

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Εταιρική διακυβέρνηση: έννοια, μέθοδοι αξιολόγησης και η συμπεριφορά των εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθήνας

Μανασάκης Φρίξος
A.M.: 5627

Επιβλέπουσα καθηγήτρια: Μπίμπα Εμμανουέλα

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ.....	1
ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ.....	4
1.1 Εισαγωγή.....	4
1.2 Θεμελιώδες πρόβλημα που καλείται να επιλύσει ένα σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης.....	5
1.3 Σημαντικότητα εταιρικής διακυβέρνησης.....	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΜΕΣΩ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ.....	7
2.1 Θεμελιώδες ζήτημα: η προστασία των μετόχων.....	7
2.2 Σημαντικότητα διαφάνειας.....	13
2.3 Επιλογή εθελοντικής προσαρμογής ή υποχρεωτικής.....	15
2.4 Συσχέτιση μεταξύ εταιρικής αποδοτικότητας και αξιολογήσεων εταιρικής διακυβέρνησης.....	18
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ.....	21
3.1 Η εξέλιξη της εταιρικής διακυβέρνησης μέσα στο χρόνο.....	21
3.2 Κύρια συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης.....	22
3.3 Εξωτερικό σύστημα.....	23
3.4 Εσωτερικό σύστημα.....	23
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ.....	25
4.1 Το διοικητικό συμβούλιο γενικά.....	25
4.2 Η συμμετοχή μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο.....	25
4.3 Ο διαχωρισμός της θέσης του διευθύνοντος συμβούλου από αυτήν του προέδρου.....	27
4.4 Το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου.....	28
4.5 Η εφαρμογή διαδικασιών αξιολόγησης του διοικητικού συμβουλίου και των μελών του.....	28
4.6 Η συχνότητα συνεδρίασης του διοικητικού συμβουλίου.....	29
4.7 Η αμοιβή των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου.....	30
4.8 Χωριστές συνεδριάσεις των μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου.....	30
4.9 Ο διευθύνων σύμβουλος και η εκτελεστική διοίκηση.....	31
4.10 Εταιρική κοινωνική ευθύνη και η σχέση με τους έχοντες νόμιμα συμφέροντα προς την εταιρεία (stakeholders).....	32
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΩΝ ΕΡΓΑΣΙΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΟΥ ΕΠΙΠΕΔΟΥ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΑΣ.....	35
5.1 Εισαγωγή.....	35
5.2 Η μελέτη του ΚΕ.Μ.Ε.Χ.....	35
5.3 Grand Thorton και Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών: «Αξιολόγηση της εφαρμογής των αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης στο ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον για το έτος 2005».....	39

Η ταυτότητα της Έρευνας.....	39
5.4 Grand Thorton και Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών: «Αξιολόγηση της εφαρμογής των αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης στο ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον για το έτος 2006».....	43
ΕΠΙΛΟΓΟΣ- ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	49
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	50

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα πτυχιακή εργασία έχει τίτλο «».Κίνητρό μου για την επιλογή του θέματος της εν λόγω εργασίας αποτέλεσε η μελέτη και η σε βάθος κατανόηση των μηχανισμών διοίκησης επιχειρήσεων, υπό το πρίσμα κανόνων για την εξασφάλιση της διαφάνειας και της λήψης αποτελεσματικών αποφάσεων.

Στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης, απο πότε άρχισε να εισάγεται στην πρακτική των επιχειρήσεων, ποιό είναι το θεμελιώδες πρόβλημα το οποίο καλείται να επιλύσει και ποια είναι η σημαντικότητα αυτής.

Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζονται ζητήματα όπως αυτό της επιλογής εθελοντικής ή υποχρεωτικής εταιρικής διακυβέρνησης, τους τρόπους άντλησης των δεδομένων που απαιτούνται, αλλά και ότι έχει σχέση με την προστασία των μετόχων και τη διαφάνεια η οποία θα πρέπει να απορέει.

Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται επισκόπηση του πώς η εταιρική διακυβέρνηση εξελίχθηκε μέσα στο χρόνο και περιγράφονται τα κύρια συστήματα της εταιρικής διακυβέρνησης (εσωτερικό και εξωτερικό).

Το τέταρτο κεφάλαιο εστιάζει σε ζητήματα σχετικά με το διοικητικό συμβούλιο. Ποια μέλη πρέπει να συμμετέχουν σε αυτό, ο διαχωρισμός της θέσης του προέδρου από αυτή του διευθυντή, το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, τις αμοιβές των μελών και τέλος θέματα που έχουν να κάνουν με την κοινωνική ευθύνη της εταιρείας.

Τέλος στο πέμπτο και τελευταίο κεφάλαιο γίνεται επισκόπηση κάποιων ερευνών που έχουν γίνει στο θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα. Ειδικότερα, παρουσιάζεται η μελέτη του Κ.Ε.Μ.Ε.Χ. (Κέντρο Μελετών και Εκπαίδευσης Χρηματοοικονομικής) και αυτές της Grand Thorton σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

1.1 Εισαγωγή

Στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης, απο πότε άρχισε να εισάγεται στην πρακτική των επιχειρήσεων, ποιό είναι το θεμελιώδες πρόβλημα το οποίο καλείται να επιλύσει και ποια είναι η σημαντικότητα αυτής.

Το ενδιαφέρον για την εταιρική διακυβέρνηση απορρέει από την ανάγκη ενίσχυσης της αποτελεσματικότητας των διοικητικών συμβουλίων και παρακολούθησης των αποφάσεων της εκτελεστικής διοίκησης των εταιρειών.

Η αποτελεσματική λειτουργία των διοικητικών συμβουλίων επηρεάζεται από παράγοντες που δρουν τόσο στο εξωτερικό όσο και στο εσωτερικό τους περιβάλλον. Οι ενδοεπιχειρησιακοί παράγοντες φαίνεται να παίζουν ολοένα και κρισιμότερο ρόλο στον προσδιορισμό της ανταγωνιστικής θέσης των επιχειρήσεων στο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον, στον βαθμό που οι μακροοικονομικές πολιτικές σχεδιάζονται και υπαγορεύονται από διεθνείς οργανισμούς.

Στο πλαίσιο αυτό, το είδος των διαφόρων μορφών διακυβέρνησης που αναπτύσσονται σε μια εταιρεία προσδιορίζει σε μεγάλο βαθμό το αποτέλεσμα των οικονομικών επιδόσεων και προοπτικών της. Εχουν δοθεί διάφοροι ορισμοί για την εταιρική διακυβέρνηση. Το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί ένα σύνολο κανόνων το οποίο 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). Ειδικότερα, οι Shleifer και Vishny (1997) αναφέρουν ότι η εταιρική διακυβέρνηση ασχολείται με το πώς οι χρηματοδότες των επιχειρήσεων θα εξασφαλίσουν ότι θα λάβουν την απόδοση για την επένδυσή τους. Ο ΟΟΣΑ (OECD, 1999) και η Επιτροπή Cadbury (Cadbury Report, 1992) ορίζουν ως εταιρική διακυβέρνηση το σύστημα με το οποίο οι εταιρείες παρακολουθούνται και ελέγχονται.

1.2 Θεμελιώδες πρόβλημα που καλείται να επιλύσει ένα σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης

Η υιοθέτηση αποτελεσματικών μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης στοχεύει στην επίλυση του θεμελιώδους προβλήματος του εντολέα-εντολοδόχου (principal-agent problem). Με ποιον, δηλαδή, τρόπο θα ευθυγραμμισθούν τα συμφέροντα της εκτελεστικής διοίκησης (εντολοδόχοι) με αυτά των ιδιοκτητών της επιχείρησης (εντολείς). Καθώς οι ιδιοκτήτες (μέτοχοι) και οι διαχειριστές (εκτελεστική διοίκηση) της εταιρείας μπορούν να έχουν διαφορετικά και αλληλοσυγκρουόμενα συμφέροντα (π.χ. η εκτελεστική διοίκηση να επιδιώκει την αύξηση του μεριδίου αγοράς ή των πωλήσεων, ενώ οι μέτοχοι τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης), το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης οφείλει να διασφαλίζει ότι τα συμφέροντα αυτά ευθυγραμμίζονται, κατά το δυνατό, ώστε να επιτυγχάνεται το άριστο επίπεδο αποτελεσματικότητας και κερδοφορίας (Berle και Means, 1932, Shleifer και Vishny, 1997, Tirole, 1999).

Το πρόβλημα του εντολέα-εντολοδόχου, ως συγκρουσιακή σχέση μεταξύ των «αδύναμων» μετόχων και της «ισχυρής» εκτελεστικής διοίκησης, μπορεί να λάβει τη μορφή σύγκρουσης μεταξύ «ισχυρών» μεγαλομετόχων και «αδύναμων» μετόχων μειοψηφίας (minority shareholders). Η ενίσχυση της διαφάνειας, η εγκυρη και εγκαίρη δημοσιοποίηση πληροφοριών και η βελτίωση της αποτελεσματικότητας του διοικητικού συμβουλίου αποτελούν μερικές μόνο από τις βασικές προτεραιότητες της εταιρικής διακυβέρνησης. Με αυτόν τον τρόπο ενισχύεται ο ρόλος των μετόχων και των άλλων οργάνων εποπτείας της επιχείρησης, ώστε να διασφαλίζεται ότι η εκτελεστική διοίκηση επιτελεί αποτελεσματικά το έργο της και με γνώμονα τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης σε συνεχή βάση.

1.3 Σημαντικότητα εταιρικής διακυβέρνησης

Το άνοιγμα των αγορών και η πλήρης κινητικότητα στις αγορές κεφαλαίου έχει αυξήσει σημαντικά τις δυνητικές πηγές άντλησης κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις. Από την άλλη, οι θεσμικοί επενδυτές αναζητούν σε διεθνές επίπεδο αποδοτικές εταιρείες, που υιοθετούν καλές πρακτικές διακυβέρνησης, προκειμένου να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους. Άρα, το σημαντικότερο πλεονέκτημα για μια επιχείρηση που υιοθετεί και εφαρμόζει μακροχρόνια βέλτιστες πρακτικές εταιρικής

διακυβέρνησης είναι ότι προσελκύει επενδυτές, οι οποίοι είναι διατεθειμένοι να παραμείνουν στην επιχείρηση για όσο χρονικό διάστημα η εταιρεία συνεχίσει να εφαρμόζει καλές πολιτικές διακυβέρνησης. Επομένως, η ανάπτυξη και υιοθέτηση πρακτικών καλής εταιρικής διακυβέρνησης προσελκύει επενδυτικά κεφάλαια, ενισχύει την εμπιστοσύνη των επενδυτών και συμβάλλει στην επίτευξη σταθερότητας στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

Οι επενδυτές που επιθυμούν να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους σε επιχειρήσεις με καλή εταιρική διακυβέρνηση προσδοκούν αύξηση της αξίας της επιχείρησης και άρα και δικής τους κλασματικής συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο. Οι επιχειρήσεις που υιοθετούν καλές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης και λαμβάνουν υψηλές αξιολογήσεις θέλουν να βλέπουν όλα αυτά να μεταφράζονται σε μεγαλύτερη αποδοτικότητα, σε περισσότερη αξία.

Η πεποίθηση ότι εταιρείες με αποτελεσματικούς μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης προσελκύουν επενδυτικά κεφάλαια έχει πλέον καταγραφεί σε σχετικές μελέτες. Σύμφωνα με την τελευταία καταγραφή των απόψεων των επενδυτών από την εταιρεία McKinsey (Ιούλιος 2002), προέκυψε ότι οι επενδυτές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν παραπάνω για εταιρείες με καλή εταιρική διακυβέρνηση. Το premium κυμαίνεται, κατά μέσο όρο, από 12% έως 14% στη Βόρεια Αμερική και τη Δυτική Ευρώπη, από 20% έως 25% στην Ασία και τη Λατινική Αμερική και πάνω από 30% στην Ανατολική Ευρώπη και την Αφρική.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΜΕΣΩ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

2.1 Θεμελιώδες ζήτημα: η προστασία των μετόχων

Τα βασικά δικαιώματα των μετόχων αναγνωρίζονται στο νομικό πλαίσιο όλων των χωρών και η προστασία τους αποτελεί θεμελιώδες στοιχείο για την αποτελεσματική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς. Στην τελευταία έρευνα καταγραφής των απόψεων των θεσμικών επενδυτών σε διεθνές επίπεδο από τη McKinsey (2002), οι θεσμικοί επενδυτές ζητούν από τις ρυθμιστικές αρχές ενίσχυση των μηχανισμών προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων. Ο βαθμός προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων εξαρτάται, μεταξύ άλλων, από τη νομική παράδοση κάθε χώρας (La Porta κ.α., 1998). Χώρες που ακολουθούν το εθιμικό δίκαιο (common law) παρέχουν μεγάλη διακριτική ευχέρεια στις αποφάσεις των δικαστηρίων, οι οποίες στη συνέχεια ενσωματώνονται στο νομικό πλαίσιο. Τυπικά παραδείγματα χωρών με παράδοση στο εθιμικό δίκαιο είναι το Ηνωμένο Βασίλειο, οι ΗΠΑ και η Αυστραλία. Από την άλλη, χώρες με παράδοση στο αστικό δίκαιο (civil law) βασίζονται σε αναλυτικούς κώδικες και νόμους. Υπάρχουν τρεις μορφές αστικού δικαίου, η γαλλική (Γαλλία, Ισπανία, Ελλάδα κ.ά.), η γερμανική (Γερμανία, Αυστρία, Βέλγιο κ.ά.) και η σκανδιναβική (Σουηδία, Δανία, Νορβηγία κ.ά.).

Οι διαφορές μεταξύ των νομικών συστημάτων εντοπίζονται κυρίως στον βαθμό προστασίας του συνόλου των επενδυτών (μετόχων και πιστωτών) και στην αυστηρότητα εφαρμογής των νόμων (La Porta κ.α. 1998, Reese και Weisbach, 2002). Τυπικά, οι χώρες του εθιμικού δικαίου προστατεύουν αποτελεσματικότερα τα δικαιώματα των μετόχων μειωψηφίας και εφαρμόζουν αυστηρότερα τους νόμους απ' όσο οι χώρες του αστικού δικαίου (La Porta κ.α., 1997, 1998, 1999, Demirguc και Maksimovic, 1998). Βεβαίως, η νομική παράδοση κάθε χώρας συνδέεται με τη δομή των επιχειρήσεων. Σε χώρες όπου η ιδιοκτησία των επιχειρήσεων συγκεντρώνεται στα χέρια λίγων μεγαλομετόχων (μεγάλες οικογένειες, κράτος), το επίπεδο προστασίας των μετόχων μειωψηφίας είναι χαμηλό. Αντίθετα, σε χώρες όπου υπάρχει μεγάλη διασπορά στη μετοχική σύνθεση των επιχειρήσεων, τα δικαιώματα των μετόχων μειωψηφίας προστατεύονται αποτελεσματικά (La Porta κ.α., 1999).

Σε κάθε περίπτωση, το νομικό πλαίσιο κάθε χώρας έχει ένα δυναμικό στοιχείο στη διαμόρφωσή του και προσαρμόζεται σε διαρκώς μεταβαλλόμενες ανάγκες. Για παράδειγμα, η τάση αύξησης της διασποράς της ιδιοκτησίας των επιχειρήσεων σε χώρες με παράδοση στο αστικό δίκαιο, οδηγεί τις ρυθμιστικές αρχές στην υιοθέτηση κανόνων αποτελεσματικής προστασίας των μετόχων μειοψηφίας. Η ισότιμη μεταχείριση των μετόχων μεταφράζεται ουσιαστικά στην αρχή «μια μετοχή-μια ψήφος» και αποτελεί βασικό στοιχείο για την αποτελεσματική προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων. Η ψήφος στη γενική συνέλευση των μετόχων αποτελεί τον κύριο μηχανισμό έμπρακτης άσκησης των δικαιωμάτων των μετόχων, ως αποτέλεσμα της ιδιοκτησίας μετοχών της εταιρείας. Ιδιαίτερα σήμερα, που η επιχείρηση έχει μετατραπεί σε ένα πολύπλοκο οργανισμό στον οποίο μετέχουν θεσμικοί και ιδιώτες επενδυτές με ποικίλα, διαφορετικά και συχνά συγκρουόμενα συμφέροντα, είτε λόγω της γεωγραφικής τοποθέτησής τους (ξένοι επενδυτές), είτε λόγω της φύσης της δραστηριότητάς τους (π.χ. αμοιβαία κεφάλαια με βραχυπρόθεσμη συμπεριφορά, συνταξιοδοτικά ταμεία με μακροχρόνια στρατηγική επένδυσης), ο τρόπος άσκησης των δικαιωμάτων ψήφου θα πρέπει να διασφαλίζει ισοτιμία απέναντι σε όλους τους μετόχους, και ειδικά στους μετόχους μειοψηφίας (minority shareholders).

Στο πλαίσιο αυτό, οι περισσότεροι διεθνείς κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης κάνουν σχετικές αναφορές. Οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ (OECD, 1999) αναφέρουν ότι «όλοι οι μέτοχοι, ανεξαρτήτως κατηγορίας, θα πρέπει να έχουν τα ίδια δικαιώματα ψήφου». Επισημαίνεται ότι όλοι οι επενδυτές θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να λαμβάνουν πληροφόρηση σχετικά με τα δικαιώματα ψήφου που συνοδεύουν τις μετοχές πριν τις αγοράσουν και ότι κάθε μεταβολή στα δικαιώματα ψήφου θα πρέπει να προκύπτει από την ψήφο των μετόχων. Επίσης, ο κώδικας του ΟΟΣΑ (OECD, 1999) αναφέρει ότι «οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να ψηφίζουν αυτοπροσώπως ή με αντιπροσώπους, και θα πρέπει να δίνεται ίδια ισχύς στις ψηφούς, είτε ψηφίζει ο μέτοχος είτε ο αντιπρόσωπός του», ενώ «οι εταιρείες δεν θα πρέπει να επιβάλλουν την καταβολή χρηματικής συνδρομής (fee) σε όσους μετόχους ψηφίζουν». Στον ολλανδικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης (Peters Code, 1997) συστήνεται η ύπαρξη αποτελεσματικού συστήματος ψηφοφορίας δι' αντιπροσώπου. Στη Γερμανία, στις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης (German Panel on Corporate Governance, 2000) αναφέρεται ότι «κάθε εταιρεία θα πρέπει να σέβεται

την αρχή μια μετοχή-μια ψήφος» και ότι «πολλαπλά δικαιώματα ψήφου ή περιορισμοί στην ψηφοφορία θα πρέπει να αποφεύγονται, ενώ προνομιούχες μετοχές χωρίς δικαιώματα ψήφου ως γενική αρχή δεν θα πρέπει να εκδίδονται». Εξάλλου, πλήρη δικαιώματα ψήφου για κάθε κοινή μετοχή και μεταβιβασιμότητα των μετοχών κάθε στιγμή προβλέπονται με βάση τον γερμανικό εταιρικό νόμο (German Stock Corporation Act). Στο Ηνωμένο Βασίλειο, οι αρχές του συνταξιοδοτικού ταμείου PIRC (2001) αναφέρουν ότι όλες οι κοινές μετοχές θα πρέπει να έχουν ίσα δικαιώματα και ειδικότερα ότι «κάθε κοινή μετοχή θα πρέπει να έχει ίσα δικαιώματα ψήφου και δεν θα πρέπει να υπάρχει μέτοχος που να διατηρεί τον έλεγχο». Σχετική αναφορά για την αρχή μια μετοχή - μια ψήφος συναντάται και στο βελγικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης (BSE-CBF Commission, 1998), όπου η συγκεκριμένη αρχή προβλέπεται και από τη σχετική νομοθεσία. Αντίστοιχη σύσταση απαντάται και στον ελληνικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης (Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, 1999). Παρόμοια είναι και η τάση στις ΗΠΑ. Με βάση τις πολιτικές και πρακτικές διακυβέρνησης του αμερικανικού Συμβουλίου Θεσμικών Επενδυτών (Council of Institutional Investors, 2001), «κάθε κοινή μετοχή, ανεξαρτήτως κλάσης, θα πρέπει να ενσωματώνει μία ψήφο», και «οι εταιρείες δεν θα πρέπει να έχουν κατηγορίες κοινών μετοχών με διαφορετικά δικαιώματα ψήφου».

Η ύπαρξη επιχειρήσεων με διευρυμένη μετοχική βάση καθιστά αναγκαία τη δημιουργία αποτελεσματικών μηχανισμών που θα ασχολούνται συστηματικά με ζητήματα που αφορούν τους μετόχους. Οι μέτοχοι, ως ιδιοκτήτες της επιχείρησης, έχουν δικαίωμα στην έγκαιρη και πλήρη ενημέρωση για μια σειρά από ζητήματα που σχετίζονται με τις δραστηριότητές της.

Ωστόσο, πολλές φορές η επιχείρηση (εσκεμμένα ή μη) αδυνατεί να διαχειριστεί αποτελεσματικά αυτό τον όγκο πληροφόρησης και να τον διαχύσει προς το σύνολο των μετόχων της. Στο πλαίσιο αυτό, είναι απαραίτητη η ανάπτυξη αποτελεσματικών ενδοεπιχειρησιακών μηχανισμών επικοινωνίας της εταιρείας με τους μετόχους της (π.χ. τμήμα εξυπηρέτησης των μετόχων, τμήμα επικοινωνίας με τους επενδυτές, χρήση του διαδικτύου ως μηχανισμού ενημέρωσης των επενδυτών/μετόχων). Η ύπαρξη τμήματος εξυπηρέτησης των μετόχων, λειτουργώντας οργανωμένα, μπορεί να συμβάλλει ουσιαστικά σε αυτή την κατεύθυνση. Η αναγνώριση της χρησιμότητας ανάπτυξης ενδοεπιχειρησιακών μηχανισμών αποτελεσματικής εξυπηρέτησης και επικοινωνίας με τους μετόχους και

επενδυτές εντοπίζεται σε πολλούς κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης. Στον ιταλικό κώδικα, η σχετική επιτροπή για την εταιρική διακυβέρνηση (Preda Report, 1999) συστήνει «οι εταιρείες να καθορίσουν ένα πρόσωπο που θα είναι υπεύθυνο για τις σχέσεις με τους μετόχους», ενώ για τις εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης, με ευρεία μετοχική βάση, συστήνεται η δημιουργία σχετικής εταιρικής δομής, στελεχωμένης με τα απαραίτητα μέσα και επαγγελματικές δεξιότητες, υπεύθυνης για αυτά τα ζητήματα. Ωστόσο, στον ίδιο κώδικα η επιτροπή αναγνωρίζει ότι «σε μικρότερες εταιρείες με απλούστερη οργάνωση, την ευθύνη των σχέσεων με τους μετόχους/επενδυτές θα μπορούσε να έχει άμεσα κάποιο κατάλληλα επιλεγμένο μέλος της ανώτατης εκτελεστικής διοίκησης της εταιρείας». Ο σουηδικός κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης (Swedish Shareholders Association, 2000) συστήνει «κάθε εισηγμένη εταιρεία να δημιουργεί τμήμα επικοινωνίας με τους επενδυτές, παρέχοντας στους μετόχους της επιχείρησης και σε άλλους ενδιαφερόμενους τη δυνατότητα να λαμβάνουν άμεσα πληροφόρηση για την επιχείρηση». Στην Ελλάδα το ζήτημα έχει καθοριστεί με σχετική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (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). Συγκεκριμένα, η απόφαση 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 νόμο και το καταστατικό της εταιρείας. Επιπλέον, κάθε εταιρεία οφείλει να διαθέτει υπηρεσία εταιρικών ανακοινώσεων, στην οποία ανατίθεται η αρμοδιότητα συμμόρφωσης της εταιρείας με τις υποχρεώσεις που προβλέπονται για τη γνωστοποίηση πληροφοριών (προϋποθέσεις συναλλαγών συγκεκριμένων προσώπων, μεταβολή μετοχικών μεριδίων, αποφάσεις ή συμφωνίες για συμμετοχή σε συγχωνεύσεις ή εξαγορές, αλλαγή στη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου κ.ά.) και η επικοινωνία της εταιρείας με τις αρμόδιες αρχές, τα μέσα μαζικής ενημέρωσης και κάθε άλλον αρμόδιο φορέα.

Επιπρόσθετα, η ύπαρξη αποτελεσματικών μηχανισμών ενημέρωσης των μετόχων για την ημερομηνία και τα θέματα της γενικής συνέλευσης διασφαλίζει ισοτιμία και δικαιοσύνη στη συμμετοχή τους. Κατά την ενημέρωση των μετόχων θα πρέπει να παρέχεται αναλυτική εξήγηση των προτάσεων που υποβάλλονται, ώστε να προσέρχονται στη γενική συνέλευση πλήρως ενημερωμένοι και να ψηφίζουν. Οι

αρχές εταιρικής διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ (OECD, 1999) αναφέρουν ότι «οι μέτοχοι θα πρέπει να λαμβάνουν αποτελεσματική και έγκαιρη πληροφόρηση σχετικά με την ημερομηνία, τον τόπο και τα θέματα ημερησίας διατάξεως της γενικής συνέλευσης». Επιπλέον, σημειώνεται ότι θα πρέπει να παρέχονται ευκαιρίες προς τους μετόχους να κάνουν ερωτήσεις προς το διοικητικό συμβούλιο και να θέτουν ζητήματα προς συζήτηση στην ημερήσια διάταξη της γενικής συνέλευσης, υπό αναγκαίους και λογικούς περιορισμούς. Στο γαλλικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης (Hellebuycck Commission, 1998) εκφράζεται η επιθυμία επιμήκυνσης του χρονικού διαστήματος των 15 ημερών που ισχύει σήμερα για την ειδοποίηση των μετόχων για τη γενική συνέλευση. Επίσης, ο γαλλικός κώδικας ενθαρρύνει την πρακτική της επεξήγησης των αιτιών και των συνεπειών των προτάσεων της γενικής συνέλευσης, και ιδιαίτερα όσων σχετίζονται με την εκλογή νέων ή/και την ανανέωση της θητείας υφιστάμενων μελών του διοικητικού συμβουλίου. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, η επιτροπή για την εταιρική διακυβέρνηση (Hampel Report, 1998) συστήνει η ειδοποίηση για τη γενική συνέλευση των μετόχων και η αποστολή του σχετικού υλικού να γίνεται τουλάχιστον 20 ημέρες πριν από την ημερομηνία πραγματοποίησής της. Στη Δανία, ο κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης (Danish Shareholders Association, 2000) αναφέρει ότι οι προσκλήσεις για τις γενικές συνελεύσεις των μετόχων θα πρέπει να αποστέλλονται τουλάχιστον τρεις εβδομάδες πριν την πραγματοποίησή τους. Επίσης, ο δανέζικος κώδικας αναφέρει ότι οι προτάσεις της γενικής συνέλευσης θα πρέπει να είναι αναλυτικές, ενώ ενθαρρύνει τη χρήση του διαδικτύου και του ηλεκτρονικού ταχυδρομείου ως μέσου επικοινωνίας της επιχείρησης με τους μετόχους. Στον σουηδικό κώδικα (Swedish Shareholders Association, 2000) συστήνεται όπως η ημερομηνία για τη γενική συνέλευση των μετόχων για το ερχόμενο έτος να αναφέρεται στις ενδιάμεσες χρηματοοικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων, ώστε να είναι επαρκώς ενημερωμένοι όλοι οι μέτοχοι. Αναφέρεται μάλιστα ότι η πρόσκληση της γενικής συνέλευσης θα πρέπει να διατίθεται και στην αγγλική γλώσσα, καθώς και να παρουσιάζεται στην ιστοσελίδα της εταιρείας στο διαδίκτυο, ενώ πριν ακόμη καταχωρηθεί στην ιστοσελίδα, θα πρέπει να αναφέρεται η ακριβής ημερομηνία που πρόκειται να καταχωρηθεί. Στον ιταλικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης (Preda Report, 1999) δίδεται ιδιαίτερη έμφαση στην επιλογή του τόπου, της ημερομηνίας και του χρόνου σύγκλισης των γενικών συνελεύσεων, ώστε να παρέχεται σε όλους τους μετόχους η δυνατότητα να τις παρακολουθούν. Στη Γερμανία, ο κώδικας (German Panel on Corporate Governance, 2000) αναφέρει ότι η

πρόσκληση για τη γενική συνέλευση, τα θέματα της ημερήσιας διάταξης, καθώς και οι πρωτοβουλίες των μετόχων και τα σχόλια της εκτελεστικής διοίκησης θα πρέπει να δημοσιεύονται στο διαδίκτυο, και, αν είναι εφικτό, και στην αγγλική γλώσσα. Στην Ελλάδα, οι εταιρείες οφείλουν να ενημερώνουν τους μετόχους αναφορικά με τον τόπο, την ημερομηνία και τα θέματα της ημερήσιας διάταξης της γενικής συνέλευσης τουλάχιστον 20 ημέρες πριν από τη σύγκλησή της.

Τέλος, τα δικαιώματα των μετόχων δεν θα πρέπει να παραβιάζονται σε περιπτώσεις εταιρικών εξαγορών. Η απόφαση για εξαγορά μπορεί να μεταβάλει σημαντικά την πορεία τόσο της υπό εξαγορά επιχείρησης, όσο και της εξαγοράζουσας. Η υποψήφια για εξαγορά εταιρεία, ως γενική αρχή, δεν θα πρέπει να αναπτύσσει μηχανισμούς αποτροπής της εξαγοράς της, αλλά να εξετάζει την προσφορά και να ενεργεί με γνώμονα το συμφέρον των μετόχων της. Στο πλαίσιο αυτό, οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ (OECD, 1999) αναφέρουν ότι «οι όποιοι μηχανισμοί κατά των εξαγορών δεν θα πρέπει να χρησιμοποιούνται με τρόπο που να μειώνουν την αξιοπιστία και υπευθυνότητα της εκτελεστικής διοίκησης». Στο γαλλικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης (Hellebuyck Commission, 1998) αναφέρεται ότι «η επιτροπή γενικά δεν είναι υπέρ μέτρων κατά των εξαγορών διότι τέτοια μέτρα δεν ενθαρρύνουν την ανοικτή και υπεύθυνη διοίκηση, ούτε προωθούν την επιχειρηματική αποδοτικότητα». Στο Ηνωμένο Βασίλειο οι αρχές και πολιτικές του επενδυτικού οίκου Hermes (2001) αναφέρουν ότι «οι εξαγορές αποτελούν σημαντικό μέρος ενός αποτελεσματικού και ανταγωνιστικού εταιρικού περιβάλλοντος, αλλά δεν προσθέτουν πάντα αξία στους μετόχους, ιδιαίτερα στην εταιρεία που προβαίνει στην προσφορά εξαγοράς». Αναφέρει επίσης ότι «πρόθεση του οίκου είναι, σε περιπτώσεις εχθρικών εξαγορών, να υποστηρίζει την υφιστάμενη εκτελεστική διοίκηση, υποστήριξη βέβαια που θα εξετάζεται κατά περίπτωση δεν θα υποστηρίζεται για παράδειγμα (η υφιστάμενη διοίκηση) σε περιπτώσεις που η εκτελεστική διοίκηση έχει χάσει την αξιοπιστία της, ή που συνεργατικά ή/και στρατηγικά οφέλη προκύπτουν ξεκάθαρα από την προσφορά (επιθετικής) εξαγοράς». Στο πλαίσιο αυτό, «αναίτιες και ατεκμηρίωτες τακτικές που κατατείνουν στο να θέσουν εμπόδια σε εξαγορές δεν θα υποστηρίζονται» (Hermes, 2001). Γενικά όμως αναφέρεται η πρόθεση να υποστηρίζονται αλλαγές που προκύπτουν μέσα από την εταιρεία και όχι ως αποτέλεσμα εχθρικών εξαγορών. Αντίστοιχες αναφορές συναντώνται και στις ΗΠΑ. Τέλος, στις πρακτικές του Αμερικανικού Συνδέσμου

Εργασίας και του Κογκρέσου Βιομηχανικής Οργάνωσης (AFL-CIO, 1997) αναφέρεται ότι «τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να είναι υπεύθυνα απέναντι στα συμφέροντα των μετόχων, όπως σε περιπτώσεις υιοθέτησης μηχανισμών κατά των εξαγορών, που μπορεί να μην είναι προς το συμφέρον των μετόχων».

Συμπερασματικά, η αποτελεσματική προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων αποτελεί θεμελιώδη παράγοντα για την ομαλή λειτουργία των κεφαλαιαγορών.

2.2 Σημαντικότητα διαφάνειας

Η πλήρης και έγκαιρη αποκάλυψη πληροφοριών που σχετίζονται με την εταιρεία αποτελεί θεμελιώδη παράγοντα για τη διασφάλιση διαφάνειας, την προστασία των επενδυτών και την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς. Αποτελεσματικό επίπεδο αποκάλυψης πληροφοριών για τις δραστηριότητες και τη δομή της εταιρείας προσελκύει επενδυτές, οι οποίοι επιθυμούν να έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες, έγκαιρα, αξιόπιστα και με λεπτομέρεια, ώστε να μπορούν να ασκούν επαρκώς ενημερωμένοι τα δικαιώματά τους. Είναι εξάλλου καταγεγραμμένη η πρόθεση των θεσμικών επενδυτών για περισσότερη διαφάνεια, καθώς θέτουν ως προτεραιότητα για μεν τις εταιρείες την πιο έγκαιρη και ευρεία αποκάλυψη πληροφοριών, για δε τις ρυθμιστικές αρχές τη βελτίωση των λογιστικών προτύπων, βάση των οποίων καταρτίζονται οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών (McKinsey, 2002). Η αποτελεσματική λειτουργία των κεφαλαιαγορών προϋποθέτει την ύπαρξη πλήρους και συμμετρικής πληροφόρησης μεταξύ των επενδυτών. Ασυμμετρία στην πληροφόρηση μεταφράζεται ουσιαστικά σε περιορισμένο επίπεδο ρευστότητας για τις μετοχές της επιχείρησης (Copeland και Galai, 1983, Kyle, 1985, Glosten και Milgrom, 1985). Επομένως, η τελευταία αναγκάζεται να αντλεί κεφάλαια με υψηλότερο κόστος, ώστε να μετριάξει την απροθυμία των επενδυτών για τις μετοχές της.

Η οικονομική θεωρία υποστηρίζει ότι μεγαλύτερο επίπεδο αποκάλυψης μειώνει την πιθανότητα εμφάνισης ασύμμετρης πληροφόρησης, είτε μεταξύ επιχειρήσεων και μετόχων, είτε μεταξύ δυνητικών αγοραστών και πωλητών της μετοχής της εταιρείας, ελαχιστοποιώντας τα προβλήματα δυσμενούς επιλογής

(adverse selection) και μειώνοντας το κόστος άντλησης κεφαλαίου (Leuz και Verrecchia, 2000). Διάφορες εμπειρικές μελέτες έχουν διερευνήσει τη συσχέτιση μεταξύ του επιπέδου αποκάλυψης και του κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης. Οι Welker (1995) και Sengupta (1998) έδειξαν ότι επιχειρήσεις με μεγαλύτερα επίπεδα αποκάλυψης έχουν, κατά μέσο όρο, χαμηλότερο κόστος δανεισμού τη στιγμή της έκδοσης. Παρόμοια, οι Healy κ.α. (1999), βρήκαν ότι επιχειρήσεις που έχουν συνεχώς υψηλές αξιολογήσεις του επιπέδου αποκάλυψης πραγματοποιούν βελτιώσεις σε μια σειρά από μεταβλητές, περιλαμβανομένης και της απόκλισης bid-ask. Μάλιστα, αυξημένα επίπεδα αποκάλυψης που προκύπτουν από υποχρεωτικούς κανόνες, παρά από εθελοντικές αποφάσεις των εταιρειών, φαίνεται ότι έχουν ισχυρότερη συσχέτιση με το χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου. Επίσης η δραστηριοποίηση των επιχειρήσεων σε ολοένα αυξανόμενες συνθήκες αβεβαιότητας και έντονης πολυπλοκότητας παρουσιάζει μια σημαντική πρόκληση: οι επιχειρήσεις θα πρέπει όχι να μην αναλαμβάνουν κινδύνους, αλλά να καθορίζουν ποιοί είναι οι κίνδυνοι, να αποφεύγουν όσους απο αυτούς μπορούν, και να αναπτύσσουν συστήματα αποτελεσματικής διαχείρισης των κινδύνων που παραμένουν, ώστε να εξασφαλίζεται ισοροπία μεταξύ των δυνητικών αποδόσεων των μετοχών και των κινδύνων που αναλαμβάνονται.

Στο πλαίσιο αυτό, θεωρείται καλή πρακτική οι εταιρείες να γνωστοποιούν πληροφορίες που σχετίζονται με τη δραστηριότητά τους, να παρουσιάζουν στοιχεία που συνδέονται με τις σχέσεις που αναπτύσσονται μεταξύ των φορέων τους (π.χ. σχέσεις σύγκρουσης μεταξύ εσωτερικών και εξωτερικών ελεγκτών, αποκάλυψη της αμοιβής των μελών του διοικητικού συμβουλίου και των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών) και να αναπτύσσουν αποτελεσματικά συστήματα διαχείρισης των κινδύνων που αναλαμβάνουν (risk management). Επιπλέον, πέρα από την περιοδική δημοσιοποίηση πληροφοριών (μέσω των ετήσιων, εξαμηνιαίων ή και τριμηνιαίων οικονομικών καταστάσεων), είναι απαραίτητη η έγκαιρη δημοσιοποίηση κάθε πληροφορίας που έχει επίδραση πάνω στην τιμή της μετοχής (για παράδειγμα, ένα σημαντικό εταιρικό γεγονός όπως η εξαγορά ή η συγχώνευση). Η ισότιμη και δίκαιη μεταχείριση των μετόχων, καθώς και η συστηματική ενημέρωσή τους ενισχύει την εμπιστοσύνη τους προς τις επιχειρήσεις και την κεφαλαιαγορά.

Οι περισσότεροι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης αναφέρονται στην ανάγκη αποτελεσματικής ενημέρωσης των επενδυτών για τα εταιρικά μεγέθη και γεγονότα

και για το ύψος των αμοιβών των ανωτάτων στελεχών και των μελών του διοικητικού συμβουλίου, καθώς και στην σπουδαιότητα της ύπαρξης αποτελεσματικού συστήματος διαχείρισης κινδύνων. Συγκεκριμένα, στις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ (OECD 1999) αναφέρεται ότι η ύπαρξη ισχυρού πλαισίου αποκάλυψης μπορεί να βοηθήσει στην προσέλκυση κεφαλαίων και στη διατήρηση της εμπιστοσύνης στις κεφαλαιαγορές, ενώ τονίζεται ότι αναποτελεσματικές και μη ξεκάθαρες πληροφορίες μπορεί να δυσχεράνουν τη λειτουργία των αγορών, αυξάνοντας το κόστος κεφαλαίου και καταλήγοντας σε αναποτελεσματική κατανομή των πόρων. Αναφορικά με την αποκάλυψη των αμοιβών, ο κώδικας του ΟΟΣΑ αναφέρει ότι εταιρείες αναμένεται γενικά να αποκαλύπτουν επαρκή πληροφόρηση για τις αμοιβές των μελών του διοικητικού συμβουλίου και σημαντικών στελεχών (είτε για καθένα χωριστά, είτε συνολικά) προς τους επενδυτές, ώστε αυτοί να μπορούν να αξιολογούν επαρκώς τα κόστη και τα οφέλη των σχεδίων αμοιβών και τη συμβολή των σχημάτων κινήτρων (π.χ. σχήματα δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών) στην εταιρική αποδοτικότητα. Για τη διαχείριση των κινδύνων, ο κώδικας του ΟΟΣΑ (OECD, 1999) αναφέρει ότι στο υλικό που δημοσιεύουν οι επιχειρήσεις πρέπει να περιλαμβάνονται στοιχεία για κινδύνους ειδικούς στον κλάδο ή σε συγκεκριμένη γεωγραφική περιοχή, κινδύνους που φέρουν προϊόντα, οικονομικούς κινδύνους, περιλαμβανομένου του κινδύνου επιτοκίου ή του συναλλαγματικού κινδύνου, κινδύνους σχετιζόμενους με παράγωγα προϊόντα και περιβαλλοντικούς κινδύνους.

2.3 Επιλογή εθελοντικής προσαρμογής ή υποχρεωτικής

Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζονται ζητήματα όπως αυτό της επιλογής εθελοντικής ή υποχρεωτικής εταιρικής διακυβέρνησης, τους τρόπους άντλησης των δεδομένων που απαιτούνται, αλλά και ότι έχει σχέση με την προστασία των μετόχων και τη διαφάνεια η οποία θα πρέπει να απορεί.

Η λήψη μέτρων για την εταιρική διακυβέρνηση θέτει σχεδόν πάντα το πρόβλημα της επιλογής μεταξύ της εθελοντικής προσαρμογής και της αυτορύθμισης (self-regulation), ή της επιβολής υποχρεωτικών κανόνων και ρυθμίσεων. Στις περισσότερες χώρες η εμπειρία δείχνει ότι κάποια ανεξάρτητη επιτροπή σε πρώτη φάση διατυπώνει ένα κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης, που έχει εθελοντικό χαρακτήρα. Πέρα από το ότι ένας τέτοιος κώδικας δίδει στις επιχειρήσεις τη

δυνατότητα να έχουν ένα πρότυπο διεθνώς αποδεκτών πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης, το σημαντικότερο είναι ότι θέτει το ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης για συζήτηση και προβληματισμό σε ευρύτερη βάση. Συνήθως, μετά από ένα χρονικό διάστημα οι αρμόδιες αρχές προβαίνουν στη υποχρεωτική ρύθμιση της εταιρικής διακυβέρνησης, λαμβάνοντας υπόψη το επίπεδο ανταπόκρισης των επιχειρήσεων και τις αδυναμίες του υφιστάμενου νομικού πλαισίου. Ο κίνδυνος της υπερρύθμισης είναι κάτι που απασχολεί όλους, όταν η εταιρική διακυβέρνηση αποκτά υποχρεωτικό χαρακτήρα. Από την άλλη, η εθελοντική προσαρμογή και η αυτορρύθμιση φαίνεται ότι σε πολλές περιπτώσεις δεν λειτουργεί αποτελεσματικά. Ζητήματα αποκάλυψης πληροφοριών και πληροφόρησης των επενδυτών, ψηφοφοριών στις γενικές συνελεύσεις, κατάρτισης αξιόπιστων οικονομικών καταστάσεων και διενέργειας αποτελεσματικών ελέγχων, δύσκολα διαχειρίζονται ικανοποιητικά από τις επιχειρήσεις σε εθελοντική βάση. Η επιβολή ρυθμίσεων, σε αυτές τις περιπτώσεις, διασφαλίζει και ενισχύει τα δικαιώματα των μετόχων, ενώ παράλληλα λειτουργεί προληπτικά για την έγκαιρη αντιμετώπιση δυνητικών δυσλειτουργιών (π.χ. αποφυγή λογιστικών σκανδάλων, με την κατάρτιση αξιόπιστων καταστάσεων και τη διενέργεια ανεξάρτητων και αποτελεσματικών ελέγχων).

Από την άλλη, ζητήματα που έχουν να κάνουν με τη διάρθρωση του διοικητικού συμβουλίου, όπως το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, ο διαχωρισμός των ευθυνών στα ανώτατα κλιμάκια της εταιρείας, ο αριθμός και το είδος των επιτροπών του διοικητικού συμβουλίου, ο προσδιορισμός και ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών, κ.ά., σχετίζονται με το είδος της επιχείρησης, τον κλάδο στον οποίο ανήκει και τη χρονική συγκυρία. Η διατύπωση εθελοντικών βέλτιστων πρακτικών και η πολιτική της προσαρμογής ή της εξήγησης της μη προσαρμογής (comply or explain), παρά η υποχρεωτική ρύθμιση, κρίνεται ως καλύτερη επιλογή σε αυτές τις περιπτώσεις. Η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση συνδέεται με την επιδίωξη συγκεκριμένων πολιτικών που στοχεύουν στην προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων, την αύξηση της διαφάνειας και του επιπέδου πληροφόρησης για τα συμβαίνοντα στην εταιρεία, καθώς και τη βελτίωση της λειτουργίας του διοικητικού συμβουλίου και της εκτελεστικής διοίκησης. Συνήθως, ο νόμος υποχρεώνει την προσαρμογή των επιχειρήσεων σε ορισμένες θεμελιώδεις αρχές, που σχετίζονται με την προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων και τη διαφάνεια στην πληροφόρηση, και αφήνει την προσαρμογή στα υπόλοιπα ζητήματα

στη διακριτική ευχέρεια των εταιρειών. Παράλληλα, διατυπώνονται διάφοροι εθελοντικοί κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης, που συστήνουν μια σειρά από «βέλτιστες πρακτικές».

Σε κάθε περίπτωση, το κρίσιμο για κάθε επιχείρηση είναι να επιδιώκει την ουσιαστική προσαρμογή της σε διεθνώς αποδεκτές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης και όχι να αρκείται στην τυπική προσαρμογή σε νόμους ή κανονισμούς. Η ουσιαστική προσαρμογή των επιχειρήσεων μπορεί να προκύψει από τις πιέσεις της αγοράς, ιδίως μάλιστα όταν υπάρχουν αξιόπιστα συστήματα αξιολόγησης των εταιρειών, με βάση τις επιδόσεις τους στην εταιρικής διακυβέρνηση. Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, έκθεση της Επιτροπής υπό τον Jaap Winter (Winter Report, 2002), συστήνει να μην δημιουργηθεί ενιαίος ευρωπαϊκός κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς οι εταιρικοί νόμοι των χωρών-μελών δεν είναι ακόμη εναρμονισμένοι πάνω σε βασικά ζητήματα. Ωστόσο, θεωρείται ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση θα πρέπει να συντονίσει ενεργά τις προσπάθειες των χωρών-μελών σε ό,τι αφορά την εταιρική διακυβέρνηση, μέσω των εταιρικών νόμων, των ρυθμιστικών αποφάσεων, των κριτηρίων εισαγωγής κλπ. Στη διαδικασία αυτή θεωρείται απαραίτητη η ενεργός συμμετοχή των φορέων της αγοράς, ενώ η έκθεση προτείνει οι επιχειρήσεις να ακολουθούν την πολιτική της προσαρμογής ή αιτιολόγησης της μη προσαρμογής (comply or explain) στον εθνικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης.

Η ακαδημαϊκή βιβλιογραφία σε ζητήματα μέτρησης και αξιολόγησης της εταιρικής διακυβέρνησης είναι περιορισμένη. Οι πρώτες μελέτες άρχισαν να εμφανίζονται τα τελευταία τρία χρόνια. Η χρησιμότητα της εμπειρικής διερεύνησης της σχέσης των δεικτών αξιολόγησης της εταιρικής διακυβέρνησης με την εταιρική αποδοτικότητα είναι προφανής. Οι επενδυτές που επιθυμούν να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους σε επιχειρήσεις με καλή εταιρική διακυβέρνηση προσδοκούν αύξηση της αξίας της επιχείρησης και άρα και δικής τους κλασματικής συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο. Οι επιχειρήσεις που υιοθετούν καλές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης και λαμβάνουν υψηλές αξιολογήσεις θέλουν να βλέπουν όλα αυτά να μεταφράζονται σε μεγαλύτερη αποδοτικότητα, σε περισσότερη αξία.

Διακρίνουμε δύο είδη εμπειρικών ερευνών, ως προς τον τρόπο άντλησης των δεδομένων. Από τη μία ορισμένοι μελετητές χρησιμοποιούν κατευθείαν τις αξιολογήσεις της εταιρικής διακυβέρνησης, που έχουν κάνει εταιρείες όπως η

Deminor και η Brunswick Warburg και στη συνέχεια συσχετίζουν τους δείκτες αξιολόγησης με την εταιρική αποδοτικότητα. Απο την άλλη, κάποιοι μελετητές χρησιμοποιούν μεγάλες βάσεις δεδομένων με στοιχεία εταιρικής διακυβέρνησης, προκειμένου να κατασκευάσουν μόνοι τους δείκτες αξιολόγησης εταιρικής διακυβέρνησης, τους οποίους στη συνέχεια συσχετίζουν με την εταιρική αποδοτικότητα.

2.4 Συσχέτιση μεταξύ εταιρικής αποδοτικότητας και αξιολογήσεων εταιρικής διακυβέρνησης

Ο Immik (2000), σε εμπειρική έρευνα επιβεβαίωσε τη συσχέτιση μεταξύ εταιρικής αποδοτικότητας και των αξιολογήσεων εταιρικής διακυβέρνησης της εταιρείας Deminor. Ειδικότερα, βρήκε ότι ο λόγος της χρηματιστηριακής τιμής προς την εσωτερική αξία της μετοχής (market to book value), και η αποδοτικότητα του ενεργητικού και των πωλήσεων συσχετίζονται θετικά με τις υψηλότερες αξιολογήσεις των δεικτών της Deminor, της κατηγορίας τα δικαιώματα και οι υποχρεώσεις των μετόχων. Επίσης, επιβεβαίωσε, για το δείγμα των δεικτών της Deminor, την ύπαρξη αρνητικής συσχέτισης μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της αξίας της εταιρείας, καθώς και την ύπαρξη θετικής συσχέτισης μεταξύ του αριθμού των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής αποδοτικότητας.

Ο Black (2000) εξέτασε κατά πόσο οι διαφορές στους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης επιδρούν στην αγοραία αξία των ρωσικών εταιρειών. Για την ανάλυσή του χρησιμοποίησε το αποτέλεσμα αξιολόγησης και κατάταξης 16 ρωσικών εταιρειών, με βάση την εταιρική διακυβέρνηση που ανέπτυξε και παρουσίασε το 1999 ο επενδυτικός οίκος Brunswick Warburg. Η Brunswick Warburg αξιολόγησε τις ρωσικές επιχειρήσεις σε μια κλίμακα από 0-60 σε οκτώ κατηγορίες εταιρικής διακυβέρνησης (δυναμικοί παράγοντες κινδύνου κατά τη μεθοδολογία του επενδυτικού), που συνθέταν 17 επιμέρους δείκτες. Ο Black βρήκε ότι η συσχέτιση μεταξύ της αξίας της επιχείρησης και της αξιολόγησης-κατάταξης, βάση της εταιρικής διακυβέρνησης, είναι στατιστικά σημαντική. Τα αποτελέσματα προκύπτουν μεν υπό την αίρεση του μικρού δείγματος των εταιρειών, αλλά, όπως επισημαίνει ο συγγραφέας, δείχνουν ότι οι διαφορετικοί μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης σε

χώρες με αδύναμο θεσμικό και ρυθμιστικό πλαίσιο, όπως η Ρωσία, επιδρούν πάνω στην αξία της επιχείρησης.

Σε νεότερη μελέτη οι Black κ.α. (2003) συσχέτισαν ένα δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης που κατασκεύασαν για 526 εταιρείες του Χρηματιστηρίου της Κορέας με την εταιρική αποδοτικότητα. Ο δείκτης βασίστηκε σε τέσσερις επιμέρους δείκτες εταιρικής διακυβέρνησης (δικαιώματα των μετόχων, δομή του διοικητικού συμβουλίου και των επιτροπών, διαδικασίες του διοικητικού συμβουλίου και των επιτροπών, αποκάλυψη πληροφοριών στους επενδυτές και μετοχική ιδιοκτησία). Το πλεονέκτημα του δείκτη είναι ότι προέκυψε από απαντήσεις που εκ της φύσεώς τους δεν περιείχαν στοιχεία υποκειμενισμού. Οι συγγραφείς βρήκαν στατιστικά σημαντική συσχέτιση του δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης με την εταιρική αποδοτικότητα. Κατά δεκά μονάδες αύξηση του δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης προβλέπει μια αύξηση κατά 14% για το λόγο της χρηματιστηριακής τιμής προς την εσωτερική αξία της μετοχής.

Οι Klapper και Love (2002) διερεύνησαν την συσχέτιση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και εταιρικής αποδοτικότητας, χρησιμοποιώντας τους δείκτες αξιολόγησης και κατάταξης των εταιρειών με βάση την εταιρική διακυβέρνηση, όπως την ανέπτυξε η Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA). Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποίησαν έξι κατηγορίες δεικτών εταιρικής διακυβέρνησης της CLSA για 495 επιχειρήσεις σε 25 αναδυόμενες αγορές και διαπίστωσαν ότι καλύτερες αξιολογήσεις και κατατάξεις των εταιρειών με βάση την εταιρική διακυβέρνηση συσχετίζονται με υψηλότερη λειτουργική αποδοτικότητα (ROA) και αποδοτικότητα όπως μετράται με το q του Tobin. Επίσης, με τα ίδια δεδομένα διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις σε χώρες με ασθενή νομικά συστήματα έχουν κατά μέσο όρο, χαμηλότερες αξιολογήσεις της εταιρικής τους διακυβέρνησης.

Οι Khanna κ.α. (2002) διερεύνησαν τη συσχέτιση της παγκοσμιοποίησης με τις ομοιότητες μεταξύ των διαφόρων συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης, χρησιμοποιώντας δεδομένα αξιολογήσεων εταιρειών, με βάση την εταιρική διακυβέρνηση της Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA). Τα δεδομένα των αξιολογήσεων, που αφορούσαν 24 αναπτυσσόμενες χώρες της Ασίας, της Λατινικής Αμερικής και της Ανατολικής Ευρώπης, εμπλουτίστηκαν και με αξιολογήσεις άλλων εταιρειών, όπως της Deminor της ProxInvest και της Fortune. Οι συγγραφείς βρήκαν υψηλή (θετική) συσχέτιση μεταξύ των αξιολογήσεων της Deminor και της

ProxInvest. Επίσης, επιβεβαίωσαν ότι οι αξιολογήσεις εταιρικής διακυβέρνησης της CLSA συσχετίζονται στατιστικά σημαντικά με τον λόγο τιμή προς τα κέρδη ανά μετοχή (P/E).

Οι Gompers κ.α. (2001) δημιούργησαν ένα δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης για 1.500 επιχειρήσεις των ΗΠΑ και διερεύνησαν τη συσχέτισή του με την εταιρική αποδοτικότητα. Για την κατασκευή του δείκτη, που περιελάμβανε 24 επιμέρους δείκτες, χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία από το Investor Responsibility Research Center. Οι συγγραφείς βρήκαν θετική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης και της αξίας της εταιρείας (q του Tobin), καθώς και ότι χαμηλή προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων συσχετίζεται με χαμηλότερα κέρδη, χαμηλότερους ρυθμούς πωλήσεων, υψηλότερα κεφαλαιακά έξοδα και περισσότερες εξαγορές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

3.1 Η εξέλιξη της εταιρικής διακυβέρνησης μέσα στο χρόνο

Κερδοσκοπικά επεισόδια και φαινόμενα επιχειρηματικών σκανδάλων και χρεοκοπιών έχουν καταγραφεί ιστορικά στις κεφαλαιαγορές σε παγκόσμιο επίπεδο. Από τη φούσκα της εταιρείας South Sea το 1720 στη Βρετανία, τον πανικό του 1873 στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και το μεγάλο κραχ του 1929, μέχρι την κατάρρευση της Wall Street το 1987 και το πρόσφατο κύμα λογιστικών σκανδάλων και χρεοκοπιών μεγάλων εταιρειών, όπως της Enron, της HealthSouth, της Tyco και της Worldcom, κεντρικό ζητούμενο παραμένει η αποτελεσματική προστασία των μετόχων. Η ενίσχυση της διαφάνειας, η έγκαιρη και έγκυρη πληροφόρηση των επενδυτών/μετόχων, οι αποτελεσματικοί και ανεξάρτητοι έλεγχοι, η ισχυροποίηση του εποπτικού ρόλου του διοικητικού συμβουλίου, καθώς και η κατάρτιση αξιόπιστων λογιστικών καταστάσεων, είναι μερικές μόνο από τις προκλήσεις στις οποίες καλείται να ανταποκριθεί κάθε οργανωμένη κεφαλαιαγορά. Αποτελούν ουσιαστικά εχέγγυο για την αποτελεσματική προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων και την αποφυγή ή την έγκαιρη διάγνωση και αντιμετώπιση επιχειρηματικών δυσλειτουργιών και κακοδιαχειρίσεων. Συνήθως, οι μεγάλες κρίσεις δίδουν το έναυσμα για τη λήψη μιας σειράς μέτρων και την ανάληψη διαφόρων εθελοντικών πρωτοβουλιών. Την κρίση του 1929 διαδέχθηκε μια σειρά μέτρων, όπως η συγκρότηση της Επιτροπής Τίτλων και Συναλλάγματος, οι περιορισμοί στη δημιουργία πυραμίδας, ο έλεγχος των υποχρεωτικών ποσοστών διαθεσίμων Κ.ά. (Galbraith, 1993). Στο Ηνωμένο Βασίλειο τα σκάνδαλα εταιρειών, όπως της BCCI και της Maxwell, καθώς και η αντιπαράθεση για το ύψος των αμοιβών των μελών των διοικητικών συμβουλίων οδήγησε στη σύσταση της Επιτροπής Cadbury, που τον Δεκέμβριο του 1992 διέτύπωσε ένα εθελοντικό κώδικα για την εταιρική διακυβέρνηση.

Πολλοί διεθνείς οργανισμοί και εγχώριοι φορείς, στην προσπάθειά τους να βελτιώσουν τους μηχανισμούς που διέπουν τις σχέσεις μεταξύ των συμμετεχόντων σε μια εταιρεία, έχουν διατυπώσει μια σειρά από βέλτιστες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης, οι οποίες έχουν εθελοντικό χαρακτήρα. Την τελευταία δεκαετία

έχουν δημοσιευτεί πάνω από 50 κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης σε πάνω από 60 χώρες σε όλο το κόσμο. Από το Ηνωμένο Βασίλειο, τις ΗΠΑ, τη Γαλλία, τη Γερμανία και την Ελλάδα, ως τη Νότια Αφρική, την Κορέα, την Ινδία και την Αυστραλία, είτε με πρωτοβουλία των αρμόδιων αρχών (χρηματιστήρια, εποπτικές αρχές, υπουργεία, διεθνείς οργανισμοί), είτε με πρωτοβουλία συλλογικών οργανώσεων και ιδιωτικών φορέων (ενώσεις θεσμικών επενδυτών, σύνδεσμοι επιχειρήσεων, ενώσεις μετόχων, ασφαλιστικά ταμεία κ.ά.) διατυπώνεται μια σειρά από αρχές καλής εταιρικής διακυβέρνησης, που, σε εθελοντική βάση, συστήνεται προς τις (εισηγμένες) επιχειρήσεις να υιοθετήσουν. Σε όλους τους κώδικες παρατηρείται μια ενιαία αντιμετώπιση βασικών ζητημάτων εταιρικής διακυβέρνησης, δεν λείπουν όμως και διαφορετικές συστάσεις σε επιμέρους ζητήματα. Η ποικιλία των συστάσεων απορρέει από το διαφορετικό νομικό και θεσμικό πλαίσιο κάθε χώρας, τη διαφορετική εταιρική κουλτούρα και αντιμετώπιση μιας σειράς ζητημάτων που σχετίζονται με την προστασία του περιβάλλοντος, την εταιρική κοινωνική ευθύνη κ.α.

3.2 Κύρια συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης

Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται επισκόπηση του πώς η εταιρική διακυβέρνηση εξελίχθηκε μέσα στο χρόνο και περιγράφονται τα κύρια συστήματα της εταιρικής διακυβέρνησης (εσωτερικό και εξωτερικό).

Τα κύρια συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης που έχουν καθιερωθεί είναι το αγγλοσαξονικό ή εξωτερικό σύστημα και το εσωτερικό σύστημα. Κύρια χαρακτηριστικά του αγγλοσαξονικού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης (τυπικά παραδείγματα αποτελούν οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο) είναι η ύπαρξη μεγάλων και υψηλής ρευστότητας κεφαλαιαγορών, η μεγάλη διασπορά στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών και η ύπαρξη ενεργητικής αγοράς εταιρικού ελέγχου (επιθετικές εξαγορές). Το πρόβλημα του «"εντολέα-εντολοδόχου» συνοψίζεται στη σύγκρουση των «αδύναμων» μετόχων με την «ισχυρή» εκτελεστική διοίκηση. Η αδυναμία των μετόχων να παρακολουθούν αποτελεσματικά τη λειτουργία της εκτελεστικής διοίκησης, καθιστά την κεφαλαιαγορά τον κυριότερο μηχανισμό πειθαρχίας της εκτελεστικής διοίκησης. Έτσι, όταν η τελευταία δεν επιτυγχάνει αποτελεσματικά τα συμφέροντα των μετόχων, αυτοί με τη σειρά τους επιλέγουν τη

μαζική πώληση της μετοχής της εταιρείας, επιφέροντας άμεση πτώση της τιμής της και δίδοντας με αυτόν τον τρόπο 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. Η ύπαρξη ενεργητικής αγοράς εταιρικού ελέγχου αποτελεί σημαντικό μηχανισμό ελέγχου της εκτελεστικής διοίκησης από τους μετόχους.

3.3 Εξωτερικό σύστημα

Στο εξωτερικό σύστημα, η μεγάλη διασπορά στα μετοχικά κεφάλαια των εταιρειών οδηγεί στην ανάδυση βραχυπρόθεσμων συμπεριφορών, τόσο από την πλευρά των μετόχων, όσο και από την πλευρά της εκτελεστικής διοίκησης. Ο ισχυρός ανταγωνισμός μεταξύ των θεσμικών επενδυτών/μετόχων (π.χ. εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων), τους κινητοποιεί να αναζητούν βραχυπρόθεσμες αποδόσεις από τις εταιρείες στις οποίες επενδύουν, δίχως να φαίνονται διατεθειμένοι να παραμένουν σε αυτές προς αναζήτηση μακροχρόνιων ωφελημάτων. Πολλοί διευθύνοντες σύμβουλοι πιστεύουν ότι η παρουσία τέτοιων επενδυτών/μετόχων στη μετοχική σύνθεση των εταιρειών τους προκαλεί αστάθεια, πιέζοντας και τους ίδιους να υιοθετούν στρατηγικές, με στόχο την αποκόμιση βραχυπρόθεσμων κεφαλαιακών κερδών (Daily κ.α., 1996, Coffee, 1991).

3.4 Εσωτερικό σύστημα

Στο εσωτερικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης (Ιαπωνία, Γερμανία, Γαλλία κ.ά.) οι κεφαλαιαγορές είναι συνήθως μικρές και χαμηλής ρευστότητας, υπάρχει υψηλή συγκέντρωση της μετοχικής ιδιοκτησίας ή των δικαιωμάτων ψήφου, ενώ το πρόβλημα του «εντολέα-εντολοδόχου» εμφανίζεται ως η συγκρουσιακή σχέση μεταξύ «ισχυρών» μεγαλομετόχων με «αδύναμους» μετόχους μειοψηφίας. Χαρακτηριστικά, το 90% των 200 μεγαλύτερων επιχειρήσεων της Γερμανίας έχει τουλάχιστον έναν μέτοχο με μερίδιο της τάξης του 25% του συνόλου των μετοχών που έχουν εκδοθεί (Franks και Mayer, 2001). Οι μεγαλομέτοχοι αναπτύσσουν συνήθως και άλλες σχέσεις με την εταιρεία, πέρα της τροφοδότησής της με πιστωτικά κεφάλαια (αν πρόκειται για τράπεζα), έχοντας τη δυνατότητα να επικοινωνούν άμεσα μεταξύ τους και να συναποφασίζουν για τον τρόπο

παρακολούθησης και ελέγχου της εκτελεστικής διοίκησης. Αυτή η διαδικασία αναδύεται από ένα πλαίσιο όπου κυριαρχεί το στοιχείο της συναίνεσης παρά της σύγκρουσης. Οι περιπτώσεις επιθετικών εξαγορών είναι περιορισμένες. Μεγάλα μερίδια μετοχών είναι συγκεντρωμένα στους ιδρυτές της εταιρείας, σε τράπεζες ή σε άλλα (μη) χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα οποία, λόγω των μακροχρόνιων δεσμών τους με την εταιρεία, συντάσσονται σχεδόν πάντα με την εκτελεστική διοίκηση, παρά με τα σχέδια όσων προτίθενται να προβούν σε κινήσεις επιθετικών εξαγορών. Είναι χαρακτηριστικό ότι στη Γερμανία για να αντικατασταθούν οι εκπρόσωποι των μετόχων στο Εποπτικό Συμβούλιο, απαιτείται η συγκέντρωση πλειοψηφίας της τάξης του 75% στη γενική συνέλευση των μετόχων (Maher και Andersson, 1999).

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 εταίρων. Για παράδειγμα, οι τράπεζες έχουν σχετικά εύκολη πρόσβαση σε εξειδικευμένες πληροφορίες των επιχειρήσεων, μειώνοντας έτσι το ασφάλιστρο κινδύνου με το οποίο τις χρεώνουν, άρα και το συνολικό κόστος πιστωτικής χρηματοδότησής τους. Αυτό με τη σειρά του ευνοεί την ανάληψη επενδυτικών σχεδίων με μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα. Ωστόσο, η υποβαθμισμένη παρουσία της χρηματιστηριακής αγοράς και του θεσμού του venture capital, μειώνουν τις δυνητικές πηγές κεφαλαίων για τις καινοτόμες νεοϊδρυθείσες επιχειρήσεις (Maher και Andersson, 1999).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΔΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ

4.1 Το διοικητικό συμβούλιο γενικά

Στο τέταρτο κεφάλαιο θα μας απασχολήσουν ζητήματα που έχουν σχέση με το διοικητικό συμβούλιο. Ποια μέλη δηλαδή θα πρέπει να συμμετέχουν σε αυτό, το θέμα του διαχωρισμού της θέσης του προέδρου από αυτή του διευθυντή, το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, τις αμοιβές των μελών και τέλος θέματα που έχουν να κάνουν με την κοινωνική ευθύνη της εταιρείας.

Ο ρόλος του διοικητικού συμβουλίου στη λειτουργία της επιχείρησης είναι καθοριστικός. Εκτός του ότι είναι επιφορτισμένο με τη θεμελιώδη λειτουργία της εποπτείας και του ελέγχου της ομάδας των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών (management), ώστε η τελευταία να ενεργεί με γνώμονα το συμφέρον της επιχείρησης και των μετόχων, αποτελεί σημαντικό φορέα διαμόρφωσης της μακροχρόνιας στρατηγικής ανάπτυξης της εταιρείας. Στο πλαίσιο αυτό, δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στις δυνατότητες που παρέχονται στο διοικητικό συμβούλιο να αναπτύσσει ανεξάρτητα και αποτελεσματικά τις απόψεις του για αποφάσεις της εκτελεστικής διοίκησης και για την πορεία της εταιρείας. Η αύξηση της αποτελεσματικότητας του διοικητικού συμβουλίου προκύπτει από την υιοθέτηση και εφαρμογή μιας σειράς μηχανισμών και πρακτικών μέσα στην επιχείρηση. Μεταξύ των πιο σημαντικών θεωρούνται τα παρακάτω.

4.2 Η συμμετοχή μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο

Αποτελεί καλή πρακτική εταιρικής διακυβέρνησης το διοικητικό συμβούλιο να απαρτίζεται στην πλειοψηφία του από μη εκτελεστικά μέλη και να έχει σημαντικό αριθμό ανεξάρτητων μελών, ώστε να εξασφαλίζονται τοποθετήσεις ανεπηρέαστες από συμφέροντα ή βραχυπρόθεσμες προσεγγίσεις. Η πρακτική αυτή θεωρείται θεμελιώδης για την αποτελεσματική λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου και συστήνεται από όλες σχεδόν τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης διεθνώς. Τα

ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου θεωρούνται πιο ικανά να παρακολουθούν τις αποφάσεις της εκτελεστικής διοίκησης (Byrd και Hickman, 1992, Brickley κ.α., 1994, Weisbach, 1998). Εταιρείες με πιο ανεξάρτητα διοικητικά συμβούλια έχουν επίσης μικρότερη πιθανότητα να εμφανίσουν προβλήματα λογιστικής ή ελεγκτικής φύσης (Beasley, 1996, Klein, 2002, Agrawal και Chadha, 2003). Επίσης, τα ανεξάρτητα μέλη έχουν περισσότερα κίνητρα να παρακολουθούν αποτελεσματικά την εκτελεστική διοίκηση της εταιρείας, καθώς ενδιαφέρονται να προστατεύσουν τη φήμη τους ως αποτελεσματικοί και ανεξάρτητοι σύμβουλοι (Fama και Jensen, 1983). Βεβαίως, στο διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να συμμετέχουν και ανώτατα εκτελεστικά στελέχη της εταιρείας συμπεριλαμβανομένου και του διευθύνοντος συμβούλου. Ωστόσο, ο ρόλος του διοικητικού συμβουλίου, ως φορέα ο οποίος για λογαριασμό του συνόλου των μετόχων της εταιρείας παρακολουθεί και εποπτεύει επί συνεχούς βάσης τα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη, δεν συμβιβάζεται με τη συμμετοχή πολύ μικρού αριθμού μη εκτελεστικών ή ανεξάρτητων μελών, και ακόμη περισσότερο με την πλήρη απουσία τους.

Η συμμετοχή μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο συστήνεται από όλους σχεδόν τους κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης. Στον κώδικα του ΟΟΣΑ (OECD, 1999) 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». Στο Ηνωμένο Βασίλειο (Cadbury Report, 1992) συστήνεται όπως «το διοικητικό συμβούλιο να απαρτίζεται κατ' ελάχιστο από τρία μη εκτελεστικά μέλη, εκ των οποίων το ένα θα μπορούσε να είναι ο πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου, εάν δεν είναι ταυτόχρονα και ανώτατος εκτελεστικός διευθυντής (CEO)». Στο πλαίσιο αυτό κινούνται και οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης του Βελγίου (BSE-CBF Commission, 1998), της Ιρλανδίας (IAIM, 1999), της Γερμανίας (DSW, 1998) και της Ελλάδας (Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, 1999). Σημειώνεται εξάλλου, ότι με βάση τον πρόσφατο νόμο για την εταιρική διακυβέρνηση (Ν. 3016/2002) ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου, των εισηγμένων στο χρηματιστήριο Αθηνών εταιρειών, δεν θα πρέπει να είναι μικρότερος του 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών. Μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών ο νόμος ορίζει να υπάρχουν δύο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη. Η ύπαρξη ανεξάρτητων μελών δεν είναι υποχρεωτική,

όταν στο διοικητικό συμβούλιο ορίζονται ρητά και συμμετέχουν ως μέλη εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετοχών. Η επιλογή των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να γίνεται με κριτήρια εμπειρίας, κύρους και καταξίωσης.

4.3 Ο διαχωρισμός της θέσης του διευθύνοντος συμβούλου από αυτήν του προέδρου

Γενικά, θεωρείται ότι ο ρόλος του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου να ελέγχει τη λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου και να παρακολουθεί αποτελεσματικά την ομάδα των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών αποδυναμώνεται, όταν το ίδιο πρόσωπο ασκεί παράλληλα και τα καθήκοντα του διευθύνοντος συμβούλου της εταιρείας. Επομένως, ο διαχωρισμός της θέσης διασφαλίζει ότι ο πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου θα ασκεί ανεξάρτητα τις αρμοδιότητές του, με γνώμονα την εξυπηρέτηση των συμφερόντων του συνόλου των μετόχων της εταιρείας. Οι Fama και Jensen (1983) θεωρούν ότι ο διαχωρισμός των λειτουργιών των εκτελεστικών αποφάσεων (έναρξη και εφαρμογή επενδυτικών σχεδίων) από τις αποφάσεις ελέγχου (έλεγχος και παρακολούθηση των επενδυτικών σχεδίων) σε μια επιχείρηση μειώνει το κόστος του προβλήματος του εντολέα-εντολοδόχου και ενισχύει την εταιρική αποδοτικότητα. Αυτό σημαίνει ότι το σύστημα ηγεσίας λήψης των αποφάσεων ελέγχου (διοικητικό συμβούλιο) δεν θα πρέπει να ελέγχεται από το σύστημα ηγεσίας λήψης των εκτελεστικών αποφάσεων (CEO). Ο CEO, όταν κατέχει και τη θέση του προέδρου, έχει επίσης τη δυνατότητα να ελέγχει την πληροφόρηση που είναι διαθέσιμη στα υπόλοιπα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, μειώνοντας τις δυνατότητες αποτελεσματικής εποπτείας του (Jensen, 1993). Καθώς ο πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου ασκεί τη μεγαλύτερη επίδραση στη λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου, η θεωρία των Fama και Jensen συνεπάγεται ότι ο αποτελεσματικός διαχωρισμός των εκτελεστικών αποφάσεων από τις αποφάσεις ελέγχου απαιτεί ο πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου να είναι διαφορετικό πρόσωπο από τον ανώτατο εκτελεστικό διευθυντή (CEO).

4.4 Το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου

Το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου δεν θα πρέπει να είναι ούτε πολύ μεγάλο, ώστε να εμφανίζονται προβλήματα έλλειψης συντονισμού μεταξύ των μελών, ούτε πολύ μικρό, ώστε να μην επαρκεί για την ανταλλαγή ιδεών. Στη διεθνή βιβλιογραφία αναφέρονται δύο δυνητικές πηγές αρνητικών επιπτώσεων από το μεγάλο μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου. Η μια σχετίζεται με την εμφάνιση προβλημάτων επικοινωνίας και συντονισμού μεταξύ των μελών, και η άλλη με τη μείωση της ικανότητας του διοικητικού συμβουλίου να ελέγχει την εκτελεστική διοίκηση, προκαλώντας προβλήματα τύπου «εντολέα-εντολοδόχου» (Lipton και Lorsch, 1992, Jensen, 1993, Yermack, 1996, Eisenberg κ.α., 1998). Οι αναφορές σε κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης συνήθως δεν υποδεικνύουν κάποιο «άριστο» μέγεθος διοικητικού συμβουλίου και περιορίζονται, είτε σε γενικές διατυπώσεις, είτε δεν κάνουν καμμία αναφορά. Από τους περιορισμένους κώδικες που κάνουν αναφορά στο μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, αυτός του Συμβουλίου Θεσμικών Επενδυτών των ΗΠΑ (Council of Institutional Investors, 2001) αναφέρει ότι υπό κανονικές συνθήκες το διοικητικό συμβούλιο δεν θα πρέπει να έχει λιγότερα από 5 και περισσότερα από 15 μέλη. Στον βελγικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης συστήνεται ως ανώτατο μέγεθος για τα διοικητικά συμβούλια τα 12 μέλη (BSE-CBF Commission, 1998), στον ελληνικό τα 13 μέλη (Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, 1999), ενώ στη Σουηδία οι σχετικές αρχές συστήνουν τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου κυμαίνονται από έξι μέχρι εννέα μέλη (Swedish Shareholders Association, 2000). Στη Γαλλία, σύμφωνα με τον νόμο, τα διοικητικά συμβούλια των εταιρειών πρέπει να απαρτίζονται από τρία έως δώδεκα μέλη (Hellebuyck Commission, 1998). 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 στον χρόνο.

4.5 Η εφαρμογή διαδικασιών αξιολόγησης του διοικητικού συμβουλίου και των μελών του

Η λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου θα μπορούσε να ενισχυθεί σημαντικά, εάν εφαρμόζονταν σύστημα αξιολόγησής του. Η διαδικασία αυτή θα

μπορούσε να αφορά τόσο κάθε μέλος χωριστά όσο και το διοικητικό συμβούλιο ως σύνολο. Η υιοθέτηση προτύπων αξιολόγησης έρχεται να απαντήσει εν μέρει στο ερώτημα του ποιος εποπτεύει το διοικητικό συμβούλιο. Σε μεγάλες εταιρείες, κυρίως στις ΗΠΑ, τέτοιες διαδικασίες αξιολόγησης θεωρούνται ιδιαίτερα σημαντικές για την αποτελεσματική λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου και των μελών χωριστά. Στο πλαίσιο αυτό, αναζητούν καινοτόμες μεθόδους αξιολόγησης που θα παρέχουν αξιόπιστα αποτελέσματα. Από την αξιολόγηση του διοικητικού συμβουλίου μπορούν να προκύψουν χρήσιμα συμπεράσματα για την καλύτερη λειτουργία του, που έχουν, για παράδειγμα, να κάνουν με τη συχνότητα των συνεδριάσεων, την ποσότητα και την ποιότητα των εκθέσεων που προσκομίζονται στις συνεδριάσεις, το αν πρέπει να αφιερωθεί περισσότερος χρόνος για τη συζήτηση του στρατηγικού πλάνου της εταιρείας κ.α. Σύμφωνα με μελέτη της Egon Zehnder (2000), το 75% των διοικητικών συμβουλίων στη Βόρεια Αμερική διαθέτει επίσημη διαδικασία αξιολόγησής του. Το αντίστοιχο ποσοστό στην Ευρώπη ανέρχεται σε μόλις 19% , στην Ασία σε 10% και στη Λατινική Αμερική σε 5%.

4.6 Η συχνότητα συνεδρίασης του διοικητικού συμβουλίου

Η συχνότητα συνεδρίασης του διοικητικού συμβουλίου αποτελεί μια παράμετρο προσδιορισμού της αποτελεσματικότητας και λειτουργικότητάς του. Ο αριθμός των συνεδριάσεων ποικίλλει, ανάλογα με τη φύση της δραστηριότητας της κάθε επιχείρησης. Οι Lipton και Lorsch (1992), υποστηρίζουν ότι ένα από τα σοβαρότερα προβλήματα που αντιμετωπίζουν τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου είναι η έλλειψη χρόνου για την εκπλήρωση των υποχρεώσεών τους. Η συμμετοχή σε πολλά διοικητικά συμβούλια στερεί από τα μέλη τη δυνατότητα να ασχολούνται αποτελεσματικά με το έργο της εποπτείας της εκτελεστικής διοίκησης και τον καθορισμό της στρατηγικής της επιχείρησης. Παρατηρείται μάλιστα και το φαινόμενο αρκετά διοικητικά συμβούλια να συνεδριάζουν χωρίς την παρουσία των ανεξάρτητων μελών. Με αυτό τον τρόπο δεν προστατεύονται επαρκώς τα δικαιώματα των μετόχων, καθώς η εκτελεστική διοίκηση ενδέχεται να προωθεί ίδια συμφέροντα και να μην μεγιστοποιεί την αξία της επιχείρησης. Η άποψη αυτή έχει ενισχυθεί σημαντικά τελευταία από κριτικές, τόσο στον τύπο όσο και σε ακαδημαϊκό επίπεδο (Byrne, 1996, NACD, 1996). Οι Conger κ.α. (1998) υποστηρίζουν ότι η αύξηση του

χρόνου που διατίθεται για τις συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου βελτιώνει σημαντικά την αποδοτικότητά του.

Τέλος, στον προσδιορισμό των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και τα κόστη που σχετίζονται με τον χρόνο που διατίθεται από τα στελέχη της εταιρείας, τα έξοδα μετακίνησης, τις αποζημιώσεις των μελών του διοικητικού συμβουλίου κ.ά. (Vafeas, 1999).

4.7 Η αμοιβή των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου

Η αμοιβή των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου δεν θα πρέπει να συνδέεται με την κερδοφορία και άλλα μεγέθη αποδοτικότητας της επιχείρησης, καθώς ενδέχεται να επηρεαστεί η ανεξάρτητη κρίση τους. Επιπλέον, η αμοιβή τους δεν θα πρέπει να λαμβάνει τη μορφή δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών (stock options) ή/και συμμετοχής στο ασφαλιστικό/συνταξιοδοτικό πρόγραμμα της επιχείρησης. Σχετικές συστάσεις περιλαμβάνονται στον γαλλικό κώδικα (Hellebuyck Commission, 1998), τον βελγικό κώδικα (BSE-CBF Commission, 1998), και τον ελληνικό κώδικα (Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, 1999). Ωστόσο, θεωρείται καλή πρακτική η αμοιβή τους να λαμβάνει τη μορφή απόκτησης μετοχών της εταιρείας και να συνδέεται με μακροχρόνιους εταιρικούς στόχους (Greenbury Report, 1995, Hampel Report, 1998). Το αντικειμενικότερο μέτρο προσδιορισμού της αμοιβής των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου είναι ο χρόνος που διαθέτουν στην εταιρεία, όπως η συμμετοχή στις συνεδριάσεις, σε επιτροπές του διοικητικού συμβουλίου κλπ. (Cadbury Report, 1992).

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

Η ύπαρξη μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών, ακόμη και σε πλειοψηφία στο διοικητικό συμβούλιο, δεν αρκεί πάντα. Η δυνατότητα συνεδρίασης των μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών, 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. Η πρακτική αυτή συστήνεται από αμερικανικούς κυρίως κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης. Στην Ευρώπη, το 35% των εταιρειών που συμμετείχαν σε έρευνα της Egon Zehnder (2000) δήλωσαν ότι τα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου συνεδριάζουν σε τακτική βάση και χωρίς τη συμμετοχή των εκτελεστικών μελών. Το αντίστοιχο ποσοστό στη Βόρεια Αμερική ήταν 72%, στην Ασία 29% και άτη Λατινική Αμερική 5%. Επιπλέον, για τη διασφάλιση της ανεξαρτησίας των μελών, οι εταιρείες θα μπορούσαν να προσλάβουν ένα ανεξάρτητο, μη εκτελεστικό, μέλος με αυξημένη βαρύτητα στο διοικητικό συμβούλιο (lead non-executive independent director). Ωστόσο, τέτοιες διαδικασίες προϋποθέτουν ότι τα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου είναι διατεθειμένα να αφιερώσουν ικανό χρόνο σε ζητήματα που αφορούν την εταιρεία, και όχι απλά να παρίστανται στις συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου. Στο πλαίσιο αυτό, η σύνδεση της αμοιβής τους με τον χρόνο που αφιερώνουν στην εταιρεία (και όχι η καταβολή ενός ενιαίου σταθερού χρηματικού ποσού σε όλους) θα τους κινητοποιούσε να επιδείξουν μεγαλύτερη προσήλωση σε αυτήν, ασκώντας αποτελεσματικότερα τον ρόλο τους.

Βεβαίως, η δυνατότητα των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών να συνεδριάζουν μόνα τους εξαρτάται από το μέγεθος της επιχείρησης και τον βαθμό ανάπτυξης της εταιρικής διακυβέρνησης στη συγκεκριμένη χώρα.

Συμπερασματικά, το διοικητικό συμβούλιο αποτελεί κεντρικό μηχανισμό εποπτείας των αποφάσεων της εκτελεστικής διοίκησης και διαμόρφωσης της στρατηγικής της επιχείρησης. Περισσότερη ανεξαρτησία, συμμετοχή μελών με σωρευμένη εμπειρία και ευρεία γνώση, αποτελεσματικότερη διάρθρωση και λειτουργία με επιτροπές κ.ά., βελτιώνουν τον εποπτικό ρόλο του διοικητικού συμβουλίου. Με αυτόν τον τρόπο προστατεύονται αποτελεσματικότερα τα δικαιώματα των μετόχων, και δη των μετόχων μειοψηφίας, για λογαριασμό των οποίων κατ' ουσία λειτουργεί το διοικητικό συμβούλιο.

4.9 Ο διευθύνων σύμβουλος και η εκτελεστική διοίκηση

Ο διευθύνων σύμβουλος και η ομάδα των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών αποτελεί μια από τις θεμελιώδεις μονάδες στη λειτουργία της επιχείρησης.

Η ενασχόλησή της με ζητήματα που άπτονται της καθημερινής λειτουργίας της επιχείρησης και που στην ουσία προσδιορίζουν την κατεύθυνση των οικονομικών επιδόσεων της τελευταίας την καθιστά ιδιαίτερα ευαίσθητη στις σχέσεις που αναπτύσσει με τους υπόλοιπους φορείς της επιχείρησης. Στο πλαίσιο αυτό, οι αναφορές που εντοπίζονται σε διάφορους διεθνείς κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης σημειώνουν τη σημασία της αποτελεσματικής κατανομής των εξουσιών μεταξύ του ανωτάτου διευθυντικού στελέχους και του διοικητικού συμβουλίου. Η Επιτροπή Cadbury (Cadbury Report, 1992), στις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης για το Ηνωμένο Βασίλειο, αναφέρει ότι θα πρέπει να είναι αποδεκτές και σαφώς προσδιορισμένες οι αρμοδιότητες του ανωτάτου εκτελεστικού στελέχους. Στον Καναδά, οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης (Dey Report, 1994) συστήνουν «η περιγραφή της θέση του ανωτάτου διευθυντικού στελέχους να περιλαμβάνει τον ορισμό των ορίων των ευθυνών της εκτελεστικής διοίκησης. Επιπλέον, το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να αποδεχθεί ή να αναπτύξει τους εταιρικούς στόχους στους οποίους θα λογοδοτεί ο διευθύνοντας σύμβουλος. Σημαντικός θεωρείται, επίσης, ο τρόπος προσδιορισμού της αμοιβής του δευθύνοντος συμβούλου και των ανωτάτων διευθυντικών στελεχών της εταιρείας. Η αμοιβή τους θα πρέπει να συνδέεται με την εν γένει απόδοση της εταιρείας, και σε κάθε περίπτωση να ευθυγραμμίζει τα συμφέροντα των διευθυντικών στελεχών με αυτά των μετόχων της επιχείρησης (OECD, 1999). Στο πλαίσιο αυτό, η αύξηση της ευαισθησίας της αμοιβής των ανωτάτων διευθυντικών στελεχών στην αποδοτικότητα της επιχείρησης λειτουργεί ως κίνητρο, ώστε να εργαστούν αποτελεσματικότερα, πετυχαίνοντας καλύτερα αποτελέσματα για την επιχείρηση και τους ίδιους. Με τον τρόπο αυτόν επιλύεται ως ένα βαθμό το πρόβλημα του «εντολέα-εντολοδόχου» (Mishra κ.α., 2000).

4.10 Εταιρική κοινωνική ευθύνη και η σχέση με τους έχοντες νόμιμα συμφέροντα προς την εταιρεία (stakeholders)

Η έμφαση σε ζητήματα κοινωνικής, περιβαλλοντικής και ηθικής ευθύνης από την πλευρά των επιχειρήσεων έχει λάβει τεράστιες διαστάσεις τα τελευταία χρόνια. Οι ανταγωνιστικές πιέσεις κινητοποιούν τις επιχειρήσεις να αντιμετωπίσουν μια σειρά ζητημάτων, όπως τις σχέσεις τους με τους εργαζόμενους, τους πελάτες, την τοπική κοινότητα κλπ., με διαφορετικό τρόπο απ' ό,τι στο παρελθόν. Οι περισσότεροι

ορισμοί συγκλίνουν στο ότι, η εταιρική κοινωνική ευθύνη συνίσταται στην ενσωμάτωση από τις εταιρείες, σε εθελοντική βάση, κοινωνικών και περιβαλλοντικών ανησυχιών στις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες και στις επαφές τους με άλλα ενδιαφερόμενα μέρη (Επιτροπή Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, 2001). Η εταιρική κοινωνική ευθύνη συνεπάγεται ότι η επιχείρηση ασκεί τις δραστηριότητές της με ένα κοινωνικά αποδεκτό τρόπο και ότι είναι υπόλογη για τις επιπτώσεις της επάνω σε όλους τους εταίρους (stakeholders). Με άλλα λόγια, η εταιρική κοινωνική ευθύνη εγείρει το ζήτημα της συνολικής επίπτωσης που έχει μια δραστηριότητα στη ζωή των ατόμων. Συνδέεται, συνεπώς, όχι μόνο με ενδοεπιχειρησιακές σχέσεις (συνθήκες υγιεινής και ασφάλειας στον χώρο εργασίας, εργασιακά δικαιώματα, επίπεδο μισθών, επένδυση σε εκπαίδευση των εργαζόμενων κλπ.), αλλά επεκτείνεται και πέρα από την εταιρεία, στην τοπική κοινότητα, και αφορά ένα ευρύ φάσμα ενδιαφερόμενων μερών (εκτός των μετόχων και των εργαζόμενων), όπως οι προμηθευτές, οι πελάτες, οι μη-κυβερνητικές οργανώσεις, οι δημόσιες αρχές κλπ., και τις σχέσεις που αναπτύσσει μαζί τους (ανθρώπινα δικαιώματα, επίδραση στην ανθρώπινη υγεία και ποιότητα ζωής κλπ.).

Ορισμένες επιχειρήσεις δημιουργούν ειδική επιτροπή στο διοικητικό τους συμβούλιο, που ασχολείται αποκλειστικά με ζητήματα κοινωνικής, περιβαλλοντικής και ηθικής ευθύνης (π.χ. Corporate Responsibility Committee, Ethics Committee, Public Policy Committee). 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.ά. Οι στατιστικές για τον αριθμό των εταιρειών που διαθέτουν τέτοια επιτροπή ποικίλουν, διότι δεν υπάρχει κάποια τυποποίηση σε ό,τι αφορά την ονομασία και τις αρμοδιότητές της. Έτσι, σύμφωνα με μελέτη της Korn-Ferry (1999) για το 1999, το 19% σε δείγμα 902 εταιρειών του Fortune 1000 διέθετε επιτροπή κοινωνικής ευθύνης, ποσοστό αμετάβλητο σχεδόν σε σχέση με το 1997. Σχετική μελέτη του The Conference Board (1999) και πάλι για το 1999 σε δείγμα 718 εταιρειών έδειξε ότι το 4% διέθετε επιτροπή κοινωνικής ευθύνης, το 1 % επιτροπή επιχειρηματικής ηθικής, το 5% περιβαλλοντική επιτροπή, το 16% επιτροπή εταιρικής διακυβέρνησης, το 6% επιτροπή ανθρωπίνων πόρων, και το 7% επιτροπή δημόσιας πολιτικής. Τέλος, σύμφωνα με μελέτη του National Association of Corporate Directors (NACD, 2000)

των ΗΠΑ σε σύνολο 10.000 επιχειρήσεων, το 7% διαθέτει περιβαλλοντική επιτροπή, το 6% επιτροπή δημοσίων υποθέσεων, το 9% επιτροπή επιχειρηματικής ηθικής και το 2% επιτροπή διαχείρισης κρίσεων. Άλλες εταιρείες ενσωματώνουν τα ζητήματα της κοινωνικής ευθύνης στις υπάρχουσες παραδοσιακές επιτροπές του διοικητικού συμβουλίου. Για παράδειγμα, η ελεγκτική επιτροπή επιφορτίζεται και με την παρακολούθηση του επιπέδου προσαρμογής σε ζητήματα κοινωνικής και ηθικής ευθύνης. Η πολιτική αυτή επιλέγεται είτε για λόγους εταιρικής οργάνωσης, είτε για λόγους κόστους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΩΝ ΕΡΓΑΣΙΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΟΥ ΕΠΙΠΕΔΟΥ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΑΣ

5.1 Εισαγωγή

Στο παρόν κεφάλαιο γίνεται επισκόπηση των επιστημονικών εργασιών που έχουν εκπονηθεί προκειμένου να αξιολογηθεί το επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης των εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Ειδικότερα, παρουσιάζονται τα κύρια συμπεράσματα της εργασίας την οποία εκπόνησε το Κέντρο Μελετών και Εκπαίδευσης Χρηματοοικονομικής (ΚΕ.Μ.Ε.Χ.) του Πανεπιστημίου Αθηνών καθώς και των εργασιών που εκπόνησε ο διεθνής ελεγκτικός οίκος Grand Thornton σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, για τα έτη 2005 και 2006. Οι εργασίες αυτές επιδίωξαν να αξιολογήσουν το βαθμό συμμόρφωσης των ελληνικών επιχειρήσεων τόσο με το υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο, όσο και με τις διεθνείς βέλτιστες πρακτικές, καθώς και να διερευνήσουν τους λόγους απόκλισης των εταιρειών.

5.2 Η μελέτη του ΚΕ.Μ.Ε.Χ.

Το Κέντρο Μελετών και Εκπαίδευσης Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Αθηνών ανέπτυξε στο πρόσφατο παρελθόν μεθοδολογία για την καταγραφή και αξιολόγηση του επιπέδου εταιρικής διακυβέρνησης των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρειών (ΚΕΜΕΧ, 2001). Το έργο στόχευε:

Στην παροχή πληροφόρησης προς τις αρμόδιες αρχές (Χρηματιστήριο, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς) για το υφιστάμενο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης, τις δυνάμεις και αδυναμίες του και τον εντοπισμό των πεδίων όπου το νομικό πλαίσιο κρίνεται ανεπαρκές και επιδέχεται βελτιώσεις.

Στη δημιουργία ενός χρήσιμου εργαλείου προς τους θεσμικούς επενδυτές για την αποτελεσματική λήψη των επενδυτικών τους αποφάσεων. Η κρισιμότητα μιας

τέτοιας δυνατότητας ενισχύεται από το άνοιγμα των κεφαλαιαγορών και την ύπαρξη «απαιτητικών» διεθνών επενδυτών.

Στην αξιολόγηση των εταιρειών που συμμετέχουν στο δείγμα, με στόχο να προκύψουν για τις ίδιες τις εταιρείες χρήσιμα και πρακτικά αξιοποιήσιμα συμπεράσματα για την επιχειρησιακή διοίκηση και διακυβέρνησή τους.

Το KEMEX εκπόνησε ερωτηματολόγιο για την αξιολόγηση του επιπέδου εταιρικής διακυβέρνησης. Η δομή του ερωτηματολογίου κάλυπτε τις αρχές που περιλαμβάνονται στον ελληνικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς και τις αρχές του ΟΟΣΑ. Παράλληλα, μελετήθηκαν οι κώδικες άλλων χωρών με σημαντική εμπειρία σε ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης (Ηνωμένο Βασίλειο, ΗΠΑ, Γερμανία, Βέλγιο, Γαλλία) και χωρών παρομοίου επιπέδου ανάπτυξης με την Ελλάδα (Ιρλανδία, Πορτογαλία). Το ερωτηματολόγιο στάλθηκε αρχικά στην κάθε εταιρεία και συμπληρώθηκε ύστερα από συνέντευξη-ραντεβού του επιστημονικού προσωπικού του KEMEX με στέλεχος της εταιρείας (κυρίως διευθύνων σύμβουλος ή άλλο διοικητικό στέλεχος).

Οι πέντε κύριοι δείκτες αξιολόγησης του επιπέδου εταιρικής διακυβέρνησης ήταν:

1. Βασικά δικαιώματα των μετόχων
2. Διαφάνεια, γνωστοποίηση πληροφοριών και έλεγχος
3. Διοικητικό συμβούλιο
4. Διευθύνων σύμβουλος και εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη
5. Δέσμευση εταιρικής διακυβέρνησης, κοινωνική ευθύνη και η σχέση με τους έχοντες νόμιμα συμφέροντα στην εταιρεία.

Οι εταιρείες που συμμετείχαν στην ερευνητική προσπάθεια είναι αυτές που συνθέτουν τους δείκτες FTSE/ASE-20, FTSE/ASE MID-40, Small Cap-80, καθώς και τον Γενικό Δείκτη τιμών (ΓΔΤ) του ΧΑΑ. Επιπλέον επελέγησαν με τυχαίο τρόπο εισηγμένες εταιρείες που δεν ανήκουν σε κανένα από τους παραπάνω δείκτες. Το σύνολο των εταιρειών που απάντησαν αντιπροσωπεύει περίπου το 86,2% της συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς.

Από την επεξεργασία των ερωτηματολογίων των εταιρειών που συμμετείχαν στο δείγμα προκύπτουν:

- Αποτελέσματα χρήσιμα για την αξιολόγηση της αγοράς (ουσιαστικά εντοπίζονται πεδία στα οποία υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο, είτε είναι ανεπαρκές είτε ανύπαρκτο, είτε χρειάζεται βελτίωση)
- Συνολική αξιολόγηση του επιπέδου εταιρικής διακυβέρνησης
- Σειρά προτάσεων προς τις αρμόδιες αρχές, τις εισηγμένες εταιρείες και παιρετέρω ερευνητική δραστηριότητα.

Απο τη μελέτη και τις συνεντεύξεις προέκυψαν συμπεράσματα χρήσιμα για τις αρμόδιες αρχές αλλά και τις ίδιες τις επιχειρήσεις. Η γενική τάση των επιχειρήσεων ήταν υπέρ μιας εθελοντικής στρατηγικής στα θέματα εταιρικής διακυβέρνησης. Το βασικό συμπέρασμα της μελετητικής ομάδας είναι ότι η ελληνική αγορά στο σύνολό της δείχνει σχετικά ικανοποιητικό βαθμό σεβασμού των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης. Ειδικότερα, η μελέτη κατέληξε στα παρακάτω συμπεράσματα:

- ✓ Η συστηματική αξιολόγηση του επιπέδου εταιρικής διακυβέρνησης είναι εφικτή στην Ελλάδα, τόσο από πλευράς μεθοδολογίας όσο και από πλευράς ενδιαφέροντος του μεγαλύτερου αριθμού των εισηγμένων εταιρειών.
- ✓ Εκτός από τα γενικά συμπεράσματα, οι εταιρείες είχαν ιδιαίτερο ενδιαφέρον να συγκρίνουν τα αποτελέσματα της δικής τους αποτίμησης με την άριστη βαθμολογία και τον μέσο όρο. Με την έννοια αυτή προέκυψε δευτερευόντως και ένα εργαλείο «επιπέδου αναφοράς» (benchmarking)

Σύμφωνα με τη μεθοδολογία, ορισμένοι δείκτες έλαβαν μέγιστη τιμή για όλες τις εταιρείες, καθώς το περιεχόμενό τους ορίζεται με βάση το νόμο ή με αποφάσεις των αρμοδίων αρχών, χωρίς να διερευνηθούν πιθανές αποκλίσεις ή θέματα ουσίας. Για παράδειγμα, βαθμολογήθηκε με άριστα ο δείκτης που αναφέρεται στον αριθμό των συνεδριάσεων του Δ.Σ., καθώς ο νόμος προβλέπει τουλάχιστον μια συνεδρίαση ανά μήνα. Ωστόσο, δε διερευνήθηκε κατά πόσο οι συνεδριάσεις αυτές έχουν ουσιαστικό περιεχόμενο, κάτι το οποίο θα μπορούσε να διαφοροποιήσει το συνολικό αποτέλεσμα.

Με βάση τις επιμέρους κατηγορίες προκύπτει ότι:

- Στην κατηγορία «Βασικά δικαιώματα των μετόχων» το αποτέλεσμα για όλες τις κατηγορίες δεικτών είναι υψηλό και δεν παρουσιάζει σημαντικές αποκλίσεις. Η έλλειψη σημαντικής διαφοροποίησης στο αποτέλεσμα

προκύπτει από την εφαρμογή ενιαίων πρακτικών προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων, τις οποίες επιβάλλει ο νόμος. Διαφοροποίηση εντοπίζεται ως προς την ύπαρξη αυτόνομου τμήματος εξυπηρέτησης των μετόχων, όπου οι εταιρείες του FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid-40 παρουσιάζουν απόκλιση σε σχέση με αυτές του Small Cap-80. Απόκλιση εντοπίζεται και ως προς την χρήση του διαδικτύου, όπου και πάλι οι εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης παρουσιάζουν υψηλότερο επίπεδο προσαρμογής.

- Στην κατηγορία «Διαφάνεια, γνωστοποίηση πληροφοριών και έλεγχος» οι εταιρείες του δείκτη FTSE/ASE-20 παρουσιάζουν καλύτερο αποτέλεσμα σε σχέση με αυτές του FTSE/ASE Mid-40. Η διαφορά διευρύνεται όταν συγκρίνονται με τις εταιρείες του δείκτη Small Cap-80. Για τις εταιρείες του ΓΔΤ του ΧΑΑ το αποτέλεσμα είναι χαμηλότερο από αυτό του δείκτη FTSE/ASE-20 αλλά υψηλότερο από εκείνο του δείκτη FTSE/ASE Mid-40. Σημαντική απόκλιση προκύπτει κυρίως λόγω της μη κατάρτισης των οικονομικών καταστάσεων και με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ) από της μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης εταιρείες.
- Στην κατηγορία «Διοικητικό Συμβούλιο» οι εταιρείες του FTSE/ASE-20 παρουσιάζουν καλύτερο αποτέλεσμα, και ακολουθούν οι εταιρείες του ΓΔΤ του ΧΑΑ, οι εταιρείες του δείκτη FTSE/ASE Mid-40 και αυτές του δείκτη Small Cap-80.
- Στην κατηγορία «Διευθύνων Σύμβουλος και εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη» οι εταιρείες του δείκτη FTSE/ASE-20 παρουσιάζουν την υψηλότερη προσαρμογή, και ακολουθούν με μικρή απόκλιση οι εταιρείες του ΓΔΤ του ΧΑΑ. Τέλος, το επίπεδο προσαρμογής των εταιρειών των δεικτών FTSE/ASE Mid-40 και Small Cap-80 κινείται στα ίδια περίπου επίπεδα και αποκλίνει σαφώς από αυτό των εταιρειών του FTSE/ASE-20.
- Στην κατηγορία «Δέσμευση εταιρικής διακυβέρνησης, κοινωνική ευθύνη και σχέση με τους έχοντες νόμιμα συμφέροντα στην εταιρεία» το επίπεδο προσαρμογής είναι χαμηλό για όλους δείκτες. Ωστόσο, οι εταιρείες του δείκτη FTSE/ASE-20 και του ΓΔΤ του ΧΑΑ παρουσιάζουν καλύτερο επίπεδο προσαρμογής από αυτές του FTSE/ASE Mid-40 και Small Cap-80, με σημαντική μάλιστα απόκλιση.

Ένα δεύτερο βασικό συμπέρασμα της μελέτης του KEMEX είναι ότι η υιοθέτηση μιας ενεργούς πολιτικής προς τις διεθνείς «καλές πρακτικές» έχει ξεκινήσει από κάποιες ελληνικές επιχειρήσεις, αλλά είναι απαραίτητο, αργά ή γρήγορα, να γίνει συνείδηση σε όλες. Ακόμη και αν κάποια επιμέρους σημεία είναι λίγο πρόωρα για την ελληνική πραγματικότητα ή διαφέρουν από τα παραδοσιακά διοικητικά μοντέλα που εφαρμόζονται σε αυτήν, οι ξένοι επενδυτές (και μάλλον όλο και περισσότερο και οι έλληνες θεσμικοί) θα τα θεωρούν *condition sine quo non* για να επενδύσουν. Έτσι, εταιρείες με χαμηλό δείκτη συμμόρφωσης κινδυνεύουν να παρουσιάσουν μειωμένη ζήτηση για τη μετοχή τους, παρά την κερδοφορία τους.

Ένα τρίτο σημαντικό γενικό συμπέρασμα είναι ότι η πολιτική εταιρικής διακυβέρνησης είναι δυναμική. Καλή αποτίμηση σε δεδομένη χρονική περίοδο δε σημαίνει μακροχρόνια εξασφάλιση. Τόσο λόγω της ταχύτητας αλλαγής τεχνολογίας που διευκολύνει την πολιτική διαφάνειας, όσο και λόγω της συζήτησης που έχει πρόσφατα εντατικοποιηθεί, οι ελληνικές εταιρείες έχουν μεγάλα περιθώρια βελτίωσης σε όλους τους τομείς.

5.3 Grand Thorton και Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών: «Αξιολόγηση της εφαρμογής των αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης στο ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον για το έτος 2005»

Στο παρόν τμήμα της εργασίας παρουσιάζονται τα κύρια σημεία της μελέτης που διεξήγαγε η εταιρεία Grand Thorton (εταιρεία παροχής ελεγκτικών και συμβουλευτικών υπηρεσιών) σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών το 2005.

Η ταυτότητα της Έρευνας

Ο διεθνής ελεγκτικός οίκος Grand Thorton και το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, μέσω του εργαστηρίου Διοικητικής επιστήμης (Management science Laboratory) του Τμήματος Διοικητικής Επιστήμης και Τεχνολογίας πραγματοποίησε από την 1η Φεβρουαρίου έως την 30η Ιουλίου 2005 οργανωμένη έρευνα για την «αξιολόγηση της εφαρμογής των αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης στο ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον».

Στόχος της έρευνας ήταν, αφενός να αποτυπώσει την υφιστάμενη κατάσταση στο πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης μέσω της παραγωγής πρωτογενούς πληροφόρησης για τις ελληνικές επιχειρήσεις και αφετέρου, να αναπτύξει δημιουργικό προβληματισμό και να συμβάλλει στην διαπαιδαγώγηση της αγοράς για τη σημαντικότητα της εταιρικής διακυβέρνησης. Ειδικότερα η έρευνα επιδίωξε να αξιολογήσει το βαθμό συμμόρφωσης των ελληνικών επιχειρήσεων τόσο με το υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο, όσο και με τις διεθνής βέλτιστες πρακτικές, καθώς και να διερευνήσει τους λόγους απόκλισης των εταιρειών. Φιλοδοξία της έρευνας ήταν να αναδείξει τα θέματα μείζονος σημασίας για τη βελτίωση του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα.

Η έρευνα διεξήχθη με τη μορφή ερωτηματολογίου στο σύνολο των εισηγμένων στο ΧΑΑ. Το περιεχόμενο των ερωτήσεων βασίστηκε στο θεσμικό πλαίσιο περί εταιρικής διακυβέρνησης. Η ανάλυση που ακολούθησε στηρίχτηκε στην κατηγοριοποίηση των εταιρειών ανά δείκτη κεφαλαιοποίησης, σύμφωνα με αυτούς του ΧΑΑ κατά την περίοδο διεξαγωγής της έρευνας. Στην έρευνα ανταποκρίθηκαν 110 επιχειρήσεις οι οποίες αντιπροσωπεύουν το 53% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του ΧΑΑ και θεωρούνται αντιπροσωπευτικές του συνόλου. Η πλειονότητα των απαντήσεων προήλθε από τον Οικονομικό Διευθυντή, τα Διευθυντικά Στελέχη και τους Εσωτερικούς Ελεγκτές. Η μη ανταπόκριση στην έρευνα, σύμφωνα με τις εταιρείες που δε συμμετείχαν αποδίδεται κυρίως σε έλλειψη ενδιαφέροντος, αμέλεια, φόρτο εργασίας και άρνηση συμμετοχής.

Κύρια Σημεία

Η Εταιρική Διακυβέρνηση έχει αναδειχθεί σε μείζον θέμα για τις εισηγμένες εταιρείες, τις εποπτικές αρχές και όλους τους φορείς της αγοράς. Είναι αναγνωρισμένη πλέον η σημασία για την αποτελεσματική διοίκηση των επιχειρήσεων και κοινώς παραδεκτή η ανάγκη εφαρμογής των σχετικών αρχών για τη δραστηριότερη διαφύλαξη και προώθηση των συμφερόντων των μετόχων.

Σύμφωνα με την μελέτη, στην Ελλάδα 3 στις 10 επιχειρήσεις ισχυρίζονται ότι εφαρμόζουν πλήρως τις σχετικές οδηγίες και συστάσεις. Οι 7 στις 10 διατείνονται ότι εξηγούν τους λόγους απόκλισης από τις βέλτιστες πρακτικές, ωστόσο μόνο 2 στις 10 δημοσιοποιούν έκθεση συμμόρφωσης με το θεσμικό πλαίσιο.

Σε γενικές γραμμές, οι εισηγμένες εταιρείες εμφανίζονται να «συμμορφώνονται» ως προς το γράμμα αλλά όχι ως προς το πνεύμα της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Ναι μεν εφαρμόζουν τις διατάξεις του νόμου 3016/2002, αλλά στην πλειοψηφία τους δεν παρέχουν περαιτέρω πληροφόρηση για τις πρακτικές και τις διαδικασίες που ακολουθούν και δεν εξηγούν τους λόγους απόκλισης από το θεσμικό πλαίσιο.

Διοικητικό Συμβούλιο

Η «συμμόρφωση ως προς το γράμμα αλλά όχι και ως προς το πνεύμα της εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί επικρατούσα συμπεριφορά των εταιρειών και αναφορικά με τη λειτουργία του Δ.Σ. Συγκεκριμένα, τα Δ.Σ. των εισηγμένων εταιρειών είναι ευέλικτα και συνεδριάζουν τουλάχιστον μια φορά το μήνα. Εντούτοις, οι περισσότερες εταιρείες δε διαχωρίζουν τις ευθύνες στα ανώτερα κλιμάκια, καθότι, σε 8 από τις 10 περιπτώσεις, ο Πρόεδρος του Δ.Σ. είναι και βασικός μέτοχος. Η πλειονότητα των εταιρειών δεν αξιολογεί τα μέλη του Δ.Σ. και δεν παρέχει σε αυτά πρόσβαση σε εξωτερικούς συμβούλους. Επίσης, τα μισά μέλη του Δ.Σ. στις εταιρείες της έρευνας συμμετέχουν σε Δ.Σ. άλλων εταιρειών, συνδεδεμένων ή μη, γεγονός που εγείρει το ερώτημα κατά πόσο είναι σε θέση να διαχειριστούν αποτελεσματικά τα καθήκοντά τους. Τέλος, οι εισηγμένες εταιρείες υστερούν ως προς την υιοθέτηση Διεθνών Βέλτιστων Πρακτικών, όπως τη σύσταση Επιτροπής Ορισμού μελών του Δ.Σ. και τη δημοσιοποίηση των σχετικών διαδικασιών.

Ανεξάρτητα Μη Εκτελεστικά μέλη

Η ύπαρξη μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ. των εισηγμένων εταιρειών αποτελεί όρο *sine qua non* για ορθή Εταιρική Διακυβέρνηση καθότι:

A) Η παρουσία μη εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ. προστατεύει όλους τους μετόχους από τη δυνατότητα που έχουν οι επαγγελματίες διαχειριστές να διοικούν την επιχείρηση για ιδιοτελείς σκοπούς.

B) Η παρουσία ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών προστατεύει τις μειοψηφίες των μετόχων (που είτε δε δύνανται είτε δεν επιθυμούν να εκπροσωπούνται στο Δ.Σ.) από καταχρηστικές συμπεριφορές της πλειοψηφίας. Η

διασφάλιση της ανεξαρτησίας τους είναι ιδιαίτερα σημαντική για τις συνθήκες της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς.

Εκ πρώτης όψεως, όλες οι εταιρείες πληρούν τις τυπικές απαιτήσεις του Νόμου. Ήτοι διαθέτουν επαρκή αριθμό μη εκτελεστικών μελών και επαρκή αριθμό ανεξάρτητων μελών στα Δ.Σ. Επίσης, διατείνονται ότι με αυτόν τον τρόπο διασφαλίζουν αποτελεσματικά την ανεξαρτησία των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών τους. Ωστόσο, παρά την πρόβλεψη του Νόμου για ικανοποίηση ρητών κριτηρίων ανεξαρτησίας «ένα-προς-ένα», μόνο 6 στις 10 εταιρείες διασφαλίζουν στην πράξη την ανεξαρτησία. Εξαίρεση αποτελούν οι εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

Αποδοχές Δ.Σ.- Διευθυντικών Στελεχών

Σε γενικές γραμμές, οι εισηγμένες εταιρείες τηρούν το γράμμα του Νόμου, υπολείπονται όμως των βέλτιστων πρακτικών. Θετικό είναι το γεγονός ότι οι αμοιβές των μελών του Δ.Σ. αποφασίζονται από τη Γενική Συνέλευση (Γ.Σ.) και ότι οι αμοιβές των διευθυντικών στελεχών συνδέονται με την εν γένει απόδοση της επιχείρησης. Αξίζει να σημειωθεί, ωστόσο, ότι 8 στις 10 επιχειρήσεις δεν έχουν συστήσει Επιτροπή Αποδοχών εκλεγμένη από τη Γ.Σ. και ότι 5 στις 10 δε δημοσιοποιούν ξεχωριστά τις αποδοχές των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ.. Εξαίρεση αποτελούν οι εταιρείες του FTSE-20 με συγκριτικά καλύτερα ποσοστά.

Εσωτερική Οργάνωση και Κανονισμός λειτουργίας

Ομοίως στην περίπτωση του Εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας οι εταιρείες επιδεικνύουν «συμμόρφωση ως προς το γράμμα του Νόμου και όχι ως προς το πνεύμα της Εταιρικής Διακυβέρνησης». Το σύνολο των εταιρειών διαθέτει εγκεκριμένο Εσωτερικό Κανονισμό «ένα-προς-ένα» όλα τα στοιχεία που στηρίζει ο νόμος ως «ελάχιστο περιεχόμενο» του Εσωτερικού Κανονισμού.

Εσωτερικός Έλεγχος και Σύστημα Διαχείρισης Κινδύνων

Η πλειονότητα των εταιρειών έχει συστήσει Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου. Εντούτοις, μόνο 1 στις 2 διαθέτει τον απαραίτητο αριθμό (3) μη εκτελεστικών μελών στην Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου, ώστε να διασφαλίζεται αποτελεσματικά η

ανεξαρτησία της Επιτροπής και των εσωτερικών ελεγκτών. Ως προς τη διαχείριση κινδύνων, οι περισσότερες επιχειρήσεις δηλώνουν προετοιμασμένες για την αντιμετώπισή τους, καθότι, όχι μόνο έχουν καταγράψει τους κινδύνους, αλλά, επίσης, διαθέτουν συστήματα και διαδικασίες αντιμετώπισης αυτών.

Συμμετοχή Μετόχων στη Λήψη Αποφάσεων

Το σύνολο σχεδόν των εταιρειών φαίνεται να αξιολογεί ως βασική προτεραιότητα τη συμμετοχή των μετόχων στην πληροφόρηση και τη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Οι επιχειρήσεις ενημερώνουν τους μετόχους για τα ουσιώδη θέματα είτε μέσω του Εθνικού Τύπου (έντυπου και ηλεκτρονικού) είτε μέσω του Δελτίου Τύπου του ΧΑΑ, είτε μέσω της Ιστοσελίδας τους, παρέχοντας έτσι έγκαιρη, ισότιμη και χαμηλού κόστους πληροφόρηση. Εντούτοις, αν και η πλειονότητα τους θεωρεί σκόπιμη τη διευκόλυνση της συμμετοχής των μετόχων στις Γ.Σ. μόνο το 65% των εταιρειών προσφέρει στους μετόχους τη δυνατότητα να ψηφίζουν εν τη απουσία τους.

5.4 Grand Thorton και Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών: «Αξιολόγηση της εφαρμογής των αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης στο ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον για το έτος 2006»

Στο παρόν τμήμα της εργασίας παρουσιάζονται τα κύρια σημεία της μελέτης που διεξήγαγε η εταιρεία Grand Thorton (εταιρεία παροχής ελεγκτικών και συμβουλευτικών υπηρεσιών) σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών το 2006.

Η Ταυτότητα της έρευνας

Η Grand Thorton και το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, μέσω του Εργαστηρίου Διοικητικής Επιστήμης του Τμήματος Διοικητικής Επιστήμης και Τεχνολογίας, και με την αρωγή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών, διεξήγαγαν για δεύτερη συνεχόμενη χρονιά την Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης 2006 στο σύνολο των εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών.

Στόχος της έρευνας ήταν η ανίχνευση και αποτύπωση του προτύπου συμπεριφοράς των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων ως προς την υιοθέτηση των σχετικών αρχών και συστάσεων εταιρικής διακυβέρνησης. Επιπλέον η έρευνα επιδίωκε, μέσω της σύγκρισης των αποτελεσμάτων με το 2005, να προσδιορίσει τα αδύνατα και δυνατά σημεία των ελληνικών επιχειρήσεων και συνακόλουθα, να συμβάλλει στη χάραξη πολιτικής από τις αρμόδιες αρχές. Φιλοδοξία της έρευνας ήταν να αναδείξει τις αλλαγές που απαιτούνται για τη δημιουργική προσαρμογή των ελληνικών εταιρειών στα διεθνή δεδομένα εφαρμογής των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης.

Η έρευνα διεξήχθη με τη μορφή ερωτηματολογίου στο σύνολο των εισηγμένων εταιρειών στο ΧΑΑ. Το περιεχόμενο των ερωτήσεων βασίστηκε στο θεσμικό πλαίσιο περί εταιρικής διακυβέρνησης. Η ανάλυση που ακολούθησε στηρίχτηκε στην κατηγοριοποίηση των εταιρειών ανά δείκτη κεφαλαιοποίησης, σύμφωνα με αυτούς του ΧΑΑ κατά την περίοδο διεξαγωγής της έρευνας. Στην έρευνα ανταποκρίθηκαν 80 επιχειρήσεις οι οποίες αντιπροσωπεύουν το 43,4% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του ΧΑΑ και θεωρούνται αντιπροσωπευτικές του συνόλου. Η πλειονότητα των απαντήσεων προήλθε από τον Οικονομικό Διευθυντή, τα Διευθυντικά Στελέχη και τους Εσωτερικούς Ελεγκτές. Η μη ανταπόκριση στην έρευνα, σύμφωνα με τις εταιρείες που δε συμμετείχαν, αποδίδεται κυρίως σε φόρτο εργασίας και δευτερευόντως σε αμέλεια και έλλειψη ενδιαφέροντος.

Κύρια σημεία

Η εταιρική διακυβέρνηση συνεχίζει να τίθεται στο κέντρο της σύγχρονης επιχειρηματικής δραστηριότητας, όχι μόνο σε εθνικό αλλά και σε διεθνές επίπεδο. Με υψηλή συχνότητα διατυπώνεται η άποψη ότι οι αρχές διαφάνειας, της συνέπειας και της υπευθυνότητας αποτελούν τις ελάχιστες απαιτήσεις προκειμένου να δημιουργηθεί ένα κλίμα εμπιστοσύνης προς τη συμπεριφορά των επιχειρήσεων, να μειωθεί η έκθεση των χρηματαγορών σε κρίσεις και να διευκολυνθεί η προσέλκυση νέων κεφαλαίων.

Στην Ελλάδα, το οικονομικό έτος 2006

- Οι 3 στις 10 εταιρείες εισηγμένες στο ΧΑΑ, δηλώνουν ότι έχουν υιοθετήσει πλήρως τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης.
- Οι 6 στις 10 εταιρείες εισηγμένες στο ΧΑΑ δηλώνουν ότι έχουν υιοθετήσει επαρκώς τις σχετικές αρχές και συστάσεις.
- Από τις 4 εταιρείες που δηλώνουν ότι αποκλίνουν από το θεσμικό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης, οι 3 δεν εξηγούν τους λόγους απόκλισης.

Τα ανωτέρω αποτελέσματα δείχνουν ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις επιλέγουν διχοτομικό μεταξύ συμμόρφωσης και μη συμμόρφωσης, ήτοι, δεν εκμεταλλεύονται τη διευρυμένη ευελιξία που τους παρέχει η σχετική προσέγγιση να αιτιολογούν γιατί αποκλίνουν. Επιπλέον, οι ελληνικές εισηγμένες εταιρείες, αν και έχουν σημειώσει εμφανή πρόοδο συγκριτικά με το 2005, εντούτοις, έχουν να καλύψουν αρκετό έδαφος αναφορικά με την ποιότητα της συμμόρφωσης που επιδεικνύουν.

Τέλος, τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι υπάρχουν δύο τομείς στους οποίους θα ήταν σκόπιμο να ενταθεί η προσπάθεια για τον εκσυγχρονισμό της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα:

Η σημαντικότερη υστέρηση αφορά στην ανελαστικότητα που επιδεικνύουν οι εισηγμένες ως προς την ενίσχυση της ανεξαρτησίας και του εποπτικού ρόλου του Δ.Σ.. Φαίνεται πως δεν έχει κατανοηθεί ακόμα από τις ελληνικές επιχειρήσεις, στο βαθμό που πρέπει, ότι η ανεξαρτησία του Δ.Σ. είναι εκείνη που προσδίδει αξία στο ρόλο του.

Η δεύτερη αδυναμία εντοπίζεται στη περιορισμένη υιοθέτηση βέλτιστων πρακτικών, όπως «Συγκρότηση Επιτροπής Αποδοχών με πλειοψηφία ανεξάρτητων μελών» και «Σύσταση Επιτροπής Ορισμού Νέων Μελών στο Δ.Σ.».

Διοικητικό Συμβούλιο

Όσον αφορά τη δομή και την αποτελεσματικότητα του Δ.Σ. οι επιδόσεις των εταιρειών είναι υψηλότερες σε σχέση με αυτές του 2005. Εντούτοις, στην πλειοψηφία τους είναι ποσοτικές και όχι ποιοτικές. Συγκεκριμένα, και το 2006 οι εισηγμένες εξασφάλιζαν τον απαιτούμενο μέσο αριθμό μελών στα Δ.Σ. καθώς επίσης και τον αναγκαίο μέσο όρο συνεδριάσεων. Ωστόσο, τα Δ.Σ των εισηγμένων εταιρειών στο ΧΑΑ:

- Δεν ανταποκρίνονται στον εποπτικό τους ρόλο (σε 6 από τις 10 εταιρείες ο Πρόεδρος και ο Διευθύνων Σύμβουλος είτε ταυτίζονται, είτε συνδέονται με σχέση συγγένειας, ενώ σε 7 από τις 10, ο Πρόεδρος έχει επιφορτιστεί και με εκτελεστικά καθήκοντα).
- Απαρτίζονται από «διακρίνουσες προσωπικότητες» (στις μισές εταιρείες ο Πρόεδρος του Δ.Σ. έχει διατελέσει στο παρελθόν Διευθύνων Σύμβουλος, ενώ σε περίπου 7 από τις 10 ο Πρόεδρος ή/και ο Διευθύνων Σύμβουλος ελέγχουν πάνω από το 3% των μετοχών).
- Δεν αξιολογούν την απόδοσή τους καθώς μόνο οι 4 στις 10 έχουν αναπτύξει διαδικασίες αξιολόγησης της απόδοσης των μελών του Δ.Σ. και των διαφόρων επιτροπών αυτών.
- Δεν υποστηρίζουν τα μέλη τους κότα την άσκηση των καθηκόντων τους (οι 3 στις 10 παρέχουν πρόσβαση στα μέλη του Δ.Σ. σε εξωτερικούς συμβούλους καλύπτοντας τον απαιτούμενο προϋπολογισμό για τις αμοιβές αυτών).
- Εφαρμόζουν σε ιδιαίτερα περιορισμένο βαθμό Διεθνείς Βέλτιστες Πρακτικές, όπως συγκρότηση Επιτροπής Ορισμού νέων μελών στο Δ.Σ., δημοσιοποίηση διαδικασιών ορισμού νέων μελών κ.λπ.

Ανεξάρτητα Μη Εκτελεστικά Μέλη

Η σκοπιμότητα ύπαρξης μη-εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη-εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ., ως αντίβαρο στις καταχρηστικές συμπεριφορές της διοίκησης, φαίνεται ότι έχει αρχίσει να αναγνωρίζεται από τις ελληνικές εταιρείες. Το σύνολο σχεδόν των εταιρειών της έρευνας ικανοποιεί την απαιτούμενη από το νόμο αναλογία εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη-εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ.

Εντούτοις οι εισηγμένες έχουν να καλύψουν αρκετό έδαφος ως προς την εξασφάλιση πλήρους ανεξαρτησίας καθώς:

- Τα ανεξάρτητα μέλη ικανοποιούν «ένα-προς-ένα» τα κριτήρια ανεξαρτησίας του Νόμου 3016/2002 στο 65,1% των εταιρειών (έναντι 58% το 2005).
- Τα συμφέροντα των μετόχων μειοψηφίας προστατεύονται ικανοποιητικά μέσω άμεσης εκπροσώπησης στο Δ.Σ. σε μόνο 3 απο τις 10 εταιρείες (έναντι 2 στις 10 το 2005).

Ωστόσο, θα ήταν παράλειψη να μην αναφερθεί ότι τα παραπάνω ποσοστά είναι βελτιωμένα σε σχέση με αυτά του 2005, γεγονός που δηλώνει αργό αλλά εμφανή βηματισμό προς τη σωστή κατεύθυνση.

Αποδοχές Διοικητικού Συμβουλίου-Διευθυντικών Στελεχών

Πρόοδο επιδεικνύουν οι ελληνικές εισηγμένες εταιρείες αναφορικά με τα θέματα αμοιβών καθώς:

- Διπλάσιες εταιρείες σε σχέση με το 2005 έχουν συστήσει Επιτροπή Αποδοχών για τα διευθυντικά στελέχη.
- Οι 7 στις 10 εταιρείες του δείγματος συνδέουν το ύψος των αποδοχών των εκτελεστικών διευθυντών με την επίτευξη στόχων και την απόδοση της εταιρείας και όχι με stock Options, τα οποία δίνουν τη δυνατότητα στους managers να αξιοποιούν εσωτερική πληροφόρηση για την επιχείρηση ή/και τον κλάδο προς όφελός τους.
- Σχεδόν το 60% των εταιρειών (έναντι 58% το 2005) συνδέει τις αμοιβές παράστασης των μη εκτελεστικών στελεχών, κατά κύριο λόγο, με το χρόνο που εκείνα αφιερώνουν για τα θέματα της επιχείρησης.
- Σχεδόν 6 στις 10 εταιρείες (έναντι 5 στις 10 το 2005), δημοσιοποιούν ξεχωριστά τις αποδοχές των εκτελεστικών και μη-εκτελεστικών μελών τους, με τις εταιρείες μεσαίας κεφαλαιοποίησης να επιδεικνύουν τη μεγαλύτερη πρόοδο.

Ωστόσο, μόλις το 15% των εταιρειών αναθέτει την εποπτεία των αποδοχών της ανώτατης διοίκησης σε Επιτροπή Αποδοχών εκλεγμένη από τη Γενική Συνέλευση.

Εσωτερική Οργάνωση και Κανονισμός Λειτουργίας

Σε ό,τι αφορά θέματα Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας, οι εισηγμένες εταιρείες διέγραψαν ικανοποιητική πορεία, καθώς, σχεδόν διπλάσιες σε αριθμό εταιρείες (51.5%) σε σχέση με το 2005 (28,1%) προσδιορίζουν στον Εσωτερικό Κανονισμό «ένα-προς-ένα» όλα τα οριζόμενα από το Νόμο στοιχεία.

Εσωτερικός Έλεγχος και Σύστημα Διαχείρισης Κινδύνων

Περιορισμένη δραστηριοποίηση εμφανίζουν το 2006 οι ελληνικές εισηγμένες εταιρείες για να εξασφαλίσουν όσο το δυνατόν πιο αξιόπιστο εσωτερικό έλεγχο. Αν και έχει αυξηθεί το ποσοστό των εταιρειών που έχουν συγκροτήσει Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου στο 75,4% (έναντι 73,5% το 2005), μόνο 3 στις 10 έχουν στελεχώσει την Επιτροπή Ελέγχου με επαρκή αριθμό εξωτερικών μη-εκτελεστικών μελών.

Βελτιωμένη είναι η εικόνα που παρουσιάζουν το 2006 οι εισηγμένες επιχειρήσεις αναφορικά με τη διαχείριση κινδύνων, καθώς οι περισσότερες από αυτές έχουν καταγράψει ενδεχόμενους εταιρικούς κινδύνους και παράλληλα έχουν αναπτύξει τα απαραίτητα συστήματα για τη διαχείρισή τους.

Συμμετοχή Μετόχων στη Λήψη Αποφάσεων

Επιλογή υψηλής σημασίας για τις ελληνικές εισηγμένες εταιρείες φαίνεται να αποτελεί η πληροφόρηση των μετόχων και το έτος 2006. Το σύνολο, σχεδόν, των εταιρειών παρέχει στους μετόχους παρέχει έγκαιρη, ισότιμη και χαμηλού κόστους πληροφόρηση για τα εταιρικά δρώμενα. Ωστόσο, το ποσοστό των εταιρειών που προσφέρει στους μετόχους τη δυνατότητα να ψηφίζουν στις Γενικές Συνελεύσεις, όντας απόντες, ανέρχεται στο 63,6% και δύναται να βελτιωθεί περαιτέρω.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ- ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η σημασία της εταιρικής διακυβέρνησης στην αποτελεσματική λειτουργία των επιχειρήσεων και των κεφαλαιαγορών είναι περισσότερο επίκαιρη από ποτέ. Παρ' όλο που αρκετές πλευρές της εταιρικής διακυβέρνησης, που εμπλέκονται κυρίως με ζητήματα προστασίας των μετόχων, διαφάνειας και επαρκούς αποκάλυψης πληροφοριών, καλύπτονται από τα εγχώρια νομικά και ρυθμιστικά πλαίσια (τουλάχιστον στις ανεπτυγμένες χώρες), υπάρχουν ακόμη σημαντικά πεδία όπου είναι εφικτή η βελτίωση. Απόδειξη αυτού του ισχυρισμού είναι ότι ακόμη και σε ανεπτυγμένες αγορές (ΗΠΑ), μεγάλες επιχειρήσεις καταρρέουν εξαιτίας των ουσιαστικά χαλαρών μηχανισμών ελέγχου των ανωτάτων στελεχών κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης να δείξουν στις επιχειρήσεις την κατεύθυνση των αναγκαίων αλλαγών.

Ουσιαστική ώθηση στην αποκάλυψη των απαιτούμενων ενδοεπιχειρησιακών αλλαγών και προσαρμογών εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να προέλθει μέσα από τις αξιολογήσεις των επιχειρήσεων. Η δυνατότητα συγκριτικών και διαχρονικών αξιολογήσεων της εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί ένα σημαντικό «σύμβουλο» για κάθε επιχείρηση που επιθυμεί να αυξήσει την αξία της και να προσελκύσει επενδυτές. Οι μέθοδοι αξιολόγησης βοηθούν τους επενδυτές, που έχει γίνει αποδεκτό ότι πληρώνουν παραπάνω για την καλή εταιρική διακυβέρνηση, να εντοπίσουν τις επιχειρήσεις με σύγχρονες δομές εταιρικής διακυβέρνησης, ώστε να κατευθύνουν τα κεφάλαιά τους. Βοηθούν επίσης τα μεγάλα επενδυτικά κεφάλαια να προσδιορίσουν τις εταιρείες με ασθενείς δομές εταιρικής διακυβέρνησης, ώστε να επενδύσουν, επιδιώκοντας να επιφέρουν αλλαγές. Τα μεθοδολογικά προβλήματα και ερωτήματα που εγείρονται είναι σημαντικά και η διαχείρισή τους απαιτεί περισσότερη έρευνα. Αυτό σημαίνει ότι ολόκληρη η εταιρική διακυβέρνηση δεν μπορεί παρά να είναι ένα ακόμη στοιχείο που συντελεί το χαρτοφυλάκιο αποφάσεων των επενδυτών. Θα πρέπει, επομένως, να εξετάζεται σε συνδυασμό με άλλες αξιολογήσεις, όπως αυτή του πιστωτικού κινδύνου, ώστε να οδηγεί σε ορθές επιλογές.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

AFL-CIO, (1997) Investing in our future: AFL-CIO Proxy Voiting Guidelines, American Federation of Labor and Congress of Industrial Organizations USA.

Agrawal A. and Chadha S. (2003) "Corporate Governance and Accounting Scandals". Working Paper, Culverhouse College of Business, University of Alabama.

Beasley, M. S. (1996) "An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud", *Accounting Review*, 15, pp. 433-465.

Berle A and Means G, (1932), *The Modern Corporation and private Property*, New York: Commerce Clearing House.

Black B. (2000), "The Core Institutions that Support Strong Securities Markets" *Business Lawyer*, 55, pp. 1565-1607.

Brancato C. (1997), *Institutionals Investors and Corporate Governance: Best Practices for Increasing Corporate Value*, Irwin Professional Publishing, Chicago.

Brickley et al., (1994), "The Board of Directors and the Enactment of Poison Pills", *Journal of Financial Economics*, 35, pp 371-390.

Brunswick UBS Warburg (2000), "Corporate Governance Analyzer", 17/05/2000

BSE-CBF Commission, (1998), *Corporate Governance of Belgian Listed Companies*, Brussels Stock Exchange, Brussels.

Byrd J. and Hickman A. (1992), "Do outside Directors monitor Managers? Evidence from tender offer bids", *Journal of Financial Economics*, 32, pp.195-221.

Byrne J. (1996), "Listen up: the National Association of Corporate Directors, new guidelines won't tolerate inattentive, passive, uniformed board members", *Business Week*, November 25.

Cadbury Report, (1992), *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Gee Professional Publishing Ltd., London.

CalPERS (1998), *Global Corporate Governance Principles*, California Public Employees' Retirement System USA

CEPS, (1995), “Corporate Governance in Europe: Report of a CEPS Working Party”, Working Report No. 12, Center of European Policy Studies.

Coffee J. (1991), “Liquidity versus control: The Institutional Investor as Corporate Monitor”, *Columbia Law Review*, 91, pp. 1277-1368.

Conger et al. (1998), “Appraising Boardroom Performance”, *Harvard Business Review*, 76, pp. 136-148.

Copeland T. and Galai D. (1983), “Information effects on the bid –ask spread”, *Journal of Finance*, 36, pp. 1457-1469.

Council of Institutional Investors, (2001), *Core Policies, General Principles, Positions and Explanatory Notes*, USA.

Danish Shareholders Association, (2000), *Guidelines on Good Management of a Listed Company-Corporate Governance*, Denmark.

Deminor (2000), “Corporate Governance Rating Service”, Brochure (www.deminor.com).

Demirguc-Kunt A and Maksimovic V. (1998), “Law, Finance and Firm Growth”, *Journal of Finance*, 46, pp. 2107-2137.

DSW, (1999), *Corporate Governance Rules for Quoted German Companies*.

Egon Zehnder (2000), *Corporate Governance and the Role of the Board of Directors*, USA.

Eisenberg et al., (1998), “Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms”, *Journal of Finance Economics*, 48, pp. 35-54.

Fama E. and Jensen M. (1983) “Separation of ownership and control”, *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301-325.

Franks J. and Mayer C., (2001) “Ownership and control in Germany”, *Review of Financial Studies*, 14, pp. 943-977.

Galbraith K. J. (1993), *A short History of Financial Euphoria*, Whittle Books.

German Panel on Corporate Governance, (2000), *Corporate Governance and Rules for German Quoted Companies*, Germany.

Glosten L. and Milgrom P. (1985), "Bid, Ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders", *Journal of Finance Economics*, 14, pp. 71-100.

Goergen M. and Renneboog L. (2001), "Strong Managers and passive institutional investors in the UK", in Barca, F. and Becht M. (ed), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, Oxford.

Gompers et al. (2001), "Corporate Governance and equity prices", Working Paper Series no 8449, NBER.

Greenbury Report, (1995), Committee on Corporate Governance: Remuneration Issues, UK.

Hampel Report, (1998), Committee on Corporate Governance: Final Report, Alresford Press, London.

Healy et al. (1999), "Stock Performance and Intermediation Changes Sustained Increases in Disclosure", *Contemporary Accounting Research*, 16, pp. 485-520.

Hellebuyck Commission, (1998), Recommendation on Corporate Governance, (AFG-ASFFI), France.

Hermes Investment Management Ltd. (2001), Statement on UK Corporate Governance and Voting Policy, UK.

Immik H. (2000), "Corporate Governance, firm performance and cost of capital of European blue-chip companies", Tilburg University, mimeo.

Jensen M. C. (1993), "The modern Industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *Journal of Finance*, 48, pp.831-880.

Khanna T. et al.(2002), "Globalization and Similarities in Corporate Governance: A cross-country analysis", Working Paper no 02-31, Harvard University.

Klapper L. and Love I. (2002), "Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets", Working Paper 2818, World Bank Policy Research.

Kyle A. (1985), "Continuous Auctions and Insider Trade", *Econometrica*, 53, pp. 1315-1335.

La Porta et al (1999), "Corporate Ownership Around The World", Journal of Political Economy, 106, pp. 1113-1155.

Leuz C. and Verrecchia R. (2000), "The economic consequences of increased disclosure", Working paper no. 41, Johann Wolfgang Goethe University.

Lipton M. and Lorsch J. (1992), "A modest proposal for improved corporate governance", Business Lawyer, 48, pp. 59-77.

Maher M. and Andersson T. (1999), "Corporate Governance: Effects on firm Performance and Economic Growth", paper presented at the Tilburg University Conference on: Governance and Diversity in Corporate Governance Regimes and Capital Markets, Eindhoven, The Netherlands.

Mc Kinsey Co. (2001), Mc Kinsey Corporate Governance Rating: The Results from six Emerging Markets on 2001.

NACD, (1996), Report of the NACD blue ribbon commission on director professionalism, National Association of Corporate Directors, November

OECD, (1999), OECD Principles of Corporate Governance , May.

Peters Code, (1997), Committee on Corporate Governance: Corporate Governance in the Netherlands.

PIRC (2001), PIRC Shareholders Voting Guidelines, Pensions Investment Research Consultants.

Preda Report, (1999), Committee for the Corporate Governance of Listed Companies: Report & Code of Conduct, Italy.

Reese W. and Weisbach M. (2002), "Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-listing in the USA.

Sengupta P. (1998), "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt", Accounting Review, 73, pp. 459-474.

Shleifer A, and Vishny R. (1997), "A Survey of Corporate Governance", Journal of Finance, 52, pp. 737-784.

Swedish Shareholders Association, (2000), Corporate Governance Policy: Guidelines for better control and transparency for owners of Companies quoted on the stock market, Sweden.

TIAA-CREF (2000), TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance, Teachers Insurance and Annuity Association – College Retirement Equities Fund, USA.

Weisbach M. (1998), “Outside directors and CEO turnover”, *Journal of Finance Economics*, 53, pp. 113-142.

Welker M. (1995), “Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets”, *Contemporary Accounting Research*, 11(2), pp. 801-827

Winter Report, (2002), The High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Brussels.

Yermack D. (1996), “Higher market valuation of companies with a small board of directors”, *Journal of Finance Economics*, 40, pp. 185-213.