

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ
Θεσμικό πλαίσιο και εμπειρικά ευρήματα στην Ελλάδα

του Κωνσταντίνου Δασκαλάκη
ΑΜ: 2772

Σύμβουλος σπουδών & επιβλέπων της εργασίας: Κωνσταντίνος Μανασάκης

:

Ηράκλειο, 2010

Περιεχόμενα

Εισαγωγή/ σελ. 5

Κεφάλαιο Πρώτο:

1.1 Η έννοια και η λειτουργία της εταιρικής διακυβέρνησης/ σελ. 6

1.2 Αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης/ σελ. 8

1.3 Ασυμμετρία Συμφερόντων μεταξύ Διοίκησης και Μετόχων και Αμοιβές Διευθυντικών Στελεχών/ σελ. 10

1.3.1 Πηγές Σύγκρουσης Συμφερόντων ανάμεσα σε Μετόχους και Διευθυντικά Στελέχη/ σελ. 11

1.3.2 Μηχανισμοί Ελέγχου και Περιορισμού Σύγκρουσης Συμφερόντων μεταξύ μετόχων και Διευθυντικών Στελεχών/ σελ. 12

1.3.3 Εμπειρικά Ευρήματα/ σελ. 14

1.3.4 Διευθυντικές Αμοιβές και Εταιρική Αποδοτικότητα/ σελ. 15

1.3.5 Περίληψη και Συμπεράσματα/ σελ. 17

1.4 Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης/ σελ. 18

1.4.1 Αγγλοσαξονικό ή εξωτερικό σύστημα/ σελ. 18

1.4.2 Εσωτερικό σύστημα/ σελ. 18

1.5 Προσδιοριστικοί παράγοντες της ισχυρής εταιρικής διακυβέρνησης/ σελ. 19

1.5.1 Ανεξάρτητα μέλη Διοικητικού Συμβουλίου/ σελ. 19

1.5.2 Ανεξαρτησία επιτροπών/ σελ. 21

1.5.3 Μέγεθος Ομάδας Διοικούντων/ σελ. 21

1.5.4 Διαχωρισμός ρόλων Προέδρου/CEO/ σελ. 22

1.5.5 Συνεδριάσεις διοικητικού συμβουλίου/ σελ. 23

1.5.6 Επάρκεια μελών της ελεγκτικής επιτροπής/ σελ. 23

1.5.7 Φήμη ελεγκτών/ σελ. 23

1.5.8 Συνεδριάσεις Ελεγκτικής επιτροπής/ σελ. 23

1.5.9 Χωριστές συνεδριάσεις των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου/ σελ. 24

1.5.10 Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη/ σελ. 24

1.6 Εταιρική Διακυβέρνηση και Μετοχικός Ακτιβισμός/ σελ. 25

Κεφάλαιο Δεύτερο:

2.1 Θεσμικό πλαίσιο στην Ελλάδα/ σελ. 29

2.1.1 Αρχικές προσεγγίσεις/ σελ. 29

2.1.2 Μεταγενέστερες προσεγγίσεις/ σελ. 29

2.2 Ρύθμιση της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης και εταιρική διακυβέρνηση/ σελ. 31

2.3 Νόμος 2190/1920/A-37 Θεσμικός νόμος περί Α.Ε./ σελ. 33

2.3.1 Η αξία του νόμου 2190/20 ως νομικού κειμένου/ σελ. 33

2.4 Ο Ν. 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση/ σελ.34

2.4.1 Η επικουρική εφαρμογή του Ν. 3016/02 έναντι του ν. 2190/20/ σελ. 34

2.4.2 Η εφαρμογή του Ν. 3016/02 σε επιχειρήσεις ειδικής νομικής μορφής/ σελ. 34

2.4.3 Αντιφάσεις του Ν. 3016/02/ σελ. 35

Κεφάλαιο Τρίτο:

3.1 Οι πρόσφατες εξελίξεις στην Ελλάδα/ σελ. 36

3.2 Εμπειρικά ευρήματα στην Ελλάδα/ σελ. 39

3.3 Μοντέλο διοίκησης και κατανομή αρμοδιοτήτων εντός του Δ.Σ.: Ενός ανδρός αρχή/ σελ. 42

3.4 Απόψεις και Γνώμες/ σελ. 51

3.5 Τα πλεονεκτήματα της αρχής «μία μετοχή-μία ψήφος»/ σελ. 53

Συμπέρασμα/ σελ. 54

Βιβλιογραφία/ σελ. 57

Εισαγωγή

Η πρόσφατη αναβάθμιση της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς από αναδυόμενη σε ώριμη, προσέδωσε μία νότα αισιοδοξίας στο ταλαιπωρημένο ελληνικό Χρηματιστήριο, επανέφερε όμως στο επίκεντρο της συζήτησης τον τρόπο με τον οποίο οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές αξιολογούν τις ελληνικές επιχειρήσεις. Δυστυχώς μέχρι στιγμής πολύς λόγος έχει γίνει για την ποσοτική διάσταση της αναβάθμισης, δηλαδή την ποσοστιαία συμμετοχή των κορυφαίων Ελληνικών επιχειρήσεων στον δείκτη της Morgan Stanley, αλλά ελάχιστα έχουν ειπωθεί για ποιοτικά θέματα, στα οποία οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα. Ένα από αυτά τα θέματα, το οποίο βρίσκεται ακόμα χαμηλά στην ιεραρχία των ζητημάτων που μας απασχολούν την μετα-αναδυόμενη εποχή, είναι και αυτό της εταιρικής διακυβέρνησης (corporate governance) των ελληνικών επιχειρήσεων.

Με απλά λόγια ο όρος εταιρική διακυβέρνηση αναφέρεται στο πλαίσιο που καθορίζει τις σχέσεις μεταξύ των τριών πυλώνων της σύγχρονης επιχείρησης, δηλαδή των μετόχων, των διευθυντικών στελεχών (management), και του διοικητικού συμβουλίου. Η ρύθμιση των δικαιωμάτων αλλά και των υποχρεώσεων των τριών αυτών πλευρών αποτελεί αντικείμενο συστηματικού προβληματισμού σε όλες τις αναπτυγμένες οικονομίες. Και ενώ διαφορετικές χώρες έχουν υιοθετήσει διαφορετικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, είναι βέβαιο πως η έλλειψη ενός συγκροτημένου και εφαρμόσιμου πλαισίου που να ρυθμίζει την εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί ασυγχώρητη παράλειψη του νομοθέτη.

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

Για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεις, η υιοθέτηση αυστηρών κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης είναι περίπου μονόδρομος, όχι διότι αυτό απαιτείται από το υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο, αλλά επειδή αργά ή γρήγορα η ίδια η αγορά θα ανταμείψει εκείνες τις εταιρείες, που θα ρυθμίζουν με το βέλτιστο τρόπο τις σχέσεις μεταξύ μετόχων, management, και διοικητικού συμβουλίου. Πρακτικές όπως η ανάδειξη του διοικητικού συμβουλίου σε κύριο πόλο λήψης αποφάσεων που αφορούν τη στρατηγική της επιχείρησης και ο διορισμός ανεξάρτητων, μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο θα αποτελούν ολοένα και πιο πολύ αντικείμενο διαφοροποίησης μεταξύ των εισηγμένων επιχειρήσεων. Πρόσφατη έρευνα της εταιρίας McKinsey κατέδειξε ότι οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν ένα premium, που ξεπερνά το 20%, για εταιρείες με σωστές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης.

Η βελτίωση των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης αφορά όμως εξ' ίσου και τις μη εισηγμένες εταιρείες. Η συμμετοχή εταιρειών venture capital στο μετοχικό κεφάλαιο μη εισηγμένων επιχειρήσεων είναι συνήθως το πρώτο βήμα προκειμένου οι εταιρείες αυτές να εξοικειωθούν με τις σύγχρονες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης και να

προετοιμασθούν για τις υποχρεώσεις τους όταν θα διαβούν το κατώφλι της κεφαλαιαγοράς.

Κεφάλαιο 1^ο

1.1 Η έννοια και η λειτουργία της εταιρικής διακυβέρνησης

Εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα σύνολο διαδικασιών, κανόνων εθιμικού δικαίου, συνηθειών-πρακτικών, πολιτικών, νόμων και θεσμών που επηρεάζουν τον τρόπο με τον οποίο μία επιχείρηση διευθύνεται, διοικείται ή ελέγχεται.

Η εταιρική διακυβέρνηση επιπλέον περιλαμβάνει (α) τις σχέσεις μεταξύ των πολλών εμπλεκόμενων παικτών (stakeholders), και (β) τους στόχους για την επίτευξη των οποίων διακυβερνάται η επιχείρηση. Οι βασικοί παίκτες είναι οι μέτοχοι, η διοίκηση (management) και το Διοικητικό Συμβούλιο. Άλλοι εμπλεκόμενοι είναι οι εργαζόμενοι, οι προμηθευτές, οι πελάτες, οι τράπεζες και λοιποί δανειστές, οι Ρυθμιστικές Αρχές της Αγοράς, και γενικότερα το εξωτερικό περιβάλλον και η κοινωνία. Η εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα πολύπλευρο ζήτημα.

Μία σημαντική συνιστώσα της είναι ότι πρέπει να διασφαλίζει πως συγκεκριμένα πρόσωπα στον οργανισμό/ επιχείρηση πρέπει να είναι υπόλογα απέναντι στους μετόχους της επιχείρησης και να υποχρεώνονται να τους ενημερώνουν σχετικά με τις πράξεις τους και τις αποφάσεις τους, τις οποίες πρέπει να δικαιολογούν, και να υφίστανται την τιμωρία σε περίπτωση παράβασης καθήκοντος ή κακοδιαχείρισης. Η εταιρική διακυβέρνηση ασχολείται με τους τρόπους με τους οποίους οι χρηματοδότες των εταιρειών, αυτοί που διαθέτουν και προμηθεύουν στις εταιρείες τα απαραίτητα κεφάλαια, εξασφαλίζουν στους εαυτούς τους μία ανταμοιβή για την επένδυσή τους.

Οι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης είναι οικονομικοί και νομικοί θεσμοί οι οποίοι μπορεί να αλλάζουν μέσω της πολιτικής διαδικασίας (διαδικασία εκλογών – επιλογή πολιτικών προγραμμάτων μέσω επιλογής και ψήφησης των κομμάτων που τα ευαγγελίζονται προεκλογικώς), μερικές φορές προς το καλύτερο. Κάποιος θα μπορούσε να διαμορφώσει την εικόνα ότι δεν θα έπρεπε να ανησυχούμε ή να δίνουμε μεγάλη σημασία γι' αυτή την πολιτική διαδικασία και την αναμόρφωση της διακυβέρνησης που προκύπτει από αυτήν. Διότι, μακροπρόθεσμα ο ανταγωνισμός της αγοράς θα εξανάγκαζε τις επιχειρήσεις να ελαχιστοποιήσουν το κόστος, και - ως μέρος αυτής της ελαχιστοποίησης - να υιοθετούν κανόνες, συμπεριλαμβανομένων των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης, δίνοντάς τους τη δυνατότητα να αντλούν εξωτερικά κεφάλαια στο χαμηλότερο κόστος. Σ' αυτήν την επαναστατική θεωρία της οικονομικής αλλαγής (Alchian, 1950, Stigler, 1958), ο ανταγωνισμός θα αναλάμβανε να επιλύσει τα ζητήματα της εταιρικής διακυβέρνησης. Ενώ οι περισσότεροι συμφωνούν ότι ο ανταγωνισμός στις αγορές είναι πιθανόν η πιο ισχυρή δύναμη προς την κατεύθυνση της οικονομικής αποτελεσματικότητας στον κόσμο, υπάρχουν πολλοί που είναι σκεπτικοί και έχουν αμφιβολίες σχετικά με το κατά πόσον μπορεί από μόνος του να επιλύσει το πρόβλημα της εταιρικής διακυβέρνησης. Κάποιος θα μπορούσε να φανταστεί ένα σενάριο στο οποίο οι επιχειρηματίες ενοικιάζουν εργατικό/ανθρώπινο δυναμικό (labor) και κεφάλαιο (capital) στην spot αγορά κάθε λεπτό σε μία ανταγωνιστική τιμή, οπότε δεν θα είχαν απομείνει καθόλου διαθέσιμοι πόροι (ανθρώπινο δυναμικό και κεφάλαια) αχρησιμοποίητοι ώστε να μπορούν να

τους κατευθύνουν προς δική τους χρήση (να τους εκμεταλλευτούν προς ίδιο όφελος). Αλλά στην πράξη, το κεφάλαιο παραγωγής είναι πολύ συγκεκριμένο (συγκεκριμένη ποσότητα διαθέσιμη) και αντλείται από τις επιχειρήσεις, και οι επιχειρηματίες δεν μπορούν να το ενοικιάζουν κάθε λεπτό. Ως αποτέλεσμα, οι άνθρωποι που διαθέτουν το κεφάλαιό τους στις επιχειρήσεις χρειάζεται να εξασφαλίζονται ότι θα λάβουν πίσω μέρος των κερδών (την απόδοση) που επιφέρουν στην επιχείρηση τα κεφάλαιά τους.

Οι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης παρέχουν ακριβώς αυτή την εξασφάλιση. Ο ανταγωνισμός στην αγορά προϊόντων μπορεί να μειώσει τις αποδόσεις επί του παρασχεθέντος από τους επενδυτές κεφαλαίου και έτσι να μειώσουν το ποσό που οι μάνατζερ μπορούν πιθανώς να «απαλλοτριώσουν» και να αποστερήσουν από την επιχείρηση. Ωστόσο, δεν μπορεί να παρεμποδίσει τους μάνατζερ να «απαλλοτριώσουν» μέρος των κερδών της επιχείρησης στη χρονική φάση μετά την άντληση των κεφαλαίων. Η επίλυση αυτού του προβλήματος απαιτεί κάτι περισσότερο από τον ανταγωνισμό, και αυτό είναι ένα ευρύτερο σύνολο κανόνων και θεσμικών/ νομοθετικών πλαισίων που απαρτίζουν την εταιρική διακυβέρνηση.

Η εταιρική διακυβέρνηση, περισσότερο ως πρακτική παρά ως έννοια, δεν είναι κάτι που εμφανίζει κοινά γνωρίσματα στην ανά την υφήλιο εφαρμογή της. Αποτελείται από πλέγμα κανόνων που αφενός ποικίλλει από χώρα σε χώρα, αφετέρου πολύ συχνά είναι δύσκολο να προσδιοριστεί η ακριβής δομή της. Στα δεδομένα αυτά πρέπει να προστεθεί και το καινοφανές όχι μόνο της ύπαρξής της, αλλά του **αυξημένου ρόλου** που καλείται πλέον να διαδραματίσει.

Αναφερόμενοι στον ορισμό της εταιρικής διακυβέρνησης, θα μπορούσαμε να πούμε ότι πρόκειται για το σύνολο των κανόνων με τους οποίους μια εταιρία διοικείται και ελέγχεται. Σε γενικές γραμμές, και εξετάζοντας τις επιμέρους πτυχές της εταιρικής διακυβέρνησης, αυτή άπτεται της **δομής του διοικητικού συμβουλίου** (επιτροπές, μη εκτελεστικά στελέχη, χωρισμός των ρόλων προέδρου - διευθύνοντος συμβούλου, εθνικά θεσμικά πλαίσια), **των δικαιωμάτων ψήφου**, της **άμυνας σε εξαγορές**, και των **αποκαλύψεων** (λογιστικά στοιχεία και αμοιβές στελεχών). Η κατηγοριοποίηση αυτή, με όλο τον κίνδυνο που ενέχει να θεωρηθεί αυθαίρετη, απαντάται με παραλλαγές στα περισσότερα διεθνή κείμενα που αφορούν την εταιρική διακυβέρνηση και συνήθως χρησιμοποιείται από επενδυτικούς και μη οργανισμούς, όταν επιθυμούν να χαρτογραφήσουν το εταιρικό περιβάλλον.

”Παρότι έχουμε μορφή ανωνύμου εταιρείας, η **αντίληψή μας είναι καθαρά συνεταιριστική**. Ο Charlie Munger κι εγώ **θεωρούμε τους μετόχους ως ιδιοκτήτες-συνεταίρους** και τους εαυτούς μας ως διαχειριστές-συνεταίρους. Δεν αντιμετωπίζουμε την εταιρία ως ”τελικό κάτοχο” των επιχειρηματικών πόρων μας, αλλά ως ένα ”όχημα”, μέσω του οποίου οι μέτοχοί μας κατέχουν αυτούς τους πόρους. Ο Charlie κι εγώ ελπίζουμε ότι ο καθένας σας δεν θεωρεί τον εαυτό του απλώς ως κάτοχο ενός τίτλου η τιμή του οποίου ανεβοκατεβαίνει κάθε μέρα και είναι υποψήφιος για πώληση όποτε ένα πολιτικό ή οικονομικό γεγονός σας δημιουργεί νευρικότητα.

Ελπίζουμε ότι θεωρείτε τον εαυτό σας ως κάτοχο ενός τμήματος μιας επιχείρησης, στην οποία υπολογίζετε να παραμείνετε για μεγάλο χρονικό διάστημα, όπως αν είχατε μια φάρμα ή ένα κτίριο διαμερισμάτων με συνεταίρους τα μέλη της οικογενείας σας. Από τη δική μας πλευρά δεν αντιμετωπίζουμε τους μετόχους μας ως **απρόσωπα μέλη ενός συνεχώς μεταβαλλόμενου πλήθους**, αλλά ως συνεταίρους που μας εμπιστεύθηκαν τα κεφάλαιά τους για ένα διάστημα που ίσως να αφορά και στο υπόλοιπο της ζωής τους. Σε πλήρη, άλλωστε, συμφωνία με τον προσανατολισμό της εταιρίας προς τους μετόχους-εταίρους της, ακόμη και οι διευθυντές μας έχουν

επενδύσει μεγάλο μέρος της περιουσίας τους στην εταιρία. Τρώμε αυτά που εμείς μαγειρεύουμε”.

Τα λόγια αυτά περιλαμβάνονται στο "Owners Manual" της γνωστότερης ίσως εταιρίας συμμετοχών στον κόσμο και ανήκουν βέβαια στον κ. **Warren Buffett**, που θεωρείται σήμερα ο πλέον επιτυχημένος επενδυτής στον κόσμο. Ένας επενδυτής με ιστορία δεκαετιών, βασικός μέτοχος μιας εταιρίας που έως τώρα έχει κινηθεί από επιτυχία σε επιτυχία και έχει τους πιο πιστούς μετόχους ανάμεσα στις εταιρίες μεγάλης κεφαλαιοποίησης της Wall Street. Τα λόγια του κ. Buffett, που έχει πλέον αποδειχθεί ότι δεν είναι μόνον λόγια αλλά... έργα, αποτελούν κατά την άποψή μας τον πιο ταιριαστό πρόλογο για κάθε πόνημα που αφορά την εταιρική διακυβέρνηση. Κι αυτό διότι, πέρα από διατάξεις, νόμους και υποχρεώσεις, **η σωστή εταιρική διακυβέρνηση είναι θέμα ΝΟΟΤΡΟΠΙΑΣ**. Είναι θέμα σεβασμού προς τους μετόχους που εμπιστεύονται τη διοίκηση και τους κατόχους της πλειοψηφίας. Είναι θέμα αντίληψης του άμεσου, καθώς και του μακροπρόθεσμου οφέλους που προσφέρει η πλήρης διαφάνεια για τα εταιρικά δρώμενα, τις αμοιβές και τις παροχές προς τα μέλη της διοίκησης, αλλά και η έγκαιρη προειδοποίηση για τις "εκπλήξεις", θετικές και αρνητικές, στα αποτελέσματα. Σε μια περίοδο κρίσης για την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού έναντι της "μετοχικής ιδέας" και του χρηματιστηριακού θεσμού, **η εταιρική διακυβέρνηση δεν είναι πια "πολυτέλεια"** που αφορά σε μεγάλες εταιρίες και ανεπτυγμένες αγορές. Είναι μάλλον επιτακτική ανάγκη για την επιβίωση και την ανάπτυξη, για την ανατροπή του κλίματος καχυποψίας και απαξίωσης που έχει απομακρύνει τον βασικότερο στυλοβάτη των αγορών, τον ιδιώτη επενδυτή.

Οι επιχειρήσεις ιδρύονται και λειτουργούν με σκοπό τη μεγιστοποίηση του κέρδους από την εκμετάλλευση των διαφόρων πόρων μέσω των επιχειρησιακών διαδικασιών. Αυτή η αυστηρά τεχνοκρατική τοποθέτηση εγκυμονεί τον κίνδυνο, ιδιαίτερα όταν στόχος είναι η βραχυπρόθεσμη μεγιστοποίηση του κέρδους, να οδηγηθεί η επιχείρηση σε καταχρήσεις των πόρων και στην παράβλεψη του αντίκτυπου των επιχειρησιακών δραστηριοτήτων της πάνω στους άλλους κοινωνικούς εταίρους και στο περιβάλλον. Επιπρόσθετα, διάφορα σκάνδαλα αδιαφάνειας και κακοδιαχειρίσεων από διεθνείς επιχειρήσεις-κολοσσούς, είχαν ως αποτέλεσμα την επέκταση της Εταιρικής Διακυβέρνησης και των αρχών της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης σε όλες τις οικονομίες, ξεκινώντας από τις αναπτυγμένες. Τα θέματα της διαφάνειας στη διαχείριση και της ευθύνης έναντι της κοινωνίας μιας επιχείρησης είναι δύο από τα δυναμικότερα και προκλητικότερα ζητήματα που αντιμετωπίζουν σήμερα οι ηγετικές επιχειρήσεις. Η Εταιρική Διακυβέρνηση – ΕΔ - (Corporate Governance) και η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη – ΕΚΕ - (Corporate Social Responsibility), αποτελούν στοιχεία για την εξισορρόπηση της οικονομικής, κοινωνικής, και περιβαλλοντικής επίδρασης της επιχειρησιακής δραστηριότητας με ταυτόχρονη ανάπτυξη της αξίας για λογαριασμό των μετόχων, αλλά και γενικότερα όλων των συμμετεχόντων σε αυτή (stakeholders). Στην παρούσα μελέτη γίνεται εκτενής παρουσίαση των εννοιών της ΕΔ και της ΕΚΕ.

1.2. Αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Στις αρχές της καλής εταιρικής διακυβέρνησης περιλαμβάνονται η τιμιότητα, η εμπιστοσύνη, η ακεραιότητα, η ευθύτητα, ο προσανατολισμός προς την επιτέλεση του καθήκοντος και τη βέλτιστη απόδοση, η υπευθυνότητα, ο αμοιβαίος σεβασμός και η δέσμευση προς τον οργανισμό ή την επιχείρηση. Μεγάλης σημασίας είναι ο τρόπος με τον οποίο οι διευθυντές και η διοίκηση (management) αναπτύσσουν ένα μοντέλο διακυβέρνησης που ευθυγραμμίζει μεταξύ τους τις αξίες όσων μετέχουν στην επιχείρηση και κατόπιν αξιολογούν αυτό το μοντέλο περιοδικά για την

αποτελεσματικότητά του. Συγκεκριμένα, οι ανώτεροι διοικητικοί λειτουργοί της επιχείρησης θα πρέπει να διοικούν και να διαχειρίζονται τα της επιχείρησης με εντιμότητα και ηθική, ειδικά όσον αφορά πραγματικές ή φαινομενικές συγκρούσεις συμφερόντων, και να υποστηρίζουν έμπρακτα τη διαφάνεια και να είναι αποκαλυπτικοί όταν πρόκειται για οικονομικές αναφορές και αποτελέσματα της επιχείρησης.

Σύμφωνα με τους Charkham και Simpson, (1999), υπάρχουν δύο βασικές αρχές για μια επιτυχημένη εταιρική διακυβέρνηση: (1) το μάνατζμεντ να είναι ελεύθερο να διοικεί την επιχείρηση με τις ελάχιστες δυνατές παρεμβολές και τη μέγιστη δυνατή παρακίνηση και (2) το μάνατζμεντ πρέπει να είναι υπόλογο για την αποτελεσματική και αποδοτική χρήση αυτής της ελευθερίας. Ο έλεγχος πρέπει να γίνεται δε δύο επίπεδα: έλεγχος του μάνατζμεντ από το διοικητικό συμβούλιο και έλεγχος του διοικητικού συμβουλίου από τους μετόχους.

Γενικά, οι κοινά αποδεκτές αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης περιλαμβάνουν:

α) Δικαιώματα και δίκαιη μεταχείριση των μετόχων: Οι επιχειρήσεις και οι οργανισμοί θα πρέπει να σέβονται τα δικαιώματα των μετόχων και να τους βοηθούν στην εξάσκηση των δικαιωμάτων τους, μέσω (α) της αποτελεσματικής παροχής όλων των απαραίτητων γι' αυτούς πληροφοριών με τρόπο κατανοητό και εύκολα προσβάσιμο, και (β) μέσω της ενθάρρυνσής τους για να συμμετέχουν ενεργά στις γενικές συνελεύσεις των μετόχων των επιχειρήσεων αυτών.

β) Συμφέροντα των υπολοίπων συμμετεχόντων-ενδιαφερομένων-συσχετιζομένων (stakeholders) με την επιχείρηση (προμηθευτών, δανειστών, ρυθμιστικών αρχών, πελατών, κλπ): Οι επιχειρήσεις και οι οργανισμοί θα πρέπει να αναγνωρίζουν ότι έχουν νομικές και άλλες υποχρεώσεις απέναντι σε όλους τους υπόλοιπους νόμιμους συμμετέχοντες στην επιχείρηση.

γ) Ρόλος και Ευθύνη του Διοικητικού Συμβουλίου: Το ΔΣ της επιχείρησης χρειάζεται ένα εύρος ικανοτήτων και κατανόηση ώστε να είναι ικανό να αντιμετωπίσει τα διάφορα θέματα και να έχει την ικανότητα να αναθεωρεί και να προκαλεί ή να θέτει υπό αμφισβήτηση την απόδοση του management. Χρειάζεται να είναι επαρκούς μεγέθους και να διαθέτει το κατάλληλο επίπεδο δέσμευσης ώστε να εκπληρώνει τις ευθύνες και τα καθήκοντά του. Υπάρχουν διάφορα ανοικτά ζητήματα σε σχέση με το ποιο είναι το καταλληλότερο μίγμα (αριθμητικός συσχετισμός) μεταξύ εκτελεστικών και μη-εκτελεστικών μελών του ΔΣ. Οι κρίσιμοι ρόλοι του Προέδρου και του Γενικού Διευθυντή δεν θα πρέπει να διαδραματίζονται και οι αντίστοιχες θέσεις να καταλαμβάνονται από το ίδιο πρόσωπο.

δ) Ακεραιότητα και ηθική συμπεριφορά: Οι επιχειρήσεις θα πρέπει να αναπτύσσουν έναν κώδικα δεοντολογίας για τα μέλη του ΔΣ και τους εκτελεστικούς managers που να προάγει την ηθική και την υπεύθυνη λήψη αποφάσεων.

ε) Αποκάλυψη και διαφάνεια: Οι επιχειρήσεις θα πρέπει να αποσαφηνίζουν, να διαλευκάνουν και να καθιστούν δημόσια γνωστό το ρόλο και τις ευθύνες/ αρμοδιότητες των μελών του ΔΣ και του management, ώστε να παρέχουν στους μετόχους ένα καλό επίπεδο υποχρέωσης λογοδοσίας εκ μέρους των μελών του ΔΣ (δηλαδή να είναι πεπεισμένοι και βέβαιοι οι μέτοχοι ότι όταν ζητήσουν εξηγήσεις από τα μέλη του ΔΣ της επιχείρησης αυτές θα τους παρασχεθούν με διαφάνεια και

αλήθεια). Παράλληλα, οι επιχειρήσεις θα πρέπει να υλοποιούν διαδικασίες ώστε με ανεξάρτητο τρόπο (π.χ. ορκωτοί λογιστές) να επαληθεύεται, να προστατεύεται και να εγγυάται η ακεραιότητα των οικονομικών αναφορών (financial reporting) της επιχείρησης. Η αποκάλυψη/ παρουσίαση υλικού και στοιχείων που αφορούν την επιχείρηση θα πρέπει να γίνονται έγκαιρα και ισόρροπα ώστε να διασφαλίζεται ότι όλοι οι μέτοχοι έχουν πρόσβαση σε ξεκάθαρη, σαφή και τεκμηριωμένη πληροφορία.

Ζητήματα που εμπλέκουν τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης περιλαμβάνουν:

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

1.3 Ασυμμετρία Συμφερόντων μεταξύ Διοίκησης και Μετόχων και Αμοιβές Διευθυντικών Στελεχών

Ο Χρηματοοικονομικός στόχος κάθε επιχείρησης είναι, ως γνωστόν, η μεγιστοποίηση της αγοραίας αξίας (χρηματιστηριακής αξίας για εισηγμένες σε χρηματιστήρια εταιρίες) του μετοχικού της κεφαλαίου. Αυτός ο στόχος υλοποιείται με τις σχετικές επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις των διευθυντικών στελεχών. Η σιωπηλή υπόθεση πίσω από αυτό το στόχο είναι πως τα συμφέροντα των διευθυντικών στελεχών και μετόχων συμπίπτουν. Στην έκταση που οι μέτοχοι και τα διευθυντικά στελέχη ταυτίζονται, η παραπάνω υπόθεση είναι κατά κανόνα σωστή. Στη πράξη όμως, ιδιαίτερα στις σύγχρονες εταιρείες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες σε χρηματιστήρια, οι διευθυντικές αρμοδιότητες και δραστηριότητες (management) ασκούνται από επαγγελματικά στελέχη (managers) τα οποία συνήθως δεν είναι ιδιοκτήτες της εταιρείας. Σε αυτή τη περίπτωση οι ιδιοκτήτες (μέτοχοι) αναθέτουν τη διαχείριση της επιχείρησής τους σε ξένα προς την επιχείρηση άτομα. Αυτός ο διαχωρισμός ιδιοκτησίας (ownership) από διοίκηση (management) δημιουργεί σχέση αντιπροσώπευσης (agency) ανάμεσα σε εντολείς (principals-μετόχους) και εντολοδόχους (agents-διευθυντικά στελέχη), σύμφωνα με την οποία οι

εντολοδόχοι αναλαμβάνουν την εντολή να ενεργούν στο όνομα του εντολέα επιδιώκοντας τη μεγιστοποίηση της οικονομικής του ωφέλειας.

Η σχετική χρηματοοικονομική θεωρία αναλύει τις σχέσεις αντιπροσώπευσης ανάμεσα σε μετόχους και διευθυντικά στελέχη, υποδεικνύει πηγές ασυμμετρίας επιδιώξεων-συμφερόντων ανάμεσά τους, και προτείνει μηχανισμούς ελέγχου και περιορισμού της απόκλισης ανάμεσα στις επιδιώξεις τους.

Αυτό το άρθρο επικεντρώνεται στο μηχανισμό αμοιβών των διευθυντικών στελεχών ως εργαλείο σύγκλισης των αντιτιθέμενων συμφερόντων των μετόχων και διευθυντικών στελεχών. Το Τμήμα 1 περιγράφει τις πηγές σύγκρουσης συμφερόντων. Το Τμήμα 2 αναφέρει τους μηχανισμούς περιορισμού της σύγκρουσης συμφερόντων και παρουσιάζει το σύστημα αμοιβών. Το Τμήμα 3 συνοψίζει τα εμπειρικά ευρήματα από τη σχετική διεθνή βιβλιογραφία, και το τελευταίο Τμήμα παρουσιάζει τη περίληψη και τα σχετικά συμπεράσματα του άρθρου.

1.3.1 Πηγές Σύγκρουσης Συμφερόντων ανάμεσα σε Μετόχους και Διευθυντικά Στελέχη.

Στις σύγχρονες επιχειρήσεις οι μέτοχοι αναθέτουν τη διεύθυνση της επιχείρησης σε διευθυντικά στελέχη ξένα προς την επιχείρηση. Τα συμφέροντα όμως των τελευταίων δεν ταυτίζονται με τα συμφέροντα των πρώτων, με αποτέλεσμα συχνά να ανακύπτουν συγκρούσεις επιδιώξεων ανάμεσά τους. Η σχετική Χρηματοοικονομική Θεωρία αναφέρει τις παρακάτω πηγές σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών σε **πολυμετοχικές** επιχειρήσεις, όπου η διοίκηση (management) ασκείται από ομάδα επαγγελματικών διευθυντικών στελεχών (managers) που δεν είναι ιδιοκτήτες της επιχείρησης.

- Ανάλωση εταιρικών πόρων σε μη παραγωγικές υπηρεσίες και αγαθά(π.χ. πολυτελή γραφεία, ιδιωτικά αεροπλάνα, κλπ.)

- Υπερβολική αποστροφή κινδύνου (risk aversion) εκ μέρους των διευθυντικών στελεχών. Συγκεκριμένα, ενώ οι μέτοχοι πολυμετοχικών επιχειρήσεων ενδιαφέρονται μόνον για εκείνο το τμήμα του συνολικού κινδύνου της μετοχής που δεν εξαιλείται (συστηματικός κίνδυνος), τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν υπόψη το συνολικό κίνδυνο. Η διαφορετική προτίμηση στο είδος κινδύνου που οι μέτοχοι και τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν υπόψη τους πηγάζει από τη δυνατότητα των πρώτων να επενδύουν τον πλούτο τους σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών διαφορετικών επιχειρήσεων. Αντιθέτως, τα επαγγελματικά διευθυντικά στελέχη, των οποίων το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου τους αποτελείται από τις αμοιβές τους από την συγκεκριμένη επιχείρηση, αδυνατούν να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο. Έτσι, τα διευθυντικά στελέχη έχουν λόγους να απορρίπτουν κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τον συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης, και αντίστροφα να αποδέχονται ζημιογόνα επενδυτικά σχέδια που οδηγούν σε μείωση του συνολικού κινδύνου.

- Έμφαση σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα λήξης επενδυτικών αποφάσεων. Στην έκταση που οι αμοιβές των διευθυντικών στελεχών βασίζονται στις πωλήσεις ή τα κέρδη της τρέχουσας ή της προηγούμενης χρήσης, τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρα να απορρίπτουν επενδυτικά σχέδια που μειώνουν τα κέρδη βραχυπρόθεσμα παρότι συμβάλουν στην κερδοφορία της επιχείρησης μακροπρόθεσμα. Απεναντίας, μπορεί να προκρίνουν επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τα βραχυπρόθεσμα κέρδη παρότι μειώνουν τα κέρδη μακροπρόθεσμα.

1.3.2 Μηχανισμοί Ελέγχου και Περιορισμού Σύγκρουσης Συμφερόντων μεταξύ μετόχων και Διευθυντικών Στελεχών.

Η σχετική βιβλιογραφία περιγράφει αρκετούς μηχανισμούς που ελέγχουν και περιορίζουν τις συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών.

Οι κυριότεροι μηχανισμοί είναι:

1. Η σύνθεση και οργάνωση του Διοικητικού Συμβουλίου.
2. Το γενικότερο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης. (corporate governance)
3. Το σύστημα αμοιβών των διευθυντικών στελεχών.
4. Η αγορά εργασίας.
5. Η αγορά συγχωνεύσεων, εξαγορών και άλλων επιχειρηματικών μετατροπών.
6. Το θεσμικό και νομικό πλαίσιο.

Αυτό το άρθρο επικεντρώνεται μόνο στο σύστημα αμοιβών ως εργαλείου σύγκλισης των συμφερόντων των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών. Στη σύγχρονη επιχείρηση οι αμοιβές των διευθυντικών στελεχών περιλαμβάνουν τον μισθό, το πριμ ετήσιας παραγωγικότητας (bonus), 4 παροχές που συνδέονται με την επίτευξη μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Οικονομικών ή/και χρηματιστηριακών στόχων, και παροχές σε μετοχές της εταιρείας ή σε δικαιώματα προαίρεσης επί των μετοχών (stock options). Για παράδειγμα, όπως προκύπτει από το ειδικό άρθρο (special report) του περιοδικού Business Week (19/4/04), οι είκοσι πλέον καλοπληρωμένοι διευθύνοντες σύμβουλοι εταιρειών στις Η.Π.Α. έλαβαν το 2003, κατά μέσον όρο, το ποσό των \$ 6,9 εκατομμυρίων σε μισθούς και πριμ ετήσιας παραγωγικότητας, και \$39,6 εκατομμυρίων σε αμοιβές που προέρχονται από παροχές σε μετοχές, από παροχές που συνδέονται με την επίτευξη μακροπρόθεσμων στόχων, και από άσκηση των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών, ανεβάζοντας τις συνολικές τους αμοιβές, κατά μέσον όρο, στο ποσό των \$ 46,5 εκατομμυρίων.

Ενδεικτικά, ο πιο ακριβοπληρωμένος Διευθύνων Σύμβουλος, Reuben Markτης Colgate-Palmolive, έλαβε τα ποσά \$5,1, \$136,0 και 141,1 εκατομμυρίων, αντιστοίχως. Από τον σχετικό πίνακα του ίδιου άρθρου αξίζει ιδιαίτερης προσοχής η περίπτωση του Διευθύνοντος Συμβούλου της Apple Computers, Steven Jobs, του οποίου ο μισθός το 2003 ήταν μηδέν, αλλά βέβαια οι συνολικές του αμοιβές, προερχόμενες μόνο από την άσκηση των δικαιωμάτων προαίρεσης επί των μετοχών της Apple Computers, ανήλθαν στο ποσό των \$74,8 εκατομμυρίων. Κλασικό επίσης είναι και το παράδειγμα του πρώην Διευθύνοντος Συμβούλου της Chrysler, Lee Iacocca, ο οποίος τον Σεπτέμβριο του 1979 που η Chrysler αντιμετώπιζε σοβαρά οικονομικά προβλήματα πρότεινε στο Διοικητικό του Συμβούλιο να μετατρέψουν τον ετήσιο μισθό του των \$ 360.000 σε \$ 1 για δυο χρόνια.

Το Διοικητικό Συμβούλιο απεδέχθη τη πρόταση του για ένα μόνο χρόνο μετατρέποντας το μισθό του σε \$ 1 και δίνοντάς του ταυτόχρονα το δικαίωμα να αποκτήσει το αντίτιμο του ετήσιου μισθού του σε 86.331 μετοχές που με την τότε τιμή \$8,34 ανά μετοχή αντιστοιχούσαν στο ποσό των \$ 360.000. Έχοντας απόλυτη εμπιστοσύνη στο μέλλον της εταιρείας που διοικούσε, ο κ. Iacocca ανέλαβε το ρίσκο να “χάσει” τα \$ 360.000 έναντι των κερδών από την πιθανή αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής. Για την ιστορία, η τιμή της μετοχής Chrysler υπερτριπλασιάστηκε σε λίγα χρόνια, φθάνοντας σε \$ 27,75, τον Αύγουστο του 1983. Το πριμ ετήσιας παραγωγικότητας (bonus) είναι συμπλήρωμα του μισθού που παρέχεται ανάλογα με την επίτευξη των ετήσιων οικονομικών στόχων της επιχείρησης. Οι παροχές που συνδέονται με την επίτευξη μακροπρόθεσμων οικονομικών ή/και χρηματιστηριακών στόχων συνήθως περιλαμβάνουν τη παροχή ενός προκαθορισμένου χρηματικού ποσού ή τη δωρεά παροχή ενός συγκεκριμένου αριθμού μετοχών εάν η επιχείρηση υλοποιήσει κάποιους προκαθορισμένους οικονομικούς ή/και χρηματιστηριακούς στόχους (π.χ. συγκεκριμένο μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης πωλήσεων ή κερδών ανά μετοχή στη προηγούμενη περίοδο 3-5 ετών, ή συγκεκριμένο μέσο όρο χρηματιστηριακής τιμής προς κέρδη στην αντίστοιχη περίοδο).

Οι παροχές δωρεάν μετοχών και δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών αποτελούν τα πιο ισχυρά κίνητρα προς τα διευθυντικά στελέχη για να πορεύονται σύμφωνα με τα συμφέροντα των μετόχων. Όπως αναφέρεται από τους Hall και Murphy (2003), το 1998 η διάμεσος (median) της αξίας των μετοχών και των δικαιωμάτων προαίρεσης επί των μετοχών που κατείχαν οι διευθύνοντες σύμβουλοι των βιομηχανικών εταιρειών του δείκτη S&P 500 ήταν \$30 εκατομμύρια.

Η χρήση των δικαιωμάτων προαίρεσης επί των μετοχών έχει λάβει ιδιαίτερη άνθηση τα τελευταία χρόνια. Για παράδειγμα, όπως αναφέρεται από τους Hall and Liebman (1998), το 1980 οι αμοιβές του διευθύνοντος συμβούλου περιελάμβαναν κυρίως μισθούς και πριμ ετήσιας αποδοτικότητας και μόλις 30% των διευθυνόντων συμβούλων ελάμβαναν νέα δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών. Συγκεκριμένα οι μισθοί (και πριμ) ανέρχονταν στο ποσό των \$655.000, ενώ η αξία των νέων δικαιωμάτων προαίρεσης επί των μετοχών ανέρχονταν στο ποσό των \$155.000. Το 1994 τα δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών είχαν γίνει το κυριότερο τμήμα της συνολικής αμοιβής του διευθύνοντος συμβούλου. Συγκεκριμένα, όπως αναφέρουν οι Core, Guay and Larcker (2003), το 70% των διευθυνόντων συμβούλων το 1994 ελάμβανε νέα δικαιώματα προαίρεσης επί των μετοχών αξίας, κατά μέσον όρον \$ 1,2 εκατομμύρια, σε σύγκριση με \$ 1,3 εκατομμύρια σε μισθούς και πριμ ετήσιας παραγωγικότητας.

Η χρήση των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών δεν είναι ομοιόμορφη στους διάφορους κλάδους της οικονομίας. Για παράδειγμα, όπως αναφέρεται από τους Core and Guay (2001) η διάμεσος (median) του ποσοστού δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών προς το σύνολο των μετοχών της επιχείρησης την περίοδο 1992-1996 ήταν 5,5% για το συνολικό δείγμα. Το συγκεκριμένο ποσοστό ήταν 10%-14% για τους αναπτυξιακούς κλάδους (υπολογιστές, λογισμικά, φαρμακευτικές εταιρείες, κλπ.), αλλά μόλις 2%-3% για κλάδους περιορισμένης αναπτυξιακής δυνατότητας (π.χ. επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας).

Το κυριότερο επιχείρημα υπέρ της χρήσης δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών είναι ότι το συγκεκριμένο είδος αμοιβής προσφέρει σημαντικό κίνητρο στα διευθυντικά στελέχη να ενεργούν σύμφωνα με το συμφέρον των μετόχων μια και επιφέρουν άμεση σύνδεση ανάμεσα στο μέγεθος της αμοιβής τους και στη πορεία της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής της εταιρείας στην οποία εργάζονται.

Επιπλέον, η χρήση δικαιωμάτων προαίρεσης, αντί μετρητών, επιτρέπει στην επιχείρηση να προσελκύει άτομα με έντονα τα στοιχεία της δημιουργικότητας, υποκίνησης και επιχειρηματικότητας. Επίσης, τα δικαιώματα προαίρεσης προϋποθέτουν συνήθως τη παραμονή των διευθυντικών στελεχών στην επιχείρηση για αρκετά χρόνια, μειώνοντας τη συχνή μετακίνησή τους από εταιρεία σε εταιρεία. Τέλος, η χρήση δικαιωμάτων προαίρεσης ενθαρρύνει τα διευθυντικά στελέχη στην ανάληψη κινδύνου, περιορίζοντας τα προβλήματα που προκύπτουν από τη διαφορετική προτίμηση στο είδος κινδύνου που οι μέτοχοι και τα διευθυντικά στελέχη είναι διατεθειμένα να αναλάβουν.

Παρά τα οικονομικά οφέλη των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών, ασκήθηκε έντονη κριτική τη δεκαετία του 90 στη χρήση τους και στο γενικότερο σύστημα αμοιβών. Έκτοτε, το μέγεθος των αμοιβών, η σύνθεση τους και η σχέση τους με εταιρική αποδοτικότητα αποτελεί το κεντρικό θέμα έντονης αντιπαράθεσης μεταξύ νομοθετών, διευθυντικών στελεχών, οικονομολόγων, δημοσιογράφων και συμβούλων επιχειρήσεων.

Σε αυτή την κριτική συνέβαλαν και τα πρόσφατα σκάνδαλα στην Enron, WorldCom, Parmalat, και άλλες γιγαντιαίες επιχειρήσεις. Πράγματι, όπως επισημαίνεται από τους Hall and Murphy (2003), τα συγκεκριμένα σκάνδαλα απεδόθησαν στην αλόγιστη ανάληψη κινδύνου και υπερβολική προσήλωση στις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών. Επιπλέον, αυτά τα σκάνδαλα ανέδειξαν στην επιφάνεια τα προβλήματα που ανακύπτουν από την τρέχουσα πρακτική λογιστικής απεικόνισης των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών.

Συγκεκριμένα, η συνήθης πρακτική της μη αναγνώρισης των δικαιωμάτων προαίρεσης σαν εταιρική δαπάνη έχει προκαλέσει έντονη αντιπαράθεση ανάμεσα σε όσους υποστηρίζουν την αναγνώρισή τους ως δαπάνη και σε εκείνους που εναντιώνονται σε αυτή την άποψη. Οι υποστηρικτές της σχετικής άποψης ισχυρίζονται πως αναγνωρίζοντας τα δικαιώματα προαίρεσης ως δαπάνη, θα βελτιωθεί η πληροφοριακή πληρότητα και αξιοπιστία των λογιστικών καταστάσεων. Αντιθέτως, οι ενάντιοι αυτής της άποψης ισχυρίζονται πως τυχόν λογιστικοποίηση των δικαιωμάτων προαίρεσης θα κατέληγε σε σημαντική μείωση της χρήσης τους με αποτέλεσμα την εξάλειψη ενός σημαντικού εργαλείου τόνωσης της οικονομικής δραστηριότητας και ανάπτυξης.

1.3.3 Εμπειρικά Ευρήματα

Παρά τη έντονη κριτική που εμφανίζεται, ιδιαίτερα στον τύπο, ενάντια στο μέγεθος και τη σύνθεση των αμοιβών των διευθυντικών στελεχών, υπάρχουν αρκετά εμπειρικά ευρήματα που θεμελιώνουν τη θετική επίδρασή τους τόσο στις επιχειρηματικές δραστηριότητες όσο και την εταιρική αποδοτικότητα. Τα κυριότερα ευρήματα αναφέρονται στη σχέση ανάμεσα στην ανάληψη κινδύνου και στη παροχή στα στελέχη μετοχών της εταιρείας τους και δικαιωμάτων προαίρεσης, καθώς επίσης και στη σχέση μεταξύ αμοιβών και εταιρικής αποδοτικότητας.

Οι Amihud και Lev (1981) εξέτασαν τα πιθανά κίνητρα για τη πραγματοποίηση ανομοιογενών συγχωνεύσεων (conglomerate mergers) στις Η.Π.Α. Το χαρακτηριστικό γνώρισμα αυτής της μορφής συγχωνεύσεων είναι η έλλειψη οικονομικών ωφελειών, λόγω απουσίας οικονομικών συνεργιών, για τις αγοράζουσες εταιρείες με τη παράλληλη ύπαρξη σημαντικών δαπανών. Οι συγγραφείς ανέμεναν μεγαλύτερη συχνότητα ανομοιογενών συγχωνεύσεων στις επιχειρήσεις που υπήρχε σημαντική διασπορά των μετοχών έναντι των επιχειρήσεων με μικρή διασπορά. Στη πρώτη περίπτωση, σε αντίθεση με τη δεύτερη, υπάρχει περιορισμένη ικανότητα των

μετόχων να ελέγχουν και να απολύουν τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη αν οι αποφάσεις τους αντιστρατεύονται τα συμφέροντα των μετόχων. Τα εμπειρικά αποτελέσματα επιβεβαίωσαν τις προβλέψεις των συγγραφέων και απεδόθησαν στο κίνητρο των διευθυντικών στελεχών να μειώνουν τον συνολικό κίνδυνο της εταιρείας τους όταν υπάρχει μεγάλη διασπορά μετοχών. Αντιθέτως, η συχνότητα ανομοιογενών συγχωνεύσεων ήταν μικρή στις επιχειρήσεις που υπήρχε μικρή διασπορά μετοχών και συνεπώς τα διευθυντικά στελέχη δεν είχαν τη διακριτική ευχέρεια να λαμβάνουν αποφάσεις που δεν ήταν συμβατές με τα συμφέροντα των μετόχων.

Τα ευρήματα των Amihud και Lev παρέχουν μια πρώτη στήριξη στην υπόθεση πως τα διευθυντικά στελέχη προτιμούν χαμηλό ρίσκο, ενώ οι μέτοχοι, αντιθέτως, δεν έχουν τέτοιο κίνητρο. Η διαφορετική προτίμηση στην ανάληψη κινδύνου μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών διερευνάται πιο άμεσα από τους Saunders, Strock and Travlos (1991). Οι συγγραφείς εξετάζουν εμπειρικά τη σχέση μεταξύ ρίσκου και ποσοστού μετοχών(περιλαμβανομένων και δικαιωμάτων προαίρεσης) στην ιδιοκτησία των διευθυντικών στελεχών των τραπεζικών επιχειρήσεων στις Η.Π.Α.

Οι συγγραφείς ανέμεναν πως σε χαμηλά ποσοστά μετοχών στην ιδιοκτησία των διευθυντικών στελεχών, τα στελέχη δεν θα είχαν κίνητρα να αναλαμβάνουν υψηλό ρίσκο, ενώ στην αντίθετη περίπτωση θα είχαν κίνητρα να συμπεριφέρονται σαν μέτοχοι αναλαμβάνοντας μεγαλύτερο ρίσκο. Πράγματι, τα σχετικά εμπειρικά αποτελέσματα καταγράφουν μια θετική σχέση ανάμεσα σε ρίσκο (μετρούμενο με διαφορετικούς τρόπους) και στο ποσοστό μετοχών στην ιδιοκτησία των διευθυντικών στελεχών, παρέχοντας εμπειρική επιβεβαίωση της απόκλισης των επιδιώξεων μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών αναφορικά με την ανάληψη κινδύνου.

Ανάλογη εμπειρική διαπίστωση των αντικρουόμενων προτιμήσεων μεταξύ των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών αναφορικά με το μέγεθος και είδος κινδύνου που αντίστοιχα αναλαμβάνουν προσφέρεται από τους Bagnani-Strock, Milonas, Saunders and Travlos (1994). Οι συγγραφείς όχι μόνον καταγράφουν μια θετική σχέση ανάμεσα στο ποσοστό μετοχών στην ιδιοκτησία των διευθυντικών στελεχών και στον εταιρικό κίνδυνο, αλλά επιπλέον ανακαλύπτουν πως αυτή η θετική σχέση δεν είναι συνεχής.

Αντιθέτως, πέρα από ένα συγκεκριμένο ποσοστό μετοχών στην ιδιοκτησία των διευθυντικών στελεχών (25%), η σχέση μετατρέπεται σε αρνητική. Η αρνητική σχέση μεταξύ κινδύνου και υψηλών ποσοστών συμμετοχής των διευθυντικών στελεχών στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας τους αντανάκλα την επιθυμία των διευθυντικών στελεχών να αποφεύγουν την συγκέντρωση του πλούτου τους σε μια μόνο μετοχή, ώστε να επιτυγχάνουν τη κατάστρωση ενός καλά διαφοροποιούμενου χαρτοφυλακίου μετοχών που εξασφαλίζει την εξάλειψη μέρους του συνολικού επενδυτικού τους κινδύνου.

1.3.4 Διευθυντικές Αμοιβές και Εταιρική Αποδοτικότητα

Οι Tehranian, Travlos and Waagelein (1987a) διατύπωσαν την άποψη πως τυχόν συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα σε μετόχους και διευθυντικά στελέχη θα αντικατοπτρίζονταν στις σημαντικές επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων, όπως οι συγχωνεύσεις. Σύμφωνα με αυτή την άποψη, οι συγγραφείς διατύπωσαν και διερεύνησαν εμπειρικά την υπόθεση πως οι εταιρείες των οποίων οι αμοιβές των ανώτερων διευθυντικών στελεχών περιλαμβάνουν - πέρα του μισθού και του επιδόματος ετήσιας παραγωγικότητας (bonus) - και παροχές που συνδέονται με την υλοποίηση μακροπρόθεσμων οικονομικών στόχων και τη πορεία της

χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής τους, θα προέβαιναν σε πιο επικερδείς συγχωνεύσεις σε σχέση με τις συγχωνεύσεις που θα αναλαμβάνονταν από διευθυντικά στελέχη που αμείβονται μόνο με μισθό και πριμ ετήσιας παραγωγικότητας.

Πράγματι, στη πρώτη περίπτωση οι συγγραφείς καταγράφουν αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της εξαγοράζουσας επιχείρησης κατά την ανακοίνωση συγχωνεύσεων, ενώ το αντίθετο συμβαίνει στη δεύτερη περίπτωση. Το συμπέρασμα είναι πως η ύπαρξη σημαντικών κινήτρων οδηγεί τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη να συμπεριφέρονται σαν μέτοχοι, αναλαμβάνοντας επικερδείς επενδυτικές δραστηριότητες.

Σε αρμονία με τα παραπάνω ευρήματα, οι Brickley, Bhagat and Lease(1985) καταγράφουν αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής εταιρειών που ανακοινώνουν θέσπιση διευθυντικών παροχών που συνδέονται με την επίτευξη μακροπρόθεσμων εταιρικών χρηματοοικονομικών στόχων. Οι συγγραφείς ερμηνεύουν τα ευρήματά τους ως απόδειξη της υπόθεσης πως όταν τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν σημαντικά κίνητρα, δρουν προς το συμφέρον των μετόχων.

Εξετάζοντας το θέμα από μια διαφορετική σκοπιά, ο Healey (1985) διερευνά τα κίνητρα που παρέχονται από τα πριμ ετήσιας παραγωγικότητας στα ανώτερα διευθυντικά στελέχη για την επιλογή συγκεκριμένων μεθόδων λογιστικοποίησης εσόδων και εξόδων ώστε να μεγιστοποιούνται οι ετήσιες αμοιβές τους που βασίζονται σε bonus. Πράγματι, ανάλογα με την προβλεπόμενη κερδοφορία σε σχέση με τους στόχους τους, τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη άλλοτε επιλέγουν πρακτικές απεικόνισης δεδουλευμένων εσόδων και εξόδων που οδηγούν σε μείωση της τρέχουσας κερδοφορίας και αντίστροφα, άλλοτε οδηγούν σε αύξηση της κερδοφορίας. Περαιτέρω, ο συγγραφέας αναφέρει πως οι αλλαγές σε πρακτικές λογιστικής απεικόνισης συγκεκριμένων μεγεθών σχετίζονται με την υιοθέτηση ή μετατροπή των υφισταμένων συστημάτων διευθυντικών αμοιβών.

Το συμπέρασμα αυτών των ευρημάτων είναι πως ο σχεδιασμός συστημάτων παροχής κινήτρων στα ανώτερα διευθυντικά στελέχη πρέπει να είναι προσεκτικός γιατί μπορεί να οδηγήσει στην ωραιοποίηση των λογιστικών καταστάσεων και όχι στην αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Σε μια πιο πρόσφατη μελέτη, οι Core, Holthausen and Larcker (1999) βρίσκουν πως η διάρθρωση του Διοικητικού Συμβουλίου και η μετοχική σύνθεση της εταιρείας εξηγούν ένα σημαντικό τμήμα της διαφοροποίησης των συστημάτων διευθυντικών αμοιβών ανάμεσα στις επιχειρήσεις. Επίσης, οι συγγραφείς καταγράφουν υψηλότερες αμοιβές στα ανώτερα διευθυντικά στελέχη εταιρειών με ασθενή συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς επίσης και με χαμηλότερη εταιρική αποδοτικότητα.

Οι Murphy (1985) και Coughlan and Schmidt (1985) διερεύνησαν την συσχέτιση ανάμεσα σε μεταβολές διευθυντικών αμοιβών και μεταβολές των χρηματιστηριακών τιμών των μετοχών των αντίστοιχων εταιρειών. Τα ευρήματα και από τις δυο μελέτες, που βασίζονται σε μεγάλα δείγματα εταιρειών εισηγμένων στα σημαντικότερα χρηματιστήρια των Η.Π.Α., φανερώνουν ένα θετικό, στατιστικά σημαντικό, συντελεστή συσχέτισης ανάμεσα στις σχετικές μεταβλητές. Αυτό το εύρημα στηρίζει την υπόθεση πως, αντίθετα με τα αρνητικά δημοσιογραφικά σχόλια του οικονομικού τύπου, υπάρχει κάποια συστηματική σχέση, όχι απαραίτητα μεγάλη, ανάμεσα σε εταιρική αξία και διευθυντικές αμοιβές.

1.3.5 Περίληψη και Συμπεράσματα

Στις σύγχρονες επιχειρήσεις, ιδιαίτερα στις πολυμετοχικές, εμφανίζονται περιπτώσεις αντικρουόμενων επιδιώξεων/ συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών. Για τον περιορισμό της σχετικής απόκλισης συμφερόντων, οι επιχειρήσεις έχουν σχεδιάσει αρκετούς μηχανισμούς. Αυτό το άρθρο επικέντρωσε το ενδιαφέρον του στο σύστημα αμοιβών των ανώτερων διευθυντικών στελεχών. Οι αμοιβές περιλαμβάνουν στοιχεία που παρέχουν κίνητρα στα διευθυντικά στελέχη να λαμβάνουν αποφάσεις που συνάδουν με τα συμφέροντα των μετόχων. Τα τελευταία χρόνια έχει παρουσιαστεί στον οικονομικό τύπο, ιδιαίτερα, έντονη κριτική εναντίον της χρήσης αυτών των παροχών. Το συχνό σχόλιο, μη στηριζόμενο σε οικονομετρική ανάλυση, είναι πως δεν υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα σε διευθυντικές αμοιβές και εταιρική αποδοτικότητα και αξία.

Η εκτεταμένη εμπειρική βιβλιογραφία, αντιθέτως, δείχνει πως το μέγεθος και η σύνθεση των διευθυντικών αμοιβών επηρεάζουν τις επιχειρηματικές αποφάσεις προς τη σωστή κατεύθυνση και σχετίζονται με την εταιρική αποδοτικότητα και αξία.

Τελειώνοντας θα πρέπει να επισημανθούν οι κάτωθι επιφυλάξεις:

(i) παρά τη θετική συσχέτιση ανάμεσα σε διευθυντικές αμοιβές και εταιρική αξία, δεν γνωρίζουμε ακόμη ποια είναι η βέλτιστη σύνθεση των συνολικών διευθυντικών αμοιβών. (ii) τα ευρήματα που συζητήθηκαν παραπάνω προέρχονται αποκλειστικά από επιστημονικές μελέτες που αναφέρονται σε εταιρείες που κυρίως λειτουργούν στις Η.Π.Α. Αυτές οι εταιρείες έχουν ένα σημαντικό χαρακτηριστικό που τις διαφοροποιεί από τις επιχειρήσεις που λειτουργούν στη χώρα μας, στην υπόλοιπη Ηπειρωτική Ευρώπη και πολλές άλλες χώρες. Συγκεκριμένα, οι περισσότερες εταιρείες των Η.Π.Α. είναι πολυμετοχικές και χρησιμοποιούν διευθυντικά στελέχη που δεν είναι μέτοχοι της εταιρείας ή δεν κατέχουν σημαντικό ποσοστό μετοχών. Αντίθετα, στη χώρα μας και αλλού τα διευθυντικά στελέχη είναι συνήθως μεγαλομέτοχοι της εταιρείας τους. Συνεπώς, τα συμπεράσματα που εξήχθηκαν παραπάνω δεν πρέπει να εφαρμόζονται αβασάνιστα, χωρίς τη σχετική εμπειρική διερεύνηση, στο επιχειρηματικό περιβάλλον της χώρας μας.

(iii) ο σχεδιασμός συστημάτων αμοιβών και η επίδραση τους στη δημιουργία θετικών κινήτρων πρέπει να λαμβάνουν υπόψη την επιχειρηματική και γενικότερη κουλτούρα της αντίστοιχης χώρας. Για παράδειγμα, το ελληνικό φιλότιμο και προσωπική υπερηφάνεια δεν μπορούν απαραίτητα να αντιμετωπισθούν με τα συστήματα αμοιβών διευθυντικών στελεχών που έχουν σχεδιαστεί στη Βόρεια Αμερική και Μεγάλη Βρετανία.

1.4 Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης εξειδικεύει τη διάρθρωση των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων μεταξύ των διαφορετικών συμμετεχόντων σε μια εταιρεία όπως το διοικητικό συμβούλιο, τα ανώτατα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη, οι μέτοχοι και οι άλλοι ενδιαφερόμενοι μέσα ή έξω από την εταιρεία (stakeholders). Θεμελιώδης αναφορά του προβλήματος της εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί το πρόβλημα «εντολέα-εντολοδόχου», πως δηλαδή θα επιλέγονται οι ικανότεροι διαχειριστές της εταιρείας και κυρίως με ποιο τρόπο θα είναι αξιόπιστοι και θα λογοδοτούν στους ιδιοκτήτες της. Καθώς οι ιδιοκτήτες και οι διαχειριστές της εταιρείας μπορούν να έχουν διαφορετικά και αλληλοσυγκρουόμενα συμφέροντα, το σύστημα της εταιρικής διακυβέρνησης οφείλει να διασφαλίζει ότι τα συμφέροντα αυτά ευθυγραμμίζονται ώστε να επιτυγχάνεται το άριστο επίπεδο αποτελεσματικότητας και κερδοφορίας.

1.4.1 Αγγλοσαξονικό ή εξωτερικό σύστημα

Κύρια χαρακτηριστικά είναι η ύπαρξη μεγάλων και υψηλής ρευστότητας κεφαλαιαγορών, μεγάλη διασπορά στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών και η ύπαρξη ενεργητικής αγοράς εταιρικού ελέγχου (επιθετικές εξαγορές). Η αδυναμία των μετόχων να παρακολουθούν αποτελεσματικά τη λειτουργία της εκτελεστικής διοίκησης, καθιστά την κεφαλαιαγορά τον κυριότερο μηχανισμό πειθαρχίας της εκτελεστικής διοίκησης. Όταν η τελευταία δεν επιτυγχάνει αποτελεσματικά τα συμφέροντα των μετόχων, αυτοί με τη σειρά τους επιλέγουν τη μαζική έξοδο από τη μετοχή της εταιρείας, επιφέροντας άμεση πτώση της τιμής της και δίνοντας έτσι σήμα προς την εκτελεστική διοίκηση να μεταβάλλει τις πολιτικές της και να τις ευθυγραμμίσει με άλλες που να προάγουν τα συμφέροντά τους. Παράλληλα οι επιχειρήσεις εκτίθενται στην απειλή των επιθετικών εξαγορών.

1.4.2 Εσωτερικό σύστημα

Οι κεφαλαιαγορές είναι συνήθως μικρές και χαμηλής ρευστότητας, υπάρχει υψηλή συγκέντρωση της μετοχικής ιδιοκτησίας ή των δικαιωμάτων ψήφου ενώ το πρόβλημα «εντολέα-εντολοδόχου» εμφανίζεται ως η συγκρουσιακή σχέση μεταξύ ισχυρών μεγαλομετόχων με μετόχους μειοψηφίας. Οι μεγαλομέτοχοι αναπτύσσουν συνήθως και άλλες σχέσεις με την εταιρεία έχοντας τη δυνατότητα να επικοινωνούν άμεσα μεταξύ τους και να συναποφασίζουν για τον τρόπο παρακολούθησης και ελέγχου της εκτελεστικής διοίκησης. Οι περιπτώσεις επιθετικών εξαγορών είναι περιορισμένες. Η ύπαρξη μακροχρόνιων και συναινετικών σχέσεων στο εσωτερικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης ενθαρρύνει την ανάπτυξη μεγαλύτερης εμπιστοσύνης, αφοσίωσης και δέσμευσης μεταξύ της εκτελεστικής διοίκησης και των διαφόρων εταιρειών. Ωστόσο, η υποβαθμισμένη παρουσία της χρηματιστηριακής αγοράς και του θεσμού του venture capital, μειώνουν τις δυναμικές πηγές κεφαλαίων για τις καινοτόμες νεοϊδρυθείσες επιχειρήσεις.

1.5 Προσδιοριστικοί παράγοντες της ισχυρής εταιρικής διακυβέρνησης

1.5.1 Ανεξάρτητα μέλη Διοικητικού Συμβουλίου

Η έμφαση στην ανεξαρτησία της ομάδας διοικούντων είναι βασισμένη στη θεωρία της αντιπροσώπευσης (Fama και Jensen, 1983). Στην πραγματικότητα, για καιρό συζητείται στην οικονομική βιβλιογραφία ότι τα διοικητικά συμβούλια με πλειοψηφία ανεξάρτητων διοικητικών στελεχών είναι πιο αποτελεσματικά στην παρακολούθηση της διαχείρισης (Baysinger και Butler, 1985, Rosenstein και Wyatt, 1990, Byrd και Hickman, 1992, Morck και Nakamura, 1994, Kaplan και Minton, 1994, Bhagat και Black, 2002) και είναι πιο πιθανό να αντικαταστήσουν τα ανώτερα διοικητικά στελέχη με κακές επιδόσεις (Weisbach, 1988). Περισσότερο ανεξάρτητες ομάδες διοικούντων είναι επίσης πιο πιθανό να επιλέξουν ένα λευκό μητρώο όταν επιδεινώνεται σημαντικά η επίδοση της εταιρείας, και να προσλάβουν από το εξωτερικό της επιχείρησης και όχι να προωθήσουν ένα εσωτερικό υποψήφιο

Η συμμετοχή μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο συστήνεται από όλους σχεδόν τους κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης. Στον κώδικα του ΟΟΣΑ αναφέρεται ότι «τα διοικητικά συμβούλια θα πρέπει να εξετάζουν τη δυνατότητα εκλογής επαρκούς αριθμού μη εκτελεστικών μελών, ικανών να ασκούν ανεξάρτητα τα καθήκοντά τους όταν δημιουργούνται προβλήματα σύγκρουσης συμφερόντων».

Ειδικότερα, οι λόγοι που προβάλλονται για την αναγκαιότητα συμμετοχής εξωτερικών και ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο είναι οι εξής:

1. Διευρύνουν το οπτικό πεδίο της εταιρείας και ενισχύουν τη δυνατότητα στρατηγικής σκέψης έξω από το καθιερωμένο πλαίσιο. Επίσης ενημερώνουν τους εντός της εταιρείας για τις προσδοκίες της κοινωνίας.
2. Βοηθούν στην εξασφάλιση των συμφερόντων της εταιρείας και των μετόχων. Βοηθούν στην υπέρβαση συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ των ανωτέρων στελεχών και των μετόχων για θέματα όπως οι αμοιβές των στελεχών.
3. Οι εξαγορές και η επενδυτική πολιτική έχουν ένα ρόλο παρακολούθησης και αξιολόγησης του διευθύνοντος συμβούλου και της υπόλοιπης διοικητικής ομάδας.
4. Η επιλογή των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να γίνεται με κριτήρια εμπειρίας, κύρους και καταξίωσης. Επίσης θα πρέπει να δίνεται μεγαλύτερη έμφαση όχι τόσο στον αριθμό των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου, όσο στον αριθμό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών.

Ο ορισμός της ανεξαρτησίας δεν είναι πάντα εύκολος καθώς η τυπική τήρηση κάποιων κριτηρίων ανεξαρτησίας όπως η συγγένεια η ιδιοκτησία μετοχών κλπ, δεν συνεπάγεται πάντα ουσιαστικά ανεξάρτητη κρίση από το μέλος.

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

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

Το μειονέκτημα της χρήσης εξωτερικών συμβούλων, είναι η ελλιπής πληροφόρηση τους είτε έλλειψης χρόνου, είτε λόγω εσκεμμένης απόκρυψης στοιχείων από τον διευθύνον σύμβουλο. Μια πρόταση για την επίλυση αυτού του προβλήματος είναι η πρόσληψη εξωτερικών συμβούλων από το διοικητικό συμβούλιο που θα αποτελούν μια ανεξάρτητη πηγή πληροφόρησης και καθοδήγησης γι' αυτό. Η πρόταση αυτή δεν αναφέρεται σε τεχνικούς συμβούλους με περιορισμένο πεδίο δράσης αλλά σε ειδικούς του μάνατζμεντ οι οποίοι δεν θα αναφέρονται στον CEO αλλά στο διοικητικό συμβούλιο.

Η πρώτη αποστολή ενός τέτοιου συμβούλου θα μπορούσε να είναι η υποβοήθηση του διοικητικού συμβουλίου στον καθορισμό της αποστολής του, του τρόπου λειτουργίας του και των καθηκόντων του κάθε μέλους του.

Κατά τη διαδικασία αυτή θα μπορούσαν να βρεθούν κάποια πρότυπα με τα οποία θα πρέπει να συγκρίνονται τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, τα ανώτερα στελέχη της εταιρείας, αλλά και ο ίδιος ο σύμβουλος (benchmarking).

Άλλα πεδία δράσης του συμβούλου θα μπορούσαν να είναι η βοήθεια προς την επιτροπή αμοιβών για τον καθορισμό των κάθε είδους αποδοχών του CEO και της διοικητικής του ομάδας, η εξεύρεση και η εκπαίδευση στελεχών ικανών να βοηθήσουν την επιχείρηση, καθώς και η αντιμετώπιση ζητημάτων ιδιαίτερου ενδιαφέροντος για την εταιρεία, όπως το περιβάλλον, εργασιακά θέματα, σχέσεις με τους μετόχους ή δημόσιες σχέσεις.

Φυσικά από τη χρήση ανεξάρτητου συμβούλου δημιουργούνται κάποιοι κίνδυνοι. Ο CEO μπορεί να τον θεωρήσει ως απειλή και να αντιδράσει, ενώ κάποια μέλη του διοικητικού συμβουλίου μπορεί να ενοχληθούν από την ένταση που θα προκύψει. Γι' αυτό είναι απαραίτητο τα καθήκοντα να ανατίθενται σταδιακά στον εξωτερικό σύμβουλο, αρχίζοντας από τα λιγότερο ευαίσθητα και προχωρώντας με προσεκτικά βήματα.

Η λογική της παροχής υπηρεσιών του εξωτερικού συμβούλου προς το διοικητικό συμβούλιο υπάρχει και στο κείμενο που συντάξε η επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα.

1.5.2 Ανεξαρτησία επιτροπών

Ομοίως, η ανεξαρτησία θεωρείται σημαντική για τις επιτροπές ώστε να μπορούν να παρακολουθούν αποτελεσματικά (Klein, 1998). Οι John και Senbet (1998) εκθέτουν εμπειρικά στοιχεία που δείχνουν ότι η παρουσία των επιτροπών παρακολούθησης (οι πιο διαδεδομένες επιτροπές είναι η ελεγκτική επιτροπή, η επιτροπή καθορισμού αμοιβών και η επιτροπή επιλογής/ εκλογής στελεχών της εταιρείας) σχετίζονται θετικά με τα οφέλη της παρακολούθησης. Οι επιτροπές αυτές θα πρέπει κατά βάση να απαρτίζονται από μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, να συνεδριάζουν τρεις με τέσσερις φορές το χρόνο και να αναφέρονται σε τακτά χρονικά διαστήματα απευθείας στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας. Ωστόσο, η παρουσία «εσωτερικών» στις επιτροπές αμοιβών αυξάνει την πιθανότητα για τη λήψη αποφάσεων που ευνοούν τα συμφέροντα του CEO (Newman και Mozes, 1999).

Η ανεξαρτησία των επιτροπών αποτελεί κρίσιμο παράγοντα για την επιτυχή λειτουργία τους καθώς όσο περισσότερη επίδραση ασκεί πάνω τους ο CEO, τόσο μικρότερη είναι η πιθανότητα να εντοπίσουν δυνητικές δυσλειτουργίες στα ανώτατα εκτελεστικά στελέχη. Επιπλέον, όταν ο Διευθύνων Σύμβουλος χαλιναγωγεί την επιτροπή διορισμών ή όταν δεν υπάρχει επιτροπή διορισμών, οι επιχειρήσεις διορίζουν λιγότερους ανεξάρτητους διευθυντές και περισσότερους εξωτερικούς με συγκρουόμενα συμφέροντα (Shivdasani και Yermack, 1999).

Επιπλέον, αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς σε διορισμούς ανεξάρτητων διευθυντών είναι πιο θετική, όταν η διαδικασία επιλογής του διευθυντή θεωρείται ως σχετικά ανεξάρτητη από τη συμμετοχή του CEO (Shivdasani και Yermack, 1999). Ο Klein (2002) δείχνει ότι οι ανεξάρτητες ελεγκτικές επιτροπές μειώνουν την πιθανότητα διαχείρισης των αποδοχών, βελτιώνοντας έτσι τη διαφάνεια. Τέλος, όταν ο Διευθύνων Σύμβουλος επιβάλλεται στην επιτροπή διορισμών, η ελεγκτική ομάδα είναι λιγότερο πιθανό να έχει πλειοψηφία ανεξάρτητων διοικητικών στελεχών (Klein, 2002).

1.5.3 Μέγεθος Ομάδας Διοικούντων

Το μέγεθος της ομάδας των διοικούντων φαίνεται να έχει σημαντική επίπτωση στην ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης. Δεν θα πρέπει να είναι ούτε πολύ μικρό, ώστε να μην επαρκεί για την ανταλλαγή ιδεών, ούτε πολύ μεγάλο, ώστε να εμφανίζονται προβλήματα έλλειψης συντονισμού μεταξύ των μελών. Οι αναφορές σε κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης συνήθως δεν υποδεικνύουν κάποιο άριστο μέγεθος διοικητικού συμβουλίου και περιορίζονται είτε σε γενικές διατυπώσεις, είτε δεν κάνουν καθόλου αναφορά.

Στον ελληνικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης συστήνεται ως ανώτατο μέγεθος τα 13 μέλη. Σε κάθε περίπτωση, οι εταιρείες οφείλουν να εξετάζουν περιοδικά, κατά πόσο το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου ανταποκρίνεται στις ανάγκες και επιδιώξεις τους, όπως αυτές διαμορφώνονται μέσα στο χρόνο.

Αρκετές μελέτες υποστηρίζουν την ιδέα ότι οι μεγάλες ομάδες μπορεί να δυσλειτουργούν. Οι Hermalin και Weisbach (2003) εξηγούν τους λόγους γιατί μικρότερες ομάδες είναι καλύτερες από τις μεγαλύτερες που μπορεί να μαστίζονται από προβλήματα. Για παράδειγμα, οι Yermack (1996) και Eisenberg et al. (1998) βρίσκουν μια αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους της ομάδας και της αξίας της

επιχείρησης, επισημαίνοντας ότι μικρότερα συμβούλια είναι πιο αποτελεσματικά, δεδομένου ότι υπόκεινται σε λιγότερα προβλήματα επικοινωνίας και συντονισμού.

1.5.4 Διαχωρισμός ρόλων Προέδρου/CEO

Το ερώτημα αν οι θέσεις Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου θα πρέπει να είναι ξεχωριστές είναι αμφιλεγόμενο. Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα αυτής της άποψης έχουν μελετηθεί εκτενώς. Γενικά, θεωρείται ότι ο ρόλος του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου να ελέγχει τη λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου και να παρακολουθεί αποτελεσματικά την ομάδα των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών, αποδυναμώνεται όταν το ίδιο πρόσωπο ασκεί παράλληλα και τα καθήκοντα του διευθύνοντος συμβούλου (CEO) της εταιρείας.

Επίσης, όταν ο CEO κατέχει και τη θέση του προέδρου, έχει τη δυνατότητα να ελέγχει την πληροφόρηση που είναι διαθέσιμη στα υπόλοιπα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, μειώνοντας τις δυνατότητες αποτελεσματικής εποπτείας του (Jensen, 1993). Οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ αν και δε συστήνουν ξεκάθαρα το διαχωρισμό, αναφέρουν ότι «...ο διαχωρισμός των ρόλων του ανώτατου εκτελεστικού διευθυντή (CEO) από τον πρόεδρο του διοικητικού συμβουλίου συστήνεται ως μια μέθοδος διασφάλισης της απαραίτητης ισορροπίας δύναμης και αύξησης της αξιοπιστίας και της ικανότητας του διοικητικού συμβουλίου να λαμβάνει ανεξάρτητα τις αποφάσεις του». Στην Ελλάδα, η Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση (1999) συστήνει στα διοικητικά συμβούλια των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών, να μην έχουν στη θέση του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου το ίδιο πρόσωπο.

Ο Jensen (1993) υποστηρίζει ότι ο διαχωρισμός των ρόλων του Προέδρου και του CEO, είναι προς το συμφέρον των μετόχων. Ομοίως, οι μεγάλες επιχειρήσεις που διαχωρίζουν τις δύο λειτουργίες έχουν υψηλότερη απόδοση επενδύσεων και υψηλότερο λόγο απόδοσης/κόστους (Pi και Timme, 1993) από τις επιχειρήσεις όπου το ίδιο πρόσωπο κατέχει τους δύο τίτλους. Επιπλέον, στοιβάζοντας τα καθήκοντα του Προέδρου και του CEO σε ένα άτομο καθιστά δυσκολότερο για την ομάδα να αντικαταστήσει έναν CEO με φτωχή απόδοση (Shivdasani και Zenner, 2004), που μπορεί να μειώσει την ευελιξία μιας ομάδας για την αντιμετώπιση μεγάλης πτώσης της απόδοσης (και Goyal Park, 2002). Από την άλλη πλευρά, οι Brickley et al. (1997) δεν βρίσκουν στοιχεία που να αποδεικνύουν ότι ο διαχωρισμός αυτών των ρόλων βελτιώνει την επίδοση της επιχείρησης.

Πιο συγκεκριμένα, συνδυάζοντας τις θέσεις του προέδρου και CEO σε ένα πρόσωπο προσδίδεται μεγαλύτερη δύναμη στον Διευθύνοντα Σύμβουλο, ο οποίος κερδίζει τον τίτλο του προέδρου, αφού υπερβεί τις επιδόσεις του/της (Brickley et al., 1997). Έτσι, ο τίτλος του προέδρου λειτουργεί ως επιβράβευση για ένα νέο CEO, ο οποίος έχει επιδείξει ανώτερες επιδόσεις και αποτελεί μια σιωπηρή ψήφο εμπιστοσύνης από τους εξωτερικούς διευθυντές. Στη συνέχεια, το να απαιτούμε από τις εταιρείες να διαχωρίσουν τις θέσεις του CEO και του Προέδρου θα στερούσε από τα διοικητικά συμβούλια ένα σημαντικό εργαλείο κινήτρων και ανταμοιβής προς τα νέα στελέχη (Brickley et al., 1997).

Σε κάθε περίπτωση, η αναγκαιότητα του διαχωρισμού της θέσης του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου από αυτή του διευθύνοντος συμβούλου θα πρέπει να κρίνεται λαμβάνοντας υπόψη τις ανάγκες της επιχείρησης τη δεδομένη χρονική στιγμή, το μέγεθος της επιχείρησης, τη φύση της δραστηριότητάς της και τον κλάδο στον οποίο ανήκει.

1.5.5 Συνεδριάσεις διοικητικού συμβουλίου

Ο αριθμός των συνεδριάσεων ποικίλει ανάλογα με τη φύση της δραστηριότητας κάθε επιχείρησης. Οι Conder et al. (1998), υποστηρίζουν ότι η αύξηση του χρόνου που διατίθεται για τις συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου βελτιώνει σημαντικά την αποδοτικότητά του. Βέβαια, η συμμετοχή σε πολλά διοικητικά συμβούλια στερεί από τα μέλη τη δυνατότητα να ασχολούνται αποτελεσματικά στο έργο της εποπτείας της εκτελεστικής διοίκησης και τον καθορισμό της στρατηγικής της επιχείρησης.

Τα συμβούλια θα πρέπει να είναι έτοιμα να αυξήσουν τη συχνότητα των συναντήσεων, εάν η κατάσταση απαιτεί υψηλή εποπτεία και έλεγχο (Shindasani και Zenner, 2004). Άλλες μελέτες δείχνουν ότι τα συμβούλια θα πρέπει να εξισορροπήσουν το κόστος και τα οφέλη από την συχνότητα. Για παράδειγμα, αν το συμβούλιο αυξάνει τη συχνότητα των συνεδριάσεών του, η ανάκαμψη από τις χαμηλές επιδόσεις είναι ταχύτερη (Vafeas, 1999).

Τέλος, στον προσδιορισμό των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και τα κόστη που σχετίζονται με το χρόνο που διατίθεται από τα στελέχη της εταιρείας, τα έξοδα μετακίνησης κ.α.

1.5.6 Επάρκεια μελών της ελεγκτικής επιτροπής

Τα μέλη της ελεγκτικής επιτροπής είναι επιφορτισμένα με την επίβλεψη του εσωτερικού ελέγχου και της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, οπότε θα πρέπει να διαθέτουν ένα ορισμένο επίπεδο της χρηματοδοτικής επάρκειας.

Η αμοιβή τους δε θα πρέπει να συνδέεται με την κερδοφορία και άλλα μεγέθη αποδοτικότητας της επιχείρησης καθώς ενδέχεται να επηρεαστεί η ανεξάρτητη κρίση τους.

Επιπλέον, δε θα πρέπει να λαμβάνει τη μορφή δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών (stock options) ή/και συμμετοχής στο ασφαλιστικό /συνταξιοδοτικό πρόγραμμα της επιχείρησης

1.5.7 Φήμη ελεγκτών

Η επιλογή ενός ελεγκτή με παγκόσμια φήμη (a Big 4 editor) μπορεί να επιφέρει καλύτερες αποκαλυπτικές πρακτικές. Για παράδειγμα, οι Michaely και Shaw (1995) διαπιστώνουν ότι οι ελεγκτές που έχουν μεγαλύτερο κύρος συνδέονται με τις αρχικές δημόσιες προσφορές των ΗΠΑ (US IPOs) που είναι λιγότερο επικίνδυνες και ότι έχουν καλύτερες επιδόσεις σε μακροπρόθεσμη βάση.

1.5.8 Συνεδριάσεις Ελεγκτικής επιτροπής

Για την εκτέλεση των καθηκόντων του ελέγχου, η ελεγκτική επιτροπή πρέπει να διατηρεί ένα ορισμένο επίπεδο δραστηριότητας μέσω αύξησης της συχνότητας των συνεδριάσεων (Bedard et al., 2004), ειδικά στην περίπτωση των επιχειρήσεων που επιθυμούν να αποφύγουν την εκτέλεση δράσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

1.5.9 Χωριστές συνεδριάσεις των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου

Η ύπαρξη μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών δεν αρκεί πάντα. Η δυνατότητα συνεδρίασης δίχως την παρουσία των εκτελεστικών μελών, σε περιοδική βάση, είναι μια πρακτική που μπορεί να ενισχύσει την ανεπηρέαστη κρίση τους, χωρίς επιρροές ή άλλες εξαρτήσεις. Βεβαίως, η δυνατότητα των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών να συνεδριάζουν μόνα τους εξαρτάται από το μέγεθος της επιχείρησης και το βαθμό ανάπτυξης της εταιρικής διακυβέρνησης σε κάθε χώρα. Στην ελληνική κεφαλαιαγορά, η υιοθέτηση μιας τέτοιας πρακτικής θα προσέκρουε σε δύο τουλάχιστον εμπόδια για αρκετές επιχειρήσεις. Πρώτον, ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών είναι πολύ περιορισμένος σε κάθε επιχείρηση με αποτέλεσμα να είναι πρακτικά αδύνατο να συνεδριάζουν χωριστά. Η έλλειψη συγκεκριμένων αρμοδιοτήτων για τα μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη τα καθιστά ανενεργά περιορίζοντας σημαντικά τη δυνατότητα άσκησης αποτελεσματικού ελέγχου επί των αποφάσεων της εκτελεστικής διοίκησης. Στο πλαίσιο αυτό, συνεδριάσεις χωρίς την παρουσία των εκτελεστικών μελών ελάχιστα θα μπορούσαν να συνεισφέρουν.

1.5.10 Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη

Συνίσταται στην ενσωμάτωση από τις εταιρείες, σε εθελοντική βάση, κοινωνικών και περιβαλλοντικών ανησυχιών στις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες στις επαφές τους με άλλα ενδιαφερόμενα μέρη. Εταιρείες που επιδιώκουν την αποτελεσματική δέσμευσή τους πάνω σε ζητήματα κοινωνικής ευθύνης, καταγράφουν γραπτά, σε επίπεδο αρχών, τις σχετικές πολιτικές και πρακτικές που είναι διατεθειμένες να ακολουθήσουν.

Οι περισσότερες μελέτες υποθέτουν ότι η εταιρική κοινωνική και ηθική ευθύνη και η κερδοφορία της επιχείρησης συμβαδίζουν και δε ζημιώνουν την αξία των μετοχών (The Economist, 2000).

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

- **Δημιουργία ειδικής επιτροπής στο διοικητικό συμβούλιο**

Οι αρμοδιότητες των επιτροπών αυτών συνίστανται στην παρακολούθηση και παροχή συμβουλών πάνω σε πολιτικές και πρακτικές που σχετίζονται με ζητήματα περιβαλλοντικής ευθύνης, ηθικής, κινητοποίησης της τοπικής κοινότητας, ανθρωπίνων πόρων, φιλανθρωπίας, ασφάλειας των προϊόντων κ.α.

- **Επέκταση του ρόλου και των αρμοδιοτήτων υφιστάμενων επιτροπών**

Άλλες εταιρείες ενσωματώνουν τα ζητήματα της κοινωνικής ευθύνης στις υπάρχουσες παραδοσιακές επιτροπές του διοικητικού συμβουλίου. Η πολιτική αυτή επιλέγεται είτε για λόγους εταιρικής οργάνωσης, είτε για λόγους κόστους.

- **Ανάμειξη του συνόλου του διοικητικού συμβουλίου**

Άλλες εταιρείες επιλέγουν να θέτουν προς συζήτηση αυτά τα ζητήματα στο σύνολο του διοικητικού συμβουλίου και στο πλαίσιο αυτό φροντίζουν να εκπαιδεύουν σε τακτική βάση το σύνολο των μελών του.

1.6 Εταιρική Διακυβέρνηση και Μετοχικός Ακτιβισμός

Στα πλαίσια του Μετοχικού Ακτιβισμού που εφαρμόζεται στη χώρα μας για πρώτη φορά από τον Σύνδεσμο Επενδυτών & Διαδικτύου-(ΣΕΔ) (www.sed.gr), πρέπει μεταξύ άλλων, να εξετάσουμε τον τρόπο με τον οποίο διοικούνται και ελέγχονται οι εταιρίες που είναι εισηγμένες στο Χ.Α. Σημαντικά ερωτήματα σχετικά με τη δυνατότητα προστασίας των συμφερόντων των μετόχων, ιδιαίτερα των μικρομετόχων, πρέπει να ερευνηθούν και να απαντηθούν από το Μετοχικό Ακτιβισμό. Σε αρκετές χώρες του κόσμου έχουν ήδη θεσπισθεί κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, οι οποίοι έχουν σαν βασικό στόχο τη διασφάλιση διαφανούς, χρηστής και αποτελεσματικής διοίκησης που μεγιστοποιεί την οικονομική αξία των εταιριών, προστατεύοντας ταυτοχρόνως τα συμφέροντα όλων των μετόχων. Οι κανόνες αυτοί αναφέρονται κυρίως στο Διοικητικό Συμβούλιο της κάθε εταιρίας, την οργάνωσή του και εξασφάλιση της ανεξαρτησίας του από μεγαλομετόχους και ανώτατα διευθυντικά στελέχη της εταιρίας.

Οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, μεταξύ άλλων προβλέπουν:

1. Συμμετοχή στα Διοικητικά Συμβούλια των εταιριών μη εκτελεστικών μελών, δηλαδή Συμβούλων που δεν έχουν σχέση εξαρτημένης εργασίας με την εταιρία.
2. Συμμετοχή ενός αριθμού ανεξαρτήτων Συμβούλων, δηλαδή Συμβούλων που δεν έχουν στενούς συγγενικούς δεσμούς με τον Διευθύνοντα Σύμβουλο ή με τους μεγαλομετόχους.
3. Διαφορετικά άτομα για τις θέσεις του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου και του Διευθύνοντος Συμβούλου.
4. Ειδική υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου που απαρτίζεται κατά πλειοψηφία από μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.
5. Υποχρεωτική ύπαρξη εσωτερικού κανονισμού της κάθε εταιρίας, ο οποίος μεταξύ άλλων πρέπει να περιλαμβάνει την διάρθρωση όλων των υπηρεσιών και τη σχέση μεταξύ τους, καθώς και τις διαδικασίες παρακολούθησης των συναλλαγών των μελών του Δ.Σ., των διευθυντικών στελεχών και γενικά όλων όσων έχουν εσωτερική πληροφόρηση εξ αιτίας της θέσης τους στην εταιρία.
6. Ειδική υπηρεσία καθορισμού αμοιβών διευθυντικών στελεχών που θα απαρτίζεται αποκλειστικά, ή κύρια από μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.

Η κεντρική ιδέα πίσω από τους παραπάνω κανόνες είναι πως όσο ενισχύεται η ανεξαρτησία του Διοικητικού Συμβουλίου έναντι των διευθυντικών στελεχών τόσο θωρακίζεται το Διοικητικό Συμβούλιο στην άσκηση του εποπτικού και ελεγκτικού του ρόλου επί των διευθυντικών στελεχών της επιχείρησης, με αποτέλεσμα τη βελτίωση των οικονομικών αποτελεσμάτων ή ακόμα και την αντικατάσταση των ανεπαρκών στελεχών.

Σε σχετικές έρευνες που έχουν γίνει παγκοσμίως έχει τεθεί προς διερεύνηση η υπόθεση πως η σχέση ανάμεσα σε μη εθελούσιες αποχωρήσεις (απολύσεις) ανωτάτων διευθυντικών στελεχών και σε εταιρική αποδοτικότητα θα είναι

ισχυρότερη στην εποχή μετά την εφαρμογή των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης.

Πράγματι, τα αποτελέσματα αυτών των ερευνών κατέληξαν μεταξύ άλλων, στα παρακάτω συμπεράσματα:

1. Παρατηρείται αύξηση στις μη εθελούσιες αποχωρήσεις ανωτάτων διευθυντικών στελεχών μετά τη θέσπιση των κανόνων Ε.Δ., ιδιαίτερα στις εταιρίες που συμμορφώθηκαν με τις βασικές υποδείξεις των κανόνων

2. Στις επιχειρήσεις που υιοθέτησαν τους κανόνες Ε.Δ., κυρίως σε όσες αυξήθηκε το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, παρατηρείται αύξηση του συντελεστή συσχέτισης ανάμεσα σε αποχωρήσεις ανωτάτων στελεχών και εταιρική αποδοτικότητα. Επί πλέον διερευνήθηκε η σχέση ανάμεσα σε εταιρική αξία και την εφαρμογή των κανόνων Ε.Δ. από εταιρίες εισηγμένες σε Χρηματιστήρια αναπτυσσόμενων αγορών.

Τα ευρήματά τους συνοψίζονται ως εξής:

- Η εταιρική αξία αυξάνεται όταν οι εταιρίες θεσπίζουν επιτροπή εσωτερικού ελέγχου ή-και επιτροπή καθορισμού αμοιβών διευθυντικών στελεχών.
- Η εταιρική αξία μειώνεται όταν στις επιτροπές εσωτερικού ελέγχου ή-και καθορισμού αμοιβών διευθυντικών στελεχών συμμετέχουν κορυφαία διευθυντικά στελέχη.
- Η εταιρική αξία αυξάνεται όσο αυξάνεται, πέρα κάποιου ορίου, το ποσοστό συμμετοχής στο διοικητικό συμβούλιο των μη-εκτελεστικών μελών.

Σε αρκετές χώρες έχουν γίνει μεταρρυθμίσεις, οι οποίες αναφέρονται στις σχέσεις ανάμεσα σε θεσμικούς επενδυτές και στις εταιρίες που επενδύουν οι θεσμικοί επενδυτές.

Για παράδειγμα, στη Βρετανία λειτουργεί επιτροπή εταιρικής διακυβέρνησης (Committee on Corporate Governance, UK 1998), η οποία ενθαρρύνει την ενεργό συμμετοχή των μετόχων (Μετοχικός Ακτιβισμός-shareholder activism) στις εταιρικές υποθέσεις με τους εξής τρόπους:

1. Την ανάπτυξη εκ μέρους των θεσμικών επενδυτών πολιτικής συμμετοχής στις ψηφοφορίες των εταιριών, στις οποίες έχουν επενδύσει.

2. Την ανάπτυξη πιο στενής επικοινωνίας και συμμετοχής στη λήψη αποφάσεων ανάμεσα στις εταιρίες και στους βασικούς τους, θεσμικούς επενδυτές.

Η σχετική εμπειρική έρευνα των Solomon and Solomon (1999) διαπιστώνει πως τα διευθυντικά στελέχη των Επενδυτικών Εταιριών:

1. Υιοθετούν την ενεργό συμμετοχή των μετόχων, έχουν αναπτύξει πολιτικές συμμετοχής στις ψηφοφορίες των εταιριών, στις οποίες επενδύουν και υποστηρίζουν τη γνωστοποίηση αυτών των πολιτικών στους πελάτες τους.

2. Ενθαρρύνουν την ανάπτυξη στενών και μακροπρόθεσμων σχέσεων επικοινωνίας και συμμετοχής στη λήψη αποφάσεων με τις εταιρίες, στις οποίες επενδύουν.

3.Υποστηρίζουν τη χάραξη επενδυτικών στρατηγικών με μακροπρόθεσμες προοπτικές σε αντίθεση με τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές.

4.Έχουν καλωσορίσει τις πρόσφατες μεταρρυθμίσεις στη Βρετανία σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση και έχουν υποστηρίξει πως οι σχετικές μεταρρυθμίσεις έχουν θετικές επιδράσεις τόσο στους θεσμικούς επενδυτές, όσο και στις εταιρίες, στις οποίες επενδύουν.

5.Έχουν εκφράσει κάποιο προβληματισμό σχετικά με την υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων από τις μικρές εταιρίες. Συμπερασματικά, στις σύγχρονες επιχειρήσεις τα συμφέροντα των μεγαλομετόχων, μικρομετόχων, διευθυντικών στελεχών και πιστωτών δεν ταυτίζονται πάντοτε. Αντιθέτως εκδηλώνονται συχνά συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στις παραπάνω ομάδες με αρνητικές συνέπειες στη λειτουργία της επιχείρησης.

Η καθιέρωση κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, επιδιώκει να περιορίσει τα σχετικά προβλήματα αλλά αδυνατεί να τα εξαλείψει τελείως. Τα τελευταία δέκα χρόνια, υπό την πίεση δυσμενών επιχειρηματικών εξελίξεων σε αρκετές χώρες, ξεκίνησε από τη Βρετανία μια πρωτοβουλία μεταρρύθμισης του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης των Βρετανικών επιχειρήσεων που μεταδόθηκε σύντομα σε πολλές χώρες σε όλες τις Ηπείρους.

Τα εμπειρικά ευρήματα ενισχύουν την άποψη πως οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, εφ' όσον εφαρμοσθούν σωστά, έχουν θετικές επιπτώσεις στη λειτουργία των επιχειρήσεων. Στη χώρα μας η εταιρική διακυβέρνηση καθιερώθηκε με το νόμο 3016/2002 και συμπληρώθηκε με τροπολογία στο νόμο 3091/2002. Ο προηγούμενος νόμος ήταν ο 2190/1920(!), ορισμένες διατάξεις του οποίου εξακολουθούν να ισχύουν ακόμη και σήμερα. Αρκετές από αυτές τις διατάξεις είναι πλέον αναχρονιστικές και πρέπει να προσαρμοστούν στις σύγχρονες αντιλήψεις περί λειτουργίας των επιχειρήσεων. Επί πλέον το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο των Θεσμικών χαρτοφυλακίων στη χώρα μας είναι τέτοιο, που αποτρέπει σε μεγάλο βαθμό τη συμμετοχή των Θεσμικών επενδυτών σε δραστηριότητες Μετοχικού Ακτιβισμού.

Ο Μετοχικός Ακτιβισμός στη χώρα μας, μεταξύ άλλων, διεκδικεί:

- Την επί πλέον συμπλήρωση των νόμων περί εταιρικής διακυβέρνησης και λειτουργίας των εισηγμένων εταιριών
- Την τροποποίηση του κανονιστικού πλαισίου των Θεσμικών χαρτοφυλακίων ώστε να διευκολυνθεί η συμμετοχή τους σε διαδικασίες Μετοχικού Ακτιβισμού
- Τη καθιέρωση «Επιτροπής Εταιρικής Διακυβέρνησης»
- Την καθιέρωση «Δείκτη Εταιρικής Διακυβέρνησης» εκ μέρους των εποπτικών αρχών της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς.

Η Εταιρική Διακυβέρνηση, πιστεύω ότι είναι μια ιστορική αναγκαιότητα, η οποία θα βοηθήσει σε μεγάλο βαθμό στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων και στην εμπέδωση κλίματος εμπιστοσύνης στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά. Ο Μετοχικός Ακτιβισμός έχει σαν πρώτη προτεραιότητα την πλήρη και ορθολογιστική εφαρμογή των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης εκ μέρους των εταιριών που είναι εισηγμένες στο Χ.Α. Κοντολογίς, το μέγα ζητούμενο του Μετοχικού Ακτιβισμού είναι η απόκτηση επενδυτικής κουλτούρας από όλους όσους συμμετέχουν στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά και ενδιαφέρονται για την ουσιαστική αναβάθμιση του Χ.Α , γεγονός που θα το καταστήσει ισχυρό και αξιόπιστο μοχλό ανάπτυξης της Ελληνικής οικονομίας.

Κεφάλαιο 2^ο

2.1 Θεσμικό πλαίσιο στην Ελλάδα

2.1.1 Αρχικές προσεγγίσεις

Η Ελλάδα, μεταξύ των χωρών της ηπειρωτικής Ευρώπης, στον τομέα της εταιρικής διακυβέρνησης, ακολουθεί μία πρωτότυπη προσέγγιση: συνδυάζει το σύνολο των τεχνικών θέσπισης κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, χωρίς όμως, με τους πάμπολλους κανόνες που έχουν, μέχρι σήμερα, τεθεί σε ισχύ να είναι σε θέση να επιδείξει ένα σύστημα διακυβέρνησης που θα χαρακτηρίζεται από συνοχή και συνέπεια. Ειδικότερα, κάποια από τα μέτρα εταιρικής διακυβέρνησης, όπως ειδικά ζητήματα προστασίας της μειοψηφίας, ενυπάρχουν στο ν. 2190/20, το βασικό νόμο για τια ανώνυμες εταιρίες, εδώ και πολλά χρόνια. Άλλα μέτρα, ιδίως αυτά που σχετίζονται με τη διαφάνεια του τρόπου λειτουργίας της εταιρίας και της συμπεριφοράς των βασικών μετόχων της, θεσπίστηκαν με νομοθετικά ή κανονιστικά κείμενα, κάποια από τα οποία είχαν ως βάση και αντίστοιχες ρυθμίσεις που ήδη είχαν τεθεί σε ισχύ σε άλλα κράτη, κυρίως μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, εξάλλου, όχι πάντοτε με την επαρκή νομική βάση, έχει θέσει σε εφαρμογή, ειδικούς κανόνες, που αφορούν τις εποπτευόμενες από αυτή εταιρίες, ιδίως σχετικά με τον έλεγχο της καταλληλότητας των στελεχών της επιχείρησης και, γενικότερα, των προσώπων που ασκούν τη διοίκηση αυτών των εταιριών. Παράλληλα, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, το 1998, ανέλαβε την πρωτοβουλία για την εκπόνηση μελέτης, σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση, με στόχο κυρίως την προαγωγή της συζήτησης για το ζήτημα, με την προοπτική μελλοντικής καθιέρωσης ενός συστήματος επιτυχούς εταιρικής διακυβέρνησης. Τη σκυτάλη, μετά από αυτή τη μελέτη, ανέλαβε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία, στο πλαίσιο μίας ειδικής επιτροπής που συστάθηκε για αυτό το σκοπό, εκπόνησε αρχές διακυβέρνησης των εισηγμένων εταιριών, που όμως δεν είχαν δεσμευτικό χαρακτήρα, αλλά προβλήθηκαν ως συστάσεις προς αυτές τις εταιρίες.

Ήδη η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, στον κώδικα συμπεριφοράς των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, είχε θεσπίσει μέτρα τόνωσης της συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών στις γενικές συνελεύσεις των εκδοτριών κινητών αξιών εταιριών, εισάγοντας σχετική σύσταση προς τις εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων και τις εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Κατόπιν, με τη σειρά του, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ανέλαβε μία πρόσθετη πρωτοβουλία, θεσπίζοντας ποιοτικά κριτήρια των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο εταιριών, με γνώμονα και τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης που αυτές οι εταιρίες θα εφαρμόζαν, ώστε, με βάση το βαθμό υιοθέτησης αυτών των κριτηρίων, να προέβαλε αυτές ως εταιρίες <<καλής οργάνωσης>>.

2.1.2 Μεταγενέστερες προσεγγίσεις

Οι πρωτοβουλίες δε σταμάτησαν σε αυτό το σημείο. Το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, σε συνεργασία με την επιτροπή κεφαλαιαγοράς, συνέστησε ειδική νομοπαρασκευαστική επιτροπή, η οποία θα παρουσίαζε νομοθετικό κείμενο για την εταιρική διακυβέρνηση. Αυτό το κείμενο θα είχε ως αποδέκτες τις εισηγμένες

εταιρίες και θα καθιέρωνε πρόσθετες υποχρεώσεις, σε σχέση με το μέχρι τότε υφιστάμενο καθεστώς. Μπροστά στο φόβο της επικείμενης νομοθετικής παρέμβασης, οι εταιρίες δεν έμειναν ανεπηρέαστες. Αρχικά, αρκέστηκαν σε διαμαρτυρίες και σε αντιδράσεις, για την τεχνική καθιέρωσης κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης που είχε επιλεγεί, εμμένοντας στην άποψη ότι η ενδεδειγμένη οδός θα ήταν αυτή της αυτορρύθμισης, με βασικό επιχείρημα ότι μόνη αυτή η τεχνική επιτρέπει τη διατήρηση της ελαστικότητας των σχετικών ρυθμίσεων και σέβεται απόλυτα τους κανόνες λειτουργίας της αγοράς.

Σε επόμενο όμως στάδιο, η Ένωση των Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Εταιριών, υπό την αιγίδα του Συνδέσμου Ελληνικών Βιομηχανιών, εξέδωσε κώδικα αρχών εταιρικής διακυβέρνησης, τον οποίο πρότεινε στα μέλη της να τον εφαρμόσουν. Υπό αυτή την έννοια, στην τεχνική της κανονιστικής και της νομοθετικής παρέμβασης στον τομέα της εταιρικής διακυβέρνησης, προστέθηκε η τεχνική της αυτορρύθμισης. Η έκταση της υιοθέτησης αυτού του εθελούσιου κώδικα συμπεριφοράς, ωστόσο, ο οποίος, σε κάθε περίπτωση, δεν προέβλεπε ριζικές αλλαγές στον τρόπο λειτουργίας του οργάνου διοίκησης των εισηγμένων εταιριών, δεν υπήρξε ικανοποιητική. Η τεχνική που είχε επιλέξει το Χρηματιστήριο, με τη θέσπιση ποιοτικών κριτηρίων, τοποθετείται κάπου ενδιάμεσα, μεταξύ της αυτορρύθμισης και της κανονιστικής παρέμβασης, στο μέτρο που η πρωτοβουλία για την εφαρμογή των κριτηρίων επαφίεται στις ίδιες της εισηγμένες εταιρίες, αλλά, συγχρόνως, η προοπτική της προβολής της εταιρίας από το ίδιο το Χρηματιστήριο ενέχει και στοιχείο από αυτά που χαρακτηρίζουν τον εξαναγκασμό, υπό την ευρεία έννοια, για την εφαρμογή των σχετικών αρχών.

Στο μεταξύ, ψηφίστηκε από τη βουλή ο ν. 3016/02, για την εταιρική διακυβέρνηση, με πολλές τροποποιήσεις, σε σχέση με τα αρχικά κείμενα που είχαν προταθεί από την επιτροπή του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας, εισάγοντας μέτρα οργάνωσης κυρίως της διοίκησης της εταιρίας, με τη νομοθετική οδό, χωρίς όμως αυτός ο νόμος να τροποποιήσει τη σχετική γενική νομοθεσία των ανωνύμων εταιριών. Το νομοθετικό σώμα, κατ' αυτό τον τρόπο, διαφοροποίησε τη θέση του από την επιτροπή για την εταιρική διακυβέρνηση, η οποία είχε συσταθεί με πρωτοβουλία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και η οποία βάσιζε τις συστάσεις της προς τις εταιρίες στην παραδοχή ότι ο ν. 2190/20 ήταν ξεπερασμένος και ανίκανος να λειτουργήσει ως βάση για τη δημιουργία ενός συστήματος επιτυχούς εταιρικής διακυβέρνησης.

Πολλές επιχειρήσεις στην Ελλάδα αντιμετώπιζαν τη μαζική προσέλευση των μικροεπενδυτών με ανευθυνότητα και προσωπική ιδιοτέλεια, σπεύδοντας να ενισχύσουν την ατομική τους περιουσία και να προβούν σε προκλητικές εκδηλώσεις νεοπλουτισμού, επίδειξης και καταχρήσεων. Παρ' ότι τέτοιες περιπτώσεις τιμωρήθηκαν από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, δημιουργήθηκε στο ευρύ επενδυτικό κοινό αίσθηση αδιαφορίας, παραπλάνησης και εγκατάλειψης. Έτσι λοιπόν δημιουργήθηκε μια εύλογη εκτίμηση. Αν αυτή η κατάσταση δεν διορθωνόταν, θα διαταράξει μακροπρόθεσμα το πλαίσιο εμπιστοσύνης ανάμεσα στις επιχειρήσεις και τους επενδυτές. Επίσης, υπήρχε ο κίνδυνος να διαμορφωθεί, άλλη μια φορά, στην ελληνική κοινωνία μια καχύποπτη προκατάληψη κατά της επιχειρηματικότητας, υπονομεύοντας έτσι την αναπτυξιακή δυναμική της χώρας. Για να αντιστραφεί λοιπόν η καθοδική πορεία και να αρθεί η επενδυτική άπνοια δεν απαιτούνταν μόνο η ένταση και η συνέχεια των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και των ρυθμών ανάπτυξης. Πάνω απ' όλα, απαιτούνταν ένα νέο αυστηρό, διαφανές και κατανοητό πλαίσιο για τη λειτουργία και τις αποφάσεις των εισηγμένων εταιριών, ώστε να μην υπάρξει ξανά έδαφος για επιπόλαιες και ανεύθυνες πρακτικές.

Ο κλονισμός της εμπιστοσύνης στις διεθνείς αλλά κυρίως στην εγχώρια χρηματαγορά έφερε στο προσκήνιο την ανάγκη για αναμόρφωση της διακυβέρνησης των εισηγμένων εταιριών και άρα την ουσιαστικότερη συνολική εποπτεία των αγορών. Απαιτούνταν λοιπόν η επέμβαση των κυβερνήσεων, προκειμένου να θεσπιστούν αυστηρότεροι κανόνες και νέα ρυθμιστικά πλαίσια. Ελάχιστα θέματα πλέον ήταν και είναι τόσο κεντρικά στις συζητήσεις της επιχειρηματικής κοινότητας, των κυβερνήσεων και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων όσο τα θέματα διαφάνειας στην εταιρική διακυβέρνηση. Έτσι λοιπόν δημιουργήθηκε αρχικά η ανάγκη ψήφισης ενός Νόμου για την Εταιρική Διακυβέρνηση.

2.2 Ρύθμιση της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης και εταιρική διακυβέρνηση

Αν και φαίνεται ότι το χρηματοοικονομικό σύστημα της άμεσης διαμεσολάβησης κυριαρχεί στις αναπτυγμένες οικονομίες, έχει, ωστόσο, τραυματιστεί από πρόσφατα γεγονότα-σκάνδαλα, κυρίως, στις ΗΠΑ, αλλά και την Ευρώπη. Αυτό είχε σαν άμεση συνέπεια την απόσυρση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις επιχειρήσεις, την επιχειρηματικότητα, τις κεφαλαιαγορές και το καπιταλιστικό σύστημα, γενικότερα. Τέτοια παραδείγματα υπήρξαν, στις ΗΠΑ, η Enron και η WorldCom και στην Ευρώπη η Vivendi και η France Telecom, αλλά και η Neuer Markt της Φραγκούρτης. Κοινό χαρακτηριστικό των περιπτώσεων αυτών είναι ότι επρόκειτο για καινοτομικές επιχειρήσεις ή εταιρίες παροχής υπηρεσιών, των οποίων η αποδοτικότητα είναι δύσκολο να εκτιμηθεί και προβλεφθεί και οι οποίες είχαν πολύ υψηλό επιχειρηματικό κίνδυνο. Από την άλλη, για την εξομάλυνση της μεροληψίας της αυτο-ρύθμισης από πλευράς επιχειρήσεων, το κράτος επεμβαίνει άμεσα με την αναμόρφωση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης και άλλων κανόνων διαφάνειας και γνωστοποίησης δεδομένων.

Οι βασικές αρχές της ρύθμισης πρέπει να είναι:

A. Το σύστημα πληροφόρησης πρέπει να διασφαλίζει ότι οι επιχειρήσεις προσφέρουν στο επενδυτικό κοινό την κατάλληλη πληροφόρηση, έγκυρα, έγκαιρα και με διαφάνεια. Η λογιστική πληροφόρηση είναι η μια πηγή πληροφόρησης, η οποία πρέπει να βελτιωθεί και, προς αυτή την κατεύθυνση είναι τα διεθνή λογιστικά πρότυπα. Η άλλη πηγή πληροφόρησης των συμμετεχόντων στην αγορά είναι η πολύπλοκη χρηματοοικονομική και οικονομική πληροφόρηση, η οποία περνάει μέσα από το έργο και το ρόλο των ελεγκτών, των χρηματοοικονομικών αναλυτών, των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων και οργανισμών κλπ. Συνεπώς, η ρύθμιση, πρέπει να είναι σχεδιασμένη έτσι, ώστε να ελαχιστοποιεί τα συγκρουόμενα συμφέροντα των συντελεστών στην αλυσίδα της πληροφόρησης.. Για παράδειγμα, οι τράπεζες δεν θα πρέπει να κατέχουν μετοχές επιχειρήσεων τις οποίες δανείζουν. Ακόμα (όπως συμβαίνει στη Γαλλία), οι εταιρίες λογιστικής δεν θα πρέπει να προσφέρουν έργο συμβούλου σε επιχειρήσεις που ελέγχουν.. Με άλλα λόγια, θα πρέπει να υπάρχει αυστηρός έλεγχος σε δραστηριότητες που ενδεχομένως οδηγούν σε συγκρούσεις συμφερόντων.

B. Το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να διασφαλίζει την ισότιμη μεταχείριση όλων των μετόχων.

Γ. Η εποπτεία και ο έλεγχος της ρυθμιστικής αρχής είναι απαραίτητες και, πρέπει να διασφαλίζει τη διαφάνεια των δημοσιοποιημένων στοιχείων και της κατάλληλης πληροφόρησης από τις εποπτευόμενες επιχειρήσεις με στόχο την προστασία των επενδυτών.

Ωστόσο, για τις οικονομίες εκείνες των οποίων η χρηματοδότηση της ανάπτυξής τους ήταν εστιασμένη στο τραπεζικό σύστημα, η μετάβαση στο σύστημα της κεφαλαιαγοράς δεν είναι εύκολη. Ένας λόγος είναι λόγω της συρρίκνωσης της κερδοφορίας των πιστωτικών ιδρυμάτων σαν αποτέλεσμα της απώλειας του πλεονεκτήματος να είναι η μοναδική πηγή χρηματοδότησης.

Τέτοιες περιπτώσεις δυσκολιών εμφανίστηκαν στα χρηματοοικονομικά συστήματα της Γερμανίας και της Ιαπωνίας. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε κρίση του τραπεζικού συστήματος, ιδιαίτερα όταν συντρέχουν και άλλοι οικονομικοί ή χρηματοοικονομικοί λόγοι. Το παράδειγμα της Ιαπωνίας στα τέλη της δεκαετίας του '80 με αρχές της δεκαετίας του '90 είναι χαρακτηριστικό, όπου η πτώση των τιμών των παγίων και η οικονομική ύφεση μαζί με την πιστωτική κρίση (non-performing loans, NPL), οδήγησαν σε κρίση το τραπεζικό σύστημα και σε περαιτέρω επιδείνωση την κεφαλαιαγορά.

Όμως, ένα υγιές τραπεζικό σύστημα είναι απαραίτητο για την αποτελεσματική ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς. Συνεπώς, θα πρέπει να υπάρχουν κανόνες ρύθμισης και για τον πιστωτικό τομέα της οικονομίας.

Στο πλαίσιο αυτό, μεταξύ άλλων:

Α. Θα πρέπει να υπάρχουν κανόνες διασφάλισης και παρακολούθησης της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών.

Β. Θα πρέπει να υπάρχει μια αγορά με μεγάλη ρευστότητα για τη διαπραγμάτευση των τιτλοδοτημένων απαιτήσεων.

Γ. Οι τράπεζες θα πρέπει να μην κατέχουν μετοχές επιχειρήσεων και βιομηχανιών έτσι, ώστε να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο τραπεζικής κρίσης.

Ανταγωνισμός ή εναρμόνιση των εθνικών κανόνων ρύθμισης

Η παγκοσμιοποίηση των κεφαλαιαγορών απαιτεί συμβατότητα των ρυθμικών κανόνων για να βελτιώσει την αποτελεσματικότητα των κεφαλαιαγορών και τον έλεγχο του κινδύνου τους. Ωστόσο, συνυπάρχει μαζί με τη ρύθμιση των κεφαλαιαγορών σε εθνικό επίπεδο, κάτω από τις ιδιαιτερότητες του νομοθετικού πλαισίου κάθε χώρας και την ιδιοσυγκρασία της κάθε κεφαλαιαγοράς, με αποτέλεσμα, συχνά, τη μη συμβατότητα των κανόνων ρύθμισης και την αύξηση της δυσκολίας παρακολούθησης και ελέγχου των κινδύνων που συνοδεύουν τη λειτουργία τους. Επιπλέον, η μη συμβατότητα των κανόνων ρύθμισης μπορεί να οδηγήσει σε προβλήματα ρυθμιστικής εξισορροπητικής κερδοσκοπίας (regulatory arbitrage), αλλά και σε υψηλό κόστος λειτουργίας των κεφαλαιαγορών. Ταυτόχρονα, αυξάνει τον κίνδυνό τους και μειώνει την αποτελεσματική κατανομή κεφαλαίων στις διάφορες οικονομίες. Μία πρώτη ερμηνεία των παραπάνω οδηγεί αβίαστα στο συμπέρασμα ότι η εναρμόνιση των κανόνων των εθνικών εποπτικών αρχών είναι απαραίτητη για να διασφαλίσει τα οφέλη από την παγκοσμιοποίηση των αγορών.

Πράγματι, οι διεθνείς κεφαλαιαγορές έχουν προχωρήσει στην εναρμόνιση ρυθμιστικών κανόνων τους και εποπτικών διαδικασιών τους σε μεγάλο βαθμό. Για παράδειγμα, πολλές χώρες έχουν τροποποιήσει τη σχετική νομοθεσία τους αναφορικά με την εταιρική

διακυβέρνηση, ώστε να είναι εναρμονισμένη και συμβατή σε ένα κεφαλαιοποιητικό χρηματοοικονομικό σύστημα. Συγχρόνως, εναρμόνιση κανόνων έχουμε και κάτω από την αιγίδα διεθνών ινστιτούτων και οργανισμών. Για παράδειγμα, το 2005 τα κράτη-μέλη της Ε.Ε. υιοθέτησαν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (IAS). Η Ε.Ε. στοχεύει στη δημιουργία μιας πλήρως απελευθερωμένης κοινής χρηματοοικονομικής αγοράς, η οποία θα συμβιβάζεται με το νομοθετικό πλέγμα και τις δομές εταιρικής διακυβέρνησης κάθε χώρας-μέλους, υποχρεώνοντας κάθε χώρα να προχωρήσει σε αμοιβαία αναγνώριση των εθνικών νόμων κάτω από την προϋπόθεση της αποδοχής κοινών αρχών.

2.3 Νόμος 2190/1920/Α-37 Θεσμικός νόμος περί Α.Ε.

2.3.1 Η αξία του νόμου 2190/20 ως νομικού κειμένου

Οι εποπτικές αρχές, εξάλλου, βάσισαν όλη τους την επιχειρηματολογία, για την παρέμβαση τους, στο ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης, στη διαπίστωσή τους ότι η ελληνική νομοθεσία των ανωνύμων εταιριών είναι απαρχαιωμένη και ελάχιστα αποτελεσματική, στο επίπεδο της προστασίας των μετόχων. Μια τέτοια παραδοχή, δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα, διότι ο ν.2190/20 έχει υποστεί πάμπολλες τροποποιήσεις, πολλές από τις οποίες οφείλονται σε προσαρμογή του ελληνικού δικαίου με τις ευρωπαϊκές οδηγίες, οι οποίες εκφράζουν, σε μεγάλο βαθμό, σύγχρονες τάσεις οργάνωσης και λειτουργίας των εταιριών. Επιπρόσθετα όμως, είναι και επικίνδυνη, ιδίως όταν εκφέρεται ως άποψη εποπτικών αρχών, οι οποίες ασκούν τα καθήκοντά τους μέσα από ένα νομικό πλαίσιο, που διαμορφώνει και τις εξουσίες και τις δυνατότητες παρέμβασής τους.

Σε γενικές γραμμές, κατά τη γνώμη μας, δεν υπάρχει <<αναρχία>> στο νομικό καθεστώς των ανωνύμων εταιριών στην Ελλάδα. Δε μπορεί κανείς πειστικά να απορρίψει το ν. 2190/20, όπως ισχύει σήμερα, αγνοώντας τις τροποποιήσεις που έχει υποστεί, προς τον εκσυγχρονισμό του, ιδίως- και κυρίως- κάτω από τις κοινοτικές επιδράσεις. Αντίστροφα, η πολυνομία ενέχει, από μόνη της, δύο βασικά μειονεκτήματα. Καταρχήν, η πολυνομία βλάπτει τη συνοχή του νομοθετικού πλαισίου, στο μέτρο που ρυθμίζονται τα ίδια ζητήματα, με διαφορετικά κείμενα και υιοθετούνται διαφορετικές λύσεις, για το ίδιο ζήτημα. Στη συνέχεια, η πολυνομία οδηγεί σε υπερδέσμευση των φορέων οικονομικής δραστηριότητας, με τη θέσπιση υπερβολικών υποχρεώσεων για τις εταιρίες. Αυτές οι υποχρεώσεις, τελικά, αυξάνουν το κόστος λειτουργίας των εταιριών.

Το ζήτημα συνεπώς είναι από ποιο σημείο και πέρα αυτό το κόστος καθίσταται υπερβολικό. Σε αυτό το σημείο εντοπίζεται το κεντρικό σημείο της συζήτησης για την εταιρική διακυβέρνηση. Όπως εύστοχα έχει λεχθεί, η εταιρική διακυβέρνηση είναι όπως η σχέση μεταξύ του ασθενούς με το γιατρό του. Πηγαίνει κανείς στο γιατρό, όταν αισθάνεται άρρωστος, ώστε να λάβει την ενδεδειγμένη ιατρική συνταγή και να ακολουθήσει την ιατρική θεραπεία που θα συσταθεί. Στην Ελλάδα όμως, από ότι φαίνεται, πιστεύουμε ίσως ότι είμαστε περισσότερο άρρωστοι, από ότι στην πραγματικότητα και για αυτό, πηγαίνουμε πολύ συχνά στο γιατρό. Αυτές οι συχνές επισκέψεις, όπως και η υποβολή σε μη αναγκαία ιατρική θεραπεία, όχι μόνο δεν ωφελεί, αλλά, αντίθετα, ενδέχεται να βλάψει και την υγεία μας, σε κάθε δε περίπτωση, βλάπτει το χρόνο μας, τον οποίο σπαταλάμε για αναιτιολόγητες επισκέψεις και την τσέπη μας, για την αγορά των φαρμάκων, τα οποία όμως δεν είναι αναγκαία, ούτε καν χρήσιμα. Ακριβώς αυτό συμβαίνει και με την αντιμετώπιση της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα.

2.4 Ο Ν. 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση

2.4.1 Η επικουρική εφαρμογή του Ν. 3016/02 έναντι του ν. 2190/20

Το άρθρο 1 ν. 3016/02 καθιερώνει την επικουρική εφαρμογή των διατάξεων του, σε σχέση με αυτές του ν. 2190/20. Υπό αυτή την έννοια, τα άρθρα 1-9 ν. 3016/02, ως ειδικές διατάξεις, κασιχύνουν των αντίστοιχων διατάξεων του ν. 2190/20, οι οποίες εφαρμόζονται μόνο στο μέτρο που δεν αντίκεινται στις διατάξεις του ν. 3016/02. Το κριτήριο για την εφαρμογή του νόμου, πάντως, τίθεται όχι στην εθνικότητα της εταιρίας, αλλά στο γεγονός ότι αυτή έχει εισάγει τις κινητές αξίες της σε αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα. Δεν εξετάζεται εάν αυτές οι κινητές αξίες αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε τέτοια αγορά, ούτε ο όγκος των συναλλαγών επί των αξιών. Επομένως, η τυχόν αναστολή διαπραγμάτευσης της μετοχής δεσ συνεπάγεται την εξαίρεση από την υπαγωγή της εκδότριας εταιρίας στο πεδίο εφαρμογής του ν. 3016/02. Σε κάθε περίπτωση, η αναφορά στην εφαρμογή του ν. 2190/20 έχει αξία μόνο στην περίπτωση που πρόκειται για ελληνική εταιρία, η οποία θα έχει εισαγάγει τις κινητές της αξίες σε οργανωμένη αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα.

Εξυπακούεται πως, εφόσον θα πρόκειται για αλλοδαπή εταιρία που θα εισαγάγει τις κινητές της αξίες στην Ελλάδα, θα εφαρμόζεται σε αυτή η αντίστοιχη εταιρική νομοθεσία του κράτους καταγωγής της. Η εφαρμογή του ν. 3016/02 και στις αλλοδαπές εταιρίες που θα εισαγάγουν τις μετοχές τους ή άλλες κινητές αξίες σε ελληνική οργανωμένη αγορά, κατά την έννοια του νόμου, θα έχει ωστόσο ως αποτέλεσμα την υπαγωγή αυτών των εταιριών στο νομικό καθεστώς δύο κρατών, αυτού της καταγωγής τους και της Ελλάδας, όπου η εταιρία θα έχει εισαγάγει τις κινητές αξίες της. Ομοίως, το νομικό καθεστώς περισσοτέρων του ενός κρατών θα εφαρμοζόταν στις εταιρίες που θα είχαν εισαγάγει τις μετοχές τους σε περισσότερα του ενός χρηματιστήρια πέραν του ελληνικού.

2.4.2 Η εφαρμογή του Ν. 3016/02 σε επιχειρήσεις ειδικής νομικής μορφής

Ο ν. 3016/02 εφαρμόζεται στις Εταιρίες Χαρτοφυλακίου Αναδυομένων Αγορών, οι οποίες λειτουργούν ως ειδικής² μορφής ανώνυμες εταιρίες και οι οποίες εισάγουν τις μετοχές τους στην Παράλληλη αγορά Αναδυομένων Αγορών. Αντίθετα, τα Επενδυτικά Κεφάλαια Αναδυομένων Κεφαλαιαγορών εξαιρούνται από το πεδίο εφαρμογής των διατάξεων του Νόμου, καθώς δε λειτουργούν ως ανώνυμες εταιρίες. Εξάλλου, στο πεδίο εφαρμογής του Νόμου δεν υπάγονται οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων συμβατικής μορφής που έχουν εισαγάγει τα μερίδια τους στην ανωτέρω αγορά. Η αναφορά του άρθρου 1 σε ανώνυμες εταιρίες υποδηλώνει εξάλλου ότι οι διατάξεις του ν. 3016/02 δεν εφαρμόζονται στην υποθετική περίπτωση ετερόρρυθμης κατά μετοχές εταιρίας που θα έχει εισαγάγει τις μετοχές της σε αλλοδαπή χρηματιστηριακή αγορά και που, στη συνέχεια, θα ζητούσε, εφόσον επιτραπεί, την παράλληλη εισαγωγή των μετόχων της σε οργανωμένη αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα.

2.4.3 Αντιφάσεις του Ν. 3016/02

Επιπλέον, δε μπορεί να διαφύγουν της προσοχής και αντιφάσεις που δημιουργεί ο νέος νόμος με αντίστοιχες διατάξεις, οι οποίες ρυθμίζουν ανάλογα θέματα. Η εποπτεία του εσωτερικού έλεγχου από τα μη εκτελεστικά μέλη, π.χ., έρχεται σε αντίθεση με τη λύση του κώδικα δεοντολογίας των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου, η οποία αποδέχεται τον εσωτερικό ελεγκτή ως υπόλογο στο διοικητικό συμβούλιο. Το ίδιο ισχύει και ως προς το απώτερο χρονικό σημείο, για την ανακοίνωση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της τυχόν μεταβολής στην οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου. Η αναφορά του εσωτερικού ελεγκτή στο διοικητικό συμβούλιο ανά τρίμηνο, όπως προβλέπεται στον κώδικα δεοντολογίας των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου, εξάλλου, αντιφάσκει με την ανωτέρω λύση του νέου νόμου.

Επομένως, για την αποδοχή της ορθής λύσης, οφείλει να προσφύγει κανείς σε κανόνες γενικής εφαρμογής, οι οποίοι όμως καταλήγουν σε αντίθετα αποτελέσματα. Η αποδοχή ότι ο ειδικός κανόνας υπερισχύει του γενικού, θα οδηγούσε σε διαφορετική λύση για τις εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, από ότι για λοιπές εισηγμένες εταιρίες. Η αποδοχή αυτής της αρχής όμως προσκρούει στην αρχή ότι ο νόμος υπερισχύει της κανονιστικής απόφασης, άποψη που ενισχύεται και από το γεγονός ότι ο συγκεκριμένος νόμος είναι και μεταγενέστερος αυτής της απόφασης. Ο εσωτερικός ελεγκτής, εξάλλου, αναφέρεται στις εποπτικές αρχές, γεγονός που τον καθιστά εκπρόσωπο της εταιρίας, έναντι αυτών. Ο περιορισμός της εκπροσωπευτικής εξουσίας του εσωτερικού ελεγκτή, ωστόσο, έναντι των εποπτικών αρχών, ισχύει από το νόμο, γεγονός που έχει σημασία για τη δεσμευτικότητα των πράξεων του έναντι των τρίτων.

Η απονομή εκπροσωπευτικής εξουσίας στον εσωτερικό ελεγκτή θέτει πάντως το ερώτημα εάν απαιτείται η τήρηση των διατυπώσεων δημοσιότητας, ως προς αυτόν, κατ' εφαρμογή του άρθρου 7 α παρ.1 στοιχ. 0γ ν. 2190/20. Κατά τη γνώμη μας, η αρνητική απάντηση σε αυτό το ερώτημα είναι η σωστή, στο μέτρο που η απονομή της εκπροσωπευτικής εξουσίας στον εσωτερικό ελεγκτή είναι από το νόμο και δεν προέρχεται από το διορισμό του ως εκπροσώπου, από το διοικητικό συμβούλιο.

Κεφάλαιο Τρίτο

3.1 Οι πρόσφατες εξελίξεις στην Ελλάδα

Εάν εστιάσουμε το ενδιαφέρον στον Ελλαδικό χώρο θα διαπιστώσουμε ότι η ανάγκη για την υιοθέτηση κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης στη χώρα μας κατέστη ακόμη πιο επιτακτική μετά τη ραγδαία ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς κατά τα τελευταία χρόνια και την ένταξή της στην κατηγορία των ώριμων αγορών, γεγονός που δημιούργησε την εύλογη αναγκαιότητα της λειτουργίας και των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών σύμφωνα με τους αντίστοιχους κανόνες διακυβέρνησης των εταιρειών των προηγμένων αγορών.

Η Ελλάδα στον τομέα της εταιρικής διακυβέρνησης ακολουθεί μια πρωτότυπη προσέγγιση συνδυάζει το σύνολο των τεχνικών θέσπισης κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, χωρίς όμως, παρά τους κανόνες που έχουν μέχρι σήμερα τεθεί σε ισχύ, να είναι σε θέση να επιδείξει ένα σύστημα διακυβέρνησης που να χαρακτηρίζεται από συνοχή και συνέπεια. Ειδικότερα, κάποια από τα μέτρα της εταιρικής διακυβέρνησης, όπως ειδικά ζητήματα προστασίας της μειοψηφίας, ενυπάρχουν στο ν. 2190/20, το βασικό νόμο για τις ανώνυμες εταιρείες, εδώ και πολλά χρόνια.

Άλλα μέτρα, ιδίως αυτά που σχετίζονται με τη διαφάνεια του τρόπου λειτουργίας της εταιρείας και της συμπεριφοράς των βασικών μετόχων της, θεσπίστηκαν με νομοθετικά ή κανονιστικά κείμενα, κάποια από τα οποία είχαν ως βάση και αντίστοιχες ρυθμίσεις που είχαν ήδη τεθεί σε ισχύ σε άλλα κράτη, κυρίως μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Εξάλλου, η επιτροπή κεφαλαιαγοράς, όχι πάντοτε με την επαρκή νομική βάση, έχει θέσει σε εφαρμογή ειδικούς κανόνες που αφορούν τις εποπτευόμενες από αυτή εταιρείες, ιδίως σχετικά με το έλεγχο της καταλληλότητας των στελεχών της επιχείρησης και γενικότερα των προσώπων που ασκούν τη διοίκηση των εταιρειών.

Μια επιφύλαξη που θα μπορούσε να διατυπωθεί αφορά στο γεγονός ότι η μεταφορά στην ελληνική επιχειρηματική πραγματικότητα κανόνων που ισχύουν σε αλλοδαπές αγορές, προσκρούει ενδεχομένως στη διαφορετική φιλοσοφία που διέπει την οργάνωση και τη λειτουργία των εταιρειών σε κάθε χώρα. Η πρακτική που ακολουθείται κατά κανόνα από τις ελληνικές εισηγμένες εταιρείες εξαιτίας της ευρείας διασποράς των μετοχών τους στο επενδυτικό κοινό και της συνακόλουθης πρακτικής αδυναμίας του πλήθους των μικρομετόχων να οργανωθούν κατά τέτοιο τρόπο ούτως ώστε να έχουν ενεργό συμμετοχή στη διοίκηση της εταιρείας, είναι να υποχρεώνονται οι μικρομέτοχοι εκ των πραγμάτων στην υιοθέτηση μιας παθητικής στάσης, που ουσιαστικά καταλήγει στην απλή επικύρωση των επιλογών της διοίκησης της εταιρείας.

Στην Ελλάδα, η πρώτη ουσιαστική προσπάθεια προς την κατεύθυνση της υιοθέτησης κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης ολοκληρώθηκε το έτος 1998 με την εκπόνηση από το Χ.Α.Α. σχετικής μελέτης, που αποσκοπούσε στην πρόταση ειδικών μέτρων για την αποτελεσματικότερη διακυβέρνηση των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο εταιρειών. Στη συνέχεια το Χ.Α.Α. σε μια προσπάθεια να ξεπεράσει τη δυστοκία που παρατηρήθηκε όρισε μια σειρά ποιοτικών κριτηρίων για τις εισηγμένες εταιρείες με σκοπό να εξετάσει το βαθμό τήρησής τους από αυτές. Η τήρηση θα διαπιστώνεται βάσει σχετικού ερωτηματολογίου και θα οδηγεί στην κατηγοριοποίηση των εταιρειών με γνώμονα τα προαναφερθέντα ποιοτικά κριτήρια.

Το ζήτημα που προκύπτει όμως από την πρωτοβουλία αυτή της διοίκησης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών έχει να κάνει με το εάν νομιμοποιείται το Χρηματιστήριο να προβεί σε μια τέτοια ενέργεια, η οποία ενδέχεται να ενέχει το χαρακτήρα επενδυτικής συμβουλής προς το επενδυτικό κοινό, μέσω της δημοσίευσης του παραπάνω πίνακα.

Η κατηγοριοποίηση των εταιρειών και η σύνταξη του σχετικού πίνακα από τις αρμόδιες υπηρεσίες του Χρηματιστηρίου είναι αναμενόμενο να επηρεάσουν τους επενδυτές στην κρίση τους για την ποιότητα των εισηγμένων εταιρειών και αυτό εξαιτίας του εύλογου κύρους που περιβάλλει, με αφετηρία το δημόσιο χαρακτήρα του, το Χρηματιστήριο και τα όργανά του, τα οποία θα καταρτίσουν τους σχετικούς πίνακες. Η κρατούσα αντίληψη πρεσβεύει ότι τα όργανα του Χρηματιστηρίου σε καμία περίπτωση δεν υποκαθιστούν τους συμβούλους επενδύσεων κατηγοριοποιώντας τις εισηγμένες εταιρείες με βάση τα ανωτέρω ποιοτικά κριτήρια. Παράλληλα, γίνεται δεκτό ότι ο σκοπός τους δεν είναι η επιλεκτική προβολή ορισμένων εταιρειών, δεδομένου άλλωστε ότι τα κριτήρια είναι κοινά και γνωστά εκ των προτέρων σε όλες τις εισηγμένες εταιρείες, αλλά η αναβάθμισή τους μέσα από την επίτευξη της πιο εύρυθμης και αξιόπιστης λειτουργίας τους. Με τη μέθοδο αυτή ενισχύεται σε τελική ανάλυση η χρηματιστηριακή αγορά συνολικά, ενώ επιτυγχάνεται η αποτελεσματικότερη προστασία των μικροεπενδυτών μέσα από την πιστή και συνεπή τήρηση από την πλευρά των εισηγμένων εταιρειών των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης.

Στη συνέχεια, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συνέστησε την Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα που εξέδωσε το 1999 κείμενο με τίτλο: «Αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του Ανταγωνιστικού Μετασχηματισμού της».

Πρόκειται για μια προσπάθεια διαμόρφωσης ενός πλαισίου συμπεριφοράς των επιχειρήσεων που δε θα έχει το χαρακτήρα άμεσα εφαρμοζόμενων υποχρεωτικών ρυθμίσεων, καθώς κατά την άποψη της επιτροπής κάτι τέτοιο θα οδηγούσε σε συμμόρφωση προς το γράμμα και όχι προς το πνεύμα τους. Έτσι, τα μέλη της Επιτροπής πρότειναν σε πρώτη φάση τη συναινετική σύνταξη ενός κώδικα αρχών και προτάσεων, η αποτελεσματικότητα του οποίου θα εξαρτιόταν από το βαθμό αποδοχής του από τους παραγωγικούς φορείς.

Για να μην υπάρξει όμως υπερβολική καθυστέρηση στην εφαρμογή των απαραίτητων μεταρρυθμίσεων, η Επιτροπή πρότεινε την υιοθέτηση μιας προσέγγισης «συμμόρφωση ή εξήγηση», σύμφωνα με την οποία η επιχείρηση που παρεκκλίνει από τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης οφείλει να εξηγεί τους λόγους (Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, 1999).

Σύμφωνα με την Επιτροπή, το υπάρχον ελληνικό νομικό πλαίσιο – που κυρίως περιλαμβάνεται στον Κ.Ν. 2190/1921 – δεν ανταποκρίνεται πλέον πλήρως στις σύγχρονες ανάγκες διακυβέρνησης των εισηγμένων στο χρηματιστήριο επιχειρήσεων, αφού δεν προστατεύει επαρκώς τα δικαιώματα των μικρομετόχων στις εταιρείες πολυμετοχικής βάσης, δεν αποσαφηνίζει τις προϋποθέσεις συναλλαγών ευρείας κλίμακας (όπως συγχωνεύσεις και εξαγορές) και δεν διασφαλίζει ικανοποιητικά επίπεδα διαφάνειας στις εσωτερικές διαδικασίες. Η ισότιμη μεταχείριση των μετόχων μεταφράζεται στην αρχή «μία μετοχή – μία ψήφος».

Στην παράγραφο 4.7 γίνεται εκτενής αναφορά στην ανάγκη καθιέρωσης και λειτουργίας Επιτροπής Εσωτερικού Ελέγχου, η οποία θα απαρτίζεται από μη-εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου (τουλάχιστον τρία), θα διερευνά όλα τα ζητήματα που εμπίπτουν στις αρμοδιότητές της και θα ενημερώνει τακτικά το Διοικητικό Συμβούλιο. Θεωρεί «καλή πρακτική η πλειοψηφία του Διοικητικού

Συμβουλίου να αποτελείται από μη εκτελεστικά μέλη ώστε να εξασφαλίζεται η ανεξάρτητη κρίση κατά το μέγιστο βαθμό», ενώ προτιμά το διαχωρισμό των ιδιοτήτων του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου και του Διευθύνοντος Συμβούλου.

Η Επιτροπή θεωρεί ακόμη απαραίτητη την ύπαρξη μεταξύ των μη-εκτελεστικών μελών και ορισμένων που θα είναι ανεξάρτητοι από τα εκτελεστικά μέλη και τους μετόχους που έχουν την πλειοψηφία.

Ως στοιχεία απαραίτητα για να είναι ανεξάρτητο κάποιο μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου αναφέρονται τα παρακάτω :

1. Δεν είναι εκτελεστικό διευθυντικό στέλεχος ή μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου άμεσα ή έμμεσα συνδεδεμένης επιχείρησης, ούτε ήταν κατά το προηγούμενο έτος.
2. Δεν έχει συγγένεια με άλλα εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.
3. Δεν είναι ταυτόχρονα μέλος της ομάδας μετόχων που συγκεντρώνουν την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης, δεν έχει επιλεγεί ως υποψήφιος από αυτούς ούτε έχει δοσοληψίες με αυτούς.
4. Δεν έχει άλλη σχέση με την επιχείρηση η οποία από τη φύση της μπορεί να επηρεάσει την ανεξάρτητη κρίση του, και συγκεκριμένα δεν είναι προμηθευτής αγαθών ή υπηρεσιών, ούτε είναι μέλος της επιχείρησης που είναι σύμβουλος. Οι οποιεσδήποτε διαπραγματεύσεις με την εταιρεία θα πρέπει να περιορίζονται σε θέματα που αφορούν τη διαπραγμάτευση της αμοιβής του.
5. Τέλος, η επιτροπή προτείνει ως «καλή πρακτική» τα μη εκτελεστικά μέλη να μην εκλέγονται για πολλές θητείες.

Ένα έτος αργότερα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με την απόφαση 5/204/2000 περί Κανόνων συμπεριφοράς των εταιρειών που έχουν εισάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και των συνδεδεμένων με αυτές προσώπων, ορίζει ότι κάθε εταιρεία οφείλει να διαθέτει υπηρεσία εξυπηρέτησης των μετόχων, η οποία θα έχει την ευθύνη της άμεσης και ισότιμης πληροφόρησής τους, καθώς και της εξυπηρέτησής τους σχετικά με την άσκηση των δικαιωμάτων τους με βάση τον κοινό νόμο και το καταστατικό της εταιρείας.

Μια επιπλέον προσπάθεια για την ανάπτυξη της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα, γίνεται μέσα από τη σύμπραξη του Συνδέσμου Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών (ΣΕΒ) και του Brunel Business School του πανεπιστημίου Brunel στο Ηνωμένο Βασίλειο που ένωσαν τις δυνάμεις τους με την υπογραφή ενός Μνημονίου Συνεργασίας τον Ιανουάριο του 2007, δημιουργώντας το Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΠΕΔ) στην Ελλάδα.

Το Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης, εκδίδει περίπου δύο φορές το χρόνο Επιθεώρηση, προσφέροντας στους αναγνώστες ειδήσεις, εξελίξεις, αποτελέσματα ερευνών και άλλες πληροφορίες σχετικά με το νέο πεδίο μελέτης «Εταιρική Διακυβέρνηση και Διοικητικά Συμβούλια».

Οι μακροπρόθεσμοι στόχοι του Παρατηρητηρίου είναι:

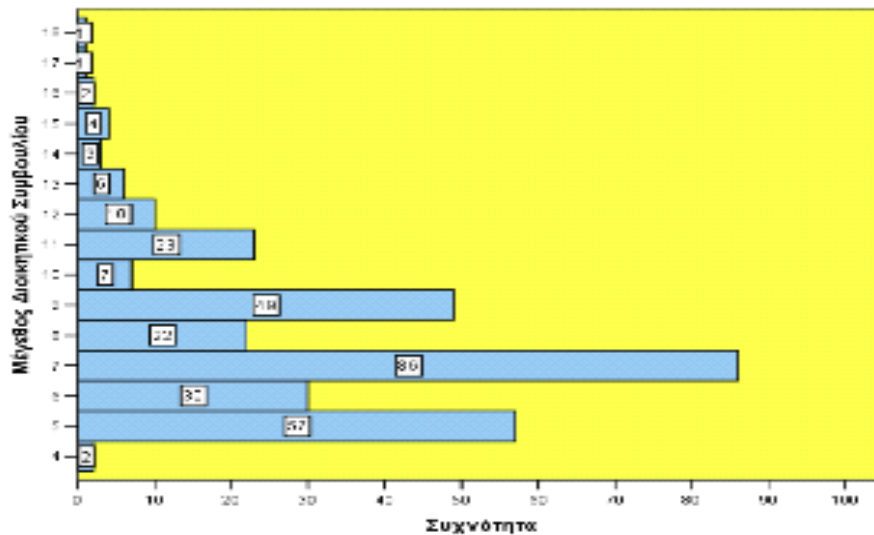
- Να αναδειχθεί σε μόνιμο βήμα συζήτησης και ανταλλαγής πληροφοριών.
- Να διαδίδει βέλτιστες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης μεταξύ των ελληνικών επιχειρήσεων ώστε να αντεπεξέρχονται ικανοποιητικά στις ανάγκες της θεσμικής τους λειτουργίας.
- Να δημιουργήσει μία ολοκληρωμένη βάση δεδομένων για την εταιρική διακυβέρνηση των ελληνικών επιχειρήσεων.
- Να συμβάλλει στην ακαδημαϊκή έρευνα για την εταιρική διακυβέρνηση.
- Να συνεργάζεται και να αναπτύσσει σχέσεις με άλλες οργανώσεις στην Ελλάδα (π.χ. ΧΑΑ, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ένωση Εισηγμένων Εταιρειών, κλπ) και το εξωτερικό (BUSINESSEUROPE, Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης-ECGI), με ιδιαίτερη έμφαση στις γειτονικές οικονομίες που βρίσκονται σε φάση μετάβασης.
- Να διευκολύνει την δημιουργία εθνικών και περιφερειακών οργάνων διαλόγου για την εταιρική διακυβέρνηση.

3.2. Εμπειρικά ευρήματα στην Ελλάδα

Στο παρόν κεφάλαιο θα παρουσιαστούν και θα σχολιαστούν τα ευρήματα της δεύτερης ετήσιας έρευνας του *Ελληνικού Παρατηρητηρίου Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΠΕΔ)* για την εταιρική διακυβέρνηση δείγμα που ελήφθη στην εν λόγω έρευνα αποτελείται από όλες τις ελληνικές εταιρείες που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) ως και την 31η Δεκεμβρίου 2007. Η ανάλυση αφορά συνολικό πληθυσμό 304 εταιρειών. Οι μεταβλητές που αναλύθηκαν ήταν το μέγεθος του Δ.Σ, η σύνθεση του, το μοντέλο διοίκησης και η κατανομή αρμοδιοτήτων εντός του Δ.Σ., η συμμετοχή των δύο φύλων στα διοικητικά συμβούλια, το πλήθος των αλλοδαπών μελών Δ.Σ., οι επιτροπές Δ.Σ., η ύπαρξη εσωτερικού ελεγκτή, ο αριθμός των εταιριών που διαθέτουν εταιρικό κώδικα δεοντολογίας, τα ονόματα των ελεγκτικών εταιρειών, το μέγεθος των εταιρειών, η ταξινόμηση κατά κλάδο δραστηριότητας (το ΧΑΑ κατατάσσει τις εισηγμένες εταιρείες σε 17 κύριες κατηγορίες και 65 υποκατηγορίες), τα έτη από την εισαγωγή στο ΧΑΑ και τέλος η ηλικία των εταιρειών. Τα πορίσματα της έρευνας καταδεικνύουν ορισμένα ενδιαφέροντα χαρακτηριστικά των Δ.Σ. των εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

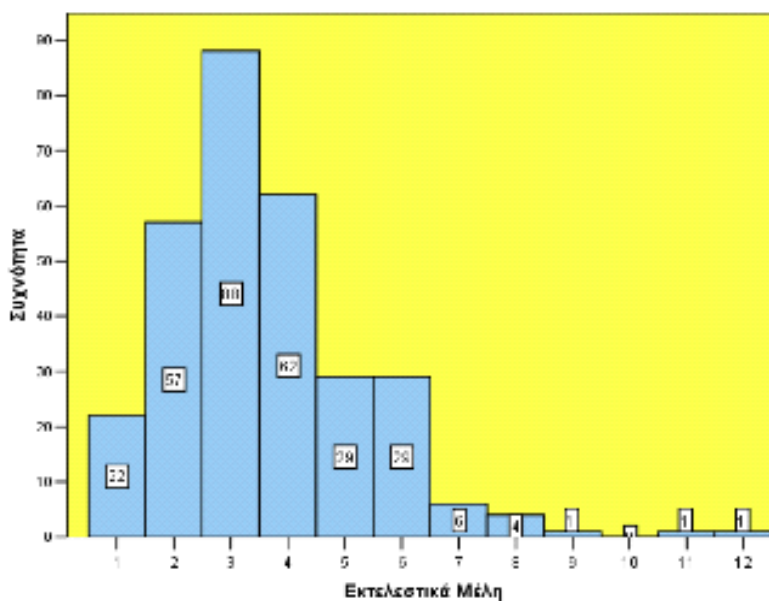
Μέγεθος Δ.Σ.: Προτίμηση για μικρό Δ.Σ.

Ο μέσος αριθμός μελών ανά Δ.Σ. είναι 7,86 με τυπική απόκλιση 2,54. Σε 173 εταιρείες (57%) το Δ.Σ. έχει από πέντε έως επτά μέλη (Σχήμα 1). Προκύπτει ότι οι εταιρείες στην Ελλάδα προτιμούν τα Διοικητικά Συμβούλια με επτά μέλη. Το σύνολο των μελών Δ.Σ. όλων των εισηγμένων εταιρειών στην Ελλάδα ανέρχεται σε 2.378. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι τράπεζες προτιμούν τα μεγάλα διοικητικά συμβούλια: Το Δ.Σ. της τράπεζας Κύπρου αποτελείται από 18 μέλη, της Εμπορικής από 17, της Τράπεζας Πειραιώς και της EFG Eurobank από 16 μέλη.



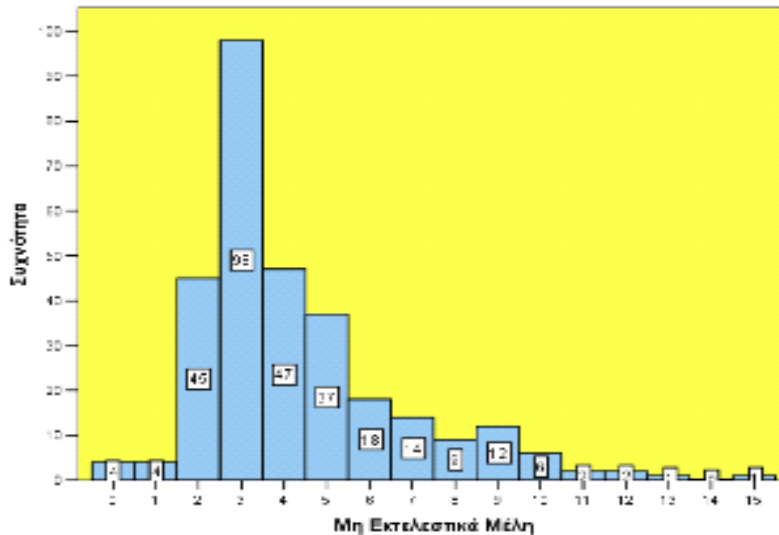
Σχήμα 1: Μέγεθος Δ.Σ. (n=303, X=7,86, St. Dev.=2,54)

Σύνθεση Δ.Σ.: Τα Εκτελεστικά (Εσωτερικά) μέλη δεν αποτελούν πλειοψηφία καθώς 1073 μέλη του Δ.Σ., 3,58 δηλαδή κατά μέσο όρο, χαρακτηρίζονται ως Εκτελεστικά (Εσωτερικά) μέλη ενώ 207 εταιρείες (69%) έχουν από δύο έως τέσσερα εσωτερικά μέλη Δ.Σ. (Σχήμα 2).



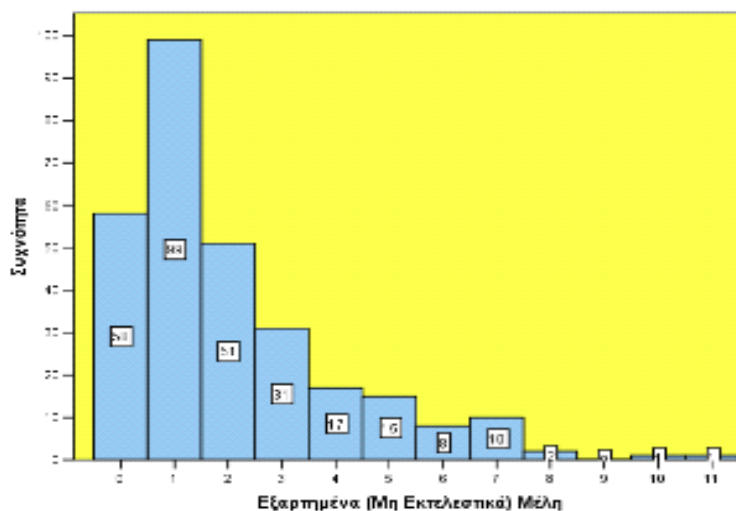
Σχήμα 2: Εκτελεστικά μέλη Δ.Σ. (n=300, X=3,58, St. Dev.=1,70)

Από την άλλη πλευρά, 1281 μέλη είναι μη Εκτελεστικά (Εξωτερικά) και ο μέσος αριθμός τους ανά Δ.Σ. είναι 4,27. 190 από τις εταιρείες αυτές (62%) έχουν 2 έως 4 μη εκτελεστικά μέλη Δ.Σ. (Σχήμα 3) ενώ η σημαντική πλειονότητα των εισηγμένων εταιρειών έχει τουλάχιστον 3.



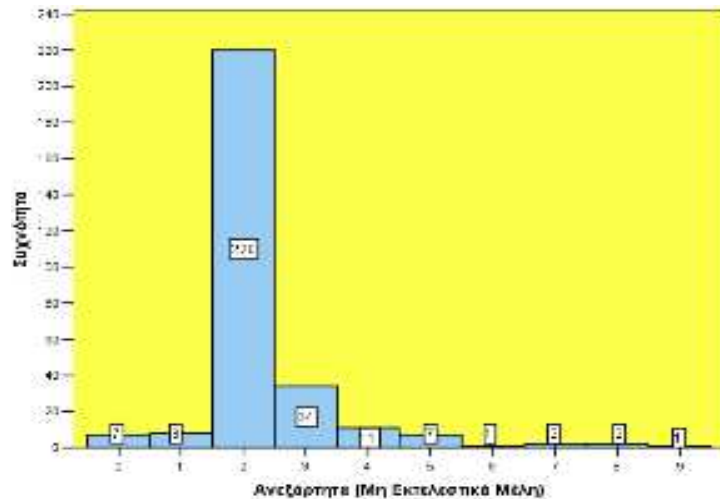
Σχήμα 3: Μη Εκτελεστικά μέλη Δ.Σ. (n=300, X=4,27, St. Dev.=2,37)

Παρά ταύτα, μια προσεκτικότερη εξέταση των δεδομένων που αφορούν τα εξαρτημένα μη εκτελεστικά (Εξωτερικά) μέλη μας οδηγεί στη διαπίστωση ότι 592 από αυτά -2,02 κατά μέσο όρο- είναι συνδεδεμένα ή συγγενή μη εκτελεστικά (εξωτερικά) μέλη του Δ.Σ. Αξίζει να σημειωθεί πάντως ότι από όλες τις εισηγμένες, 58 εταιρείες (19,8%) έχουν μόνο ένα εξωτερικό μέλος Δ.Σ. το οποίο είναι συνδεδεμένο ή συγγενές (Σχήμα 4α).



Σχήμα 4α: Εξαρτημένα (μη εκτελεστικά) μέλη Δ.Σ. (n=293, X= 2,02, St. Dev. =1,99)

Επιπλέον, υπάρχουν 674 μη εκτελεστικά (εξωτερικά) ανεξάρτητα μέλη Δ.Σ., ήτοι 2,3 ανά Δ.Σ. κατά μέσο όρο. 220 εταιρείες (75%) έχουν ακριβώς 2 ανεξάρτητα μέλη (Σχήμα 4β) το οποίο δείχνει ότι οι περισσότερες εταιρείες συμμορφώνονται με τον νόμο 3016/2002 ο οποίος απαιτεί τουλάχιστον δύο μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη στο διοικητικό συμβούλιο.

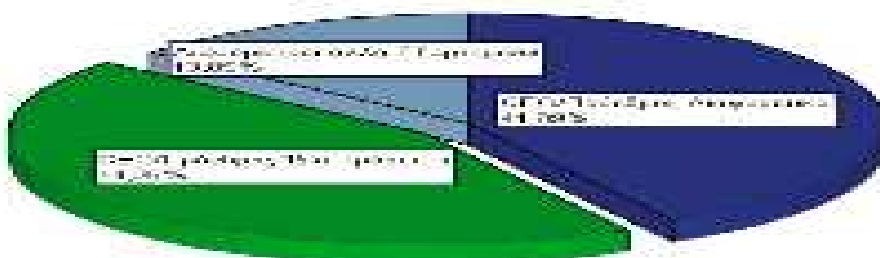


Σχήμα 4β: Ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη Δ.Σ.
(n=293, X=2,3, St. Dev.= 1,08)

Σχήμα 4β: Ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη Δ.Σ.
(n=293, X=2,3, St. Dev.= 1,08)

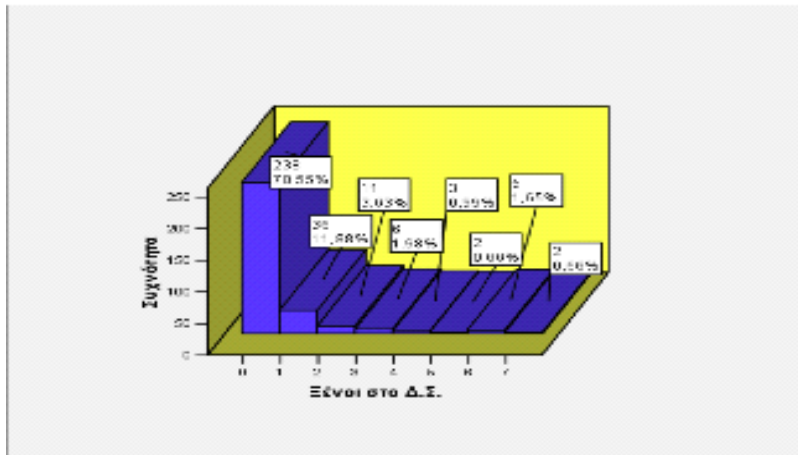
3.3 Μοντέλο διοίκησης και κατανομή αρμοδιοτήτων εντός του Δ.Σ.: Ενός ανδρός αρχή

165 εταιρείες (56%) έχουν υιοθετήσει το δυϊκό μοντέλο Δ.Σ. (Σχήμα 5). Εξετάσαμε όμως πιο προσεκτικά τα στοιχεία αυτά και διαπιστώσαμε ότι στο 14% του υπό έρευνα πληθυσμού, ο Πρόεδρος και ο διευθύνων Σύμβουλος, αν και διαφορετικά πρόσωπα, είχαν το ίδιο επίθετο, πράγμα το οποίο γεννά την υποψία ότι παρά τον φαινόμενο διαχωρισμό αρμοδιοτήτων, τα δύο αυτά μέλη του Δ.Σ. είναι συνδεδεμένα ή συγγενή πρόσωπα. Οφείλουμε να σημειώσουμε ότι το κριτήριο αυτό (το επίθετο) δεν είναι ούτε απόλυτο ούτε επιστημονικό. Εντούτοις, κρίναμε ότι η χρήση του οδηγεί σε μάλλον πιστότερη αποτύπωση της πραγματικότητας. Από την άλλη πλευρά, η ενιαία δομή υιοθετείται από το 44% των εισηγμένων εταιρειών.



**Σχήμα 5: Δουσιμός αλλά και «Εξαρτημένη Ανεξαρτησία»
(Συνδεόμενα/ Συγγενή μέλη)**

Αλλοδαποί: 238 εταιρείες (78,5%) δεν έχουν κανένα αλλοδαπό μέλος ΔΑ. 36 εταιρείες (12%) έχουν τουλάχιστον ένα αλλοδαπό μέλος στο Δ.Σ. (Σχήμα 6). Είναι ενδιαφέρον ότι 12 εταιρείες έχουν 4 ή περισσότερα από 4 αλλοδαπά μέλη στο Δ.Σ.



Σχήμα 6: Αλλοδαποί (n=303, X=0,47, sd=1,21)

Πίνακας 1: Εταιρείες με 4 ή περισσότερα Αλλοδαπά μέλη Δ.Σ.

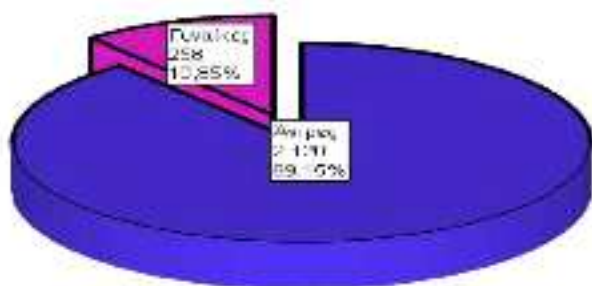
Εταιρεία	Ξένης Εθνικότητας
1 COCA-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε.	7
2 ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	7
3 Α.Γ.Ε.Τ ΗΡΑΚΛΗΣ	6
4 ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	6
5 ΤΕΞΑΠΡΕΤ Α.Ε.	6
6 ΑΛΦΑ-ΒΗΤΑ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.	6
7 Χ. ΡΟΚΑΣ ΑΒΕΕ	6
8 CROWN HELLAS CAN Α.Ε.	5
9 ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	5
10 FASHION BOX ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	4
11 ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	4
12 MARFIN INVESTMENT GROUP Α.Ε.	4

Φύλο: Ανεπαρκής εκπροσώπηση των γυναικών

Από 2.378 μέλη Δ.Σ., μόνον 258 (10,8%) είναι γυναίκες. Τα 2.120 (89,2%) είναι Άνδρες.

Επιπλέον, μόνον 25 εταιρείες από το σύνολο των εισηγμένων (7,8%) φαίνεται ότι έχουν εμπιστευθεί την διακυβέρνηση τους σε γυναίκες. Ομοίως, μόνον σε 8 από αυτές τις εταιρείες (32% ή 2,6% του συνολικού πληθυσμού) η ίδια γυναίκα κατέχει τη θέση τόσο του Προέδρου όσο και του διευθύνοντος Συμβούλου.

Επιπλέον, 8 εταιρείες έχουν γυναίκα πρόεδρο και 9 εταιρείες (36% ή 3% του συνολικού πληθυσμού) έχουν εμπιστευθεί την καθημερινή λειτουργία τους σε γυναίκα διευθύνοντα Σύμβουλο (Πίνακας 2). Με άλλα λόγια, μόνον 25 γυναίκες κατέχουν θέσεις στην κορυφή, κάτι το οποίο αντιπροσωπεύει 1% του συνόλου των μελών διοικητικών συμβουλίων και το 9,6% των γυναικών που είναι μέλη Δ.Σ..

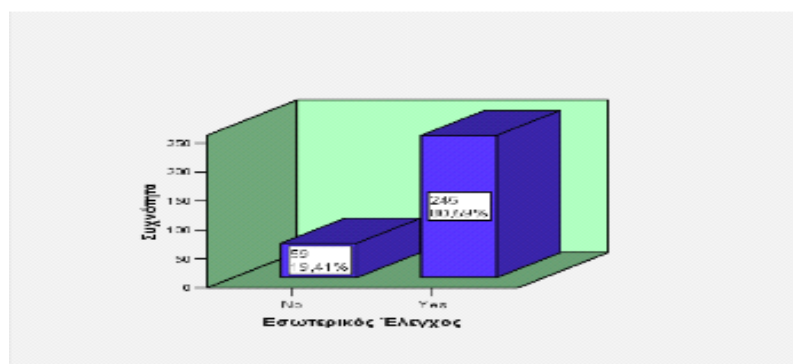


Σχήμα 7: Φύλο Μελών Δ.Σ.

Πίνακας 2: Γυναίκες Πρόεδροι και Διευθύνοντες Σύμβουλοι

No	Επωνυμία Εταιρείας	Πρόεδρος (N=318)	CEO (N=311)
1	ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ	Γαπαθανασίου	Γαπαθανασίου
2	Ν. ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ Α.Ε	Λεβεντέρη Αρετή	
3	S & B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ Α.Ε.	Κυριακοπούλου	
4	ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.		Στέγγου, Κ. Ζωή
5	ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.		Εμφιετζόγλου, Π.
6	ΓΑΛΛΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.	Παντελεημονίου Αθανασία	Παντελεημονίου Αθανασία
7	ΙΠΠΟΤΟΥΡ Α.Ε.	Χανδρή- Τερζή	Χανδρή- Τερζή
8	Χ. ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ & ΥΙΟΣ Α.Ε.		Μπενρουμπή, Σ. Αλίκη
9	ΖΑΜΠΑ Α.Ε.		Μπαλοπούλου
10	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ Α.Ε.Β.Ε	Βρυώνη, Φ. Θάλεια	Βρυώνη, Φ. Θάλεια
11	ΒΑΡΑΓΚΗΣ Α.Β.Ε.Π.Ε.	Βαράγκη Ελένη	
12	ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ Α.Ε.	Βρανοπούλου, Ι	
13	ELMEC SPORT Α.Β.Ε.Τ.Ε.	Φαίς Λούση	
14	ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ Α.Ε.	Βαρβαρέσου, Γ	Βαρβαρέσου, Γ
15	ΑΛΥΣΙΔΑ Α.Β.Ε.Ε.		Σπυράκη Μαρία
16	ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε.	Καρέλια Βικτώρια-	
17	ΑΧΟΝ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ		Σταματάκη Ν Βασιλική
18	ΑΤΛΑΝΤΙΚ ΣΟΥΠΕΡ ΜΑΡΚΕΤ Α.Ε.Ε.		Λαουτάρη Βαρβάρα
19	ALMA- ΑΤΕΡΜΩΝ Α.Ε.	Βρυώνη, Φ. Θάλεια	Βρυώνη, Φ. Θάλεια
20	Χ.Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.		Τεγοπούλου Κ. Ελένη
21	ΛΙΒΑΝΗΣ ΑΕ	Λιβάνη, Α. Παναγιώτα	
22	Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ - Π. ΑΘΑΝΑΣΙΑΔΗΣ	Αθανασιάδου Γ Ειρήνη	Αθανασιάδου Γ
23	PROTON ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	Φράγκου Ν. Αγγελική	
24	INTERINVEST Δ.Ε.Α.Ε.Ε.Χ.	Σακελλαρίδη Χριστίνα	Σακελλαρίδη Χριστίνα
25	ΙΛΥΔΑ ΑΕ		Παπαδοκωστάκη Γ.

Εσωτερικοί Ελεγκτές και Εταιρικός Κώδικας Δεοντολογίας



Ένα από τα σημαντικότερα σημεία του νόμου 3016/2002 είναι η απαίτηση από τις εταιρείες να διαθέτουν Εσωτερικό Ελεγκτή ή Τμήμα Εσωτερικού Ελέγχου. 245

εισηγμένες εταιρείες (81%) έχουν ενσωματώσει εσωτερικό ελεγκτή στο οργανόγραμμά τους. Από την άλλη πλευρά, με βάση τα στοιχεία που διατίθενται στις ιστοσελίδες τους 59 εταιρείες (19%) φαίνεται ότι δεν έχουν συμμορφωθεί ακόμη (Σχήμα 7).

Σχήμα 7: Εσωτερικοί Ελεγκτές (X=304)

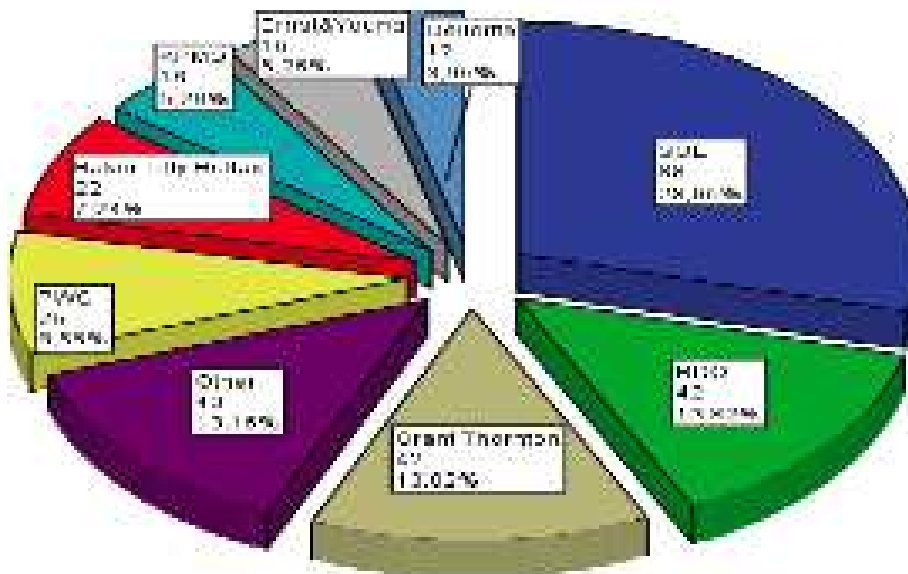
Επί πλέον, 130 εταιρείες (43,77%) δηλώνουν σαφώς ότι έχουν θεσπίσει εσωτερικό Εταιρικό Κώδικα Δεοντολογίας όπως η ελληνική νομοθεσία απαιτεί (Σχήμα 8).



Σχήμα 8: Εταιρικός Κώδικας Δεοντολογίας (X=304)

Ελεγκτικές Εταιρείες

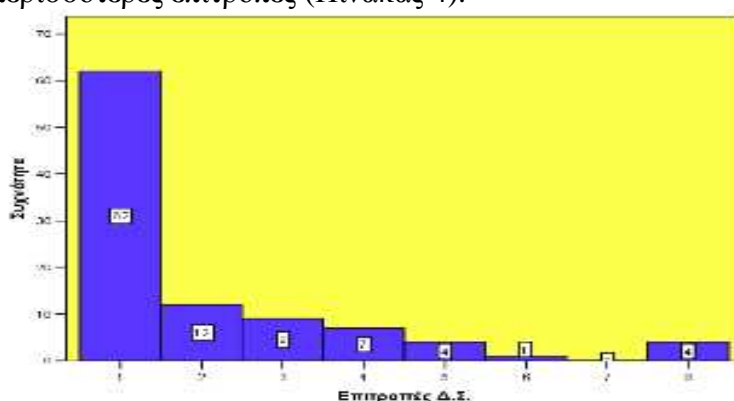
Οι μεγαλύτερες ελεγκτικές εταιρείες είναι η ΣΟΛ Α.Ε. Ορκωτοί Ελεγκτές Λογιστές και η BDO Φιλιππίδης Λτδ Ορκωτοί Λογιστές με μερίδια αγοράς 29% (88) και 14% (42) αντιστοίχως. Γενικά 8 εταιρείες ελέγχουν το 87% (264) των εισηγμένων εταιρειών στην Ελλάδα (Σχήμα 9).



Σχήμα 9: Εσωτερικοί Ελεγκτές (X=304)

Επιτροπές Διοικητικών Συμβουλίων: Είδος εν ανεπάρκεια

Μόνον 99 από τις εισηγμένες εταιρείες (32%) φαίνεται να έχουν ιδρύσει επιτροπές, και εξ αυτών 62 έχουν δημιουργήσει μόνο μία (Σχήμα 10). Οι επιτροπές εσωτερικού ελέγχου φαίνεται να είναι οι πλέον δημοφιλείς: 88 εταιρείες (29%) έχουν ιδρύσει από μία. Επιτροπές με αντικείμενο Επιλογή Προσωπικού, Αμοιβές και Διαδοχή λειτουργούν σε 35 εταιρείες (12%). Επιτροπές χρηματοοικονομικής και οικονομικής διαχείρισης υπάρχουν σε 40 εταιρείες, το οποίο αντιστοιχεί σε ένα σχετικά χαμηλό 13% (Πίνακας 3). Επί πλέον, σε 9 εταιρείες φαίνεται ότι λειτουργούν 5 ή περισσότερες επιτροπές (Πίνακας 4).

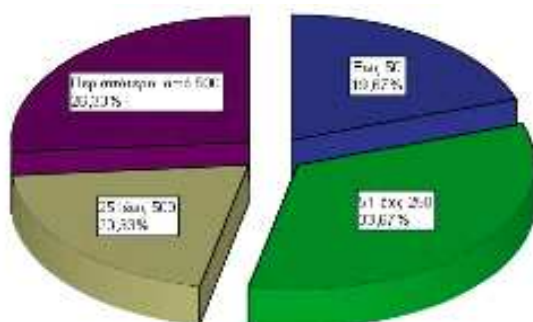


Σχήμα 10: Επιτροπές Δ.Σ. (n=99, X=2,01, St. Dev.= 1,735)
Πίνακας 3: Συχνότητα Επιτροπών

	Εταιρεία	Επιτροπές
1	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	8
2	ΠΡΟΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	8
3	ΤΡ. ΕFG EUROBANK ERGASIAS ΑΕ.	8
4	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ ΔΙΑΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ & ΚΑΤΑΧΩΡΗΣΗΣ	8
5	ΑΣΠΙΣ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	6
6	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.	5
7	ΤΙΤΑΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ	5
8	F.G. EUROPE Α.Ε.	5
9	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ	5

Μέγεθος Εταιρείας: Υπέρμετρη εκπροσώπηση των μεγάλων εταιρειών στο ΧΑΑ

Οι εισηγμένες εταιρείες απασχολούν κατά μέσο όρο 730 εργαζόμενους με τυπική απόκλιση 2,214. Μόνον το ένα τέταρτο από αυτές εμπίπτει στην κατηγορία των μεγάλων επιχειρήσεων (άνω των 500 εργαζομένων) ενώ η μεγάλη τους πλειονότητα, ήταν 156 εταιρείες (53,34%), θεωρούνται, με βάση την κατάταξη της Ε.Ε., μικρομεσαίες (έως 250 εργαζόμενοι) (Σχήμα 11).

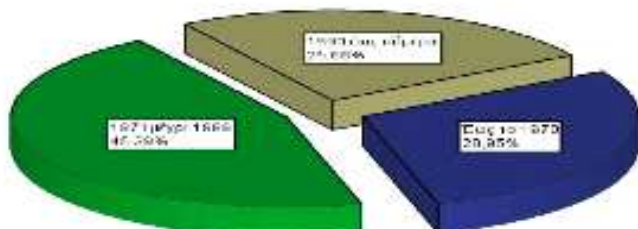


Σχήμα 11: Μέγεθος Εταιρείας (εργαζόμενοι) (n=292, X=730, St. Dev.=2,214)

Ηλικία Εταιρείας Το ένα τέταρτο ιδρύθηκε τις δύο τελευταίες δεκαετίες

Οι εταιρείες κατατάχθηκαν σε τρεις διαφορετικές ομάδες συναρτήσει του έτους ίδρυσης. 78 εταιρείες (25,7%) ιδρύθηκαν από το 1990 ως σήμερα ενώ 138 (45,39%)

ιδρύθηκαν κατά την περίοδο 1971-1989. Υπάρχουν δε 88 εταιρείες που είναι αρκετά αρχαιότερες δεδομένου ότι ξεκίνησαν την δραστηριότητά τους πριν το 1970 (Σχήμα 12).



Σχήμα 12: Ηλικία Εταιρείας (Ετος Ίδρυσης)
(n=304, X=1974, St. Dev.=23,7)

Στον Πίνακα 5 εμφανίζονται οι εταιρείες που διεγράφησαν από το ΧΑΑ το 2007. Στον Πίνακα 6 βλέπετε τις δύο νέες εισαγωγές. Τέλος, τέσσερις εταιρείες άλλαξαν επωνυμία κατά τη διάρκεια του 2007, ράγια το οποίο μπορεί να σηματοδοτεί αλλαγή τομέα ή δραστηριότητας, όπως στην περίπτωση της ΚΟΡΦΙΛ Α.Ε.

Πίνακας 5: Εταιρείες που διεγράφησαν από το ΧΑΑ το 2007

1	ΛΑΜΔΑ ΝΤΙΠΕΡΤΖΕΝΤ ΑΒΕΕ
2	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε
3	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.
4	ΔΕΛΤΑ PROJECT ΑΕ
5	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε.
6	ΔΕΛΤΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΑΓΩΤΟΥ Α.Ε.
7	ΕΒΙΚ ΑΕ
8	ΕΛΑΪΣ - UNILEVER Α.Ε.
9	ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ Ε.Ε.Α.Ε.
10	Γ. ΛΕΒΕΝΤΑΚΗΣ ΤΕΧ. ΒΑΜΒΑΚΙ ΝΗΜΑ ΥΦΑΣΜΑ ΣΥΜΜ. ΑΒΕΕ
11	ΝΟΤΟΣ COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α.Ε.Β.Ε.
12	ΠΡΟΜΟΤΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε
13	ΦΟΙΝΙΞ ΜΕΤΡΟΛΑΪΦ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣ
14	ΙΝΦΟΡΜΑΤΙΚΣ Η/Υ Α.Ε.Β.Ε.

Πίνακας 6: Εταιρείες που εισήχθησαν το 2007

1	ΚΟΡΡΕΣ Α.Ε. ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ
2	ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ ΑΝΩΝΥΜΗ ΑΕΡΟΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ

Πίνακας 7: Εταιρείες που άλλαξαν επωνυμία το 2007

Παλιό όνομα Εταιρείας	Αλλαγή το 2007 σε:
ΣΠ. ΤΑΣΟΓΛΟΥ Α.Ε.- DELONGHI	VELL INTERNATIONAL GROUP ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΗΛΕΚΤΡΙΚΩΝ ΣΥΣΚΕΥΩΝ
ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ Α.Ε.	ΕΝΩΜΕΝΗ ΚΛΩΣΤΟΨΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.
ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΚΟΡ-ΦΙΛ Α.Ε.Β.Ε.	ΠΡΑΞΙΤΕΛΕΙΟ ΘΕΡΑΠΕΥΤΗΡΙΟ ΣΥΓΧΡΟΝΗΣ ΙΑΤΡΙΚΗΣ Α.Ε.
VETERIN Α.Β.Ε.Ε.	ΑΛΑΡΙΣ ΑΒΕΕ
ΝΙΚΟΣ ΓΚΑΛΗΣ ΚΕΝΤΡΑ ΝΕΟΤ. & ΠΡΟΣΤ. ΕΝΗΛΙΚΩΝ Α.Ε.	ΣΑΟΣ ΑΝΕ ΣΑΜΟΘΡΑΚΗΣ

3.4 Απόψεις και Γνώμες

Το τμήμα αυτό το οποίο επιμελείται ο Δρ Δημήτριος Ν. Κουφόπουλος φιλοξενεί απόψεις και ιδέες οι οποίες ευελπιστούμε ότι θα αποτελέσουν εύφορο έδαφος για την ανάπτυξη εποικοδομητικού διαλόγου γύρω από θέματα όπως Διοικητικά Συμβούλια, Εταιρική Ευθύνη, Διαφάνεια και Λογοδοσία.

Ενδιαφέροντα Ζητήματα σχετικά με την Δημοκρατία, τα Δικαιώματα Ψήφου, τις Εταιρικές Συμμετοχές και τον Έλεγχο

Παρά το γεγονός ότι αφήσαμε πίσω μας τις τελευταίες Βουλευτικές Εκλογές, ένα θέμα συζήτησης που απασχολεί επί μονίμου βάσεως την πολιτική ζωή της Ελλάδας αφορά την αναλογικότητα του εκλογικού νόμου. Παρά την σχετική συζήτηση, τα πολιτικά κόμματα ποτέ δεν σταμάτησαν να σκέφτονται πώς θα μπορούσαν να κατασκευάσουν έναν νόμο ο οποίος θα προικοδοτεί τον νικητή των βουλευτικών εκλογών με επί πλέον έδρες ή μάλλον -διότι περί αυτού τελικά πρόκειται- με επί πλέον δικαιώματα ψήφου.

Χωρίς να παραγνωρίζουμε ότι η λέξη ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ μπορεί να σημαίνει εντελώς διαφορετικά πράγματα σε διάφορες γωνιές του κόσμου, το ζήτημα που πραγματευόμαστε στο παρόν άρθρο είναι σε ποιο βαθμό υπάρχει και γίνεται σεβαστή η δημοκρατία στον Κόσμο των Επιχειρήσεων.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (στο Σχέδιο Δράσης για το Εταιρικό Δίκαιο και την Εταιρική Διακυβέρνηση του Μαΐου 2003) πρότεινε να διεξαγάγει έρευνα για να μελετήσει τις αποκλίσεις που παρατηρούνται από την αρχή της αναλογικότητας μεταξύ συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο και ελέγχου στα Κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι διάφοροι εμπλεκόμενοι επιβεβαίωσαν την ανάγκη μιας τέτοιας έρευνας στον απόηχο της διαβούλευσης της άνοιξης του 2006 με αντικείμενο τις μελλοντικές προτεραιότητες του Σχεδίου Δράσης.

Η έρευνα ανατέθηκε τον Σεπτέμβριο του 2006 και εκπονήθηκε υπό την καθοδήγηση της Institutional Shareholder Services (ISS) η οποία συνεργάστηκε με ένα ευρωπαϊκό δίκτυο διακεκριμένων πανεπιστημιακών, το Ευρωπαϊκό Ινστιτούτο Εταιρικής Διακυβέρνησης (ECGI) και την δικηγορική εταιρεία Shearman & Sterling. Η σχετική μελέτη συνοδεύτηκε από εξαντλητική βιβλιογραφική έρευνα σε πανεπιστημιακές δημοσιεύσεις, συγκέντρωση εμπειρικών δεδομένων γύρω από το θέμα «μία μετοχή-μία ψήφος» καθώς και από συγκριτική νομική μελέτη η οποία κάλυψε 16 Κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης καθώς και την Αυστραλία, την Ιαπωνία και τις ΗΠΑ.

Στόχος της έρευνας ήταν να εντοπιστούν υφιστάμενες αποκλίσεις από την αναλογική σχέση συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο προς έλεγχο στις εισηγμένες εταιρείες στην ΕΕ, να αξιολογηθεί η οικονομική τους σημασία καθώς και το κατά πόσον οι αποκλίσεις αυτές έχουν επιπτώσεις στις χρηματοοικονομικές αγορές της ΕΕ. Ο Charlie McCreenny –ο αρμόδιος Επίτροπος για την Εσωτερική Αγορά και τις Υπηρεσίες- είπε:

"Η μελέτη προσφέρει χρήσιμη πληροφόρηση γύρω από το θέμα της αναλογικότητας κεφαλαίου-ελέγχου -του ζητήματος που είναι γνωστό ως "μία μετοχή-μία ψήφος". Πριν από την έρευνα δεν είχαμε σαφή εικόνα για το πώς το θέμα επηρεάζει τις ευρωπαϊκές εισηγμένες και για το αν έχει επιπτώσεις στις οικονομικές τους επιδόσεις. Τώρα που τα δεδομένα τέθηκαν επί τάπητος θα εξετάσουμε, με ανοικτό μυαλό, το ζήτημα του κατά πόσον υφίσταται ανάγκη παρέμβασης της Επιτροπής στον συγκεκριμένο τομέα".

Η έρευνα εντόπισε 13 κατηγορίες περιπτώσεων απόκλισης μεταξύ συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο και δικαιωμάτων ελέγχου. Τέσσερις προσεγγίσεις ή μηχανισμοί επιτρέπουν σε κατόχους μεγάλων μπλοκ μετοχών να εξασφαλίζουν δυσανάλογες δυνατότητες ελέγχου μέσω των δικαιωμάτων ψήφου (μετοχές με πολλαπλάσια δικαιώματα ψήφου, μετοχές άνευ δικαιώματος ψήφου, προνομιούχες μετοχές άνευ δικαιώματος ψήφου και δομές «πυραμίδας»).

Υπάρχουν ακόμη πέντε μηχανισμοί όπου ο έλεγχος είναι «κλειδωμένος» (μετοχές με δικαίωμα προτίμησης, αποθετήρια έγγραφα, ανώτατα όρια δικαιωμάτων ψήφου, ανώτατα όρια συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο/ κατοχής μετοχών και διατάξεις περί ειδικής πλειοψηφίας) και τέλος τέσσερις γενικοί μηχανισμοί όπως μετοχές ομορρύθμων/ ετερορρύθμων εταιρειών, χρυσές μετοχές, αμοιβαίες ανταλλαγές συμμετοχών και συμφωνίες μετόχων.

Θα μπορούσαμε να συνοψίσουμε ορισμένα από τα συμπεράσματα της έρευνας ως εξής:

1. 27% του υπό έρευνα δείγματος εταιρειών –από 19 χώρες- διέθεταν Δομές Πυραμίδας.
2. 24% των εταιρειών που μελετήθηκαν έχουν εξασφαλίσει πολλαπλάσια δικαιώματα ψήφου σε ορισμένες μετοχές (ως μέσο συγκέντρωσης ελέγχου).
3. Στην Γαλλία, την Σουηδία, την Ουγγαρία, την Ιταλία και την Ισπανία παρατηρήθηκε η υψηλότερη συχνότητα μηχανισμών συγκέντρωσης ελέγχου.
4. Οι επενδυτές καταδικάζουν απερίφραστα τους Μηχανισμούς Συγκέντρωσης Ελέγχου (Control Enhancing Mechanisms, CEM), υπάρχουν δε περισσότερες πιθανότητες να υποβαθμίσουν την αξία μιας εταιρείας που χρησιμοποιεί τέτοιους μηχανισμούς.
5. Στην Ελλάδα –με βάση δείγμα 31 εταιρειών- φαίνεται ότι οι κύριοι μηχανισμοί συγκέντρωσης ελέγχου είναι η Δομή Πυραμίδας και οι περιορισμοί Συμμετοχής στο Μετοχικό Κεφάλαιο.

3.5 Τα πλεονεκτήματα της αρχής «μία μετοχή-μία ψήφος»

• **Βασική δημοκρατική αρχή:** «Ένας μέτοχος κάτοχος μειοψηφικού πακέτου σε μία εταιρεία με διπλά δικαιώματα ψήφου μπορεί να αποκτήσει μετοχικό μερίδιο που του δίνει τον έλεγχο της εταιρείας χωρίς να καταβάλει το premium που θα πλήρωνε κανονικά στην αγορά για την απόκτηση του ελέγχου. Αυτοί οι μειοψηφούντες μέτοχοι φροντίζουν να διατηρούν στενές σχέσεις με την διοίκηση οι οποίες συχνά αποτυπώνονται σε ένα δίκτυο διαπλοκής μετοχικών μεριδίων και θέσεων στο Δ.Σ.».

• **Διαφάνεια:** «Στις εταιρείες όπου τα διπλά δικαιώματα ψήφου είναι εξαιρετικά διαδεδομένα, ποιος ξέρει τελικά ποιος ελέγχει την εταιρεία;» Το ζήτημα αυτό αφορά τόσο τους υπαλλήλους της εν λόγω εταιρείας όσο και τις κεφαλαιαγορές. Και οι δύο απαιτούν να γνωρίζουν ποιος λαμβάνει αποφάσεις για λογαριασμό τους. Είναι επίσης ζήτημα που αφορά τους μετόχους της μειοψηφίας καθώς μόνο το Δ.Σ. γνωρίζει ποιες ψήφοι το στηρίζουν».

Εν πάση περιπτώσει, δεν μπορεί να μην αναγνωριστεί το δικαίωμα των εταιρειών να καθορίζουν την μετοχική τους δομή η οποία σε ορισμένες περιπτώσεις εξυπηρετεί εταιρικά ζητήματα ενώ σε άλλες απορρέει από την οικογενειακή ιστορία. Παρ' όλα αυτά, έχει μεγάλη σημασία «κατά τη διάρκεια των αρχικών δημόσιων προσφορών (IPO) αλλά και μετά από αυτές» οι εταιρείες να καθιστούν «τις εταιρικές τους πράξεις και εσωτερικές ρυθμίσεις δημόσιες» έτσι ώστε οι επενδυτές να είναι σε θέση να λαμβάνουν αποφάσεις μετά λόγου γνώσεως.

Μετά από την δημοσίευση της έρευνας τον Μάιο του 2007, ο Επίτροπος McCreeny δήλωσε «Στάθμισα τα ευρήματα της έρευνας και όλα τα επιχειρήματα που άκουσα και διάβασα. Το συμπέρασμά μου είναι ότι δεν υφίσταται ανάγκη δράσης σε επίπεδο ΕΕ στο θέμα αυτό».

Ως κατακλείδα στη συζήτηση περί δημοκρατίας και ισότητας ας θυμηθούμε τον Πλάτωνα και τον Αριστοτέλη οι οποίοι σοφώς διέκριναν την αριθμητική από την αναλογική (φυσική) ισότητα. Οι περισσότεροι από εμάς έχουν στο μυαλό τους την πρώτη, ενθυμούμενοι την δεύτερη παρά πολύ σπάνια.

Συμπέρασμα

Συνοπτικά λοιπόν θα μπορούσαμε να πούμε ότι στα πλαίσια της Εταιρικής Διακυβέρνησης Το Διοικητικό Συμβούλιο ως όργανο που ασκεί διοίκηση, λαμβάνει αποφάσεις και ελέγχει δραστηριότητες της επιχείρησης, κατέχει κύρια θέση στο σύστημα της εταιρικής διακυβέρνησης και τα μέλη του οφείλουν να επιτελούν το ρόλο τους κατά τρόπο ανεξάρτητο, έχοντας ως γνώμονα το αποκλειστικό συμφέρον της επιχείρησης και του μετόχου (4*) που τους έχει νομιμοποιήσει. Βασική υπόθεση αυτών είναι ότι όλα είναι βέβαια προς όφελος της επιχείρησης το οποίο εκ προοιμίου λαμβάνεται ως συνυφασμένο με τα συμφέροντα των μετόχων της εταιρείας. Είναι όμως πράγματι έτσι; Είναι κοινές έννοιες το μακροπρόθεσμο συμφέρον της εταιρείας και του μετόχου;

Στη σκέψη του περισσότερου κόσμου αυτά τα δύο πράγματα είναι συνυφασμένα. Αλλά το να μεγιστοποιείς το όφελος του μετόχου μιας επιχείρησης δεν συνεπάγεται και το ότι μεγιστοποιείς το όφελος της ίδιας της επιχείρησης. Ή ακόμα και το αντίθετο. Μεγιστοποίηση του οφέλους της επιχείρησης μπορεί να ζημιώνει το μέτοχο ή και να τον αφήνει ανεπηρέαστο. Ένας παράγοντας κλειδί ο οποίος δίνει διαφορετική υπόσταση στο όφελος μετόχου και εταιρείας είναι και ο προσδιορισμός αυτού του οφέλους. Και το όφελος αυτό μπορεί να έχει διαφορετικές μορφές, οικονομικές, νομικές, κοινωνικές, ή ακόμα και ηθικές.

Εξετάζοντας αυστηρά και ίσως βάζοντας και κάποιες παρωπίδες στην έννοια του οφέλους της επιχείρησης θα μπορούσε να υποστηριχθεί μια επιλογή της διοίκησης εις βάρος των εργαζομένων, του περιβάλλοντος, των πελατών της ή και της κοινωνίας στην οποία η επιχείρηση αυτή ζει. Ένα διοικητικό συμβούλιο ή ένας εκτελεστικός διευθυντής της επιχείρησης θα μπορούσε να πάρει για λογαριασμό της εταιρείας μια απόφαση (έχοντας ως μέλημα το όφελος της εταιρείας), την οποία απόφαση δεν θα την έπαιρνε αν αφορούσε τον ίδιο, ή μια δική του επιχείρηση. Χαρακτηριστική περίπτωση μιας τέτοιας δύσκολης απόφασης μπορεί να είναι το κλείσιμο μιας μονάδας παραγωγής σε μια περιοχή με υψηλό εργατικό κόστος και μεταφορά της σε μια άλλη περιοχή με χαμηλότερο κόστος, αφήνοντας εκτεθειμένους στην ανεργία πλήθος εργαζομένων. Μια τέτοια απόφαση της διοίκησης σαφώς μπορεί να μην αντιβαίνει νόμους ή κανονιστικές διατάξεις. Πράγματι, μπορεί η επιλογή αυτή της διοίκησης να αφήνει αρκετά περιθώρια στην εταιρεία για εξοικονόμηση πόρων χρήσιμων κάπου αλλού και να δημιουργεί μακροχρόνιο όφελος στην εταιρεία και οικονομικό όφελος στον μέτοχο. Είναι όμως ο μέτοχος αυτός ικανοποιημένος και ωφελημένος όταν διαπιστώνει ότι οι επιλογές αυτές παρά το ότι είναι σύννομες δημιουργούν ένα κοινωνικό πρόβλημα; Είναι έτοιμος ο μέτοχος αυτός να αποδεχθεί μαζί με το οικονομικό όφελος και το κοινωνικό πρόβλημα το οποίο του «φόρτωσε» η επιλογή της διορισμένης και εγκεκριμένης από αυτόν διοίκησης και στον οποίο αυτή είναι υπόλογη και προς όφελος του οποίου ενεργεί;

Οι αρχές που διέπουν το σύστημα της εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να αναγνωρίσουν ότι σε όλους όσους εμπλέκονται στην ζωή της επιχείρησης υπάρχει ένα υποκειμενικό αίσθημα του σωστού και του δίκαιου. Οι εσωτερικοί κανονισμοί, οι αποφάσεις της διοίκησης, παντού, θα πρέπει να αφήνουν ένα περιθώριο της ατομικής έκφρασης του σωστού, του ηθικού και του δίκαιου χωρίς βέβαια αυτά να μπαίνουν σε τύπους ή σε φόρμες δράσης. Το ότι δεν υπάρχει απαγόρευση για κάτι δεν σημαίνει και ότι υπάρχει πλήρης ελευθερία για δράση, ή το ότι η υποκειμενική αντίληψη της διοίκησης για το δίκαιο είναι καθορισμένη κατά κάποιο τρόπο, δεν της επιτρέπει την επιλογή να δράσει παραβαίνοντας το νόμο, προκειμένου να εξυπηρετήσει τα μικρά ή μεγάλα συμφέροντα της επιχείρησης ή των μετόχων, μικρών ή μεγάλων.

Οι διευθύνοντες τις επιχειρήσεις θα πρέπει να έχουν την ικανότητα άλλα και την δυνατότητα όχι μόνο να μεγιστοποιούν την αξία της επιχείρησης και το συμφέρον των μετόχων αλλά και να διαμορφώνουν τις αποφάσεις τους κατά τέτοιο τρόπο ώστε να αποδεικνύουν καθημερινά ότι είναι και καλοί πολίτες της κοινωνίας. Ακόμα, θα πρέπει να δρουν σε όφελος των μετόχων χωρίς να προσπαθούν να βρουν τις εξαιρέσεις εκείνες της νομοθεσίας που θα τους επιτρέψουν συγκεκριμένες δράσεις, ή επιβαρύνοντας κάποιο άλλο μέλος της επιχείρησης ή της κοινωνίας.

Ο δημιουργικός διευθύνοντας σύμβουλος θα είναι εκείνος ο οποίος θα λάβει την καλύτερη δυνατή απόφαση για την εταιρεία του, λαμβάνοντας υπόψη τα συμφέροντα των μετόχων με την εμπιστοσύνη των οποίων διοικεί, χωρίς όμως να απαλλάσσεται από την υποχρέωση να κρίνει την επίδραση κάθε πράξης του όχι μόνο προς το μέτοχο αλλά και προς οποιοδήποτε τρίτο. Ο μόνος τρόπος να συμβαδίσουν οι μακροχρόνιες επιλογές των μετόχων με τις αποφάσεις των διοικήσεων είναι η ανάπτυξη ενός στρατηγικού πλάνου, της έκφρασης και διατύπωσης των μακροπρόθεσμων στόχων.

Μια δράση προς την κατεύθυνση αυτή θα μπορούσε να ήταν η δημοσίευση από την εταιρεία εκθέσεων κοινωνικής ευθύνης, οι οποίες δεν θα πρέπει να θεωρηθούν υποκατάστατο των κανονιστικών ρυθμίσεων ή της νομοθεσίας. Οι εκθέσεις κοινωνικής ευθύνης βρίσκουν εφαρμογή στη διαχείριση του ανθρώπινου δυναμικού, στην υγιεινή και ασφάλεια στον εργασιακό χώρο, στην προσαρμογή στην ευρύτατη αναδιάρθρωση των οικονομιών που συντελείται στην Ευρωπαϊκή Ένωση, στη διαχείριση του περιβάλλοντος και στη συνεργασία με την κοινωνία. Οι δράσεις αυτές όμως αναφέρονται σε απολογιστικά στοιχεία και αποτυπώνουν το αποτέλεσμα των προηγούμενων προσπαθειών.

Μια δεύτερη δέσμη δράσεων αλλά όχι ήσσονος σημασίας είναι η εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης προς την κατεύθυνση της καλύτερης λειτουργίας της διοίκησης της εταιρείας, δίνοντας ουσιαστική λειτουργία στα όργανα που την συνθέτουν (επιτροπή ελέγχου, επιτροπή αμοιβών, διοικητικό συμβούλιο, ανεξάρτητα μέλη).

Οι μέτοχοι της εταιρείας δεν θα πρέπει να περιμένουν από ένα Διοικητικό Συμβούλιο για παράδειγμα, να τρέχει τις καθημερινές υποθέσεις της εταιρείας, αλλά να έχει καθοριστική συμμετοχή στο μακροπρόθεσμο σχεδιασμό της επιχείρησης. Όταν η εμπλοκή των μελών του διοικητικού συμβουλίου στο μακροπρόθεσμο σχεδιασμό είναι βιαστική, τα μέλη του δεν μπορούν να έχουν καθοριστική συμβολή στις συζητήσεις για την επιχειρησιακή στρατηγική. Και επειδή ο σχεδιασμός χρειάζεται προετοιμασία έντονης εργασίας μηνών, η διοίκηση έχει δεσμευτεί ψυχολογικά για τα επιχειρησιακά σχέδια πολύ πριν την παρουσίασή τους στο συμβούλιο.

Υπεύθυνοι σύμβουλοι και αποτελεσματικές διοικήσεις συμμετέχουν στη μακροπρόθεσμη διαδικασία εξ' αρχής προσδιορίζοντας τα θέματα με τα οποία η διοίκηση θα ασχοληθεί. Έτσι, τα ανεξάρτητα μέλη του συμβουλίου θα συμμετέχουν από την αρχή στις διαδικασίες, και θα έχουν εποικοδομητική συζήτηση με τη διοίκηση. Επιπλέον, με τον τρόπο αυτόν, η διοίκηση είναι περισσότερο πιθανό να βλέπει το συμβούλιο ως συνέταιρο στο σχεδιασμό των διαδικασιών και για αυτό θα φέρνει λιγότερη αντίσταση στις προτάσεις των μελών του συμβουλίου. Η άμεση εμπλοκή και των μετόχων στη διαδικασία αυτή, προσδίδει επιπλέον δυναμισμό στη λήψη των αποφάσεων και αποφασιστικότητα στην υλοποίησή τους.

Σημαντικό είναι δε ότι η συνεργασία και η δέσμευση όλων τους επιτρέπει να έχουν καλύτερη πληροφόρηση για τα οικονομικά της επιχείρησης, τα επιχειρησιακά της σχέδια, το περιβάλλον των ανταγωνιστών της. Χαρακτηριστικά ενός αποτελεσματικού συμβουλίου είναι ο αριθμός των μελών του, ο οποίος πρέπει να είναι τόσοσ ώστε να υπάρχει συνεκτικότητα στα μέλη του, τα περισσότερα μέλη του

να προέρχονται έξω από την εταιρεία και να αντιπροσωπεύουν ένα ευρύ φάσμα εμπειριών, τα μέλη να επικοινωνούν ελεύθερα μεταξύ τους τόσο στις επιτροπές όσο και στο διοικητικό συμβούλιο και να λαμβάνουν πληροφορίες για την επιχείρηση με τέτοιο τρόπο ώστε να τους επιτρέπεται να αντιληφθούν την απόδοση της επιχείρησης σε σχέση με το περιβάλλον της.

Δεν θα πρέπει να δημιουργηθεί όμως σύγχυση στα μέλη του συμβουλίου μεταξύ παρακολούθησης της διοίκησης της εταιρείας και της συνδρομής σε αυτήν, με την παρεμβολή στο έργο της και στην ικανότητά της για διοίκηση. Υπάρχει μια οριακή γραμμή μεταξύ ενός μέλος του συμβουλίου ο οποίος συνεισφέρει ιδέες για την εταιρική στρατηγική και ενός ο οποίος προσπαθεί να διευθύνει την επιχείρηση. Κατ' ελάχιστο οι σύμβουλοι πρέπει να εγκρίνουν την εταιρική στρατηγική, να επισκοπούν και να αποτιμούν τα αποτελέσματα.

Στην ταύτιση του συμφέροντος της εταιρείας και του μετόχου, που προαναφέρθηκε ανωτέρω, και που είναι ένας από τους στόχους, εμπόδιο πολλές φορές μπορεί να είναι ο ίδιος ο ανθρώπινος παράγοντας, τα προσωπικά χαρακτηριστικά, οι φιλοδοξίες, οι λάθος εκτιμήσεις αυτών που εμπλέκονται στην διοίκηση. Μια καλή λύση είναι ότι όλο το διοικητικό συμβούλιο θα κάνει κριτική του έργου ετησίως, καθώς με τον τρόπο αυτό θα εμπλέξει τα μέλη του, είτε στελέχη της εταιρείας είτε ανεξάρτητα, να συνεισφέρουν ιδέες για βελτίωση και ως εκ τούτου θα υπάρχει η εκ των προτέρων δέσμευσή τους στην υλοποίηση αυτών των ιδεών

Βιβλιογραφία

Κωνσταντίνος Ζ. Μέκος, *Η εταιρική Διακυβέρνηση. Όψεις του προβλήματος και πιθανές απαντήσεις*, Αθήνα, Σταμούλη, 2003

Μ. Ξανθάκης, Λ. Τσιπούρη, Λ. Σπανός, *ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ, Έννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης*, Αθήνα, Παπαζήσης, 2003

ΕΠΙΘΕΩΡΗΣΗ Ελληνικού Παρατηρητηρίου Εταιρικής Διακυβέρνησης, Τεύχος 2, Ιούνιος 2008

Imen Khanchel (2007). Corporate governance: measurement and determinant analysis, *Managerial Auditing Journal*

Garber N., (1997), “*Governance Models: What’s Right for your Board*”

Paul Betts (2007), Financial Times, *Why “one share, one vote” is a European pipe-dream*, 6th of June, pp. 24

Tobias Buck, (2007), Financial Times, *One-share, one-vote hopes dashed*, 5th of June, pp. 10

Guy Jubb (2007), Financial Times, *Double voting rights: dangers of delusion*, 30th of July, pp. 9

Fund Management Section Khachaturyan, Arman (2007), Financial Times, *One Share, one vote does not mean Democracy*, 19th of February, pp. 6

Fund Management Section Johnson, Steve (2007), Financial Times, *Plea for democracy in corporate US*, 22nd of February, pp. 1

Fund Management Section McCreevy, Charlie, Speech/07/592, October 3rd, 2007

Ferrarini, Guido, (2006), *One Share-One Vote: A European Rule?* Law working Paper, No. 58/2006

www://ssrn.com/abstract=878664

Tobias Buck, (2007), Financial Times, *McCreevy steps back from big push for “one-share, one vote”*, 6th of June, pp. 7

http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm