

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Σχολή Οικονομικών, Επιχειρηματικών και Διεθνών Σπουδών

Διατμηματικό Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών

«ΔΙΚΑΙΟ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ –

MASTER IN LAW AND ECONOMICS»



**« ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ ΤΩΝ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ
ΣΕ ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ»**

Μαρία Κ. Καραπαναγιώτη

ΜΔΟ 1719

Επιβλέπων Καθηγητής: κ. Αντώνιος Καραμπατζός

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, 2021

Βεβαίωση Εκπόνησης Διπλωματικής Εργασίας



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ
ΣΠΟΥΔΩΝ
ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΔΙΚΑΙΟ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ»**

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, «Δίκαιο και Οικονομία» με τίτλο **«ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ ΤΩΝ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΕ ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ»** έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου.

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή/τριας

Όνοματεπώνυμο: Μαρία Καραπαναγιώτη

Ημερομηνία: 01/2021

ΜΑΡΙΑ Κ. ΚΑΡΑΠΑΝΑΓΙΩΤΗ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**« Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΕ ΖΗΤΗΜΑΤΑ
ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ»**

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία εκπονήθηκε στα πλαίσια του Διατμηματικού Μεταπτυχιακού Προγράμματος «Δίκαιο και Οικονομία» του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Σκοπός της είναι να εξετάσει κατά πόσο η θεωρία των συμπεριφορικών οικονομικών τυγχάνει εφαρμογής σε ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης.

Στο πρώτο κεφάλαιο, επιχειρείται μια ανάλυση της διδασκαλίας των Συμπεριφορικών Οικονομικών και παρατίθεται μια σύντομη ιστορική αναδρομή για τη μετάβαση από την παραδοσιακή οικονομική θεωρία στη Συμπεριφορική Οικονομική. Καταγράφονται, επίσης, τα συνηθέστερα συμπεριφορικά σφάλματα, στα οποία υποπίπτουν τα άτομα κατά τη διαδικασία λήψης απόφασης, αποκλίνοντας έτσι από το πρότυπο του *homo oeconomicus* και παρουσιάζεται η κριτική που έχει ασκηθεί στην προσέγγιση των Συμπεριφορικών Οικονομικών.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, η εργασία επικεντρώνεται στην εταιρική διακυβέρνηση. Αναφέρονται οι βασικές θεωρίες, οι αρχές καθώς και τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης. Στη συνέχεια, γίνεται ανασκόπηση του νομοθετικού πλαισίου περί εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα από τον Ν. 2190/1920 έως σήμερα, αναλύεται το εσωτερικό σύστημα ελέγχου κι αναδεικνύεται η γενικότερη σημασία της εταιρικής διακυβέρνησης.

Στο τελευταίο κεφάλαιο, μελετάται η διαδικασία λήψης εταιρικών αποφάσεων από τα διοικητικά στελέχη καθώς επίσης κι ο τρόπος διαχείρισης των εταιρικών κινδύνων. Διερευνώνται ακόμα το Πείραμα του Milgram και δύο εταιρικά σκάνδαλα της, αυτό της Enron και της WorldCom.

Τέλος, διεξάγονται συμπεράσματα σχετικά με την άμεση σύνδεση που έχει η συμπεριφορική προσέγγιση με το πραγματικό περιβάλλον της επιχείρησης και την εφαρμογή των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Σ' αυτό το σημείο, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Αντώνη Καραμπατζό που δέχτηκε να αναλάβει την επιβλεπή της παρούσας διπλωματικής. Είμαι πραγματικά ευγνώμων για την άριστη συνεργασία που είχαμε, την αμεσότατη ανταπόκρισή του κάθε φορά που χρειαζόμουν την συνδρομή του και κατέφευγα σε εκείνον, καθώς και την προθυμία του να συμβάλει στη συγγραφή της διπλωματικής μου κάνοντας καίριες διορθώσεις.

Ειδικότερα, στα πλαίσια διδασκαλίας του μαθήματος «Οικονομική Ανάλυση του Δικαιού» από τον κ. Αντώνη Καραμπατζό και τον κ. Αριστείδη Χατζή κατά το Α' εξάμηνο του Μεταπτυχιακού Προγράμματος, είχα την ευκαιρία να διερευνήσω τη διαπλοκή της επιστήμης του δικαίου με εκείνη των οικονομικών και να αποκτήσω έτσι μια άλλη οπτική για το δίκαιο και τη νομική επιστήμη, διαφορετική απ' αυτήν που διδάχτηκα στη Νομική Σχολή Αθηνών.

Φυσικά, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου για την πίστη τους σε μένα όλα αυτά τα χρόνια, τη μητέρα μου που μου δίνει δύναμη να αντιμετωπίζω κάθε δυσκολία που συναντάω, τον πατέρα-συνάδελφο μου που αποτελεί μια αστείρευτη πηγή γνώσεων και τον αδερφό μου που με βοηθάει να εξελίσσομαι.

Τέλος, ένα μεγάλο ευχαριστώ στους φίλους μου για τη στήριξη τους και την κατανόηση τους, ιδιαίτερα όμως στη φίλη μου Άννα Βαγενά για τη βοήθεια της στη μορφοποίηση της παρούσας εργασίας.

Πάντα να δίνεις χωρίς να θυμάσαι και πάντα να παίρνεις χωρίς να ξεχνάς.

Bryan Tracy, 1944-, Καναδός συγγραφέας αυτοβοήθειας

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ.....	2
1.1 Η επιστήμη των συμπεριφορικών οικονομικών	2
1.2 Ιστορική αναδρομή	4
1.3 Η απόκλιση από το homo oeconomicus.....	7
1.4 Κριτική στην προσέγγιση των συμπεριφορικών οικονομικών	15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ	18
2.1 Η έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης	18
2.2 Βασικές αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης.....	20
2.3 Βασικές θεωρίες εταιρικής διακυβέρνησης.....	21
2.4 Συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης.....	24
2.5 Η εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα. Το νομοθετικό πλαίσιο.	28
2.6 Οι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης. Το Διοικητικό Συμβούλιο και τα μέλη του. Ζητήματα σύγκρουσης συμφερόντων.	37
2.7 Συστήματα εσωτερικού ελέγχου	40
2.8 Η γενικότερη σημασία της εταιρικής διακυβέρνησης.	42
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ	45
3.1 Η λήψη εταιρικών αποφάσεων από τη σκοπιά των συμπεριφορικών οικονομικών ...	45
3.2 Η διαχείριση των εταιρικών κινδύνων.....	48
3.3 Το πείραμα του Milgram	52
3.4 Το σκάνδαλο Enron.....	56
3.5 Το σκάνδαλο της WorldCom	59
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	64
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	66

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Εάν μετά από πέντε ρίψεις ενός νομίσματος το αποτέλεσμα είναι κορώνα, τότε ποια η πιθανότητα το αποτέλεσμα της έκτης ρίψης να είναι γράμματα;

Προτιμάτε να υποστείτε μία σίγουρη απώλεια 100€ ή ένα στοίχημα με πιθανότητα 50-50 να χάσετε 200€ ή 0€;

Προτιμάτε να εισπράξετε 100€ ή ένα στοίχημα με πιθανότητα 50-50 να κερδίσετε 200€ ή 0€;

Τα ερωτήματα αυτά είναι αρκετά απλά και καθημερινά. Αποδεικνύουν, όμως, ότι όταν πρόκειται να δώσουμε κάποιες απαντήσεις και να λάβουμε ορισμένες αποφάσεις, κάνουμε μη ορθολογικές επιλογές. Αντίστοιχα, στο εταιρικό περιβάλλον, τα διευθυντικά στελέχη, κατά τη λήψη εταιρικών αποφάσεων και τη διαχείριση εταιρικών κινδύνων, δεν δρουν πάντα με απόλυτα ορθολογικό τρόπο καθώς σε αυτά ασκούν επιρροή διάφοροι συναισθηματικοί και ψυχολογικοί παράγοντες.

Τα Συμπεριφορικά Οικονομικά, μια νέα προσέγγιση που συνδυάζει τον κλάδο των Οικονομικών, με όρους και ευρήματα από τον κλάδο της Ψυχολογίας, επιχειρούν να εντοπίσουν και να εξηγήσουν τις αποκλίσεις από το πρότυπο της ορθολογικής συμπεριφοράς των ατόμων.

Το πεδίο της Εταιρικής Διακυβέρνησης πραγματεύεται τον τρόπο διοίκησης κι ελέγχου της επιχείρησης κι εξετάζει όλες τις σχέσεις που απορρέουν από τις διαφορετικές ομάδες συμφερόντων της επιχείρησης.

Κύριο αντικείμενο της μελέτης που ακολουθεί, αποτελεί η εφαρμογή της διδασκαλίας των συμπεριφορικών οικονομικών σε ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης και συγκεκριμένα η συμπεριφορική ερμηνεία των επιλογών των εμπλεκόμενων μερών στη διοίκηση μιας εταιρείας στη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Ποια είναι τα συμπεριφορικά σφάλματα, γνωστικά και συναισθηματικά, στα οποία υποπίπτουν τα διευθυντικά στελέχη των εταιρειών όταν καλούνται να λάβουν κρίσιμες αποφάσεις για το μέλλον της εταιρείας και να διαχειριστούν τους αναφερόμενους εταιρικούς κινδύνους; Η απάντηση δίνεται στις επόμενες σελίδες μέσα από μια ανάλυση της προσέγγισης των Συμπεριφορικών Οικονομικών και του πεδίου της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ

1.1 Η επιστήμη των συμπεριφορικών οικονομικών

Τα τελευταία χρόνια, λόγω της αδυναμίας της οικονομικής θεωρίας να ανταποκριθεί σε εμπειρικές προκλήσεις, έχει έρθει στο προσκήνιο μια νέα εναλλακτική προσέγγιση των οικονομικών, τα Συμπεριφορικά Οικονομικά.¹ Πρόκειται για ένα σχετικά νέο κλάδο που μελετά τις γνωστικές, κοινωνικές και συναισθηματικές επιρροές στην συμπεριφορά των ανθρώπων, ιδίως την οικονομική τους συμπεριφορά, και γενικώς οτιδήποτε τους οδηγεί σε λήψη αποφάσεων.²

Έρευνες που έχουν γίνει στη λήψη αποφάσεων δείχνουν ότι οι περισσότεροι άνθρωποι συμπεριφέρονται σχετικά ανορθόδοξα. Αισθήματα όπως ο φόβος, η αβεβαιότητα και η ανταγωνιστικότητα δεν τους επιτρέπουν να πάρουν νηφάλιες αποφάσεις. Ενώ αναμένεται ότι τα άτομα μπορούν να επιλέξουν την καλύτερη δυνατή επιλογή, έχοντας πρώτα ζυγίσει τα οφέλη και τα μειονεκτήματα, τα Συμπεριφορικά Οικονομικά δείχνουν ότι οι άνθρωποι σπάνια συμπεριφέρονται με αυτόν τον τρόπο. Όπως υποστηρίζουν οι Συμπεριφορικοί Οικονομολόγοι μελετώντας τη συμπεριφορά των ανθρώπων όσον αφορά στον τρόπο σκέψης όταν καλούνται να πάρουν μια απόφαση, είτε σχετίζεται με κάποιο οικονομικό αποτέλεσμα είτε όχι, οι άνθρωποι παρεκκλίνουν από τη λήψη ορθολογικών αποφάσεων και αυτό γίνεται με συστηματικό και προβλέψιμο τρόπο.³

Η συμπεριφορική οικονομική αποτελεί μία επανάσταση στον τομέα των οικονομικών, καθώς αμφισβητεί τις παραδοσιακές παραδοχές της οικονομίας, και το μοντέλο της ορθολογικής επιλογής (rational choice theory) στα οικονομικά⁴. Η επιστήμη των Συμπεριφορικών Οικονομικών απορρίπτει την υπόθεση του ορθολογικού κοινωνού των παραδοσιακών οικονομικών, έρχονται σε αντίθεση με την κλασική θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών (Efficient Market Hypothesis)⁵ όπου μιλάμε για τον «homo economicus», τον ορθολογικό άνθρωπο, κι εισάγει ψυχολογικούς παράγοντες στη μελέτη των οικονομικών υποδειγμάτων με απώτερο στόχο να διερευνήσει τα πραγματικά αίτια που

¹ <https://nudgeunitgreece.com/el/2016/11/04/behavioral-economics-an-alternative-perspective/> Συμπεριφορικά Οικονομικά : Μια εναλλακτική προσέγγιση, (2016), Αναστασία Βαρακλή, Ερευνήτρια Συμπεριφορικών Οικονομικών για το Nudge Unit Greece

²<https://thesafiablog.com/>

³ Harvard International Law Journal / Vol. 55 Number 2, Summer 2014, σελίδα 426, Herbert A. Simon, A Behavioral Model of Rational Choice, 69 Q.J. Econ. 99 (1955) DAN ARIELY (2010) Predictably Irrational: The hidden forces that shape our decisions

⁴ <https://www.kathimerini.gr/186498/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/symperiforika-xrhmatooikonomika-h-synanthsh-yyxologias-kai-oikonomikhs-episthmhs>

⁵ Σύμφωνα με την θεωρία των αποτελεσματικών αγορών, μια αγορά είναι αποτελεσματική, όταν οι τιμές των αζιογράφων αντικατοπτρίζουν - ανά πάσα στιγμή - κάθε σχετική πληροφορία που θα μπορούσε να τις επηρεάσει.

συμβάλλουν στη λήψη αποφάσεων. Τα συμπεριφορικά οικονομικά, δηλαδή, δεν δέχονται το ορθολογικό οικονομικό μοντέλο ότι οι άνθρωποι μπορούν να κάνουν σωστές επιλογές και να λαμβάνουν τις σωστές αποφάσεις για τον εαυτό τους ούτε θεωρούν δεδομένο ότι στην καθημερινή ζωή οι άνθρωποι υπολογίζουν την αξία όλων των επιλογών που έχουν στην διάθεση τους και στην συνέχεια ακολουθούν την επιλογή που είναι η καλύτερη δυνατή για τους ίδιους.⁶

Η επιστήμη των συμπεριφορικών οικονομικών αντιλήφθηκε την ανάγκη για την μελέτη της ψυχολογίας για την κατανόηση αυτής της ανορθολογικής συμπεριφοράς του ανθρώπου εντός και εκτός πλαισίου αγοράς και έχει αρχίσει να έχει ιδιαίτερα μεγάλη επιρροή και στο δίκαιο.⁷ Το Συμπεριφορικό Δίκαιο και Οικονομικά είναι μία προσπάθεια χρήσης των εργαλείων των συμπεριφορικών οικονομικών και της γνωστικής ψυχολογίας στο δίκαιο. Έτσι η μελέτη του δικαίου δεν περιορίζεται πλέον στον κανόνα δικαίου και αναζητά την κατανόηση της συμπεριφοράς του ατόμου (πολίτη/ καταναλωτή) στην αλληλεπίδρασή του με τον κανόνα δικαίου. Ουσιαστικά είναι μια διεπιστημονική προσέγγιση που συνδυάζει τον κλάδο των Οικονομικών, με όρους και ευρήματα από τον κλάδο της Ψυχολογίας⁸. Η τετράδα Δίκαιο-Οικονομία-Ψυχολογία-Συμπεριφορά είναι άρρηκτα συνδεδεμένη. Η ανάπτυξη τους, μάλιστα, οδήγησε στην διεύρυνση της εφαρμογής τους και στην ερμηνεία διαφόρων οικονομικών καταστάσεων αναπτύσσοντας κλάδους όπως τα χρηματοοικονομικά συμπεριφορικά (financial economics)⁹, η θεωρία των παρωθήσεων (nudges)¹⁰ και τα νευροοικονομικά¹¹.

⁶ <https://www.exploring-economics.org/en/orientation/behavioral-economics/>

<https://www.investopedia.com/terms/b/behavioraleconomics.asp>

⁷ University of Chicago Law School Chicago Unbound, Journal Articles, 1998 A Behavioral Approach to Law and Economics Cass R. Sunstein Christine Jolls Richard H. Thaler

⁸ Thaller H. Richard, Παράτυπη Συμπεριφορά, Η διαμόρφωση και η ανάδειξη της Συμπεριφορικής Οικονομικής https://www.academia.edu/37543129/%CE%97_%CE%B8%CE%B5%CF%89%CF%81%CE%AF%CE%B1_%CF%84%CF%89%CE%BD_%CE%A3%CF%85%CE%BC%CF%80%CE%B5%CF%81%CE%B9%CF%86%CE%BF%CF%81%CE%B9%CE%BA%CF%8E%CE%BD_%CE%9F%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CF%8E%CE%BD_Nudge_%CE%BA%CE%B1%CE%B9_%CE%B7_%CE%A3%CF%85%CE%BC%CE%B2%CE%BF%CF%85%CE%BB%CE%B5%CF%85%CF%84%CE%B9%CE%BA%CE%AE

⁹ Η Συμπεριφορική χρηματοοικονομική προσπαθεί να εξηγήσει φαινόμενα ανθρώπινων συμπεριφορών που παρατηρούνται στις χρηματοοικονομικές αγορές ,τα οποία δεν μπορούν να εξηγηθούν με βάση την θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς δηλαδή με βάση την υπόθεση του ορθολογικού επενδυτή και τα κλασσικά μοντέλα περί μεγιστοποίησης χρησιμότητας.

¹⁰ Η θεωρία Nudge (η θεωρία της ώθησης) είναι η ανάλυση, βελτίωση και σχεδίαση ή η εκ νέου σχεδίαση των επιρροών στον τρόπο σκέψης των ανθρώπων και στη λήψη αποφάσεων υποσυνείδητα, σύμφωνα με το πώς αυτοί οι άνθρωποι παίρνουν πραγματικά αποφάσεις (επί του προκειμένου ενστικτωδώς), και όχι σύμφωνα με το πώς οι ηγέτες και οι λοιποί υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής τείνουν να πιστεύουν ότι οι άνθρωποι παίρνουν τις αποφάσεις – δηλαδή λογικά και υπάκουα.

¹¹ Η επιστήμη της νευροοικονομίας επιχειρεί να εξηγήσει τον τρόπο επιλογής των επενδυτών, λαμβάνοντας υπόψιν τις χημικές και βιολογικές διεργασίες που συντελούνται στον εγκέφαλο κατά τη διαδικασία λήψης οικονομικών επενδυτικών αποφάσεων.

Εν κατακλείδι, τα συμπεριφορικά οικονομικά αποτελούν μία προσέγγιση στην διενέργεια οικονομικής έρευνας και θέτουν τρεις στυλοβάτες που διέπουν τον κλάδο αυτό¹². Πρώτον, η οικονομική θεωρία πρέπει να είναι σε συμφωνία με το σώμα της γνώσης που προέρχεται από τις συμπεριφορικές επιστήμες, συμπεριλαμβανόμενες την ψυχολογία, την κοινωνιολογία, την ανθρωπολογία, την οργανωσιακή θεωρία και τις υπόλοιπες επιστήμες περί αποφάσεων ώστε να τυγχάνει εφαρμογής στην πράξη. Δεύτερον, η οικονομική επιστήμη θα πρέπει να μπορεί να εξηγήσει την πραγματική συμπεριφορά του ατόμου. Τρίτον, η οικονομική θεωρία θα πρέπει να μπορεί να επαληθευθεί εμπειρικά μέσω εργαστηρίου και ερευνητικών τεχνικών.¹³

1.2 Ιστορική αναδρομή

Από την κλασική ακόμη περίοδο, η μικροοικονομία ήταν στενά συνυφασμένη με την ψυχολογία. Συγκεκριμένα, ο Adam Smith στο βιβλίο του “Η Θεωρία των ηθικών συναισθημάτων”¹⁴ παρουσίασε ψυχολογικές εξηγήσεις της ανθρώπινης συμπεριφοράς ενώ ο Jeremy Bentham¹⁵ επικεντρώθηκε στο ψυχολογικό υπόβαθρο της χρησιμότητας.

Στο πέρασμα του χρόνου, οι οικονομολόγοι, κατά την ανάπτυξη των νεοκλασικών οικονομικών, στην προσπάθεια τους να αναμορφώσουν την επιστήμη των οικονομικών ως φυσική επιστήμη, στράφηκαν στο πρότυπο του «Homo Economicus» και στο μοντέλο της ορθολογικής επιλογής. Ωστόσο, πολλοί σημαντικοί νεοκλασικοί οικονομολόγοι χρησιμοποίησαν πιο εξελιγμένες ψυχολογικές εξηγήσεις, συμπεριλαμβανομένων των Francis Edgeworth, Vilfredo Pareto, Irving Fisher και John Maynard Keynes. Η οικονομική ψυχολογία εμφανίστηκε τον 20ο αιώνα στα έργα του Gabriel Tarde, George Katona και Laszlo Garai¹⁶.

Οι δεκαετίες του 1950-1960 αποτέλεσαν μια κρίσιμη περίοδο αμφισβήτησης της αξιωματικής θεμελίωσης της θεωρίας της ορθολογικής λήψης αποφάσεων. Από τη μια πλευρά, η κριτική του Allais έστρεψε το ενδιαφέρον στην ψυχολογία και από την άλλη ο Simon επεσήμανε ότι για να καταστεί

¹² B. Douglas Bernheim, Stefano DellaVigna, David Laibson, Handbook of Behavioral Economics: Foundations and Applications North Holland; 1 edition (October 15, 2018)

¹³ Hosseini H. (2003), The arrival of behavioral economics: from Michigan, or the Carnegie School in the 1950s and the early 1960's ?, Journal of SocioEconomics, Vol. 32, σελ 391-409.

¹⁴ Adam Smith, The theory of moral sentiments, Gutenberg Publishers (March 26, 2011)

¹⁵ Bentham J. "Introduction to the Principles of Morals and Legislation". UCL, Retrieved May 26, 2017.

¹⁶ <https://thesafiablog.com/2019/08/18/economics/>

αντιληπτή η ανθρώπινη ευφυΐα πρέπει να αναλυθεί στις πολύπλοκες διαδικασίες και στοιχεία που την συνθέτουν: επαγωγή, συλλογισμός και επίλυση προβλήματος. Σύμφωνα με τον Simon, αυτοί οι παράγοντες είναι οι βασικές παράμετροι για την κατανόηση της περιορισμένης ανθρώπινης ορθολογικότητας και συνεπώς την απόκτηση μιας πιο ρεαλιστικής εικόνας των οικονομικών φαινομένων.¹⁷

Στη δεκαετία του 1960, η γνωστική ψυχολογία άρχισε να ρίχνει περισσότερο φως στον εγκέφαλο ως εργαλείο επεξεργασίας πληροφοριών (σε αντίθεση με τα συμπεριφορικά μοντέλα). Ψυχολόγοι στον τομέα αυτό, όπως οι Ward Edwards, Amos Tversky και Daniel Kahneman ξεκίνησαν να συγκρίνουν τα μοντέλα τους για τις γνωστικές διαδικασίες λήψης αποφάσεων σε συνθήκες κινδύνου και αβεβαιότητας με τα οικονομικά μοντέλα της ορθολογικής συμπεριφοράς¹⁸.

Η προσέγγιση των Kahneman και Tversky¹⁹ διέφερε ριζικά από τις υπόλοιπες θεωρίες που κατά καιρούς προτάθηκαν στη λήψη αποφάσεων γιατί εστίασε στις νοητικές διεργασίες που λαμβάνουν μέρος, μια προσέγγιση που συσχετίστηκε σε μεγάλο βαθμό με το αναλυτικό πλαίσιο της περιορισμένης ορθολογικότητας του Simon. Οι ίδιοι υποστήριξαν πως για να κατανοήσει κανείς μια απόφαση, πρέπει να αναλύσει εκτενώς τις γνωστικές διεργασίες που βρίσκονται από κάτω. Έτσι, έργο του ερευνητή είναι να εξετάσει το πώς τα άτομα αντιλαμβάνονται τα προβλήματά τους, πώς επεξεργάζονται τις σύνθετες διεργασίες και πώς κατασκευάζουν τα απαραίτητα νοητικά μοντέλα για την λήψη της απόφασης.²⁰

Η έρευνα των Kahneman και Tversky, όπως οι ίδιοι ισχυρίζονταν, ήταν μια απόπειρα απόκτησης ενός χάρτη περιορισμένης ορθολογικότητας μέσω εξερεύνησης των συστηματικών προκαταλήψεων που διαχωρίζουν τις πεποιθήσεις των ατόμων και τις επιλογές τους από τις βέλτιστες πεποιθήσεις και επιλογές που υιοθετούν τα μοντέλα του ορθολογικού ατόμου. Αυτό επιτεύχθηκε μέσω της ενασχόλησής τους σε τρία επικαλυπτόμενα γνωστικά πεδία: α. Ευρετικές μέθοδοι λήψης αποφάσεων και γνωστικές προκαταλήψεις στις οποίες τα άτομα είναι ευάλωτα όταν λαμβάνουν αποφάσεις σε

¹⁷ Egidi M. (2005), From bounded rationality to behavioral economics, (ssrn.com), σελ 1-22.

¹⁸ <https://thesafiablog.com/2019/08/18/economics/>

Duncan Luce, Reduction invariance and Prelec's weighting functions. Journal of Mathematical Psychology, 45,(2000)

¹⁹ Heuvelom F. (2006), Kahneman and Tversky and the origin of behavioral economics, University of Amsterdam and Tinbergen Institute discussion paper, σελ 1-25.

²⁰ Egidi M. (2005), From bounded rationality to behavioral economics, (ssrn.com), σελ 1-22.

συνθήκες αβεβαιότητας²¹ β. Επιδράσεις πλαισίου (framing effects)²² και οι επιπτώσεις τους για τα μοντέλα ορθολογικής λήψης αποφάσεων και γ. Ανάπτυξη της πιθανολογικής θεωρίας (Prospect theory)²³, ένα μοντέλο λήψης αποφάσεων κάτω από συνθήκες κινδύνου.²⁴

Ο Kahneman, στο βιβλίο του «Σκέψη αργή και γρήγορη», μας ταξιδεύει στον ανθρώπινο νου και μας εξηγεί τα δύο συστήματα που κατευθύνουν τον τρόπο σκέψης μας και ονομάζει αυτή τη θεωρία «Η Θεωρία του Διπλού Συστήματος» (Dual System Theory). Ο ανθρώπινος εγκέφαλος, όταν ένας άνθρωπος φτάνει στο σημείο λήψης μιας απόφασης, χωρίζεται σε δύο διακριτά μεταξύ τους Συστήματα, που ονομάζονται Σύστημα 1 και Σύστημα 2: Το Σύστημα 1 λειτουργεί αυτόνομα, υπόσυνείδητα και γρήγορα χωρίς προσπάθεια ελέγχου από τον άνθρωπο κι επηρεάζεται από τα συναισθήματα, από προκαταλήψεις και προηγούμενες εμπειρίες. Από την άλλη μεριά, το Σύστημα 2 λαμβάνει δράση όταν παίρνουμε αποφάσεις, στις οποίες χρειάζεται ο εγκέφαλος να επεξεργαστεί πιο πολυσύνθετες πληροφορίες κι απαιτείται προσπάθεια, συγκέντρωση και προσοχή. Ο Kahneman, αναλύοντας τον τρόπο με τον οποίο τα δύο αυτά συστήματα σχηματίζουν τις κρίσεις και τις αποφάσεις μας, αποκαλύπτει τα σφάλματα και τις στρεβλώσεις της σκέψης μας και τονίζει την επιρροή που ασκούν οι διαισθητικές εντυπώσεις στη συμπεριφορά μας.²⁵

Συνοψίζοντας λοιπόν, κυρίαρχες προσωπικότητες για τη δημιουργία ενός ρεύματος στην Οικονομική Επιστήμη, βασισμένο στην συμπεριφορά (Behavioral Economics) υπήρξαν οι Daniel Kahneman & Amos Tversky αλλά και οικονομολόγοι όπως οι R. Thaler, C. Camerer, P. Slovic και άλλοι. Τα ψυχολογικά τους πειράματα αποδείχθηκαν πολύ καίρια για τον έλεγχο της ορθολογικότητας στις οικονομικές αποφάσεις²⁶. Αξίζει να αναφερθεί δε ότι το 2002, στον D. Kahneman απονεμήθηκε το βραβείο Νόμπελ (από κοινού με τον Vernon Smith) για την ανάμειξη των ευρημάτων του από την ψυχολογική έρευνα στην οικονομική επιστήμη, ειδικά σε ότι αφορά την ανθρώπινη κρίση και την λήψη αποφάσεων σε συνθήκες αβεβαιότητας. Οι ιδέες των Kahneman & Tversky επηρέασαν ιδιαίτερα τον

²¹ Οι ευρετικές μέθοδοι αποτελούν κανόνες συλλογισμού ή αλλιώς rules of thumb, διαισθητική κρίση ή απλά αυτό που ονομάζουμε «κοινή λογική». Μια ευρετική μέθοδος είναι ένας τρόπος γρήγορης επίλυσης προβλήματος, με μια λύση η οποία δεν είναι η βέλτιστη, αλλά η καλύτερη πιθανή.

²² Ο όρος πλαίσιο απόφασης αναφέρεται στην αντίληψη του ατόμου των ενεργειών, των αποτελεσμάτων και των εξαρτήσεων συνδεδεμένα με μια συγκεκριμένη επιλογή. Το πλαίσιο που ο λήπτης αποφάσεων υιοθετεί, ελέγχεται από την διατύπωση του προβλήματος και μερικώς από τις συνήθειες, τις προσδοκίες και τα προσωπικά χαρακτηριστικά του λήπτη

²³ Η πιθανολογική θεωρία, ως ένα μοντέλο που εξηγεί τη λήψη αποφάσεων κάτω από συνθήκες κινδύνου παρέχει μια κομψή περιγραφή της σχέσης μεταξύ των ενδεχομένων με την μορφή κερδών και ζημιών και της προσωπικής τάσης για ρίσκο.

²⁴ Kahneman D. (2003), Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics, The American Economic Review, Vol.93 No 5, σελ 1449-1475.

²⁵ Daniel Kahneman (2012), Thinking, fast and slow, Penguin Books Ltd

²⁶ Hosseini H. (2003), The arrival of behavioral economics: from Michigan, or the Carnegie School in the 1950s and the early 1960's ?, Journal of SocioEconomics, Vol. 32, σελ 391-409.

Richard Thaler, καθηγητή στο πανεπιστήμιο του Chicago, συνείσφερε σημαντικά σε τομείς όπως επιλογές καταναλωτή (consumer choice), συμπεριφορά εξοικονόμησης (savings behavior) και αυτοέλεγχο (self control)²⁷ και το 2017 κέρδισε το βραβείο Νομπέλ Οικονομικών.

1.3 Η απόκλιση από το homo oeconomicus.

Οι επενδυτές τείνουν να προτιμούν να εισπράξουν 100€ από ένα τηλεσίγραφο με πιθανότητα 50-50 να κερδίσουν 200€ ή 0€. Αντίθετα, όμως, τείνουν να προτιμούν ένα τηλεσίγραφο με πιθανότητα 50-50 να χάσουν 200€ ή 0€ παρά να υποστούν μία σίγουρη απώλεια 100€.

Ένας θεατρόφιλος αγοράζει εισιτήριο των 40 ευρώ για μία παράσταση· αργότερα, τον πλησιάζει κάποιος και του προσφέρει 70, ακόμη και 100 ευρώ, για να του αποσπάσει το εισιτήριο, αλλά αρνείται να το πωλήσει, την ίδια στιγμή, όμως, που δεν θα ξόδευε ένα τέτοιο ποσό (70, 100 ευρώ) για να αποκτήσει το ίδιο εισιτήριο.

Σε μία τάξη νηπιαγωγείου, η νηπιαγωγός δίνει μία καραμέλα σε κάθε παιδί και τα προειδοποιεί ότι αν δεν τη φάνε μέχρι να γυρίσει σε 10 λεπτά, θα τους δώσει άλλη μία. Αρκετά από τα παιδιά δεν θα μπορέσουν να αντισταθούν και θα τη φάνε πριν γυρίσει, παρόλο που έτσι χάνουν άλλη μία.

Πώς θα μπορούσαμε να χαρακτηρίσουμε αυτές τις συμπεριφορές?

Όλες αυτές οι συμπεριφορές αποτελούν ενδεικτικά παραδείγματα μη ορθολογικών συμπεριφορών στις οποίες δεν θα προέβαινε ο homo oeconomicus. Όπως αναφέρθηκε και στις προηγούμενες ενότητες, ο homo oeconomicus δρα ορθολογικά, λαμβάνει αποφάσεις ιδιοτελώς με φιλαυτία²⁸ και με βάση το στενό ατομικό του συμφέρον, έχει σταθερές μέσα στο χρόνο και μεταβατικές προτιμήσεις, δεν επηρεάζεται από συναισθήματα και χρησιμοποιεί τις διαθέσιμες πληροφορίες προκειμένου να προβεί σε σωστές οικονομικές επιλογές και να μεγιστοποιήσει το κέρδος του.²⁹ Στην πράξη όμως, όπως έχει διαπιστωθεί χάρη στη συμβολή των Συμπεριφορικών Οικονομικών (behavioral economics), τα

²⁷Sent E.M. (2004), Behavioral Economics: How Psychology made its limited way back into economics, History of Political Economy, Vol. 36:4, σελ 735-758

²⁸Καραμπατζός Α. (2016), Ιδιωτική αυτονομία και προστασία του καταναλωτή: Μια συμβολή στην συμπεριφορική οικονομική ανάλυση του δικαίου, Αθήνα: Π.Ν. Σάκκουλας, σ. 16

²⁹ Ζέρβας Θ.(2019), Ρυθμιστικό Δίκαιο και Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, Αθήνα, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, (διπλωματική εργασία στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα ΔΠΜΣ Δίκαιο και Οικονομία, σελ 4)
Αλεξιάκης, Χ. & Ξανθάκης Μ. (2008), Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική: Εισαγωγικά Στοιχεία, Αθήνα: Εκδόσεις Σταμούλη

παραπάνω απέχουν ουσιωδώς από την συναλλακτική πραγματικότητα³⁰. Ενώ η επιδίωξη του ατομικού συμφέροντος μπορεί να είναι επωφελής σε κάποιες περιπτώσεις, δεν είναι το μόνο, ούτε καν το κύριο κριτήριο της ανθρώπινης συμπεριφοράς και δεν εμφανίζεται ως οδοδείκτης για την αντιμετώπιση των πιο πιεστικών παγκοσμίων προβλημάτων της εποχής μας. Είναι δεδομένο ότι οι άνθρωποι είναι πολύ λιγότερο ορθολογικοί απ' ό,τι συμπεραίνει η οικονομική θεωρία και κατά τη συμμετοχή τους στην οικονομική ζωή, τα άτομα παρουσιάζουν περιορισμένη ορθολογικότητα, περιορισμένη αυτοκυριαρχία και περιορισμένη ιδιοτέλεια ("three bounds").³¹ Δυσκολεύονται να επεξεργαστούν περίπλοκες πληροφορίες, παρασύρονται από τα συναισθήματά τους και δεν καταλήγουν πάντα στις βέλτιστες οικονομικές επιλογές³². Ακόμα περισσότερο, αυτές οι ανορθολογικές συμπεριφορές δεν είναι ούτε τυχαίες ούτε ανευ νοήματος, κάτι το οποίο προσπαθούν να εξηγήσουν τα συμπεριφορικά οικονομικά.

Τα συμπεριφορικά οικονομικά δεν αμφισβητούν τον πυρήνα της θεωρίας περί ορθολογικής επιλογής και προφανώς δεν πρεσβεύουν ότι οι άνθρωποι δρουν ανορθολογικά σε κάθε συναλλακτική ή άλλη δραστηριότητά τους. Αυτό που καταδεικνύουν, επί τη βάση σειράς πειραματικών και εμπειρικών ερευνών, είναι ότι σε διάφορες δραστηριότητες εμφανίζονται συστηματικά κάποιες κρίσιμες συμπεριφορικές αποκλίσεις από το ορθολογικό υπόδειγμα, που δεν μπορεί να αφήνουν αδιάφορη την επιστήμη – την οικονομική, την ψυχολογική και τη νομική³³. Η απόκλιση του μέσου ανθρώπου από το μοντέλο του homo oeconomicus κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων έχει σχετιστεί με την ύπαρξη συμπεριφορικών σφαλμάτων, γνωστικών (cognitive) και συναισθηματικών (emotional) ανωμαλιών του ατόμου³⁴. Τα γνωστικά λάθη, που αφορούν τον τρόπο με τον οποία τα άτομα οργανώνουν τις προσλαμβανόμενες πληροφορίες τους και τα συναισθηματικά, που αφορούν τα συναισθήματα των ατόμων όταν προσλαμβάνουν πληροφορίες, αποτέλεσαν αντικείμενο μελέτης των συμπεριφορικών οικονομικών και παρουσιάζονται συνοπτικά κατωτέρω:³⁵

³⁰ Ζέρβας Θ.(2019), ο.π.,

Kahneman, D. (2011), *Thinking, Fast and Slow*, London: Penguin Books

³¹ Jolls/Sunstein/Thaler (1998), *A Behavioral Approach to Law and Economics*, *Stanford Law Review* 50, σ.1471-1550

³² Ζέρβας Θ.(2019), *Ρυθμιστικό Δίκαιο και Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική*, Αθήνα, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη,

Φίλιππας, Ν. (2015), *Η ψυχολογία των αγορών: Παρεμβάσεις πριν και μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση*, Αθήνα: Εκδόσεις Πεδίο

³³ Καραμπατζός Α, Αποψη: Νομπέλ Οικονομικών 2017 - Η ανάδειξη του homo στον homo oeconomicus, Η Καθημερινή, 16/10/2017 <https://www.kathimerini.gr/930641/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/apoyh-nompel-oikonomikwn-2017--h-anadei3h-toy-homo-ston-homo-oeconomicus>

³⁴ Καραμπατζός Α. (2016), *Ιδιωτική αυτονομία και προστασία του καταναλωτή: Μια συμβολή στην συμπεριφορική οικονομική ανάλυση του δικαίου*, Αθήνα: Π.Ν. Σάκκουλας, σ. 29

³⁵ Barberis, N. and Thaler, R. (2003), "A survey of behavioral finance", in *Handbook of Economics of finance*, vol.1 part2

A. Γνωστικά Σφάλματα

- Αντιπροσωπευτικότητα (representativeness bias)

Η αντιπροσωπευτικότητα σχετίζεται με την τάση των ανθρώπων να ερμηνεύουν τυχαία γεγονότα ως αντιπροσωπευτικά συγκεκριμένων καταστάσεων με βάση ορισμένα στερεότυπα, δηλαδή παγιωμένες απόψεις και πεποιθήσεις, όπως το να διακρίνουν και να εκλαμβάνουν μία σειρά τυχαίων συμβάντων ως επαναλαμβανόμενα γεγονότα (patterns) που πιθανότατα να μην ισχύουν. Ένα σημαντικό πρόβλημα που προκύπτει με την αντιπροσωπευτικότητα είναι ότι συχνά οι άνθρωποι αγνοούν τη σχετική συχνότητα με την οποία συμβαίνει ένα γεγονός (base rate neglect) ή ακόμη οδηγούνται και σε παράβλεψη του μεγέθους του δείγματος³⁶.

- Το λάθος του παίκτη

Το λάθος του παίκτη, σχετιζόμενο άμεσα με την αντιπροσωπευτικότητα, παρατηρείται όταν το άτομο πιστεύει ότι μια απόκλιση από αυτό που συνήθως συμβαίνει θα διορθωθεί σύντομα στο μέλλον. Χαρακτηριστική είναι η συμπεριφορά που παρουσιάζουν οι τζογαδόροι, οι οποίοι πιστεύουν ότι η κακή τους τύχη θα αντιστραφεί και βασίζονται σε μια αυτοδιορθούμενη διαδικασία σε μια σειρά δίκαιων και ανεξάρτητων δοκιμών. Συχνά λάθη, στα οποία εμπίπτουν τα άτομα, είναι η πεποίθηση ότι τυχαία γεγονότα είναι πιο πιθανό να συμβούν επειδή δεν έχουν συμβεί για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα ή ότι τυχαία γεγονότα είναι πιθανό να συμβούν επειδή συνέβησαν πρόσφατα ή ότι τυχαία γεγονότα είναι λιγότερο πιθανά να συμβούν επειδή συνέβησαν πρόσφατα³⁷.

- Μεροληψία διαθεσιμότητας (Availability bias)

Η μεροληψία διαθεσιμότητας αφορά την τάση των ανθρώπων να προσπαθούν να ανακτήσουν εμπειρίες, μνήμες και γεγονότα του παρελθόντος ώστε να εξετάσουν την πιθανότητα πραγματοποίησης ενός γεγονότος και να αξιολογήσουν μια κατάσταση που τους απασχολεί. Ακόμη και αν αυτό αποτελεί μία απολύτως λογική διαδικασία, μπορεί να οδηγήσει σε λάθος εκτιμήσεις διότι δεν είναι όλες οι αναμνήσεις ανακτήσιμες ή διαθέσιμες³⁸. Τα άτομα δείχνουν μεροληψία σε γεγονότα που τα φόρτισαν περισσότερο συναισθηματικά στο παρελθόν και έτσι δίνουν μεγαλύτερες πιθανότητες επέλευσης ενός γεγονότος που παρουσιάζει πιο έντονο συναισθηματικά φορτίο έναντι οποιουδήποτε άλλου

³⁶ Kahneman/Slovic/Tversky (1982), Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases, Cambridge University Press, p. 82

³⁷ Σπύρου, Σ. (2009), «Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα.

³⁸ Kahneman/Tversky (1973), Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability, Cognitive Psychology 5, p. 207-232

Amos Tversky; Daniel Kahneman Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases Science, New Series, Vol. 185, No. 4157. (Sep. 27, 1974), pp. 1127-1128.

Μεροληπτική ορίζεται μια πληροφορία όταν περιέχει χαρακτηριστικά τα οποία εύκολα ανακτώνται από την μνήμη, προκαλούν τη σύγκριση με άλλα οικεία γεγονότα και ελκύουν την προσοχή.

- Προσκόλληση/ Αγκίστρωση (anchoring)

Η προσκόλληση/αγκίστρωση αποτελεί μία πνευματική διεργασία συντόμευσης που σκοπό έχει να απλοποιήσει σύνθετα προβλήματα της διαδικασίας λήψης αποφάσεων. Τα άτομα προσκολλώνται σε κάποια συγκεκριμένα δεδομένα και κρίνουν σύμφωνα με κάποια συγκεκριμένη πληροφορία ή στο σημείο αναφοράς στο οποίο έχουν αγκιστρωθεί. Μέσα από μία τέτοια διεργασία συντόμευσης προκύπτουν σφάλματα καθώς τα άτομα τείνουν να επηρεάζονται κυρίως από προηγούμενα δεδομένα και καταστάσεις ή τείνουν να έχουν στο μυαλό τους κατά τη διαδικασία αξιολόγησης μερικά σημεία αναφοράς ή προσκόλλησης (anchors)³⁹.

- Συντηρητισμός (conservatism bias/belief-perseverance)

Ο συντηρητισμός, ειδικά ως προς το άγνωστο, συνδέεται με το σφάλμα της προσκόλλησης κι αναφέρεται στην αργή και σταδιακή ή ακόμη και αδυναμία αλλαγής απόψεων και αποφάσεων κατά την πρόσληψη νέας πληροφορίας. Αποτελεί μία πτυχή της ανθρώπινης ιδιοσυγκρασίας, η οποία μπορεί να επηρεάσει την προσωπικότητα του ατόμου και συνεπώς κάθε του επιλογή. Ο συντηρητισμός καταδεικνύει την επιμονή των ανθρώπων στις πεποιθήσεις τους, την απροθυμία τους να δεχτούν στοιχεία που θα αντικρούσουν τις γνώσεις τους και την καχυποψία προς νεότερες απόψεις⁴⁰. Από τη στιγμή που τα άτομα σχηματίζουν μία άποψη, μπορεί να εμμείνουν σε αυτήν πολύ έντονα και για πολύ καιρό και αντιμετωπίζουν με αρκετό σκεπτικισμό κάθε αντίθετη άποψη⁴¹. Μία εξήγηση αυτού του φαινομένου είναι η ανικανότητα των ατόμων να κάνουν βέλτιστο συνδυασμό και ανάλυση διαφορετικών πληροφοριών. Ένας ειδικός τύπος συντηρητισμού είναι η “αποστροφή για την αβεβαιότητα” (aversion to ambiguity), ο φόβος δηλαδή που έχουν τα άτομα για το άγνωστο ή για περιπτώσεις που οι κατανομές πιθανοτήτων δεν είναι υποκειμενικά γνωστές⁴². Τότε, τα άτομα τείνουν να παίρνουν πιο “ασφαλείς” αποφάσεις.

- Υπέρ-αυτοπεποίθηση (overconfidence)

³⁹ Amos Tversky; Daniel Kahneman (1974) Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases Science, New Series, Vol. 185, No. 4157., pp. 1124-1131

⁴⁰ Bacon, F.(1960): “The new organon and related writings”. New York: Liberal Arts Press, 1960. (Originally published, 1620.)

⁴¹ Lord, C., Ross, L. and Lepper, M. (1979), “Biased Assimilation and Attitude Polarization: The effects of prior theories on subsequently considered evidence”, Journal of Personality and Social Psychology, vol.37

⁴² Slovic, P. (1972), “Information Processing, Situation Specificity and the Generality of Risk-Taking Behavior”, Journal of Personality and Social Psychology, vol.22:1

Η υπέρ-αυτοπεποίθηση ορίζεται ως μία υπερεκτίμηση των πιθανοτήτων για ένα σύνολο γεγονότων⁴³. Η υπέρ-αυτοπεποίθηση προκύπτει όταν τα άτομα υπερβάλλουν για τις δεξιότητές τους και αγνοούν την επίδραση αλλαγών ή εξωτερικών συνθηκών. Αυτό οδηγεί στον σχηματισμό πεποίθησης για θετική έκβαση καταστάσεων στο μέλλον σε μη ρεαλιστικό βαθμό, σε υποεκτίμηση της μεταβλητότητας των συνθηκών σε άγνοια κινδύνου. Τα άτομα τείνουν να υπερεκτιμούν τις γνώσεις και δυνατότητές τους και ιδιαίτερα σε τομείς που θεωρούν τους εαυτούς τους “ειδήμονες”. Ωστόσο, η εμπιστοσύνη που δείχνουν τα άτομα στον εαυτό τους τους οδηγεί σε λανθασμένα συμπεράσματα⁴⁴ και συνδέεται με ψευδαίσθηση ελέγχου και γνώσης. Η υπέρ-αυτοπεποίθηση, μπορεί ενίοτε να συνδέεται και από δυο άλλους παράγοντες: κατάκτηση υψηλών αποδόσεων στο παρελθόν και εσωτερική πληροφόρηση. Οι επενδυτές, παραδείγματος χάρη, μπορεί να αποκτήσουν υπέρ-αυτοπεποίθηση μετά από πολλές επιτυχίες στο παρελθόν.⁴⁵

- Η πλαισίωση/ διατύπωση (framing)

Το φαινόμενο της διατύπωσης αναφέρεται στην τάση των ατόμων κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων να ανταποκρίνονται διαφορετικά βασιζόμενα στον τρόπο με τον οποίο μία επιλογή παρουσιάζεται (διατυπώνεται). Έτσι, ο τρόπος που διατυπώνεται ένα πρόβλημα ή θέμα, επηρεάζει τις πιθανές δράσεις των ατόμων. Το πρόβλημα αυτό έχει γίνει το βασικό θέμα συζήτησης πολλών αναλυτών και η ύπαρξή του παραβιάζει την παραδοσιακή προοπτική της ορθολογικής επιλογής, η οποία υποθέτει ανεξαρτησία του πλαισίου αναφοράς του προβλήματος, δηλαδή ότι η πλαισίωση δεν επηρεάζει την απόφαση. Εν ολίγοις, υπάρχουν συστηματικές αλλαγές στις προτιμήσεις όταν το ίδιο πρόβλημα παρουσιάζεται με διαφορετικό τρόπο⁴⁶.

- Η νοητική λογιστική (Mental accounting)

Η νοητική λογιστική αποτελεί μέρος της θεωρίας των προσδοκιών και ουσιαστικά περιγράφει την διαδικασία με την οποία τα άτομα τοποθετούν συγκεκριμένα γεγονότα σε συγκεκριμένους νοητικούς λογαριασμούς που δημιουργούνται με βάση συγκεκριμένα χαρακτηριστικά. Ουσιαστικά τα άτομα τείνουν να χωρίζουν αποφάσεις που θα έπρεπε να συνδυάζονται και να χρησιμοποιούν ανεξάρτητους νοητικούς λογαριασμούς για κάθε μια επιλογή τους⁴⁷. Τα κοστη και τα οφέλη της κάθε επενδυτικής

⁴³ Mahajan, J. (1992), “The overconfidence effect in marketing management predictions”, *Journal of marketing Research*, vol.29

⁴⁴ Alpert, M., Raiffa, H. (1982), “A progress report on the training of probability assessors” in Tversky A. (ed.), *Judgement under uncertainty: heuristics and biases*, Cambridge University Press, New York,

⁴⁵ Gervais, S. and Odean, T. (2001), “Learning to be overconfident”, *Review of Financial Studies*, vol.14, σελ.1-27.

⁴⁶ Kahneman, D., Slovic, P. and Tversky, A. (1982), “Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases”, New York: Cambridge University Press

⁴⁷ Thaler, R.H. (1985), “Mental Accounting and consumer choice”, *Marketing Science*, vol.4:3, σελ.199-214.

επιλογής εντάσσονται στον ίδιο νοητικό λογαριασμό, ο οποίος αξιολογείται ανεξάρτητα από τις υπόλοιπες επενδυτικές επιλογές. Τα άτομα δημιουργούν νοητικά λογιστικά συστήματα που λειτουργούν με τον ίδιο τρόπο όπως οι επιχειρήσεις και ξεχωρίζουν τον πλούτο τους σε τρεις λογαριασμούς: το τρέχον εισόδημα, τα περιουσιακά στοιχεία και το μελλοντικό εισόδημα. Τα άτομα αντί να βελτιστοποιούν τις καταναλωτικές τους επιλογές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα, λαμβάνουν αποφάσεις με ορίζοντα μικρότερης χρονικής διάρκειας⁴⁸. Η ιδέα της νοητικής λογιστικής εξηγεί γιατί πολλοί άνθρωποι προσπαθούν να εκμεταλλευτούν ευκαιρίες και προσφορές από πράγματα που δεν χρειάζονται.

B. Συναισθηματικά Σφάλματα

- Η αποστροφή της απώλειας (loss aversion)

Η αποστροφή απώλειας αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα συναισθηματικά σφάλματα κι έχει προταθεί από τους Kahneman και Tversky στο πλαίσιο της θεωρίας της προοπτικής. Βασιζόμενοι σε πειράματα οι Kahneman και Tversky⁴⁹ πρότειναν μία συνάρτηση αξίας προσδιορισμένη από τα κέρδη και τις ζημιές σε σχέση με ένα σημείο αναφοράς και όχι σε σχέση με ένα απόλυτο επίπεδο ευημερίας και έτσι θεμελίωσαν την θεωρία της προοπτικής (Prospect theory)⁵⁰. Στη θεωρία της προοπτικής, η αποστροφή της απώλειας αναφέρεται στην τάση των ατόμων να επιθυμούν έντονα να αποφύγουν τις απώλειες, σε μεγαλύτερο βαθμό από την επιθυμία τους να αποκομίσουν κέρδη. Η αρνητική επίδραση των απωλειών είναι εντονότερη από την αντίστοιχη θετική επίδραση ενός ισόποσου κέρδους, με τις απώλειες να έχουν ισχυρότερη ψυχολογική επίπτωση από τα κέρδη⁵¹.

- Προκατάληψη υπέρ του status quo bias (status quo bias)

Μια σημαντική επίπτωση της αποστροφής της απώλειας αποτελεί η τάση των ανθρώπων να αποφεύγουν οποιαδήποτε επιλογή ή νέα απόφαση από φόβο ότι θα κάνουν κάποιο σφάλμα ή θα

⁴⁸ Shefrin, H. and Thaler, R.H. (1988), “The Behavioral Life cycle hypothesis”, *Economic Inquiry*, vol.26,

⁴⁹Kahneman, D. and Tversky, A. (1979), “Prospect theory: an analysis of decision under risk”, *Econometrica*, vol.47:2, σελ 263-292

⁵⁰ Αποτελεί, ουσιαστικά μία περιγραφική θεωρία της διαδικασίας λήψης αποφάσεων υπό συνθήκες αβεβαιότητας, η οποία απορρίπτει την ιδέα της μεγιστοποίησης της αναμενόμενης χρησιμότητας, αλλά βασίζεται σε γνωστικές διαδικασίες που υπογραμμίζουν σε πολλές περιπτώσεις την επιρροή από ψυχολογικούς παράγοντες. Η θεωρία της προοπτικής διαχωρίζει δύο στάδια στην εξέταση μίας προοπτικής: την φάση της επεξεργασίας (editing) και τη φάση της αξιολόγησης (evaluation). Η φάση της επεξεργασίας αποτελεί μία προκαταρκτική ανάλυση των προσφερόμενων προοπτικών συνήθως με τη χρήση ευριστικών κανόνων, που συχνά οδηγεί σε απλοποίησή τους, ενώ στη φάση της αξιολόγησης αξιολογούνται οι επεξεργασμένες προοπτικές όπου και επιλέγεται η προοπτική με τη μεγαλύτερη αξία

⁵¹ Kahneman/Tversky (1991), Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference-Dependent Model, *The Quarterly Journal of Economics* 106(4)

Σπύρου (2009), Εισαγωγή στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική, Κεφαλαιαγορές και επενδυτική ψυχολογία, Αθήνα: Εκδ. Μπένου, σ.109

υποστούν απώλειες, με συνέπεια να μην προβαίνουν σε καμία ενέργεια προς αυτή την κατεύθυνση. Ωστόσο, η ίδια η επιλογή του ατόμου να μην δράσει συνιστά μια δράση, η οποία μπορεί να φανεί αποτελεσματική είτε όχι και περιλαμβάνει τους δικούς της κινδύνους. Η συμπεριφορά αυτή έχει επικρατήσει στη διεθνή βιβλιογραφία με τον όρο «status quo bias»⁵².

- Αποτέλεσμα του κληροδοτήματος (endowment effect)

Άλλη μια συμπεριφορά που συνυφίνεται με την αποστροφή της απώλειας και το status quo bias είναι το αποτέλεσμα του κληροδοτήματος, σύμφωνα με το οποίο τα άτομα τείνουν να ζητούν πολύ περισσότερα χρήματα για ένα αντικείμενο που κατέχουν από όσα είναι πρόθυμοι να διαθέσουν για να αποκτήσουν το συγκεκριμένο αντικείμενο⁵³.

- Η συμπεριφορά της αγέλης (herding)

Τα άτομα τείνουν να εναρμονίζονται με την πλειονότητα όσων λαμβάνουν αποφάσεις στο ίδιο περιβάλλον⁵⁴. Η συμπεριφορά της αγέλης θεωρείται ότι αποτελεί μία ψυχολογική τάση, βαθιά ριζωμένη στην ανθρώπινη φύση. Βασίζεται στην κοινωνική πίεση που ασκείται στα άτομα για συμβιβασμό και αντικατοπτρίζει την ασφάλεια που τους παρέχει το πλήθος. Ψυχολογικά πειράματα αποδεικνύουν ότι όταν ένα άτομο απαντήσει μόνο του κάποιες ερωτήσεις, δίνει ορθές απαντήσεις, ενώ όταν ενταχθεί σε κάποια ομάδα που δίνει εσκεμμένα λάθος απαντήσεις τότε έχει την τάση να απαντάει λανθασμένα. Αυτό συμβαίνει γιατί το άτομο φοβάται να διαφοροποιηθεί από το πλήθος⁵⁵. Ο ευριστικός αυτός κανόνας διαμορφώθηκε μέσα από τη διαδικασία της εξέλιξης, αφού όπως προσφέρει περισσότερη ασφάλεια. Μια άλλη βασική έκφανση της συμπεριφοράς της αγέλης αποτελεί το γεγονός της προφορικής επικοινωνίας των ατόμων (word of mouth). Τα άτομα επηρεάζονται περισσότερο από τον κοινωνικό τους περίγυρο. Η μόδα αποτελεί μια ήπια πτυχή του φαινομένου της συμπεριφοράς της αγέλης, όπου τα άτομα επιλέγουν να παραβλέψουν τις προσωπικές τους εκτιμήσεις και προτιμήσεις και να παρασυρθούν από την τάση της εκάστοτε εποχής.

- Υπεραισιοδοξία (overoptimism)

Τα περισσότερα άτομα έχουν ρόδινες απόψεις για τις πιθανότητες και τις προοπτικές πραγματοποίησης γεγονότων⁵⁶. Πολλοί αισιόδοξοι άνθρωποι πιστεύουν ότι δεν θα αντιμετωπίσουν δυσχερείς καταστάσεις. Τέτοιες πεποιθήσεις μπορούν όμως να αποβούν καταστροφικές επειδή τα άτομα

⁵² Samuelson/Zuckhauser (1988), Status Quo Bias in Decision Making, Journal of Risk & Uncertainty 1, σ.7-59

⁵³ Thaler (1980), Toward a positive theory of consumer choice, Journal of Economic Behavior & Organization 1(1), σελ.39-60

⁵⁴ Banerjee, A.V. (1992), "A simple model of herd behavior", The Quarterly Journal of Economics, vol.108

⁵⁵ Shiller, R. (2001), "Bubbles, Human Judgement and Expert Opinion", Financial Analyst Journal.

⁵⁶ Weinstein, N.D. (1980), "Unrealistic Optimism about future life events", vol39:5.

αποτυγχάνουν να συνειδητοποιήσουν ότι μπορεί να συμβεί το αντίθετο από αυτό που περιμένουν⁵⁷. Οι Kahneman, Tversky ορίζουν την αισιοδοξία ως μία τάση των επενδυτών να εστιάσουν σε εσωτερικές απόψεις παρά σε εξωτερικές κάτι που είναι πιο πρόπον στη λήψη αποφάσεων. Οι εσωτερικές απόψεις βασίζονται σε τρέχουσες καταστάσεις και αντικατοπτρίζουν προσωπική ανάμειξη⁵⁸.

- Η αποστροφή της μετάνοιας (regret aversion)

Η μετάνοια αναφέρεται στο αίσθημα ευθύνης που διακατέχει τα άτομα όταν έπρεπε να κάνουν κάτι και εν τέλει δεν το έκαναν, δεν πέτυχαν το βέλτιστο αποτέλεσμα κι επομίζονται απώλειες και ζημιές⁵⁹. Η μετάνοια φέρνει το άτομο αντιμέτωπο με τα λάθη του και το κάνει να συνειδητοποιεί ότι εάν είχε ενεργήσει διαφορετικά, θα είχε αποκομίσει μεγαλύτερα οφέλη. Γενικά, τα άτομα επιδιώκουν να αποφύγουν την μετάνοια προσπαθώντας να επιβεβαιώσουν πληροφορίες, δεδομένα και καθησυχάζοντας όταν και άλλοι παίρνουν την ίδια απόφαση. Μέσω της μετάνοιας το άτομο μπορεί να μάθει από λάθη του παρελθόντος. Για παράδειγμα, όταν ένας καταναλωτής διαλέγει ανάμεσα σε μία μη-οικεία μάρκα και μία οικεία, μπορεί να σκεφτεί τη μετάνοια που θα αισθανθεί αν η μη-οικεία αποδώσει λιγότερο από την οικεία και έτσι είναι πιο πιθανό να επιλέξει την οικεία μάρκα⁶⁰. Έρευνες έχουν δείξει ότι η μετάνοια είναι πιο ισχυρή όταν τα άτομα κάνουν λανθασμένες κινήσεις που οδηγούν σε άσχημα αποτελέσματα παρά όταν τα άτομα δεν κάνουν κινήσεις και η μη κίνηση οδηγεί σε άσχημα αποτελέσματα. Μάλιστα προκειμένου να αποφύγουν αυτό το συναίσθημα οι άνθρωποι μπορεί να πάρουν αποφάσεις που δεν είναι ορθολογικές⁶¹.

⁵⁷ Pompian, M. (2006), "Behavioral finance and wealth management- How to build optimal portfolios that account for investor biases", John Wiley & sons, INC.

⁵⁸ Harris/Hahn (2011), Unrealistic Optimism About Future Life Events: A Cautionary Note, Psychological Review 118(1), σ. 135–154

⁵⁹ Loomes/Sugden (1982), Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice Under Uncertainty, The Economic Journal 92, σελ.805-824

⁶⁰ Inman, J. and McAlister, L (1994), "Do coupon expiration Dates Affect Consumer Behavior?", Journal of Marketing research, vol.31

⁶¹ Pompian (2012), Behavioral Finance and Investor Types, Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons, Inc., σελ.40-43

1.4 Κριτική στην προσέγγιση των συμπεριφορικών οικονομικών

Η έρευνα των Kahneman & Tversky καθώς και των υπόλοιπων υποστηρικτών των συμπεριφορικών οικονομικών είχε και έχει μεγάλη απήχηση στη θεωρία λήψης αποφάσεων, έχει δεχτεί όμως και έντονη κριτική από τους θασιώτες της κλασικής οικονομικής θεωρίας.

Οι υποστηρικτές των αποτελεσματικών αγορών θεωρούν ότι η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι περισσότερο μία συλλογή από ανωμαλίες, παρά ένας γνήσιος κλάδος χρηματοοικονομικής και αυτές οι ανωμαλίες αργά ή γρήγορα μπορούν να εξαλειφθούν από την αγορά. Οι ανορθολογικές συμπεριφορές των ατόμων παρουσιάζονται κατά τρόπο περιστασιακό και όχι συστηματικό. Με άλλα λόγια, η προσέγγιση των συμπεριφορικών οικονομικών επικεντρώνεται στις αποκλίσεις από το μοντέλο της ορθολογικής επιλογής και του *homo oeconomicus* και αναλύει μεμονωμένα τα σφάλματα στα οποία υποπίπτουν τα άτομα κατά τη διαδικασία λήψης απόφασης, χωρίς όμως να εστιάζει επι της ουσίας καθολικά και σφαιρικά στην ίδια τη διαδικασία λήψης απόφασης. Απότοκος αυτής της προσέγγισης είναι ότι από τη θεωρία των συμπεριφορικών οικονομικών δεν μπορούν να εξαχθούν γενικευμένα πορίσματα σχετικά με την ανθρώπινη συμπεριφορά. Κατά τους παραδοσιακούς οικονομολόγους, οι συμπεριφορικοί οικονομολόγοι δεν παρουσιάζουν μια ενιαία οικονομική θεωρία αλλά μια θεωρία με περιπτωσιακή χρησιμότητα⁶². Επίσης κρίνεται με αμφιβολία το γεγονός ότι δεν έχει μαθηματικοποιηθεί ακόμα και δεν υπάρχουν συγκεκριμένα μοντέλα.

Επιπλέον, οι παραδοσιακοί οικονομολόγοι είναι ακόμη σκεπτικοί για τις εμπειρικές τεχνικές που χρησιμοποιούν κυρίως τα συμπεριφορικά υποδείγματα. Η χρήση εργαστηριακών πειραμάτων στα συμπεριφορικά έχει επιφέρει έντονες κριτικές τα τελευταία χρόνια. Έμπειροι ψυχολογικοί έλεγχοι αναφέρουν ότι πολλοί από τους ανθρώπους που συμμετείχαν στις δοκιμές προσέρχονταν από δυτικές, πολιτισμένες, βιομηχανικές, πλούσιες και δημοκρατικές χώρες και επομένως δεν ήταν αντιπροσωπευτικό δείγμα και ακόμα πιο συγκεκριμένα αυτοεπιλεγόμενοι εθελοντές συνήθως απόφοιτοι ψυχολογίας. Επιπλέον, η παρατηρούμενη συμπεριφορά του ατόμου στο εργαστήριο δεν είναι ρεαλιστική – συνήθως οι απαντήσεις που δίνονται δεν είναι οι πραγματικές ότι δεν υπάρχουν μόνιμες και οικονομικές συνέπειες για τους συμμετέχοντες. Ανακαλύψεις σχετικά με το παρελθόν από

⁶² Posner (1997), Rational Choice, Behavioral Economics, and the Law, Stanford Law Review 50, σελ 1558-1561

πειράματα συμπεριφοράς δεν γενικεύονται εύκολα στο μέλλον, το κοινωνικό πλαίσιο μιας γενιάς είναι συχνά διαφορετικό από το άλλο⁶³.

Οι συμπεριφορικοί οικονομολόγοι απαντούν στην παραπάνω κριτική επιμένοντας στην συστηματικότητα της εμφάνισης γνωστικών και βουλευτικών σφαλμάτων των ατόμων μέσω των εμπειρικών ερευνών. Οι εμπειρικές έρευνες ναι μεν αρχικά δεν είχαν αντιπροσωπευτικό δείγμα και δεν ανταποκρίνονταν στην κοινωνική πραγματικότητα αφού κατά βάση διεξάγονταν με τη συμβολή φοιτητών, αλλά τα τελευταία χρόνια πραγματοποιούνται όλο και περισσότερες οι έρευνες πεδίου (field evidence/non-laboratory data), οι οποίες διεξάγονται σε πραγματικές ομάδες πληθυσμού, ήτοι με άτομα που δεν γνωρίζουν ότι συμμετέχουν σε συγκεκριμένο πείραμα⁶⁴.

Ίσως θα έπρεπε να μην αντιμετωπίζεται ο κλάδος των συμπεριφορικών οικονομικών ως μια εναλλακτική του νεοκλασικού μοντέλου, αλλά αντίθετα να συμπεριληφθούν ψυχολογικά και γνωσιακά στοιχεία στην θεωρία ώστε να αντιμετωπιστούν οι δυσκολίες που έχουν προκύψει. Δηλαδή, οι συμπεριφορικοί οικονομολόγοι (behavioral economists) μπορούν να προτείνουν τρόπους με τους οποίους η διορατικότητα και τα ευρήματά τους θα βοηθήσουν στην επανάκαμψη του καθολικού ρεύματος της οικονομικής επιστήμης (mainstream economics). Ίσως δηλαδή πρέπει να απομακρυνθούμε από το ερώτημα του κατά πόσο το νεοκλασικό μοντέλο είναι έγκυρο ή αν τα άτομα δρουν πράγματι με ορθολογικό τρόπο. Η έρευνα μπορεί να αποδώσει περισσότερο σε ερωτήματα όπως: Ποιοι είναι οι σημαντικότεροι τρόποι με τους οποίους τα άτομα αποτυγχάνουν να μεγιστοποιήσουν τα αποτελέσματά τους και πώς αυτό μπορεί ν' αλλάξει; Τι φταίει στις κρίσεις τους και τα κρατάει μακριά από την επίτευξη των επιθυμητών στόχων; Δεδομένης της ανθρώπινης συμπεριφοράς, πώς θα μπορούσε να βελτιωθεί η ανθρώπινη κατάσταση; Κάτω από ποιες συνθήκες το μοντέλο της νεοκλασικής προσέγγισης μπορεί να διατηρηθεί ως χρήσιμη προσέγγιση και σε ποιες περιπτώσεις πρέπει να αποφεύγεται παραχωρώντας τη θέση του σε λιγότερο γενικά, αλλά περιγραφικά μοντέλα;

Εν κατακλείδι, αυτό που μπορούμε να πούμε σε κάθε περίπτωση είναι ότι η επίδραση των συμπεριφορών οικονομικών διαφαίνεται ευρεία. Η αποδοχή του κλάδου σταδιακά από την ακαδημαϊκή κοινότητα είναι εμφανής με το δεύτερο Νόμπελ οικονομικών το 2017 στον Richard Thaler στα συμπεριφορικά οικονομικά σε τόσο μικρό χρονικό διάστημα, αποδεικνύοντας έτσι την ανάγκη της οικονομικής να “ανοιχτεί” ξανά στις υπόλοιπες κοινωνικές επιστήμες. Σε μια εποχή διαρκών αλλαγών και μεταρρυθμίσεων, μήπως θα ήταν καλύτερο να δούμε από άλλο πρίσμα, πιο ανθρώπινο την

⁶³ <https://thesafiablog.com/>

⁶⁴ Καραμπατζός Α. (2016), Ιδιωτική αυτονομία και προστασία του καταναλωτή: Μια συμβολή στην συμπεριφορική οικονομική ανάλυση του δικαίου, Αθήνα: Π.Ν. Σάκκουλας, σελ. 86-87

οικονομία ώστε να βρεθούν λύσεις για σύγχρονα πολύπλοκα προβλήματα ενός απαιτητικού κόσμου αφού ο τεχνοκρατισμός δεν λαμβάνει υπόψιν όλες τις παραμέτρους;

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

2.1 Η έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Όσον αφορά τη λειτουργία μίας εταιρείας, θεμελιώδη ερωτήματα αποτελούν τα εξής: ποια συμφέροντα πρέπει να εξυπηρετεί η εταιρεία; πώς καθορίζονται οι σκοποί και η κατεύθυνση της εταιρείας; Στα ερωτήματα αυτά απαντήσεις δίνει ο τομέας της εταιρικής διακυβέρνησης (corporate governance).

Η Εταιρική Διακυβέρνηση (Corporate governance) είναι ένα σύστημα αρχών επί τη βάσει του οποίου οργανώνεται, λειτουργεί και διοικείται η ανώνυμη εταιρεία, ώστε να διαφυλάσσονται και ικανοποιούνται τα έννομα συμφέροντα όλων όσων συνδέονται με την εταιρεία στα πλαίσια του εταιρικού συμφέροντος. Με άλλα λόγια, είναι το σύστημα του συνόλου των σχέσεων μεταξύ των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, της Διοίκησης, των εργαζομένων, των συνεργατών και των μετόχων μιας επιχείρησης με κύριο σκοπό την εξασφάλιση και αποδοτική διαχείριση των πόρων της εταιρείας και την μεγιστοποίηση της απόδοσης για τον μέτοχο, μέσα από διαφανείς διαδικασίες και πρακτικές. Πρόκειται δηλαδή για ένα συνολικό σύστημα δικαιωμάτων, διαδικασιών και ελέγχου που έχουν καθιερωθεί εσωτερικά και εξωτερικά ως προς τη διοίκηση της εταιρείας, με στόχο την προστασία των συμφερόντων όλων των παραγόντων που αναμειγνύονται στην εμπορική δραστηριότητα. Άρα η εταιρική διακυβέρνηση ασχολείται με τις μεθόδους με τις οποίες οι χρηματοδότες των εταιρειών εξασφαλίζουν ότι θα πάρουν πίσω τα χρήματά τους, προφανώς με κάποια απόδοση⁶⁵.

Κατά καιρούς, διάφοροι ορισμοί έχουν δοθεί στην έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης καθώς δεν μπορεί να θεωρηθεί ως μια μονοδιάστατη έννοια, ο στόχος της ποικίλει αναλόγως του συστήματος που έχει υιοθετηθεί, κι έτσι δεν μπορεί να μελετηθεί κάτω από το πρίσμα ενός μόνο επιστημονικού κλάδου. Μερικοί ορισμοί παρατίθενται παρακάτω.

Ως εταιρική διακυβέρνηση ορίζεται ένα σύνολο από νομικές και θεσμικές διευθετήσεις, που θέτουν τα όρια για το πλαίσιο δράσης και τις επιμέρους ενέργειες των ανοικτών επιχειρήσεων, δίνοντας απαντήσεις σχετικά με το άτομο το οποίο τις ελέγχει, τον τρόπο με τον οποίο ασκείται ο έλεγχος και τον τρόπο με τον οποίο γίνεται η κατανομή των κινδύνων και των αποδόσεων από την επιχειρηματική δραστηριότητα. Έτσι, η εταιρική διακυβέρνηση καλύπτει τους μηχανισμούς που σχηματίζουν τις

⁶⁵ Φλώρου Α., 2006:Εταιρική Διακυβέρνηση και Προστασία Επενδυτών, Πανεπιστήμιο Μακεδονία, Θεσσαλονίκη, σελ 9

πρωτοβουλίες, τα αντικίνητρα και τις απαγορεύσεις, υπό το πρίσμα των οποίων το *management* του εκδότη κινητών αξιών παίρνει αποφάσεις⁶⁶.

Ένας άλλος ορισμός αποτελεί ότι η εταιρική διακυβέρνηση σχετίζεται με τους τρόπους που οι παροχείς χρηματοοικονομικών μέσων εξασφαλίζουν την αποκόμιση οφέλους από την επένδυση τους, δηλαδή τους τρόπους με τους οποίους οι προμηθευτές κεφαλαίων στις επιχειρήσεις εξασφαλίζουν μια επωφελή απόδοση των επενδύσεων τους⁶⁷.

Η εταιρική διακυβέρνηση καλύπτοντας τις δομές, τις διαδικασίες, τις αρχές και τα συστήματα τα οποία προωθούν μια επιτυχημένη διεκπεραίωση των υποθέσεων μιας επιχείρησης. Επομένως, ένας ακόμα ορισμός της θα μπορούσε να είναι το σύστημα βάσει του οποίου πραγματοποιείται η διεύθυνση και ο έλεγχος των εμπορικών εταιρειών.

Τέλος, ως εταιρική διακυβέρνηση θεωρείται το συνολικό σύστημα κάποιων διαδικασιών, δικαιωμάτων και ελέγχων, οι οποίοι έχουν καθιερωθεί ως προς την διοίκηση της επιχείρησης, εσωτερικά αλλά και εξωτερικά, στοχεύοντας στο να προστατεύσουν τα συμφέροντα όλων των αναμειγμένων παραγόντων στην εταιρική δραστηριότητα⁶⁸.

Το ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης προέκυψε κυριώς από την πρακτική ανάγκη να διαχωριστεί η ιδιοκτησία από τον εταιρικό έλεγχο και τη διαχείριση. Το αποτέλεσμα ήταν οι περισσότερες εταιρείες να λειτουργούν μέσα σε μία ιεραρχία ή μια αλυσίδα διακυβέρνησης, δηλαδή να αντιμετωπίζουν και επιβιώνουν ένταντι όλων εκείνων των ομάδων που έχουν το δικαίωμα να επηρεάζουν τους σκοπούς της εταιρείας. Αν και τα επιμέρους τμήματα της αλυσίδας διαφέρουν από τη μία εταιρεία στην άλλη, υπήρξε αυξανόμενη τάση οι εταιρείες να είναι πιο υπεύθυνες με πιο ορατό τρόπο όχι μόνο προς τους μετόχους αλλά και προς άλλες ομάδες εμπλεκόμενων μερών-συμπεριλαμβανομένης και της κοινωνίας στο σύνολο της.

Γενικά, μπορούμε να πούμε ότι η εταιρική διακυβέρνηση ασχολείται με τη θέσπιση οικονομικών και νομικών θεσμών-μηχανισμών σε μια επιχείρηση που εξασφαλίζουν και ορίζουν:

- Τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των μετόχων
- Την επιστροφή κεφαλαίου στους μετόχους
- Την ισορροπία μεταξύ ατομικών και κοινών στόχων

⁶⁶ Μούζουλας Σ., 2003 «Εταιρική διακυβέρνηση (Corporate governance)», Εκδόσεις Σάκκουλα, σελ 22-24

⁶⁷ Μούζουλας Σ., 2003 «Εταιρική διακυβέρνηση (Corporate governance)», Εκδόσεις Σάκκουλα σελ 22-24

⁶⁸ Μούζουλας Σ., 2003, «Εταιρική διακυβέρνηση (Corporate governance)», Εκδόσεις Σάκκουλα σελ 25-27

- Την ισορροπία μεταξύ οικονομικών και κοινωνικών στόχων
- Τη σωστή κατανομή των πόρων της εταιρείας
- Την απόδοση ευθυνών για τη διαχείριση των πόρων της εταιρείας

Περαιτέρω, ο στόχος της εταιρικής διακυβέρνησης δεν είναι μόνο η διασφάλιση της κυριότητας και η εντιμότητα της επιχείρησης, αλλά και η προώθηση της αποτελεσματικότητας και της ανάπτυξης των εργασιών της επιχείρησης, οδηγώντας την προς την κερδοφορία.

Επιγραμματικά οι στόχοι της εταιρικής διακυβέρνησης σύμφωνα με θεωρίες είναι οι εξής επτά:

- *Η πειθαρχία. Η προσδοκώμενη αμοιβή των στελεχών σε σύνδεση με την αξία των μετοχών.*
- *Η διαφάνεια. Η επιχείρηση δημοσιοποιεί της ετήσιες χρηματοοικονομικές της καταστάσεις.*
- *Η ανεξαρτησία. Ο πρόεδρος είναι ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος.*
- *Η λογοδοσία. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και τα μέλη της επιτροπής διοίκησης είναι σημαντικά διαφορετικά.*
- *Η ευθύνη. Υπάρχουν μηχανισμοί επιβολής ποινών σε περίπτωσης κακής διαχείρισης.*
- *Η αμεροληψία. Οι μέθοδοι ψηφοφορίας είναι εύκολα προσβάσιμοι και οι μέτοχοι έχουν το δικαίωμα σύγκλισης Γενικής Συνέλευσης των μετόχων.*
- *Η κοινωνική συνειδητοποίηση. Η επιχείρηση είναι περιβαλλοντικά συνειδητοποιημένη⁶⁹.*

2.2 Βασικές αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης.

Το 1999, ο Οργανισμός Οικονομικής Ανάπτυξης και Συνεργασίας (Ο.Ο.Σ.Α.), με τον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης, δημοσίευσε τις βασικές αρχές οι οποίες πρέπει να διέπουν κάθε ρύθμιση Εταιρικής Διακυβέρνησης. Αυτές οι αρχές είναι η βάση της εταιρικής διακυβέρνησης και το σημείο αναφοράς όλων των χωρών στην προσπάθεια εφαρμογής της παγκοσμίως. Οι αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης έχουν σαν σκοπό να συμβάλλουν στη καλύτερευση του νομοθετικού και του

⁶⁹ Λαζαρίδης Θ. & Δρυμπέτας Ε., 2011, «Εταιρική διακυβέρνηση», Εκδόσεις Σοφία ΑΕ, σελ. 28

ρυθμιστικού πλαισίου των χωρών όσον αφορά την εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης και να παρέχουν κατευθύνσεις προς όλα τα μέρη.

Το 2004, εξαιτίας των έντονων εξελίξεων οι οποίες σημειώθηκαν στον επιχειρηματικό κόσμο, ο Ο.Ο.Σ.Α., δημοσίευσε τις αναθεωρημένες αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης, οι οποίες περιελάμβαναν τα παρακάτω:

- Την προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων και τις βασικές λειτουργίες της ιδιοκτησίας της επιχείρησης.
- Την διασφάλιση της ισότιμης μεταχείρισης των μετόχων.
- Την αναγνώριση των δικαιωμάτων των συμμετεχόντων και την ενθάρρυνση της ενεργής συνεργασίας μεταξύ των επιχειρήσεων και των συμμετεχόντων.
- Την διασφάλιση της έγκαιρης και της ακριβής γνωστοποίησης για όλα τα ουσιαστικά θέματα τα οποία αφορούν την επιχείρηση.
- Την διασφάλιση της στρατηγικής καθοδήγησης της επιχείρησης, τον αποτελεσματικό έλεγχο της διοίκησης από το Διοικητικό Συμβούλιο και την υποχρέωση λογοδοσίας του Συμβουλίου απέναντι στην επιχείρηση και στους μετόχους⁷⁰.

2.3 Βασικές θεωρίες εταιρικής διακυβέρνησης

Στο πέρασμα του χρόνου πολλές ήταν οι επιρροές που και εν τέλει επηρέασαν τη εξέλιξη της εταιρικής διακυβέρνησης. Οι θεωρίες που παρουσιάστηκαν και τροφοδότησαν αυτή την εξέλιξη ήταν αρκετές και ήταν πολύ διαφορετικές μεταξύ τους. Οι βασικές θεωρίες της εταιρικής διακυβέρνησης είναι τέσσερεις και είναι οι εξής:

- Η θεωρία της αντιπροσώπευσης (Agency Theory).
- Η θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών (Stakeholder Theory).

⁷⁰ Παλαιολόγος Α., 2013, «Η Εταιρική Διακυβέρνηση και η εταιρική κοινωνική ευθύνη στις εισηγμένες εταιρείες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών», <http://esdo.teilar.gr/files/proceedings/2013/Palaiologos.pdf>, σελ. 120-121

- Η θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας (Stewardship Theory).
- Η θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης (Managerial Hegemony Theory)⁷¹

Η **θεωρία της αντιπροσώπευσης (Agency Theory⁷²)** είναι η παλαιότερη από όλες και εδραιώθηκε στην σύγχρονη εποχή, από το έργο των Berle και Means, οι οποίοι μελέτησαν τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας από τον έλεγχο και την εποπτεία μιας επιχείρησης.

Οι μέτοχοι εξαιτίας διαφόρων λόγων όπως της έλλειψης γνώσεων και δεξιοτήτων, της ανάγκης για επενδύσεις σε πολλές εταιρείες ταυτόχρονα (διάχυση του κινδύνου), της έλλειψης χρόνου, του υψηλού κόστους διοίκησης και ελέγχου της επιχείρησης κ.α. αναθέτουν τα περί της διοίκησης της εταιρείας σε επαγγελματίες – αντιπροσώπους.

Αυτοί οι αντιπρόσωποι αναλαμβάνουν την εξουσία όσον αφορά τα στοιχεία του ενεργητικού και του ανθρώπινου δυναμικού της επιχείρησης, όπως επίσης και την ευθύνη της διοίκησης τους. Έτσι, ανάμεσα στον μέτοχο και στην εταιρεία παρεμβάλλεται ένα παρένθετο πρόσωπο, στο οποίο κρίνεται απαραίτητο να γίνει έλεγχος, όσον αφορά την αποτελεσματικότητα και την αποδοτικότητα της ασκούμενης από αυτό διοίκησης.

Οι τέσσερις πρώτες κύριες παραδεχτές υποθέσεις από την θεωρία της αντιπροσώπευσης αφορούν τα πρόσωπα (ιδιοκτήτες ή οι εντολείς και οι αντιπρόσωποι) και οι υπόλοιπες τρεις την οργάνωση και είναι οι εξής:

- Η τυπική – νομική δέσμευση, καθώς οι περισσότεροι μηχανισμοί – συμβόλαια που χρησιμοποιούν είναι δεσμευτικοί και καθορισμένοι ρητώς.
- Η ιδιοτέλεια. Το κύριο κίνητρο για την συμπεριφορά τους είναι οικονομικού περιεχομένου και επομένως, η λογική της συμπεριφοράς τους είναι μονοδιάστατη, οικονομικά ορθολογική και προβλέψιμη.
- Η υιοθέτηση καιροσκοπικής συμπεριφοράς. Αυτό σημαίνει ότι πιθανόν η συμπεριφορά τους να μεταβάλλεται ανάλογα με τις συνθήκες του περιβάλλοντος και με γνώμονα το δικό τους συμφέρον και όχι με αυτά που έχουν κληθεί να προασπίσουν.
- Η αποστροφή από τον κίνδυνο. Αξιολογούν τις δυνητικές τους πράξεις με την σχέση του κινδύνου με το όφελος που αυτές υπονοούν.

⁷¹ Λαζαρίδης Θ. & Δρυμπέτας Ε., 2011, «Εταιρική διακυβέρνηση» Εκδόσεις Σοφία ΑΕ σελ. 50

⁷² Λαζαρίδης Θ. & Δρυμπέτας Ε., 2011, «Εταιρική διακυβέρνηση» Εκδόσεις Σοφία ΑΕ σελ. 50-51

- Η πιθανή ασυμβατότητα των στόχων των ιδιοκτητών με τους στόχους των αντιπροσώπων.
- Το κριτήριο της αποτελεσματικότητας. Η ισορροπία ανάμεσα στα ενδιαφερόμενα μέρη προκύπτει από την απόδοση των δρώντων προσώπων (στελεχών ή κύριων μετόχων) και η μέτρηση της γίνεται είτε με ποσοτικά κριτήρια είτε με ποιοτικά.
- Η ασύμμετρη πληροφόρηση ανάμεσα στους ιδιοκτήτες – μετόχους και τους αντιπροσώπους.

Η ανάγκη διαμόρφωσης της **θεωρίας των ενδιαφερόμενων μερών (Stakeholder Theory)** ⁷³ προήλθε από την αναγνώριση της σημαντικότητας των επιρροών, της δύναμης και της αλληλεξάρτησης μιας επιχείρησης από το εσωτερικό και εξωτερικό της περιβάλλον. Αν μία επιχείρηση αγνοήσει αυτές τις αλληλεξαρτήσεις, είναι πολύ πιθανόν να εμφανιστούν αδυναμίες και απειλές.

Ο όρος ενδιαφερόμενο μέρος πρωτοεμφανίστηκε το 1963 σε ένα εσωτερικό υπόμνημα του Stanford Research Institute και ορίστηκε αρχικά ως τις ομάδες, δίχως την υποστήριξη των οποίων, μια επιχείρηση θα έπαυε να υπάρχει. Αργότερα, ο δεύτερος ορισμός περιέχει το σύνολο αυτών που επηρεάζουν ή επηρεάζονται από τα επιτεύγματα αλλά και τους στόχους μιας επιχείρησης.

Με την διεύρυνση του ορισμού των ενδιαφερόμενων μερών, περιπλέκεται η ανάλυση και εμφανίζονται προβλήματα κατά τον σχεδιασμό του συστήματος της εταιρικής διακυβέρνησης και της στρατηγικής του εφαρμογής.

Οι Franks και Mayer προσδιόρισαν τα εσωτερικά και τα εξωτερικά ενδιαφερόμενα μέρη, δίνοντας απάντηση στο ζήτημα για το ποια ενδιαφερόμενα μέρη έχουν δικαίωμα απαίτησης της συμμετοχής τους στην διοίκηση ή της επίδρασης στην διαμόρφωση των στρατηγικών στόχων της επιχείρησης. Ανάλογα με την επίδραση που έχουν τα ενδιαφερόμενα μέρη, οι Franks και Mayer ταξινόμησαν αντίστοιχα τα συστήματα της εταιρικής διακυβέρνησης. Συνήθως, τα εξωτερικά συστήματα ταυτίζονται με το αγγλοσαξωνικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης και τα εσωτερικά συστήματα με το ηπειρωτικό ευρωπαϊκό σύστημα.

Η **θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας (Stewardship Theory)** διαφέρει σημαντικά με την θεωρία της αντιπροσώπευσης (Agency Theory), κυρίως στο γεγονός ότι αναγνωρίζει άλλα κίνητρα για τις ενέργειες των στελεχών, πλην της οικονομικής ιδιοτέλειας. Αφήνει να εννοηθεί ότι δεν υφίσταται σύγκρουση των συμφερόντων των στελεχών – αντιπροσώπων και των ιδιοκτητών – εντολέων και ότι

⁷³ Λαζαρίδης Θ. & Δρυμπέτας Ε., 2011, «Εταιρική διακυβέρνηση», Εκδόσεις Σοφία ΑΕ, σελ. 69-70

για να υπάρξει μια επιτυχημένη οργάνωση απαιτείται μια δομή όπου ο συντονισμός έχει την δυνατότητα να γίνει με αποδοτικότερο τρόπο⁷⁴.

Η θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης (**Managerial Hegemony Theory**⁷⁵) υποστηρίζει ότι οι οργανωσιακές δομές, οι δομές μεταβίβασης της εξουσίας, του ελέγχου και της εποπτείας έχουν ουσιαστικά ατονήσει ή έχουν μειωμένη αποδοτικότητα και οδηγεί στην κατίσχυση και ηγεμονία των στελεχών.

Η έλλειψη κινήτρου για την ανάληψη καθηκόντων από τους μετόχους οδηγεί στην αποδυνάμωση της στρατηγικής συμμετοχής τους και στην υιοθέτηση της στρατηγικής της πίστης ή της εξόδου από την εταιρεία.

2.3 Συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης.

Το εκάστοτε εφαρμοζόμενο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης εξειδικεύει τη διάρθρωση των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων μεταξύ των διαφορετικών συμμετεχόντων σε μια εταιρεία όπως το διοικητικό συμβούλιο, τα ανώτατα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη, οι μέτοχοι και οι άλλοι ενδιαφερόμενοι μέσα ή έξω από την εταιρεία (stakeholders).

Βασικός άξονας στα συστήματα διακυβέρνησης αποτελούν το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης και δευτερευόντως το πρόβλημα προστασίας των μειοψηφούντων μετόχων. Η διαφορά των ποιοτικών και των ποσοτικών χαρακτηριστικών της ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης είναι η κύρια αιτία που αυτά τα προβλήματα υφίστανται και το κάθε σύστημα δίνει διαφορετική βαρύτητα σε καθένα από αυτά.

Α. Αγγλοσαξονικό σύστημα (Εσωτερικό Σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης)⁷⁶

Το κυριότερο χαρακτηριστικό του εξωτερικού συστήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η ύπαρξη μεγάλων και υψηλής ρευστότητας κεφαλαιαγορών. Όπως ήδη έχει αναφερθεί, παρουσιάζεται μεγάλη διασπορά στα μετοχικά κεφάλαια των επιχειρήσεων. Επιπλέον, οι μέτοχοι εξασκώντας το δικαίωμα ψήφου τους, εκλέγουν το Διοικητικό Συμβούλιο της επιχείρησης και αποφασίζουν για σημαντικά θέματα που την αφορούν. Όμως στην πραγματικότητα, είναι πολύ δύσκολο για τους

⁷⁴ Λαζαρίδης Θ. & Δρυμπέτας Ε., 2011, «Εταιρική διακυβέρνηση» Εκδόσεις Σοφία ΑΕ, σελ. 79-80

⁷⁵ Λαζαρίδης Θ. & Δρυμπέτας Ε., 2011, «Εταιρική διακυβέρνηση» Εκδόσεις Σοφία ΑΕ σελ. 82

⁷⁶ Λ. Σπανού, Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης και Σύγχρονη Επιχείρηση, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Οικονομικά Θέματα, σελ 59, https://www.hba.gr/5Ekdosis/UplPDFs/deltia/4_2001/07%20L%20spanou.pdf

μετόχους να παρακολουθούν και να ελέγχουν τη διοίκηση. Εξαιτίας της μεγάλης διασποράς κεφαλαίου προκύπτει το πρόβλημα του «λαθρεπιβάτη» (free rider problem). Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, κανένας μέτοχος δεν αναλαμβάνει τη διαδικασία της συστηματικής παρακολούθησης και του ελέγχου της διοίκησης, λόγω του κόστους, το οποίο αναλαμβάνει μόνος του και ξεπερνά το προσδοκώμενο όφελος, το οποίο μοιράζεται σε όλους τους μετόχους, ανάλογα με την συμμετοχή τους στην επιχείρηση. Έτσι, ο κύριος μηχανισμός πειθαρχίας της εκτελεστικής διοίκησης είναι η κεφαλαιαγορά. Όταν η επιχείρηση για παράδειγμα, δεν είναι αποτελεσματική σε σχέση με τα συμφέροντα των μετόχων της, εκείνοι επιλέγουν τη μαζική αποχώρηση από τη μετοχή της εταιρίας, με αποτέλεσμα την πτώση της τιμής της. Με αυτό τον τρόπο τονίζουν στη διοίκηση ότι είναι απαραίτητο να δίνεται μεγαλύτερη σημασία και προσοχή στην ικανοποίηση των συμφερόντων τους. Ταυτόχρονα, οι επιχειρήσεις απειλούνται από τον κίνδυνο των εξαγορών. Η μεγάλη διασπορά των κεφαλαίων, εκτός από τον μη αποτελεσματικό έλεγχο της εκτελεστικής διοίκησης, οδηγεί και στη δημιουργία βραχυπρόθεσμων συμπεριφορών, τόσο των μετόχων, όσο και των ανθρώπων της διοίκησης. Οι θεσμικοί επενδυτές, λόγω του ισχυρού ανταγωνισμού, αναζητούν επενδύσεις σε εταιρίες με στόχο την άμεση απόδοση των κεφαλαίων τους και δεν ενδιαφέρονται πλέον για επενδύσεις με μακροχρόνιες ωφέλειες. Αυτό όμως, όπως υποστηρίζουν αρκετοί, δημιουργεί αστάθεια στις επιχειρήσεις και πίεση στους διοικούντες για τη χρήση στρατηγικών που οδηγούν σε βραχυπρόθεσμα κεφαλαιακά κέρδη⁷⁷.

B. Ευρωπαϊκό - Ηπειρώτικο Σύστημα (Εσωτερικό Σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης)

Βασικά χαρακτηριστικά του εσωτερικού συστήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η υψηλή συγκέντρωση της μετοχικής ιδιοκτησίας, οι επενδυτές με μακροπρόθεσμες βλέψεις για τις αποδόσεις των κεφαλαίων τους, οι διασταυρούμενες σχέσεις μεταξύ των επιχειρήσεων και οι σχετικά μικρές κεφαλαιαγορές που διακρίνονται από χαμηλή ρευστότητα. Σε αυτό το σύστημα, ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών είναι πολύ περιορισμένος, σε σχέση με αυτόν που έχουν στο εξωτερικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης. Οι μέτοχοι σε αυτήν την περίπτωση, μπορούν να προβούν στη διαδικασία ελέγχου με μικρό σχετικά κόστος. Οι μεγαλομέτοχοι έχουν την δύναμη αλλά και τη θέληση να παρακολουθούν τη διοίκηση και να ελέγχουν τις αποφάσεις που παίρνει. Άρα, στην προκειμένη περίπτωση, το πρόβλημα του εντολέα- εντολοδόχου, σχετίζεται με τη σύγκρουση των «ισχυρών» μετόχων με τους «αδύναμους», που αποτελούν τη μειοψηφία (minority shareholders)⁷⁸.

⁷⁷ BRANCATO, C. K. (1997). Institutional Investors and Corporate Governance: Best Practices for Increasing Corporate Value. Chicago, IL: Irwin Professional Publishing.,

GOERGEN, M. and RENNEBOOG, L. (1998). Strong Managers and Passive Institutional Investors in the UK. Published in: Barca, F. and Becht, M. (eds.). Ownership and Control: A European Perspective.

⁷⁸ Λ. Σπανού, Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης και Σύγχρονη Επιχείρηση, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Οικονομικά Θέματα, σελ 60, https://www.hba.gr/5Ekdosis/UplPDFs/deltia/4_2001/07%20L%20spanou.pdf

Βασική διαφορά μεταξύ των δύο συστημάτων, υπάρχει και στο κόστος κεφαλαίου. Έχει παρατηρηθεί ότι η κεφαλαιοποίηση των χρηματιστηρίων, ως ποσοστό του ΑΕΠ, στις χώρες που στηρίζονται στο εξωτερικό σύστημα διακυβέρνησης, είναι υψηλότερη σε σχέση με αυτές που στηρίζονται στο εσωτερικό σύστημα. Οι «ισχυροί» μέτοχοι, πέραν της τροφοδότησης με πιστωτικά κεφάλαια (στην περίπτωση των τραπεζών) επικοινωνούν άμεσα μεταξύ τους και αποφασίζουν συνολικά για την παρακολούθηση και τον έλεγχο της διοίκησης. Οι σχέσεις τους δε, χαρακτηρίζονται από τη συναίνεση και όχι από τη σύγκρουση. Οι επιθετικές εξαγορές στο εσωτερικό σύστημα διακυβέρνησης είναι λίγες. Το μεγαλύτερο μέρος των μετοχών ανήκουν στους ίδιους τους ιδρυτές των επιχειρήσεων ή σε τράπεζες και άλλα μη χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Αυτό οδηγεί σε ανάπτυξη μακροχρόνιων δεσμών με την επιχείρηση. Έτσι οι μέτοχοι δεν είναι υπέρ των εξαγορών. Η ύπαρξη μακροχρόνιων δεσμών βοηθά στην ανάπτυξη μιας σχέσης εμπιστοσύνης, μεταξύ του management και των μετόχων. Στην περίπτωση που οι μετοχές ανήκουν σε τράπεζες, λόγω της πρόσβασης που έχουν αυτές ως μέτοχοι σε εσωτερικές πληροφορίες της επιχείρησης, μειώνουν το premium κινδύνου, με το οποίο χρεώνουν συνήθως τις επιχειρήσεις, άρα μειώνουν και το συνολικό κόστος της πιστωτικής χρηματοδότησης που τους παρέχουν. Με αυτό τον τρόπο, ευνοούνται τα επενδυτικά σχέδια με μακροχρόνιο ορίζοντα⁷⁹.

Γ. Ιαπωνικό Σύστημα

Το ιαπωνικό μοντέλο παρουσιάζει αρκετές ιδιομορφίες που το κάνουν να διαφέρει σημαντικά από τα υπόλοιπα πρότυπα συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης και έχει αποδειχθεί εξαιρετικά επιτυχημένο. Το σύστημα αυτό παρουσιάζει λιγότερες παθογένειες και έχει επιτύχει την εταιρική ανάπτυξη τόσο όσον αφορά την αξία των επιχειρήσεων, όσο και την ανάπτυξη ενός βιώσιμου, ευέλικτου και αυτό-αναπαραγόμενο συστήματος.

Τα τελευταία χρόνια, το Ιαπωνικό μοντέλο εμφανίζει αστάθεια που αποτελεί έναν από τους σημαντικούς λόγους που οδήγησε σε μία μακροχρόνια ύφεση την τοπική οικονομία. Βασική αιτία της αστάθειας είναι το γεγονός ότι το σύστημα δόμησης των σχέσεων μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών έχει τροποποιηθεί και το βάρος του μηχανισμού διακυβέρνησης έχει μεταφερθεί από την εμπιστοσύνη και τα άτυπα – μη ρητά συμβόλαια στα θεσμικά – νομικά κατοχυρωμένα συμβόλαια (explicit contracts). Τα άτυπα – μη ρητά συμβόλαια θεωρούνται ότι μπορεί να είναι παράγοντας αστάθειας και μεταβλητότητας στο εσωτερικό περιβάλλον της εταιρείας. Στην ιαπωνική όμως περίπτωση, ήταν το αντίθετο και θεωρήθηκαν το όχημα για την έγχυση στην εταιρεία των βασικών ηθικών, κοινωνικών

⁷⁹ Ξανθακης Μ., Τσιπούρη Α., Σπανός Α., 2003, «Εταιρική Διακυβέρνηση Έννοια & Μέθοδοι Αξιολόγησης», Εκδ. Παπαζήσης

και πολιτισμικών χαρακτηριστικών που διαμόρφωσαν την εικόνα και τη δυναμική των Ιαπωνικών εταιρειών. Το σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης τους βασίζεται κυρίως στην εμπιστοσύνη και στις διαπροσωπικές σχέσεις. Οι τράπεζες, ως το κέντρο ενός μεγάλου δικτύου από συνδεδεμένες εταιρείες, κρατούν ένα αρκετά μεγάλο κομμάτι των μετοχών και χρηματοδοτούν τους υποστηρικτές όταν αυτό απαιτείται. Η χρηματοδότηση δεν βασίζεται στην αντίληψη της δημιουργίας βραχυχρόνιων κερδών. Αντίθετα οι τράπεζες χρηματοδοτούν τις εταιρείες, για να δημιουργήσουν μακροχρόνιες σχέσεις και παίζουν ενεργό ρόλο, ως μεγάλοι συνέταιροι στη λειτουργία της επιχείρησης. Σε αντίθεση με άλλες χώρες, όπου οι τράπεζες ανακαλούν τα δανεισθέντα ποσά, όταν αισθάνονται ότι η εταιρεία θα χρεοκοπήσει, οι Ιαπωνικές τράπεζες υποστηρίζουν τον εταιρικό πελάτη τροφοδοτώντας περισσότερο κεφάλαιο σε κρίσιμες στιγμές⁸⁰.

Οι τράπεζες στις άλλες χώρες υιοθετούν συχνά μια απρόσωπη και καθαρά ποσοτική λογική, με συχνά βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα σχέσεων με τους πελάτες της. Υπό αυτό το πρίσμα βλέπουν τις εταιρίες – πελάτες τους ως αναλώσιμες μηχανές παραγωγής κερδών και θεωρούν ότι τα κεφάλαια τους μπορούν εύκολα να βρουν άλλες πηγές παραγωγής κερδών, ιδιαίτερα αφού το κόστος εξόδου από αυτές είναι ιδιαίτερα μικρό. Οι Ιαπωνικές τράπεζες επιλέγουν τις άλλες δυο επιλογές που περιγράφει ο Hirschman, την πίστη και την συμμετοχή στη διοίκηση αντί για την επιλογή της εξόδου που επιλέγουν οι τράπεζες στις άλλες χώρες. Δεν είναι μόνο υποστηρικτές αλλά και συμμετέχουν ώστε να μην προκύψει κίνδυνος από τη λειτουργία της επιχείρησης. Η αντίληψη αυτή προκύπτει από το γεγονός ότι βλέπουν τις παραγωγικές επιχειρήσεις ως το μοναδικό και αξιόπιστο τρόπο παραγωγής κερδών για αυτές μακροχρόνια και γι' αυτό τις ενισχύουν.

Αυτή είναι και η βασικότερη διαφορά μεταξύ του μοντέλου της Ιαπωνίας με σχέση με τα υπόλοιπα. Ένα κοινό στοιχείο με το Ηπειρωτικό Ευρωπαϊκό μοντέλο είναι ότι η οικογένεια αποτελεί ένα σημαντικό στοιχείο Εταιρικής Διακυβέρνησης. Η διαφορά είναι ότι η οικογένεια στην Ιαπωνία έχει περισσότερο την έννοια της «φατριάς». Η «οικογένεια» διατηρεί δηλαδή συμμετοχές σε πολλές εταιρείες. Ο συνδετικός κρίκος μεταξύ των εταιριών η τράπεζα που ανήκει και αυτή στην «οικογένεια». Οι κεφαλαιαγορές παρόλο που είναι και αυτές ανεπτυγμένες, δεν έχουν τον ίδιο ρόλο και δεν ρυθμίζουν το εσωτερικό περιβάλλον των εταιρειών, όπως γίνεται στις Αγγλοσαξονικές χώρες. Στόχος είναι η δημιουργία κερδών όχι στο επίπεδο της μεμονωμένης εταιρίας αλλά του συνόλου – ομίλου. Οι δεσμοί μεταξύ των μελών της «οικογένειας» ήταν πολύ ισχυροί και η ισχυρή αυτή σύνδεση μεταφερόταν και στη σύνδεση μεταξύ των εταιρειών.

⁸⁰ Praveen Bhasa, M. (2004), "Global corporate governance: debates and challenges", Corporate Governance

Το Ιαπωνικό μοντέλο εισήλθε στη φάση της ύφεσης, όταν οι σχέσεις μεταξύ των μελών της «οικογένειας» χαλάρωσαν ή όταν υπήρξε πρόβλημα διαδοχής και η χρήση επαγγελματικών στελεχών κρίθηκε αναγκαία. Η κρίση μεταφέρθηκε στον κεντρικό κόμβο του Keiretsu, δηλαδή στις τράπεζες και μεταβλήθηκε από οργανωτική – διοικητική σε χρηματοοικονομική. Το Ιαπωνικό μοντέλο είναι συνεπώς σε μία φάση αναδιαμόρφωσης και προσαρμογής στα νέα δεδομένα⁸¹.

2.4 Η εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα. Το νομοθετικό πλαίσιο.

Η Ελλάδα, όσον αφορά τον τομέα της εταιρικής διακυβέρνησης, ακολουθεί μια πρωτότυπη προσέγγιση, καθώς συνδυάζει όλες τις τεχνικές θέσπισης των κανόνων της εταιρικής διακυβέρνησης, δίχως όμως να έχει καταφέρει, με τους κανόνες που ισχύουν ως σήμερα, να επιδείξει ένα σύστημα διακυβέρνησης το οποίο θα χαρακτηρίζεται από συνέπεια και συνοχή.

Πιο συγκεκριμένα, ορισμένα από τα μέτρα της εταιρικής διακυβέρνησης, υπάρχουν στον Νόμο 2190/1920 εδώ και δεκαετίες, όπως ειδικά ζητήματα προστασίας της μειοψηφίας κ.α. Η θέσπιση κάποιων άλλων μέτρων, κυρίως όσον αφορά την διαφάνεια του τρόπου λειτουργίας και συμπεριφοράς των βασικών μετόχων μιας επιχείρησης, πραγματοποιήθηκε με νομοθετικά ή κανονιστικά κείμενα, η πλειοψηφία των οποίων βασίζονταν σε αντίστοιχες ρυθμίσεις που ήδη ίσχυαν σε άλλα κράτη – μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Το 1998, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, διενέργησε μια μελέτη σε σχέση με την εταιρική διακυβέρνηση, έχοντας κύριο στόχο την προαγωγή της συζήτησης για το θέμα, με την προοπτική της μελλοντικής καθιέρωσης ενός συστήματος επιτυχημένης εταιρικής διακυβέρνησης. Έπειτα, ακολούθησε η μελέτη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία εκτόνησε αρχές διακυβέρνησης των εισηγμένων εταιρειών, δίχως δεσμευτικό χαρακτήρα αλλά με μορφή συστάσεων προς αυτές τις εταιρείες.

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών προχώρησε στην θέσπιση ποιοτικών κριτηρίων των εισηγμένων εταιρειών, έχοντας ως γνώμονα και τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης που θα εφαρμόζαν αυτές οι εταιρείες, έτσι ώστε σύμφωνα με τον βαθμό υιοθέτησης αυτών των κριτηρίων, να εμφάνιζε αυτές τις εταιρείες ως υποδειγματικές από σκοπιά καλής οργάνωσης.⁸²

⁸¹ Αθανασάκης Σ., Κορναράκης Μ., Κωνσταντινίδης Γ. 2015, «Εταιρική Διακυβέρνηση», σελ 21-23

⁸² Μούζουλας Σ., 2003, , «Ν. 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση», Εκδόσεις Σάκκουλα, σελ. 2-4

Αργότερα το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, σε συνεργασία με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, με την σύσταση μιας επιτροπής νομοπαρασκευαστικού περιεχομένου, παρουσίασε νομοθετικό κείμενο για την εταιρική διακυβέρνηση, με αποδέκτες τις εισηγμένες εταιρείες, το οποίο θα καθιέρωνε πρόσθετες υποχρεώσεις.

Σε αρχικό στάδιο υπήρξαν έντονες αντιδράσεις, όμως αργότερα η Ένωση Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρειών, υπό την αιγίδα του Συνδέσμου Ελληνικών Βιομηχανιών, εξέδωσε τον κώδικα αρχών εταιρικής διακυβέρνησης, ο οποίος προτάθηκε στα μέλη της προς εφαρμογή. Η υιοθέτηση αυτού του κώδικα, ο οποίος δεν προέβλεπε ουσιαστικές αλλαγές στον τρόπο λειτουργίας του οργάνου διοίκησης των εισηγμένων εταιρειών, δεν ήταν ικανοποιητική.

Το 2002 ψηφίστηκε ο Νόμος 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση με τον οποίο έγινε η εισαγωγή μέτρων οργάνωσης, κατά κύριο λόγο της διοίκησης της εταιρείας, με την νομοθετική οδό, δίχως όμως αυτός ο νόμος να φέρει τροποποιήσεις στην σχετική γενική νομοθεσία περί ανωνύμων εταιρειών.

Με το Νόμο 3016/2002 πραγματοποιήθηκε η προσαρμογή της νομοθεσίας που διέπει τη διοίκηση και τη λειτουργία των ανωνύμων εταιρειών στα ξεχωριστά δεδομένα που προκύπτουν από την εισαγωγή των μετοχών τους σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές. Υπογραμμίζεται ότι ο Νόμος 3016/2002 τροποποίησε το Νόμο 2190/1920 «περί Ανωνύμων Εταιρειών» μόνο ως προς τα ειδικά θέματα που ρυθμίζονται από αυτόν και αποκλειστικά όσον αφορά στις εισηγμένες εταιρείες.

Όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται στην εισηγητική έκθεση του ανωτέρω νόμου, *το συνταγματικά κατοχυρωμένο δικαίωμα της ιδιοκτησίας επί μετοχών αποδίδει στους μετόχους τρεις εξουσίες: της διοίκησης, της απόληψης μερισμάτων και της συμμετοχής στο προϊόν της εκκαθάρισης. Στην περίπτωση των εισηγμένων εταιρειών όμως το θεμελιώδες δικαίωμα της διοίκησης καθίσταται ανενεργό εξαιτίας του μεγάλου πλήθους των μετόχων τη στιγμή μάλιστα που σε αυτούς ακριβώς αποβλέπει η εταιρεία για τη χρηματοδότησή της μέσω της κεφαλαιαγοράς.*⁸³

Ο νομοθέτης στην προσπάθειά του να αποκαταστήσει αυτήν την αποδυνάμωση του δικαιώματος των μετόχων των εισηγμένων εταιρειών δίνει έμφαση στην ανάγκη προστασίας του μερίσματος και της αξίας της μετοχής, προκειμένου να επαναφέρει την απαιτούμενη ισορροπία που επιβάλλει η ανωτέρω συνταγματική επιταγή περί προστασίας της ιδιοκτησίας επί μετοχών. Απόρροια της αναγκαιότητας αυτής είναι η διάταξη του άρθρου 2 παρ. 1, που προτάσσει ως υποχρέωση και καθήκον

⁸³ Εισηγητική Έκθεση στο σχέδιο νομου «Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματαμισθολογίου και άλλες διατάξεις», άρθρο 2 παρ.2.

των μελών του διοικητικού συμβουλίου κάθε εισηγμένης εταιρείας τη διαρκή επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρείας.

Είναι αξιοσημείωτο ότι ο ανωτέρω νόμος αφ' ενός αναφέρεται μόνο στις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες και αφ' ετέρου περιορίζεται από τη μια πλευρά στη ρύθμιση ζητημάτων που αφορούν στην οργάνωση και τη λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου και από την άλλη στην οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου της εταιρείας. Με άλλα λόγια δεν καλύπτεται πλήθος ζητημάτων που σχετίζεται με τη λειτουργία της εταιρείας, τις σχέσεις των μετόχων με την εταιρεία κ.λπ.

Πιο συγκεκριμένα, ο Ν3016/2002 εισάγει στα άρθρα 2 έως 5 ρυθμίσεις για τα καθήκοντα του Διοικητικού Συμβουλίου, το διορισμό εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών και τα καθήκοντά τους και στα άρθρα 6 έως 8 τις υποχρεώσεις των εισηγμένων εταιρειών για τον εσωτερικό κανονισμό λειτουργίας και τον εσωτερικό τους έλεγχο.

Το άρθρο 2 συγκεκριμενοποιεί τα ιδιαίτερα καθήκοντα της διοίκησης της ανώνυμης εταιρείας που έχει εισάγει τις μετοχές της σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Οι διοικήσεις αυτών των εταιρειών οφείλουν να αποβλέπουν στους μετόχους - επενδυτές ως ένα ευνοϊκό και συμφέροντα τρόπο χρηματοδότησης για την εταιρεία, σε αντιδιαστολή με την παραδοσιακή αλλά και επαχθέστερη μέθοδο του τραπεζικού δανεισμού.

Για το λόγο αυτό καθήκον της διοίκησης των εισηγμένων εταιρειών είναι εκτός από την ενίσχυση της οικονομικής αξίας της εταιρείας, να λαμβάνεται αντίστοιχη μέριμνα για την πορεία της τιμής της μετοχής της. Υπό το πρίσμα αυτό μια ελαφρά απόκλιση από τα προβλεπόμενα στο Νόμο 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών» κρίνεται ως εύλογη όσον αφορά στις εισηγμένες εταιρείες.

Όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται στην εισηγητική έκθεση του Ν3016/2002, «Τίθεται ως θεμελιώδης αρχή η υποχρέωση των μελών του Δ.Σ. να επιδιώκουν την ενίσχυση της αποδοτικότητας της εταιρείας αλλά και των μετοχών της. Η υποχρέωση είναι σωρευτικά διπλή. Τα μέλη του Δ.Σ. δεν πρέπει να επιδιώκουν μόνο την άνοδο της εσωτερικής αξίας της μετοχής αγνοώντας τη χρηματιστηριακή, καθώς αυτό μπορεί να αποβεί σε βάρος των εταιρειών που επιδιώκουν χρηματοδότηση μέσω της αγοράς».⁸⁴

Η ανάγκη για την ορθή εφαρμογή της ανωτέρω διάταξης ενδέχεται να δημιουργήσει ερμηνευτικά προβλήματα, καθώς τα όρια ανάμεσα στη μέριμνα για την ενίσχυση της χρηματιστηριακής τιμής και τη χειραγώγηση ενίοτε τυγχάνουν δυσδιάκριτα. Η διοίκηση μιας εισηγμένης εταιρείας είναι πιθανό

⁸⁴ Εισηγητική Έκθεση στο σχέδιο νόμου «Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις», Άρθρο 2, παρ.2.

κατά την εφαρμογή της εν λόγω διάταξης να παρασυρθεί επί παραδείγματι στην επιλεκτική παροχή πληροφοριών ακόμη και ενώπιον της γενικής συνέλευσης, προκειμένου να διαφυλάξει την τιμή της μετοχής της εταιρείας.

Περαιτέρω, το άρθρο 2 προβλέπει ότι «πρώτιστη υποχρέωση και καθήκον των μελών του διοικητικού συμβουλίου κάθε εισηγμένης σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά εταιρείας είναι η διαρκής επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρείας και η προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος».

Η ανωτέρω διάταξη καθιστά την υποχρέωση προστασίας της εταιρικής συμμετοχής ως την ειδοποιό διαφορά των υποχρεώσεων του διοικητικού συμβουλίου των εισηγμένων εταιρειών. Μόνο που ο ακριβής προσδιορισμός του εταιρικού συμφέροντος και κατ' επέκταση των υποχρεώσεων των μελών του διοικητικού συμβουλίου των εισηγμένων εταιρειών, δεν έχει επιτευχθεί από τη θεωρία, με αποτέλεσμα να προκύπτουν εύλογα ερμηνευτικά προβλήματα.

Οι λοιπές ρυθμίσεις του άρθρου 2 που αναφέρονται στα μέλη του Δ.Σ. και αφορούν αφ' ενός στην απαγόρευση επιδίωξης ιδίων συμφερόντων που αντιβαίνουν στα συμφέροντα της εταιρείας και αφ' ετέρου στην υποχρέωση ενημέρωσης προς τα υπόλοιπα μέλη του Δ.Σ. των ιδίων συμφερόντων που ενδέχεται να ανακύψουν από συναλλαγές της εταιρείας, θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι εντάσσονται ήδη στην υποχρέωση πίστης που προβλέπεται στο Ν2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών».⁸⁵

Το άρθρο 3 εισάγει τη διάκριση των μελών του διοικητικού συμβουλίου σε εκτελεστικά, μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα – μη εκτελεστικά. Η διάκριση αυτή είναι διεθνώς αναγνωρισμένη και συνιστά κεντρική αρχή της εταιρικής διακυβέρνησης. Ο ενιαίος χαρακτήρας του διοικητικού συμβουλίου ως συλλογικού οργάνου δεν αναιρείται σε καμία περίπτωση, απλά επιχειρείται θεσμικά ένας εύλογος διαχωρισμός, ο οποίος μάλιστα ήδη είχε εφαρμοσθεί στην πράξη από πολλές εταιρείες.

Τα εκτελεστικά μέλη είναι επιφορτισμένα με τα καθημερινά ζητήματα διοίκησης της εταιρείας, ενώ τα μη εκτελεστικά μέλη με την προαγωγή όλων των εταιρικών ζητημάτων. Ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου δεν πρέπει να είναι κατώτερος από το 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών του. Περαιτέρω, στο άρθρο 4 εισάγεται ο θεσμός των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου, τα οποία πρέπει να είναι τουλάχιστον δύο και συγκαταλέγονται στα μη εκτελεστικά. Το πνεύμα του νομοθέτη στην περίπτωση των ανεξάρτητων μελών είναι η εξασφάλιση αντικειμενικότερων απόψεων στο διοικητικό συμβούλιο, οι οποίες προτάσσουν το

⁸⁵ Δ.Αυγητιδής, (2013), Η εισηγμένη ανώνυμη εταιρεία, Έκδοση β, Νομική Βιβλιοθήκη. σελ. 228.

εταιρικό συμφέρον χωρίς να επηρεάζονται με οποιονδήποτε τρόπο από οικονομικά, προσωπικά ή επαγγελματικά κίνητρα.

Η ανεξαρτησία αυτή επιτυγχάνεται με τη ρητή πρόβλεψη ότι δεν πρέπει τα εν λόγω μέλη να είναι μέτοχοι της εταιρείας και να έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή με συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα. Η ανάγκη ύπαρξης των ανεξάρτητων μελών για τις εταιρείες με ευρεία μετοχική βάση είναι προφανής και δικαιολογημένη, ενόψει της σύγκρουσης συμφερόντων που ενδεχομένως θα αντιμετώπιζαν μέλη του Δ.Σ. χωρίς τα ανωτέρω εχέγγυα ουδετερότητας και ανεξαρτησίας.

Η δυνατότητα εξάλλου που παρέχεται στα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου να υποβάλλουν ξεχωριστές αναφορές και εκθέσεις στη γενική συνέλευση υπογραμμίζει τον ανεξάρτητο χαρακτήρα της συμμετοχής τους και ενισχύει ουσιαστικά την εμπιστοσύνη των μετόχων απέναντι στο θεσμό του διοικητικού συμβουλίου.

Στο άρθρο 6 αποκτά ισχύ νόμου λαμβάνοντας τη θεσμική θέση που του αρμόζει το ελάχιστο περιεχόμενο, το οποίο θα πρέπει να έχει ο εσωτερικός κανονισμός λειτουργίας της εταιρείας. Το ελάχιστο αυτό περιεχόμενο μπορεί να εξειδικεύεται με βάση κανονιστικές αποφάσεις των αρμόδιων εποπτικών αρχών χωρίς βέβαια να θίγεται ο πυρήνας του, όπως ορίζεται από το εν λόγω άρθρο.

Σκοπός του εσωτερικού κανονισμού είναι η αυτοδέσμευση της εταιρείας να ακολουθεί διαδικασίες που θα έχει διαμορφώσει εκούσια σχετικά με τη διάρθρωση των υπηρεσιών της, τον προσδιορισμό των αρμοδιοτήτων των μελών του Δ.Σ., τις διαδικασίες πρόσληψης διευθυντικών στελεχών, τις διαδικασίες παρακολούθησης των συναλλαγών των μελών του Δ.Σ. κ.λπ.⁸⁶

Το άρθρο 7 αναφέρεται στην οργάνωση της ειδικής υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου της εταιρείας, στόχος της οποίας είναι καταρχήν η παρακολούθηση του εσωτερικού κανονισμού και δευτερευόντως του καταστατικού και της ειδικής νομοθεσίας, καθώς και των λοιπών κανόνων που διέπουν τη λειτουργία της εταιρείας.

Πέραν όμως του Ν.3016/2002, ένα πλήθος από άλλες νομοθετικές πράξεις ενσωμάτωσαν στο νομοθετικό πλαίσιο της Ελλάδας τις ευρωπαϊκές οδηγίες του εταιρικού δικαίου, συμβάλλοντας στην δημιουργία νέων κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, όπως ο Νόμος 3693/2008, ο οποίος καθιστά υποχρεωτική τη σύσταση επιτροπών ελέγχου, αλλά και βασικές υποχρεώσεις γνωστοποίησης, σε σχέση με το ιδιοκτησιακό καθεστώς και τη διακυβέρνηση μιας εταιρείας

⁸⁶ Εισηγητική Έκθεση στο σχέδιο νόμου «Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις», άρθρο 6, παρ.1.

Επίσης, ο Νόμος 3884/2010 σχετίζεται με δικαιώματα των μετόχων και πρόσθετες εταιρικές υποχρεώσεις γνωστοποιήσεων προς τους μετόχους σχετικά με την προετοιμασία της Γενικής Συνέλευσης. Ο Νόμος 3873/2010, ο οποίος λειτουργεί ως υπενθύμιση της ανάγκης θέσπισης του Ελληνικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης και αποτελεί την βάση του, ενσωμάτωσε στην έννομη τάξη στην χώρα μας την Οδηγία 2006/46/EC5 της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Στις 13 Ιουνίου του 2018, δημοσιεύθηκε στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως ο Νόμος 4548/2018 (ΦΕΚ Α' 104/13.6.2018) για την αναμόρφωση του δικαίου των ανωνύμων εταιρειών. Οι ρυθμίσεις του Ν4548/2018 αποβλέπουν σε μια καλύτερη και αποτελεσματικότερη λειτουργία της ανώνυμης εταιρείας, αξιοποιούν την τεχνολογία, βελτιώνουν τη θέση των μετόχων, απλοποιούν την εταιρική καθημερινότητα, με αντίστοιχη εξοικονόμηση κόστους και εισάγουν καινοτομίες, που κρίθηκαν ότι μπορεί να προάγουν την λειτουργία του επιχειρηματικού κόσμου. Στο άρθρο 152 θεσπίστηκε η δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης. Οι ανώνυμες εταιρείες με κινητές αξίες δεκτές προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά περιλαμβάνουν στην έκθεση διαχείρισης που συντάσσουν και δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης. Η δήλωση αυτή συμπεριλαμβάνεται ως ειδικό τμήμα της έκθεσης διαχείρισης και περιέχει τουλάχιστον παραπομπή, κατά περίπτωση, στα ακόλουθα:αα) στον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης στον οποίο υπόκειται η εταιρεία, ββ) στον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης τον οποίο η εταιρεία έχει οικειοθελώς αποφασίσει να εφαρμόζει, γγ) σε κάθε σχετική πληροφορία για τις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζονται πέρα από τις απαιτήσεις της κείμενης νομοθεσίας.

Από την 17.7.2021 όμως, ο προϋφιστάμενος νόμος δίνει τη θέση του στον πρόσφατα ψηφισθέντα (Ν. 4706/2020, ΦΕΚ Α'136/17.7.20) για την εταιρική διακυβέρνηση, με τίτλο «Εταιρική διακυβέρνηση ανωνύμων εταιρειών, σύγχρονη αγορά κεφαλαίου, ενσωμάτωση στην ελληνική νομοθεσία της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/828 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου».

Οι διεθνείς αλλά και οι εγχώριες εξελίξεις στην εταιρική διακυβέρνηση καθώς και η πάροδος σχεδόν δύο δεκαετιών από την εισαγωγή του ν.3016/2002, κατέστησε επιτακτική την ανάγκη για αναθεώρηση του σχετικού νόμου ώστε να ενισχυθεί το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης.

Με το νέο νομοσχέδιο, αυστηρότερα θα είναι τα κριτήρια εταιρικής διακυβέρνησης για τις εταιρείες, έτσι ώστε να διασφαλίζεται η διαφάνεια και η προστασία των μετόχων και επενδυτών αλλά και η επίτευξη της γενικότερης διοίκησης και επιχειρησιακής λειτουργίας των εταιρειών. Βασική επιδίωξη είναι η αλλαγή κλίματος στην αγορά για την προσέλκυση νέων και διεθνών επενδυτών μέσω αυτής της «αναβάθμισης/ενίσχυσης» του επιπέδου εταιρικής διακυβέρνησης στις εισηγμένες εταιρείες.

Σημειώνεται ότι οι προτεινόμενες διατάξεις του εν λόγω σχεδίου νόμου θα εφαρμόζονται συμπληρωματικά σε σχέση με τις διατάξεις του σε ισχύ ν. 4548/2018. Επιπλέον όπου εισάγεται ειδική ρύθμιση ή παρέκκλιση από τις διατάξεις του Ν. 4548/2018, οι διατάξεις για την εταιρική διακυβέρνηση, θα υπερισχύουν.

Οι κυριότερες αλλαγές που αναμένεται να επιφέρει το νομοσχέδιο για την εταιρική διακυβέρνηση μεταξύ άλλων είναι οι εξής:

Σύνθεση και λειτουργία διοικητικού συμβουλίου και επιτροπών ΔΣ

Εισάγεται αναλυτικό πλέγμα διατάξεων που διέπει τη σύνθεση και τη λειτουργία διοικητικού συμβουλίου. Ενδεικτικά αναφέρονται τα ακόλουθα:

- Θεσπίζεται υποχρεωτικά πολιτική καταλληλότητας και αξιοπιστίας των μελών ΔΣ τόσο σε ατομικό όσο και σε συλλογικό επίπεδο η οποία εγκρίνεται από το διοικητικό συμβούλιο της κάθε εταιρείας.
- Προβλέπονται αναλυτικά συγκεκριμένες αρμοδιότητες και πεδία ευθύνης του διοικητικού συμβουλίου συμπληρωματικά των όσων ορίζονται από τον εταιρικό νόμο. Μεταξύ αυτών υπάγονται η περιοδική αξιολόγηση της εφαρμογής και αποτελεσματικότητας του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης τουλάχιστον ανά τριετία.
- Ενισχύεται ο ρόλος των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών, των οποίων ο αριθμός δεν είναι μικρότερος από το 1/3 του συνόλου μελών διοικητικού συμβουλίου και σε κάθε περίπτωση δεν είναι λιγότερα από δύο (2) μέλη.
- Στις σημαντικές συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου, το διοικητικό συμβούλιο βρίσκεται σε απαρτία εφόσον παρίστανται τουλάχιστον δύο ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη.
- Προβλέπονται ρητά οι υποχρεώσεις εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών διοικητικού συμβουλίου. Σημειώνεται η ενίσχυση ρόλου των μη εκτελεστικών μελών διοικητικού συμβουλίου. Στις αρμοδιότητες τους μεταξύ άλλων εντάσσεται η διασφάλιση της αποτελεσματικής εποπτείας των εκτελεστικών μελών, συμπεριλαμβανομένης της παρακολούθησης και του ελέγχου των επιδόσεών τους.
- Ο Πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου είναι μη εκτελεστικό μέλος. Στην περίπτωση που διοριστεί πρόεδρος εκτελεστικός τότε ο Αντιπρόεδρος πρέπει να διοριστεί εκ των μη εκτελεστικών μελών.
- Θεσπίζονται αυστηρότερα κριτήρια ανεξαρτησίας για τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη.

- Πέραν της επιτροπής ελέγχου, όπως ορίζεται από το άρθ.44 του ν.4449/2017, θεσμοθετούνται δύο νέες επιτροπές διοικητικού συμβουλίου, η επιτροπή αποδοχών και η επιτροπή υποψηφιοτήτων που θα είναι τουλάχιστον τριμελείς και θα αποτελούνται από μη εκτελεστικά μέλη εκ των οποίων τουλάχιστον δύο θα είναι ανεξάρτητα μη εκτελεστικά. Όλες οι επιτροπές οφείλουν να διαθέτουν κανονισμό λειτουργίας και να αναρτώνται στο διαδικτυακό τόπο της εταιρείας. Δύναται οι αρμοδιότητες των επιτροπών να ανατεθούν σε μία επιτροπή.

Οργανωτικές ρυθμίσεις & ενημέρωση επενδυτών

- Απαιτείται η εταιρεία να υιοθετεί σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης ανάλογα με το μέγεθος, τη φύση, το εύρος και την πολυπλοκότητα των δραστηριοτήτων της.
- Καθορίζεται το ελάχιστο περιεχόμενο του κανονισμού λειτουργίας που πρέπει να διαθέτει η κάθε εισηγμένη εταιρεία καθώς και η κατάρτιση κανονισμού λειτουργίας των σημαντικότερων θυγατρικών της. Το περιεχόμενο πλέον οφείλει να καλύπτει ευρύ φάσμα θεμάτων μεταξύ άλλων όπως πληροφορίες για τα χαρακτηριστικά του συστήματος εσωτερικού ελέγχου, τις λειτουργίες εσωτερικού ελέγχου, κανονιστικής συμμόρφωσης και διαχείρισης κινδύνων, πολιτικές και διαδικασίες σύγκρουσης συμφερόντων και καταπολέμησης διαφθοράς, πολιτική και διαδικασίες περιοδικής αξιολόγησης συστήματος εσωτερικού ελέγχου από ανεξάρτητα πρόσωπα που διαθέτουν αποδεδειγμένη σχετική επαγγελματική εμπειρία, διαδικασίες διαχείρισης προνομιακών πληροφοριών, κλπ. Περίληψη του κανονισμού θα δημοσιεύεται στην επίσημη ιστοσελίδα της εταιρείας.
- Επιπλέον, εισάγεται η υποχρέωση επιβεβαίωσης από ορκωτό ελεγκτή ή ελεγκτική εταιρεία ότι η εταιρεία διαθέτει κανονισμό λειτουργίας σύμφωνα με τα οριζόμενα στη διάταξη για το περιεχόμενό του.
- Η εταιρεία οφείλει να εφαρμόζει κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης που έχει καταρτιστεί από φορέα εγνωσμένου κύρους.
- Καθορίζονται ζητήματα οργανωτικής διάρθρωσης της μονάδας εσωτερικού ελέγχου καθώς και ενισχύονται οι αρμοδιότητες της μονάδας. Σημαντική είναι η εισαγωγή της υποχρέωσης παροχής στοιχείων από τον επικεφαλής της μονάδας εσωτερικού ελέγχου προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εφόσον ζητηθεί εγγράφως.
- Καθορίζεται το πλαίσιο αρμοδιοτήτων για τις μονάδες εξυπηρέτησης μετόχων και εταιρικών ανακοινώσεων αντίστοιχα.

- Εισάγονται, επίσης, πρόσθετες απαιτήσεις πληροφόρησης και διαφάνειας προς τους μετόχους και τους επενδυτές. Συγκεκριμένα, ενόψει εκλογής μελών ΔΣ, αναρτώνται στο διαδικτυακό τόπο το αργότερο 20 ημέρες πριν τη γενική συνέλευση, αιτιολογημένη πρόταση επιλογής του κάθε υποψηφίου με το σχετικό αναλυτικό βιογραφικό σημείωμα.
- Επίσης εισάγεται η υποχρέωση ανάρτησης του ισχύοντος καταστατικού της εταιρείας στον επίσημο ιστότοπό της.

Κυρώσεις

Αξιοσημείωτη είναι η εισαγωγή της διάταξης στο σχέδιο νόμου που αφορά στις κυρώσεις. Στην περίπτωση διαπίστωσης παράβασης των σχετικών διατάξεων του νόμου, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να επιβάλλει στην εταιρεία:

- Επίπληξη ή χρηματικό πρόστιμο μέχρι τρία (3) εκατομμύρια ευρώ στην Εταιρεία και, σε κάθε περίπτωση, έως πέντε τοις εκατό (5%) του συνολικού ετήσιου κύκλου εργασιών της, σύμφωνα με τις οικονομικές καταστάσεις κατά το οικονομικό έτος που αφορά η παράβαση και οι οποίες έχουν υπογραφεί από το Διοικητικό της Συμβούλιο. Στην περίπτωση που η Εταιρεία είναι μητρική ή θυγατρική μιας μητρικής που οφείλει να καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, ο συνολικός ετήσιος κύκλος εργασιών ορίζεται ως ο συνολικός ετήσιος κύκλος εργασιών ή τα αντίστοιχα έσοδα, σύμφωνα με το ισχύον νομοθετικό πλαίσιο περί κατάρτισης και παρουσίας των ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων που προκύπτει από τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της ανώτατης μητρικής επιχείρησης κατά τη χρήση που αφορά η παράβαση και οι οποίες έχουν εγκριθεί από το Διοικητικό της Συμβούλιο.
- Επίπληξη ή χρηματικό πρόστιμο μέχρι τρία (3) εκατομμύρια ευρώ σε μέλη του διοικητικού συμβουλίου ή άλλα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής του παρόντος.

Όπως διαφαίνεται, με τις νέες ρυθμίσεις εισάγεται ένα ενισχυμένο πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης με δομές και διαδικασίες που θα πρέπει να υιοθετηθούν από τις εισηγμένες εταιρείες ώστε να δύνανται να αντεπεξέλθουν στις αυξημένες απαιτήσεις της αγοράς κεφαλαίου. Εκτός όμως από τις επιχειρήσεις δημοσίου ενδιαφέροντος τις οποίες αφορά το νέο πλαίσιο, οι απαιτήσεις που αυτό θέτει μπορούν να αποτελέσουν και έναν οδηγό βέλτιστων πρακτικών και για επιχειρήσεις ιδιωτικών συμφερόντων, οι οποίες θέλουν να απολαύσουν τα οφέλη που συνεπάγεται η υιοθέτηση σύγχρονης εταιρικής κουλτούρας. Οφέλη όπως, η βελτίωση προοπτικών χρηματοδότησης, η προσέλκυση επενδυτών, η εφαρμογή αποτελεσματικού συστήματος εσωτερικού ελέγχου, η καλύτερη

παρακολούθηση και διαχείριση κινδύνων, η πιο αποδοτική και διαφανής διαδικασία λήψης αποφάσεων, η ενίσχυσης της φήμης της εταιρείας κλπ.⁸⁷

2.5 Οι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης. Το Διοικητικό Συμβούλιο και τα μέλη του. Ζητήματα σύγκρουσης συμφερόντων.

Αδιαμφισβήτητα, το Διοικητικό Συμβούλιο κάθε εταιρείας αποτελεί το βασικότερο παράγοντα της δομής της εταιρικής διακυβέρνησης⁸⁸. Το Διοικητικό Συμβούλιο γενικά υποστηρίζει τις συμβουλευτικές κι ελεγκτικές ενέργειες στην επιχείρηση. Οι συνιστώσες του Διοικητικού Συμβουλίου ταξινομούνται σε τρεις γενικές κατηγορίες: α) τα εκτελεστικά μέλη, β) τα μη εκτελεστικά μέλη γ) την επιτροπή ελέγχου.

Ειδικότερα, τα εκτελεστικά μέλη είναι επιφορτισμένα με την παροχή πληροφοριών για τη λειτουργία της επιχείρησης. Τα εκτελεστικά μέλη του ΔΣ θα πρέπει να ασχολούνται με την καθημερινή διοίκηση της εταιρείας και να διατηρούν κάποια μορφή εργασιακής σχέσης με αυτή. Κάθε άλλο μέλος θεωρείται μη εκτελεστικό. Τα μη εκτελεστικά μέλη συνεισφέρουν με την αντικειμενικότητα και την εξειδίκευση τους στην αξιολόγηση και την εποπτεία των αποφάσεων της διοίκησης. Η αμοιβή και οι τυχόν λοιπές αποζημιώσεις των μη εκτελεστικών μελών είναι ανάλογες με τον χρόνο που διαθέτουν για τις συνεδριάσεις του και την εκπλήρωση των καθηκόντων που τους ανατίθενται. Τα ανεξάρτητα μέλη είναι μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ που ικανοποιούν ορισμένα κριτήρια ανεξαρτησίας. Ως ανεξάρτητα μέλη θα πρέπει να νοούνται τα φυσικά πρόσωπα τα οποία δεν έχουν ή δεν είχαν στο παρελθόν έννομα ή άλλα συμφέροντα είτε με την ίδια εταιρεία, είτε με τη διοίκηση αυτής, πέραν των αρμοδιοτήτων που απορρέουν από τα καθήκοντα τους ως μέλη του ΔΣ.

Συνήθης πρακτική αποτελεί ο διαχωρισμός Προέδρου ΔΣ, ο οποίος φέρει την ευθύνη για το ΔΣ και του Διευθύνοντος Συμβούλου, ο οποίος φέρει τη ευθύνη να διευθύνει την εταιρεία με σκοπό να πραγματοποιήσει τους στόχους της. Ο διαχωρισμός αυτός βοηθά στην εξισορρόπηση της δύναμης και της εξουσίας μέσα στην εταιρεία. Επίσης, επιβάλλεται να υπάρχει ισορροπία μεταξύ των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ, συμπεριλαμβανομένου και των ανεξάρτητων, έτσι ώστε να μην επιτρέπεται σε κανένα μέλος ή ομάδα μελών του ΔΣ να επιβάλει την άποψη του στους

⁸⁷ <https://www.grant-thornton.gr/insights/article/corporate-governance-framework-gr/>

⁸⁸ Ρόκας Ν, 2012, Εμπορικές Εταιρείες, 7^η Ενημερωμένη Έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, σελ 288 επ.

υπολοίπους. Η διοίκηση της επιχείρησης είναι υποχρεωμένη να παρέχει πλήρεις και κατάλληλες πληροφορίες όσον αφορά τη διαχείριση της προκειμένου να διευκολύνει το ΔΣ στη λήψη σχετικών αποφάσεων.

Σύμφωνα με το Ν. 3016/2002 περί διακυβέρνησης εισηγημένων εταιρειών, το ΔΣ θα πρέπει να αποτελείται τουλάχιστον κατά το 1/3 από μη εκτελεστικά μέλη και να συμπεριλαμβάνει τουλάχιστον δύο ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη. Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη θα πρέπει κατά τη διάρκεια της θητείας τους να μην κατέχουν μετοχές σε ποσοστό μεγαλύτερο του 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας και να μην έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή με συνδεδεμένα με αυτή πρόσωπα. Σχέση εξάρτησης υπάρχει όταν μέλος του διοικητικού συμβουλίου α) Διατηρεί επιχειρηματική ή άλλη επαγγελματική σχέση με την εταιρεία η οποία από τη φύση της επηρεάζει την επιχειρηματικής δραστηριότητα, όταν ιδίως είναι σημαντικός προμηθευτής ή πελάτης της εταιρείας, β) Είναι πρόεδρος του ΔΣ ή διευθυντικό στέλεχος της εταιρείας, καθώς κι εάν έχει τις παραπάνω ιδιότητες ή είναι εκτελεστικό μέλος του διοικητικού συμβουλίου σε συνδεδεμένη με την εταιρεία επιχείρηση, ή διατηρεί σχέση εξαρτημένης εργασίας ή έμμισθης εντολής με την εταιρεία ή τις συνδεδεμένες με αυτή 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 εταιρείας ή συνδεδεμένης με αυτήν επιχείρησης.

Η συμμετοχή των μη εκτελεστικών μελών και των ανεξάρτητων μελών στα διοικητικά συμβούλια είναι σημαντική γιατί αφ' ενός προσδίδουν κύρος στις αποφάσεις των ΔΣ λόγω της αντικειμενικής κρίσης τους, αφ' ετέρου ενισχύουν την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού. Ο ρόλος τους στο ΔΣ είναι θεμελιώδης στην προώθηση της καλής διακυβέρνησης επειδή τα στελέχη αυτά έχουν την εκτίμηση και την αποδοχή της αγοράς και για να μη βλάψουν τη φήμη τους θα ασκήσουν τα καθήκοντα τους υποδειγματικά. Έρευνες έχουν δείξει ότι οι επενδυτές εμπιστεύονται περισσότερο εταιρείες που συμμορφώνονται με τις καλές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης.

Από τα παραπάνω γίνεται κατανοητό ότι τα εκτελεστικά στελέχη ενδιαφέρονται για το καλό της διοίκησης της επιχείρησης ενώ τα μη εκτελεστικά μέλη ενδιαφέρονται για το καλό των μετόχων κυρίως αλλά και των υπολοίπων ενδιαφερομένων. Με τον τρόπο αυτό υπάρχει διασφάλιση ότι οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις απεικονίζουν ορθά τη χρηματοοικονομική θέση και την απόδοση της εταιρείας και δεν είναι παραπλανητικές με σκοπό το ιδιωτικό όφελος των διευθυντών ή των μεγαλομετόχων, που αποτελεί και τον βασικό σκοπό της εταιρικής διακυβέρνησης⁸⁹.

⁸⁹ Γεωργόπουλος Ν. 2013, Στρατηγικό Μανατζμεντ, Εκδόσεις Γ. Μπένου, σελ 91-94

Στις σύγχρονες επιχειρήσεις, πολλές φορές τα συμφέροντα των μετόχων δεν ταυτίζονται με τα συμφέροντα των διευθυντικών στελεχών, με αποτέλεσμα συχνά να ανακύπτουν συγκρούσεις επιδιώξεων ανάμεσα τους. Η σχετική Χρηματοοικονομική Θεωρία αναφέρει τις παρακάτω πηγές σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών σε πολυμετοχικές επιχειρήσεις, όπου η διοίκηση (management) ασκείται από ομάδα επαγγελματικών διευθυντικών στελεχών (managers) που δεν είναι ιδιοκτήτες της επιχείρησης.

- Ανάλωση εταιρικών πόρων σε μη παραγωγικές υπηρεσίες και αγαθά(π.χ. πολυτελή γραφεία, ιδιωτικά αεροπλάνα, κλπ.)
- Υπερβολική αποστροφή κινδύνου (risk aversion) εκ μέρους των διευθυντικών στελεχών. Συγκεκριμένα, ενώ οι μέτοχοι πολυμετοχικών επιχειρήσεων ενδιαφέρονται μόνον για εκείνο το τμήμα του συνολικού κινδύνου της μετοχής που δεν εξαλείφεται (συστηματικός κίνδυνος), τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν υπόψη το συνολικό κίνδυνο. Η διαφορετική προτίμηση στο είδος κινδύνου που οι μέτοχοι και τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν υπόψη τους πηγάζει από τη δυνατότητα των πρώτων να επενδύουν τον πλούτο τους σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών διαφορετικών επιχειρήσεων. Αντιθέτως, τα επαγγελματικά διευθυντικά στελέχη, των οποίων το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου τους αποτελείται από τις αμοιβές τους από την συγκεκριμένη επιχείρηση, αδυνατούν να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο. Έτσι, τα διευθυντικά στελέχη έχουν λόγους να απορρίπτουν κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τον συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης, και αντίστροφα να αποδέχονται ζημιόγωνα επενδυτικά σχέδια που οδηγούν σε μείωση του συνολικού κινδύνου.
- Έμφαση σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα λήξης επενδυτικών αποφάσεων. Στην έκταση που οι αμοιβές των διευθυντικών στελεχών βασίζονται στις πωλήσεις ή τα κέρδη της τρέχουσας ή της προηγούμενης χρήσης, τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρα να απορρίπτουν επενδυτικά σχέδια που μειώνουν τα κέρδη βραχυπρόθεσμα παρότι συμβάλουν στην κερδοφορία της επιχείρησης μακροπρόθεσμα. Απεναντίας, μπορεί να προκρίνουν επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τα βραχυπρόθεσμα κέρδη παρότι μειώνουν τα κέρδη μακροπρόθεσμα⁹⁰.

⁹⁰ Ν. Τραυλός, 2011 Εταιρική Διακυβέρνηση πριν και μετά την κρίση, σελ 87
<https://www.hba.gr/5Ekdosis/UplPDFs/syllogikostomos/4-b%20TRAVLOS%2083-100.pdf>

2.6 Συστήματα εσωτερικού ελέγχου

Ο Έλεγχος έχει σαν πρωταρχικό σκοπό την επίτευξη των αντικειμενικών σκοπών και στόχων των επιχειρήσεων, όπως αυτοί έχουν καθοριστεί κατά το στάδιο της λειτουργίας της σχεδίασης / προγραμματισμού. Κάθε οργανισμός έχει οργανωμένο το δικό του Σύστημα Εσωτερικού Ελέγχου, το οποίο μέσα από σχετικές πολιτικές, διαδικασίες, οδηγίες και κανονισμούς αποσκοπεί στην εξάλειψη των κινδύνων που σχετίζονται με την επιχειρηματική δραστηριότητα.⁹¹

Ως σύστημα Εσωτερικού Ελέγχου (Σ.Ε.Ε.), νοείται ένα οργανωμένο, ευέλικτο και σωστά δομημένο πλέγμα λειτουργιών και διαδικασιών, άμεσα συνδεδεμένο με την οργανωτική δομή και τους κανόνες λειτουργίας της επιχείρησης που καθιερώνει η διοίκηση με σκοπό να διασφαλισθούν τα συμφέροντα του φορέα⁹².

Ένα Σύστημα Εσωτερικού Ελέγχου (Internal Control System), ενδεικτικά περιλαμβάνει μία σειρά υποσυστημάτων⁹³, όπως:

1. *Εσωτερικό έλεγχο (Internal Audit), που αποτελεί μέρος του Σ.Ε.Ε. και είναι αρμόδιος για την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας του ιδίου του συστήματος, καθώς και των επιμέρους λειτουργιών του.*
2. *Εγκεκριμένο οργανόγραμμα της επιχείρησης σε όλα τα επίπεδα και σε πλήρη ανάπτυξη.*
3. *Εγχειρίδια γραπτών διαδικασιών.*
4. *Προγραμματισμό δράσης (βραχυπρόθεσμο - μακροπρόθεσμο) και απολογισμό.*
5. *Πολιτική αγορών - προμηθειών.*
6. *Πολιτική προσωπικού.*
7. *Διαχείριση χαρτοφυλακίου.*
8. *Διαχείριση παγίων.*

⁹¹ Koutoupis, Andreas (2004), Corporate Governance and Internal Control Systems. Athens: Economic Chronicles Journal, Issue No. 126, March-April. https://www.researchgate.net/publication/335703972_Etairike_Diakubernese_kai_Systemata_Esoterikou_Elenchou_Metochikos_Aktibismos_t_1_Martios_2012_-_Periodiko_tou_Syndesmou_Ependyton_-_Diadiktyou

⁹² Θεοδώρα Παπαδάτου, (2001), εσωτερικός και εξωτερικός έλεγχος εταιρειών, Εκδ. Σάκκουλα

⁹³ Παντελής Σ. Παπαστάθης, (2003) Ο σύγχρονος Εσωτερικός Έλεγχος στις επιχειρήσεις-οργανισμούς και η πρακτική εφαρμογή του, Εκδόσεις (του ιδίου) Αθήνα

9. Κύκλο παραγωγής προϊόντων - υπηρεσιών, κ. λ .π.

Σύμφωνα με τις καλές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης, για την αξιολόγηση του Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου ορίζεται ως υπεύθυνα, σχετική ανεξάρτητη υπηρεσία, μέσα στην ίδια την επιχείρηση. Η τελευταία προκειμένου να ασκήσει ανεξάρτητα και αποτελεσματικά τον ρόλο της, θα πρέπει να έχει την δυνατότητα άμεσης επικοινωνίας είτε με το Διοικητικό Συμβούλιο, είτε με υπο-επιτροπή αυτού (Ελεγκτική Επιτροπή) ⁹⁴.

Η Υπηρεσία Εσωτερικού Ελέγχου επισκοπεί, αξιολογεί και συμβουλεύει την Διοίκηση της Επιχείρησης σε θέματα που αφορούν το υφιστάμενο Σύστημα Εσωτερικού Ελέγχου της Επιχείρησης. Επίσης, είναι εκείνη η οποία θα επισημάνει τυχόν κινδύνους που απειλούν την καλή λειτουργία της Εταιρίας και εκείνη η οποία θα συμβουλεύει στο πως οι Κίνδυνοι που έχουν επισημανθεί, μπορούν να αντιμετωπισθούν. Δεν παίρνει η ίδια μέτρα αντιμετώπισης των κινδύνων, ούτε κανένα από τα στελέχη της εμπλέκονται με τις ελεγχόμενες δραστηριότητες και λειτουργίες της επιχείρησης, ώστε να εξασφαλίζεται η αμεροληψία της.

Ο Εσωτερικός Έλεγχος, σε αντίθεση με τον Εξωτερικό Έλεγχο που περιορίζεται στον Έλεγχο και Πιστοποίηση της ακρίβειας των Οικονομικών Καταστάσεων των Επιχειρήσεων, διενεργεί τόσο Χρηματοοικονομικούς, όσο και Λειτουργικούς και Διοικητικούς Ελέγχους. Οι παραπάνω έλεγχοι διενεργούνται με την μορφή Ειδικών Έργων, βάσει σχετικού Προγραμματισμού και Προϋπολογισμού. Για την αποτελεσματική διενέργεια τους χρησιμοποιούνται ειδικά Προγράμματα Ελέγχου κατά περίπτωση που αναπτύσσονται από την ίδια την υπηρεσία.

Ο Εσωτερικός Ελεγκτής για να πετύχει στο έργο του, πρέπει να έχει την αμέριστη υποστήριξη της Διοίκησης της Εταιρίας, που θα του εξασφαλίζει ελεύθερη πρόσβαση στα πάσης φύσεως αρχεία της και κάθε είδους βοηθητικού υλικού το οποίο μπορεί να φανεί χρήσιμο στην αξιολόγηση του Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου. Οι Προτάσεις της Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου θα πρέπει να κατευθύνονται προς την Διοίκηση της Εταιρίας, κυρίως σε μορφή γραπτών αναφορών, και αφού προηγουμένως έχουν συζητηθεί και συμφωνηθεί με τους ελεγχόμενους. Η Διοίκηση με την σειρά της αναλαμβάνει την υλοποίηση των προτάσεων της Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου και θέτει χρονικά όρια για την εφαρμογή τους.

Τα στελέχη μιας σύγχρονης Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου μπορεί να έχουν διαφορετικό ακαδημαϊκό και επαγγελματικό υπόβαθρο, λόγω των διαφορετικών δραστηριοτήτων και διαδικασιών

⁹⁴ OECD Guidelines on Corporate Governance of State Owned Enterprises (2005). OECD Publishing, 2005.

που ελέγχει η Υπηρεσία στα πλαίσια της Επιχείρησης. Έτσι, μπορεί να απαρτίζεται από Οικονομολόγους, Λογιστές, διοικητικούς, Ειδικούς στα Μηχανογραφικά Συστήματα κλπ⁹⁵.

Επομένως, με την δραστηριότητα των Συστημάτων και Υπηρεσιών Εσωτερικού Ελέγχου μέσα στις Σύγχρονες Επιχειρήσεις προστατεύονται τα συμφέροντα των επιχειρήσεων, των μετόχων και των stakeholders και διασφαλίζεται η απρόσκοπτη οικονομική, αποτελεσματική και αποδοτική λειτουργία αυτών.⁹⁶

2.7 Η γενικότερη σημασία της εταιρικής διακυβέρνησης.

Η Εταιρική Διακυβέρνηση ως πλαίσιο καθορίζει τις σχέσεις μεταξύ τριών συστατικών στοιχείων της σύγχρονης επιχείρησης, δηλαδή των μετόχων, των διευθυντικών στελεχών και του διοικητικού συμβουλίου. Αποτελεί ένα σύνολο νομικών θεσμικών ρυθμίσεων οι οποίες πρέπει να χαρακτηρίζουν τη δραστηριότητα κυρίως των εισηγμένων στα χρηματιστήρια επιχειρήσεων αλλά όχι μόνον αυτών. Είναι επένδυση και αποτελεί εργαλείο ανάπτυξης και μακροπρόθεσμης προοπτικής για μια επιχείρηση. Η εφαρμογή της δεν πραγματοποιείται από την μια στιγμή στην άλλη και δεν επιβάλλεται. Έτσι σημαντικό κομμάτι για την σωστή λειτουργία της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η εκλογή και οι ευθύνες του Διοικητικού Συμβουλίου, κυρίως σε μεγάλες επιχειρήσεις.

Γενικά, η Εταιρική Διακυβέρνηση αφορά τον τρόπο με τον οποίο ασκείται η εξουσία στις εταιρικές οντότητες. Βέβαια, καθοριστικό ρόλο παίζουν η διάρθρωση, τα μέλη και οι διαδικασίες του διευθυντικού οργάνου. Ωστόσο, οι σχέσεις με τους μετόχους και άλλες πηγές χρηματοδότησης, η σύνδεση με ανεξάρτητους εξωτερικούς ελεγκτές και η επιρροή της κεφαλαιαγοράς και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων είναι θεμελιώδεις. Το ίδιο ισχύει και με τις συνέπειες του εταιρικού δικαίου, των νομικών θεσμών και των ρυθμιστικών μηχανισμών της εκάστοτε χώρας. Άλλοι

⁹⁵ Koutoupis, Andreas (2004), Corporate Governance and Internal Control Systems. Athens: Economic Chronicles Journal , Issue No. 126, March-April

https://www.researchgate.net/publication/335703972_Etairike_Diakybernese_kai_Systemata_Esoterikou_Elenchou_Metochikos_Aktibismos_t_1_Martios_2012_-_Periodiko_tou_Syndesmou_Ependyton_-_Diadiktyou

⁹⁶ Δρ. Ανδρέας Γ. Κουτούπης, Εταιρική Διακυβέρνηση και Εσωτερικός Έλεγχος στην Ελλάδα. Διαστάσεις της Επιχειρηματικότητας II – Συλλογή Επιστημονικών Κειμένων. Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών-Μονάδα Καινοτομίας και Επιχειρηματικότητας – ISBN 978-960-85708-7-0, Αθήνα, 2015.

ενδιαφερόμενοι και η κοινωνία γενικότερα μπορούν επίσης να επηρεάσουν την Εταιρική Διακυβέρνηση.

Πολλά είναι τα οφέλη μιας επιχείρησης η οποία εφαρμόζει την εταιρική διακυβέρνηση, καθώς μια αποτελεσματική Εταιρική Διακυβέρνηση έχει ουσιώδη και σημαντική συμβολή στην προστασία και στην ανάπτυξη των παραγωγικών πόρων της επιχείρησης. Παράλληλα, μια αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση οδηγεί στην αντικατάσταση των στελεχών τα οποία δεν κάνουν αποδοτική χρήση ή καταχράζονται τους πόρους της επιχείρησης. Επιπλέον, δημιουργείται υψηλή απόδοση στις εταιρείες⁹⁷.

Μια επιτυχημένη εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί το κύριο κριτήριο αξιολόγησης των εταιρειών σε παγκόσμιο επίπεδο, με σκοπό την τοποθέτηση σε αυτές κεφαλαίων. Επίσης, συμβάλει στην προσέλκυση από τις επιχειρήσεις χαμηλού κόστους επενδυτικών κεφαλαίων, μέσω της παροχής διασφαλίσεων προς τους δυνητικούς επενδυτές. Επομένως, βοηθά και στην ανάπτυξη μιας κουλτούρας η οποία έχει ως κύριο χαρακτηριστικό τη συμμόρφωση των εταιρειών προς τους κανόνες των εποπτικών αρχών και του κράτους, αλλά και την ενίσχυση της συμμόρφωσης του Δ.Σ., προς τους κανόνες της επιχείρησης. Ένα άλλο εξίσου σημαντικό πλεονέκτημα της αποτελεσματικής εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί η συμβολή της στη διασφάλιση της διαφάνειας, με την δημοσίευση των χρηματοοικονομικών πληροφοριών της επιχείρησης.⁹⁸

Έτσι, η πιστή εφαρμογή κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι σε θέση να συντελεί ουσιαστικά, μέσω της βελτίωσης της εταιρικής διοίκησης των εισηγμένων εταιρειών, στη συνολική αναβάθμιση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Οι έρευνες έχουν αποδείξει ότι όσο πιο αποτελεσματικά είναι τα συστήματα της Εταιρικής Διακυβέρνησης τόσο πιο ανταγωνιστική είναι η θέση της εταιρείας και κατά επέκταση της οικονομίας.

Βέβαια, δεν υπάρχει αμφιβολία ότι η ορθή εφαρμογή των κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι σε θέση να ωφελήσει όχι μόνο τις εισηγμένες εταιρείες καθ' αυτές, αλλά περαιτέρω τους μετόχους τους καθώς συνιστά μια ακόμη δικλείδα ασφαλείας για την αποτελεσματικότερη προώπιση των συμφερόντων τους. Αποτελεί στην ουσία, έστω και με έμμεσο τρόπο έναν πρόσθετο μηχανισμό για την ποιοτικότερη και αποτελεσματικότερη λειτουργία των εισηγμένων εταιρειών και κατ' επέκταση για την ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών μέσα από την επίτευξη της πιο εύρυθμης λειτουργίας τους και την τήρηση των αντίστοιχων κανόνων διαφάνειας.

⁹⁷ Βαξαβανέλλη Α, (2016), « Εταιρική Διακυβέρνηση», σελ. 17-18

⁹⁸ Παλαιολόγος Α., (2013), «Η Εταιρική Διακυβέρνηση και η εταιρική κοινωνική ευθύνη στις εισηγμένες εταιρείες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών», σελ. 121 <http://esdo.teilar.gr/files/proceedings/2013/Palaiologos.pdf>

Με βάση τα παραπάνω η πιστή εφαρμογή των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης είναι σε θέση να συντελέσει ουσιαστικά, μέσω της βελτίωσης της εταιρικής διοίκησης των εισηγμένων εταιρειών, στη συνολική αναβάθμιση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Η Εταιρική Διακυβέρνηση έχει άμεση σύνδεση με την οργάνωση της παραγωγικής διαδικασίας, στοχεύοντας όχι μόνο στην διασφάλιση της κυριότητας και της εντιμότητας της επιχείρησης, αλλά και στην προώθηση της αποτελεσματικότητας και της ανάπτυξης των εργασιών της επιχείρησης, οδηγώντας την προς την κερδοφορία. Τα πλεονεκτήματα από την εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης από μια επιχείρηση είναι αρκετά, με το σημαντικότερο από αυτά να το αποτελεί η ουσιώδη και σημαντική συμβολή στην προστασία και στην ανάπτυξη των παραγωγικών πόρων της επιχείρησης⁹⁹.

⁹⁹ Βαξαβανέλλη Α, (2016), « Εταιρική Διακυβέρνηση», σελ. 34

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

3.1 Η λήψη εταιρικών αποφάσεων από τη σκοπιά των συμπεριφορικών οικονομικών

Η απόφαση είναι το αποτέλεσμα μιας επιλογής, ή ακόμη καλύτερα είναι όλες εκείνες οι διαδικασίες, ενέργειες, κρίσεις που γίνονται από τον αποφασίζοντα ή από μία ομάδα αποφασίζόντων, με σκοπό την εύρεση του (βέλτιστου ανά περίπτωση) τρόπου δράσης ανάμεσα σε δύο ή και παραπάνω εναλλακτικές. Ο σκοπός αυτός μπορεί να εξυπηρετεί την επίλυση ενός προβλήματος ή την εκμετάλλευση κάποιας ευκαιρίας με σκοπό το όφελος της επιχείρησης. Στην περίπτωση που οι αποφασίζοντες καταλήξουν στη μη υλοποίηση οποιασδήποτε δράσης, μπορούμε να μιλήσουμε και να χαρακτηρίσουμε την παραπάνω ενέργεια (μηδαμινή ενέργεια) ως μια εναλλακτική αφού συγκρίνεται και αξιολογείται βάσει άλλων και αποφασίζεται να μην ακολουθηθεί κάποια από τις εναλλακτικές. Σε περίπτωση όμως, ύπαρξης μιας μόνο εναλλακτικής, δεν μπορούμε να μιλήσουμε για απόφαση αφού η υλοποίηση της είναι μονόδρομος.

Στην περίπτωση της βεβαιότητας, οι αποφασίζοντες είναι σίγουροι για το αποτέλεσμα της απόφασής τους. Υπάρχει η απαραίτητη, πλήρης και αξιόπιστη πληροφόρηση και οι σχέσεις αιτίας – αιτιατού είναι εξακριβωμένες. Αντιθέτως, σε συνθήκες κινδύνου, τα αποφαινόμενα όργανα δεν μπορούν να προβλέψουν επακριβώς το αποτέλεσμα της απόφασής τους, αλλά διαθέτουν αρκετή (όχι όμως πλήρη) πληροφόρηση ώστε να είναι σε θέση να προβλέψουν την πιθανότητα η απόφαση να οδηγήσει στη λύση του προβλήματος.

Σύμφωνα με τον Herbert Simon, οι αποφασίζοντες παίρνουν την καλύτερη δυνατή απόφαση που μπορούν εντός των περιορισμών πληροφόρησης, χρόνου, χρημάτων και ικανότητας κατά περίπτωση. Αντί να ψάχνουν για την άριστη λύση επιλέγουν αυτή που θα ανακαλύψουν ότι εξυπηρετεί επαρκώς τις ανάγκες τους (satisficing). Ως εκ τούτου, σύμφωνα με τον Herbert Simon, τα διευθυντικά στελέχη δρουν με περιορισμένη ορθολογικότητα (bounded rationality) κατά τη λήψη αποφάσεων.

Η περιορισμένη ορθολογικότητα οφείλεται σε μια μεγάλη ποικιλία σφαλμάτων στα οποία υποπίπτει η μεγάλη πλειοψηφία των ανθρώπων, όταν πρόκειται να λάβει αποφάσεις. Καθώς οι γνωστικοί ψυχολόγοι συνηθίζουν στις αναζητήσεις τους να πειραματίζονται με πάρα πολλές καταστάσεις στις οποίες οι άνθρωποι καλούνται στη ζωή τους να βρουν λύση σε κάποιο ζήτημα που

ανακύπτει, τα σφάλματα αυτά έχουν ερευνηθεί σήμερα πλέον εκτενώς και υπάρχει μια πλούσια βιβλιογραφία σχετικά με το αντικείμενο.

Τα γνωστικά και συναισθηματικά σφάλματα της γνωστικής θεωρίας έχουν ήδη αναφερθεί στο Κεφάλαιο 1 της παρούσας εργασίας ενώ κατωτέρω παρατίθενται ενδεικτικώς τα συνηθέστερα συμπεριφορικά σφάλματα¹⁰⁰ στα οποία υποπίπτουν τα αποφασίζοντα όργανα μιας εταιρείας κατά τη λήψη μιας απόφασης για το μέλλον της εταιρείας.

Ένα από τα σοβαρότερα γνωστικά σφάλματα είναι το σφάλμα της διατύπωσης (framing) το οποίο εκφράζει την τάση των αποφασίζοντων οργάνων να αντιμετωπίζουν τα προβλήματα με διαφορετικό τρόπο ανάλογα με το πλαίσιο και με τον τρόπο που αυτά διατυπώνονται κάθε φορά. Αφορά λοιπόν τον τρόπο με τον παρουσιάζεται ένα λογικό πρόβλημα καθώς επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό τις αποφάσεις των διευθυντικών στελεχών και παρουσιάζεται τόσο για γνωστικούς όσο και συναισθηματικούς λόγους¹⁰¹.

Η αποστροφή της απώλειας αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα συναισθηματικά σφάλματα των διοικούντων κι αναφέρεται στη τάση τους να επιθυμούν έντονα να αποφύγουν τις απώλειες σε μεγαλύτερο βαθμό από την επιθυμία τους να αποκτήσουν κέρδη. Φαίνεται, λοιπόν, ότι η αρνητική επίδραση των απωλειών είναι ισχυρότερη από την αντίστοιχη θετική επίδραση ενός ισόποσου κέρδους, με τις απώλειες να έχουν διπλάσια ψυχολογική επίδραση από τα κέρδη¹⁰². Στο εταιρικό περιβάλλον, είναι γεγονός ότι τα διευθυντικά στελέχη τείνουν να απορρίπτουν κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τον συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης, και αντίστροφα να αποδέχονται ζημιογόνα επενδυτικά σχέδια που οδηγούν σε μείωση του συνολικού κινδύνου.

Το σφάλμα της αγκίστρωσης ή προσκόλλησης σε σημεία αναφοράς αναφέρεται στο αποτέλεσμα μιας διαδικασίας συντόμευσης, η οποία αφορά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων που απαιτεί ποσοτικές εκτιμήσεις, οι οποίες όμως διαμορφώνονται με υποκειμενικό τρόπο¹⁰³. Σε πολλές περιπτώσεις, τα αποφαινόμενα όργανα κάνουν εκτιμήσεις ξεκινώντας από μία αρχική τιμή την οποία προσαρμόζουν για να λάβουν το τελικό αποτέλεσμα. Αυτή η αρχική τιμή μπορεί να δίνεται από το πρόβλημα ή να υπολογίζεται, σε κάθε περίπτωση όμως οι προσαρμογές που γίνονται δεν είναι επαρκείς¹⁰⁴.

¹⁰⁰ Οικονόμου Φ., (2012), Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική- Η κατανόηση της ψυχολογίας των επενδυτών στις επενδυτικές αποφάσεις, σελ 90 επ.

¹⁰¹ Pompian M., 2006, Behavioral Finance and Wealth Management, Wiley Finance

¹⁰² Tversky A., Kahneman D., 1991 Loss Aversion in Riskless Decision: A reference Dependent Model, Quarterly Journal of Economics 106, σελ. 1039-1061

¹⁰³ Αλεξιάκης Χρ., Ξανθάκης Μ., 2008, Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, Εκδόσεις Σταμούλη, σελ 154-161

¹⁰⁴ Lichtenstein W., Slovic P., 1971 Reversals of preferences between bids and choices gambling decisions. Journal of Experimental Psychology 89., σελ. 46-55

Το σφάλμα της διαθεσιμότητας παρουσιάζεται όταν τα διευθυντικά στελέχη προβλέπουν τη συχνότητα ενός γεγονότος βασισμένοι στο πόσο εύκολο είναι να ανακαλέσουν στη μνήμη τους ένα αντίστοιχο παράδειγμα από την εμπειρία τους. Όταν δηλαδή οι αποφασίζοντες έχουν άμεσα διαθέσιμο στο μυαλό τους ένα περιστατικό βλάβης, τότε ο κίνδυνος να επέλθει πράγματι η βλάβη τους φαντάζει πιο σοβαρός απ' ό τι είναι στην πραγματικότητα. Το φαινόμενο οδηγεί τελικά σε λάθος υπολογισμούς του ρίσκου από τους λαμβάνοντες αποφάσεις¹⁰⁵.

Η υπερβολική αυτοπεποίθηση των διευθυντικών στελεχών είναι ίσως ο πιο ισχυρός παράγοντας στην ψυχολογική ανάλυση των αποφάσεων¹⁰⁶. Οι διευθυντές, λόγω της θέσης τους, έχουν την τάση να υπερεκτιμούν τις γνώσεις τους και την ακρίβεια των προβλέψεων τους, να υποτιμούν τους κινδύνους και να θεωρούν ότι ελέγχουν τις καταστάσεις περισσότερο απ' ό τι μπορούν στην πραγματικότητα. Έτσι, για παράδειγμα, πολλές επιχειρήσεις προσφεύγουν στον εξωτερικό δανεισμό επιλέγοντας μια πιο επιθετική κεφαλαιακή διάρθρωση.

Το σφάλμα της γνωστικής ασυμφωνίας αναφέρεται στη δυσάρεστη κατάσταση και τη ψυχική σύγκρουση που προκύπτει όταν τα διευθυντικά στελέχη, έρχονται αντιμέτωπα με νέες γνώσεις και πληροφορίες, οι οποίες έρχονται σε αντίθεση με τις ήδη υπάρχουσες γνώσεις και διαμορφωμένες πεποιθήσεις τους. Τα αποφαινόμενα όργανα, ιδίως και λόγω της υψηλής θέσης που κατέχουν μέσα σε μια εταιρεία και της πείρας τους, θεωρούν τον εαυτό τους ικανό κι έξυπνο και θέλουν να είναι συνεπείς απέναντι στον εαυτό τους και τους υπόλοιπους, επιθυμώντας να αποφύγουν τη δυσάρεστη κατάσταση της γνωστικής ασυμφωνίας ιδιαίτερα σε σημαντικά ζητήματα. Όταν λοιπόν αντιμετωπίζουν νέες πληροφορίες που έρχονται σε αντίθεση με αυτήν την θετική εικόνα που έχουν για τον εαυτό τους και τις πεποιθήσεις τους, τείνουν να τις αγνοούν ή να τις απορρίπτουν με σκοπό να διατηρήσουν την ψυχολογική τους σταθερότητα κι ηρεμία. Σε πολλές περιπτώσεις μεταβάλλουν ακόμα και τις πεποιθήσεις τους για να είναι σύμφωνες με τις παλαιότερες επιλογές τους και να αισθάνονται ότι έχουν λάβει εξαρχής τη σωστή απόφαση¹⁰⁷.

Το σφάλμα της αντιπροσωπευτικότητας προκύπτει ως αποτέλεσμα της απλουστευτικής διαδικασίας κατά την επεξεργασία νέων πληροφοριών κι αποτελεί ένα από τα σοβαρότερα συμπεριφορικά σφάλματα. Ο εγκέφαλος χρησιμοποιεί ευριστικούς κανόνες με σκοπό να περιορίσει

¹⁰⁵ Tversky A, Kahneman D., 1973 Availability: A heuristic for judging frequency and probability. *Cognitivity Psychology* 4, σελ.207-232

¹⁰⁶ De Bondt W, 1993 Betting on trends: Intuitive forecasts of financial risk and return. *International Journal of Forecasting* 9, σελ. 355-371

¹⁰⁷ Akerlof/Dickens (1982), The Economic Consequences of Cognitive Dissonance, *The American Economic Review* 72(3), p 307-319

https://www.researchgate.net/publication/4723359_The_Economic_Consequences_of_Cognitive_Dissonance

την πολυπλοκότητα της ανάλυσης νέων πληροφοριών και κάνει την υπόθεση ότι πράγματα και καταστάσεις που έχουν κοινές ιδιότητες είναι και ίδια. Συνεπώς το σφάλμα της αντιπροσωπευτικότητας αφορά την κρίση που βασίζεται σε στερεότυπα. Τα στερεότυπα αποτελούν παγιωμένες απόψεις και πεποιθήσεις των ατόμων για πρόσωπα και καταστάσεις βάσει κάποιων χαρακτηριστικών που παρουσιάζουν. Το σφάλμα της αντιπροσωπευτικότητας αφορά την τάση των διευθυντικών στελεχών να εκτιμούν το πόσο πιθανό είναι ένα ενδεχόμενο ανάλογα με το βαθμό ομοιότητας του με κάποιο άλλο που έχουν αντιμετωπίσει ήδη στο παρελθόν, παρά με τη χρήση της θεωρίας των πιθανοτήτων¹⁰⁸.

Τέλος, μία από τις σοβαρότερες βουλητικές αδυναμίες είναι η υπερβολική αισιοδοξία των διευθυντικών στελεχών ή εναλλακτικά οι ευσεβείς πόθοι, δηλαδή η τάση τους να θεωρούν ότι είναι περισσότερο πιθανό να συμβούν σε αυτούς θετικά γεγονότα κι αντίστροφα παραβλέπουν την πιθανότητα εμφάνισης σε αυτούς αρνητικών γεγονότων. Η υπερβολική αισιοδοξία προέρχεται από την ψευδαίσθηση του ελέγχου κι από το σφάλμα της προσωπικής επιτυχίας. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η τάση των διευθυντικών στελεχών να καθυστερούν τον περιορισμό των εξόδων της εταιρείας σε περιόδους ύφεσης. Στον αντίποδα του σφάλματος της αισιοδοξίας βρίσκεται το σφάλμα της απαισιοδοξίας, το οποίο αφορά τη συστηματική τάση των αποφαινόμενων οργάνων να αντιμετωπίζουν τα γεγονότα με υπερβολική απαισιοδοξία, η οποία εκδηλώνεται ως υπερεκτίμηση της πιθανότητας εμφάνισης των αρνητικών αποτελεσμάτων και υποεκτίμηση της πιθανότητας των θετικών αποτελεσμάτων¹⁰⁹. Η απαισιοδοξία οδηγεί τα διοικητικά όργανα πολλές φορές στο να πάρουν απερίσκεπτα ρίσκα ή να χάσουν κερδοφόρες επενδυτικές ευκαιρίες.

3.2 Η διαχείριση των εταιρικών κινδύνων

Η διαχείριση κινδύνου αποτελεί κεντρικό τμήμα της στρατηγικής διοίκησης των επιχειρήσεων. Είναι η διαδικασία με την οποία οι επιχειρήσεις εξετάζουν μεθοδικά τους κινδύνους που συνδέονται με τις δραστηριότητές τους με στόχο να επιτύχουν το μέγιστο όφελος μέσα από κάθε δραστηριότητά

¹⁰⁸ Shefrin H. 2001 Behavioral Corporate Finance. Journal of Applied Corporate Finance 14, σελ 113-126

¹⁰⁹ Barberis N, Thaler R., 2002, A survey of behavioral finance NBER Working Paper 9222, National Bureau of Economic Research, Cambridge, p 12 https://www.nber.org/system/files/working_papers/w9222/w9222.pdf

τους. Η επιτυχία της εξαρτάται από τον βαθμό επιτυχούς προσδιορισμού και επεξεργασίας αυτών των κινδύνων. Η διαχείριση κινδύνου θα πρέπει να είναι μια συνεχώς αναπτυσσόμενη διαδικασία η οποία υλοποιείται στα πλαίσια της ευρύτερης επιχειρησιακής στρατηγικής¹¹⁰.

Βασικό συστατικό της καθημερινής λειτουργίας των επιχειρήσεων αποτελεί η έκθεση σε κίνδυνο. Για το λόγο αυτό, η σωστή διαχείριση των κινδύνων αποτελεί βασική υποχρέωση της διοίκησης προς τους μετόχους. Προκειμένου να αποφασίσει η επιχείρηση ποια στάση πρέπει να τηρηθεί απέναντι στον κίνδυνο για την αντιμετώπισή του, θα πρέπει να εκτιμηθούν οι επιπτώσεις του στην πορεία της οντότητας. Κάθε επιχειρηματική απόφαση περιλαμβάνει το στοιχείο του κινδύνου. Συνεπώς, μια αποτελεσματική διαχείριση κινδύνου μπορεί να οδηγήσει στη μείωση των αρνητικών αποτελεσμάτων και στη μείωση των πιθανοτήτων απώλειας, και ταυτόχρονα στην αύξηση των ευκαιριών και των πιθανοτήτων επίτευξης κέρδους. Αντίθετα, μια αναποτελεσματική διαχείριση κινδύνου ενδέχεται να οδηγήσει σε μειωμένα κέρδη ή ακόμα και σε χρεωκοπία μιας οικονομικής οντότητας¹¹¹.

Προϋπόθεση όμως για τη διαχείριση των εταιρικών κινδύνων αποτελεί η διάθεση των διοικούντων να αναλάβουν και να αποδεχτούν κινδύνους (risk appetite) κατά την επιδίωξη των στόχων της εταιρείας. Στη συνέχεια, γίνεται ο προσδιορισμός του κινδύνου. Με τον προσδιορισμό του κινδύνου καθορίζουν τον βαθμό έκθεσης της επιχείρησης στην αβεβαιότητα. Αυτό απαιτεί μια καλή γνώση της επιχείρησης, της αγοράς στην οποία λειτουργεί, του νομικού, κοινωνικού, πολιτικού και πολιτιστικού περιβάλλοντος στο οποίο δραστηριοποιείται, καθώς επίσης και την κατανόηση των στρατηγικών και λειτουργικών στόχων της, συμπεριλαμβανομένων των κρίσιμων παραγόντων επιτυχίας και των απειλών και ευκαιριών που σχετίζονται με την επίτευξη αυτών των στόχων. Ο προσδιορισμός του κινδύνου πρέπει να προσεγγιστεί με έναν συστηματικό τρόπο ώστε να εξασφαλιστεί ότι έχουν προσδιοριστεί όλες οι σημαντικές δραστηριότητες μέσα στην επιχείρηση και όλοι οι κίνδυνοι που απορρέουν από αυτές τις δραστηριότητες. Προϋπόθεση για τον επιτυχή προσδιορισμό του κινδύνου αποτελεί ο σαφής καθορισμός των στόχων που έχει θέσει η επιχείρηση και των προσδοκώμενων αποτελεσμάτων¹¹².

Τον επιτυχή προσδιορισμό του κινδύνου ακολουθεί η μέτρηση του κινδύνου. Για την μέτρηση του κινδύνου απαιτείται η συλλογή δεδομένων τα οποία με την κατάλληλη επεξεργασία θα δώσουν τα δεδομένα που απαιτούνται για την μέτρηση του κινδύνου. Η δυσκολία μέτρησης του κινδύνου

¹¹⁰ Πέτρου-Πελοπίδα Ε., 2016 «Εταιρική Διαχείριση Κινδύνου» σελ 15-16

¹¹¹ Αρτίκης Παναγιώτης, 2010, «Διαχείριση Αξίας και Κινδύνου», Interbooks, σελ 36

¹¹²<http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:j9g7X1TOkk8J:mba.uom.gr/el/dioikhshetairikwn/category/9-genikomba.html%3Fdownload%3D51%253Adioikhshetairikwn+%&cd=1&hl=el&ct=cInk&gl=gr>

εξαρτάται και από τους τύπους του κινδύνου που συνθέτουν τον συνολικό κίνδυνο. Όσο περισσότεροι είναι οι κίνδυνοι τόσο πιο σύνθετος γίνεται ο υπολογισμός του συνολικού κινδύνου.

Μετά τον προσδιορισμό των κινδύνων και την αξιολόγηση της πιθανότητας και του μεγέθους του αντίκτυπου ενός γεγονότος κινδύνου, στην συνέχεια θα πρέπει να ληφθεί απόφαση για την αντιμετώπιση του κινδύνου. Η αξιολόγηση του κινδύνου επομένως, χρησιμοποιείται για να αποφασίσει η επιχείρηση και εάν κάθε επιμέρους κίνδυνος πρέπει να γίνει αποδεκτός και να αντιμετωπιστεί. Η διαχείριση του κινδύνου έχει ως στόχο να καθορίσει τον τρόπο με τον οποίο η επιχείρηση θα αντιμετωπίσει τους επιμέρους κινδύνους έτσι ώστε να πετύχει την μείωση του συνολικού κινδύνου. Αυτό μπορεί κατά περίπτωση να οδηγήσει ακόμη και σε θεμελιώδεις αλλαγές του βασικού επιχειρηματικού σχεδιασμού. Η επιλογή της μεθόδου αντιμετώπισης των επιμέρους κινδύνων και η εφαρμογή της δεν κλείνει τον κύκλο των ενεργειών που συνθέτουν την διαδικασία της διαχείρισης του κινδύνου. Ο κύκλος ολοκληρώνεται με τον καθορισμό της διαδικασίας ελέγχου της διοίκησης κινδύνων. Ο συνεχής έλεγχος των κινδύνων εξασφαλίζει ότι ανιχνεύονται και αντιμετωπίζονται οι νεοεμφανιζόμενοι κίνδυνοι και ότι οι υφιστάμενες διαδικασίες διαχείρισης κινδύνου εφαρμόζονται και λειτουργούν αποτελεσματικά¹¹³.

Για να υπάρξει επιτυχημένη διαχείριση των εταιρικών κινδύνων απαιτείται όμως κατά την αλληλουχία όλων των παραπάνω σταδίων (προσδιορισμός του κινδύνου-μέτρηση του κινδύνου-αξιολόγηση συνεπειών του), οι διοικούντες να μην τελούν σε γνωστικά σφάλματα. Η διαχείριση των κινδύνων, όπως και η λήψη αποφάσεων γενικότερα, δεν μπορεί να επιφέρει τα επιθυμητά αποτελέσματα όταν οι διοικούντες στο πλαίσιο της περιορισμένης ορθολογικότητας τους παρασύρονται από γνωστικά σφάλματα. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, συμπεριφορικά σφάλματα όπως το σφάλμα της αντιπροσωπευτικότητας, το σφάλμα της διαθεσιμότητας, το φαινόμενο της αγκίστρωσης, η γνωστική ασυμφωνία, το σφάλμα της διατύπωσης, η υπερβολική αυτοπεποίθηση, η αποστροφή της απώλειας, η υπερβολική αισιοδοξία κι η υπερβολική απαισιοδοξία διαστρεβλώνουν την αντίληψη των διοικούντων μια επιχείρηση σχετικά με τα πιθανά αποτελέσματα και τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Πόλλω δε μάλλον όταν επικρατούν καταστάσεις υψηλής αβεβαιότητας, υπερπληροφόρησης, συναισθηματικής φόρτισης και πίεσης χρόνου.

Στον αντίποδα όμως των ατόμων που διακατέχονται από τη διάθεση ανάληψης κινδύνων βρίσκονται τα άτομα που παρουσιάζουν αποστροφή προς τον κίνδυνο. Η έννοια της αποστροφής του κινδύνου (risk aversion) αφορά την κατάσταση ενός επενδυτή ο οποίος όταν καλείται να επιλέξει

¹¹³ Linda Spedding, Adam Rose 2008, Business Risk Management Handbook. A sustainable approach, CIMA Publishing

μεταξύ δύο επενδυτικών επιλογών ίσης αναμενόμενης απόδοσης επιλέγει εκείνη που ενσωματώνει το μικρότερο κίνδυνο. Είναι κοινά αποδεκτό το γεγονός ότι τα άτομα στις περισσότερες περιπτώσεις αποφεύγουν τον κίνδυνο κι όταν καλούνται να αναλάβουν επιθυμούν να αποζημιωθούν γι' αυτό. Όταν για παράδειγμα καλούνται να επιλέξουν μεταξύ δύο μετοχικών τίτλων που έχουν την ίδια αναμενόμενη απόδοση θα προτιμήσουν το αξιόγραφο που ενσωματώνει το λιγότερο κίνδυνο και αντίστροφα, όταν καλούνται να επιλέξουν μεταξύ δύο μετοχικών τίτλων που έχουν τον ίδιο κίνδυνο, θα προτιμήσουν το αξιόγραφο με τη μεγαλύτερη απόδοση¹¹⁴.

Σε κάθε περίπτωση, μια πολιτική διαχείρισης κινδύνου μπορεί να διαμορφωθεί καλύτερα στο επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης, με τη συμβολή επιχειρηματικών ενώσεων και με την αποδοχή αυτών από το Διοικητικό Συμβούλιο. Οποιαδήποτε ενέργεια διαχείρισης κινδύνου, προκειμένου να είναι επιτυχημένη, πρέπει οπωσδήποτε να ευθυγραμμίζεται αποτελεσματικά με την οργανωσιακή δομή της επιχείρησης. Θα πρέπει, δηλαδή, να διαπιστώνεται ότι το πλαίσιο εταιρικής διαχείρισης κινδύνου που εφαρμόζεται είναι όσο το δυνατόν πιο αντικειμενικό, και ότι το τμήμα που είναι υπεύθυνο για το risk management διαθέτει αρκετή δύναμη μέσα στον οργανισμό, ώστε να δημιουργήσει κίνητρα για την ανάπτυξη σωστών πρακτικών risk management¹¹⁵. Από τις πιο σημαντικές πτυχές της εταιρικής διαχείρισης κινδύνου είναι και η ενσωμάτωση του κινδύνου στις αξίες και στην ηθική του οργανισμού. Θα πρέπει ουσιαστικά ο κίνδυνος να θεωρείται αναπόσπαστο κομμάτι της εταιρικής στρατηγικής. Είναι βέβαιο ότι η κουλτούρα και οι αξίες μιας οικονομικής οντότητας θεωρούνται κρίσιμα για τον προσδιορισμό της επιτυχίας της. Έτσι και η κουλτούρα στα πλαίσια του κινδύνου καθορίζει το πόσο επιτυχημένο θα είναι το πλαίσιο διαχείρισης εταιρικών κινδύνων που χρησιμοποιεί η συγκεκριμένη επιχείρηση. Στο σημείο αυτό συνδέονται οι έννοιες της Εταιρικής Διακυβέρνησης και της Εταιρικής Διαχείρισης Κινδύνων, καθώς η Εταιρική Διακυβέρνηση συμβάλλει στην αποτελεσματική λειτουργία του οργανισμού, με την ισορροπία κινδύνων – απειλών και ευκαιριών – επιβραβεύσεων.

¹¹⁴ Ackert L. F., Deaves R., 2010, Behavioral Finance: Psychology, Decision- Making and Markets, South Western Cengage Learning

¹¹⁵ Andrew Ellul, 2015, The Role of Risk Management in Corporate Governance, Annual Review of Financial in Economics, p 277-299

3.3 Το πείραμα του Milgram

Όπως καταδείχθηκε παραπάνω, η θεωρία των συμπεριφορικών οικονομικών βρίσκει εφαρμογή σε πλείστα ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης. Παράλληλα όμως εγείρονται και ζητήματα ηθικής που επηρεάζουν και πολλές φορές καθορίζουν τη συμπεριφορά των ατόμων κατά τη λήψη αποφάσεων. Το πείραμα του Milgram (1974)¹¹⁶ στην κοινωνική ψυχολογία φανερώνει την τάση των ανθρώπων να δείχνουν υποταγή σε ανώτερους τους, όπως ο εταιρικός διευθυντής, εκτελεστικά στελέχη. Η υποταγή αυτή συνδέεται με ηθικά φορτισμένες έννοιες όπως η πίστη, η εμπιστοσύνη και το καθήκον. Άλλοι παράγοντες συμπεριφοράς, όπως η γνωστική ασυμφωνία, η αμοιβαία εύνοια και η αγελαία συμπεριφορά, ενδέχεται να ενισχύσουν σημαντικά αυτήν την υποταγή¹¹⁷.

Ειδικότερα, στο πείραμα του Μίλγκραμ αποδείχτηκε η ανικανότητα της ευρείας μάζας του πληθυσμού να αντισταθεί απέναντι σε οποιοδήποτε είδος εξουσίας, υπαρκτό ή φαντασιακό. Ο Στάνλει Μίλγκραμ καθηγητής ψυχολογίας του πανεπιστημίου του Γέιλ διεξήγαγε το πείραμα το 1961. Επρόκειτο, όπως πληροφορούσε τους συμμετέχοντες για ένα πείραμα σχετικά με τις δυνατότητες της ανθρώπινης μνήμης. Στην πραγματικότητα επρόκειτο για ένα πείραμα μελέτης της υπακοής στην εξουσία και της βίαιης συμπεριφοράς που μπορεί να προκύψει από ανθρώπους υπεράνω πάσης υποψίας σε συνθήκες πίεσης και φόβου δημιουργούμενου από μία ανώτερη αρχή¹¹⁸.

Επί πληρωμή λοιπόν (4 δολάρια την ώρα) κάποιοι φοιτητές δέχθηκαν να παίξουν το ρόλο του «δασκάλου», έχοντας στη διάθεσή τους μία γεννήτρια που διοχέτευε ηλεκτρικό ρεύμα στον «μαθητευόμενο» σε αυξανόμενες δόσεις, οι τελευταίες εκ των οποίων θανατηφόρες. Ο Μίλγκραμ ήταν στο ίδιο δωμάτιο με τον «δάσκαλο» παίζοντας τον ρόλο της «ανώτερης αρχής», της υπεύθυνης για το πείραμα εξουσίας. Ο «μαθητευόμενος» ήταν για τις ανάγκες του πειράματος ηθοποιός. Ο «μαθητευόμενος» υποβαλλόταν σε ένα τεστ μνήμης. Ο «δάσκαλος» του έλεγε ζεύγη λέξεων τα οποία ήταν υποχρεωμένος να απομνημονεύει. Στην συνέχεια ο «δάσκαλος» ανέφερε μία λέξη, και ο «μαθητευόμενος» έπρεπε να αναφέρει την αντίστοιχη της, από τέσσερις πιθανές απαντήσεις. Σε κάθε λάθος λέξη ο «δάσκαλος» ήταν υποχρεωμένος να ανεβάζει κατά 15 volt την ένταση που διοχέτευε η γεννήτρια στον «μαθητευόμενο».

¹¹⁶ Μανθόπουλος Β., 2009, Επιχειρηματική Ηθική & Εταιρική Διακυβέρνηση. Λογιστικά Σκάνδαλα Αμερικανικών Εταιριών, Enron & WorldCom, σελ 55-60

¹¹⁷ Randall Morck, 2008 Behavioral finance in corporate governance: economics and ethics of the devil's advocate

¹¹⁸ Milgram, S. (1963): "Behavioral study of obedience", The Journal of Abnormal and Social Psychology,

Πρέπει να αναφερθεί ότι πάνω στη γεννήτρια υπήρχαν αντίστοιχες ενδείξεις ώστε να ξέρει πολύ καλά ο «δάσκαλος» τι συνέπειες μπορεί να υπάρξουν στον «μαθητευόμενο». Οι δύο τελευταίες ενδείξεις, των 435 και 450 βολτ είχαν την ένδειξη «XXX» που σήμαινε θάνατο. Επιπλέον οι αντιδράσεις του «μαθητευόμενου» που ήταν ηθοποιός ήταν επίτηδες τέτοιες ώστε να καθίσταται σαφές στο βασανιστή του η άσχημη σωματική και ψυχολογική του κατάσταση από το ηλεκτρικό ρεύμα που δεχόταν.

Συνήθως ο «μαθητευόμενος» ξεκικούσε καλά στο τεστ, αλλά όσο οι λέξεις πέραγαν, άρχιζε να δυσκολεύεται, να κάνει λάθη και να μη θυμάται. Τα λάθη αυξάνοταν και μαζί και τα βολτ που διοχέτευε ο «δάσκαλος». Αλλά και κάποιοι που άκουγαν τον βασανιζόμενο να διαμαρτύρεται και να ουρλιάζει και δεν δέχτηκαν να συνεχίσουν, είχαν την παρότρυνση της «εξουσίας», του καθηγητή Μίλγκραμ.

Ο Μίλγκραμ χρειάστηκε να πιάσει κάποιους από τους «δασκάλους» προκειμένου να αυξήσουν την ένταση των βολτ όταν τα λάθη συνεχίζονταν. Κάποιοι συνέχιζαν κάτω από πίεση το πείραμα-βασανισμό, ενώ οι περισσότεροι συνέχιζαν ανακουφισμένοι τις ηλεκτροφόρες δόσεις, όταν έπαιρναν τη διαβεβαίωση από την «ανώτερη αρχή», ότι αυτή είναι η απολύτως υπεύθυνη: «Συνεχίστε, εγώ είμαι ο υπεύθυνος» είπε σε κάποιους βασανιστές ο Μίλγκραμ.

Ο «μαθητευόμενος» – βασανιζόμενος άρχισε να διαμαρτύρεται πολύ έντονα στις δόσεις άνω των 150 βόλτ, ενώ κοντά στα 300 βολτ άρχισε να δείχνει πλήρη άρνηση να συνεργαστεί πλέον με τον βασανιστή του. Καθώς τα βολτ πλησιάζουν τα 400 ο βασανιστής συνεχίζει, έστω και αν ο βασανιζόμενος έχει σταματήσει να αντιδρά, πιθανώς να έχει μείνει αναίσθητος ή ακόμα και να έχει πεθάνει.

Τα αποτελέσματα όμως του πειράματος σχετικά με την υπακοή στην ανώτατη αρχή, ήταν σοκαριστικά. Σε έρευνες και δημοσκοπήσεις που είχε διεξάγει ο Μίλγκραμ προ του πειράματος, οι ερωτηθέντες είχαν εκτιμήσει πως ούτε το 0,01% των συμμετεχόντων σε ένα τέτοιο πείραμα θα έφταναν να διοχετεύσουν μια θανατηφόρα «δόση» των 450 βολτ. Η γενικευμένη θεωρία που επικρατούσε μέχρι τότε στους ψυχολόγους, επηρεασμένη κυρίως από μελέτες των θηριωδιών των Ναζί στον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο, ήταν ότι έπρεπε να είναι κάποιος τρελός ή ψυχοπαθής προκειμένου να φτάσει στο σημείο να σκοτώσει άνθρωπο.

Τα αποτελέσματα στο πείραμα όμως ήταν τελείως διαφορετικά και αρκούντως ανησυχητικά. Μόλις το 5% των «δασκάλων» – βασανιστών αρνήθηκαν να συνεχίσουν το πείραμα έως το τέλος. Το 63% (οι 26 από τους συνολικά 40) έφτασε –με πίεση του Μίλγκραμ ή όχι- να διοχετεύσει και τη θανατηφόρα δόση. Όλοι ανεξαιρέτως, ξεπέρασαν τα 300 βολτ. Ο «μαθητευόμενος» – βασανιζόμενος ως ηθοποιός αντιδρούσε κατάλληλα σε κάθε νέα δόση. Οι «δάσκαλοι» παρά το γεγονός ότι ήξεραν ότι

υπάρχει πιθανότητα να σκοτώσουν τον βασανιστή, συνέχιζαν να ακούν τον Μίλγκραμ, που είχε στο πείραμα το ρόλο της ανώτερης αρχής.

Ο Μίλγκραμ δέχτηκε πάρα πολλές κατηγορίες για την ηθική πλευρά του πειράματος, έστω και αν την ίδια περίοδο διεξάγονταν στην αμερικανική επικράτεια δεκάδες παρόμοια άλλα πειράματα. Το πείραμά του όμως απέδειξε την ισχύ της θεωρίας του κονφορμισμού, σύμφωνα με την οποία, όταν ένας πολίτης είναι ανίκανος να πάρει αποφάσεις σε καταστάσεις πίεσης και κρίσης, μοιραία υπακούει τις εντολές κάποιου ανώτερου στην ιεραρχία, στην προκειμένη περίπτωση του Μίλγκραμ, ο οποίος δρούσε σαν ανώτατη αρχή των βασανιστών – «δασκάλων».

Απέδειξε επίσης την αίσθηση υπακοής στην οποία υπόκειται μεγάλο μέρος του πληθυσμού σε καταστάσεις πίεσης. Ο Μίλγκραμ συμπέρανε ότι σε κατάσταση κρίσης, στην ώρα δηλαδή διεξαγωγής του πειράματος, οι περισσότεροι έβλεπαν τους εαυτούς τους απλώς ως εκτελεστικά όργανα κάποιας ανώτερης αρχής, χωρίς να θεωρούν εαυτούς υπεύθυνους για τις πράξεις τους. Ο βασανιστής δηλαδή υπάκουγε απλώς τον πειραματιστή, θεωρώντας μάλιστα πως αυτός θα είναι ο υπεύθυνος για οτιδήποτε συμβεί στο θύμα. Κατά τον Μίλγκραμ η απόσχιση της προσωπικής ευθύνης αποτελεί και την κρίσιμη «καμπή» στα όρια υπακοής – και άρα μετέπειτα χειραγώγησης – του ατόμου.

Το πείραμα του Μίλγκραμ επανήλθε πολλές φορές στην επικαιρότητα, τόσο στις φιλικές της Ουάσινγκτον χούντες της Λατινικής Αμερικής που ξεκίνησαν εκείνη την εποχή (από τη Βραζιλία το 1964 και τις χώρες του Νότιου Κώνου αργότερα), όσο και στις πρακτικές του στρατού των Η.Π.Α. στο Βιετναμ και ιδίως στη σφαγή του Μάι Λάι. Σε αντίθεση με άλλα παρόμοια ψυχολογικά πειράματα πάντως δεν επηρέασε μακροπρόθεσμα την ψυχοσύνθεση των συμμετεχόντων. Απέδειξε όμως κάτι εξαιρετικά σημαντικό: ότι ο φόβος και η πίεση είναι οι καλύτεροι συνεργοί της υπακοής σε μια ανώτερη αρχή ανεξαρτήτως των χαρακτηριστικών της τελευταίας, αλλά και οι χειρότεροι εχθροί της ανεξάρτητης σκέψης και λογικής¹¹⁹.

Τα εντυπωσιακά και απροσδόκητα ευρήματα του Μίλγκραμ κατέδειξαν το σημαντικό ρόλο που παίζουν οι πηγές κύρους και εξουσίας στη διαμόρφωση της συμπεριφοράς και το βαθμό στον οποίο είναι δυνατόν απλοί άνθρωποι να φτάσουν σε ακραίες συμπεριφορές εκτελώντας απλώς «εντολές» και «οδηγίες». Γιατί όμως οι συμμετέχοντες στα πειράματα αυτά συνέχισαν να υπακούουν στον πειραματιστή, παρόλο που το έργο αυτό τους ήταν εξαιρετικά δυσάρεστο; Ανάμεσα στους διαφορετικούς παράγοντες που υποδεικνύει ο Milgram, σημαντικότερος είναι η νοητική προσαρμογή που κάνουν τα άτομα και χάρη στην οποία παύουν να βλέπουν τον εαυτό τους ως υπεύθυνο για τις πράξεις τους. Το άτομο που υπακούει βλέπει τον εαυτό του ως «ενδιάμεσο» μιας εξωτερικής εξουσίας,

¹¹⁹ <https://solon.org.gr/2012/07/16/to-peirama-milgkram-i-ypakoi-stin-eksousia-kai-tis-arches/>

εγκλωβισμένο σε μειονεκτική θέση, με αποτέλεσμα τη μετάθεση της αίσθησης ευθύνης. Ο Μίλγκραμ υποστηρίζει ότι το άτομο που βρίσκεται σε μια τέτοια κατάσταση βλέπει τον εαυτό του ως «όργανο» που εκτελεί τις επιθυμίες ή τις εντολές κάποιου άλλου. Το άτομο σε μια τέτοια κατάσταση θεωρεί υπεύθυνο για τις δικές του πράξεις αυτόν που βρίσκεται σε υψηλότερη θέση από το ίδιο και του οποίου τις επιθυμίες και εντολές εκτελεί.

Τα πειράματα του Milgram στην κοινωνική ψυχολογία δείχνουν ότι η ανθρώπινη φύση έχει μια τάση υποταγής στην εξουσία. Η υπακοή στην εξουσία που προκαλείται από ηθικές έννοιες όπως η πίστη, η αφοσίωση και η ευθύνη συχνά οδηγούν σε ολοκληρωτικά ανήθικες συμπεριφορές των ανθρώπων. Ωστόσο, οι άνθρωποι συχνά επικαλούνται αυτές τις έννοιες για να υποστηρίξουν τις συμπεριφορές τους. Αυτό συνδέεται με το γεγονός ότι τα διοικητικά συμβούλια χρησιμοποιούν την πίστη τους στον Διευθύνοντα Σύμβουλο για να υποστηρίξουν προφανή λανθασμένη στρατηγική της επιχείρησης. Ο Διευθύνων Σύμβουλος βασίζεται στο διοικητικό συμβούλιο. Αντίστοιχα, τα διοικητικά συμβούλια είναι υπόλογα προς τον Διευθύνοντα Σύμβουλο. Για να είναι αποτελεσματικότερη όμως η εταιρική διακυβέρνηση θα πρέπει να αποδυναμωθεί αυτή η σχέση αλληλεξάρτησης.

Η εταιρική διακυβέρνηση θέλοντας να εκπληρώσει τον σκοπό που δημιουργήθηκε στράφηκε σε θέματα που αφορούν καθαρά την οργάνωση, την λειτουργία και τον έλεγχο της εταιρείας χωρίς να έχει συμπεριλάβει την διαφορετικότητα των υποκειμενικών στόχων του ατόμου. Αυτό οδήγησε στην μετάδοση της ευθύνης από το άτομο στην εταιρεία και αντίστροφα. Τα λανθασμένα πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης οδηγούν όχι μόνο σε οικονομική κατάρρευση των εταιρειών αλλά και σε μια υποβάθμιση της ποιοτικής και ποσοτικής παροχής υπηρεσιών προς την κοινωνία και το περιβάλλον.

Σύμφωνα με όσα παρατέθηκαν παραπάνω, το πείραμα του Μίλγκραμ μπορεί να εξηγήσει αρκετά την συμπεριφορά των στελεχών που εμπλέκονται σε υποθέσεις απατής και εξαπάτησης. Αυτό συμπεραίνεται από την άποψη ότι τα ανώτερα στελέχη ποτέ δεν έχουν, ούτε θα έχουν την ευθύνη των πράξεων τους, εφόσον τους το επιτρέπει μια πολιτική, μεγιστοποίησης των κερδών της εταιρείας. Δηλαδή η ανάληψη ευθύνης από μέρους των ανώτερων στελεχών όσον αφορά την απατή και εξαπάτηση μεταβιβάζεται, στην πολιτική της εταιρείας και εν συνεχεία στην ίδια την εταιρεία.

3.4 Το σκάνδαλο Enron

Η περίπτωση της Enron¹²⁰ είναι η ιστορία μιας εταιρείας που χρησιμοποίησε την πολιτική της επιρροή για να ελευθερωθεί από τους κρατικούς περιορισμούς στη λειτουργία της και μετά εκμεταλλεύτηκε την ελευθερία της υιοθετώντας παράνομες, αλλά εξαιρετικά κερδοφόρες, πρακτικές.

Η μεγάλη και πασίγνωστη εταιρεία ενέργειας Enron παλαιότερα ήταν πρότυπο κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής φιλανθρωπίας. Κάθε χρόνο η εταιρεία παρουσίαζε την Ετήσια Αναφορά Εταιρικής Ευθύνης. Η πιο πρόσφατη, και δυστυχώς η τελευταία, διαβεβαίωνε ότι η εταιρεία θα μείωνε τις εκπομπές αερίων θερμοκηπίου και θα υποστήριζε πολυμερείς συμφωνίες για την προσπάθεια αποφυγής της κλιματικής αλλαγής. Η εταιρεία δεσμεύτηκε περαιτέρω ότι θα ασχοληθεί με θέματα ανθρωπίνων δικαιωμάτων, προστασίας του περιβάλλοντος, υγείας και ασφάλειας, βιοποικιλίας, δικαιωμάτων των ιθαγενών και διαφάνειας στον πυρήνα των επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων. Γι' αυτό δημιούργησε ένα καλοστελεχωμένο εργατικό δυναμικό για την κοινωνική ευθύνη, το οποίο θα παρακολουθούσε και θα πραγματοποιούσε τα προγράμματα αυτά. Η εταιρεία υποστήριζε την ανάπτυξη των εναλλακτικών μορφών ενέργειας και το ότι είχε συμβάλει στη δημιουργία του «Επιχειρηματικού Συμβουλίου» για τη «Διατήρηση της Ενέργειας». Απολογήθηκε για το γεγονός ότι έχυσε 29.000 βαρέλια πετρέλαιο στη Νότια Αμερική και υποσχέθηκε ότι κάτι τέτοιο δε θα ξανασυνέβαινε, ενώ ανακοίνωσε τη συνεργασία της με περιβαλλοντικές μη κυβερνητικές οργανώσεις, οι οποίες θα τη βοηθούσαν στην παρακολούθηση των λειτουργιών της. Περιέγραφε τη γενναιόδωρη υποστήριξή της στις κοινότητες και στις πόλεις στις οποίες είχε εργοστάσια, με την επιχορήγηση τεχνών, οργανισμών, μουσείων, εκπαιδευτικών ιδρυμάτων, περιβαλλοντικών ομάδων και πολλών άλλων σκοπών ανά τον κόσμο. Η εταιρεία, η οποία πάντα θεωρούνταν ένα από τα καλύτερα μέρη για να εργάζεται κανείς σε όλη την Αμερική, προώθησε δυναμικά μια διαφορετική άποψη στο εργασιακό πεδίο. «Πιστεύουμε» ανέφερε η έκθεση «ότι η εταιρική ηγεσία θα πρέπει να θέσει το παράδειγμα για την αρχή της κοινωνικής υπηρεσίας»¹²¹.

Δυστυχώς, το πρότυπο της κοινωνικής ευθύνης της Enron δεν μπόρεσε να συνεχίσει τις αγαθοεργίες της, έπειτα από την παταγώδη κατάρρευσή της λόγω της απληστίας, της υπεροψίας και της εγκληματικής δράσης των στελεχών της. Η ιστορία της Enron αποδεικνύει το τεράστιο κενό που υπάρχει μεταξύ μιας πολύ έξυπνα καλλιεργημένης θετικής εικόνας της εταιρείας και της πραγματικής

¹²⁰ Μανθόπουλος Β., 2009, Επιχειρηματική Ηθική & Εταιρική Διακυβέρνηση. Λογιστικά Σκάνδαλα Αμερικανικών Εταιριών, Enron & WorldCom, σελ 61-74

¹²¹ https://www.economistas.gr/diethni/8672_enron-i-istoria-mias-adianoitis-etairikis-apatis

της λειτουργίας, κάτι που καθιστά τη δυσπιστία απέναντι στην εταιρική κοινωνική ευθύνη τουλάχιστον βάσιμη.

Υπάρχει, ωστόσο, ένα μεγαλύτερο μάθημα από την κατάρρευση της Enron, πέρα από το να είμαστε απλώς σκεπτικοί όσον αφορά το ζήτημα της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης. Παρόλο που η εταιρεία ήταν περιβόητη για την αλαζονεία και την ανηθικότητα των στελεχών της, οι πραγματικοί λόγοι της κατάρρευσης της πρέπει να αναζητηθούν στα κοινά χαρακτηριστικά που έχουν όλες οι εταιρείες : στη μανία για το κέρδος και τις τιμές των μετοχών, στην απληστία, στην έλλειψη ενδιαφέροντος για οποιονδήποτε καθώς και στην τάση παραβίασης των νομικών κανόνων. Τα χαρακτηριστικά αυτά έχουν τις ρίζες τους στο θεσμικό πολιτισμό των εταιρειών ο οποίος υπερεκτιμά το ιδιοτελές συμφέρον και ακυρώνει το ηθικό ενδιαφέρον. Χωρίς αμφιβολία η Enron έφτασε στα όρια αυτά τα χαρακτηριστικά φτάνοντας στην αυτοκαταστροφή. Για μια εταιρεία η συμμόρφωση με το νόμο, όπως και με οτιδήποτε άλλο, είναι θέμα εκτίμησης του κόστους και των κερδών. Όταν τα στελέχη των εταιρειών αποφασίζουν για το αν θα υπακούσουν το νόμο ή θα τον παραβιάσουν, «συμπεριφέρονται ορθολογικά και ... καταλήγουν στις αποφάσεις τους με βάση την οικονομική αποδοτικότητα», που σημαίνει ότι εξετάζουν «ποιο είναι το πρόστιμο, ποια είναι η πιθανότητα να μας πιάσουν, πόσο θα μας στοιχίσει αυτό, πόσο θα μας στοιχίσει αν συμμορφωθούμε με το νόμο και ποιο από τα δύο είναι το μεγαλύτερο κόστος;»¹²².

Οι ανήθικες συμπεριφορές έχουν άμεση σχέση με τα κίνητρα των ατόμων. Οι θεωρίες που εφαρμόζονται από τις εταιρίες για την ανταμοιβή των υπάλληλων αν εκπληρώσουν τους στόχους (που έχει θέσει η ίδια η εταιρεία) οδηγούν τα άτομα στην υποκίνηση του ίδιου τους του εαυτού και κατ' επέκταση στην εκπλήρωση του στόχου, έστω και αν οι πράξεις τους είναι παράνομες ή αθέμιτες (αρκεί αυτό να μην βλάπτει την εταιρεία).

Τα παραπάνω συσχετίζονται άμεσα με τη θεωρία της Δημόσιας Επιλογής (Public Choice Theory)¹²³ και με το πρόβλημα της προσοδοθηρίας με το οποίο αυτή ασχολήθηκε. Η προσοδοθηρία ορίζεται ως η δραστηριότητα ατόμων (συνήθως οργανωμένων σε ομάδες πίεσης) που σκοπό έχει να

¹²²<http://eranistis.net/wordpress/2018/08/28/%CE%BF%CE%BC%CE%AF%CE%BB%CF%84%CE%BF%CE%BD-%CF%86%CF%81%CE%AF%CE%BD%CF%84%CE%BC%CE%B1%CE%BD-%CE%BA%CE%B1%CE%B9-%CF%84%CE%BF-%CF%84%CE%B5%CE%BB%CE%B9%CE%BA%CF%8C-%CE%B6%CE%B7%CF%84%CE%BF%CF%8D%CE%BC/>

¹²³ Αποτελεί κλάδο του πλέον επιτυχημένου μεταπολεμικά επιστημονικού παραδείγματος στο χώρο των κοινωνικών επιστημών, δηλαδή της «Θεωρίας της Ορθολογικής Επιλογής» (Rational Choice Theory). Η σχολή της δημόσιας επιλογής και η συγγενής σχολή των «Συνταγματικών Οικονομικών» (Constitutional Economics) επιχειρούν, με τη βοήθεια της οικονομικής επιστήμης, να περιγράψουν και να εξηγήσουν την πολιτική συμπεριφορά και την πολιτική διαδικασία σε δημοκρατικά και αυταρχικά καθεστάτα, αλλά και να προτείνουν λύσεις σε προβλήματα (κυρίως αντιπροσώπευσης) των κοινοβουλευτικών δημοκρατικών διαδικασιών. Συγκεκριμένα, εφαρμόζουν μικροοικονομικές θεωρίες στην ανάλυση της πολιτικής συμπεριφοράς και ιδίως στη σχέση ψηφοφόρου και πολιτικού. Έτσι, χρησιμοποιώντας εργαλεία της οικονομικής επιστήμης, επεξεργάζονται ζητήματα που μέχρι πρόσφατα υπάγονταν στην αρμοδιότητα των νομικών και των πολιτικών επιστημόνων

επιρεάσει την κρατική πολιτική προς ίδιον όφελος – συνήθως για τη διατήρηση των προνομίων τους, αλλά όχι σπάνια και για την επίτευξη ειδικής μεταχείρισης έναντι του υπόλοιπου πληθυσμού. Η Anne Krueger βάπτισε το φαινόμενο αυτό *rent-seeking* (δηλ. προσοδοθηρία) σ' ένα περίφημο άρθρο της που δημοσιεύτηκε το 1974. Η προσοδοθηρία ακούγεται σαν μια περιέργη σπάνια ασθένεια και αυτό ακριβώς είναι. Μια ασθένεια που καταστρέφει αργά αλλά σταθερά τις οικονομίες των «νοσούντων» κρατών καθώς τα κατατρώγει εσωτερικά, διαλύοντας όχι μόνο την οικονομία αλλά και την κοινωνία. Η παρουσία του φαινομένου αυτού (καθόλου άγνωστου στην Ελλάδα!) αποτελεί τυπικό χαρακτηριστικό των καπιταλιστικών δημοκρατιών. Σε ορισμένες μάλιστα χώρες έχει θεσμοποιηθεί (π.χ. τα λόμπι στις ΗΠΑ). Πέραν της θεωρίας της δημόσιας επιλογής έχει παρατηρηθεί από το σύνολο των πολιτικών επιστημόνων το φαινόμενο οι ομάδες με κοινά συμφέροντα, και βέβαια οι μεγάλες επιχειρήσεις, να χρησιμοποιούν κάθε μέσο για να αναγκάσουν το κράτος, τη νομοθετική και τη δικαστική εξουσία και τη γραφειοκρατία του δημοσίου να εξυπηρετήσει τα συμφέροντά τους. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι επιχειρούν (και συχνότατα το πετυχαίνουν) να μεταβιβάσουν ένα μεγάλο μέρος του εθνικού πλούτου από τον υπόλοιπο πληθυσμό (την αδύναμη πλειοψηφία) στα μέλη τους. Το εντυπωσιακό με το φαινόμενο της προσοδοθηρίας, όπως το μελετά η θεωρία της δημόσιας επιλογής, είναι η επισήμανση της αδυναμίας της πλειοψηφίας απέναντι σε ισχυρές μειοψηφίες. Όπως αναφέραμε, η επιτυχία της προσοδοθηρίας βασίζεται στο γεγονός ότι τα μέλη των ομάδων πίεσης έχουν ζωτικά συμφέροντα για κάποιο συγκεκριμένο θέμα, το οποίο για την πλειοψηφία μοιάζει καταρχήν αδιάφορο¹²⁴.

Εν κατακλείδι, το σκάνδαλο της Enron χρειάζεται να προσεγγιστεί από δυο πλευρές για να κατανοηθεί η συσσωρευμένη και πρωτόγνωρη άπατη. Η μια προσέγγιση αφορά τις λανθασμένες επενδυτικές κινήσεις και η άλλη τις τεχνικές εξαπάτησης. Στην περίπτωση αυτή η αίτια της κατάρρευσης δεν ήταν μονό από την παντελή έλλειψη ηθικής και εταιρικής διακυβέρνησης από τα στελέχη, ούτε την έλλειψη των απαραίτητων ικανοτήτων των στελεχών στο να ελαχιστοποιήσουν τα λάθη. Η αιτίαση είχε να κάνει περισσότερο με την υπεροψία που διακατείχε την εταιρεία καθώς και από το γεγονός ότι δεν συνέλαβε ότι ο νόμος της βαρύτητας ισχύει ακόμα και για την οικονομία. «Όσο πιο ψηλά πετάξεις τόσο μεγαλώνει η ταχύτητα και η απόσταση της πτώσης». Έτσι ακριβώς έγινε και στην περίπτωση της Enron. Πολλές εταιρείες στην οικονομία υπερίπτανται ως «φούσκες». Άλλες σκάνε και άλλες δεν πέφτουν ποτέ γιατί μάλλον το επιτρέπουν οι «νόμοι της αγοράς». Αν το θέσουμε φαντασιακά η περίπτωση της Enron θα παρομοιαζόταν με μια φούσκα από ατσάλι η οποία είχε εκτοξευθεί πολύ ψηλά μέσω των πρακτικών της αλλά κάποια στιγμή έμελλε να πέσει στην γυάλινη

¹²⁴ Α. Χατζής, 2012, Πολιτική χωρίς ρομαντισμό, Διανεμητικές Συσπειρώσεις και Προσοδοθηρία, Τόμος τιμητικός Πέτρου Ι Παραρά,

οικονομία η οποία ήταν ήδη ραγισμένη από άλλες προηγούμενες σφαίρες. Το παράδειγμα της Enron το ακλούθησε και άλλη μια εταιρεία του τηλεπικοινωνιακού κλάδου και η οποία αναλύεται στο επόμενο κεφάλαιο.

3.5 Το σκάνδαλο της WorldCom

Όπως αναλύθηκε ανωτέρω και βάση της επιστήμης της κοινωνικής ψυχολογίας, διαπιστώθηκε ότι το υποκινημένο άτομο από την εταιρεία, όταν μεταθέτει την ευθύνη των πράξεων του σε τρίτους ή σε άλλα νομικά πρόσωπα, δεν αλλάζει το μέγεθος της προσωπικής του ευθύνης. Αυτό επισημαίνεται για τον λόγο του ότι όταν ένα άτομο δεν φέρει καμιά ευθύνη για τις πράξεις του αυτόματα καθίσταται πλήρως ανήθικος. Το τι επιπτώσεις μπορεί να έχει η ανηθικότητα του υποκινημένου ατόμου φαίνεται από τις μελέτες των περιπτώσεων της Enron και της WorldCom¹²⁵. Η γενεσιουργός αιτία των λογιστικών σκανδάλων ήταν τα διεστραμμένα κίνητρα των στελεχών στην πραγματοποίηση των στόχων που είχαν θέσει¹²⁶.

Το 1996 η Betty Vinson προσλήφθηκε ως λογίστρια σε μια μικρή επιχείρηση που ειδικεύοταν στις υπεραστικές τηλεφωνικές κλήσεις. Η μικρή αυτή επιχείρηση έμελλε να εξελιχθεί στο γίγαντα των τηλεπικοινωνιών WorldCom, ο οποίος χρεοκόπησε στις 22 Ιουλίου 2002 υπό το βάρος λογιστικών απατών ύψους 11 δις δολαρίων. Η Vinson, από το τέλος του 2000 και για 18 μήνες, υπέκυπτε στις πιέσεις των ανωτέρων της να εισάγει αναληθείς λογιστικές εγγραφές στα βιβλία, γεγονός που οδήγησε στην πλασματική αύξηση των κερδών τουλάχιστον κατά 3,8 δις δολάρια. Ο Εισαγγελέας James Comey, που διερεύννησε την υπόθεση της Vinson, σε πρόσφατη ομιλία του προς τα στελέχη της Wall Street, δήλωσε ότι «η εκτέλεση εντολών δεν αποτελεί δικαιολογία για την παράκαμψη του νόμου». Η Vinson πολύ σύντομα απέκτησε τη φήμη της σκληρά εργαζόμενης και ευσυνείδητης υπαλλήλου, όπως αναφέρει πρώην συνεργάτης της. Μέσα σε δύο χρόνια από την πρόσληψή της προήχθη σε Διευθύντρια του Λογιστικού Τμήματος, με βασικά καθήκοντα την καταγραφή τριμηνιαίων αποτελεσμάτων και την ανάλυση των λειτουργικών εξόδων και των προβλέψεων (αποταμιευτικοί λογαριασμοί που χρησιμοποιούνται για κάλυψη συγκεκριμένων δαπανών). Από τη νέα της θέση λογοδοτούσε άμεσα στον Buford Yates, όπως και ο υπεύθυνος λογιστής για τα πάγια κεφάλαια, Troy Normand.

¹²⁵ Μανθόπουλος Β., 2009, Επιχειρηματική Ηθική & Εταιρική Διακυβέρνηση. Λογιστικά Σκάνδαλα Αμερικανικών Εταιριών, Enron & WorldCom, σελ 76-80

¹²⁶<https://www.theguardian.com/business/2002/aug/09/corporatefraud.worldcom2>

Τα δεδομένα της εργασίας τους άλλαξαν δραματικά στα μέσα του 2000, με τη διαφαινόμενη κρίση του κλάδου τηλεπικοινωνιών και τα υπέρογκα τέλη ενοικίασης (leasing) ξένων τηλεφωνικών δικτύων, που διαρκώς αυξάνονταν ως ποσοστό των εσόδων. Σοβαρό χτύπημα δέχτηκε επίσης η ρευστότητα της εταιρείας το τρίτο τετράμηνο του 2000, όταν χρεοκοπημένοι πελάτες άφησαν απλήρωτους λογαριασμούς αξίας 685 δις δολαρίων. Για να απαντήσουν σε αυτές τις πιέσεις, οι Vinson, Normand και Yates επιδόθηκαν σε προσπάθειες μείωσης των δαπανών, καταφέροντας τελικά να εξοικονομήσουν 50 εκ. δολάρια, ποσό ελάχιστο συγκριτικά με το στόχο κερδών που ανερχόταν σε πολλές εκατοντάδες εκατομμύρια δολάρια. Τον Οκτώβριο ο Yates ενημέρωσε τους δύο υφιστάμενους του ότι πρόθεση του Controller David Myers και του CFO Scott Sullivan ήταν να χρησιμοποιηθούν 828 εκ. δολάρια από το λογαριασμό προβλέψεων για τα τέλη ξένων δικτύων, προκειμένου να καλυφθούν άλλα τρέχοντα οργανικά έξοδα. Η ενέργεια αυτή θα αντιστοιχούσε σε πλασματική αύξηση των εσόδων για το τρίμηνο και αντίστοιχη μείωση των εξόδων.

Αρχικά οι Vinson και Normand εξέφρασαν τις επιφυλάξεις τους, καθώς οι λογαριασμοί προβλέψεων για ζημιές δημιουργούνται όταν η διοίκηση έχει βάσιμο λόγο να πιστεύει ότι αναμένονται προβλήματα σε κάποια επιχειρηματική μονάδα και η χωρίς λόγο μείωσή τους αποτελεί κακή λογιστική πρακτική. Η μεταφορά τελικά έγινε όταν ο Yates, αν και δήλωσε ότι δεν αισθανόταν άνετα, συμφώνησε, καθώς ο CFO τον είχε διαβεβαιώσει ότι τίποτα ανάλογο δε θα συνέβαινε ξανά.

Στις 26 Οκτωβρίου 2000, όταν η επιχείρηση ανακοίνωσε τα αποτελέσματα του τρίτου τριμήνου, οι δύο λογιστές έκαναν γνωστή στον Yates την πρόθεσή τους να παραιτηθούν. Σε σύντομη συνάντηση στο διάδρομο που είχε μαζί τους ο CEO Bernard Ebbers, ορκίστηκε ότι δε θα τους ξανάβαζε σε αυτή τη θέση, ενώ όταν τους κάλεσε ο CFO στο γραφείο του για να τους μεταπέσει, τους εξήγησε ότι βρίσκονταν στο μέσο μιας προσπάθειας εξυγίανσης και θα ήταν ελεύθεροι να φύγουν όταν αυτή τελειώσει, αλλά όχι πριν. Ανέλαβε όλη την ευθύνη για τις πράξεις τους και τους καθησύχασε για άλλη μια φορά, λέγοντας ότι δεν έκαναν στην ουσία κάτι παράνομο και ότι δεν υπήρχε περίπτωση να τους ζητηθεί ξανά να επέμβουν στους λογαριασμούς, αφού οι προβλέψεις για το τελευταίο τρίμηνο είχαν ήδη μειωθεί περίπου στο μισό. Αν επέμενε στην απόφασή της η Vinson θα έπρεπε να απαρνηθεί το μισθό της. Με αυτά τα δεδομένα εκλογίκευσε στη συνείδησή της, την απάτη, βασιζόμενη και στην αδαμάντινη (ως εκείνη τη στιγμή) φήμη του Sullivan ως CFO και συνέχισε κανονικά την εργασία της.

Όταν όμως έφτασε το τέλος του πρώτου τριμήνου 2001, ήταν πλέον εμφανές ότι θα έπρεπε να ετοιμάσει και άλλες παραπλανητικές καταστάσεις. Τα έσοδα εξακολουθούσαν να μειώνονται, το κόστος ενοικίασης γραμμών ως ποσοστό των εσόδων βρισκόταν πολύ πάνω από το στόχο του 42%, περιθώρια μείωσης του κόστους λειτουργίας δε διαφαινόταν και τα παχιά αποθεματικά για ζημιές δεν ήταν πλέον διαθέσιμα. Όλα αυτά δημιουργούσαν μια «μαύρη τρύπα» 771 εκ. δολαρίων. Για να

αναστρέψει τη ζοφερή αυτή κατάσταση ο CFO κατέφυγε πάλι στον εικονικό παράδεισο της «δημιουργικής λογιστικής». Οι Γενικά Παραδεκτές Λογιστικές Αρχές θα επέβαλαν να λογιστεί η ενοικίαση των γραμμών ως λειτουργικό έξοδο, μειώνοντας άμεσα το τρέχον κέρδος κατά 771 εκ. δολάρια. Ο Sullivan απεναντίας αποφάσισε να εμφανισθούν αυτά τα έξοδα ως κεφαλαιακές δαπάνες, που αποσβένονται μειώνοντας το εισόδημα σε μεγάλο βάθος χρόνου και άρα θα επηρέαζαν οριακά μόνο το τρέχον κέρδος.

Κανείς από τους λογιστές δεν ήταν χαρούμενος με τη νέα απόφαση, αλλά παρά την αρχική τους άρνηση να την εκτελέσουν, τελικά αλλοίωσαν έτσι τις εγγραφές ώστε να φαίνεται ότι τον προηγούμενο Φεβρουάριο πραγματοποιήθηκαν αγορές Κεφάλαιου (επένδυση στο ιδιόκτητο τηλεφωνικό δίκτυο). Η Vinson χωρίς να παραιτηθεί ή να ενημερώσει την κεφαλαιαγορά, ετοίμαζε το βιογραφικό της. Κατανοούσε ότι αυτή η κατάσταση δεν μπορούσε να συνεχίζεται για πάντα. Τα υπόλοιπα τρίμηνα του 2001 δε διέφεραν σε τίποτα από το πρώτο. Θέλοντας κάθε φορά οι λογιστές να πιστέψουν ότι αυτή είναι η τελευταία παρατυπία στην οποία υποχρεώνονται να προβούν, μετέφεραν στους κεφαλαιακούς λογαριασμούς 560 εκ. δολ. το δεύτερο τρίμηνο, 743 εκ. το τρίτο και 941 εκ. το τέταρτο. Όταν κυκλοφόρησε το οικονομικό πρόγραμμα του CFO για το 2002, έγινε ξεκάθαρο τουλάχιστον στους λογιστές, ότι δε θα μπορούσαν να πιάσουν τους στόχους αν δεν έκαναν και νέες παρ'άτυπες μεταφορές κεφαλαίων. Αλλά είχαν ήδη κάνει πολλά. Ο Yates, η Vinson και ο Normand συμφώνησαν αμετάκλητα να μην πειράζουν ξανά τα βιβλία και να βρουν καινούρια εργασία, οπουδήποτε αλλού. Οι εξελίξεις όμως τους πρόλαβαν. Στις 12 Μαρτίου 2002 η υποψιασμένη μετά το φιάσκο της Enron, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) ξεκινά έρευνες των λογιστικών πρακτικών της WorldCom, γεγονός που ακολουθήθηκε από την παραίτηση του Bernard Ebbers από CEO, στις 30 Απριλίου.

Το τελικό χτύπημα ήρθε στις 17 Ιουνίου, όταν η Cynthia Cooper, υπεύθυνη για τον εσωτερικό έλεγχο της εταιρείας, μαζί με τον ανεξάρτητο ελεγκτή Glyn Smith δεν πήραν ικανοποιητικές απαντήσεις για τη σκοπιμότητα των μεταφορών. Στις 24 Ιουνίου η μετοχή της εταιρείας πέφτει κάτω του ενός δολαρίου, ενώ την επόμενη μέρα οι δικηγόροι της WorldCom ενημέρωναν τη SEC ότι οι δύο ελεγκτές εντόπισαν λογιστικές απάτες, που ουσιαστικά φούσκωναν το εισόδημα προ φόρων κατά περίπου 3.055 δις. δολάρια το 2001 και 797 εκατ. δολάρια το πρώτο τρίμηνο του 2002. Οι 3 λογιστές, εκπροσωπούμενοι από τον πρώην εισαγγελέα Joseph Hollomon, υπογράφουν δήλωση συνεργασίας, αποκαλύπτοντας τα πάντα στις αρχές του Misissipi, με αντάλλαγμα την επιείκειά τους. Ο Hollomon γνώριζε ότι τα δικαστήρια σε αυτή την πολιτεία θα βασιζόνταν στη συναίνεσή τους και θα τους αντιμετώπιζαν ως μάρτυρες κατηγορίας. Γι' αυτό και τους έστειλε σε μια πανσιόν στην επαρχία Jackson, όπου έδωσαν ένορκες καταθέσεις σε βοηθό εισαγγελέα, παρουσία πράκτορα του FBI και αξιωματούχου της SEC. Απεναντίας, οι δικαστικοί του Manhattan, οι οποίοι κέρδισαν τη δικαιοδοσία

της εκδίκασης, συμπεριέλαβαν και τους λογιστές στη λίστα των κατηγορουμένων, με το σκεπτικό ότι αυτοί τελικά αποφάσισαν να αλλοιώσουν τους λογαριασμούς.

Στις 10 Οκτωβρίου 2002 η Vinson και ο Normand δήλωσαν ένοχοι για αδικήματα που επισύρουν ποινές φυλάκισης μέχρι και 15 έτη. Όσο για τον CEO Ebberts, υπό την καθοδήγηση του οποίου έγιναν όλα, στα 63 του καταδικάστηκε σε ποινή 25ετούς φυλάκισης. Το 2003 μετονομάστηκε σε MCI (το όνομα μιας από τις εταιρείες που είχε εξαγοράσει) και αναδύθηκε από το καθεστώς χρεοκοπίας έναν χρόνο αργότερα. Το 2005 η MCI εξαγοράστηκε από τη Verizon Communications προς 7,6 δισ. δολ.. Ανεξάρτητα, πάντως, με την έκβαση, οι συνέπειες της ιστορίας αυτής ξεπερνούν κατά πολύ τα όρια του δικαστηρίου. Η πτώχευση της WorldCom προκάλεσε κραδασμούς στις ΗΠΑ οδηγώντας σε απολύσεις 17.000 εργαζόμενων. Επιπλέον οδήγησε στην ενεργοποίηση νομοθεσίας, η οποία επέβαλε στις εταιρείες ορθολογική διακυβέρνηση. Το θεσμικό πλαίσιο που ψηφίστηκε είναι το λεγόμενο Sarbanes - Oxley Act το οποίο μετά την πτώση της WorldCom ψηφίστηκε για να αποκαταστήσει την χαμένη εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού¹²⁷.

Το παράδειγμα της WorldCom αναδεικνύει πόσο σημαντικοί είναι οι εξωτερικοί-εξωεταιρικοί ελεγκτικοί μηχανισμοί (είτε ιδιωτικοί είτε κρατικοί) για τον εντοπισμό αδικημάτων. Ενώ ο εσωτερικός ελεγκτής σταθμίζει τα εσωτερικά ζητήματα μίας οικονομικής μονάδας, ο εξωτερικός ελεγκτής προσφέρει τις υπηρεσίες του χωρίς να συσχετισθεί με τα άτομα και τους παράγοντες που προσδιορίζουν τις δυνατότητες και τις αδυναμίες μιας επιχείρησης. Η έλλειψη κάθε είδους δεσμών με τους διοικούντες την οικονομική μονάδα και την αυτοτέλεια της δράσης το απέναντι στις επιδράσεις τους αποτελούν το καλύτερο πιστοποιητικό του κύρους και της ευρύτατης χρησιμότητας και ορθότητας των πορισμάτων του. Όσο αυξάνεται η πολυπλοκότητα των οικονομικών σχέσεων τόσο περισσότερο γίνεται αναγκαία η οργάνωση και η συγκρότηση του εξωτερικού ελέγχου σε ανεξάρτητο λειτούργημα, με επαρκή και σαφώς οριοθετημένο πλαίσιο δράσης. Σήμερα, αποτελεί καθολικό αίτημα η διαύγεια στις οικονομικές συναλλαγές για το σύνολο του παραγωγικού και διοικητικού δυναμικού των επιχειρήσεων, καθώς και των ευρύτερων στρωμάτων του κοινωνικού συνόλου. Η εξασφάλιση αυτή ανεβάζει την στάθμη των προσδοκιών και των απαιτήσεων των πελατών των εξωτερικών ελεγκτών¹²⁸.

Παρά την κατάρρευση των εταιρειών Enron, WorldCom και της εταιρείας που έλεγχε αυτές Arthur Andersen, παρά την παραδειγματική τιμωρία των ηθικών αυτουργών και παρά τους νόμους και τα διατάγματα που ψηφίστηκαν για την αποφυγή τέτοιων οικονομικών ατασθαλιών παρατηρείται

¹²⁷ Pulliam, S. (2002) : “How Following Orders Can Harm Your Career” Career Journal, 3 Οκτωβρίου 2003, CFO.com

¹²⁸ Κιοσέογλου Α. (2010) «Ο Εσωτερικός και Εξωτερικός Έλεγχος των Επιχειρήσεων» σελ 40-41,

Παπαδάτου, Θ. (2001). Εσωτερικός και εξωτερικός έλεγχος ανωνύμων εταιριών, εκδόσεις Σακκουλά, Θεσσαλονίκη.

μια αύξηση των μεγεθών της απατής και εξαπάτησης από τις εταιρείες¹²⁹. Ο νόμος Sarbanes-Oxley δεν είχε τα επιδιωκόμενα αποτελέσματα. Η θέσπιση νομοθετικών ρυθμίσεων για παρατυπίες, παραλήψεις και ασάφειες των λογιστικών καταστάσεων διατυπώθηκαν σε σχέση με τις προηγούμενες εταιρικές λογιστικές απάτες και τις πρακτικές τους. Οι νομοθέτες άφησαν δικλίδες ασφάλειας ώστε τυχόν μελλοντικές απάτες να μην μπορούν να καλυφθούν από το υπάρχον νομοθετικό πλαίσιο.

Αυτό υποστηρίζεται από την άποψη ότι ακόμη και μετά τον νόμο Sarbanes-Oxley υπήρξε μια σωρεία απατών που οδήγησαν αυτοκινητοβιομηχανίες, τράπεζες κ.α. οργανισμούς να κηρύσσουν πτωχεύσεις. Το φαινόμενο οι εταιρείες να αποζητούν και να δέχονται κρατική χρηματική υποστήριξη, είναι μια καινούρια παράμετρος του οικονομικού συστήματος που ετέθη με πρόσχημα την διάσωση αυτών. Η επιχειρηματική ηθική δεν μπορεί να λειτουργεί πλέον σαν επιστέγασμα όλων των ενεργειών που γίνονται εις βάρος της κοινωνίας και του περιβάλλοντος. Οι νέες στρατηγικές όσον αφορά την επιχειρηματική ηθική έχουν αποδείξει ότι τίποτα δεν μπορεί να σταθεί εμπόδιο όταν μια εταιρία θέλει να μεγιστοποιήσει τα κέρδη της. Η περίπτωση της Enron & της WorldCom επισήμαναν για άλλη μια φορά ότι τα ανήθικα κίνητρα σε συνδυασμό με μια άκρατη και ασύδοτη επενδυτική πολιτική δεν οδηγούν μονό σε αλλοίωση των οικονομικών καταστάσεων, αλλά και σε μια υπονόμευση της ηθικής που τελικώς οδηγεί στη καταστροφή.

¹²⁹<https://www.capital.gr/epixeiriseis/3126338/oi-epixeiriseis-paramenoun-ektetheimenes-se-fainomena-apatis>

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Το περιβάλλον της επιχείρησης αποτέλεσε αντικείμενο μελέτης πολλών ερευνών, οι οποίες επικεντρώνονται κυρίως στην ανάλυση της Κλασικής Εταιρικής Διακυβέρνησης. Τα τελευταία χρόνια όμως παρατηρήθηκαν αποκλίσεις στη συμπεριφορά των οικονομούντων ατόμων από αυτό το μοντέλο. Έτσι παρατηρώντας αυτές τις αποκλίσεις δημιουργήθηκε μια νέα προσέγγιση στο πεδίο της Εταιρικής Διακυβέρνησης, η συμπεριφορική προσέγγιση. Αντικείμενο της παρούσας εργασίας ήταν η μελέτη και η παράθεση των βασικών χαρακτηριστικών και αποτελεσμάτων της. Σκοπός ήταν να εξεταστούν τα συμπεριφορικά χαρακτηριστικά των διοικούντων και να παρουσιαστούν οι συνέπειες αυτών στη λήψη εταιρικών αποφάσεων. Τα ευρήματα είναι εξαιρετικά χρήσιμα, καθώς διακρίνεται η άμεση σύνδεση που έχει η συμπεριφορική προσέγγιση με το πραγματικό περιβάλλον της επιχείρησης.

Ενδεικτικά, το σφάλμα της υπερβολικής αυτοπεποίθησης οδηγεί την επιχείρηση στη διαμόρφωση πιο επιθετικής κεφαλαιακής διάρθρωσης, καθώς παρατηρείται εκτεταμένη χρήση εξωτερικού δανεισμού, υψηλοί δείκτες μόχλευσης και οικονομική δυσπραγία. Προτιμάται ο βραχυχρόνιος δανεισμός έναντι του μακροχρόνιου, ενώ η έκδοση μετοχών επιλέγεται ως έσχατη πηγή κεφαλαίων. Παράλληλα, οι διοικούντες με υπερβολική αυτοπεποίθηση παρουσιάζονται πιο θετικοί στη δημιουργία συγχωνεύσεων και εξαγορών ως μέθοδο ανάπτυξης της επιχείρησης τους. Το σφάλμα της αισιοδοξίας παρακινεί τους διοικούντες σε εσωτερικές πηγές χρηματοδότησης, έχοντας ως δεύτερη προτιμητέα επιλογή τον εξωτερικό δανεισμό κι ως τρίτη την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης. Παράλληλα αυτό το σφάλμα επηρεάζει την πολιτική της εταιρείας σχετικά με την ποσότητα των μετρητών που διακρατεί και τη χρήση τους. Επομένως, γίνεται αντιληπτό ότι διαμορφώνει και την πολιτική ρευστότητας που ακολουθεί η επιχείρηση. Η αποστροφή της απώλειας ως σύνηθες συναισθηματικό σφάλμα των διοικούντων οδηγεί στην αυτοχρηματοδότησης της επιχείρησης, στην προσπάθεια τους να μειώσουν τον υψηλό κίνδυνο και το ρίσκο που χαρακτηρίζουν τις άλλες δύο εναλλακτικές μεθόδους χρηματοδότησης. Αντίστοιχα, οι διοικούντες μια εταιρεία επηρεάζονται από τα κίνητρα τους κατά τη λήψη εταιρικών αποφάσεων. Στο βωμό της επίτευξης των εταιρικών στόχων, οι διοικούντες οδηγούνται σε πρακτικές που δεν συνάδουν με την εταιρική ηθική και δεν φανερώνουν ένα υγιές κι αποτελεσματικό μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης.

Συμπεριφορικά χαρακτηριστικά των διοικούντων καθώς επίσης και ψυχολογικοί και συναισθηματικοί παράγοντες, συχνά τους οδηγούν σε σφάλματα με άμεσο αντίκτυπο στις εταιρικές αποφάσεις που τελικά λαμβάνουν. Επομένως, γίνεται αντιληπτό πως τα συμπεριφορικά οικονομικά

έχουν καταλυτικό ρόλο και ασκούν μεγάλη επιρροή στην εφαρμογή των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης.

Εν κατακλείδι, το ερώτημα που τίθεται είναι πώς μπορούν τα άτομα να μειώσουν αυτές τις στρεβλώσεις και τα συμπεριφορικά φαινόμενα τα οποία έχουν εξαιρετικά δυσμενείς επιπτώσεις για τις επιχειρήσεις και για τα επιτελικά στελέχη τα οποία δραστηριοποιούνται σ' αυτές. Η απάντηση στο ερώτημα αυτό είναι ότι η διαδικασία που απαιτείται φαντάζει επίπονη και χρονοβόρα και προϋποθέτει την ύπαρξη εξειδικευμένων μηχανισμών εκπαίδευσης καθώς η ψυχολογία που συνδέεται με τα συμπεριφορικά σφάλματα και τις στρεβλώσεις είναι εξαιρετικά ανθεκτική στις αλλαγές. Η διαδικασία αποφυγής των σφαλμάτων φαίνεται περισσότερο εύκολη όταν τα στελέχη των επιχειρήσεων έχουν άμεση γνώση των αποτελεσμάτων των όποιων ενεργειών τους σε αντίθεση με τις περιπτώσεις όπου μεσολαβεί μεγάλο χρονικό διάστημα μεταξύ μιας ενέργειας και του αποτελέσματος της, το οποίο στην προκείμενη περίπτωση επηρεάζεται από μια πληθώρα αστάθμητων παραγόντων.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξενόγλωσση:

- Ackert L. F., Deaves R. (2010), “Behavioral Finance: Psychology, Decision- Making and Markets”, South Western Cengage Learning
- Alpert, M., Raiffa, H. (1982), “A progress report on the training of probability assessors” in Tverky A. (ed.), Judgement under uncertainty: heuristics and biases, Cambridge University Press, New York
- Andrew Ellul, 2015, The Role of Risk Management in Corporate Governance, Annual Review of Financial in Economics
- Ariely D., (2010), “Predictably Irrational: The hidden forces that shape our decisions”, HarperCollins Publishers
- Bacon, F.(1960), “The new organon and related writings”. New York: Liberal Arts Press, (Originally published, 1620.)
- Bakan J. (2004), “The corporation”, μτφρ. Βάσιλα Α. (2007), εκδ. ΚΨΜ Αθήνα.
- Banerjee, A.V. (1992), “A simple model of herd behavior”, The Quartely Journal of Economics, vol.108
- Barberis N, Thaler R., (2002), “A survey of behavioral finance NBER Working Paper 9222”, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Barberis, N. and Thaler, R. (2003), “A survey of behavioral finance”, in Handbook of Economics of finance, vol.1 part2
- Barberis, N. and Thaler, R. (2003), “A survey of behavioral finance”, in Handbook of Economics of finance, vol.1 part2,
- Bentham J. (2017), "Introduction to the Principles of Morals and Legislation", UCL Bentham Project, Retrieved 2017
- Bhasa P., M. (2004), "Global corporate governance: debates and challenges", Corporate Governance
- Bondt W. D., (1993), “Betting on trends: Intuitive forecasts of financial risk and return”, International Journal of Forecasting 9, p. 355-371
- Brancato, C. K. (1997), “Institutional Investors and Corporate Governance: Best Practices for Increasing Corporate Value”. Chicago, IL: Irwin Professional Publishing.,
- Buehler, R., Griffin, D. and Ross, M. (1994), “Exploring the “Planning fallacy»: Why People Underestimate Their Task Completion Times”, Journal of Personality and Social Psychology, vol.3
- De Bondt W, 1993 Betting on trends: Intuitive forecasts of financial risk and return. International Journal of Forecasting 9
- Douglas B., DellaVigna S., & Laibson D.,(2018), “Handbook of Behavioral Economics: Foundations and Applications”,North Holland; 1 edition
- Duncan L., (2000), “Reduction invariance and Prelec’s weighting functions”, Journal of Mathematical Psychology,
- Egidi M. (2005),”From bounded rationality to behavioral economics”, (ssrn.com), σελ 1-22.
- Gervais, S. and Odean, T. (2001), “Learning to be overconfident”, Review of Financial Studies, vol.14, pp.1-27.

- Gigerenzer G. (2004), “Fast and frugal heuristics: “The tools of bounded rationality” in Blackwell Handbook of Judgment and Decision Making”, edited by Koehler D. J. and Harvey N., Oxford UK: Blackwell
- Gigerenzer G. and Goldstein D. (1996), “Reasoning the fast and frugal way: Models of bounded rationality”, Psychological Review, Vol. 103, No4,
- Goergen, m. and Renneboog, L. (1998), “Strong Managers and Passive Institutional Investors in the UK”. Published in: Barca, F. and Becht, M. (eds.). Ownership and Control: A European Perspective.
- Harris/Hahn (2011), Unrealistic Optimism About Future Life Events: A Cautionary Note, Psychological Review 118(1),
- Harvard International Law Journal, (Summer 2014), Vol. 55 Number 2, σελίδα 426
- Herbert A. S., (1955), “A Behavioral Model of Rational Choice”, Vol. 69 p. 99
- Heukelom F. (2006), “Kahneman and Tversky and the origin of behavioral economics”, University of Amsterdam and Tinbergen Institute discussion paper, pp 1-25.
- Hosseini H. ,(2003), “The arrival of behavioral economics: from Michigan, or the Carnegie School in the 1950s and the early 1960’s?”, Journal of SocioEconomics, Vol. 32, σελ 391-409.
- Inman, J. and McAlister, L (1994), “Do coupon expiration Dates Affect Consumer Behavior?”, Journal of Marketing research, vol.31
- Jolls, C. (2007), Behavioral Law and Economics, Working Paper No. 12879
- Kahneman D. (2003), “Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics”, The American Economic Review, Vol.93 No 5, σελ 1449-1475.
- Kahneman D., (2011), “Thinking, Fast and Slow”, London: Penguin Books Ltd
- Kahneman/Tversky (1973), Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability, Cognitive Psychology 5
- Kahneman, D. and Tversky, A. (1972), “Subjective probability: A judgment of representativeness”, Cognitive Psychology, vol.3
- Kahneman, D. and Tversky, A. (1979), “Prospect theory: an analysis of decision under risk”, Econometrica, vol.47:2.
- Kahneman/Tversky (1991), Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference-Dependent Model, The Quarterly Journal of Economics 106(4)
- Kahneman, D., Slovic, P. and Tversky, A. (1982), “Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases”, New York: Cambridge University Press
- Koutoupis, A. (2004), “Corporate Governance and Internal Control Systems. Athens: Economic Chronicles Journal”, Issue No. 126, March-April.
- Lalas C, (2016), “3 Εφαρμογές των Συμπεριφορικών Οικονομικών στον Πραγματικό Κόσμο” <https://nudgeunitgreece.com/el/2016/11/07/3-applications-of-behavioral-economics-in-the-real-world/>
- Lichtenstein W. & Slovic P.,(1971), “Reversals of preferences between bids and choices gambling decisions.”, Journal of Experimental Psychology 89., p. 46-55
- Loomes/Sugden (1982), Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice Under Uncertainty, The Economic Journal 92
- Lord, C., Ross, L. and Lepper, M. (1979), “Biased Assimilation and Attitude Polarization: The effects of prior theories on subsequently considered evidence”, Journal of Personality and Social Psychology, vol.37
- Mahajan, J. (1992), “The overconfidence effect in marketing management predictions”, Journal of marketing Research, vol.29

- Milgram, S. (1963), “Behavioral study of obedience”, The Journal of Abnormal and Social Psychology,
- Morck, R. (2008), “Behavioral finance in corporate governance: economics and ethics of the devil’s advocate” Journal of Management and Governance
- OECD Guidelines on Corporate Governance of State Owned Enterprises (2005). OECD Publishing
- Pompian M., (2006), “Behavioral Finance and Wealth Management”, Wiley Finance
- Pompian M. (2012), Behavioral Finance and Investor Types, Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons, Inc
- Posner (1997), Rational Choice, Behavioral Economics, and the Law, Stanford Law Review 50
- Pulliam, S. (2002), “How Following Orders Can Harm Your Career” Career Journal, CFO.com
- Ricciardi, V. and Simon, H. (2000), “What is Behavioral Finance?”, Business Education and Technology Journal.
- Richard T.H., (2018), “Παράτυπη Συμπεριφορά, Η διαμόρφωση και η ανάδειξη της Συμπεριφορικής Οικονομικής”, Εκδόσεις Κάτοπτρο
- Samuelson/Zuckhauser (1988), Status Quo Bias in Decision Making, Journal of Risk & Uncertainty
- Sent E.M. (2004), “Behavioral Economics: How Psychology made its limited way back into economics”, History of Political Economy, Vol. 36:4, σελ 735-758
- Shefrin H. (2001), “Behavioral Corporate Finance”, Journal of Applied Corporate Finance 14, p 113-126
- Shefrin, H. and Thaler, R.H. (1988), “The Behavioral Life cycle hypothesis”, Economic Inquiry, vol.26,
- Shiller, R. (2001), “Bubbles, Human Judgement and Expert Opinion”, Financial Analyst Journal.
- Slovic, P. (1972), “Information Processing, Situation Specificity and the Generality of Risk-Taking Behavior”, Journal of Personality and Social Psychology, vol.22:1
- Smith A., (2011), “The theory of moral sentiments”, Gutenberg Publishers
- Spedding L. & Rose A. (2008),”Business Risk Management Handbook. A sustainable approach”, CIMA Publishing
- Sunstein C.R., Jolls C.R., Thaler H. (1998), A Behavioral Approach to Law and Economics, University of Chicago Law School Chicago Unbound, Journal
- Thaler (1980), Toward a positive theory of consumer choice, Journal of Economic Behavior & Organization 1(1)
- Thaler, R., Tversky, A., Kahneman, D. and Schwartz, A. (1997), “The effect of myopia and loss aversion on risk taking: An experimental test”, The Quarterly Journal of Economics, vol.112:2
- Thaler, R.H. (1985), “Mental Accounting and consumer choice”, Marketing Science, vol.4:3, pp.199-214.
- Todd P. M. and Gigerenzer G. (2003),” Bounding rationality to the world”, Journal of Economic Psychology, vol. 24
- Tverky A. &Kanheman D., (1991), “Loss Aversion in Riskless Decision: A reference Dependent Model”, Quarterly Journal of Economics 106, p. 1039-1061
- Tversky A, & Kahneman D. (1974), “Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases Science”, New Series, Vol. 185, No. 4157, pp. 1124-1131
- Tversky A, Kahneman D., (1973), “Availability: A heuristic for judging frequency and probability”, Cognivity Psychology 4, p.207-232
- Weinstein, N.D. (1980), “Unrealistic Optimism about future life events”, vol39:5

Ελληνόγλωσση:

- Αλεξιάκης, Χ. & Ξανθάκης Μ. (2008), “Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική: Εισαγωγικά Στοιχεία”, Αθήνα, Εκδόσεις: Σταμούλη
- Αρτίκης Π., (2010), «Διαχείριση Αξίας και Κινδύνου», Interbooks σελ 36
- Αυγητιδής Δ., (2013), Η εισηγμένη ανώνυμη εταιρία, Έκδοση. β, Νομική Βιβλιοθήκη.
- Βαρακλή Α.,(2016), “Συμπεριφορικά Οικονομικά : Μια εναλλακτική προσέγγιση, Nudge Unit Greece” <https://nudgeunitgreece.com/el/2016/11/04/behavioral-economics-an-alternative-perspective/>
- Γεωργόπουλος Ν. (2013), «Στρατηγικό Μανατζμεντ», Εκδόσεις Γ. Μπένου
- Εισηγητική Έκθεση στο σχέδιο νομου «Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις», άρθρο 2 παρ.2.
- Εισηγητική Έκθεση στο σχέδιο νόμου «Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις», άρθρο 6, παρ.1.
- Ζέρβας Θ.(2019), Ρυθμιστικό Δίκαιο και Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, Αθήνα, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη
- Καραμπατζός Α. (2016), Ιδιωτική αυτονομία και προστασία του καταναλωτή: Μια συμβολή στην συμπεριφορική οικονομική ανάλυση του δικαίου, Αθήνα: Π.Ν. Σάκκουλας
- Καραμπατζός, Α. (2017), “Αποψη: Νομπέλ Οικονομικών 2017 - Η ανάδειξη του homo στον homo oeconomicus”, Η Καθημερινή
- Κορρές Γ. & Παπάνης Ε.,(2019), «Σύγχρονες Έρευνες Παιδοψυχολογίας: Θεωρία και Εφαρμογές», Συλλογικός Τόμος
- Κουτούπης Α.Γ., (2015), “Εταιρική Διακυβέρνηση και Εσωτερικός Έλεγχος στην Ελλάδα. Διαστάσεις της Επιχειρηματικότητας II – Συλλογή Επιστημονικών Κειμένων. Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών-Μονάδα Καινοτομίας και Επιχειρηματικότητας” – ISBN 978-960-85708-7-0, Αθήνα.
- Λαζαρίδης Θ. & Δρυμπέτας Ε., (2011), «Εταιρική διακυβέρνηση» Εκδόσεις Σοφία ΑΕ
- Μούζουλας Σ., (2003), «Εταιρική διακυβέρνηση (Corporate governance)», Εκδόσεις Σακκούλα
- Ξανθακης Μ., Τσιπούρη Λ., Σπανός Λ.,(2003), «Εταιρική Διακυβέρνηση Έννοια & Μέθοδοι Αξιολόγησης», Εκδ. Παπαζήσης
- Παλαιολόγος Α., (2013), «Η Εταιρική Διακυβέρνηση και η εταιρική κοινωνική ευθύνη στις εισηγμένες εταιρείες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών», σελ. 121 <http://esdo.teilar.gr/files/proceedings/2013/Palaiologos.pdf>
- Παπαδάτου Θ., (2001), “ Εσωτερικός και εξωτερικός έλεγχος εταιρειών”, Εκδόσεις. Σάκκουλα
- Παπαστάθης Π.Σ.(2003), “Ο σύγχρονος Εσωτερικός Έλεγχος στις επιχειρήσεις-οργανισμούς και η πρακτική εφαρμογή του” Αθήνα, ΟΠΑΠ.
- Ρόκας Ν, (2012), «Εμπορικές Εταιρείες», 7^η Ενημερωμένη Έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη
- Σπανού Λ.,(2001), «Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης και Σύγχρονη Επιχείρηση», Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Οικονομικά Θέματα, σελ 59, 60 https://www.hba.gr/5Ekdosis/UplPDFs/deltia/4_2001/07%20L%20spanou.pdf
- Σπύρου, Σ. (2009), «Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα.
- Τραυλός Ν., «Εταιρική Διακυβέρνηση πριν και μετά την κρίση», σελ 87 <https://www.hba.gr/5Ekdosis/UplPDFs/sylogikostomos/4-b%20TRAVLOS%2083-100.pdf>
- Τσατσανής Δ., (2004), “Συμπεριφορικά Χρηματοοικονομικά: η συνάντηση ψυχολογίας και οικονομικής επιστήμης” <https://www.kathimerini.gr/186498/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/sympertiforika-xrhmatooikonomika-h-synanthsh-yyxologias-kai-oikonomikhs-episthmhs>

- Φίλιππας, Ν. (2015), “Η ψυχολογία των αγορών: Παρεμβάσεις πριν και μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση”, Αθήνα: Εκδόσεις Πεδίο
- Φλώρου Α., (2006), “Εταιρική Διακυβέρνηση και Προστασία Επενδυτών”, Πανεπιστήμιο Μακεδονία, Θεσσαλονίκη, σελ 9
- Χατζής Α.(2012), Πολιτική χωρίς ρομαντισμό, Διανεμητικές Συσπειρώσεις και Προσοδοθηρία, Τόμος τιμητικός Πέτρου Ι Παραρά,

Διαδικτυακές Πηγές:

- <https://solon.org.gr/2012/07/16/to-peirama-milgkram-i-ypakoi-stin-eksousia-kai-tis-arches/> (Ημερομηνία πρόσβασης: 01/2020)
- https://www.economistas.gr/diethni/8672_enron-i-istoria-mias-adianoitis-etairikis-apatis (Ημερομηνία πρόσβασης: 01/2020)
- <https://www.theguardian.com/business/2002/aug/09/corporatefraud.worldcom2>(Ημερομηνία πρόσβασης: 01/2020)
- <https://thesafiablog.com/> (Ημερομηνία πρόσβασης: 01/2020)
- https://www.academia.edu/37543129/%CE%97_%CE%B8%CE%B5%CF%89%CF%81%CE%AF%CE%B1_%CF%84%CF%89%CE%BD_%CE%A3%CF%85%CE%BC%CF%80%CE%B5%CF%81%CE%B9%CF%86%CE%BF%CF%81%CE%B9%CE%BA%CF%8E%CE%BD_%CE%9F%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CF%8E%CE%BD_Nudge_%CE%BA%CE%B1%CE%B9_%CE%B7_%CE%A3%CF%85%CE%BC%CE%B2%CE%BF%CF%85%CE%BB%CE%B5%CF%85%CF%84%CE%B9%CE%BA%CE%AE (Ημερομηνία πρόσβασης: 01/2020)
- <https://www.exploring-economics.org/en/orientation/behavioral-economics/>(Ημερομηνία πρόσβασης: 01/2020)
- <https://www.grant-thornton.gr/insights/article/corporate-governance-framework-gr/> (Ημερομηνία πρόσβασης: 01/2020)
- <https://www.investopedia.com/terms/b/behavioraleconomics.asp> (Ημερομηνία πρόσβασης: 01/2020)
- <https://www.kathimerini.gr/930641/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/apoyh-nompel-oikonomikwn-2017---h-anadei3h-toy-homo-ston-homo-oeconomicus>(Ημερομηνία πρόσβασης: 01/2020)
- <http://eranistis.net/wordpress/2018/08/28/%CE%BF%CE%BC%CE%AF%CE%BB%CF%84%CE%BF%CE%BD%CF%86%CF%81%CE%AF%CE%BD%CF%84%CE%BC%CE%B1%CE%BD%CE%BA%CE%B1%CE%B9%CF%84%CE%BF%CF%84%CE%B5%CE%BB%CE%B9%CE%BA%CF%8C-%CE%B6%CE%B7%CF%84%CE%BF%CF%8D%CE%BC/> (Ημερομηνία πρόσβασης: 01/2020)
- <https://www.capital.gr/epixeiriseis/3126338/oi-epixeiriseis-paramenoun-ektetheimenes-se-fainomena-apatis> (Ημερομηνία πρόσβασης: 01/2020)