διοικητικού Συμβουλίου (πλέον θα αναφέρεται ως Δ.Σ.) όπου ο νόμος επιβάλλει το ένα τρίτο των μελών μιας εισηγμένης εταιρείας να είναι μη εκτελεστικά, ενώ δύο τουλάχιστον πρέπει να είναι ανεξάρτητα από αυτούς που ελέγχουν την εταιρεία. Όπως επισημαίνει ο Στιλπνών Νέστωρ , «οι έννοιες και οι πρακτικές αυτές ήταν πρωτόγνωρες για την Ελλάδα όπου ο οικογενειακός ή κρατικός έλεγχος των περισσότερων εισηγμένων επιχειρήσεων καθιστούσε την προστασία των εξωτερικών επενδυτών, μικρομετόχων, θεσμικών ή ομολογιούχων εξαιρετικά δύσκολη» (Ξανθάκης και συν., 2003).

### 3.2.2. Ιστορική εξέλιξη του Νομικού Πλαισίου της ΕΔ

Το νομικό πλαίσιο, εμπορικό και εταιρικό, έχει διαμορφωθεί σε δύο περιόδους. Η πρώτη περίοδος καλύπτει το πέρας της αρχικής βιομηχανικής ανάπτυξης της χώρας στα τέλη του 19ου και στις αρχές του 20ου αιώνα, ενώ η δεύτερη το τέλος του 20ου αιώνα. Κατά την πρώτη περίοδο «σχηματίστηκε» το βασικό πλαίσιο, ενώ η δεύτερη περίοδος ταυτίζεται με την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα (την μαζική εισαγωγή στο χρηματιστήριο εταιριών και την διασπορά των μετόχων τους σε σημαντικό αριθμό μετόχων) (Ξανθάκης και συν., 2003).

Το χρονικό κενό μεταξύ των δύο περιόδων αν και μεγάλο μπορεί να δικαιολογηθεί από την έλλειψη δυνάμεων αλλαγής της ιδιοκτησιακής δομής. Όπως ο Spanos (2005) παρατηρεί «παραδοσιακά, οι Ελληνικές εταιρίες ήταν και οι περισσότερες από αυτές παραμένουν, οικογενειακές επιχειρήσεις. Τα μέλη της οικογένειας ήταν μέλη του Δ.Σ. και εκτελεστικά στελέχη της εταιρίας. Αυτή του τύπου η δομή δεν έδωσαν αφορμή για σκέψεις σχετικά με μία αποδοτική Εταιρική Διακυβέρνηση καθώς δεν υπήρχαν προβλήματα μεταξύ των ιδιοκτητών και της διοίκησης. Παρόλα αυτά, η σημαντική χρήση των δημοσίων εγγραφών ως μέσων για την συγκέντρωση κεφαλαίου στα τέλη του 1990, μετασχημάτισε αυτές τις εταιρίες από ιδιωτικές οικογενειακές εταιρίες σε εισηγμένες εταιρίες και προσέφερε το πρώτο σήμα ότι οι μακροχρόνιες λειτουργικές μέθοδοι πρέπει να αναθεωρηθούν. Η συζήτηση για την εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα εστιάζεται κυρίως στην προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων και μετόχων μειοψηφίας που πρακτικά έχουν αποκοπεί από την διαδικασία λήψης απόφασης της εταιρίας».

Για την διασφάλιση ενός αποτελεσματικού πλαισίου ΕΔ είναι απαραίτητο να υφίσταται ένα αποτελεσματικό νομικό, ρυθμιστικό και θεσμικό θεμέλιο, πάνω στο οποίο όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά μπορούν να στηριχθούν για να στερεώσουν τις ατομικές συμβατικές σχέσεις τους (OECD, 2004, σελ. 29).

**Πίνακας 2.1.: Βασικό Νομικό Πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα**

<i>ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ</i>	<i>ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ Ε.Δ.</i>
1920	Βασικό Εταιρικό και Επιχειρηματικό Δίκαιο Ν. 2190/1920
1998	Μελέτη του ΧΑΑ για την ΕΔ
1999, Οκτώβριος	Κώδικας ΕΔ (εθελοντικός) από την Επιτροπή ΕΔ στην Ελλάδα (κατάρτιση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς)
2000	Τα Υπουργεία Εθνικής Οικονομίας και Ανάπτυξης σχημάτισαν μία νομοπαρασκευαστική επιτροπή για την ΕΔ (Επιτροπή Ρόκκα)
2000, Ιούλιος	Απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 1/195/2000: «Δημόσια πρόταση αγοράς κινητών αξιών»
2000, Νοέμβριος	Θέσπιση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της απόφασης 5/204/2000 «Κανόνες συμπεριφοράς

	των εταιριών που έχουν εισαγάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και των συνδεδεμένων με αυτές προσώπων»
2001, Αύγουστος	Αρχές ΕΔ από τον Σύνδεσμο Βιομηχανιών Ελλάδος
2002, Μάρτιος	Διαμόρφωση συστήματος μέτρησης και αξιολόγησης της ΕΔ από το Κέντρο Οικονομικών Ερευνών του Πανεπιστημίου Αθηνών (χρηματοδότηση από το ΧΑΑ)
2002, Μάιος	N. 3016/2002: «Για την εταιρική διακυβέρνηση, θεατά μισθολογίου και άλλες διατάξεις»

Σύμφωνα με τους La Porta et al. (1998), χώρες κοινοδικαίου (όπως το Ηνωμένο Βασίλειο) έχουν το ισχυρότερο σύστημα προστασίας των μετόχων μειοψηφίας, ενώ οι χώρες με Γαλλικό νομικό σύστημα έχουν το πιο ανίσχυρο σύστημα. Οι χώρες με γερμανικό νομικό σύστημα βρίσκονται μεταξύ αυτών του Ηνωμένο Βασίλειο και του Γαλλικού στο τομέα της προστασίας των μετόχων μειοψηφίας. Τα δικαιώματα των μελών του Δ Σ. και η εξασφάλισή τους είναι συγκριτικοί δείκτες του κατά πόσο το νομικό σύστημα προστατεύει τους μετόχους μειοψηφίας από τα διοικητικά στελέχη και από τους μετόχους πλειοψηφίας. Οι παραπάνω πιστεύουν ότι ένα ισχυρό νομικό σύστημα επιβολής κανόνων, διαδικασιών και ποινών μπορεί να αντικαταστήσει τους ανίσχυρους εσωτερικούς κανονισμούς και να προστατέψουν τους μετόχους μειοψηφίας από την εκμετάλλευση από τα διοικητικά στελέχη και τους μετόχους πλειοψηφίας.

Η Ελλάδα ως χώρα με ένα μεικτό νομικό σύστημα (Γαλλικό και Γερμανικό) έχει τα χαρακτηριστικά που παρουσιάσθηκαν παραπάνω (έλλειψη προστασίας δικαιωμάτων μετόχων μειοψηφίας, συγκέντρωση της ιδιοκτησίας).

Το βασικό εταιρικό δίκαιο θεσπίστηκε το 1920 με τον Ν.2190. Από τότε ο νόμος αυτός τροποποιήθηκε πολλές φορές με την κατάθεση άρθρων σε σχετικά νομικά πλαίσια, Προεδρικά Διατάγματα, Υπουργικές Αποφάσεις, κλπ. Το 2007 ο Ν.2190/1920 συμπληρώθηκε και κωδικοποιήθηκε με τον Ν.3604/2007. Οι αλλαγές που έφερε ο τελευταίος νόμος εταιρικού δικαίου δεν ήταν σημαντικές, τουλάχιστον στα θέματα που πραγματεύεται η παρούσα έρευνα. Η αξία του έγκειται κυρίως στο στοιχείο της κωδικοποίησης του εταιρικού δικαίου.

#### Πίνακας 2.2.: Σύγκριση κειμένων Ε.Δ.

Κείμενο	– Έτος	Χώρα	Τύπος	Σελίδες
Νόμος				
Αρχές ΟΟΣΑ	ΕΔ 1999,2004		Εθελοντικός Κώδικας	69
Internal Control: Revised Guidance for Directors on the Combined Code (Turnbull Report)	2005	Η.Β.	Εθελοντικός Κώδικας	22



<i>The Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report)</i>	1992	Η.Β.	Εθελοντικός Κώδικας	89
<i>Sarbanes Oxley Act</i>	2002	ΗΠΑ	Νόμος	66
<i>Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα</i>	1999	Ελλάδα	Εθελοντικός Κώδικας	17
<i>Απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 5/204/2000</i>	2000	Ελλάδα	Υποχρεωτική Εφαρμογή	17
<i>N. 3016</i>	2002	Ελλάδα	Νόμος	5

Το βασικό νομικό πλαίσιο για την ΕΔ διαμορφώθηκε με τον Ν. 3016/2002. Ο νόμος αυτός προήλθε από την επεξεργασία όλων των σχετικών κειμένων και μελετών που έγιναν στην Ελλάδα μέχρι τότε. Ενδεικτικό στοιχείο της σχετικής προχειρότητας αντιμετώπισης του θέματος είναι και το μέγεθος σε σελίδες του νόμου 3016/2002. Οι πέντε (5) μόνο σελίδες που περιλαμβάνει υπολείπονται σημαντικά σε σχέση με άλλα κείμενα, κώδικες και νόμους που θεωρούνται ότι αποτελούν θεμελιώδη στοιχεία της ΕΔ. Αν και αυτή η σύγκριση είναι επιφανειακή δείχνει την προσοχή των συμμετεχόντων στην ρύθμιση και κανονικοποίηση των διαδικασιών και αρχών της ΕΔ.

Ένα πρόσθετο τμήμα του νομικού πλαισίου της ΕΔ στην Ελλάδα έγινε προσπάθεια να υλοποιηθεί με την ψήφιση του νόμου (Νόμος 3310/2005 «Μέτρα για τη διασφάλιση της διαφάνειας και την αποτροπή καταστρατηγήσεων κατά τη διαδικασία σύναψης δημοσίων συμβάσεων») για τον βασικό μέτοχο και την ονομαστικοποίηση των μετοχών των εταιριών που έχουν συναλλαγές με το ελληνικό δημόσιο. Ο νόμος έτυχε μεγαλύτερης αντίδρασης, ακόμη και από τον Ν.3016. τόσο από τις εταιρίες, όσο και από τον νομικό και πολιτικό κόσμο της χώρας. Βασικός στόχος του νόμου ήταν η δημοσιοποίηση τυχόν πυραμίδων ιδιοκτησίας ή οικογενειακής συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας και επηρεασμού των αποφάσεων ανάθεσης έργων του δημοσίου και της διαπλοκής μεταξύ των στελεχών-ιδιοκτητών των εταιριών και των στελεχών του δημοσίου (Ξανθάκης και συν., 2003). Οι εταιρίες προσέφυγαν στην Ε.Ε. και πέτυχαν την αναστολή εφαρμογής του νόμου. Βασικό εργαλείο του νόμου ήταν ο ορισμός του βασικού μετόχου.

Ο νόμος όριζε τον βασικό μέτοχο ως αυτόν που ελέγχει περισσότερο από το 1% του συνόλου των μετοχών. Για την ΕΔ αυτό σημαίνει ότι ο μέτοχος που πληρεί το παραπάνω κριτήριο δεν μπορεί να χαρακτηριστεί μέτοχος μειοψηφίας.

### **3.3. Τα συστήματα εσωτερικών δικλίδων**

Ο καθορισμός των δικλίδων ασφαλείας (σημείων ελέγχου) αποτελεί βασική παράμετρο στην οργάνωση αποτελεσματικών συστημάτων εσωτερικού ελέγχου. Ο σημαντικότερος λόγος εγκαθίδρυσης δικλίδων ασφαλείας στις επιχειρήσεις είναι η αντιμετώπιση των κινδύνων (κυρίως των λειτουργικών). Η επιτυχία ενός συστήματος εσωτερικού ελέγχου κρίνεται σε μεγάλο βαθμό από την ενσωμάτωση των κατάλληλων δικλίδων ασφαλείας στις πολιτικές και διαδικασίες της επιχείρησης και την αντίστοιχη αποδοχή και γνώση τους από τα στελέχη της επιχείρησης (DeZoorf & Salterio, 2001).

Ειδικά για τις πολύ μεγάλες επιχειρήσεις, δηλαδή για αυτές που χαρακτηρίζονται από μεγάλο όγκο συναλλαγών, λειτουργούν μέσω περίπλοκων τεχνικών διαδικασιών και απασχολούν συγχρόνως μεγάλο αριθμό προσωπικού, παρουσιάζεται μια λογική δυσκολία στον άμεσο έλεγχο της διαχείρισης τους από την διοίκηση της επιχείρησης. Για αυτό τον λόγο οι διοικήσεις τους καλούνται να υιοθετήσουν πολιτικές ανάθεσης

ενός μέρους των συνηθισμένων διοικητικών, οικονομικών και διευθυντικών δραστηριοτήτων σε άμεσους συνεργάτες και στελέχη της επιχείρησης (Harrington, 2004).

Ως εκ τούτου, δεδομένου ότι η διοίκηση δεν συμμετέχει στην άμεση επίβλεψη των συναλλαγών και των δραστηριοτήτων της επιχείρησης, θα πρέπει να εγκρίνει ορισμένα μέτρα (δικλείδες ασφαλείας) τα οποία θα αντισταθμίζουν στο μέτρο του δυνατού την άμεση επίβλεψη της διοίκησης ώστε να εξασφαλιστεί η ομαλή και απρόσκοπτη λειτουργία της. Το σύνολο αυτών των μέτρων - δικλείδων ασφαλείας εξαρτώνται από το μέγεθος και την οργάνωση της επιχείρησης και καλείται Σύστημα Εσωτερικού Ελέγχου (Koutouris, 2006).

Οι δικλείδες ασφαλείας μπορούν να κατηγοριοποιηθούν ανάλογα με την φύση και το αντικείμενο τους σε διάφορες κατηγορίες όπως σε προληπτικού, καθοδηγητικού και κατασταλτικού τύπου 106. Ως προληπτικού τύπου μπορούμε να ορίσουμε εκείνες τις δικλείδες ασφαλείας που εγκαθίστανται προκειμένου να αποτρέπονται ηθελημένα ή αθέλητα λάθη ή / και παραλείψεις.

Έτσι, για παράδειγμα ο πιστωτικός έλεγχος πριν την διενέργεια μιας συναλλαγής με ένα πελάτη της επιχείρησης, η συνεργασία μόνο με προμηθευτές που είναι ενταγμένοι σε σχετική λίστα εγκεκριμένων προμηθευτών, οι έλεγχοι επί των πληρωμών αποτελούν προληπτικά μέτρα ελέγχου. Οι προληπτικοί έλεγχοι είναι αποτελεσματικοί όταν η λειτουργία ή οι άνθρωποι που είναι υπεύθυνοι να τους διενεργούν ανταποκρίνονται στους ρόλους τους. Παραδείγματος χάριν, οι προληπτικοί έλεγχοι απαιτούν επαρκή διαχωρισμό αρμοδιοτήτων, εποπτεία υψηλού επιπέδου, περιοδικούς επανελέγχους, κ.λπ.

Ορισμένοι συγγραφείς (Sawyer, 1997 & Chambers; Selim & Vinten, 1993) θεωρούν ότι οι προληπτικοί έλεγχοι είναι πολύ πιο αποτελεσματικοί και με μικρότερο κόστος από τους κατασταλτικούς ελέγχους δεδομένου ότι αποτρέπουν τις οικονομικές και άλλες απώλειες και επομένως μειώνουν ορισμένους εντοπισμένους κινδύνους. Εντούτοις, κανένας προληπτικός έλεγχος δεν μπορεί να προσδοκά να είναι αλάνθαστος ή ακόμα και να λειτουργεί 100% όπως έχει σχεδιασθεί.

Οι κατασταλτικού τύπου έλεγχοι κοστίζουν συνήθως περισσότερο από τους προληπτικούς ελέγχους, αλλά μπορεί να είναι το ίδιο ουσιαστικοί. Κατ' αρχήν, μετρούν την αποτελεσματικότητα των προληπτικών ελέγχων - δικλείδων ασφαλείας. Επίσης, ορισμένα λάθη ή παραλείψεις δεν μπορούν να ελεγχθούν αποτελεσματικά μέσω σχετικών συστημάτων πρόληψης και πρέπει να εντοπίζονται κατά την στιγμή που θα συμβούν.

Οι κατασταλτικοί έλεγχοι περιλαμβάνουν ενέργειες όπως επισκοπήσεις λειτουργιών, δραστηριοτήτων, πολιτικών και διαδικασιών, αναθεωρήσεις, συγκρίσεις, όπως στοιχεία μέτρησης της αποδοτικότητας του οργανισμού, κ.λπ. Περιλαμβάνουν ελεγκτικούς μηχανισμούς όπως λογιστικές συμφωνίες, συμφωνίες τραπεζών, πιστοποιήσεις υπολοίπου, φυσικές απογραφές, καταμετρήσεις μετρητών, επιβεβαιώσεις υπολοίπων με πελάτες και προμηθευτές, αυτοματοποιημένες τεχνικές εντοπισμού υπερβάσεων ορίων συναλλαγών, κ.λπ.

Προκειμένου να μην υπάρχουν κίνδυνοι που να μην καλύπτονται επαρκώς από τις πολιτικές και διαδικασίες των επιχειρήσεων απαιτείται η μελέτη του περιβάλλοντος ελέγχου και των σχετικών συναλλακτικών κύκλων και δραστηριοτήτων, ώστε να εξασφαλίζεται ότι δεν μένει εκτός εύρου ελέγχου (Scope) καμία λειτουργία, συναλλακτικός κύκλος ή δραστηριότητα. Σε αυτό το στάδιο αναγνωρίζονται οι επιχειρηματικές δραστηριότητες της εταιρείας, καθώς και οι κίνδυνοι που τις χαρακτηρίζουν, μέσα από υλικό που χορηγείται από την εταιρεία (οργανογράμματα, κανονισμοί λειτουργίας, πολιτικές, διαδικασίες, εγκύκλιοι, πράξεις διοικήσεως, περιγραφές θέσεων εργασίας, εκθέσεις ελέγχου εσωτερικών και εξωτερικών ελεγκτών, κ.λπ.) και μέσω συνεντεύξεων που πραγματοποιούνται με τα ανώτατα στελέχη της εταιρείας.

### **3.4. Δραστηριότητες δικλίδων**

#### **3.4.1. Δικλίδες της ανώτατης διοίκησης**

Οι δικλίδες που δημιουργεί η ανώτατη διοίκηση έχουν ως αντικείμενο την παρακολούθηση της πορείας της επιχείρησης προς την επίτευξη των στόχων που έχουν τεθεί. Μια βασική δικλίδα αυτής της κατηγορίας είναι η ανασκόπηση της πορείας και των επιδόσεων της επιχείρησης (Καραμάνης, 2008).

Στην ουσία, πρόκειται για σύγκριση των πραγματικών αποτελεσμάτων με διάφορες πρότυπες τιμές. Η σύγκριση μπορεί να γίνεται με στοιχεία από τον προϋπολογισμό της τρέχουσας περιόδου, τα δεδομένα της προηγούμενης χρήσης της ίδιας της επιχείρησης ή αντίστοιχα μεγέθη των βασικών ανταγωνιστών ή του κλάδου σε εθνικό ή παγκόσμιο επίπεδο.

#### **3.4.2. Δικλίδες διαδικασιών**

Στο στάδιο αυτό επιλέγονται συγκεκριμένες λειτουργίες (αρχικά υψηλού και σε δεύτερη προτεραιότητα χαμηλού κινδύνου) λαμβάνοντας υπόψη τα ευρήματα στα προηγούμενα στάδια.

Για τις λειτουργίες που επιλέγονται, εξετάζονται οι διαδικασίες που έχουν υιοθετηθεί με σκοπό την αντιμετώπιση των σχετικών με την κάθε λειτουργία ή δραστηριότητα κινδύνων. Για το σκοπό αυτό παραλαμβάνονται από κάθε λειτουργία όλα τα εγχειρίδια διαδικασιών και οι σχετικές εγκύκλιοι ή άλλο χρήσιμο υλικό, ενώ παράλληλα πραγματοποιούνται συνεντεύξεις με όλα τα αρμόδια στελέχη κάθε λειτουργίας ή δραστηριότητας ώστε να υπάρξει πλήρης κατανόηση των σημείων ελέγχου που έχουν εισαχθεί για κάθε λειτουργία (Harrington, 2004).

Στη συνέχεια πραγματοποιούνται, όπου κρίνεται απαραίτητο, περιορισμένοι έλεγχοι επιβεβαίωσης (walk through tests) ώστε να επιβεβαιωθεί ότι το σύστημα εσωτερικού ελέγχου λειτουργεί όπως έχει περιγράψει και εμφανίζεται στις σχετικές διαδικασίες.

Αξιολογείται το κατά πόσο οι υπάρχουσες διαδικασίες που έχουν εισαχθεί σε κάθε λειτουργία καλύπτουν επαρκώς όλους τους επιχειρησιακούς κινδύνους. Τέλος, στο στάδιο αυτό εξετάζεται (Harrington, 2004):

- Η μορφή των υφιστάμενων εγχειριδίων λειτουργικών διαδικασιών του οργανισμού και η δυνατότητα εύκολης πρόσβασης σε αυτά όλων των χρηστών.
- Η διαδικασία σχεδιασμού των διαδικασιών λειτουργίας
- Η διαδικασία ανανέωσης των ανωτέρω εγχειριδίων.

### **3.5. Εφαρμογή των δικλίδων στις επιχειρήσεις**

Με την εισαγωγή στην Ελληνική αγορά του Νόμου 3016 περί εταιρικής διακυβέρνησης (2002) και με την απόφαση 5-204 / 14-11-2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς καθιερώθηκαν μια σειρά υποχρεώσεων που πρέπει να πληρούν οι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεις. Οι υποχρεώσεις αυτές καθορίζουν διάφορες δράσεις που πρέπει να λαμβάνουν οι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρείες και οι οποίες θα πρέπει να ενσωματώνονται στα συστήματα εσωτερικού ελέγχου αυτών.

Οι επιχειρησιακοί στόχοι αντίστοιχα θα πρέπει να καθορίζονται εφόσον λαμβάνονται υπόψη οι υποχρεωτικοί κανόνες συμπεριφοράς, ώστε να διαμορφώνονται χωρίς παρέκκλιση από τις ισχύουσες νομοθεσίες και πρακτικές καλής συμπεριφοράς. Επίσης, οι εταιρείες θα πρέπει να προβαίνουν σε αξιολόγηση των Νομικών Κινδύνων (Legal Risks) και Κινδύνων μη Συμμόρφωσης (Compliance Risks) με την υφιστάμενη νομοθεσία ώστε να λαμβάνονται υπόψη για την διαμόρφωση των κατάλληλων δικλίδων ασφαλείας (σημείων ελέγχου).

Τέλος, η υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου θα πρέπει να περιλαμβάνει στο ετήσιο πλάνο ελέγχου της ελέγχους συμμόρφωσης με τον Νόμο 3016 (2002), την απόφαση 5-204 / 14- 11 -2000 και τις υπόλοιπες υποχρεωτικές διατάξεις έτσι όπως αυτές προκύπτουν από τις ρυθμιστικές αρχές ώστε να αξιολογούνται έγκαιρα οι επιπτώσεις τυχόν μη συμμόρφωσης. Η διοίκηση της εταιρείας θα πρέπει να ενημερώνεται σε κάθε περίπτωση για τα αποτελέσματα των εσωτερικών ελέγχων συμμόρφωσης (Compliance Audits) και να προβαίνουν σε διορθωτικές ενέργειες όποτε απαιτείται

αυτό. Ειδικά στις τράπεζες έλεγχοι συμμόρφωσης απαιτούνται από την Πράξη του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2577 / 9-3-2006, ενώ ειδική υπηρεσία (γραφείο) κανονιστικής συμμόρφωσης (Compliance Office) ορίζεται ως υπεύθυνος για την παρακολούθηση της συμμόρφωσης με Νόμους και Κανονιστικές διατάξεις, όπως επίσης και με τις εσωτερικές πολιτικές και διαδικασίες της τράπεζας.

### 3.6. Περιορισμοί του συστήματος

Οι διάφορες δικλίδες, τόσο οι δικλίδες της ανώτατης διοίκησης όσο και οι δικλίδες διαδικασιών εκ φύσεως μπορούν συνήθως να εξυπηρετούν πολλαπλούς σκοπούς (Crawford et al., 2001). Για παράδειγμα, η έγκριση της προμήθειας υλικών από την ανώτερη διοίκηση, η διενέργεια σχετικού μειοδοτικού διαγωνισμού και ο ποιοτικός έλεγχος των υλικών αυτών κατά την παραλαβή εξυπηρετεί, μεταξύ άλλων την επίτευξη των στόχων της επιχείρησης σε ό,τι αφορά στην παραγωγή ποιοτικών και χαμηλού κόστους προϊόντων, την αποφυγή προμήθειας ακατάλληλων ποιοτικά υλικών, την αξιοπιστία των χρηματοοικονομικών καταστάσεων (μη απαξιωμένα αποθέματα), τον περιορισμό της πιθανότητα διασπάθισης των χρημάτων της επιχείρησης με τη συμπαιγνία μελών του προσωπικού με προμηθευτές (αυξημένες τιμές αγοράς), την εμπέδωση γενικότερα κλίματος χρηστής διοίκησης στο προσωπικό κ.τ.λ. (Gupta et al., 1995).

Όταν λειτουργεί ένα άρτιο πλέγμα δικλίδων, λογικά δεν αναμένονται συχνές αποτυχίες ή προβλήματα. Συγκεκριμένα, το σύστημα εσωτερικών δικλίδων μπορεί να προσφέρει εύλογη μόνο διασφάλιση από ουσιώδη σφάλματα. Με απλά λόγια, δεν είναι σε θέση, το σύστημα αυτό, όσο άρτιο και εάν είναι, να προσφέρει πλήρη εξασφάλιση. Μια βασική αιτία που περιορίζει την αποτελεσματικότητα των δικλίδων είναι λάθη της διοίκησης στο σχεδιασμό ή στην εφαρμογή του συστήματος αυτού. Συχνά, αποφάσεις λαμβάνονται με ανεπαρκή πληροφορίες ή κάτω από πίεση χρόνου και οδηγούν σε εσφαλμένες επιλογές (Davison, 2000).

Βέβαια και ένα άρτια σχεδιασμένο σύστημα δικλίδων μπορεί να παρουσιάσει αποτυχίες στη λειτουργία του. Τέτοιες αποτυχίες μπορεί να οφείλονται σε τυχαίες και πρόσκαιρες αδυναμίες, όπως για παράδειγμα απροσεξία ή απειρία υπαλλήλων,

απόσπαση προσοχής, έλλειψη άμεσης και επαρκούς εκπαίδευσή σε νέους κανόνες κ.τ.λ.

Σοβαρότερη αιτία είναι η παραβίαση κανόνων λειτουργίας του συστήματος εσωτερικών δικλίδων από την ίδια τη διοίκηση για αθέμιτους σκοπούς. Τέτοιοι αθέμιτοι σκοποί μπορεί να είναι η απόκτηση άμεσου προσωπικού οφέλους εκ μέρους μελών της διοίκησης. Για παράδειγμα, η διοίκηση αποφασίζει τη μη διενέργεια δημόσιου διαγωνισμού, ώστε να κατακυρωθεί η προμήθεια στοιχείων του ενεργητικού σε υψηλότεροί από την κανονική τιμή της αγοράς σε συγκεκριμένο προμηθευτή, ώστε να εισπράξει παρανόμου στη συνέχεια από αυτόν μέρος του τιμήματος (Crawford et al., 2001).

Άλλος αθέμιτος σκοπός είναι η παρουσίαση παραπλανητικών χρηματοοικονομικών καταστάσεων (π.χ., εν όψει δημόσιας αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου) ή η απόκρυψη έλλειψη συμμόρφωσης με νόμους, κανονισμούς ή συμφωνίες.

Μι ο άλλη αποτυχία των δικλίδων είναι αυτή που οφείλεται σε συμπαιγνία για εκτέλεση απάτης μεταξύ υπαλλήλων και πελατών και υπαλλήλων και προμηθευτών. Τέτοιες καταστάσεις οδηγούν συνήθως σε υπεξαίρεση περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης και είναι γενικά δύσκολο να αποκαλυφθούν.

Τέλος, περιορισμοί κόστους – οφέλους συχνά καταλήγουν σε αποτυχίες του συστήματος δικλίδων. Για τη λήψη απόφασης σχετικά με το εάν θα εγκατασταθεί μια συγκεκριμένη δικλίδα, η διοίκηση μιας επιχείρησης πρέπει να μελετήσει αφενός μεν τους κινδύνους που διατρέχει χωρίς τη λειτουργία της δικλίδας αυτής, την πιθανότητα και το μέγεθος των συνεπειών από την επέλευση των κινδύνων αυτών, αφετέρου δε το κόστος από την εγκατάσταση της προτεινόμενης δικλίδας (Harrington, 2004).

Ο προσδιορισμός του κόστους εγκατάστασης και λειτουργίας μιας δικλίδας είναι συνήθως σχετικά ευχερές να γίνει, ιδίως σε ό,τι αφορά στα άμεσα κόστη. Μια πλήρης ποσοτική προσέγγιση του κόστους βέβαια θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη και το κόστος ευκαιρίας. Για ορισμένες δικλίδες (π.χ., προσήλωση σε ηθικές αξίες ή στην αρχή της ικανότητάς) ορισμένα κόστη (π.χ., χρόνος και προσπάθεια που απαιτείται είναι αρκετά δύσκολο κανείς να τα προσεγγίσει ποσοτικά) (Daily & Dalton, 1992).



Μεγαλύτερες ίσως δυσκολίες παρουσιάζει η μέτρηση των ωφελειών από τη λειτουργία εσωτερικών δικλίδων. Μια παράμετρος δυσχέρειας είναι και το γεγονός ότι τα οφέλη είναι συχνά έμμεσα ή εμφανίζονται μακροπρόθεσμα, όπως για παράδειγμα τα οφέλη από την εκπαίδευση του προσωπικού, τους κανόνες ασφάλειας και υγιεινής, την προώθηση ηθικών αξιών, εταιρικής κουλτούρας κ.λπ.

Οι εγγενείς δυσκολίες μέτρησης γίνονται σοβαρότερες όταν οι διάφορες δικλίδες είναι ενσωματωμένες (built-in) στις διάφορες επιχειρηματικές διαδικασίες. Μια παράμετρος δυσκολίας προκύπτει από το γεγονός ότι συχνά υπάρχουν σημαντικές συνεργίες μεταξύ των διαφόρων δικλίδων, με αποτέλεσμα να είναι προβληματικός ο διαχωρισμός κόστους και ωφελειών.

Παρά τις δυσκολίες μέτρησης, η διοίκηση οφείλει να προσδιορίσει το κατάλληλο είδος και την έκταση εφαρμογής των εσωτερικών δικλίδων. Τονίζεται ότι ένα λεπτομερέστερο και περιπλοκότερο σύστημα δικλίδων μπορεί να μειώνει τη πιθανότητα σφάλματος, αλλά αυξάνει τη γραφειοκρατία και το κόστος λειτουργίας. Μπορεί ακόμη να καταντήσει τροχοπέδη γι' αυτούς που πρέπει να το ακολουθούν και αυτό είναι σε βάρος της αποδοτικότητας της επιχείρησης (Daily & Dalton, 1992).

Πρέπει επίσης να τονισθεί ότι η παράλειψη διενέργειας μιας διαδικασίας που προβλέπεται από το σύστημα δικλίδων, δε σημαίνει απαραίτητα ότι έχει παραισφρήσει ουσιώδες σφάλμα στις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης. Απλώς, αυξάνεται ο κίνδυνος για τέτοιο σφάλμα. Εξάιρεση βέβαια αποτελεί η περίπτωση στην οποία η αποτυχία του συστήματος δικλίδων γίνεται λόγω παραβίασης αυτού εκ μέρους της διοίκησης ή συμπαιγνίας, ακριβώς για τη διάπραξη λάθους.

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι η ανάπτυξη ενός πληρέστερου συστήματος εσωτερικών δικλίδων είναι προς το συμφέρον του εξωτερικού (ορκωτού) ελεγκτή. Αυτό συμβαίνει, αφού το κόστος του συστήματος αυτού το επιβαρύνεται η ελεγχόμενη επιχείρηση, ενώ ο ελεγκτής καρπούται τη μείωση του κόστους ελέγχου που ένα αρτιότερο σύστημα εσωτερικών δικλίδων επιτρέπει.

Ειδική αναφορά απαιτείται να γίνει στους ειδικούς περιορισμούς στους οποίους υπόκεινται οι δικλίδες της ανώτατης διοίκησης (Gupta et al., 1995). Η σημασία της

επίγνωσης των περιορισμών αυτών έγκειται στο γεγονός ότι οι δικλίδες ανώτατης διοίκησης δε λειτουργούν, η επιχείρηση εκτίθεται σε στρατηγικούς κινδύνους. Οι πιο συνηθισμένες συνθήκες που προκαλούν προβλήματα στη λειτουργία των δικλίδων της ανώτατης διοίκησης περιγράφονται παρακάτω.

➤ **Αποτυχία επικοινωνίας.**

Η έλλειψη ή η μη ικανοποιητική επικοινωνία της αποστολής και των στόχων της επιχείρησης προς το προσωπικό όλων των βαθμίδων προκαλεί δυσκολίες στην επίτευξη του απαιτούμενου συντονισμού και έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία συνθηκών κινδύνων. Γενικότερα, η έλλειψη επικοινωνίας προκαλεί προβλήματα στην αποδοτικότητα και στην αποτελεσματικότητά των λειτουργιών καθώς και στην ικανότητα της διοίκησης να κατευθύνει την επιχείρηση.

➤ **Χρησιμοποίηση εσφαλμένων υποθέσεων.**

Η δημιουργία δικλίδων για την αντιμετώπιση των στρατηγικών κινδύνων της επιχείρησης στηρίζεται σε μια σειρά από υποθέσεις για το εξωτερικό περιβάλλον (οικονομικό, πολιτικό, κοινωνικό κ.λπ.). Ωστόσο, οι υποθέσεις αυτές είναι πιθανόν να μην είναι ρεαλιστικές, πέραν του γεγονότος ότι, εξαιτίας της δυναμικότητας του περιβάλλοντος πρέπει να γίνεται συχνή επανεξέταση αυτών.

➤ **Αδυναμία έγκαιρων αλλαγών στην οργανωτική δομή.**

Η εύρυθμη πορεία σε ένα ανταγωνιστικό και δυναμικό περιβάλλον προϋποθέτει ότι η επιχείρηση έχει την κατάλληλη οργανωτική δομή που επιτρέπει την άμεση λήψη ορθών αποφάσεων. Μεταξύ των παραγόντων που επηρεάζουν την οργανωτική δομή είναι το μέγεθος και μια σειρά μεταβλητών του εξωτερικού επιχειρηματικού περιβάλλοντος.

Τα τελευταία χρόνια έχει σημειωθεί σημαντική αύξηση της ταχύτητας αλλαγών στον επιχειρηματικό χώρο, γεγονός που επιτείνει τη σημασία αυτών των παραγόντων (Harrington, 2004). Για παράδειγμα, μέσα σε μικρό χρονικό διάστημα μια επιχείρηση μπορεί να αυξηθεί σημαντικά σε μέγεθος, να επέλθουν σημαντικές αλλαγές στο

διεθνή ανταγωνισμό, τις ποιητικές, κοινωνικές και οικονομικές συνθήκες κ.λπ. Ωστόσο, έχει παρατηρηθεί ότι, για διάφορους λόγους, υπάρχει μια υστέρηση στην εισαγωγή των απαραίτητων αλλαγών στον τρόπο λειτουργίας και στην οργανωτική δομή, με αποτέλεσμα να μην είναι σε θέση η επιχείρηση να αντιμετωπίσει αυτές τις προκλήσεις.

### **3.7. Αξιολόγηση των δικλίδων**

Ως αξιολόγηση του συστήματος εσωτερικών δικλίδων νοείται η διαδικασία της εκτίμησης το όλου σχεδιασμού και της λειτουργικής αποτελεσματικότητας του συστήματος αυτού για την αποτροπή ή των έγκαιρο εντοπισμό και τη διόρθωση ουσιωδών σφαλμάτων στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Σκοπός αυτής της διαδικασίας είναι η προκαταρκτική εκτίμηση και ο προσδιορισμός του κινδύνου των δικλίδων (Davison, 2000).

#### **3.7.1. Ελεγκτικά κριτήρια και αξιολόγηση των δικλίδων**

Βασική πηγή πληροφοριών για την κατανόηση και αρχική αξιολόγηση ίου συστήματος εσωτερικών δικλίδων είναι το προσωπικό της επιχείρησης. Ο ελεγκτής διενεργεί προσωπικές συνεντεύξεις με κατάλληλα μέλη του προσωπικού σε διάφορα αντικείμενα και ιεραρχικές θέσεις όπως υπάλληλοι και στελέχη του λογιστηρίου, διευθυντές και προϊστάμενοι προμηθειών, πωλήσεων, προσωπικού, μέλη της ανώτατης διοίκησης κ.λπ. (Καραμάνης, 2008).

Ο ελεγκτής επίσης προβαίνει σε επισκόπηση εγχειριδίων διαδικασιών λειτουργίας, εσωτερικών δικλίδων και εσωτερικού ελέγχου (internal audit), μελετά διάφορα άλλα έγγραφα και στοιχεία, όπως εκθέσεις των εσωτερικών ελεγκτών ή παρακολουθεί τη λειτουργία διαφόρων διαδικασιών της επιχείρησή σε πραγματικό χρόνο (π.χ., χτύπημα κάρτας κάποιας από το προσωπικό). Αυτό που θα επιθυμούσε ο ελεγκτής είναι οι πληροφορίες που συλλέγει απ' όλες αυτές τις διαδικασίες να μην είναι αντικρουόμενες, αλλά αντίθετα να επιβεβαιώνει η μία πληροφορία την άλλη, διότι έτσι αυξάνεται η αξιοπιστία του τελικού συμπεράσματος (Davison, 2000).

Για τη συλλογή πληροφοριών σε ό,τι αφορά στην αξιολόγηση των δικλίδων, αλλά και τη σχετική τεκμηρίωση σε φύλλα ελέγχου, όπως απαιτούν τα ΔΕΠ, ο ελεγκτής μπορεί να χρησιμοποιεί, συμπληρωματικό των εργαλείων όπως ειδικά ερωτηματολόγια αξιολόγησης του συστήματος εσωτερικών δικλίδων, διαγράμματα ροής διαδικασιών (flowcharts) και περιγραφή. Το ερωτηματολόγιο αξιολόγησης του συστήματος εσωτερικών δικλίδων απευθύνεται προς τα κατάλληλα μέλη του προσωπικού της επιχείρησης για συμπλήρωση (DeZoort & Salterio, 2001). Σκοπό έχει να συγκεντρώσει στοιχεία για το εάν μια δικλίδα έχει δημιουργηθεί ή και για το εάν έχει πράγματι λειτουργήσει.

Στις περιγραφές, ο ελεγκτής μπορεί να παρουσιάζει σε κείμενο τη δομή και την οργάνωση μιας επιχείρησης, τον τρόπο λειτουργίας διαδικασιών και εσωτερικών δικλίδων, τη φυσική ροή και τη σειρά ενεργειών στο λογιστικό σύστημα, τα διάφορα λογιστικά βιβλία, τα αρχεία και στοιχεία (π.χ., τιμολόγια, δελτία αποστολής) που εκδίδει ή λαμβάνει η επιχείρηση, τις παρατηρήσεις του από την επιθεώρηση διαφόρων δεδομένων, στοιχείων, βιβλίων, αρχείων ή περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης κ.τ.λ.

Τέλος, ο ελεγκτής μπορεί να χρησιμοποιεί διαγράμματα ροής (flowcharts) που αποτελούν μια γραφική απεικόνιση του τρόπου λειτουργίας μιας διαδικασίας (π.χ., επεξεργασία συναλλαγών) ή του τρόπου οργάνωσή της επιχείρησης. Τα διαγράμματα είναι ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο και αποτελούνται συνήθως από σύμβολα, γραμμές και τόξα, ενώ συχνά χρησιμοποιούνται σε συνδυασμό με περιγραφές. Τα σύμβολα υποδηλώνουν δραστηριότητες τμημάτων ή ατόμων. Μπορεί επίσης να υποδηλώνουν τα διάφορα μέρη ενός συστήματος.

Στη διεθνή πρακτική δεν υπάρχουν αυστηρά πρότυπα για τη δημιουργία διαγραμμάτων ροής και κάθε επιχείρηση ή οργανισμός μπορεί να χρησιμοποιεί τα δικά του σύμβολα ή κανόνες. Ωστόσο, υπάρχουν μερικές βασικές αρχές για την κατάρτισή τους (Gupta et al., 1995):

- Ο χρυσός κανόνας είναι η απλότητα με στόχο το διάγραμμα ροής να είναι εύκολα κατανοητό χωρίς να δημιουργήσει σύγχυση στον αναγνώστη.

- Τα σημεία έναρξης και τερματισμού μιας διαδικασίας ή δραστηριότητας, το σημείο έκδοσης και ο προορισμός ενός παραστατικού κ.λπ. πρέπει να δηλώνεται με σαφήνεια.
- Η ανάλυση των διαφόρων βημάτων ή διαδικασιών πρέπει να γίνεται στο ίδιο επίπεδο λεπτομέρειας. Εάν ένα σημείο απαιτεί μεγαλύτερη ανάλυση, αυτό πρέπει να γίνεται σε ξεχωριστό διάγραμμα.
- Πρέπει να αποφεύγεται η τομή γραμμών ροής. Όταν αυτό είναι αναπόφευκτο πρέπει να χρησιμοποιείται γέφυρα που να υποδηλώνει ότι δεν υπάρχει τομή.

### 3.7.2. Δοκιμασία των δικλίδων

Στην προκαταρκτική αξιολόγηση του κινδύνου των εσωτερικών δικλίδων, η οποία δε συμπεριλαμβάνει δοκιμασίες της λειτουργικής τους αποτελεσματικότητας, ο ελεγκτής μπορεί να καταλήξει σε δύο βασικά πιθανά συμπεράσματα (Daily & Dalton, 1992):

- Ο κίνδυνος των εσωτερικών δικλίδων είναι στο μέγιστο ή ελαφρά κάτω του μεγίστου (90% έως 100%).
- Ο κίνδυνος των εσωτερικών δικλίδων είναι σε επίπεδο σημαντικά χαμηλότερο του μεγίστου (30% έως 90%).

Εάν ο ελεγκτής εκτιμήσει τον κίνδυνο των δικλίδων στο μέγιστο, είναι προφανές ότι δεν απαιτείται η διενέργεια δοκιμασιών της λειτουργικής αποτελεσματικότητας των δικλίδων, οι οποίες θεωρούνται ουσιαστικά ανύπαρκτες. Ομοίως, δεν απαιτείται διενέργεια δοκιμασιών των δικλίδων όταν ο ελεγκτής εκτιμήσει τον κίνδυνό τους ελαφρώς κάτω του μεγίστου (μεταξύ 90% και 100%). Ο λόγος είναι ότι το κόστος των δοκιμασιών αυτών των δικλίδων υπερβαίνει το όφελος από την ενδεχόμενη (μικρή) μείωση των δοκιμασιών για σφάλματα.

Η λογική συνέπεια αυτής της εκτίμησης του κινδύνου των δικλίδων στο μέγιστο ή ελαφρά κάτω του μεγίστου είναι ότι ο ελεγκτής πρέπει να σχεδιάσει ευρείας κλίμακας δοκιμασίες για σφάλματα στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Οι δοκιμασίες αυτές πρέπει να είναι τέτοιας έκτασης, ώστε να αντισταθμιστεί η αδυναμία των δικλίδων (Davison, 2000).

Η απόφαση του ελεγκτή να προχωρήσει ή όχι σε δοκιμασίες των δικλίδων είναι πολύ σημαντική καθώς μπορεί να επηρεάσει το όλο πρόγραμμα ελέγχου. Συγκεκριμένα, εφόσον τα τεστ αυτά επιβεβαιώσουν ένα χαμηλό επίπεδο κινδύνου των εσωτερικών δικλίδων, θα είναι δυνατή η μείωση του εύρους των τεστ για ποσοτικά σφάλματα στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις (Καραμάνης, 2008). Βέβαια, ο ελεγκτής στη λήψη της σχετικής απόφασης θα πρέπει να συνεκτιμήσει το κόστος της διενέργειας των δοκιμασιών των εσωτερικών δικλίδων, έναντι των ωφελειών που αναμένει να προκόψουν από τη μείωση των τεστ για ποσοτικά σφάλματα.

### **3.8. Αποτύπωση των Βασικών Μελετών για την ΕΔ**

Οι μελέτες ΕΔ στην Ελλάδα δεν είναι πολλές ούτε σε αριθμό, ούτε σε ποικιλία ανάλυσης των επιμέρους θεμάτων. Δεν έχουν πραγματοποιηθεί κλαδικές μελέτες σε κλάδους (όπως, π.χ ο τραπεζικός, τουρισμός, κλπ.) που είναι κρίσιμοι για την συνολική ανάπτυξη του επιχειρηματικού μοντέλου και την οικονομική ανάπτυξη εν γένει.

Οι μελέτες που έχουν δημοσιοποιηθεί είναι εφαρμογή της μεθοδολογίας άλλων μελετών αξιολόγησης και αποτίμησης της κατάστασης της ΕΔ στο επίπεδο της χώρας. Μελέτες για την ΕΔ σε επίπεδο κλάδου ή εταιρίας δεν έχουν δημοσιοποιηθεί. Ένας από τους λόγους είναι, ίσως, το γεγονός ότι η ΕΔ στην Ελλάδα έχει μικρό χρονικό διάστημα που έχει τεθεί ως ζήτημα προτεραιότητας για τους θεσμικούς φορείς και τις επιχειρήσεις. Η μελέτη του London Business School (2003) που παρουσιάστηκε προηγουμένως έχει περιορισμένο εύρος ανάλυσης γιατί μελετά μόνο την ιδιοκτησιακή δομή των 100 μεγαλύτερων εταιριών, αλλά μεγάλο χρονικό διάστημα αξιολόγησης και μέτρησης (Λαζαρίδης, 2011).

Μία αξιόλογη προσπάθεια έγινε από την διεθνή ελεγκτική εταιρία Grant Thornton και το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών (2005, 2006) για καταγραφή των βασικών παραμέτρων της ΕΔ στην Ελλάδα. Η έρευνα αυτή έγινε επί σειρά δύο ετών. Χαρακτηριστικό της σχετικής αδιαφορίας των εταιριών που συμμετέχουν στην ελληνική κεφαλαιαγορά είναι ο μειούμενος αριθμός των εταιριών που συμμετείχαν στην συνεχή έρευνα της Grant Thornton και του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών (80 εταιρίες που αντιστοιχούν στο 43,4% το 2006 αντί για 110 εταιρίες που

αντιστοιχούν στο 53% το 2005). Η συμμετοχή ακόμη και το 2005 ανήλθε μόλις στο 33% του συνόλου των εταιριών που είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ Ένα σημαντικό χαρακτηριστικό της έρευνας είναι ότι είναι συνεχής, πραγματοποιήθηκε 2 έτη μετά την θεσμοθέτηση του βασικού νόμου για την ΕΔ στην Ελλάδα (Ν. 3016/2002), αλλά παρόλα αυτά δεν συγκρίνει την πρακτική με τον νόμο αλλά με τις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα (Λαζαρίδης, 2011).

Στην αντίστοιχη μελέτη για το έτος 2007 δεν αναφέρεται αριθμός εταιριών που συμμετέχουν στην έρευνας, παρά μόνο το δεδομένο ότι οι εταιρίες που συμμετέχουν καλύπτουν περίπου το 20% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του ΧΑΑ Αυτό το δεδομένο σημαίνει ότι ο αριθμός του μειώθηκε ακόμη περισσότερο και συνεπώς τα αποτελέσματα της μελέτης για αυτό το έτος δεν μπορούν να ληφθούν υπόψη γιατί δεν γνωρίζουμε πόσο αντιπροσωπευτικές είναι αυτές οι εταιρίες και το δείγμα δεν είναι αρκετά μεγάλο για να γίνει αυτή η υπόθεση. Λόγω αυτού του γεγονότος η μελέτη για το έτος 2007 χάνει το στοιχείο της συγκρισιμότητας και της αξιοπιστίας για αυτό και δεν μπορεί να ληφθεί υπόψη στην ανάλυση της παρούσας μελέτης. Τα βασικά συμπεράσματα της έρευνας για τα πρώτα δύο έτη (2005-2006) παρουσιάζονται παρακάτω.

Στην Ελλάδα, σήμερα. 3 στις 10 επιχειρήσεις ισχυρίζονται ότι εφαρμόζουν πλήρως τις σχετικές οδηγίες και συστάσεις της αρχές ΕΔ . Οι 6 στις 10 δηλώνουν ότι έχουν υιοθετήσει και εφαρμόσει επαρκώς τις αρχές. Από το 40% που αποκλίνει το 75% των εταιριών δεν εξηγεί τους λόγους της απόκλισης, ενώ διατείνονται ότι εξηγούν τούς λόγους απόκλισης από τις βέλτιστες πρακτικές. Αν και το ποσοστό συμμόρφωσης παραμένει σε σχέση με το 2005 σχετικά σταθερό (30,3% το 2006 αντί του 32,7% το 2005) παρατηρείται μία αλλαγή στην συμπεριφορά των εταιριών ανάλογα με το μέγεθος τους. Έτσι οι μεγάλες εταιρίες παρουσιάζουν καλύτερη συμμόρφωση το 2006 (57,1% αντί του 44,4% το 2005) ενώ αντίθετα οι μικρές εταιρίες παρουσιάζουν μία αντίστροφη πορεία (20,4% το 2006 αντί του 26,8% το 2005). Μόνο το 18,8% των εταιριών δημοσιοποιούν έκθεση συμμόρφωσης με το θεσμικό πλαίσιο (Λαζαρίδης, 2011).

«Σε γενικές γραμμές, οι εισηγμένες εταιρείες εμφανίζονται να συμμορφώνονται ως προς το γράμμα αλλά όχι και ως προς το πνεύμα της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Ναι

μεν, εφαρμόζουν τις διατάξεις του Νόμου 3016/2002, αλλά, ως επί το πλείστον, δεν παρέχουν περαιτέρω πληροφόρηση για τις πρακτικές και διαδικασίες που ακολουθούν και δεν εξηγούν τους λόγους απόκλισης από το θεσμικό πλαίσιο» (Grant Thornton και Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, 2005).

Η εφαρμογή του νόμου περιορίζεται στα ποσοτικά στοιχεία περισσότερο (αριθμός μελών Δ.Σ., αριθμός ανεξαρτήτων μελών Δ.Σ., κλπ.) και όχι στα ποιοτικά και ουσιαστικά στοιχεία του νόμου. Τα τελευταία δεν είναι εύκολα μετρήσιμα και συνεπώς οι εταιρίες θεωρούν ότι έχουν την ευχέρεια να ελιχθούν (π.χ. διαφάνεια).

Στην έρευνα αναγνωρίζεται ότι πρέπει να ισχύει η αρχή «συμμορφώσου ή εξήγησε», η οποία θα πρέπει να ισχύει όταν η υιοθέτηση και εφαρμογή των αρχών και πρακτικών που προτείνονται από κώδικες είναι εθελοντική, όπως συμβαίνει στις αγγλοσαξονικές χώρες με τους αντίστοιχους κώδικες (Cadbury Report, Turnbull Report, κλπ.).

Η έρευνα της Grant Thornton και του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών έχει δομηθεί με βάση τις διεθνείς πρακτικές αξιολόγησης της ΕΔ και των βασικών εργαλείων επίλυσης του προβλήματος της ΕΔ (όπως είναι οι «καλές πρακτικές»). Οι κατηγορίες και οι παρατηρήσεις της έρευνας είναι οι εξής:

Παρόλο που τα Δ.Σ. συνεδριάζουν τουλάχιστον μία φορά το μήνα στην μεγάλη πλειοψηφία των εταιριών, ο εποπτικός ρόλος τους θεωρείται ότι είναι σχετικά μικρός διότι οι περισσότερες εταιρείες δε διαχωρίζουν τις ευθύνες στα ανώτατα κλιμάκια (6 στις 10), και σε 7 από τις 10 περιπτώσεις, ο Πρόεδρος του Δ.Σ. έχει και εκτελεστικές αρμοδιότητες. Παράλληλα, στις μισές εταιρείες, ο Πρόεδρος του Δ.Σ. είναι και βασικός μέτοχος με ποσοστό άνω του 3% του συνόλου των μετοχών. «Η πλειονότητα των εταιριών δεν αξιολογεί τα μέλη του Δ.Σ. και δεν παρέχει σε αυτά πρόσβαση σε εξωτερικούς συμβούλους (Λαζαρίδης, 2011). Επίσης, τα μισά μέλη του Δ.Σ. στις εταιρείες της έρευνας συμμετέχουν σε Δ.Σ. άλλων εταιριών, συνδεδεμένων ή μη. γεγονός που εγείρει το ερώτημα κατά πόσον είναι σε θέση να διαχειριστούν αποτελεσματικά τα καθήκοντα τους. Τέλος, οι εισηγμένες εταιρείες υστερούν ως προς την υιοθέτηση Διεθνών Βέλτιστων Πρακτικών, όπως τη σύσταση Επιτροπής



Ορισμού μελών του Δ.Σ. και τη δημοσιοποίηση των σχετικών διαδικασιών» (Grant Thornton και Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών. 2005. 2006).

Τα δεδομένα που καταγράφει η έρευνα για το Δ.Σ. καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι το Δ.Σ. στην Ελλάδα δεν διαδραματίζει τον κεντρικό εποπτικό ρόλο που η θεωρία, ο νόμος και η πρακτική στις αγγλοσαξονικές χώρες το καλούν να παίζει. Η αιτία της απόκλισης αυτής είναι ο οικογενειακός χαρακτήρας των μεγαλύτερου αριθμού των εταιριών και η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας.

Η μελέτη επισημαίνει ορθά την σημασία της ύπαρξης Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών Μελών στο Δ.Σ.: «Η ύπαρξη μη εκτελεστικών και ανεξαρτήτων μη εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ. των εισηγμένων εταιριών αποτελεί όρο sine qua no για ορθή Εταιρική Διακυβέρνηση καθότι (Λαζαρίδης, 2011):

- Η παρουσία μη εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ. προστατεύει όλους τους μετόχους από τη δυνατότητα που έχουν οι επαγγελματίες διαχειριστές να διοικούν την επιχείρηση για ιδιοτελείς σκοπούς,
- Η παρουσία ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών προστατεύει τις μειοψηφίες των μετόχων (που, είτε δε δύνανται, είτε δεν επιθυμούν να εκπροσωπούνται στο Δ.Σ.) από καταχρηστικές συμπεριφορές της πλειοψηφίας. Η διασφάλιση της ανεξαρτησίας τους είναι ιδιαίτερα σημαντική για τις συνθήκες της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς» (Grant Thornton και Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών. 2005).

Τα αποτελέσματα της έρευνας για την παράμετρο των ανεξαρτήτων μελών είναι, όμως αποθαρρυντικά. Ενώ το 2005 το 98,1% πληρούσε την αναλογία 1 ανεξάρτητο μέλος προς 3, το 2006 η αναλογία αυτή έπεσε στο 76,4%. Το ενδιαφέρον στοιχείο είναι το γεγονός ότι η μεγαλύτερη πτώση αναφέρεται στην λεγόμενη μεγάλη και μεσαία κεφαλαιοποίηση (FTSE 20 και FTSE 40 αντίστοιχα) Η πτώση προέρχεται από την εκτίμηση των ερωτηθέντων ότι η ανεξαρτησία των μελών δεν διασφαλίζεται πλήρως. Το στοιχείο αυτό ενισχύεται από το επόμενο εύρημα της έρευνας. Ο Ν. 3016 ορίζει ορισμένα κριτήρια ανεξαρτησίας για τον ορισμό ενός μέλους ως ανεξάρτητου. Μόνο το 65,1% των εταιριών το 2006 και το 58% το 2005 ικανοποιεί τα κριτήρια «ένα-προς-ένα».

Όπως έχει ήδη αναφερθεί η ελληνική κεφαλαιαγορά παρουσιάζει πόλωση σχετικά με την συγκέντρωση της ιδιοκτησίας. Οι μεγάλες εταιρίες είναι περισσότερο ιδιοκτησιακά διασπαρμένες, ενώ οι μικρότερες παρουσιάζουν μεγάλη συγκέντρωση ιδιοκτησίας. Το φαινόμενο αυτό εμφανίζεται και στην παρουσία μέλους στο Δ.Σ. από τους μετόχους μειοψηφίας. Ενώ το 50% των εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης έχει μέτοχο μειοψηφίας ως μέλος του Δ.Σ., μόνο 26-30% των υπόλοιπων εταιριών έχει τέτοιο μέλος στο Δ.Σ. Αυτό αποτελεί ένδειξη ότι οι μέτοχοι μειοψηφίας δεν προστατεύονται επαρκώς. τουλάχιστον όχι μέσω της άμεσης εκπροσώπησης τους στο ανώτατο όργανο εποπτείας και διαμόρφωσης στρατηγικής (Λαζαρίδης, 2011).

Ο ορισμός Επιτροπής Αποδοχών για τα διευθυντικά στελέχη και μέλη του Δ.Σ. είναι κρίσιμη γιατί μειώνει την πιθανότητα καταχρηστικής άσκησης της εξουσίας τους για την απόκτηση πλούτου από αυτούς. Η πρακτική του ορισμού επιτροπής ενισχύθηκε, ιδιαίτερα μετά τα σκάνδαλα στις ΗΠΑ και σε άλλες χώρες που είχαν ως αποτέλεσμα τον προσεταιρισμό τεράστιων ωφελειών για τα στελέχη, τα μέλη του Δ.Σ. και τους κυρίους μετόχους εις βάρος των μετόχων μειοψηφίας. Η βέλτιστη πρακτική «επιβάλλει» την σύνδεση της αμοιβής ή των αποδοχών εν γένει με την απόδοση της εταιρίας ή την ατομική απόδοση του κάθε στελέχους.

Η έρευνα της Grant Thornton και του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών (2006) σημειώνει τα παρακάτω:

- Διπλάσιες εταιρίες συγκριτικά με το 2005 έχουν συστήσει Επιτροπή Αποδοχών για τα διευθυντικά στελέχη (15,5% το 2005 και 29,2% το 2006).
- Η πόλωση μικρών και μεγάλων εταιριών είναι εμφανής και στον τρόπο καταβολής των αποδοχών. Έτσι οι μεγάλες εταιρίες κάνουν χρήση όλου του φάσματος των τρόπων (μισθός, bonus, stock options) ενώ στις μικρές κυριαρχεί ο μισθός. Η αμοιβή με βάση τον μισθό, αποκλειστικά ή σχεδόν αποκλειστικά, δείχνει ότι στις εταιρίες αυτές τα διευθυντικά στελέχη δεν έχουν σημαντική δύναμη. Τα διευθυντικά εκτελεστικά στελέχη δεν πέτυχαν, μέχρι σήμερα, την σε μεγάλο βαθμό υιοθέτηση συστημάτων παροχής όπως είναι τα παραπάνω. Ο βασικότερος λόγος για την κατάσταση αυτή είναι η αδιαμφισβήτητη επικράτηση μίας ομάδας μετόχων ή οικογένειας στην

μετοχική σύνθεση και η ενεργός συμμετοχή μελών της ομάδας αυτής στην διοίκηση και διακυβέρνηση της εταιρίας.

- Στο 70% των εταιριών τις αποδοχές των διευθυντικών στελεχών την προσδιορίζει το Δ.Σ., ενώ σε μόλις ένα 15% τις αποδοχές τις ορίζει η Επιτροπή Αποδοχών.
- Η σύνδεση των αποδοχών με την απόδοση της εταιρίας ενώ αποτελεί κρίσιμο παράγοντα επιτυχίας της δικλείδας ασφαλείας παρουσιάζει ένα μειονέκτημα. Το μειονέκτημα είναι ο ορισμός της απόδοσης. Στην έρευνα της Grant Thornton και του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών (2006) το 48,5% ορίζει ως μέτρο απόδοσης την κερδοφορία, το 69,7% την επίτευξη των στόχων της εταιρίας και μόλις το 3% την χρηματιστηριακή αξία της εταιρίας.
- Μόλις το 58,1% (71,4% για τις εταιρίες του FTSE 20, 90% για τις εταιρίες του FTSE 40 και μόλις το 48.9% των λοιπών εταιριών) των εταιριών δημοσιοποιεί ξεχωριστά τις αποδοχές των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ

Στην περίπτωση του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας, οι εταιρείες επιδεικνύουν «συμμόρφωση ως προς το γράμμα του Νόμου και όχι ως προς το πνεύμα της Εταιρικής Διακυβέρνησης». Το σύνολο των εταιριών διαθέτει εγκεκριμένο Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας, όμως, μόνο το 51,5% (το 2006, αντί 28.7% το 2005) των εταιριών περιλαμβάνει στον Εσωτερικό Κανονισμό «ένα-προς-ένα» όλα τα στοιχεία που ορίζει ο νόμος ως «ελάχιστο περιεχόμενο» του Εσωτερικού Κανονισμού. Αν και η καταγραμμένη κατάσταση είναι καλύτερη σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά το ποσοστό παραμένει σχετικά μικρό (Λαζαρίδης, 2011).

Η πλειονότητα (75.4%) των εταιριών έχει συστήσει Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου. Εντούτοις, μόνο το 28,3% διαθέτει τον απαραίτητο αριθμό (3) μη εκτελεστικών μελών στην Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου, ώστε να διασφαλίζεται αποτελεσματικά η ανεξαρτησία της Επιτροπής και των εσωτερικών ελεγκτών. Ένα σημαντικό χαρακτηριστικό της ικανότητας του τμήματος του εσωτερικού ελέγχου να επιτελέσει το έργο του αποδοτικά και αποτελεσματικά, όσον αφορά την αποτροπή απάτης, κακοδιαχείρισης ή τον εντοπισμό και την διαχείριση των κινδύνων είναι η ύπαρξη εξειδικευμένου λογισμικού. Μόλις το 23,1% των εταιριών διαθέτει τέτοιο λογισμικό. Οι μεγάλες εταιρίες, λόγω μεγέθους, οικονομικών κλίμακας ή δυνατοτήτων αξιοποίησης

του λογισμικού αυτού, διαθέτουν λογισμικό τέτοιου τύπου στο 71,4% των περιπτώσεων, ενώ στις μικρές εταιρίες το ποσοστό αυτό πέφτει στο 12,5%. Αντίστοιχα, οι μικρές εταιρίες δεν διαθέτουν όλες (73,3%) καταγεγραμμένες διαδικασίες αντιμετώπισης των κινδύνων (Λαζαρίδης, 2011).

Οι εταιρίες που συμμετείχαν στην έρευνα δηλώνουν σχεδόν στο σύνολό τους ότι ενημερώνουν εγκαίρως τους μετόχους τους χρησιμοποιώντας μία ποικιλία μέσων πρόσβασης σε αυτούς (τύπος, εταιρική ιστοσελίδα, ηλεκτρονικό ταχυδρομείο, ταχυδρομική επιστολή, δελτίο τύπου ΧΑΑ). Αυτό που θα πρέπει να διευκρινιστεί είναι η ποιότητα της ενημέρωσης και η πρόσβαση σε όλα τα στοιχεία που είναι απαραίτητα στην λήψη της απόφασης. Η έρευνα δεν μελετά αυτή την διάσταση του προβλήματος.

Η ενημέρωση είναι, όμως, ένα μόνο σημείο στην διαδικασία λήψης απόφασης. Το δεύτερο σημείο είναι η συμμετοχή στην λήψη της απόφασης. Η ανάλυση των δεδομένων που παραθέτει η μελέτη για την συμμετοχή στις Γενικές Συνελεύσεις είναι σημαντική γιατί αποκαλύπτει τα εξής:

- Στις μικρές εταιρίες δεν παρουσιάζεται υψηλή συχνότητα στα ποσοστά μεγάλης συμμετοχής. Η έλλειψη της υψηλής συχνότητας οφείλεται, ενδεχομένως, στο γεγονός ότι οι μέτοχοι μειοψηφίας θεωρούν ότι στις εταιρίες αυτές δεν υπάρχει η δυνατότητα επηρεασμού των τελικών αποφάσεων λόγω της υψηλής συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας και της ενεργούς συμμετοχής των κυρίων μετόχων στην διοίκησης της εταιρίας.
- Αντίθετα, παρουσιάζεται υψηλή συχνότητα συμμετοχής των μεγάλων μετόχων στις μεγάλες εταιρίες.
- Βασικό στοιχείο της συμμετοχής στις διαδικασίες των Γενικών Συνελεύσεων είναι ο προσδιορισμός του χρόνου και ιδιαίτερος του τόπου διεξαγωγής τους. Ο μέτοχος μειοψηφίας αναλαμβάνει μεγάλο κόστος συμμετοχής εάν δεν κατοικεί στην πόλη και στην χώρα διεξαγωγής. Ένα εργαλείο λύσης του προβλήματος αυτού είναι η παροχή δυνατότητας ψήφου εν τη απουσία τους (μέσω π.χ. εξουσιοδότησης) (Λαζαρίδης, 2011). Μόνο το 63,6% των εταιριών δίνει το δικαίωμα αυτό στους μετόχους της. Η έλλειψη αυτού του μηχανισμού λειτουργεί ουσιαστικά αποτρεπτικά για την συμμετοχή των μετόχων

μειοψηφίας που μειονεκτούν, όχι μόνο από πλευράς διαπραγματευτικής δύναμης, αλλά και σε όρους ευκολίας συμμετοχής στις διαδικασίες. Ο απών δεν μπορεί να κάνει ερωτήσεις, να καταθέσει προτάσεις, να ελέγξει ή / και να ψηφίσει υπέρ ή κατά κάποιας πρότασης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>

#### 4. Αξιολόγηση οικονομικών καταστάσεων και Ε.Δ.

##### 4.1. Εταιρική διακυβέρνηση και χρηματοοικονομική επίδοση

Δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ της χρηματοοικονομικής αποδοτικότητας και της ιδιοκτησιακής δομής. Αυτή η παρατήρηση είναι συμβατή με τα συμπεράσματα της μελέτης των Demsetz and Villalonga (2001: 209).

Το οργανωτικό σχήμα της εταιρίας είναι στενά συνδεδεμένο με την ιδιοκτησιακή δομή. Ιδιαίτερα η σχέση αυτή είναι αρνητική, δηλαδή όσο αυξάνει η ιδιοκτησιακή συγκέντρωση, τόσο μειώνεται το μέγεθος του Δ.Σ. και αυξάνει ο αριθμός των εκτελεστικών μελών Δ.Σ. Τα δεδομένα αυτά είναι συμβατά με την υπόθεση ότι οι συγκεντρωμένες ιδιοκτησιακά - οικογενειακές εταιρίες έχουν την τάση να έχουν μικρά οργανωτικά - διοικητικά και ελεγκτικά σχήματα.

Οι παλαιότερες σε ηλικία (μεγαλύτερο έτος ίδρυσης) εταιρίες παρουσιάζουν μεγαλύτερη ιδιοκτησιακή διασπορά από ότι οι νεότερες. Το συμπέρασμα αυτό ευθυγραμμίζεται με το συμπέρασμα της αναλυτικής και επαγωγικής στατιστικής και είναι αποτέλεσμα της διασποράς ανάμεσα στις γενιές και στην ανάγκη για χρηματοδότηση στην πορεία του χρόνου.

Η ποιότητα της ΕΔ δεν είναι στατιστικά σημαντική μεταβλητή και αυτό είναι συναφές με τις παραπάνω παρατηρήσεις. Η εφαρμογή των αρχών και πρακτικών της ΕΔ δεν οδήγησε σε διάχυση της ιδιοκτησίας, όπως τουλάχιστον θα αναμένετο από τα σχετικά θεωρητικά υποδείγματα. Οι αιτίες αυτού του φαινομένου μπορούν να είναι οι εξής (Δούκας, 2002):

- Το χρονικό διάστημα εφαρμογής του σχετικού νόμου είναι μικρό για να επιφέρει ουσιαστικές μεταβολές στο ιδιοκτησιακό καθεστώς των εταιριών.
- Η εφαρμογή του νόμου εστιάζει περισσότερο στον τύπο παρά στην ουσία.
- Οι κυρίαρχες ομάδες μετόχων μπορούν να εξασφαλίζουν κεφάλαια με εναλλακτικούς τρόπους, από αυτούς που θα συνεπάγονταν η άντληση κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά και η συνεπακόλουθα η διάχυση της ιδιοκτησίας.

Σύμφωνα με την βασική θεωρία της ΕΔ, η ποιότητα της ΕΔ, τα αυξημένα επίπεδα ελέγχου- εποπτείας παίζουν θετικό ρόλο στην επίτευξη υψηλών χρηματοοικονομικών αποδόσεων. Η βασική αυτή υπόθεση δεν επιβεβαιώνεται στην ελληνική περίπτωση, όπου οι χρηματοοικονομικές αποδόσεις εμφανίζονται ανεξάρτητες από την ποιότητα εξάσκησης της ΕΔ. τα οργανωτικά σχήματα και τις επιλογές χρηματοδότησης.

Η χρηματοοικονομική απόδοση δεν φαίνεται να εξαρτάται από την ιδιοκτησιακή δομή, πράγμα το οποίο σημαίνει ότι εταιρίες με διαφορετική ιδιοκτησιακή δομή μπορούν να επιτύχουν τα ίδια κακά ή καλά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα, ανεξάρτητα από την συγκέντρωση ιδιοκτησίας. Στην συνέχεια από δειχθεί ότι είναι ανεξάρτητη η απόδοση με την ποιότητα της ΕΔ.

Η χρηματοοικονομική απόδοση φαίνεται ότι δεν επηρεάζεται από παράγοντες όπως είναι αυτοί της ύπαρξης μηχανισμών και πρακτικών που συνάδουν με την καλή ΕΔ, όπως είναι ο αριθμός των ανεξαρτήτων μελών, της εποπτικής επιτροπής, των αμοιβών των εκτελεστικών στελεχών και των μελών του Δ.Σ., της επιτροπής προσλήψεων, κλπ.

Ενδιαφέρον ιδιαίτερο εμφανίζει το γεγονός ότι οι υψηλές αμοιβές των εκτελεστικών στελεχών δεν συνδέονται με την χρηματοοικονομική απόδοση. Θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι τα υψηλόβαθμα εκτελεστικά στελέχη ανήκουν στην ομάδα των κύριων μετόχων και συνεπώς έχουν και άλλα ήδη απολαβών εκτός από την αμοιβή τους με την μορφή μισθών (Δούκας, 2002). Το κίνητρο των υψηλών αμοιβών δε ισχύει στην περίπτωση αυτή.

Είναι πιθανό η χρηματοοικονομική απόδοση να εξαρτάται από συστηματικούς παράγοντες, όπως είναι ο οικονομικός και χρηματιστηριακός κύκλος, το μέγεθος της κεφαλαιαγοράς, τα επιτόκια, ο πληθωρισμός, η αύξηση του ΑΕΠ. κοκ. Η ποιότητα της διοίκησης που οδηγεί σε καλά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα φαίνεται ότι δεν μπορεί να απεικονισθεί με τις μεταβλητές που καταγράφουν ιδιοκτησιακή κατάσταση, οργανωτική και ελεγκτική-εποπτική δομή, μέγεθος εταιρίας, κλπ. Συνεπώς, οι θεωρίες που συνδέουν στενά την χρηματοοικονομική απόδοση με τους προαναφερόμενους παράγοντες δεν επιβεβαιώνονται στην ελληνική περίπτωση.



## 4.2. Δημοσιοποίηση και Διαφάνεια

Η Δημοσιοποίηση πληροφοριών είναι εξαιρετικά σημαντική για την επίτευξη ενός ποιοτικού πλαισίου ΕΔ.

Δύο στοιχεία θα πρέπει να τύχουν ιδιαίτερης προσοχής για την ποιότητα και την αξιοπιστία των πληροφοριών που δημοσιοποιούνται στην Ελλάδα. Το πρώτο είναι αυτό των ΔΠΧΠ και το δεύτερο ο ρόλος του ελεγκτή και του αναλυτή.

### 4.2.1. Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης

Η υιοθέτηση των Δ.Π.Χ.Π δεν έγινε με την ταυτόχρονη πιστοποίηση της ικανότητας των ελεγκτών να προσαρμοστούν σε αυτό το τόσο διαφορετικό σύνολο λογιστικών προτύπων. Είναι χαρακτηριστικό ότι η Grant Thornton, (το 2003, ένα, δηλαδή, έτος μετά τον νόμο για την υιοθέτησή τους) έχει κάνει έρευνα για τον βαθμό ετοιμότητας των εταιριών. Η έρευνα κατέληξε στο συμπέρασμα ότι μόνο το 17% των εταιριών το 2003 έχει καταρτίσει πρόγραμμα εισαγωγής και εφαρμογής, ενώ το 44% βρίσκονταν στο στάδιο των διερευνητικών συζητήσεων. Τρία χρόνια μετά την εφαρμογή τους το 50% περίπου των χρηματοοικονομικών καταστάσεων που ελέγχονται παρουσιάζουν πρόβλημα που ο χρήστης θα αναγκαστεί να προβεί σε περαιτέρω διερεύνηση της μικρής ή μεγάλης απόκλισης (Grant Thornton. 2006)

Η πρώτη έρευνα (Grant Thornton. 2003) δείχνει ότι οι ελληνικές εταιρίες δεν επιθυμούν ή δεν είναι ικανές να υιοθετήσουν πρότυπα αυξημένης χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Η δεύτερη έρευνα (Grant Thornton, 2006) δείχνει ότι οι ελληνικές εταιρίες και οι ελεγκτές τους δεν προχωρούν σε αποσαφήνιση των αντικρουόμενων ή των αμφισβητούμενων πληροφοριών. Και οι δύο έρευνες τείνουν στο συμπέρασμα ότι οι εταιρίες δεν επιθυμούν να προσφέρουν στον μέτοχο ή στο ενδιαφερόμενο μέρος πληροφορία που μπορεί να δημιουργήσει οφέλη ελέγχου ή να δημιουργήσει ερωτήματα σχετικά με την ποιότητα των αποφάσεων και της διοίκησης.

#### 4.2.2. Ο ρόλος του Εσωτερικού και Εξωτερικού Ελεγκτή και του αναλυτή

Ένας άλλος άξονας προς την ίδια κατεύθυνση είναι η Διαφάνεια. Η έλλειψη γνώσεων, ικανοτήτων και του αυξημένου κόστους ανάλυσης και παραγωγής πληροφοριών οδηγεί τους μετόχους και τα άλλα ενδιαφερόμενα μέρη (π.χ. προμηθευτές και εργαζόμενους) να στηρίζονται για την πληροφόρησή τους στους εσωτερικούς και εξωτερικούς ελεγκτές και στους αναλυτές. Οι ελεγκτές (εσωτερικοί και εξωτερικοί) θεωρείται ότι είναι οι προστάτες της διαφάνειας. Οι «εξωτερικοί ελεγκτές θα πρέπει να λογοδοτούν στους μετόχους και έχουν το καθήκον προς την εταιρία να ασκήσουν την επαγγελματική τους ευσυνειδησία κατά τον έλεγχο» (OECD, 2004). Οι κύριοι παράγοντες στην παραπάνω πρόταση είναι: Ανεξάρτητος, Ικανός και Αρμόδιος (με τα κατάλληλα προσόντα).

Σύμφωνα με τον ελληνικό νόμο οι εσωτερικοί και εξωτερικοί ελεγκτές επιλέγονται από το Δ.Σ. (με την αρχή της πλειοψηφίας). Η επιλογή των ελεγκτών από το Δ.Σ έχει το μειονέκτημα ότι, λόγω της κυριαρχίας στο Δ.Σ. των βασικών μετόχων και των στελεχών, υπάρχει το στοιχείο της μεροληψίας. Για την επιλογή ο νόμος δεν ορίζει κριτήρια, η διαδικασία. Οι αμοιβές και η εργοδότηση των ελεγκτών εξαρτώνται άμεσα από την σχέση τους με τα μέλη του Δ.Σ. και για αυτό τον λόγο υπάρχει η πιθανότητα σύγκρουσης καθηκόντων ή συμφερόντων (Δούκας, 2002). Ο ελεγκτής θέλει να συνεχίσει την απασχόλησή του στην εταιρία και ταυτόχρονα να ελέγχει τις πράξεις, αποφάσεις, συναλλαγές, διαδικασίες, πρακτικές και πολιτικές των μελών του Δ.Σ. και των ανώτατων εκτελεστικών στελεχών, των προσώπων δηλαδή από τους οποίους τα προσωπικά του συμφέροντα διακυβεύονται. Αυτή η αλληλεξάρτηση μπορεί να μειώσει το επίπεδο της διαφάνειας και της αποδοτικότητας των ελεγκτών.

Εάν η εξάρτηση είναι ισχυρή και το επίπεδο επαγγελματικής ηθικής των ελεγκτών είναι χαμηλό (όπως έγινε στην περίπτωση της Arthur Andersen, όπου οι ελεγκτές έλαβαν εκατομμύρια δολάρια ως αμοιβές και στην συνέχεια ενέκριναν τις πρακτικές και πολιτικές των στελεχών που οδήγησαν στο μεγάλο σκάνδαλο της Enron), τότε το αποτέλεσμα είναι η ταύτιση των ελεγκτών με τα συμφέροντα των κυρίαρχων μερών της εταιρίας και η ακύρωση της αποστολής τους ως προστάτες της διαφάνειας. Όπως ο Pesqueux (2004) σημειώνει «το σκουλήκι είναι μέσα στο φρούτο».

Ένας μηχανισμός που σε χώρες, όπως είναι η Γαλλία, λειτουργεί σχετικά αποτελεσματικά είναι η περιοδική εναλλαγή των εξωτερικών ελεγκτών. Δυστυχώς, ο μηχανισμός αυτός δεν είναι υποχρεωτικός στην Ελλάδα, παρά μόνο για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Ο ελληνικός νόμος (Ν.3016/2002 ή άλλος σχετικός νόμος) δεν προβλέπει κανένα τέτοιο ή αντίστοιχο μηχανισμό και συνεπώς δεν καλύπτει καμία από τις προϋποθέσεις για την εξασφάλιση της ανεξαρτησίας των ελεγκτών

Όσον αφορά την Ικανότητα, καμία πρόνοια δεν υπάρχει για την αξιολόγηση των εσωτερικών και εξωτερικών ελεγκτών και για τις διαδικασίες πρόσληψης ή απόλυσής του. Το πρόσωπο που θα καλύψει την θέση του εσωτερικού ελεγκτή απλώς ανακοινώνεται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (ΕΚ). Η ΕΚ ως εποπτικό - ρυθμιστικό σώμα δεν έχει την εξουσία - αρμοδιότητα να εγκρίνει ή να απορρίψει την επιλογή ενός ελεγκτή (ή του εσωτερικού κανονισμού) ή να προτείνει την αλλαγή ή τον προσδιορισμό των προσόντων που απαιτούνται για την κάλυψη της θέσης. Ο ρόλος αυτός εναποτίθεται στο Σώμα Ορκωτών Ελεγκτών που είναι αρμόδιο για την πιστοποίηση της ικανότητας των ελεγκτών και πραγματοποιεί δειγματοληπτικά ελέγχους για την ποιότητα των ελέγχων που έχουν πραγματοποιήσει. Ο νόμος (Ν. 2992/2002) για την εισαγωγή των ΔΠΧΠ δεν έχει κάνει πρόβλεψη για την πιστοποίηση της ικανότητας των ελεγκτών

Οι ορκωτοί ελεγκτές - λογιστές ήταν μέχρι πριν από μία 15ετία μία κλειστή ομάδα ανθρώπων και η αγορά πλήρως ελεγχόμενη. Η Ευρωπαϊκή Ένωση επέβαλλε το 1992 την διάλυση του Σώματος Ορκωτών Λογιστών και την απελευθέρωση της 43 «Εισάγεται η υποχρέωση της περιοδικής εναλλαγής των ορκωτών ελεγκτών, που διενεργούν την ανά τριετία αξιολόγηση του Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου του πιστωτικού ιδρύματος, καθώς και της εξουσιοδότησή τους από το πιστωτικό ίδρυμα προκειμένου να συμμετέχουν σε διμερείς ή τριμερείς διαβουλεύσεις με την Τράπεζα της Ελλάδος με αντικείμενο τις σχετικές διαπιστώσεις τους» (Πράξη Διοικητή 2577/9 3.2006)

αγοράς των ελεγκτών στην Ελλάδα. Οι περισσότεροι από τους ορκωτούς ελεγκτές προχώρησαν στην ίδρυση της ΣΟΛ Α.Ε. Η εταιρία αυτή κατείχε το μεγαλύτερο μερίδιο της ελληνικής αγοράς (90-95%) μέχρι το 2002.

Η εξαγορά της ΣΟΛ Α.Ε. από την Ernst-Young αποτελεί ένδειξη της αλλαγής που τα ΔΠΧΠ επέφεραν στο επάγγελμα. Η ΣΟΛ Α.Ε. δεν είχε την τεχνογνωσία που απαιτείται για την πρώτη εφαρμογή. Απόδειξη αυτού είναι η έρευνα της HellaStat (2007) όπου φαίνεται ότι ενώ η αγορά για τους ορκωτούς αυξάνει κατά 13,8% η μόνη εταιρία που παρουσιάζει σχετική πτώση (μείωση ή αύξηση με μέσο όρο μικρότερο από αυτόν του κλάδου) σε είναι η ΣΟΛ Α.Ε. Μία ανάλυση δείχνει ότι στις μεγαλύτερες εταιρίες, στις εισηγμένες και στις θυγατρικές τους κυριαρχούν οι εταιρίες που είναι θυγατρικές ή αντιπρόσωποι ξένων ελεγκτικών οίκων.

Ένα στοιχείο που θα πρέπει να σημειωθεί είναι ότι οι εξωτερικοί και εσωτερικοί ελεγκτές δεν φέρουν πραγματικές ποινικές και αστικές ευθύνες. Η ποινικοποίηση των ευθυνών που εισήγαγε ο SOX για τους ελεγκτές δεν κατάφερε να υιοθετηθεί από τον αντίστοιχο ελληνικό νόμο. Ο ελεγκτής μπορεί να ισχυρισθεί ότι τα αποτελέσματα της έρευνάς του στηρίχθηκαν στις πληροφορίες που του έγιναν διαθέσιμες κατά τον έλεγχο. Με βάση αυτή τη λογική ο ελεγκτής δεν είναι υπεύθυνος για την αναζήτηση πληροφοριών, αλλά απλώς ελεγκτής των διαθέσιμων σε αυτόν πληροφοριών. Η ευθύνη του ελεγκτή αρχίζει και τελειώνει με την κατάθεση της αναφοράς του στο Δ Σ και την παρουσία του στην Γ.Σ.Μ Ο ρόλος του στην Γ.Σ.Μ δεν είναι επακριβώς καθορισμένος, γιατί δεν έχει την δυνατότητα παρέμβασης, κατάθεσης αναφοράς ή απάντησης σε ερωτήματα από τα μέλη της Γ.Σ.Μ (πριν ή κατά την διάρκεια της).

Οι αναλυτές είναι εξειδικευμένα πρόσωπα τα οποία έχουν γνώσεις χρηματοοικονομικής, στρατηγικής και διοίκησης επιχειρήσεων. Οι αναλυτές, όπως και οι ελεγκτές είναι ενδιάμεσα πρόσωπα, μεταξύ των μετόχων ή των ενδιαφερομένων μερών και της εταιρίας (των κυρίαρχων μετόχων που ελέγχουν την εταιρία και της διοίκησης της). «Αυτοί οι ενδιάμεσοι, εάν λειτουργούν χωρίς συγκρούσεις και με ακεραιότητα, μπορούν να παίξουν ένα σημαντικό ρόλο στην παροχή κινήτρων για τα εταιρικά Δ.Σ. να ακολουθήσουν πρακτικές καλής ΕΔ» (OECD, 2004).

### 4.3. Εξασφάλιση της Βάσης για ένα Αποτελεσματικό Πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης

Αναφορικά με την εξασφάλιση ενός αποτελεσματικού πλαισίου ΕΔ είναι αναγκαία η θεσμοποίηση ενός κατάλληλου και αποτελεσματικού νομικού, ρυθμιστικού και θεσμικού θεμελίου, πάνω στο οποίο όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά θα μπορούν να στηρίξουν τις δικές τους ιδιωτικές συμβατικές σχέσεις (OECD, 2004). Το νομικό πλαίσιο θα πρέπει να έχει τις παρακάτω ιδιότητες για να είναι αποτελεσματικό:

- Εφαρμόσιμο (εύκολα εποπτευόμενο από τις αρχές, εύκολο στην εφαρμογή του από τις εταιρίες) και με αποδεκτό κόστος για τις εταιρίες.
- Εύκολα επιβαλλόμενο από το δικαστικό σύστημα.
- Συμβατό με της οργανωσιακή δομή και την επιχειρησιακή κουλτούρα.
- Αρκετά ευέλικτα για να προσαρμοστεί στις ιδιαιτερότητες της χώρας ή του κλάδου και να αποφεύγει την υπέρ-ρύθμιση.
- Πλήρες.
- Να βελτιώνει την λογοδοσία.
- Συμβατό με το διεθνές πλαίσιο της ΕΔ.
- Σύμφωνα με τις προσδοκίες των ενδιαφερομένων μερών.
- Συμβατό και όχι να επικαλύπτει τα άλλα νομικά πλαίσια (π.χ. εταιρικό δίκαιο, εργατικό δίκαιο, κλπ).
- Να προωθεί την επιχειρησιακή ηθική, να καθιερώνει ένα λειτουργικό και διαφανές επιχειρησιακό περιβάλλον και διευκολύνει την εταιρική ανάπτυξη.

Ο ΟΟΣΑ (2004) δεν απαξιώνει τους εθελοντικούς κώδικες και τα πρότυπα, (βλ. Cadbury Report) ως ρυθμιστικά εργαλεία της ΕΔ., αλλά υποστηρίζει ότι δεν μπορούν να λειτουργήσουν ως υποκατάστατο του νομικού πλαισίου, αλλά περισσότερο ως συμπληρωματικά εργαλεία. Για να επιτευχθεί ακόμη και αυτό, σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ θα πρέπει να διευκρινιστεί η θέση τους σε όρους κάλυψης, εφαρμογής, συμμόρφωσης και ποινών. Το ελληνικό νομικό πλαίσιο κάνει δύο αναφορές σε τέτοιους κώδικες και πρότυπα (Λαζαρίδης, 2011). Η πρώτη είναι η υποχρέωση δημιουργίας και εφαρμογής εσωτερικού κανονισμού και η δεύτερη στα λογιστικά πρότυπα.

Ακόμα και εάν ο νόμος δεν ήταν «ελαστικός» και σχετικά ασαφής, η πολυπλοκότητα του νομικού εν γένει πλαισίου στην Ελλάδα, το γεγονός ότι στην Ελλάδα η νομολογία δεν είναι δεσμευτική για τον δικαστή και το γεγονός ότι το δικαστικό σύστημα στην Ελλάδα χαρακτηρίζεται από την έλλειψη αποδοτικότητας (χρονικής κυρίως) δημιουργεί ένα πλαίσιο επιβολής αρκετά πολύπλοκο και αναποτελεσματικό.

Ο Ν. 2190/1920 που παρέμεινε για 87 έτη το βασικό εταιρικό δίκαιο της χώρας τροποποιήθηκε πάρα πολλές φορές κατά την διάρκεια της ισχύος του. Η κωδικοποίηση του και ο εκσυγχρονισμός του έγινε μόλις το 2007 (Ν.3604/2007). Και πάλι, όμως το εταιρικό δίκαιο δεν έπαψε να είναι πολύπλοκο, αλληλεπικαλυπτόμενο και να παρουσιάζει σημαντικά κενά. Η ανανέωση του εταιρικού δικαίου δεν συμπάρευσε και την ανανέωση όλου του νομικού πλαισίου που ρυθμίζει το επιχειρηματικό περιβάλλον (πτώχευσης, κεφαλαιαγοράς, ελεγκτικών προτύπων, κ.α.) (Λαζαρίδης, 2011). Το παράδειγμα του νόμου προστασίας από τα τραστ, της επιτροπής ανταγωνισμού και η έλλειψη της συσχέτισής τους με τον νόμο ΕΔ είναι ενδεικτικό της αποσπασματικής αντιμετώπισης του εταιρικού δικαίου από τους νομοθέτες. Έτσι ένας από τους σημαντικότερους μηχανισμούς ΕΔ, σύμφωνα με την βιβλιογραφία, δεν παρουσιάζεται, συσχετίζεται ή ρυθμίζεται από τον νόμο ΕΔ στην Ελλάδα.

Η απουσία της νομολογίας ως πρακτικής δημιουργίας νομικού πλαισίου μειώνει σημαντικά τις δυνατότητες προσαρμογής του νομικού πλαισίου στις σύγχρονες συνθήκες, αλλά και τις δυνατότητες επιβολής από το δικαστικό σύστημα του πνεύματος του νόμου και όχι του γράμματος. Ειδικά σε περιόδους κρίσης ή εξαιρετικά δυναμικού περιβάλλοντος, η έλλειψη ευελιξίας από το νομοθετικό σύστημα, λόγω του απαιτούμενου χρόνου προετοιμασίας, συζήτησης, ψήφισης, επικύρωσης και έκδοσης των απαραίτητων υπουργικών αποφάσεων και προεδρικών διαταγμάτων, δημιουργεί μία αναντιστοιχία αναγκών του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και του νομικού πλαισίου (Λαζαρίδης, 2011).

Ένα τρίτο πρόβλημα είναι αυτό της αποδοτικότητας του δικαστικού συστήματος. Η πρόσβαση στο δικαστικό σύστημα είναι εύκολη, αλλά η απόδοση δικαιοσύνης χαρακτηρίζεται από μεγάλες καθυστερήσεις και το κόστος της απονομής της μπορεί

να είναι μεγάλο. Από τα παραπάνω προκύπτει ότι οι βασικότερες προϋποθέσεις για την αποτελεσματικότητα του νομικού πλαισίου, σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ, δεν ισχύουν.

#### 4.4. Η επίδραση του νομικού πλαισίου

Το παρόν νομικό πλαίσιο, εάν και είναι προς την σωστή κατεύθυνση, παρουσιάζει σημαντικές ελλείψεις και προβλήματα. Οι ελλείψεις - προβλήματα εστιάζονται στα εξής (Λαζαρίδης, 2011):

- δεν υπάρχει ξεκάθαρος στόχος ή αποστολή του νόμου (π.χ. προστασία των μετόχων, βελτίωση της απόδοσης και της ποιότητας της διοίκησης - διακυβέρνησης, προσέλκυση ξένων κεφαλαίων, κοκ),
- οι ανακολουθίες (π.χ. στον προσδιορισμό των κριτηρίων επιλογής των ανεξαρτήτων μελών και στα κριτήρια αξιολόγησης και βελτίωσης του εσωτερικού ελέγχου) οδηγούν στην σύγχυση και στην μη εφαρμογή του νόμου,
- οι εταιρίες δεν μπορούν να αντισταθμίσουν εθελοντικά την έλλειψη κατεύθυνσης για την ΕΔ, γιατί η οργανωσιακή και ιδιοκτησιακή δομή είναι τέτοια ώστε δεν υπάρχει κίνητρο για αλλαγή και η ισορροπία εξουσίας είναι καλά θεμελιωμένη,
- Η επιχειρησιακή κουλτούρα, η εμπιστοσύνη και η ηθική παίζουν σημαντικό ρόλο σε χώρες όπως είναι η Ελλάδα, όπου το νομικό πλαίσιο είναι πολύπλοκο (και άρα ασαφές) και καμιά φορά αντικρουόμενο,
- οι εποπτικές αρχές θα πρέπει να παίξουν ένα πιο καταλυτικό ρόλο στην επιβολή του νόμου και των ρυθμίσεων, στον σχεδιασμό αλλαγών, στην επαύξηση της συμμόρφωσης με τα διεθνή πρότυπα και για να το κάνουν αυτό θα πρέπει να έχουν περισσότερο αποτελεσματικό εργαλεία, και
- το νομικό πλαίσιο θα πρέπει να είναι ολιστικό για να καλύπτει όλες τις λειτουργίες και τις διαδικασίες της εταιρίας.

#### 4.5. Συστήματα δικλίδων εσωτερικού ελέγχου και Ε.Δ.

##### 4.5.1. Οι εσωτερικές δικλίδες ασφαλείας στις πολιτικές και διαδικασίες των επιχειρήσεων

Η εταιρεία θα πρέπει να εξασφαλίζει ότι θα υπάρχουν επαρκείς πολιτικές και διαδικασίες για όλους τους συναλλακτικούς κύκλους και δραστηριότητες της. Ποια είναι όμως τα πλεονεκτήματα από την ανάπτυξη πολιτικών και διαδικασιών για την αποτελεσματική οργάνωση και καθοδήγηση των στελεχών της επιχείρησης και την αντιμετώπιση των κινδύνων. Τα δύο σημαντικότερα πλεονεκτήματα της ανάπτυξης και χρήσης πολιτικών και διαδικασιών έχουν ως εξής (Daily & Dalton, 1992):

- Η εξασφάλιση της ομοιόμορφης διεκπεραίωσης των λειτουργιών και δραστηριοτήτων της εταιρείας, ειδικά όταν έχουμε να κάνουμε με Όμιλο εταιρειών και θυγατρικές σε διάφορα μέρη του κόσμου ή της ίδιας χώρας που πρέπει να λειτουργούν και να αναφέρονται βάσει συγκεκριμένου πλαισίου
- Η αναλυτική περιγραφή του τρόπου διεξαγωγής της κάθε δραστηριότητας διευκολύνει την εκτέλεση τους από το προσωπικό και τον έλεγχο τους από τα αρμόδια στελέχη της διοίκησης και την επισκόπηση τους από ανεξάρτητα όργανα που ενεργούν για λογαριασμό αυτής (π.χ. εσωτερικός έλεγχος)

Στην συνέχεια θα παραθέσουμε ορισμένες από τις βέλτιστες πρακτικές που ακολουθούν πρότυπες διοικήσεις επιχειρήσεων σχετικά με την οργάνωση πολιτικών και διαδικασιών για την αντιμετώπιση των επιχειρηματικών κινδύνων (Καραμάνης, 2008):

- Αποτελεί είτε απαίτηση νόμου, είτε βέλτιστη πρακτική η οργάνωση σχετικής επιτροπής ελέγχου αποτελούμενη αποκλειστικά από μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου με σκοπό την ενδυνάμωση του περιβάλλοντος ελέγχου και της ανεξαρτησίας του εσωτερικού ελέγχου (Daily & Dalton, 1992). Η επιτροπή ελέγχου θα πρέπει να επισκοπεί εάν η διοίκηση θέτει το κατάλληλο πλαίσιο λειτουργίας του συστήματος εσωτερικού ελέγχου και επιβεβαιώνει την εφαρμογή των συστάσεων του εσωτερικού και εξωτερικού ελέγχου. Επίσης, ενημερώνεται για τους επιχειρηματικούς κινδύνους που



απειλούν την επιχείρηση και εξετάζει εάν έχουν ληφθεί τα αναγκαία μέτρα από την διοίκηση για την αντιμετώπιση τους, εξετάζει τις οικονομικές καταστάσεις και επιβεβαιώνει ότι είναι πλήρεις και σύμφωνες με τις ακολουθούμενες λογιστικές αρχές.

- Η αξιολόγηση των κινδύνων αποτελεί τη βάση για τον μετέπειτα προσδιορισμό των απαραίτητων διαδικασιών ελέγχου - δικλείδων ασφαλείας και καλύπτει τόσο το γενικό επίπεδο της εταιρίας (entity level) όσο και το επίπεδο των επιμέρους δραστηριοτήτων και λειτουργιών (activity level). Θα πρέπει να λαμβάνονται υπ' όψιν τόσο οι καλές πρακτικές που προτείνει η επιτροπή COSO για την Διαχείριση των Επιχειρησιακών Κινδύνων (ERM, 2004) και η οποία περιλαμβάνει στρατηγικούς, λειτουργικούς, χρηματοοικονομικούς και κινδύνους συμμόρφωσης, καθώς επίσης και οι μελλοντικές επιπτώσεις που μπορεί να έχει ο όσο το δυνατόν πιο ακριβής προσδιορισμός των χρηματοοικονομικών κινδύνων, όπως αυτοί προκύπτουν από το διεθνές νομοθετικό και ρυθμιστικό πλαίσιο (π.χ. Νόμος Sarbanes Oxley, 2002).
- Η αξιολόγηση των στελεχών σχετίζεται άμεσα με τη στοχοθέτηση που αφορά τη θέση και το ρόλο τους. Ειδικά για τα ανώτατα και ανώτερα διευθυντικά στελέχη, είθισται να αναπτύσσονται και να ακολουθούνται ξεχωριστές πολιτικές και διαδικασίες πρόσληψης και αξιολόγησης
- Η γνώση της οργανωτικής δομής και στρατηγικών θεμάτων, πολιτικών και διαδικασιών των θυγατρικών εταιρειών του Ομίλου είναι απαραίτητη για τον έγκαιρο εντοπισμό κινδύνων (DeZoort & Salterio, 2001). Οι θυγατρικές αποτελούν αναπόσπαστα και αδιαίρετα μέλη της κουλτούρας πολιτικών και στρατηγικών στόχων του Ομίλου. Οπου κρίνεται απαραίτητη η σύνταξη ξεχωριστών διαδικασιών απαιτείται η έγκριση της Διοίκησης της μητρικής εταιρείας προ της εφαρμογής και κοινοποίησης των σχετικών πολιτικών και διαδικασιών.
- Η διαδικασία δεν πρέπει να αποτελεί γραφειοκρατικό κώλυμα, αλλά αποτελεσματικό εργαλείο διοίκησης και ελέγχου καθώς και περιουσιακό στοιχείο της εταιρίας (Gupta et al., 1995).
- Η οργανωτική διάρθρωση του οργανισμού καθορίζεται στα πλαίσια ενός εγκεκριμένου εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας που περιλαμβάνει το οργανόγραμμα, καθώς επίσης και μια λεπτομερή περιγραφή των αρμοδιοτήτων και ορίων ευθύνης για κάθε δραστηριότητα και υπηρεσιακή μονάδα (διεύθυνση, τμήμα και υπηρεσία). Επίσης, περιλαμβάνει αναλυτική περιγραφή θέσεων

εργασίας τουλάχιστον για τα ανώτατα και ανώτερα στελέχη της εταιρίας. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στη συμμόρφωση με τη νομοθεσία για όλες τις περιπτώσεις. Τέλος, προσδιορίζονται οι αρμοδιότητες των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου, οι διαδικασίες πρόσληψης διευθυντικών στελεχών, οι διαδικασίες παρακολούθησης για το insider trading, την απάτη και το ξέπλυμα χρήματος, οι διαδικασίες που σχετίζονται με σύγκρουση συμφερόντων, οι κανόνες που διέπουν τις συναλλαγές μεταξύ των συνδεδεμένων εταιριών, την παρακολούθηση και τη γνωστοποίησή τους στα όργανα και τους μετόχους.

- Η παρακολούθηση, οργάνωση, ενημέρωση και κοινοποίηση των εταιρικών πολιτικών και διαδικασιών θα πρέπει να πραγματοποιείται από υπηρεσία ορισμένη από τη Διοίκηση για την εν λόγω δραστηριότητα.
- Θα πρέπει να υπάρχουν αναλυτικές περιγραφές θέσεων που να καλύπτουν το οργανόγραμμα της εταιρίας και των θυγατρικών της και οι οποίες θα πρέπει να έχουν κοινοποιηθεί στους αρμόδιους, φέρουν ημερομηνία έγκρισης και αναθεωρούνται σε τακτά χρονικά διαστήματα ή όποτε αυτό κριθεί απαραίτητο.
- Θα πρέπει να υπάρχουν επίσημα καταγεγραμμένες διαδικασίες που ορίζουν το πλαίσιο των σχετικών ευθυνών της σύνταξης, του ελέγχου, της έγκρισης και της διαχείρισης της εταιρικής γνώσης.
- Θα πρέπει να υπάρχουν λεπτομερώς καταγεγραμμένες διαδικασίες για κάθε συναλλακτικό κύκλο και δραστηριότητα στις οποίες θα περιγράφεται αναλυτικά ο τρόπος διεκπεραίωσης των επιμέρους εργασιών, τα εμπλεκόμενα πρόσωπα (π.χ οι υπεύθυνοι προετοιμασίας και έγκρισης) και τα σημεία ελέγχου (δικλείδες ασφαλείας) όπως αυτά έχουν καθορισθεί από την διοίκηση.
- Κύρια παράμετρος ενός αποτελεσματικού Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου είναι η ύπαρξη γραπτών αναλυτικών διαδικασιών λειτουργίας οι οποίες θα είναι κοινές για όλο τον Όμιλο, εύκολα προσβάσιμες και κατανοητές σε όλο το προσωπικό. Οι πολιτικές και διαδικασίες μπορούν να καταγράφονται από πρόσωπα ή υπηρεσία (π.χ. Διεύθυνση Οργάνωσης) που έχει οριστεί από τη διοίκηση, το οποίο θα πρέπει να είναι ανεξάρτητο από τον έλεγχο των διαδικασιών. Ο εσωτερικός έλεγχος οφείλει να λειτουργεί συμβουλευτικά για τον έγκαιρο εντοπισμό κενών / ασαφειών στην καταγραφή των διαδικασιών. Η τε-

λική έγκριση των διαδικασιών θα πρέπει να γίνεται από ανώτατο όργανο ή διευθυντικό στέλεχος της εταιρίας.

- Οι διαδικασίες θα πρέπει να γνωστοποιούνται στο προσωπικό που είναι αρμόδιο για την εκτέλεση και την παρακολούθησή τους και είναι πιο εύχρηστες αν διατίθενται και σε ηλεκτρονική μορφή (π.χ. μέσω του Intranet ή μέσω της χρήσης CD με εύχρηστα hyperlinks), εκτός από τα συνηθισμένα εγχειρίδια διαδικασιών ή τα επιμέρους εταιρικά δίκτυα.
- Οι πολιτικές και διαδικασίες διευκολύνουν την υλοποίηση των στρατηγικών και λειτουργικών στόχων που έχει θέσει η διοίκηση για κάθε λειτουργία και δραστηριότητα και καλύπτουν επαρκώς τους σχετικούς επιχειρησιακούς κινδύνους.
- Οι υπεύθυνοι για κάθε εργασία και συναλλαγή προσδιορίζονται επακριβώς και υφίστανται σαφώς καθορισμένες ιεραρχικές γραμμές αναφοράς που αποκλείουν ελλείψεις (κενά) και εξασφαλίζουν αποτελεσματικό διοικητικό έλεγχο για κάθε δραστηριότητα.
- Ως επιτροπές αναγνωρίζονται επίσημα εκείνες οι οποίες έχουν συσταθεί βάσει επίσημου πρακτικού του Δ.Σ., το οποίο εγκρίνει το σχετικό καταστατικό τους που ορίζει το πλαίσιο λειτουργίας τους και τις αρμοδιότητες τους. Εντούτοις, σε αρκετές περιπτώσεις διαφόρων ειδών υπο-επιτροπές λειτουργούν στην εταιρεία προκειμένου να λαμβάνονται διάφορες αποφάσεις που αφορούν αυτή συλλογικά

Εφόσον αναλύσαμε τις βέλτιστες πρακτικές οργάνωσης πολιτικών και διαδικασιών στην συνέχεια θα αναφερθούμε στο περιεχόμενο ενός πρότυπου εγχειριδίου (κειμένου) πολιτικών και διαδικασιών:

#### ➤ **Εισαγωγή**

Η εισαγωγή στο αναλυτικό κείμενο των πολιτικών και διαδικασιών ενός συναλλακτικού κύκλου μπορεί να περιλαμβάνει τις βασικές αρχές - σκοπούς των διαδικασιών που θα περιγράψουν αναλυτικά στην συνέχεια (π.χ. για τον συναλλακτικό κύκλο των αγορών (Καραμάνης, 2008) - Οι προμηθευτές που επιλέγονται προσφέρουν στην εταιρεία την καλύτερη δυνατή σχέση τιμής, ποιότητας, όρων παράδοσης και πληρωμής), την γενική πολιτική της εταιρείας σχετικά με τον

συγκεκριμένο συναλλακτικό κύκλο (π.χ η επιτροπή αγορών μετά από εισήγηση της διευθύνσεως προμηθειών έχει την ευθύνη διασφάλισης της επιλογής των καλύτερων δυνατών προμηθευτών μέσα από την έγκριση της κατάστασης επιλεγμένων προμηθευτών), το πεδίο εφαρμογής των διαδικασιών, οδηγίες για την χρήση του εγχειριδίου διαδικασιών και σχετικό κώδικα δεοντολογίας (π.χ ανεξαρτησία, αντικειμενικότητα, αποτελεσματικότητα, κ.λ.π.).

#### ➤ Περιγραφή Διαδικασιών

Σε αυτό το σημείο περιγράφονται αναλυτικά όλες οι προβλεπόμενες από την επιχείρηση διαδικασίες (π.χ. διαδικασίες αγορών α' υλών, διαδικασίες δαπανών μάρκετινγκ, κ.λπ.) Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αναφέρουμε ότι αποτελεί καλή πρακτική ο καταμερισμός των διαδικασιών να διενεργείται βάσει βημάτων που θα αναπτύσσονται σε λογική σειρά (π.χ. αναγνώριση αναγκών αγοράς, επιλογή προμηθευτών, εισαγωγή παραγγελιών, κ.λπ.) Επίσης, θα πρέπει να αναφέρεται αναλυτικά η κάθε ενέργεια που πρέπει να διενεργείται και από ποιον (αρμόδιο στέλεχος), από ποιον πρέπει να εγκρίνεται η κάθε ενέργεια, ποιο είναι το αποτέλεσμα και σε ποιον κοινοποιείται το αποτέλεσμα αυτής. Τέλος, αποτελεί καλή πρακτική η σύνδεση με τα σχετικά έντυπα που θα πρέπει να χρησιμοποιεί η εταιρεία και τα οποία θα πρέπει να είναι συγκεκριμένα και προ-αριθμημένα για να διευκολύνεται ο έλεγχος τόσο από την διοίκηση, όσο και από ανεξάρτητα όργανα αυτής (π.χ. εσωτερικό έλεγχο).

#### ➤ Διαγράμματα Ροής Διαδικασιών

Τα διαγράμματα ροής διαδικασιών διευκολύνουν την ευκολότερη κατανόηση της κάθε διαδικασίας καθώς απεικονίζουν σε διαγραμματική μορφή την λογική ροή των διαδικασιών, τα εμπλεκόμενα μέρη και τα σημεία ελέγχου και βοηθούν στον εντοπισμό αδυναμιών ή σημείων προς βελτίωση είτε από την διοίκηση, είτε από ανεξάρτητα όργανα αυτής (π.χ. εσωτερικό έλεγχο) (Καραμάνης, 2008).

➤ **Ορολογίες**

Για την ευκολότερη κατανόηση των περιλαμβανόμενων στις αναλυτικές διαδικασίες ορολογιών προτείνουμε να περιλαμβάνεται ιδιαίτερο κεφάλαιο επεξήγησης των κυριότερων ορολογιών ώστε να μην υπάρχουν ασάφειες και δυσχέρειες στην ερμηνεία αυτών. Έτσι, για παράδειγμα στον συναλλακτικό κύκλο των αγορών στο κεφάλαιο των ορολογιών θα περιλαμβάνουμε την αίτηση αγοράς, την κατάσταση εγκεκριμένων προμηθευτών, την επιτροπή αγορών, το δελτίο παραγγελίας, τον έλεγχο πύλης, τις διαδικασίες παραλαβής αγαθών, τον ποιοτικό έλεγχο και τον έλεγχο αγοράς.

➤ **Υποδείγματα Εντύπων**

Τέλος, σε ένα ολοκληρωμένο κείμενο πολιτικών και διαδικασιών θα περιλαμβάνουμε σειρά υποδειγμάτων εντύπων τα οποία είναι απαραίτητα για την εκπλήρωση των διαδικασιών με τον λογικότερο, πληρέστερο και ορθότερο τρόπο. Τα ανωτέρω αναφερόμενα έντυπα διευκολύνουν τον αποτελεσματικότερο έλεγχο από πλευράς διοίκησης και ανεξάρτητων οργάνων αυτής (π.χ. εσωτερικό έλεγχο)

**4.5.2. Εσωτερικοί κανονισμοί λειτουργίας επιχειρήσεων και  
συμμόρφωση**

Οι σημαντικότερες υποχρεώσεις συμμόρφωσης έτσι όπως αυτές απορρέουν από την νομοθεσία περί εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα μπορούν να συνοψισθούν ως εξής:

Υποχρεώσεις αναδιοργάνωσης των Διοικητικών Συμβουλίων τα οποία θα πρέπει πλέον να απαρτίζονται κατά το ένα τρίτο από μη εκτελεστικά μέλη, ενώ τα δύο από τα μη εκτελεστικά μέλη θα πρέπει να χαρακτηρίζονται ως ανεξάρτητα. Τα ανεξάρτητα μέλη ορίζονται από την Γενική Συνέλευση των μετόχων έπειτα από πρόταση του Δ.Σ., ενώ τα μη εκτελεστικά μέλη ορίζονται από το ίδιο το Δ.Σ (Καραμάνης, 2008). Ως μη εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ θεωρούνται εκείνα που δεν ασχολούνται με καθημερινά θέματα διοίκησης της εταιρείας, ενώ ως ανεξάρτητα θεωρούνται εκείνα τα

οποία δεν έχουν καμία σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή με συνδεδεμένη με αυτήν πρόσωπα (Davison, 2000).

Εμφανής εδώ ο στόχος του νομοθέτη να ενισχύσει την αποτελεσματικότητα και την ανεξαρτησία των Δ.Σ. των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών με σκοπό να προστατεύονται τα συμφέροντα της εταιρείας, των μετόχων και των λοιπών stakeholders, έναντι των στενών συμφερόντων της διοίκησης της εταιρείας.

Υποχρέωση κατάρτισης Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας, θέμα το οποίο και θα μας απασχολήσει εκτεταμένα σε αυτό το κεφάλαιο. Ο νομοθέτης στην συγκεκριμένη υποχρέωση δεν καθίσταται ιδιαίτερα σαφής ως προς την πρότυπη μορφή που μπορεί να έχει ένας Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας.

Υποχρέωση εγκαθίδρυσης Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου η οποία θα στελεχώνεται τουλάχιστον από ένα φυσικό πρόσωπο το οποίο θα μισθώνεται από την επιχείρηση και θα έχει ως αρμοδιότητες την εφαρμογή και συνεχή τήρηση του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας και των άλλων νομοθετικών διατάξεων της Ελλάδας, τις αναφορές ενδεχόμενων περιπτώσεων σύγκρουσης συμφερόντων της Διοίκησης, την τριμηνιαία τουλάχιστον ενημέρωση του Δ.Σ. για τους κινδύνους που χαρακτηρίζουν την εταιρεία και τις αδυναμίες του Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου αυτής, ενώ επίσης οφείλουν να ενημερώνουν και να συνεργάζονται με τις εποπτικές αρχές όποτε αυτό απαιτείται (DeZoort & Salterio, 2001).

Με αυτή την υποχρέωση ο νομοθέτης επιβάλλει στις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεις να προσλάβουν επαγγελματίες εσωτερικούς ελεγκτές οι οποίοι θα είναι υπεύθυνοι για την τήρηση των ανωτέρω, ή όπως μας υπαγορεύει η εμπειρία μας υποχρεώνουν τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρείες να 'ονομάσουν' συγκεκριμένα υφιστάμενα στελέχη ως εσωτερικούς ελεγκτές, γεγονός που τις καλύπτει τυπικά προς τον νόμο, εφόσον ο νομοθέτης δεν απαιτεί συγκεκριμένα χαρακτηριστικά που πρέπει να πληρούν οι επαγγελματίες εσωτερικοί ελεγκτές, όπως είναι για παράδειγμα τυχόν ακαδημαϊκοί και επαγγελματικοί τίτλοι σπουδών και σχετική επαγγελματική εμπειρία (Gurta et al., 1995). Εντούτοις, οι 'ορισμένοι' εσωτερικοί ελεγκτές στις περισσότερες περιπτώσεις δεν πληρούν όπως φάνηκε από την έρευνα μας τις ουσιαστικές προϋποθέσεις για την άσκηση

αποτελεσματικού έργου εσωτερικού ελέγχου γεγονός που συνεπάγεται κινδύνους για την ίδια την επιχείρηση

Υποχρέωση εγκαθίδρυσης υπηρεσίας εξυπηρέτησης μετόχων με κύρια ευθύνη την άμεση και ισότιμη πληροφόρηση των μετόχων της εταιρείας, καθώς και της εξυπηρέτησης τους σχετικά με την άσκηση των δικαιωμάτων τους με βάση το νόμο και το καταστατικό της εταιρείας (DeZoort & Salterio, 2001). Σε αυτό το σημείο ο νομοθέτης θέλησε να ενδυναμώσει τις διαδικασίες πληροφόρησης των μετόχων των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεων αναθέτοντας την ευθύνη σε εξειδικευμένη υπηρεσία στελεχωμένη με τουλάχιστον ένα φυσικό πρόσωπο.

Υποχρέωση εγκαθίδρυσης υπηρεσίας εταιρικών ανακοινώσεων η οποία θα έχει την ευθύνη παρακολούθησης των υποχρεώσεων της εταιρείας προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Χρηματιστήριο Αθηνών. Με την εγκαθίδρυση αυτής της υπηρεσίας ο νομοθέτης θέλησε να αναβαθμίσει τις διαδικασίες γνωστοποίησης / δημοσιοποίησης σημαντικών εταιρικών γεγονότων, επικοινωνίας με τις αρμόδιες αρχές των δημοσιεύσεων σημαντικών οικονομικών και άλλων πληροφοριών κ.λ.π (Gupta et al., 1995).

#### **4.5.3. Επιχειρησιακή ηθική και δικλίδες εσωτερικού ελέγχου**

Αποτελεί καλή πρακτική για τις επιχειρήσεις πέραν της καθαρά οικονομικής τους λειτουργίας που αντικατοπτρίζεται κυρίως μέσα από την επίτευξη κερδών που θα εξασφαλίζουν την βιώσιμη τους ανάπτυξη, να παρουσιάζουν και ένα φιλικό προς την κοινωνία πρόσωπο μέσα από διάφορες ενέργειες στις οποίες θα αναφερθούμε κατωτέρω (Gupta et al., 1995). Επίσης, στα πλαίσια της εφαρμογής αποτελεσματικών πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί αναγκαιότητα η υπαγωγή των ειδικών συμφερόντων που χαρακτηρίζουν τις επιμέρους ομάδες ενδιαφερομένων για την επιχείρηση (δηλαδή του Διοικητικού Συμβουλίου, των Ανώτατοι Διευθυντικών στελεχών, κ.λπ.) προς το γενικό συμφέρον της επιχείρησης και των μετόχων της (Κουτούπης, 2006). Προκειμένου οι επιχειρήσεις να

επιτυγχάνουν τον κοινωνικό τους στόχο θα πρέπει να προσαρμόζουν κατάλληλα και τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου τους.

Η ηθική ευθύνη των επιχειρήσεων απέναντι στο κοινωνικό σύνολο επιτυγχάνεται αποτελεσματικά μέσα από ανάληψη δράσεων που είναι προς το συμφέρον της κοινωνίας. Αναφέρεται στο είδος της διοίκησης που εφαρμόζει η κάθε εταιρεία ως προς την ικανοποίηση των υποχρεώσεων της σε ομάδες όπως οι μέτοχοι, οι εργαζόμενοι, οι προμηθευτές, οι πιστωτές, οι πελάτες, καθώς και η κυβέρνηση και η τοπική κοινωνία (stakeholders) (Daily & Dalton, 1992). Επίσης, κοινωνική ευθύνη παρουσιάζει μια επιχείρηση που σέβεται το φυσικό περιβάλλον, προστατεύει την υγεία των πελατών της μέσα από την παραγωγή προϊόντων καλής ποιότητας, εξασφαλίζει την ασφάλεια της παραγωγής των προϊόντων της κ.λπ.



## Συμπεράσματα – Επίλογος

Από την εξέταση των παραπάνω ζητημάτων μπορούμε να πούμε ότι η εταιρική διακυβέρνηση ως ένα σύστημα καθορισμού της συμπεριφοράς των φορέων εξουσίας είναι πολύ σημαντική για την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς και των επιχειρήσεων ιδιαίτερα στην Ελλάδα λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της (ανωριμότητα επενδυτών, οικογενειακές επιχειρήσεις, ιδεολογία εύκολου πλουτισμού). Η εδραίωση του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης στη χώρα αλλά και σε Ευρωπαϊκό επίπεδο θωράκισε το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς.

Η βελτίωση σε θέματα παρακολούθησης των οικονομικών καταστάσεων δεν είναι υποχρεωτικό να επέλθει με νομοθετικές ρυθμίσεις άλλα από πρωτοβουλίες των επιχειρήσεων. Κάτω από τις υποδείξεις των διεθνών εταιριών αξιολόγησης της εταιρικής διακυβέρνησης, τις απαιτήσεις των θεσμικών επενδυτών και τις βέλτιστες πρακτικές των πιο ανεπτυγμένων χωρών κάθε επιχείρηση μπορεί να αναζητήσει μόνη της την επιτυχία και την ανάπτυξη. Η μελέτη μας έχει δείξει ότι η ουσιαστική υιοθέτηση κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, και όχι μόνο η τυπική, αυξάνει την αξιοπιστία των επιχειρήσεων και βελτιώνει τα οικονομικά τους θέση με αποτέλεσμα να προσελκύουν τους θεσμικούς επενδυτές, φορείς μεγαλύτερων και περισσότερο αξιόπιστων κεφαλαίων.

Σύμφωνα με τον νόμο 2992/2002, από 01-01-2003 η εφαρμογή των Δ.Λ.Π. καθίσταται υποχρεωτική κατά την σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων στις ελληνικές Α.Ε. με εισηγμένες μετοχές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Με τους νόμους 3148/2003 και 3229/2003, η εφαρμογή τους ορίστηκε στην 01-01-2005, στην προσπάθεια της χώρας μας να εναρμονιστεί πλήρως με τα Δ.Λ.Π., έτσι ώστε να διασφαλιστεί η ομοιομορφία και η συγκρισιμότητα των οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών διεθνώς και να ενδυναμωθεί η εμπιστοσύνη αυτών που τις συμβουλεύονται για την λήψη των αποφάσεων τους.

Σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις είναι οι εξής:

- 1)Ισολογισμός,
- 2)Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης,
- 3)Κατάσταση Συνολικών Αποτελεσμάτων Χρήσης,
- 4)Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων και
- 5)Κατάσταση Ταμειακών Ροών.

Τέλος, με βάση το Νόμο για τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, τα δεδομένα αλλάζουν καθώς οι καταρτιζόμενες από τις οικονομικές οντότητες χρηματοοικονομικές καταστάσεις καθορίζονται από την κατηγορία στην οποία ανήκει η κάθε οντότητα. Έτσι, για τις μεγάλες οντότητες οι καταρτιζόμενες καταστάσεις είναι:

- 1.Ισολογισμός,
- 2.Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης,
- 3.Κατάσταση Μεταβολών Καθαρής Θέσης,
- 4.Κατάσταση Χρηματοροών,
- 5.Προσάρτημα

Για τις μεσαίες οντότητες είναι όλες οι προαναφερθείσες εκτός την Κατάσταση Χρηματοροών, ενώ για τις μικρές και για τις πολύ μικρές οντότητες είναι οι εξής: ο Ισολογισμός, η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης και το Προσάρτημα.

Για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες η υιοθέτηση κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης που ισχύουν διεθνώς αποτελεί μονόδρομο αν θέλουν να αυξήσουν τον δυναμισμό και την κερδοφορία τους . Η μείωση των τιμών των μετοχών πολύ μεγάλου αριθμού εισηγμένων επιχειρήσεων, ο κίνδυνος να μπουν σε καθεστώς επιτήρησης, η πίεση του ανταγωνισμού και οι απαιτήσεις των επενδυτών θα

αναγκάσουν τους επιχειρηματίες που χρειάζονται κεφάλαια και πρόσβαση στις αγορές της Ευρώπης να χειρίζονται τα εταιρικά ζητήματα με περισσότερη διαφάνεια, να προσαρμοσθούν στις απαιτήσεις των διεθνών αγορών και να εμπλουτίσουν τα διοικητικά συμβούλια με πρόσωπα που έχουν γνώσεις, εμπειρία και ανεξαρτησία γνώμης, χαρακτηριστικά πολύ σημαντικά για την μακροχρόνια κερδοφορία των επιχειρήσεων. Αυτό που πραγματικά χρειάζεται η κεφαλαιαγορά σαν τμήμα της παγκόσμιας αγοράς είναι δυναμικούς και ευσυνείδητους επιχειρηματίες και ενημερωμένους επενδυτές.

Τέλος, πρέπει να προσθέσουμε ότι ένας κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να είναι δυναμικός και προσαρμοστικός αυτό δεν σημαίνει ελαστική εφαρμογή των κανόνων αλλά ικανότητα να μεταβάλλεται ώστε να ανταποκρίνεται στις συνεχώς μεταβαλλόμενες εξελίξεις ενώ ταυτόχρονα επιτρέπει να λειτουργήσουν οι δυνάμεις της αγοράς και οι επιχειρηματίες να μπορούν να εκμεταλλεύονται τις επιχειρηματικές ευκαιρίες που τους παρουσιάζονται.

## Αναφορές – Πηγές

### Ελληνική βιβλιογραφία

1. Δούκας, Πέτρος Γ., (2002). Εταιρική διακυβέρνηση, κεφαλαιαγορές, χρηματιστήριο και αξιολόγηση επιχειρήσεων Αθήνα : Εκδόσεις Ι. Σιδέρης, Ινστιτούτο Δημοκρατίας Κωνσταντίνος Καραμανλής
2. Λαζαρίδης, Θεμιστοκλής Γ., (2011), Εταιρική διακυβέρνηση : Διεθνής πρακτική και ελληνική εμπειρία Θεσσαλονίκη : σοφία Α.Ε.
3. Μ. Ξανθάκης, Λ. Τσιπούρη, Λ. Σπανός, (2003), Εταιρική διακυβέρνηση, Έννοια και μέθοδοι αξιολόγησης, Εκδόσεις Παπαζήση, 2003
4. Νεγκάκης, Χρήστος. Λογιστική εταιριών : Θεωρία - εφαρμογές / Χρήστος Νεγκάκης. - Θεσσαλονίκη : σοφία Α.Ε., 2010.
5. Σπανός, Λ. (2001), «Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης και Σύγχρονη Επιχείρηση», Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Α' τριμ 2001, σελ 57- 63
6. Φίλιος, Βασίλειος Φ. Διοικητική λογιστική = Management Accounting : Κοστολόγηση και λογιστική κόστους για τη λήψη επιχειρησιακών αποφάσεων: Ειδικότερα θέματα και σύστημα ασκήσεων / Βασ. Φ. Φίλιος. - Αθήνα : Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών. Εταιρεία Ο.Π.Α. Α.Ε., 2012.

### Ξένη βιβλιογραφία

1. Aisbitt. S. (2001). "Measurement of harmony of financial reporting within and between countries, the case of Nordic countries". The European Accounting Review, vol. 10, no. 1 ,pp. 1 -72
2. Aoki, M. (2004), "Comparative Institutional Analysis of Corporate Governance", Oxford University Press

3. Berger, A., Clarke, G., Cull, R., Klapper, L. & Udell, G. (2005), "Corporate Governance and Bank Performance: A joint analysis of the static, selection, and dynamics effects of domestic, foreign and stake ownership," Journal of Banking and Finance, Vol. 29, pp: 2179-2221
4. Berkowitz, D, Pistor, K.. Richard. J-F. (2003) "Economic development, legality, and the transplant effect", European Economic Review. Vol. 47. pp. 165 - 195.
5. Bhagat, S. & Black. B. (2002). "The Non-Correlation Between Board Independence and Long Term Performance", Journal of Corporation Law, Vol. 27, pp: 231 - 273)
6. Blair, M. (1995), "Ownership and control: Rethinking corporate governance for the twenty-first century-", Washington D.C., The Brookings Institution
7. Claessens, S.. Djankov. S.. Nenova. T. (1999), 'Corporate Growth and Risk around the World'. Conference proceedings: Financial Crises in Emerging Markets, organized by the Federal Reserve Bank of San Francisco, September 23-24
8. Clarke, Thomas (2007) "International Corporate Governance " London and New York: Routledge
9. Coase, R. (1937), "The Nature of the Firm", Economica, Vol 4. pp. 386-405.
10. Colley, J., Doyle, J., Logan, G., Stettinius, W., What is Corporate Governance ? (McGraw-Hill, December 2004)
11. Crawford, C. J . (2007). Compliance & conviction: the evolution of enlightened corporate governance. Santa Clara, Calif: XCEO
12. Crawford, C. J. (2007). Compliance & conviction: the evolution of enlightened corporate governance. Santa Clara, Calif: XCEO.

13. Crawford, David B and Scarborough, Scott, (2001), Effective Compliance systems: A Practical Guide for Educational Institutions, The Institute of International Research Foundation, November
14. Daily, C M. and Dalton, D R. (1992), The relationship between governance structure and corporation performance in entrepreneurial firms. Journal of Business Venturing, Vol. 7, No. 5.
15. Davison, Barbara Auditing Derivative Strategies, The Institute of Internal Auditors, 2000.
16. Demsetz, H. and Villalonga, B (2001), "Ownership structure and corporate performance ", Journal of Corporate Finance. Vol. 7. pp 209-233
17. Denis, D.K. and J.J. McConnell (2003), International Corporate Governance. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38 (1): 1–36.
18. DeZoort, F T and Salterio, S. (2001), The Effects of Corporate Governance experience and Audit Knowledge on Audit Committee members Judgements, Auditing: A Journal of Practice and Theory, Vol.20, pp 31-47.
19. Douma, Sytse and Hein Schreuder (2013), Economic Approaches to Organizations, 5th edition. London: Pearson
20. Easterbrook, Frank H. and Daniel R. Fischel, International Journal of Governance, ISBN
21. Easterbrook, Frank H. and Daniel R. Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, ISBN
22. Eccles, R.G. & T. Youmans (2015), Materiality in Corporate Governance: The Statement of Significant Audiences and Materiality, Boston: Harvard Business School, working paper 16-023, <http://hbswk.hbs.edu/item/materiality-in-corporate-governance-the-statement-of-significant-audiences-and-materiality>

23. Erturk, Ismail, Froud, Julie, Johal, Sukhdev and Williams, Karel (2004) Corporate Governance and Disappointment Review of International Political Economy, 11 (4): 677-713.
24. Garrett, Allison, "Themes and Variations: The Convergence of Corporate Governance Practices in Major World Markets," 32 Denv. J. Int'l L. & Pol'y.
25. Goergen, Marc, International Corporate Governance, (Prentice Hall 2012) ISBN 978-0-273-75125-0
26. Gupta, Parveen P. and Ray, Manash R. (1995), Total Quality Improvement Process and the Internal Auditing function Altamonte Springs, FL: The Institute of Internal Auditors.
27. Hafen. M. (1999), Corporate Strategy and Control - exploring the potential of control assessment, Msc Dissertation, CUBS.
28. Harrington, C. (2004), Internal Audit's New Role, Journal of Accountancy, Vol 198, No.3, pp. 65-70.
29. 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 Development
30. Holton, Glyn A (2006). Investor Suffrage Movement, Financial Analysis Journal, 62 (6), 15–20.
31. Hovey, M. and T. Naughton (2007), A Survey of Enterprise Reforms in China: The Way Forward. Economic Systems, 31 (2): 138–156.
32. Jensen, M. and Meckling, W. (1976), "The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, Vol. 3. pp. 305-360.

33. Kay, John (2015), 'Shareholders think they own the company — they are wrong', The Financial Times, 10 November 2015
34. Keasey, K. & Wright, M. (1997), "Introduction: Corporate governance, accountability and enterprise", In Corporate governance: Responsibilities, risks and remuneration, ed. (Hichester: John Wiley & Sons
35. Maher, M. & Anderson, T. (1999), "Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth ", OECD,
36. Mertzanis, H. (2001), "Principles of Corporate Governance in Greece", Corporate Governance, Vol. 9, No 2, pp: 89-100
37. Parrat, F. (1999), "Le Gouvememcnt d' enterprise, Ce qui va changer, ce qui va evoluer", Suivi de Γ enquete integrale realisee par KPMG, Maxima Laurent du Mensil F.diteur. Paris
38. Shleifer. A. and Vishny, R. (1997), "A survey of corporate governance'. Journal of Finance, Vol. 52, pp. 737- 783.