

**ΑΝΩΤΕΡΟ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

ΒΕΡΓΕΤΑΚΗ ΣΤΥΛΙΑΝΗ Α.Μ.: 7159

ΘΕΜΑ

**Η ΣΧΕΣΗ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ & ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ**

**ΕΠΙΒΛΕΠΟΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΠΑΠΑΔΟΜΑΝΩΛΑΚΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ**

Ηράκλειο, Μάιος 2011

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη
Εισαγωγή

Κεφάλαιο 1^ο: Ιδιοκτησιακή Δομή

1.1 Ιδιοκτησιακή Δομή	4
1.2 Ιδιοκτησιακή Δομή – Βιβλιογραφική Ανασκόπηση	5
1.3 Ιδιοκτησιακή Δομή Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο	7

Κεφάλαιο 2^ο: Σχέση Ιδιοκτησιακής Δομής & Εταιρικής Διακυβέρνησης

2.1 Η Εταιρική Διακυβέρνηση ως Έννοια	8
2.1.1 Γενικά.....	8
2.1.2 Θεμελιώδεις Θεωρίες Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	10
2.1.3 Σύγκρουση συμφερόντων σε μία εταιρεία.....	13
2.1.4 Αίτια Ανάπτυξης Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	15
2.2 Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης: Λειτουργία & Αποτελεσματικότητα... ..	15
2.2.1 Τρόποι αντιμετώπισης του προβλήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	19
2.3 Τι προβλήματα εμφανίζονται στην εταιρική λειτουργία;	21
2.4 Εταιρική Αποδοτικότητα	22
2.5 Η Σημασία της Εταιρικής Διακυβέρνησης	26
2.6 Οι Οικογενειακές Επιχειρήσεις της Ευρώπης.....	27
Γράφημα 1: Χρηματοοικονομικές Προκλήσεις & Προτεραιότητες.....	28
Γράφημα 2: Έκταση σχεδιασμού διοικητικής διαδοχής στις Ευρωπαϊκές οικογενειακές επιχειρήσεις	28

Κεφάλαιο 3^ο: Ιδιοκτησιακή Δομή & Εταιρική Διακυβέρνηση της ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.

3.1 Παρουσίαση της Εταιρείας	30
3.2 Η μετοχή της ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.	31
Γράφημα 3: Ιστορικό γράφημα Απρίλιος 2010 – Απρίλιος 2011.....	31
3.3 Διοικητικό Συμβούλιο.....	32
3.4 Εταιρική Διακυβέρνηση.....	32

Παράρτημα Α

Βιβλιογραφία
Πηγές

Περίληψη

Η παρούσα πτυχιακή εργασία έγινε μέσα στα πλαίσια των απαιτήσεων του οδηγού σπουδών του ΑΤΕΙ Κρήτης του τμήματος Λογιστικής. Σκοπός της είναι η ανάλυση και κατανόηση της σχέσης της ιδιοκτησιακής δομής και της εταιρικής αποδοτικότητας στην Ελλάδα σε σχέση με άλλες χώρες.

Για να εξετάσουμε κατά πόσο μπορεί να επηρεαστεί η αποδοτικότητα των ελληνικών εταιρειών σε σχέση με την ιδιοκτησιακή δομή τους, πρέπει αρχικά να κατανοήσουμε τι εννοούμε με τη φράση «ιδιοκτησιακή δομή».

Οι επιχειρήσεις ανάλογα με το ιδιοκτησιακό επιχειρηματικό κεφάλαιο τους διακρίνονται σε ιδιωτικές, δημόσιες και μικτές. Και στα τρία είδη ιδιοκτησιακής δομής παρουσιάζονται πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα μέσα στο επιχειρηματικό περιβάλλον. Η διάρθρωση της εταιρικής δομής μπορεί να επηρεάσει είτε θετικά είτε αρνητικά την πορεία μιας επιχείρησης. Οπότε η ιδιοκτησιακή δομή μπορεί να επηρεάσει την αποδοτικότητα της εταιρείας.

Η εταιρική διακυβέρνηση στην ουσία είναι μια σειρά ελέγχων με στόχο η ικανοποιητική απόδοση των κεφαλαίων που έχουν επενδύσει μέτοχοι σε μια εταιρεία. Το πρόβλημα της ανάγκης της εταιρικής διακυβέρνησης άρχισε να υπάρχει όταν τέθηκε το θέμα της αντιπροσώπευσης, δηλαδή το διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου σε μεγάλες επιχειρήσεις. Κύρια αίτια ανάπτυξης είναι το παγκόσμιο κύμα της ιδιωτικοποίησης, η αύξηση της ιδιωτικής αποταμίευσης, το κύμα εξαγοράς επιχειρήσεων, η άρση των ελέγχων και η ολοκλήρωση των κύριων αγορών κλπ. Για το λόγο αυτό δημιουργήθηκε ο Νόμος 3016/2002 ο οποίος θεσπίζει κανόνες για τη διεξαγωγή της εταιρικής διακυβέρνησης στις ανώνυμες εταιρείες. Σκοπός του είναι να αποβάλει από τη λειτουργία μιας επιχείρησης το υποκειμενικό αίσθημα. Προσδιορίζεται πιο αντικειμενικά ο ρόλος του διοικητικού συμβουλίου καθώς και των εκτελεστικών οργάνων και των οργάνων εσωτερικού ελέγχου.

Λίγες είναι οι μελέτες που έχουν γίνει σε αυτό το θέμα. Οικονομικές αναλυτές και σύμβουλοι επιχειρήσεων έχουν προσπαθήσει να εξετάσουν το βαθμό προσαρμογής των ελληνικών εταιρειών στις νομικές κατευθύνσεις του κανονιστικού πλαισίου, καθώς και να προσδιορίσουν τα κριτήρια και τους παράγοντες μέτρησης της αποτελεσματικότητας της εταιρικής διακυβέρνησης.

Τέλος, παρουσιάζεται το παράδειγμα της εταιρείας ΚΑΡΑΤΖΗΣ Α.Ε..

Εισαγωγή

Η οικονομία της Ελλάδας αποτελείται κυρίως από οικογενειακές επιχειρήσεις. Προκαλεί ιδιαίτερο προβληματισμό ο τρόπος που επηρεάζονται οι οικογενειακές επιχειρήσεις εξαιτίας της σωστής διοίκησης τους.

Η σωστή εφαρμογή σωστών πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί στρατηγικό πλεονέκτημα για τις επιχειρήσεις που στοχεύουν σε μακροπρόθεσμα οικονομικά οφέλη και παράλληλα προστατεύουν τόσο τα ενδιαφέροντα των μετόχων όσο και των άλλων ενδιαφερομένων αλλά και της κοινωνίας γενικότερα. Υπό την έννοια αυτή, η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση ανέδειξε με τον καλύτερο τρόπο το ζήτημα της μη συνετής διαχείρισης των κεφαλαίων των μετόχων αλλά και των άλλων επενδυτών από τα ανώτατα διοικητικά στελέχη των επιχειρήσεων και ιδιαίτερα αυτά των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων.

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

Στην Ελλάδα η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης δυστυχώς δεν είναι ευρέως διαδεδομένη. Σε αυτό συνέτεινε το γεγονός ότι για την μέση ελληνική επιχείρηση οι μέτοχοι, το management, και το διοικητικό συμβούλιο είναι ένα και το αυτό, με συνέπεια η ρύθμιση των σχέσεων μεταξύ των τριών πλευρών να καθίσταται προβληματική.

Κεφάλαιο 1^ο: Ιδιοκτησιακή Δομή

1.1 Ιδιοκτησιακή Δομή

Ο όρος «ιδιοκτησιακή δομή», ο οποίος διαφοροποιείται από αυτός της «κεφαλαιακής δομής», έχει θεσπιστεί από τους καθηγητές Michael C. Jensen και William H. Meckling. Ο όρος «ιδιοκτησιακή δομή» δηλώνει τις σχετικές ποσότητες ιδιοκτησιακών αξιώσεων που κατέχουν οι επιμέρους επιχειρηματικοί φορείς – ιδιοκτήτες, π.χ., μέτοχοι, εταίροι κ.λπ. Αυτοί οι επιμέρους επιχειρηματικοί φορείς – ιδιοκτήτες μπορούν να διακριθούν στους εσωτερικούς, όπως είναι τα διευθυντικά στελέχη και τους εξωτερικούς, δηλαδή τους επενδυτές που δεν έχουν άμεσο ρόλο στη Διοίκηση της Επιχείρησης.

Η μέτρηση της ιδιοκτησιακής δομής της επιχείρησης γίνεται κυρίως με βάση το ποσοστό συμμετοχής που έχει ένας μέτοχος σε αυτήν. Μέτοχος που κατέχει πάνω από το 20% των μετοχών της επιχείρησης, θεωρείται ότι συγκεντρώνει σε μεγάλο βαθμό την ιδιοκτησία. Σύμφωνα με την έρευνα των Enriques και Volpin (2007), μόλις το 20% των είκοσι μεγαλύτερων εισηγμένων Εταιρειών στην Ιταλία και το αντίστοιχο 50% στη Γερμανία δεν έχουν κάποιο μεγαλομέτοχο. Το ίδιο ποσοστό στις ΗΠΑ ανέρχεται στο 80%, ενώ στο Ηνωμένο Βασίλειο το 100%. Ένα άλλο ενδεικτικό μέτρο της συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας είναι το μερίδιο της συνολικής κεφαλαιοποίησης της Κεφαλαιαγοράς, που ελέγχεται από τις δέκα πλουσιότερες οικογένειες. Ο αριθμός αυτός ανέρχεται στο 29% για τη Γαλλία, στο 21% για τη Γερμανία και μόλις στο 6% για το Ηνωμένο Βασίλειο¹.

Οι Grant και Kirchmaier (2005) παραθέτουν μια διαφορετική κατάταξη των ιδιοκτησιακών δομών. Σύμφωνα με αυτήν μπορούμε να δημιουργήσουμε τρεις κατηγορίες: 1. νομικός έλεγχος, 2. ουσιαστικός έλεγχος και 3. ευρέως διασπαρμένη ιδιοκτησιακή δομή. Στην πρώτη κατηγορία περιλαμβάνονται οι επιχειρήσεις όπου ένας μέτοχος ή μια ομάδα μετόχων κατέχουν το 50% των ψήφων κατά την ετήσια γενική συνέλευση των μετόχων. Στη δεύτερη κατηγορία ένας μέτοχος ή μια ομάδα μετόχων κατέχουν το απαιτούμενο από την εθνική νομοθεσία ποσοστό πέρα από το οποίο πρέπει να υποβάλουν δημόσια προσφορά για την αγορά όλων των υπόλοιπων μετοχών. Η υποχρέωση αυτή, απορρέει από το γεγονός ότι ο μέτοχος ή οι μέτοχοι με το συγκεκριμένο ποσοστό ασκούν σημαντική επιρροή στη λήψη των αποφάσεων της

¹ Πηγή: www.morax.gr

γενικής συνέλευσης των μετόχων. Και στην Τρίτη κατηγορία έχουμε τις επιχειρήσεις όπου δεν υπάρχει ένας μέτοχος ή μια ομάδα μετόχων με ποσοστό μεγαλύτερο της δεύτερης κατηγορίας.

Σύμφωνα με έρευνα που έγινε στις 100 μεγαλύτερες επιχειρήσεις σε Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία και Ισπανία, η πλειοψηφία αυτών εντάσσεται στην πρώτη κατηγορία. Μάλιστα οι ιταλικές επιχειρήσεις φτάνουν το 64,8% των επιχειρήσεων που έχουν υψηλά ποσοστά συγκέντρωσης ιδιοκτησιακής δομής, σε αντίθεση με το Ηνωμένο Βασίλειο, που φτάνει μόλις το 5%.

Στην Ελλάδα σύμφωνα με έρευνα της PricewaterhouseCoopers που έλαβε χώρα το 2006 ισχύουν τα ακόλουθα:

- Το 42% αναμένει αλλαγή στο ιδιοκτησιακό καθεστώς της επιχείρησης
- Το 26% αναμένει αλλαγή στο ιδιοκτησιακό καθεστώς τα επόμενα 5 χρόνια
- Το 6% αναμένει πώληση της επιχείρησης σε άλλη εταιρεία
- Το 29% έχει υπολογίσει στις αποφάσεις του τις φορολογικές επιβαρύνσεις σε περίπτωση γονικής παροχής, δωρεάς, κληρονομιάς ή πώλησης της επιχείρησης
- Το 23% σκέφτεται τη διάσπαση της εταιρείας ανά κλάδο κύριας δραστηριότητας
- Το 27% επιθυμεί το διαχωρισμό των ακινήτων και άλλων περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας
- Το 18% σκέφτεται να διαχωρίσει τα επενδυτικά αγαθά της επιχείρησης
- Το 57% θεωρεί ότι υπάρχουν επαρκεί περιουσιακά στοιχεία για να διανεμηθούν στα μέλη της οικογένειας, καθώς και στα εμπλεκόμενα και μη μέλη της επιχείρησης.

1.2 Ιδιοκτησιακή Δομή – Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

Παρά τους διεισδυτικούς θεωρητικούς ισχυρισμούς οι εμπειρικές αποδείξεις ανάμεσα στη σχέση εσωτερικής ισχύος μετόχων και εταιρικής απόδοσης είναι μπερδεμένη και σε κάποιο βαθμό αντιφατική. Έτσι για παράδειγμα οι Morck et al. (1988) σε μία διασταυρούμενη μελέτη ανάμεσα σε 371 επιχειρήσεις, βρίσκουν αποδείξεις μιας σημαντικής μη μονότονης σχέσης ανάμεσα στην ιδιοκτησία και την επίδοση. Ο χρησιμοποιούμενος δείκτης πρώτα αυξάνει, μετά μειώνεται και τελικά

αυξάνει ελαφρά καθώς η κατοχή στο συμβούλιο αυξάνει. Για παλαιότερες επιχειρήσεις, βρήκαν αποδείξεις ότι ο δείκτης αυτός είναι χαμηλότερος όταν ο Διευθύνων Σύμβουλος είναι μέλος της οικογένειας που ίδρυσε την επιχείρηση. Έτσι τουλάχιστον όταν το ποσοστό των μετοχών που κατέχεται από το διοικητικό συμβούλιο είναι μικρό, βελτιώνεται η επίδοση. Παρόλα αυτά όμως, η διοικητική περιχαράκωση χειροτερεύει την επίδοση. Οι McConnell και Servaes (1990) βρήκαν μία παρόμοια μη γραμμική σχέση ανάμεσα στον εσωτερικό μερισματούχο και στην αξία της επιχείρησης. Ο έλεγχος για την ενδογένεια της ιδιοκτησίας χρησιμοποιώντας κατάλογο στοιχείων έδωσε λίγα αποτελέσματα σχετικά με το ερώτημα εάν το μάνατζμεντ από την ίδια την ιδιοκτησία επηρεάζει την απόδοση. Τελικά οι Schmid και Zimmermann (2005) χρησιμοποίησαν ένα ταυτόχρονο σύστημα εξομοιώσεων και βρήκαν μία θετική σχέση ανάμεσα στο ποσό της ιδιοκτησίας από τους αξιωματούχους της επιχείρησης και τους διευθυντές και στην αξία της επιχείρησης σε ένα δείγμα 145 ελβετικών επιχειρήσεων.

Ο Stiglitz (1985) υποστήριξε ότι ένας από τους πιο σημαντικούς τρόπους διασφάλισης ότι οι μάνατζερ ακολουθούν στρατηγικές μεγιστοποίησης της αξίας είναι δια μέσου της συγκεντρωτικής ιδιοκτησίας. Ο Denis και λοιποί (1997) έδειξε εμπειρικά ότι τα υψηλόβαθμα στελέχη είναι περισσότερο ευαίσθητα στη φτώχη επίδοση σε εταιρείες που έχουν εξωτερικούς blockholders σε σχέση με αυτούς που δεν έχουν. Ερμήνευσε αυτά τα ευρήματα σαν απόδειξη μιας λειτουργικής επιτήρησης των μάνατζερ από εξωτερικούς ελεγκτές. Παρόλα αυτά, η γενική εμπειρική απόδειξη στα αποτελέσματα της τμηματικής ιδιοκτησίας πάνω στην αξία της επιχείρησης είναι διφορούμενη. Οι Mikkelson και Ruback (1985) έδειξαν μια θετική ανωμαλία εισπράξεων για την αποκτούμενη φίρμα που ακολούθησε την ανακοίνωση της απόκτησης του 5% ή μεγαλύτερου κομματιού σε μία εταιρεία από μία άλλη. Παρόμοια οι McConnell και Servaes (1990) βρήκαν μία θετική σχέση ανάμεσα στην ιδιοκτησία και τη μετοχή. Σε αντίθεση οι Demsetz & Lehn (1985) δε βρήκαν αντιπροσωπευτική σχέση μεταξύ της συγκέντρωσης των μετοχών και των λογιστικών δεικτών εισπραξής. Οι Schmid και Zimmermann (2005) δε βρήκαν στατιστικά σημαντική επίδραση ανάμεσα στους εξωτερικούς ιδιοκτήτες και στο δείγμα τους από ελβετικές εταιρείες. Ενδιαφέρον μάλιστα είναι ότι οι Beiner και λοιποί (2004) βρήκαν μια αρνητική σχέση ανάμεσα στους κατέχοντες τις μετοχές και στην απόδοση της επιχείρησης στο δείγμα ελβετικών επιχειρήσεων.

1.3 Ιδιοκτησιακή Δομή Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο

Οι εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο χαρακτηρίζονται από πολυμετοχική σύνθεση και ιδιοκτησία. Η πολυμετοχική ιδιοκτησία συνεπάγεται το διαχωρισμό μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου καθώς και την ανάδειξη επαγγελματιών διαχειριστών (διευθυντικών στελεχών, managers) των Επιχειρήσεων, προκειμένου για την επίτευξη της μεγαλύτερης δυνατής απόδοσης της επιχείρησης. Ο διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου των Επιχειρήσεων συνοδεύεται από την εμφάνιση του κλασικού προβλήματος αντιπροσώπευσης, το οποίο προκύπτει από τη δυνατότητα που έχουν τα στελέχη να ενεργούν προς ίδιο συμφέρον εμφανίζοντας φαινόμενα καιροσκοπισμού, παρά να εξυπηρετούν τα συμφέροντα των μετόχων της Επιχείρησης.

Οι σύγχρονες επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται από αυξημένη συγκέντρωση της οικονομικής δύναμης. Πολλοί οικονομολόγοι προτείνουν τη στελέχωση των επιχειρήσεων με επαγγελματίες με μικρό ή καθόλου μερίδιο ιδιοκτησίας. Επίσης, κρίνεται απαραίτητο η αυξανόμενη διασπορά των μετοχών μιας εταιρείας σε ένα μεγάλο και αυξανόμενο αριθμό προσώπων, τα οποία, λόγω του αριθμού τους, της μεγάλης τους διασποράς και των σχετικά μικρών συμφερόντων τους δεν είναι σε θέση να ασκήσουν έλεγχο πάνω στην εταιρεία, τις μετοχές της οποίας κατέχουν. Αμερικανοί οικονομολόγοι σε έρευνες τους θεώρησαν την «εταιρική διακυβέρνηση» ως ένα κλασικό πρόβλημα αντιπροσώπευσης. Συγκεκριμένα το πρόβλημα είναι ότι πώς θα μπορούσαν τα στελέχη μιας εταιρείας, ως αντιπρόσωποι των μετόχων, να παρακινηθούν να διοικήσουν τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας με βάση την εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων – εντολέων τους.

Έρευνες, που έχουν γίνει σε παγκόσμιο επίπεδο, διαπιστώνουν ότι η διασπορά των μετοχών μιας επιχείρησης είναι κυρίως αμερικανικό και βρετανικό φαινόμενο. Αντίθετα, στην Ευρώπη, τη Λατινική Αμερική και την Ιαπωνία ένα σημαντικός αριθμός επιχειρήσεων διοικείται από ομάδες ελέγχου που κατέχουν σημαντικά μερίδια μετοχών. Η μετοχική σύνθεση και επομένως τα δικαιώματα ψήφου είναι περισσότερο συγκεντρωμένα στην Ευρώπη, παρά στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η συνέπεια αυτού του γεγονότος είναι ότι το βασικό πρόβλημα της διακυβέρνησης της επιχείρησης σε αυτά τα κράτη είναι η προστασία των μετόχων μειοψηφίας από την εκμετάλλευση των προαναφερόμενων ομάδων – μεγαλομετόχων.

Κεφάλαιο 2^ο: Σχέση Ιδιοκτησιακής Δομής & Εταιρικής Διακυβέρνησης

2.1 Η Εταιρική Διακυβέρνηση ως Έννοια

2.1.1 Γενικά

Στη διεθνή βιβλιογραφία απαντάται πληθώρα ορισμών όσον αφορά την έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Ενδεικτικά, αναφέρονται οι ακόλουθες ερμηνείες. Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ (OECD, 1999) η Εταιρική Διακυβέρνηση ορίζεται ως ένα σύστημα με το οποίο παρακολουθούνται και ελέγχονται οι επιχειρήσεις. Σύμφωνα με τον La Porta (2000) η Εταιρική Διακυβέρνηση ασχολείται με τους μηχανισμούς, οι οποίοι προστατεύουν τα συμφέροντα των εξωτερικών επενδυτών (μέτοχοι και πιστωτές) ενάντια στις ατασθαλίες των εσωτερικών (Διοίκηση / μάνατζερ). Σύμφωνα με τους Shleifer και Vishny (1997) η Εταιρική Διακυβέρνηση ασχολείται με το πώς οι χρηματοδότες των επιχειρήσεων θα πάρουν πίσω τα χρήματά τους, εξασφαλίζοντας φυσικά κάποια απόδοση για την επένδυσή τους. Σύμφωνα με την Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ως Εταιρική Διακυβέρνηση ορίζεται το σύνολο πρακτικών που υιοθετεί μια επιχείρηση προκειμένου να εξασφαλίσει την αποδοτική λειτουργία της, την προστασία των μετόχων της, αλλά και το σύνολο αυτών που έχουν νόμιμα συμφέροντα στην εταιρία.

Τέλος, ένας κοινά αποδεκτός ορισμός είναι ο ακόλουθος: «Εταιρική Διακυβέρνηση είναι το σύνολο νομικών, θεσμικών και εθιμικών ρυθμίσεων, οι οποίες πρέπει να χαρακτηρίζουν τη δραστηριότητα κυρίως των εισηγμένων στα χρηματιστήρια εταιριών, αλλά όχι μόνο αυτών. Απαντά δε, στα ερωτήματα ποιος και πώς ελέγχει τις δραστηριότητες των εταιριών, καθώς και σε ποιους κατανέμονται τα οφέλη, αλλά και οι κίνδυνοι που απορρέουν από την εταιρική δραστηριότητα» (Οικονομικά Χρονικά, 2006).

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

δικούς της προσωπικούς στόχους; Με βάση την υπάρχουσα βιβλιογραφία καθώς και περιστατικά από την καθημερινότητα, όντως έχουν καταγραφεί περιπτώσεις στις οποίες οι στόχοι της Διοίκησης δεν εναρμονίζονται πλήρως με τους αντίστοιχους των ιδιοκτητών / μετόχων. Σε αυτές τις περιπτώσεις υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ Διοίκησης και μετόχων, εφόσον η Διοίκηση κατέχει μικρότερο ποσοστό του 100% του κεφαλαίου της επιχείρησης. Οι πιθανότητες για σύγκρουση συμφερόντων αυξάνονται ακόμα περισσότερο σε μεγάλες επιχειρήσεις εισηγμένες στο χρηματιστήριο, όπου υπάρχει μεγάλη διασπορά μετοχών. Η διασπορά μετοχών έχει ως αποτέλεσμα την ύπαρξη πολλών μετόχων, οι οποίοι δεν μπορούν να συνεννοηθούν μεταξύ τους ώστε να ασκήσουν αποτελεσματικό έλεγχο στη Διοίκηση. Η μοναδική περίπτωση στην οποία η Διοίκηση ενεργεί 100% προς το συμφέρον των μετόχων είναι όταν πρόκειται για οικογενειακή επιχείρηση.

Μία εναλλακτική πρόταση στην επίλυση αυτών των συγκρούσεων θα μπορούσε να είναι η ακόλουθη: Αυτοί που διαθέτουν τα κεφάλαια να αποφασίζουν ταυτόχρονα, δηλαδή οι μέτοχοι. Κάτι τέτοιο όμως δεν είναι εφικτό, εφόσον ζούμε στην εποχή της εξειδίκευσης. Οι μέτοχοι δε διαθέτουν ούτε τις απαραίτητες γνώσεις, ούτε τα αναγκαία προσόντα για τη λήψη αποφάσεων. Για να είναι βέβαιοι οι μέτοχοι ότι η Διοίκηση πράγματι επιδιώκει την εξυπηρέτηση των δικών τους συμφερόντων και όχι δικά της προσωπικά οφέλη, εκλέγουν τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου. Ο ρόλος του Διοικητικού Συμβουλίου είναι να επιβλέπει και να ελέγχει τη Διοίκηση, τη γενική στρατηγική που ακολουθεί η επιχείρηση και τέλος, να προστατεύει τα συμφέροντα των μετόχων, ώστε να μην υπάρχει η δυνατότητα για τυχόν ατασθαλίες από πλευράς Διοίκησης.

Η εναρμόνιση των πιθανών αντικρουόμενων συμφερόντων των δύο πλευρών καθώς και η διασφάλιση της αποτελεσματικότητας της επιχείρησης επιτυγχάνεται με την υιοθέτηση μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΔ). Καταλήγουμε, λοιπόν, στο συμπέρασμα ότι τα προβλήματα αντιπροσώπευσης αποτελούν ένα αναπόφευκτο κόστος (κόστος αντιπροσώπευσης²) στον επιχειρηματικό κόσμο και ότι η μοναδική λύση στην οποία μπορούν να καταφύγουν οι επιχειρήσεις είναι να προβούν στην ελαχιστοποίησή του.

Ένας σημαντικός τομέας επιρροής της επιχειρηματικής δραστηριότητας είναι η τρέχουσα και η αναμενόμενη νομοθεσία. Η νομοθεσία, ως κωδικογράφηση

² Ως κόστος αντιπροσώπευσης ορίζεται το κόστος που προκύπτει από τις κακοδιαχειρίσεις της Διοίκησης καθώς και τις προσπάθειες παρακολούθησης της από τους μετόχους.

αποδεκτών και απαράδεκτων πρακτικών (Carroll, 2004), μπορεί να κατευθύνει τη συμπεριφορά της επιχειρηματικής δραστηριότητας και οι εταιρίες πρέπει να προσαρμοστούν στον αυξανόμενο έλεγχο με κανονισμούς που σκοπό έχουν την πρόκληση κοινωνικά υπεύθυνης συμπεριφοράς και να αποτρέψουν την ανεύθυνη συμπεριφορά. Λαμβάνονται μέτρα ώστε οι ποινικές κυρώσεις που επιβάλλονται σε οργανισμούς να μπορούν να παρέχουν απλά τιμωρία, επαρκή αποτροπή και κίνητρα διατήρησης εσωτερικών μηχανισμών για την αποτροπή, την ανίχνευση και την αναφορά εγκληματικής συμπεριφοράς (Fernandez, Young και Young, 2003 – Schaltegger και άλλοι, 2003).

2.1.2 Θεμελιώδεις Θεωρίες Εταιρικής Διακυβέρνησης

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

Το βασικό θέμα της *Θεωρίας Αντιπροσώπευσης*, η οποία εστιάζει στο εσωτερικό της επιχείρησης, είναι η κατανόηση της λήψης αποφάσεων και του ελέγχου σε επιχειρήσεις, όπου είναι δυνατό να υπάρξει σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα στον εντολέα (principal) που δίνει εντολές και τον αντιπρόσωπο (agent) που τις δέχεται. Η βασική σχέση αντιπροσώπευσης δημιουργείται μεταξύ της Διοίκησης και των μετόχων μιας επιχείρησης, όμως επεκτείνεται και στις σχέσεις ανάμεσα σε Διοίκηση, μετόχους, πιστωτές και συμμετέχοντες μιας επιχείρησης (πελάτες, εργαζόμενοι, κράτος κτλ).

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

Σε μία ιδεατή κατάσταση θα μπορούσε κανείς να φανταστεί ότι οι δυνάμεις της αγοράς θα είχαν τη δυνατότητα να επιβάλλουν στις επιχειρήσεις την ελαχιστοποίηση του κόστους τους και την υιοθέτηση μηχανισμών ΕΔ, οι οποίοι θα τις διευκόλυναν στη συγκέντρωση εξωτερικών κεφαλαίων με το ελάχιστο δυνατό

κόστος. Συνοπτικά, ο ανταγωνισμός θα οδηγούσε στην επίλυση του προβλήματος της ΕΔ.

Παρόλο, όμως, που ο ανταγωνισμός αποτελεί μια ισχυρή δύναμη, διατυπώνονται αμφιβολίες αναφορικά με το γεγονός ότι από μόνος του μπορεί να δώσει λύση στο πρόβλημα της ΕΔ. Το συγκεκριμένο σενάριο θα ήταν λογικό εάν οι επιχειρηματίες είχαν τη δυνατότητα για μίσθωση κεφαλαίου και εργασίας κάθε στιγμή σε τιμές ανταγωνιστικές, με αποτέλεσμα να μην τους απομένουν πόροι για διαχείριση. Όμως, στην πραγματικότητα το παραγωγικό κεφάλαιο είναι εξειδικευμένο και μακροχρόνια δεσμευμένο με αποτέλεσμα οι επιχειρηματίες να μην μπορούν να το μισθώνουν ανά πάσα στιγμή. Επομένως, οι χρηματοδότες χρειάζονται επιβεβαίωση ότι όντως θα πάρουν τα χρήματά τους πίσω με κάποια απόδοση. Αυτή τη διασφάλιση προσφέρουν οι μηχανισμοί ΕΔ (Shleifer και Vishny, 1997).

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

Στην πράξη, όμως, τέτοια ολοκληρωμένα συμβόλαια δεν είναι εφικτά. Δεν είναι δυνατόν να προβλεφθούν όλα τα γεγονότα που μπορεί να συμβούν στο μέλλον. Πάντως, κρίνεται αναγκαίο να οριστεί ποιος θα είναι υπεύθυνος για τη λήψη αποφάσεων (residual control rights) σε μία τέτοια περίπτωση.

Υποθετικά, από τη στιγμή που οι χρηματοδότες διαθέτουν τα κεφάλαιά τους θα μπορούσαν να αποφασίζουν οι ίδιοι κάθε φορά που κάτι απρόσμενο συνέβαινε. Όμως, όπως έχουμε ήδη αναφέρει σε προηγούμενο σημείο, οι μέτοχοι δε διαθέτουν την πληροφόρηση ούτε τις απαραίτητες γνώσεις αλλά ούτε και το χρόνο για τη λήψη τέτοιων αποφάσεων. Αυτός είναι άλλωστε και ο βασικός λόγος για τον οποίο αναθέτουν την εξουσία στη Διοίκηση. Ως συνέπεια, οι μάνατζερ συγκεντρώνουν τα περισσότερα δικαιώματα λήψης αποφάσεων (residual control rights) σε σύγκριση με τους μετόχους καθώς και τη διακριτική ευχέρεια διανομής κεφαλαίων.

Επιπροσθέτως, το γνωστό στη διεθνή βιβλιογραφία «πρόβλημα του ελεύθερου καβαλάρη» (free rider problem) παραχωρεί ακόμα περισσότερη ισχύ στους μάνατζερ. Σε περιπτώσεις όπου υπάρχει πληθώρα επενδυτών, αυτοί συνεισφέρουν σε πολύ μικρό ποσοστό με τα κεφάλαιά τους, ενώ παράλληλα δεν κατέχουν την αναγκαία πληροφόρηση με αποτέλεσμα να μην ασκούν ούτε τα δικαιώματα ελέγχου που τους

αναλογούν. Επίσης, ο κάθε μικροεπενδυτής θεωρεί ότι οι υπόλοιποι μικροεπενδυτές δεν ενδιαφέρονται, με αποτέλεσμα να μην συμμετέχουν καν στις συνελεύσεις (συμπεριφέρεται δηλαδή ως «ελεύθερος καβαλάρης»). Θεωρούν ότι δεν υπάρχει καμία περίπτωση να επηρεάσουν με κάποιο τρόπο τις ληφθείσες αποφάσεις, γεγονός που τους οδηγεί στην αδιαφορία.

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

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

Δεύτερον, υπάρχουν περιπτώσεις όπου η Διοίκηση επιδιώκει την επέκταση / μεγέθυνση της επιχείρησης πέρα των λογικών ορίων. Με ποιον τρόπο επιτυγχάνεται αυτή η «παράλογη» επέκταση; Αντί να διανεμηθούν τα κέρδη με τη μορφή μερισμάτων, επανεπενδύονται σε καινούριες επενδύσεις. Δηλαδή, οι μανάτζερ επιδιώκουν πρωτίστως προσωπικά οφέλη, όπως αύξηση της ισχύος τους, και όχι τα συμφέροντα των μετόχων, αφού επανεπένδυση κερδών σημαίνει μικρότερα κέρδη για την επιχείρηση. Σχετικά με το συγκεκριμένο θέμα υπάρχει τεράστια βιβλιογραφία, η οποία εξηγεί πώς η Διοίκηση εκμεταλλεύεται στο έπακρον τα δικαιώματα ελέγχου εις βάρος των μετόχων.

Η τρίτη περίπτωση αναφέρεται στην προσπάθεια των μανάτζερ να παρατείνουν την ισχύ τους, συνεχίζοντας τη Διοίκηση της επιχείρησης ακόμα και

όταν δε διαθέτουν πλέον τα κατάλληλα εφόδια που απαιτούν οι συνθήκες ανταγωνισμού (Shleifer και Vishny, 1989). Αυτή η συμπεριφορά είναι γνωστή ως «οχύρωση της Διοίκησης» (management entrenchment). Η ίδια συμπεριφορά υιοθετείται επίσης από τη Διοίκηση και σε περιπτώσεις πιθανής εξαγοράς. Ο λόγος για τον οποίο η Διοίκηση θα επιλέξει να αντισταθεί σε μία προσπάθεια εξαγοράς είναι επειδή υπάρχει η απειλή της «αντικατάστασης» και όχι επειδή δεν είναι συμφέρουσα η πρόταση για τους μετόχους. Στην αντίθετη περίπτωση, βέβαια, που η Διοίκηση έχει οφέλη, όπως αρκετά μεγάλο ποσό αποζημίωσης, θα επιλέξει να μην αντισταθεί για ευνόητους λόγους.

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

2.1.3 Σύγκρουση συμφερόντων σε μία εταιρεία

Αίτια εμφάνισης συγκρούσεων μεταξύ μετόχων και Διοίκησης

Κύρια αιτία συγκρούσεων αποτελεί η αποφυγή του κινδύνου (risk aversion), η οποία έγκειται στις διαφορετικές αντιλήψεις των δύο πλευρών αναφορικά με την ανάληψη κινδύνου. Δηλαδή, οι δύο πλευρές επιθυμούν διαφορετικό τρόπο δράσης εξαιτίας της διαφορετικής τοποθέτησής τους απέναντι στον κίνδυνο. Όλες οι εναλλακτικές επενδυτικές προτάσεις δεν περιλαμβάνουν τον ίδιο βαθμό κινδύνου. Η διαφορετική συμπεριφορά των μάνατζερ έναντι του κινδύνου μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός ότι ο προσωπικός πλούτος του μάνατζερ εξαρτάται κυρίως από το ανθρώπινο δυναμικό και τις μετοχές της επιχείρησης, δύο παράγοντες που επηρεάζονται από την επίδοση της επιχείρησης. Αυτό το γεγονός δεν επιτρέπει στους μάνατζερ τη διαφοροποίηση του κινδύνου, με αποτέλεσμα να τείνουν πολλές φορές να αποφεύγουν τον κίνδυνο περισσότερο από τους μετόχους και να αποδέχονται επενδύσεις, οι οποίες είναι ζημιολογικές και οδηγούν σε μείωση της συνολικής απόδοσης. Αντίθετα, οι μέτοχοι προτιμούν επενδύσεις με υψηλότερο βαθμό κινδύνου, αφού είναι γνωστό ότι τέτοιες επενδύσεις εξασφαλίζουν και μεγαλύτερη απόδοση. Επιπροσθέτως, οι μέτοχοι έχουν τη δυνατότητα για επένδυση του πλούτου τους σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών διαφόρων επιχειρήσεων. Συνοπτικά, η Διοίκηση λαμβάνει υπόψη της το συνολικό κίνδυνο, ενώ οι μέτοχοι το τμήμα του συνολικού κινδύνου της μετοχής που δεν εξαλείφεται. Βέβαια όταν ο

πλούτος των μανάτζερ είναι κυρίως σε μορφή δικαιωμάτων, οι μανάτζερ μπορούν να κερδίσουν μεγάλα ποσά όταν η εταιρία επιτυγχάνει ή υπερβαίνει τους στόχους της, όμως να μη μοιράζονται τις απώλειες όταν η εταιρία αποτυγχάνει, με αποτέλεσμα να λαμβάνουν αποφάσεις υψηλού ρίσκου (Λαζαρίδης και Παπαδόπουλος, 2005).

Επίσης, αιτία σύγκρουσης συμφερόντων μπορεί να αποτελέσει η τάση των διοικητικών στελεχών για παράταση της εξουσίας τους καθώς και οι διαφορετικοί χρονικοί ορίζοντες των δύο πλευρών. Οι μέτοχοι τοποθετούνται μακροπρόθεσμα σε μία επιχείρηση, ενώ ο χρονικός ορίζοντας των στελεχών της Διοίκησης είναι αρκετά πιο σύντομος αν αναλογιστεί κανείς το γεγονός ότι σχεδόν κάθε πέντε έτη «ανανεώνονται». Επιπροσθέτως, ο τρόπος σύνδεσης των αμοιβών της Διοίκησης με τις πωλήσεις ή τα κέρδη της τρέχουσας ή τελευταίας χρήσης, οδηγεί τη Διοίκηση στην απόρριψη επενδυτικών σχεδίων που μειώνουν τα κέρδη βραχυπρόθεσμα και στην έγκριση επενδυτικών σχεδίων που αυξάνουν τα κέρδη βραχυπρόθεσμα, παρόλο που μακροπρόθεσμα τα μειώνουν.

Αίτια εμφάνισης συγκρούσεων μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων

Οι βασικές αιτίες που μπορούν να δημιουργήσουν συγκρούσεις μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων είναι οι ακόλουθες. Πρώτον, σε περιπτώσεις που οι μεγαλομέτοχοι προβαίνουν σε εκμετάλλευση των μικρομετόχων μέσω καταχρηστικών συναλλαγών της επιχείρησης με επιχειρηματικά σχήματα που ελέγχει αποκλειστικά και μόνο ο μεγαλομέτοχος. Τυπικό παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση, όπου ο μεγαλομέτοχος είναι ταυτόχρονα και ανώτατο διοικητικό στέλεχος της επιχείρησης, δηλαδή Πρόεδρος ή Διευθύνων Σύμβουλος. Δεύτερον, σε περιπτώσεις όπου οι μεγαλομέτοχοι αποφασίζουν την ανάληψη επενδυτικών σχεδίων για την επίτευξη προσωπικών τους επιδιώξεων και όχι για το συμφέρον της επιχείρησης. Τυπικό παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση του ελέγχου των θυγατρικών επιχειρήσεων από τους μεγαλομέτοχους μέσω των γνωστών «πυραμίδων» (Ν.Γ.Τραυλός, 2002).

Αίτια εμφάνισης συγκρούσεων μεταξύ μετόχων και πιστωτών

Οι βασικές αιτίες που μπορούν να δημιουργήσουν συγκρούσεις μεταξύ μετόχων και πιστωτών είναι οι ακόλουθες. Πρώτον, η ανάληψη από την πλευρά της επιχείρησης επενδυτικών προτάσεων που χαρακτηρίζονται από υψηλότερο κίνδυνο από ό,τι είχε αρχικά παρουσιαστεί στο επιχειρηματικό σχέδιο. Δεύτερον, η περαιτέρω δανειακή επιβάρυνση μετά την έκδοση αρχικού δανείου εκτός από την αρχική

πρόβλεψη. Τέλος, η άρνηση των μετόχων να συνεισφέρουν επιπλέον μετοχικό κεφαλαίο σε περιπτώσεις που η επιχείρηση αντιμετωπίζει χρηματοδοτικές δυσχέρειες (Ν.Γ.Τραυλός, 2002).

2.1.4 Αίτια Ανάπτυξης Εταιρικής Διακυβέρνησης

Γιατί έχει γίνει η εταιρική διακυβέρνηση ένα τέτοιο προεξέχον θέμα στις προηγούμενες δύο δεκαετίες και όχι πριν; Έρευνες του ECGI (European Corporate Governance Institute) προσδιόρισαν τους ακόλουθους λόγους (Becht, Bolton και Róell, 2002): α) το παγκόσμιο κύμα της ιδιωτικοποίησης των προηγούμενων δύο δεκαετιών, β) η μεταρρύθμιση συνταξιοδοτικών κεφαλαίων και η αύξηση της ιδιωτικής αποταμίευσης, γ) το κύμα εξαγοράς επιχειρήσεων στην δεκαετία του '80, δ) η άρση των ελέγχων και η ολοκλήρωση των κύριων αγορών, ε) η κρίση της ανατολικής Ασίας του 1998, η οποία είχε βάλει επίκεντρο στην εταιρική διακυβέρνηση στις αναδυόμενες αγορές, στ) μια σειρά των πρόσφατων σκανδάλων των ΗΠΑ και εταιρικές αποτυχίες που ενίσχυσαν αλλά δεν εμφανίστηκαν κατά τη διάρκεια της αγοράς μετοχών με ελπίδα ανόδου στην πρόσφατη δεκαετία του '90.

2.2 Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης: Λειτουργία & Αποτελεσματικότητα

Τα εταιρικά σκάνδαλα σε διεθνές επίπεδο (π.χ. Enron) φέρνουν στην επικαιρότητα τον τρόπο με τον οποίο διοικούνται και ελέγχονται οι εισηγμένες σε χρηματιστήρια εταιρείες. Επίσης, εγείρουν σημαντικά ερωτήματα σχετικά με τη δυνατότητα προστασίας των συμφερόντων των μετόχων, ιδιαίτερα των μικρομετόχων, και των πιστωτών. Κάτω από την πίεση της κατάρρευσης πολλών μεγάλων εταιρειών, οι εποπτικές αρχές των κεφαλαιαγορών σχεδόν όλων των χωρών έχουν σχεδιάσει συστήματα αντιμετώπισης και επίλυσης των προβλημάτων που σχετίζονται με την προστασία των συμφερόντων των μετόχων και των πιστωτών των εισηγμένων σε χρηματιστήρια εταιρειών.

Αυτά τα συστήματα, γνωστά ως συστήματα ΕΔ (Corporate Governance), έχουν σαν βασικό στόχο τη διασφάλιση διαφανούς, χρηστής και αποτελεσματικής διοίκησης που μεγιστοποιεί την οικονομική αξία της επιχείρησης, προστατεύοντας ταυτόχρονα τα συμφέροντα όλων των μετόχων και πιστωτών.

Το κέντρο ενδιαφέροντος των σύγχρονων συστημάτων ΕΔ είναι το Διοικητικό Συμβούλιο, η οργάνωσή του, και η εξασφάλιση ανεξαρτησίας του από μεγαλομετόχους και ανώτατα διευθυντικά στελέχη της εταιρείας. Υιοθετώντας τις

προτάσεις της Επιτροπής Cadbury της Μεγάλης Βρετανίας που περιλαμβάνονται στον Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς (εφεξής, Κώδικας) που εκδόθηκε τον Δεκέμβριο του 1992, οι περισσότερες χώρες προέβησαν σε θεσμικές μεταρρυθμίσεις που μεταξύ άλλων προβλέπουν:

- Διαφορετικά άτομα για τις θέσεις του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου και του Διευθύνοντος Συμβούλου
- Συμμετοχή στα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών Μη Εκτελεστικών Μελών, δηλαδή Συμβούλων που δεν έχουν σχέση εξαρτημένης εργασίας με την εταιρεία. Σε μερικές χώρες, όπως και η Ελλάδα, προβλέπεται και η συμμετοχή ενός αριθμού ανεξαρτήτων Συμβούλων, δηλαδή Συμβούλων που δεν έχουν στενούς συγγενικούς δεσμούς με τον Διευθύνοντα Σύμβουλο ή με τους μεγαλομετόχους.
- Θέσπιση Επιτροπής Εσωτερικού Ελέγχου που θα απαρτίζεται κατά πλειοψηφία από Μη Εκτελεστικά Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.
- Θέσπιση Επιτροπής Καθορισμού Αμοιβών Διευθυντικών Στελεχών που θα απαρτίζεται αποκλειστικά ή κύρια από Μη Εκτελεστικά Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.

Η κεντρική ιδέα πίσω από τις παραπάνω προτάσεις / μεταρρυθμίσεις είναι πως όσο ενισχύεται η ανεξαρτησία του Διοικητικού Συμβουλίου έναντι των διευθυντικών στελεχών τόσο θωρακίζεται το Διοικητικό Συμβούλιο στην άσκηση του εποπτικού και ελεγκτικού του ρόλου επί των διευθυντικών στελεχών της επιχείρησης, με αποτέλεσμα τη βελτίωση των οικονομικών αποτελεσμάτων ή την αντικατάσταση των ανεπαρκών στελεχών. Η σχετική υπόθεση επαληθεύεται από πρόσφατα ερευνητικά πορίσματα.

Για παράδειγμα, οι Dahya, McConnell και Τραυλός (2002) μελέτησαν την επίδραση της υιοθέτησης του Κώδικα στη λειτουργία των επιχειρήσεων της Βρετανίας. Οι συγγραφείς, θέτουν προς διερεύνηση την υπόθεση πως η σχέση ανάμεσα σε μη εθελούσιες αποχωρήσεις (απολύσεις) ανωτάτων διευθυντικών στελεχών και σε εταιρική αποδοτικότητα θα είναι ισχυρότερη στην εποχή μετά την έκδοση του Κώδικα. Πράγματι, τα αποτελέσματα της έρευνας, βασισμένα σε ένα τυχαίο δείγμα 460 εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου (1989 – 1995), καταλήγουν μεταξύ άλλων, στα παρακάτω συμπεράσματα:

- παρατηρείται αύξηση στις μη εθελούσιες αποχωρήσεις ανωτάτων διευθυντικών στελεχών μετά την έκδοση του Κώδικα, ιδιαίτερα στις εταιρείες που συμμορφώθηκαν με τις βασικές υποδείξεις του Κώδικα.
- στις επιχειρήσεις που υιοθέτησαν τις βασικές προτάσεις του Κώδικα, κυρίως σε όσες αυξήθηκε το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, παρατηρείται αύξηση του συντελεστή συσχέτισης ανάμεσα σε αποχωρήσεις ανωτάτων στελεχών και εταιρική αποδοτικότητα.

Περαιτέρω, οι McKnight, Μυλωνάς και Τραυλός (2003) διερευνούν τη σχέση ανάμεσα σε εταιρική αξία και την υιοθέτηση του Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς από εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου την περίοδο 1989 – 1996.

Τα ευρήματά τους συνοψίζονται ως εξής:

- Η εταιρική αξία αυξάνεται όταν οι εταιρείες θεσπίζουν Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου ή/και Επιτροπή Καθορισμού Αμοιβών Διευθυντικών Στελεχών.
- Η εταιρική αξία μειώνεται όταν στις επιτροπές Εσωτερικού Ελέγχου ή/και Καθορισμού Αμοιβών Διευθυντικών Στελεχών συμμετέχουν κορυφαία διευθυντικά στελέχη.
- Η εταιρική αξία αυξάνεται όσο αυξάνεται, πέραν κάποιου ορίου, το ποσοστό συμμετοχής στο Διοικητικό Συμβούλιο των Μη-Εκτελεστικών Μελών.

Κάποιες μεταρρυθμίσεις αναφέρονται στις σχέσεις ανάμεσα σε θεσμικούς επενδυτές και στις εταιρείες που επενδύουν οι θεσμικοί επενδυτές. Για παράδειγμα, η Επιτροπή Εταιρικής Διακυβέρνησης (Committee on Corporate Governance, UK 1998) της Βρετανίας ενθαρρύνει την ενεργό συμμετοχή των μετόχων (shareholder activism) στις εταιρικές υποθέσεις με τους εξής τρόπους:

- την ανάπτυξη εκ μέρους των θεσμικών επενδυτών πολιτικής συμμετοχής στις ψηφοφορίες των εταιρειών, στις οποίες έχουν επενδύσει.
- την ανάπτυξη πιο στενής επικοινωνίας και συμμετοχής στη λήψη αποφάσεων ανάμεσα στις εταιρείες και στους βασικούς τους θεσμικούς επενδυτές.

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

- υιοθετούν την ενεργό συμμετοχή των μετόχων, έχουν αναπτύξει πολιτικές συμμετοχής στις ψηφοφορίες των εταιρειών, στις οποίες επενδύουν και υποστηρίζουν τη γνωστοποίηση αυτών των πολιτικών στους πελάτες τους.
- ενθαρρύνουν την ανάπτυξη στενών και μακροπρόθεσμων σχέσεων επικοινωνίας και συμμετοχής στη λήψη αποφάσεων με τις εταιρείες, στις οποίες επενδύουν.
- υποστηρίζουν τη χάραξη επενδυτικών στρατηγικών με μακροπρόθεσμες προοπτικές σε αντίθεση με τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές.
- έχουν καλωσορίσει τις πρόσφατες μεταρρυθμίσεις στη Βρετανία σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση και έχουν υποστηρίξει πως οι σχετικές μεταρρυθμίσεις έχουν θετικές επιδράσεις τόσο στους θεσμικούς επενδυτές, όσο και στις εταιρείες, στις οποίες επενδύουν.
- έχουν εκφράσει κάποιο προβληματισμό σχετικά με την υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων από τις μικρές εταιρείες.

Στη χώρα μας οι σχετικές μεταρρυθμίσεις εισήχθησαν με το Νόμο 3016/2002 (Παράρτημα Α). Ο Νόμος 3016 κινείται πολύ κοντά στο πλαίσιο του Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς της Επιτροπής Cadbury. Σε γενικές γραμμές ο Νόμος 3016 αποτελεί στέρεο βήμα προς τη σωστή κατεύθυνση.

Συμπερασματικά, στις σύγχρονες επιχειρήσεις τα συμφέροντα των μεγαλομετόχων, μικρομετόχων, διευθυντικών στελεχών και πιστωτών δεν ταυτίζονται πάντοτε. Αντιθέτως, εκδηλώνονται συχνά συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στις παραπάνω ομάδες με αρνητικές συνέπειες στη λειτουργία της επιχείρησης, που σε μερικές περιπτώσεις οδηγούν στην κατάρρευσή της. Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης επιδιώκουν να περιορίσουν τα σχετικά προβλήματα αλλά αδυνατούν να τα εξαλείψουν τελείως.

Τα τελευταία δέκα χρόνια, υπό την πίεση δυσμενών επιχειρηματικών εξελίξεων στη Βρετανία και σε άλλες χώρες, ξεκίνησε από τη Βρετανία μια πρωτοβουλία μεταρρύθμισης του συστήματος ΕΔ των Βρετανικών επιχειρήσεων που μεταδόθηκε σύντομα σε πολλές χώρες σε όλες τις Ηπείρους. Τα εμπειρικά ευρήματα ενισχύουν την άποψη πως οι μεταρρυθμίσεις έχουν θετικές επιπτώσεις στη λειτουργία των επιχειρήσεων. Στη χώρα μας οι σχετικές μεταρρυθμίσεις εισήχθησαν με το Νόμο 3016. Σαν πρώτη προσπάθεια μεταρρύθμισης του συστήματος ΕΔ στη χώρα μας, ο

Νόμος 3016 αποτελεί μια πολύ θετική εξέλιξη που περαιτέρω θωρακίζει το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς.

2.2.1 Τρόποι αντιμετώπισης του προβλήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Συμβόλαια αποδοτικότητας

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

Νομική προστασία επενδυτών

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

Συγκέντρωση μετοχών σε μεγάλους επενδυτές

Έναν άλλο τρόπο αντιμετώπισης του προβλήματος της ΕΔ αποτελεί η συγκέντρωση μετοχών σε μεγάλους επενδυτές. Όταν τα δικαιώματα ελέγχου συγκεντρώνονται σε λίγους αλλά μεγάλους επενδυτές, τότε η άσκησή τους είναι ευκολότερη από ότι όταν είναι διασκορπισμένα σε πληθώρα μικροεπενδυτών.

Ο δανεισμός στο πρόβλημα της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Ένα ερώτημα, το οποίο απασχολεί πολλούς μελετητές είναι το εξής: πώς επηρεάζει ο δανεισμός ως μηχανισμός χρηματοδότησης την ΕΔ. Ειδικότερα, ο δανεισμός αποτελεί μια δανειακή σύμβαση μεταξύ του οφειλέτη (αυτός που

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

Διοικητικό Συμβούλιο και μη εκτελεστικά μέλη

Ο ρόλος του Διοικητικού Συμβουλίου σε μια επιχείρηση είναι καθοριστικής σημασίας. Όπως έχει ήδη διατυπωθεί στην παρούσα μελέτη, οι μέτοχοι εκλέγουν τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου. Οι αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου είναι να επιβλέπει και να ελέγχει τη Διοίκηση, τη γενική στρατηγική που ακολουθεί η επιχείρηση και τέλος να προστατεύει τα συμφέροντα των μετόχων, ώστε να μην υπάρχει η δυνατότητα για τυχόν ατασθαλίες από πλευράς Διοίκησης. Δηλαδή είναι υπεύθυνο για να δρα η Διοίκηση με πρωταρχικό στόχο την προώθηση των συμφερόντων των μετόχων. Για την επίτευξη των προηγηθέντων στόχων κρίνεται απαραίτητη η συμμετοχή και μη εκτελεστικών μελών (non-executive directors, NED) στο Διοικητικό Συμβούλιο, ώστε να διασφαλίζεται η προϋπόθεση της ανεξαρτησίας έναντι της Διοίκησης της επιχείρησης.

Κριτήρια για την αξιολόγηση του Διοικητικού Συμβουλίου

Πέντε είναι τα κριτήρια που λαμβάνονται υπόψη κατά τη διαδικασία αξιολόγησης ενός Διοικητικού Συμβουλίου. Πρώτον, εάν υπάρχει σχέση εξάρτησης των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου ή και των στενών συγγενικών τους προσώπων από την επιχείρηση για δουλειές που αναλαμβάνουν ή πρόκειται να αναλάβουν στο μέλλον. Αν δεν υπάρχουν σχέσεις εξάρτησης, δε θα πραγματοποιούνται συμβιβασμοί και κανείς δε θα διστάζει να εκφράσει ελεύθερα τις

ιδέες του καθώς και τις απόψεις του. Το δεύτερο κριτήριο αφορά το ύψος του ποσού που κάθε μέλος έχει επενδύσει σε μετοχές της επιχείρησης (εκτός από τυχόν δωρεάν stock options). Τρίτο κριτήριο αποτελούν οι γνώσεις που θα πρέπει να έχει τουλάχιστον ένας από τους ανεξάρτητους συμβούλους σχετικά με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Επίσης, ο χρόνος που αφιερώνει κάθε σύμβουλος για ζητήματα της επιχείρησης αποτελεί σημαντικό κριτήριο για την αξιολόγηση ενός Διοικητικού Συμβουλίου.

Τέλος, το πέμπτο κριτήριο είναι κατά πόσον ένα Διοικητικό Συμβούλιο είναι δραστήριο και συνειδητοποιημένο. Εδώ, περιλαμβάνονται ο βαθμός παρακολούθησης των εξελίξεων, το αν και σε ποιο βαθμό ελέγχεται ο Διευθύνων Σύμβουλος και οι αμοιβές του, καθώς και το αν βαθμολογεί ο ίδιος τη δική του αποτελεσματικότητα. Ένα καλό και δραστήριο Διοικητικό Συμβούλιο συμβάλλει στο να πάει μπροστά όλη η επιχείρηση. Αλλά, για να συμβαίνει αυτό, θα πρέπει οι σύμβουλοί του να συμμετέχουν ενεργά στη χάραξη πορείας της εταιρίας και να μην προσυπογράφουν απλώς τις αποφάσεις της Διοίκησης. Επίσης, θα πρέπει το Διοικητικό Συμβούλιο να αξιολογεί την προσφορά και την απόδοση κάθε μέλους του και να προσπαθεί ενσυνείδητα να βελτιώνει συνεχώς την αποτελεσματικότητά του. (Δούκας, 2006, Τα Νέα).

2.3 Τί προβλήματα εμφανίζονται στην εταιρική λειτουργία;

Στην εταιρεία όπως και σε κάθε συλλογική μορφή δράσης (για παράδειγμα, σωματεία, συνδικαλιστικές ενώσεις, συνεταιρισμοί, δημόσια διοίκηση κ.λπ.) εμφανίζονται προβλήματα εκπροσώπησης (agency problems). Ενώ οι αποφάσεις λαμβάνονται από τους εκπροσώπους, οι επιπτώσεις των αποφάσεων αφορούν το σύνολο των μελών του συλλογικού φορέα. Το πρόβλημα της εκπροσώπησης ανακύπτει στην περίπτωση που: α) οι εκπρόσωποι έχουν ιδιαίτερους στόχους, πέραν των συλλογικών στόχων, β) οι εκπρόσωποι μπορούν να έχουν ιδιωτικό όφελος, πέραν του συλλογικού οφέλους, και γ) οι ενέργειες των εκπροσώπων δεν είναι παρατηρήσιμες. Για παράδειγμα, ο πρόεδρος ενός σωματείου μπορεί να προμηθευθεί τον εξοπλισμό των γραφείων του σωματείου σε υψηλή τιμή προβαίνοντας σε μυστική συμφωνία με τον προμηθευτή. Αν το σωματείο έχει 100 μέλη, τότε για κάθε 100 ευρώ που εισπράττει «παράνομα» ο πρόεδρος του σωματείου, χάνει 1 ευρώ ως μέλος του σωματείου, έχει δηλαδή καθαρό κέρδος 99 ευρώ. Αυτή είναι μια κλασική

συναλλαγή του τύπου που οι Αγγλοσάξονες, πολύ πετυχημένα, ονομάζουν self-stealing!

Η λύση του προβλήματος δεν είναι απλή. Πολλοί πιστεύουν ότι το πρόβλημα μπορεί να λυθεί με την εκλογή ή τον διορισμό ενός έντιμου εκπροσώπου. Πώς όμως ξεχωρίζουμε τον έντιμο από τον ανέντιμο υποψήφιο; Πολλοί επίσης πιστεύουν ότι το πρόβλημα μπορεί να λυθεί με την θέσπιση και λειτουργία ενός ελεγκτικού μηχανισμού. Πώς όμως είμαστε σίγουροι ότι το κόστος λειτουργίας του μηχανισμού θα είναι χαμηλότερο του οφέλους; Πολλές φορές, το κόστος ελέγχου της σπατάλης (και της διαφθοράς) μπορεί να αποδειχθεί μεγαλύτερο από την ίδια τη σπατάλη (ή τη διαφθορά).

Ένα καλό σύστημα εταιρικού έλεγχου πρέπει να προσφέρει τα κατάλληλα κίνητρα ώστε η διοίκηση των εταιρειών να ασκείται με γνώμονα τα συμφέροντα της εταιρείας και των μετόχων της. Πρέπει να διευκολύνει την αποτελεσματική παρακολούθηση της εταιρείας και να ενθαρρύνει την εταιρεία να χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τους πόρους της.

Το σύστημα του εταιρικού ελέγχου προσδιορίζεται από ένα σύνολο νομικών, διοικητικών και θεσμικών ρυθμίσεων και περιλαμβάνει κανόνες που ρυθμίζουν τις σχέσεις μεταξύ της διοίκησης και των εταίρων με την ευρεία έννοια (stakeholders), δηλαδή τους μετόχους, τους πιστωτές, τους εργαζόμενους, τους προμηθευτές κ.λπ. Σύμφωνα με το κείμενο αρχών του ΟΟΣΑ, ένα καλό σύστημα εταιρικού ελέγχου πρέπει να επιτελεί τα παρακάτω:

- α) να προστατεύει τα δικαιώματα των μετόχων,
- β) να εξασφαλίζει ίση μεταχείριση των μετόχων,
- γ) να ενθαρρύνει την άσκηση των δικαιωμάτων των μετόχων με σκοπό τη συνεργασία εταιρείας και μετόχων,
- δ) να ενισχύει την διάχυση των πληροφοριών και την διαφάνεια,
- ε) να ενισχύει την ευθύνη των διοικητικών συμβουλίων.

Σκοπός των παραπάνω είναι τελικά ο περιορισμός των αθέμιτων συναλλαγών (self dealing) και των αναποτελεσματικών αποφάσεων της διοίκησης.

2.4 Εταιρική Αποδοτικότητα

Παρά τη έντονη κριτική που εμφανίζεται, ιδιαίτερα στον τύπο, ενάντια στο μέγεθος και τη σύνθεση των αμοιβών των διευθυντικών στελεχών, υπάρχουν αρκετά εμπειρικά ευρήματα που θεμελιώνουν τη θετική επίδρασή τους τόσο στις

επιχειρηματικές δραστηριότητες όσο και την εταιρική αποδοτικότητα. Τα κυριότερα ευρήματα αναφέρονται στη σχέση ανάμεσα στην ανάληψη κινδύνου και στη παροχή στα στελέχη μετοχών της εταιρείας τους και δικαιωμάτων προαίρεσης, καθώς επίσης και στη σχέση μεταξύ αμοιβών και εταιρικής αποδοτικότητας.

Οι Amihud και Lev (1981) εξέτασαν τα πιθανά κίνητρα για τη πραγματοποίηση ανομοιογενών συγχωνεύσεων (conglomerate mergers) στις Η.Π.Α. Το χαρακτηριστικό γνώρισμα αυτής της μορφής συγχωνεύσεων είναι η έλλειψη οικονομικών ωφελειών, λόγω απουσίας οικονομικών συνεργιών, για τις αγοράζουσες εταιρείες με τη παράλληλη ύπαρξη σημαντικών δαπανών. Οι συγγραφείς ανέμεναν μεγαλύτερη συχνότητα ανομοιογενών συγχωνεύσεων στις επιχειρήσεις που υπήρχε σημαντική διασπορά των μετοχών έναντι των επιχειρήσεων με μικρή διασπορά. Στη πρώτη περίπτωση, σε αντίθεση με τη δεύτερη, υπάρχει περιορισμένη ικανότητα των μετόχων να ελέγχουν και να απολύουν τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη αν οι αποφάσεις τους αντιστρατεύονται τα συμφέροντα των μετόχων. Τα εμπειρικά αποτελέσματα επιβεβαίωσαν τις προβλέψεις των συγγραφέων και απεδόθησαν στο κίνητρο των διευθυντικών στελεχών να μειώνουν τον συνολικό κίνδυνο της εταιρείας τους όταν υπάρχει μεγάλη διασπορά μετοχών. Αντιθέτως, η συχνότητα ανομοιογενών συγχωνεύσεων ήταν μικρή στις επιχειρήσεις που υπήρχε μικρή διασπορά μετοχών και συνεπώς τα διευθυντικά στελέχη δεν είχαν τη διακριτική ευχέρεια να λαμβάνουν αποφάσεις που δεν ήταν συμβατές με τα συμφέροντα των μετόχων.

Τα ευρήματα των Amihud και Lev παρέχουν μια πρώτη στήριξη στην υπόθεση πως τα διευθυντικά στελέχη προτιμούν χαμηλό ρίσκο, ενώ οι μέτοχοι, αντιθέτως, δεν έχουν τέτοιο κίνητρο. Η διαφορετική προτίμηση στην ανάληψη κινδύνου μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών διερευνάται πιο άμεσα από τους Saunders, Strock και Travlos (1990). Οι συγγραφείς εξετάζουν εμπειρικά τη σχέση μεταξύ ρίσκου και ποσοστού μετοχών (περιλαμβανομένων και δικαιωμάτων προαίρεσης) στην ιδιοκτησία των διευθυντικών στελεχών των τραπεζικών επιχειρήσεων στις Η.Π.Α.

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

στελεχών, παρέχοντας εμπειρική επιβεβαίωση της απόκλισης των επιδιώξεων μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών αναφορικά με την ανάληψη κινδύνου.

Ανάλογη εμπειρική διαπίστωση των αντικρουόμενων προτιμήσεων μεταξύ των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών αναφορικά με το μέγεθος και είδος κινδύνου που αντίστοιχα αναλαμβάνουν προσφέρεται από τους Bagnani-Strock, Milonas, Saunders και Travlos (1994). Οι συγγραφείς όχι μόνον καταγράφουν μια θετική σχέση ανάμεσα στο ποσοστό μετοχών στην ιδιοκτησία των διευθυντικών στελεχών και στον εταιρικό κίνδυνο, αλλά επιπλέον ανακαλύπτουν πως αυτή η θετική σχέση δεν είναι συνεχής. Αντιθέτως, πέρα από ένα συγκεκριμένο ποσοστό μετοχών στην ιδιοκτησία των διευθυντικών στελεχών (25%), η σχέση μετατρέπεται σε αρνητική. Η αρνητική σχέση μεταξύ κινδύνου και υψηλών ποσοστών συμμετοχής των διευθυντικών στελεχών στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας τους αντανακλά την επιθυμία των διευθυντικών στελεχών να αποφεύγουν την συγκέντρωση του πλούτου τους σε μια μόνο μετοχή, ώστε να επιτυγχάνουν τη κατάστροφη ενός καλά διαφοροποιούμενου χαρτοφυλακίου μετοχών που εξασφαλίζει την εξάλειψη μέρους του συνολικού επενδυτικού τους κινδύνου.

Οι Tehranian, Travlos και Waegelein (1987a) διατύπωσαν την άποψη πως τυχόν συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα σε μετόχους και διευθυντικά στελέχη θα αντικατοπτρίζονταν στις σημαντικές επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων, όπως οι συγχωνεύσεις. Σύμφωνα με αυτή την άποψη, οι συγγραφείς διατύπωσαν και διερεύνησαν εμπειρικά την υπόθεση πως οι εταιρείες των οποίων οι αμοιβές των ανώτερων διευθυντικών στελεχών περιλαμβάνουν – πέρα του μισθού και του επιδόματος ετήσιας παραγωγικότητας (bonus) – και παροχές που συνδέονται με την υλοποίηση μακροπρόθεσμων οικονομικών στόχων και τη πορεία της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής τους, θα προέβαιναν σε πιο επικερδείς συγχωνεύσεις σε σχέση με τις συγχωνεύσεις που θα αναλαμβάνονταν από διευθυντικά στελέχη που αμείβονται μόνο με μισθό και πριμ ετήσιας παραγωγικότητας.

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

συμπεριφέρονται σαν μέτοχοι, αναλαμβάνοντας επικερδείς επενδυτικές δραστηριότητες.

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

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

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

Οι Murphy (1985) και Coughlan και Schmidt (1985) διερεύνησαν την συσχέτιση ανάμεσα σε μεταβολές διευθυντικών αμοιβών και μεταβολές των χρηματιστηριακών τιμών των μετοχών των αντίστοιχων εταιρειών. Τα ευρήματα και από τις δυο μελέτες, που βασίζονται σε μεγάλα δείγματα εταιρειών εισηγμένων στα

σημαντικότερα χρηματιστήρια των Η.Π.Α., φανερώνουν ένα θετικό, στατιστικά σημαντικό, συντελεστή συσχέτισης ανάμεσα στις σχετικές μεταβλητές. Αυτό το εύρημα στηρίζει την υπόθεση πως, αντίθετα με τα αρνητικά δημοσιογραφικά σχόλια του οικονομικού τύπου, υπάρχει κάποια συστηματική σχέση, όχι απαραίτητα μεγάλη, ανάμεσα σε εταιρική αξία και διευθυντικές αμοιβές.

2.5 Η Σημασία της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Είναι πλέον προφανείς οι λόγοι γιατί μια επιχείρηση θα πρέπει να διέπεται από κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Το πώς κυβερνώνται οι εταιρίες επηρεάζει όχι μόνο την πορεία των ίδιων των εταιριών αλλά και ολόκληρων αγορών και οικονομιών τη νέα εποχή της παγκοσμιοποίησης. Για να αντλήσουν κεφάλαια, οι εταιρίες απευθύνονται πλέον σε διεθνείς αγορές και σε μια διεθνή κοινότητα επενδυτών, που υπερβαίνουν τοπικές αγορές και παραδοσιακά κανάλια χρηματοδότησης. Αυτοί οι επενδυτές, και ιδίως οι θεσμικοί, θέλουν να βεβαιωθούν ότι οι εταιρίες τις οποίες χρηματοδοτούν λειτουργούν με αξιόπιστο καθεστώς, ώστε να ελαχιστοποιούνται οι πιθανότητες για κακοδιαχείριση, παραπληροφόρηση, νοθεία και απάτες. Προτού επενδύσουν, οι επενδυτές αναλύουν και συγκρίνουν την απόδοση των εταιριών – είτε έχουν την έδρα τους στην Ελλάδα, είτε σε άλλη χώρα – με τις δικές τους προδιαγραφές διαφάνειας και πιστότητας στις οικονομικές τους καταστάσεις.

Έρευνα σε 200 θεσμικούς επενδυτές που διαχειρίζονται 2 τρις δολάρια Η.Π.Α. παγκοσμίως, έδειξε ότι οι επενδυτές προσέχουν ιδιαίτερα τα θέματα Εταιρικής Διακυβέρνησης, με κύρια προτεραιότητα την ποιότητα των λογιστικών καταστάσεων.

Οι επενδυτές φαίνεται να δίνουν την ίδια βαρύτητα σε θέματα Εταιρικής Διακυβέρνησης με αυτήν που δίνουν στους χρηματοοικονομικούς δείκτες, όταν αξιολογούν επενδυτικές αποφάσεις. Η συντριπτική πλειονότητα των επενδυτών είναι διαθετειμένη να πληρώσουν πρόσθετη αμοιβή (premium) για μετοχές εταιριών με υψηλά κριτήρια εταιρικής διακυβέρνησης (12%-14% περισσότερο για εταιρίες στη Βόρεια Αμερική και Δυτική Ευρώπη και 20%-30% για εταιρίες στον υπόλοιπο κόσμο). Το 60% μάλιστα εξέφρασε την άποψη ότι αποφεύγει εντελώς τις επενδύσεις σε εταιρίες με χαμηλά κριτήρια εταιρικής διακυβέρνησης.

Εκτός από τη διευκόλυνση στην άντληση κεφαλαίων από επενδυτές, η ενίσχυση των θεσμών διαφάνειας στην εταιρική διακυβέρνηση αποφέρει οφέλη στην επιχείρηση και μέσω της αποτελεσματικής χρήσης των πόρων της, όπως η ορθολογική λήψη αποφάσεων για επενδύσεις, οι αγορές και εξαγορές, τα συστήματα αμοιβών, η μείωση στα κρούσματα λογιστικής νοθείας κ.λ.π.

Επιπλέον, η ενίσχυση των θεσμών διαφάνειας στην εταιρική διακυβέρνηση ενισχύει την εμπιστοσύνη του κοινού κατά τη διαδικασία μετοχοποιήσεων και ιδιωτικοποιήσεων. Με τον τρόπο αυτό συμβάλει στην καλή πορεία των επιχειρήσεων και, κατά συνέπεια, στην ενδυνάμωση της απασχόλησης και της οικονομίας.

Μια καλή εταιρική διακυβέρνηση προϋποθέτει σταθερότητα κανόνων και συμπεριφορών και ξεκάθαρη αναγνώριση του βασικού στόχου και της βασικής φιλοσοφίας που έχει κάθε επιχείρηση. Ταυτόχρονα όμως οι επενδυτές θέλουν να ξέρουν ότι η διοίκηση έχει την δυνατότητα να αντιδράσει αποτελεσματικά σε κάποια αφηνιαστική εξέλιξη και να προσαρμόσει έγκαιρα την επιχείρηση στις εξωτερικές εξελίξεις. Συνοψίζοντας χρειάζονται τέσσερα κριτήρια : α) Σταθεροί κανόνες, β) Αναγνωρίσιμη φιλοσοφία / ταυτότητα, γ) Ικανότητα προσαρμογής και δ) Ευέλικτη αντίδραση.

2.6 Οι Οικογενειακές Επιχειρήσεις της Ευρώπης

Όπως αναφέρθηκε στην αρχή της πτυχιακής εργασίας, η PricewaterhouseCoopers το 2006 διεξήγε έρευνα και στις οικογενειακές επιχειρήσεις της Ευρώπης. Στην έρευνα συμμετείχαν 1000 επιχειρήσεις οι οποίες δραστηριοποιούνται σε διάφορους κλάδους.

Όλες οι επιχειρήσεις, ανεξαρτήτου γεωγραφικής προέλευσης αντιμετωπίζουν χρηματοοικονομικές προκλήσεις και προτεραιότητες. Όπως φαίνεται και στο επόμενο γράφημα το 78% των ελληνικών οικογενειακών επιχειρήσεων δηλώνει ότι ο έλεγχος του κόστους είναι μια από τις πιο βασικές χρηματοοικονομικές προκλήσεις. Αντίθετα για την υπόλοιπη Ευρώπη βασική χρηματοοικονομική πρόκληση και προτεραιότητα είναι η βελτίωση των ταμειακών ροών.

Για όλες τις επιχειρήσεις, Ευρώπης και Ελλάδας, ο φορολογικός σχεδιασμός αποτελεί τη λιγότερη βασική χρηματοοικονομική πρόκληση.

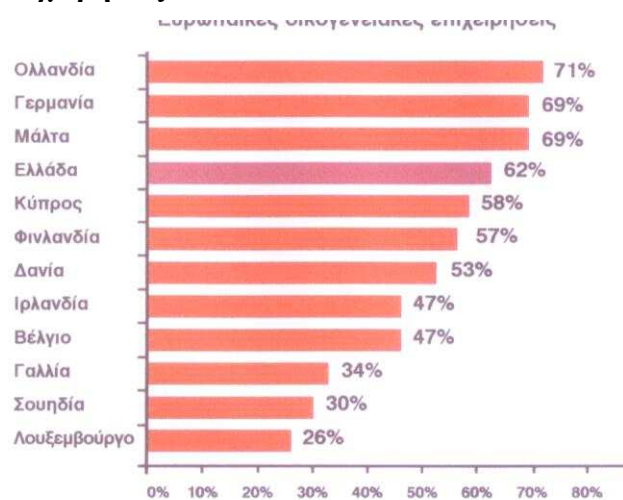
Γράφημα 1: Χρηματοοικονομικές Προκλήσεις & Προτεραιότητες



Σύμφωνα με τη ίδια έρευνα πάνω από τις μισές ελληνικές οικογενειακές επιχειρήσεις δεν βρίσκονται ούτε επιθυμούν αλλαγή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος. Περίπου στα ίδια ποσοστά κινούνται και οι ευρωπαϊκές οικογενειακές επιχειρήσεις. Η αλλαγή στο ιδιοκτησιακό καθεστώς, είτε μέσω διαδοχής, είτε μέσω πώλησης, είναι η μοναδική σημαντική απειλή για τη βιωσιμότητα μιας οικογενειακής επιχείρησης.

Όπως μπορούμε να δούμε και στο επόμενο γράφημα η Ελλάδα έρχεται τέταρτη στο γεγονός της εξέτασης τους ζητήματος της διοικητικής διαδοχής. Η διοικητική διαδοχή είναι μια διαδικασία πολύ σημαντική για την επιχείρηση. Πρέπει να γίνεται η μετάβαση ομαλά και αποτελεσματικά, προκειμένου να μην υπάρχουν συγκρούσεις, ή διαμάχες.

Γράφημα 2: Έκταση σχεδιασμού διοικητικής διαδοχής στις Ευρωπαϊκές οικογενειακές επιχειρήσεις



Η πραγματικότητα είναι ότι οι επιτυχημένες οικογενειακές επιχειρήσεις που επιβίωσαν για πολλές γενιές, διέθεταν οικογενειακά συμβούλια. Σε αρκετές

περιπτώσεις ένα οικογενειακό συμβούλιο συζητά και επιλύει διαφορές πιο εύκολα. Ένα τέτοιο συμβούλιο, επειδή έχει ως σκοπό το συμφέρον της οικογένειας, περιορίζει προσωπικές υποθέσεις και προσδοκίες, παρέχοντας διαφάνεια για όλες τις ομάδες συμφερόντων και μειώνει το ενδεχόμενο οικογενειακές διαφωνίες να επηρεάσουν αποφάσεις που πρέπει να ληφθούν για το συμφέροντα ης επιχείρησης.

Κεφάλαιο 3^ο: Ιδιοκτησιακή Δομή & Εταιρική Διακυβέρνηση της ΚΑΡΑΤΖΗ

Α.Ε.

3.1 Παρουσίαση της Εταιρείας

Η ΚΑΡΑΤΖΗΣ Α.Ε., επίσης γνωστή ως HellasNet, είναι μια Ανώνυμη Εταιρεία αφιερωμένη στη κατασκευή υψηλής ποιότητας δικτύων για την συσκευασία φρέσκιας παραγωγής, για τον γεωργικό και τον φυτοκομικό κλάδο, για την συσκευασία /επεξεργασία ζαμπόν και κρέατος, για τον αθλητισμό, τη περίφραξη κήπου και σπιτιού, καθώς επίσης για έργα οδοποιίας και οικοδομικές εργασίες.

Πρωτοπόρος και νούμερο ένα παραγωγός, ταυτόχρονα σε όγκο αλλά και σε ποικιλία προϊόντων, η ΚΑΡΑΤΖΗΣ ΑΕ παρέχει στους πελάτες της καινοτόμες λύσεις δικτύων για μια ευρείας εμβέλειας εφαρμογές, τα οποία πωλούνται και χρησιμοποιούνται παγκοσμίως. Περίπου 20 χιλιάδες τόνοι από πρώτες ύλες επεξεργάζονται κάθε χρόνο σε τελικά προϊόντα της υψηλότερης ποιότητας σε πέντε εργοστάσια στην Ευρώπη.

Στις αρχές της δεκαετίας του '80 η Εταιρεία έκανε το πρώτο μεγάλο βήμα προς τη διαφοροποίηση και εισχώρησε στον τουριστικό τομέα με το άνοιγμα του Ξενοδοχείο NANA BEACH HOTEL. Αυτό το μεγαλοπρεπές θέρετρο τεσσάρων αστερών με 1500 κρεβάτια κατά μήκος της βόρειας ακτής της Κρήτης έχει επανειλημμένα βραβευτεί ως το καλύτερο παραθαλάσσιο και οικογενειακό θέρετρο από πολλούς κορυφαίους Ευρωπαίους Ταξιδιωτικούς Πράκτορες.

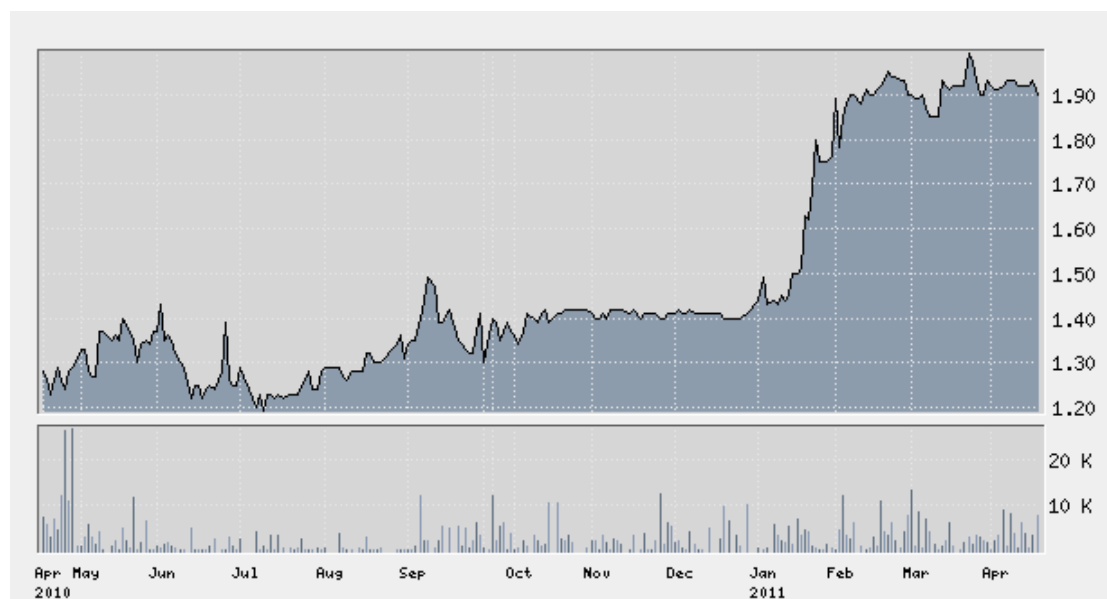
Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '90 η Εταιρεία επεκτάθηκε περισσότερο σε πολυαιθυλένιο (PE) εξώθηση και την κατασκευή πλεκτών δικτύων, προσθέτοντας τέσσερις ακόμα νέες εγκαταστάσεις παραγωγής στη Κρήτη, στη βόρεια Ελλάδα και στη Γερμανία.

Ο όμιλος εταιρειών ΚΑΡΑΤΖΗΣ βασίζεται σήμερα σε μια έμπειρη ομάδα από 700 ανθρώπους, σε περισσότερο από 300 μηχανές πλεξίματος κατανεμημένες σε 60.000τμ εργοστασιακό χώρο.

Το 2000 η ΚΑΡΑΤΖΗΣ ΑΕ μπήκε στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και συνεχίζει να επεκτείνεται. Η ικανοποίηση των πελατών και η ποιότητα των προϊόντων απεικονίζουν την καρδιά και το κίνητρο της πολιτικής της Εταιρείας, ενώ η δέσμευση της στην Έρευνα και την Ανάπτυξη (R&D) θεωρείται ως η κύρια εγγύηση για το μέλλον.

3.2 Η μετοχή της ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.

Γράφημα 3: Ιστορικό γράφημα Απρίλιος 2010 – Απρίλιος 2011



Πηγή: www.naftemporiki.gr

Όπως παρατηρούμε από το παραπάνω γράφημα η πορεία της μετοχής της εξεταζόμενης εταιρείας κινείται ανοδικά παρά την οικονομική κρίση των τελευταίων ετών. Αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι ίσως ένας από τους λόγους της καλής πορείας, μπορεί να είναι η ιδιοκτησιακή δομή και η εταιρική διακυβέρνηση.

Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας διαιρείται σε 14.679.792 κοινές ονομαστικές μετοχές, ονομαστικής αξίας 1,44€ η κάθε μία, σύμφωνα με την τελευταία αύξηση μετοχικού κεφαλαίου που έγινε το Δεκέμβριο του 2009. Σύμφωνα με το ετήσιο δελτίο της εταιρείας βασικοί μέτοχοι της είναι ο Κάρατζης Αντώνιος με ποσοστό συμμετοχής 38,44%, η Κάρατζη Μαρία με το ίδιο ποσοστό, ενώ το υπόλοιπο 23,12% ανήκει σε μικρομετόχους. Όπως, λοιπόν, είναι κατανοητό πρόκειται για μια οικογενειακή επιχείρηση.

Κάθε μετοχή της Εταιρίας ενσωματώνει όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις που καθορίζονται από το Κ.Ν. 2190/1920 και το Καταστατικό της εταιρίας. Το καταστατικό της εταιρίας δεν περιέχει ειδικά δικαιώματα υπέρ συγκεκριμένων μετόχων. Η ευθύνη των μετόχων περιορίζεται στην ονομαστική αξία των μετοχών που κατέχουν. Κάθε μετοχή παρέχει το δικαίωμα ιδιοκτησίας στην περιουσία της εταιρίας και ανάλογη συμμετοχή στα κέρδη της εταιρίας.

Κάθε μέτοχος δικαιούται να μετέχει στη Γενική Συνέλευση της Εταιρίας, είτε αυτοπροσώπως, είτε μέσω πληρεξουσίου. Για να μετάσχει μέτοχος στην Γενική Συνέλευση πρέπει να καταθέσει τις μετοχές του στο Ταμείο της Εταιρίας ή στο Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων ή σε οποιαδήποτε Τράπεζα στην Ελλάδα, πέντε τουλάχιστον ημέρες πριν την ορισθείσα για την συνεδρίαση της Γενική Συνέλευσης ημερομηνία. Μέσα στην ίδια προθεσμία πρέπει να κατατίθενται στην Εταιρία οι αποδείξεις κατάθεσης των μετοχών και τα έγγραφα εκπροσώπησης και να δίνεται στο μέτοχο απόδειξη για την είσοδό του στη Γενική Συνέλευση.

3.3 Διοικητικό Συμβούλιο

Η ΚΑΡΑΤΖΗΣ Α.Ε. διοικείται από εννεαμελές Διοικητικό Συμβούλιο, τα οποία είναι:

1. Κάρατζης Α. Μιλτιάδης: Πρόεδρος και εκτελεστικό μέλος
2. Κάρατζη Σ. Αθηνά: Αντιπρόεδρος και εκτελεστικό μέλος,
3. Κάρατζης Μ. Αντώνιος: Διευθύνων Σύμβουλος και εκτελεστικό μέλος,
4. Κάρατζη Μ. Μαρία: Αναπληρωτής Διευθύνων Σύμβουλος και εκτελεστικό μέλος,
5. Αρχοντάκης Λ. Κωνσταντίνος: εκτελεστικό μέλος
6. Καλαθάς Α. Ηλίας: εκτελεστικό μέλος
7. Περαντωνάκης Α. Κωνσταντίνος: μη εκτελεστικό μέλος
8. Δαπουλάκης Μ. Ηλίας: ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος
9. Παπαστεφανάκης Ε. Ιάσων: ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος.

Η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου είναι εναρμονισμένη με τις διατάξεις του Ν. 3016/17-5-2002 περί εταιρικής διακυβέρνησης.

3.4 Εταιρική Διακυβέρνηση

Η ΚΑΡΑΤΖΗΣ Α.Ε. έχει δώσει ιδιαίτερη σημασία και έμφαση στην εφαρμογή κανόνων λειτουργίας και στην θέσπιση αρχών εταιρικής διακυβέρνησης στην εταιρία. Η εταιρία καθημερινώς προσπαθεί για: διαφάνεια στη διοίκηση, ανεξαρτησία ανάμεσα στην διοίκηση και στο θεσμό του ελέγχου, επίδειξη εταιρικής κοινωνικής ευθύνης.

Στη βάση αυτή υιοθετήθηκε ένα δομημένο μοντέλο διοίκησης, που καλύπτει τις ανάγκες και τους στόχους της εταιρίας, και είναι προσαρμοσμένο και στις ιδιαιτερότητες που υπάρχουν. Έτσι για το συμφέρον και των μετόχων, η διοίκηση έχει

καταστήσει σαφή τη θέληση της και την πολιτική της να ελέγχεται για τις ηθικές, νομικές και επιχειρηματικές ευθύνες της στη μακροπρόθεσμη διακυβέρνηση της εταιρίας.

Η εταιρεία βρίσκεται ήδη σε πλήρη εφαρμογή και ταύτιση με όλους τους κανόνες συμπεριφοράς των εισηγμένων εταιριών που θέσπισε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με την από 5/204/14.11.2000, ΦΕΚ 1487 Β', 6-12-2000 απόφαση της, όπως εκάστοτε ισχύει.

Παρόλα αυτά, σύμφωνα με τα όσα έχουν προαναφερθεί η εταιρεία ΚΑΡΑΤΖΗΣ Α.Ε. υιοθετεί ένα μοντέλο διοίκησης που δεν ανταποκρίνεται πλήρως στις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης καθώς χαρακτηρίζεται από μικρή διασπορά μετοχών και από οικογενειακούς δεσμούς ανάμεσα σε μέλη του Δ.Σ. παρόλα αυτά το διοικητικό συμβούλιο διαθέτει δύο ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη όπως ορίζει ο Κ.Ν. 2190/1920 και ενημερώνει για τις αμοιβές των εκτελεστικών μελών αυτού καθώς επίσης και για τον αριθμό μετοχών που κατέχουν³. Επιπρόσθετα γίνεται προσπάθεια υιοθέτησης διαφανών αρχών διακυβέρνησης της καθώς τις θεωρεί βασικό μοχλό για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας του ομίλου και της εμπιστοσύνης των επενδυτών και των συμμετόχων της.

Στόχος της εταιρίας μέσω της εφαρμογής των Αρχών της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η αξιόπιστη και λειτουργική κατανομή εξουσιών μεταξύ μετόχων, διοίκησης και μελών, της διοίκησης. Οι μηχανισμοί παρακολούθησης και ελέγχου των δραστηριοτήτων της εταιρίας, την καθιστούν διαφανή προς το επενδυτικό κοινό και διασφαλίζουν τα έννομα συμφέροντα των μετόχων της.

Στην μονάδα σχέσεων με επενδυτές ενσωματώνεται το τμήμα εταιρικών ανακοινώσεων και το τμήμα εξυπηρέτησης μετόχων, η μονάδα είναι αρμόδια για την ανάπτυξη βάσης δεδομένων μετόχων, επενδυτών, αναλυτών, την διοργάνωση παρουσιάσεων, την έκδοση ενημερωτικών δελτίων και δελτίων τύπου, με σκοπό την ενημέρωση των μετόχων και των επενδυτών σχετικά με τις εξελίξεις στη εταιρία.

³ Σύμφωνα με τα όσα αναφέρει στα ετήσια δελτία της.

Παράρτημα Α

Παράρτημα Α: ΝΟΜΟΣ 3016/2002

ΝΟΜΟΣ ΥΠ' ΑΡΙΘ. 3016 / 2002

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

(Άρθρα 1 - 11)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α.

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

Άρθρο 1

Πεδίο εφαρμογής

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

Α. Διοικητικό Συμβούλιο

Άρθρο 2

Υποχρεώσεις. Καθήκοντα.

1. Πρώτιστη υποχρέωση και καθήκον των μελών του διοικητικού συμβουλίου (Δ.Σ.) κάθε εισηγμένης σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά εταιρίας είναι η διαρκής επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρίας και η προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος.
2. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και κάθε τρίτο πρόσωπο στο οποίο έχουν ανατεθεί από το Δ.Σ. αρμοδιότητες του απαγορεύεται να επιδιώκουν ίδια συμφέροντα που αντιβαίνουν στα συμφέροντα της εταιρίας.
3. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και κάθε τρίτος στον οποίο έχουν ανατεθεί αρμοδιότητες του οφείλουν έγκαιρα να αποκαλύπτουν στα υπόλοιπα μέλη του διοικητικού συμβουλίου τα ίδια συμφέροντά τους, που ενδέχεται να ανακύψουν από συναλλαγές της εταιρίας που εμπίπτουν στα καθήκοντά τους, καθώς και κάθε άλλη σύγκρουση ιδίων συμφερόντων με αυτών της εταιρίας ή συνδεδεμένων με αυτήν επιχειρήσεων κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ. 5 του Κ.Ν. 2190/1920, που ανακύπτει κατά την άσκηση των καθηκόντων τους.
4. Το διοικητικό συμβούλιο κατ' έτος συντάσσει έκθεση στην οποία αναφέρονται αναλυτικά οι συναλλαγές της εταιρίας με τις συνδεδεμένες με αυτήν επιχειρήσεις του άρθρου 42ε παρ.5 του Κ.Ν. 2190/1920. Η έκθεση αυτή γνωστοποιείται στις εποπτικές αρχές.

Άρθρο 3

Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου

1. Το διοικητικό συμβούλιο αποτελείται από εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη. Εκτελεστικά μέλη θεωρούνται αυτά που ασχολούνται με τα καθημερινά θέματα διοίκησης της εταιρίας, ενώ μη εκτελεστικά τα επιφορτισμένα με την προαγωγή όλων των εταιρικών ζητημάτων. Ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου δεν πρέπει να είναι μικρότερος του 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών. Αν προκύψει κλάσμα, στρογγυλοποιείται στον επόμενο ακέραιο αριθμό. Μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να υπάρχουν δύο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη κατά την έννοια του άρθρου 4 του νόμου αυτού. Η ύπαρξη ανεξαρτήτων μελών δεν είναι υποχρεωτική, όταν στο διοικητικό συμβούλιο ορίζονται ρητά και συμμετέχουν ως μέλη εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων.
2. Θέματα που αφορούν τις κάθε είδους αμοιβές που καταβάλλονται στα διευθυντικά στελέχη της εταιρίας, τους εσωτερικούς ελεγκτές αυτής και τη γενικότερη πολιτική των αμοιβών της εταιρίας αποφασίζονται από το διοικητικό συμβούλιο.

Άρθρο 4

Ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου

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

α. διατηρεί επιχειρηματική ή άλλη επαγγελματική σχέση με την εταιρία ή με συνδεδεμένη με αυτή επιχείρηση κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ. 5 του Κ.Ν. 2190/1920, η οποία σχέση από τη φύση της επηρεάζει την επιχειρηματική της δραστηριότητα, όταν ιδίως είναι σημαντικός προμηθευτής ή πελάτης της εταιρείας

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

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

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

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

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

Άρθρο 5

Αμοιβή των μη εκτελεστικών μελών

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

B. Εσωτερικός κανονισμός και εσωτερικός έλεγχος

Άρθρο 6

Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας

1. Προκειμένου μία εταιρία να εισαγάγει μετοχές ή άλλες κινητές αξίες της σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, κατά την υποβολή της αίτησης περί εισαγωγής πρέπει να διαθέτει Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας. Ο Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας καταρτίζεται με απόφαση του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας.

2. Το ελάχιστο περιεχόμενο του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας περιλαμβάνει:

α. Τη διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρίας, τα αντικείμενά τους, καθώς και τη σχέση των υπηρεσιών μεταξύ τους και με τη διοίκηση. Πρέπει να προβλέπονται τουλάχιστον υπηρεσίες Εσωτερικού Ελέγχου, Εξυπηρέτησης Μετόχων και Εταιρικών Ανακοινώσεων.

β. Τον προσδιορισμό των αρμοδιοτήτων των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου.

γ. Τις διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών της εταιρίας και στη συνέχεια αξιολόγησης της απόδοσής τους.

δ. Τις διαδικασίες παρακολούθησης των συναλλαγών των μελών του διοικητικού συμβουλίου, των διευθυντικών στελεχών και των προσώπων που, εξαιτίας της σχέσης τους με την εταιρία, κατέχουν εσωτερική πληροφόρηση σε κινητές αξίες της εταιρείας ή συνδεδεμένων επιχειρήσεων κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ.5 του Κ.Ν. 2190/1920, εφόσον αυτές είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, καθώς και από άλλες δραστηριότητες που συνδέονται με την εταιρία.

ε. Τις διαδικασίες προαναγγελίας και δημόσιας γνωστοποίησης σημαντικών συναλλαγών και άλλων οικονομικών δραστηριοτήτων των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή τρίτων στους οποίους έχουν ανατεθεί αρμοδιότητες του διοικητικού συμβουλίου, οι οποίες σχετίζονται με την εταιρία, καθώς και με βασικούς πελάτες ή προμηθευτές της.

στ. Τους κανόνες που διέπουν τις συναλλαγές μεταξύ συνδεδεμένων εταιριών, την παρακολούθηση των συναλλαγών αυτών και την κατάλληλη γνωστοποίησή τους στα όργανα και τους μετόχους της εταιρίας.

Άρθρο 7

Οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου

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

Άρθρο 8

Αρμοδιότητες της Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου

Η Υπηρεσία Εσωτερικού Ελέγχου έχει τις ακόλουθες αρμοδιότητες:

- α. Παρακολουθεί την εφαρμογή και τη συνεχή τήρηση του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας και του καταστατικού της εταιρίας, καθώς και της εν γένει νομοθεσίας που αφορά την εταιρία και ιδιαίτερα της νομοθεσίας των ανωνύμων εταιριών και της χρηματιστηριακής.
- β. Αναφέρει στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας περιπτώσεις σύγκρουσης των ιδιωτικών συμφερόντων των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών της εταιρίας με τα συμφέροντα της εταιρίας, τις οποίες διαπιστώνει κατά την άσκηση των καθηκόντων του.
- γ. Οι εσωτερικοί ελεγκτές οφείλουν να ενημερώνουν εγγράφως μια φορά τουλάχιστον το τρίμηνο το διοικητικό συμβούλιο για το διενεργούμενο από αυτούς έλεγχο και να παρίστανται κατά τις γενικές συνελεύσεις των μετόχων.
- δ. Οι εσωτερικοί ελεγκτές παρέχουν, μετά από έγκριση του Δ.Σ. της εταιρίας, οποιαδήποτε πληροφορία ζητηθεί εγγράφως από Εποπτικές Αρχές, συνεργάζονται με αυτές και διευκολύνουν με κάθε δυνατό τρόπο το έργο παρακολούθησης, ελέγχου και εποπτείας που αυτές ασκούν.

Άρθρο 9

Αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών.

Αποκλίσεις στη χρήση αντληθέντων κεφαλαίων

1. Σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου εταιρίας με καταβολή μετρητών, το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας υποβάλλει στη γενική της συνέλευση έκθεση, στην οποία αναφέρονται οι γενικές κατευθύνσεις του επενδυτικού σχεδίου της εταιρίας, ενδεικτικό χρονοδιάγραμμα υλοποίησής του, καθώς και απολογισμός της χρήσης των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από την προηγούμενη αύξηση, εφόσον έχει παρέλθει από την αύξηση αυτή χρόνος μικρότερος των τριών ετών. Στη σχετική απόφαση της γενικής συνέλευσης περιλαμβάνονται τα παραπάνω στοιχεία, καθώς και το πλήρες περιεχόμενο της έκθεσης.
2. Εάν η απόφαση για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου λαμβάνεται από το διοικητικό συμβούλιο κατ' εφαρμογή των διατάξεων του άρθρου 13 παρ.1 του Κ. Ν. 2190/1920, όλα τα στοιχεία της προηγούμενης παραγράφου θα πρέπει να αναφέρονται στο πρακτικό του διοικητικού συμβουλίου.
3. Σημαντικές αποκλίσεις στη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων από αυτή που προβλέπεται στο ενημερωτικό δελτίο και στις αποφάσεις της γενικής συνέλευσης ή του διοικητικού συμβουλίου, σύμφωνα με τις παραγράφους 1 και 2 του παρόντος άρθρου, μπορούν να αποφασιστούν από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας με πλειοψηφία των 3/4 των μελών του και έγκριση της γενικής συνέλευσης που συγκαλείται για το σκοπό αυτόν. Η ρύθμιση αυτή δεν αφορά αποκλίσεις που συντελέστηκαν προ της ισχύος της. Η απόφαση αυτή γνωστοποιείται στο Χρηματιστήριο Αξιών

Αθηνών, την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Υπουργείο Ανάπτυξης, χωρίς να αίρονται άλλες υποχρεώσεις γνωστοποίησης που προκύπτουν από την ισχύουσα νομοθεσία.

Άρθρο 10

Συνέπειες παραβίασης των διατάξεων του παρόντος

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

Άρθρο 11

Μεταβατικές διατάξεις

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

Βιβλιογραφία

1. Κωνσταντίνος Ζ. Μέκος, Η Εταιρική Διακυβέρνηση. Όψεις του προβλήματος και πιθανές απαντήσεις, Αθήνα, Σταμούλη, 2003.
2. Μ. Ξανθάκης, Λ. Τσιπούρη, Λ. Σπανός, Εταιρική Διακυβέρνηση, Έννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης, Αθήνα, Παπαζήσης, 2003.
3. Β.Ν. Σαρσέντη, Α. Σπ. Παπαναστασάτου, Λογιστική Εταιρειών, Αθήνα, Σταμούλης, 2002.

Αναφορές

1. Ν. Γ. Τραυλός, «Εταιρική Διακυβέρνηση: Έννοιες και Εμπειρικά Πορίσματα», Οικονομικός Ταχυδρόμος, 1/2/2003.
2. Amihud Y, Lev B. 1981. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *Bell Journal of Economics* 12: 605–617.
3. Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F. and Zimmermann, H. (2004), “Is board size an independent corporate governance mechanism?”, *Kyklos*, Vol. 57, pp. 327-57.
4. Brickley, J., S. Bhagat and R. Lease, 1985, The impact of long-range managerial compensation plans on shareholder wealth, *Journal of Accounting and Economics*.
5. Core, J., Holthausen, R., Larcker, D., 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51, 371–406.
6. Denis, D.J., Denis, D.K. and Sarin, A. (1997), “Ownership structure and top executive turnover”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 45, pp. 193-221.
7. Demsetz, H. and Lehn, K. (1985), “The structure of corporate ownership: causes and consequences”, *Journal of Political Economy*, Vol. 93, pp. 1155-77.
8. Goughlan, A., Schmidt, R., 1985. Executive compensation, managerial turnover, and firm performance: an empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics* 7, 43-66
9. Healy, R.G. 1985. Competition for land in the American south: agriculture, human settlement, and the environment. Washington, DC: The Conservation Foundation. 333 p.
10. La Porta et al (1999), “Corporate Ownership Around The World”, *Journal of Political Economy*, 106, pp. 1113-1155.
11. P. McKnight, N. Milonas & N. Travlos, “The Cadbury Code: Reforms and Corporate Performance, Working Paper, ALBA, 2003
12. McConnell, J. and Servaes, H. (1990), “Additional evidence on equity ownership and corporate value”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 595-613.
13. Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R. (1988), “Management ownership and market valuation: an empirical analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293-316.
14. Murphy, P.E. (1985) *Tourism: A Community Approach*. London: Methuen
15. OECD, (1999), *OECD Principles of Corporate Governance*, May.
16. Report on the Financial Aspects of Corporate Governance (With the Code of Best Practice), Gee and Co. Ltd. London, 1992.
17. Saunders, A., E. Strock, and N. G. Travlos, “Ownership Structure, Deregulation, and Bank Risk Taking”, *The Journal of Finance* 45 (1990)

19. Shleifer A, and Vishny R. (1997), “A Survey of Corporate Governance”, Journal of Finance, 52, pp. 737-784.
20. A. Solomon & J.F. Solomon, “Empirical Evidence of Long-termism and Shareholder Activism in UK Unit Trusts”, Corporate Governance, 7/3, 1999, σ.σ. 25-59
21. Stiglitz, J. (1985), “Credit markets and the control of capital”, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 7, pp. 133-52.
22. Tehranian, Hassan, Nickolaos G. Travlos, and James F. Waegelein (1987). “Management Compensation Contracts and Merger-Induced Abnormal Returns,” Journal of Accounting Research, 25, Supplement, 51-76.
23. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure», Journal of Financial Economics, 3, 1976, pp 305-360.

Πηγές

1. www.morax.gr
2. www.naftemporiki.gr