



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΜΒΑ)

Διπλωματική Εργασία

***Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ Η ΣΥΝΔΕΣΗ ΤΗΣ ΜΕ ΤΗΝ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ***

Κυριάκος Κ. Μπούρμπουλας

Πειραιάς, 2007

Αφιερώνεται στους γονείς μου

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Στο σημείο αυτό αισθάνομαι την ανάγκη να εκφράσω τις ευχαριστίες μου σε όλους εκείνους που συνέδραμαν καταλυτικά για την εκπόνηση της διπλωματικής μου εργασίας, μέσα στα πλαίσια του μεταπτυχιακού προγράμματος σπουδών στη Διοίκηση Επιχειρήσεων (ΜΒΑ) του Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

Ιδιαίτερα θα ήθελα να ευχαριστήσω τον Καθηγητή μου κ. Γεώργιο Μποχώρη, υπό την εποπτεία του οποίου έγινε η επιλογή του θέματος και η ολοκλήρωση της διπλωματικής μου εργασίας. Με την βοήθεια και την καθοδήγησή του έγινε ευκολότερη η συγγραφή της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Επίσης, θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στο σύνολο των μελών Δ.Ε.Π. του Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων για την πολύτιμη και καταλυτική συνεισφορά τους στην εξειδικευμένη γνώση που απέκτησα.

Τέλος, επιθυμώ να ευχαριστήσω βαθύτατα τους γονείς μου, οι οποίοι με την επιμονή, την συμπαράσταση και την αγάπη τους, όλα αυτά τα χρόνια, έπαιξαν καθοριστικό ρόλο στην ολοκλήρωση των σπουδών μου.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	Σελίδα
Ευχαριστίες	i
Περιεχόμενα	ii
Κατάλογος Σχημάτων και Διαγραμμάτων	vi
Κατάλογος Πινάκων	vii
Κατάλογος Συντομογραφιών	viii
Πρόλογος	ix

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1	Προσδιορισμός του υπό μελέτη θέματος και οι κύριοι στόχοι της εργασίας	1
1.2	Μεθοδολογία προσέγγισης του θέματος	2

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ/ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑΣ

2.1	Ιστορική Ανασκόπηση	4
2.2.1	Ο διαχωρισμός του μανάτζμεντ από την ιδιοκτησία	6
2.1.2	Οι σημαντικές εξελίξεις τη δεκαετία του 1970	7
2.1.3	Οι εξελίξεις τη δεκαετία του 1980	9
2.1.4	Οι εξελίξεις τη δεκαετία του 1990 (στην πράξη)	9
2.1.5	Οι εξελίξεις τη δεκαετία του 1990 (στη θεωρία)	11
2.1.6	Η φιλοσοφική συζήτηση	13
2.2	Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας – Αρθρογραφίας	14
2.2.1	Καθορίζοντας την εταιρική διακυβέρνηση	14
2.2.2	Εσωτερική Διακυβέρνηση	16
2.2.3	Εξωτερική Διακυβέρνηση	18

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

3.1 Εισαγωγή	22
3.2 Οι συμμετέχοντες στην Εταιρική Διακυβέρνηση	27
3.2.1 Η αναμόρφωση του πλαισίου δράσης των φορέων εξουσίας στην εταιρεία	28
3.2.2 Η ορθολογικοποίηση της διοίκησης της εταιρείας	28
3.2.3 Η διαφοροποίηση του ρόλου των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου	29
3.2.4 Η διάκριση μεταξύ εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου	30
3.2.5 Η παρέμβαση των τραπεζών ως ισχυρού φορέα εξουσίας	35
3.2.6 Η συμμετοχή των εργαζομένων στην εποπτεία της διαχείρισης	37
3.2.7 Η συμμετοχή ανεξάρτητων μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο	40
3.2.8 Η αποτελεσματική οργάνωση του οργάνου διοίκησης	42
3.2.9 Η συγκρότηση ειδικών επιτροπών	43
3.2.10 Ευθύνες του ανώτατου μανάτζμεντ	46
3.2.11 Ο βαθμός ανάμιξης του Διοικητικού Συμβουλίου	47
3.3 Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης	48
3.3.1 Οι στόχοι της καθιέρωσης των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης	52
3.4 Θεωρητικά Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης	52
3.5 Η διαφοροποίηση των μοντέλων οργάνωσης της εταιρείας	55
3.5.1 Το ευρωπαϊκό μοντέλο σε σχέση με το αμερικανικό	55
3.5.2 Το λατινογενές μοντέλο σε σχέση με το γερμανικό	65
3.6 Τάσεις στην εταιρική διακυβέρνηση	66

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ

4.1 Κώδικές και Νομοθετικά Έργα στην Ευρώπη και τις Η.Π.Α.	69
4.2 Ο νόμος Sarbanes – Oxley	77
4.2.1 Εταιρικές Επιτροπές Ελέγχου	78

4.2.2	Ανεξαρτησία και εποπτεία των ελεγκτών	80
4.2.3	Δημοσιοποίηση οικονομικών στοιχείων	81
4.2.4	Προϋποθέσεις πιστοποίησης	81
4.2.5	Απαγόρευση Χορήγησης Δανείων σε Διευθυντές και ανώτατα διευθυντικά στελέχη	83
4.3	Η πραγματικότητα της εταιρικής διακυβέρνησης στη Ευρώπη	84
4.3.1	Τα ευρωπαϊκά συμβούλια: ο τρόπος λειτουργίας τους	88
4.3.2	Οι επιτροπές των συμβουλίων στην Ευρώπη	91
4.3.3	Η σύνθεση και η αποκάλυψη των επιτροπών	93
4.3.4	Η αποκάλυψη των συμβουλίων στην Ευρώπη	98

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

5.1	Εισαγωγή	100
5.2	Νομοθετικό πλαίσιο	101

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Η ΣΥΝΔΕΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΜΕ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ

6.1	Εισαγωγή	114
6.2	Οι έρευνες που υποστηρίζουν την μη ύπαρξη σχέσης ανάμεσα στην εταιρική διακυβέρνηση και την επιχειρησιακή απόδοση	117
6.3	Οι έρευνες που υποστηρίζουν την ύπαρξη σχέσης ανάμεσα στην εταιρική διακυβέρνηση και την επιχειρησιακή απόδοση	132
6.4	Η περίπτωση των Toyota – General Motors και Canon – Xerox	140
6.4.1	Εταιρική Απόδοση	142
6.4.2	Μία σύγκριση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης Ιαπωνίας - Αμερικής	144
6.4.3	Σύγκριση της δομής του Διοικητικού Συμβουλίου	147
6.4.4	Αξίες και κουλτούρα	151
6.4.5	Στρατηγική	155
6.4.6	Συμπεράσματα	157

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

7.1 Συμπεράσματα για την κατάσταση στην Ελλάδα	162
7.2 Τα σημεία σύγκλισης των ερευνών	165
7.3 Η ανάγκη για μία στρατηγική πτυχή της εταιρικής διακυβέρνησης	167
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ	169
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	175

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΧΗΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

	Σελίδα
Σχήμα 2.1: Εσωτερικοί και εξωτερικοί μηχανισμοί διακυβέρνησης	15
Διάγραμμα 4.1: Η αξιολόγηση της εταιρικής διακυβέρνησης ανά κράτος	88
Διάγραμμα 4.2: Η συχνότητα των συνεδριάσεων των συμβουλίων	89
Διάγραμμα 4.3: Μέση αμοιβή συμβούλου ανά χώρα	91
Διάγραμμα 4.4: Μέση αμοιβή ανά συνεδρίαση	91
Διάγραμμα 4.5: Μέσος αριθμός επιτροπών ανά κράτος	92
Διάγραμμα 4.6: Ποσοστό τύπου επιτροπών ανά χρονολογία	93
Διάγραμμα 4.7: Αριθμός συμβούλων του Δ.Σ. ανά κράτος	95
Διάγραμμα 4.8: Σύνθεση Δ.Σ. ανά κατηγορία συμβούλου	95
Διάγραμμα 4.9: Ποσοστό μη – εθνικών συμβούλων	96
Διάγραμμα 4.10: Εθνικότητες των μη-εθνικών συμβούλων στα Δ.Σ.	97
Διάγραμμα 4.11: Μέση ηλικία των συμβούλων ανά κράτος	98
Σχήμα 6.1: Οι βασικοί παράγοντες επηρεασμού της επιχειρησιακής απόδοσης	127

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Σελίδα

Πίνακας 5.1: Η εξέλιξη της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα	112
Πίνακας 6.1: Η επιχειρησιακή απόδοση των Toyota και GM	143
Πίνακας 6.2: Η επιχειρησιακή απόδοση των Canon και Xerox	144
Πίνακας Π1: Αξιολογήσεις Εταιρικής Διακυβέρνησης ανά κράτος	175
Πίνακας Π2: Συχνότητα Συναντήσεων του Δ.Σ.	175
Πίνακας Π3: Μέση αμοιβή συμβούλου ανά κράτος	175
Πίνακας Π4: Μέση αμοιβή ανά συνάντηση	176
Πίνακας Π5: Μέσος αριθμός επιτροπών ανά κράτος	176
Πίνακας Π6: Ποσοστό επιτροπών ανά χρονολογία	176
Πίνακας Π7: Αριθμός μελών του Δ.Σ. Ανά κράτος	177
Πίνακας Π8: Ποσοστό ξένων συμβούλων στο Δ.Σ.	177
Πίνακας Π9: Σύνοψη Δ.Σ ανά κατηγορία συμβούλου	177
Πίνακας Π10: Εθνικότητες των ξένων συμβούλων	177
Πίνακας Π11: Μέση ηλικία των συμβούλων ανά κράτος	177

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ

Δ.Σ.	Διοικητικό Συμβούλιο
Ε.Ε.	Ευρωπαϊκή Ένωση
Η.Π.Α.	Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής
Ο.Ο.Σ.Α.	Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης
Σ.Ε.Β.	Σύνδεσμος Ελλήνων Βιομηχάνων
Χ.Α.Α.	Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών
CAPM	Capital Asset Pricing Model
GM	General Motors
P/E Ratio	Price / Earnings per share Ratio
ROE	Return on Equity
Sarbox	Sarbanes - Oxley
SEC	Securities and Exchange Commission
SPE	Special Purpose Entities

Πρόλογος

Πολλές από τις σημαντικότερες εξελίξεις των τελευταίων δεκαετιών, στον επιχειρηματικό κόσμο, συνέβησαν με την απουσία ενός κατάλληλου θεσμικού πλαισίου. Οι συνέπειες αυτών των εξελίξεων επηρέασαν σημαντικά, πάρα πολλά από τα εμπλεκόμενα μέρη, κάτι το οποίο κατέστησε απαραίτητη τη δημιουργία ενός τέτοιου θεσμικού πλαισίου το οποίο θα μπορούσε να ρυθμίσει όλες αυτές τις αλλαγές.

Η παγκοσμιοποίηση και κατ' επέκταση η διεύρυνση των εταιρικών δραστηριοτήτων, οδηγεί τις επιχειρήσεις στην προσαρμογή των στρατηγικών τους και των κατευθυντήριων γραμμών τους έτσι ώστε να είναι συμβατές με τους κανόνες και τους νόμους των χωρών στις οποίες επεκτείνονται. Η αιτία που οδήγησε σε αυτήν την ανάγκη δεν είναι τόσο, η απλή συμμόρφωση με τους νόμους μιας χώρας, αλλά περισσότερο η εικόνα της επιχείρησης προς τους επενδυτές, σε θέματα όπως, η διαφάνεια και η αξιοπιστία, τα οποία επηρεάζουν σημαντικά τη φήμη μιας επιχείρησης. Μία επιχείρηση που επιδιώκει την παγκόσμια καταξίωση και ανταγωνιστικότητα πρέπει να υιοθετεί εσωτερικούς και εξωτερικούς κανόνες, οι οποίοι θα ενισχύουν την εικόνα της προς το επενδυτικό κοινό αλλά και την κοινωνία γενικότερα. Αυτός είναι ένας τομέας, στον οποίο εντοπίζεται η μεγάλη κρισιμότητα των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης.

Από την άλλη πλευρά, οι επενδυτές αποφασίζουν για την τοποθέτηση των χρημάτων τους με βάση πολλούς παράγοντες. Ένας από τους πιο σημαντικούς, είναι τα νομικά πλαίσια των υποψηφίων για την επένδυσή τους χωρών και η διαφάνεια και αξιοπιστία που αυτές οι χώρες τους εξασφαλίζουν. Εάν διαπιστωθούν, περιπτώσεις παραπληροφόρησης ή μη αξιοπιστίας, αυτές μπορούν να απομακρύνουν τους υποψήφιους επενδυτές. Συνάμα, οι θεσμικοί επενδυτές δίνουν μεγάλη βάση στα συστήματα διακυβέρνησης των επιχειρήσεων και στο κατά πόσον μπορούν να συμμετέχουν στη διαδικασία λήψης των αποφάσεων. Η αύξηση του ενδιαφέροντος των θεσμικών επενδυτών για τη συμμετοχή τους στις αποφάσεις αποτελεί σημαντικό οδηγό για τη δημιουργία συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης. Η συμμετοχή τους αυτή, δημιουργεί ισορροπία μεταξύ του μάνατζμεντ και των μετόχων.

Με βάση τα προαναφερθέντα, γίνεται ξεκάθαρο το γεγονός ότι η εταιρική διακυβέρνηση δημιουργήθηκε λόγω των ραγδαίων και σημαντικών εξελίξεων και μεταβολών τα τελευταία χρόνια στον επιχειρηματικό και επενδυτικό κόσμο και θα συνεχίσει να εξελίσσεται όσο συνεχίζονται οι αλλαγές παγκοσμίως.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Εισαγωγή

1.1 Προσδιορισμός του υπό μελέτη θέματος και οι κύριοι στόχοι της εργασίας

Μια εταιρεία, είναι ένας μηχανισμός ο οποίος εγκαθίσταται έτσι ώστε να επιτρέψει σε διαφορετικά μέρη να συνεισφέρουν κεφάλαιο, εξειδίκευση και εργασία προς κοινό τους συμφέρον¹. Ο επενδυτής/μέτοχος συμμετέχει στα κέρδη της επιχείρησης χωρίς να αναλαμβάνει ευθύνη για τις λειτουργίες της. Η διοίκηση λειτουργεί την επιχείρηση χωρίς να είναι υπεύθυνη προσωπικά για να παρέχει τα κεφαλαία. Για να γίνεται αυτό δυνατό, θεσπίζονται νόμοι οι οποίοι δίνουν στους μετόχους περιορισμένη ευθύνη καθώς και περιορισμένη ανάμειξη στις δραστηριότητες μιας εταιρείας. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου έχουν τη νομική ευθύνη να αντιπροσωπεύουν τους μετόχους και να προστατεύουν τα συμφέροντά τους. Ως εκπρόσωποι των μετόχων, τα μέλη αυτά έχουν τόσο την εξουσία καθώς και την ευθύνη να δημιουργούν τις βασικές εταιρικές πολιτικές και να διασφαλίζουν ότι αυτές θα ακολουθούνται.

Το Διοικητικό Συμβούλιο λοιπόν, έχει ευθύνη να εγκρίνει όλες τις αποφάσεις οι οποίες μπορεί να επηρεάσουν μακροπρόθεσμα την απόδοση της επιχείρησης. Αυτό σημαίνει ότι η επιχείρηση διακυβερνάται από το Διοικητικό Συμβούλιο το οποίο επιβλέπει το μάντζιμεντ, με βάση τα συμφέροντα των μετόχων. Η εταιρική διακυβέρνηση αναφέρεται στη σχέση ανάμεσα σε αυτές τις τρεις ομάδες και στο πώς καθορίζουν την πορεία και απόδοση της επιχείρησης.

Την τελευταία δεκαετία, μέτοχοι καθώς και άλλοι ενδιαφερόμενοι έχουν ασκήσει κριτική στο ρόλο του Διοικητικού Συμβουλίου στις επιχειρήσεις. Αυτό το οποίο απασχολεί, κυρίως, είναι το γεγονός ότι τα εσωτερικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου μπορεί να χρησιμοποιήσουν τη θέση τους προς δικό τους συμφέρον και τα εξωτερικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, πολλές φορές, δεν έχουν την αναγκαία γνώση, ανάμειξη, και ενθουσιασμό ώστε να κάνουν επαρκή έλεγχο και να παρέχουν καθοδήγηση στο

¹ T.L. Wheelen, J.D. Hunger, (2006), "Concepts in Strategic Management and Business Policy", Pearson Prentice Hall, σελ 36

μάνατζμεντ. Περιπτώσεις διαφθοράς και αμφισβητούμενων λογιστικών πρακτικών σε επιχειρήσεις όπως οι Enron, Global Crossing, WorldCom, Tyco και Qwest, οδήγησαν σε αυξημένο ενδιαφέρον γύρω από την Εταιρική Διακυβέρνηση².

Οι θεσμικοί επενδυτές έπαψαν να είναι παθητικοί μέτοχοι. Νέοι κανονισμοί οδήγησαν τα Διοικητικά Συμβούλια, να δίνουν μεγαλύτερη σημασία στις ευθύνες τους. Όλο και περισσότερα εξωτερικά, ανεξάρτητα μέλη συμπεριλαμβάνονται στις εποπτικές επιτροπές. Το ανώτατο μάνατζμεντ συνειδητοποίησε την μεγάλη αξία της συνεργασίας με τα Διοικητικά Συμβούλια.

Παρόλο που πάντα θα υπάρχουν «παθητικοί» μέτοχοι, «μη-ενεργά» Δ.Σ. και «εξουσιαστικοί διευθύνοντες σύμβουλοι, η γενικότερη πεποίθηση παραμένει ότι καλύτερη Εταιρική Διακυβέρνηση οδηγεί σε καλύτερη Επιχειρησιακή Απόδοση.

Όμως, οι έρευνες που να αποδεικνύουν μια τέτοια σύνδεση ξεκίνησαν σχετικά πρόσφατα ενώ ταυτόχρονα άρχισαν να διεξάγονται έρευνες που τα αποτελέσματά τους αντικρούουν την παραπάνω πεποίθηση. Κύριος στόχος αυτής της εργασίας είναι η αναζήτηση για την ύπαρξη σχέσης μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και Επιχειρησιακής Απόδοσης. Γι'αυτό εξετάζονται και αναλύονται κάποιες από τις σημαντικότερες έρευνες που έχουν προσπαθήσει να αποδείξουν την παρουσία ή μη, κάποιας σύνδεσης, άμεσης ή έμμεσης μεταξύ τους, ενώ γίνεται και μία σύγκριση αμερικανικών και ιαπωνικών εταιριών με βάση τόσο ποιοτικά αλλά και ποσοτικά κριτήρια. Με αυτόν τον τρόπο, μελετάται το κατά πόσο καλύτερη Εταιρική Διακυβέρνηση, από μόνη της, μπορεί ωφελήσει σημαντικά έναν οργανισμό ή μία επιχείρηση. Συνάμα, στόχο αποτελεί και η παρουσίαση των τελευταίων εξελίξεων γύρω από την Εταιρική Διακυβέρνηση τόσο σε παγκόσμιο όσο και εθνικό επίπεδο καθώς και η ανάλυση των υπάρχοντων συστημάτων και κανόνων που την αφορούν, προχωρώντας περαιτέρω και σε μια μεταξύ τους σύγκριση.

1.2 Μεθοδολογία προσέγγισης του θέματος

Αρχικώς, παρατίθεται το υπάρχον θεωρητικό πλαίσιο που αφορά την Εταιρική Διακυβέρνηση και έχει να κάνει με τις βασικές έννοιες της, τους σημαντικότερους συμμετέχοντες και τα συστήματά της. Έπειτα, εξετάζεται το τρέχον κανονιστικό /

² T.L. Wheelen, J.D. Hunger, (2006), ό.π. σελ. 36

νομοθετικό υπόβαθρο γύρω από την Εταιρική Διακυβέρνηση τόσο σε ευρωπαϊκό όσο και σε εθνικό επίπεδο. Ταυτόχρονα, μελετώνται τις τελευταίες εξελίξεις και τάσεις που κυριαρχούν σε παγκόσμιο επίπεδο.

Όσον αφορά την προσπάθεια για ανεύρεση ύπαρξης, ή μη, σχέσης μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και Επιχειρησιακής Απόδοσης, εκεί δεν λαμβάνεται θέση με μία από τις δύο πλευρές, δηλαδή τους αναλυτές που υποστηρίζουν την ύπαρξη σχέσης και αυτούς που υποστηρίζουν ότι δεν υπάρχει κάποια σύνδεση μεταξύ τους. Ο τρόπος με τον οποίο προσεγγίζεται το θέμα είναι με τη μελέτη και ανάλυση στατιστικών στοιχείων και χρηματοοικονομικών δεικτών όπως P/E Ratio, ROE, Tobin's Q και άλλων, με τους οποίους, πολλές από τις υπό μελέτη έρευνες, αποδεικνύουν την παρουσία ή απουσία μιας στατιστικά σημαντικής σύνδεσης.

Αναλύοντας τις απόψεις και έρευνες των αντίθετων αυτών ομάδων, διαπιστώνεται κατά πόσο υπάρχουν αρκετά «αποδεικτικά στοιχεία» που να τεκμηριώνουν τη θετική επίδραση της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Επιχειρησιακή Απόδοση ή αν η Εταιρική Διακυβέρνηση από μόνη της τελικά δεν αποτελεί πανάκεια αλλά προϋποθέτει την ταυτόχρονη παρουσία και άλλων παραγόντων για να λειτουργήσει θετικά προς όφελος των επιχειρήσεων.

Τέλος επιχειρείται μία σύγκριση μεταξύ των εταιριών Toyota – General Motors και Canon – Xerox, που αφορά τα διαφορετικά συστήματα τους για την εταιρική διακυβέρνηση καθώς και το σημαντικό ρόλο που έχουν για αυτές η αποστολή, η κουλτούρα και η στρατηγική τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας - Αρθρογραφίας

2.1 Ιστορική ανασκόπηση

Η πρακτική εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης υφίσταται όσο υπάρχουν εταιρικές οντότητες. Όμως η μελέτη του θέματος χρονολογείται λιγότερο από μισό αιώνα. Στην πραγματικότητα η φράση «εταιρική διακυβέρνηση» χρησιμοποιούνταν σπάνια μέχρι τη δεκαετία του 1980. Ο 20^{ος} αιώνας επέφερε μεγάλη ανάπτυξη γύρω από τη σκέψη που αφορά το μάνατζμεντ: η εταιρική διακυβέρνηση παρέμενε στη σκιά του μέχρι πρόσφατα. Υπήρχε μεγάλη συγκέντρωση της προσοχής γύρω από τις οργανωσιακές θεωρίες αλλά το Διοικητικό Συμβούλιο δεν εμφανίζονταν πουθενά στα οργανογράμματα.

Σημαντικές θεωρητικές και πρακτικές διαστάσεις έχουν αναπτυχθεί για το μάνατζμεντ των χρηματοοικονομικών, του μάρκετινγκ, των λειτουργιών και όλων των πτυχών ενός σύγχρονου οργανισμού. Παραταύτα πολύ μικρό, ήταν μέχρι πρόσφατα, το ενδιαφέρον γύρω από το ρόλο του Διοικητικού Συμβουλίου. Το στρατηγικό μάνατζμεντ απέκτησε μία νέα σημασία, ενώ η συνεισφορά των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου σπανίως λάμβανε ιδιαίτερης προσοχής και αναφοράς.

Ο 19^{ος} αιώνας ήταν ο αιώνας της επιχειρηματικότητας. Από την άλλη πλευρά ο 20^{ος} αιώνας ήταν ο αιώνας του μάνατζμεντ. Υπήρξε πρωτοφανής ανάπτυξη των θεωριών του μάνατζμεντ, των συμβούλων μάνατζμεντ, των γκουρού του μάνατζμεντ και γενικότερα της διδασκαλίας γύρω από το μάνατζμεντ. Τώρα, ο 21^{ος} αιώνας υπόσχεται πως θα είναι ο αιώνας της διακυβέρνησης καθώς η εστίαση μετακινείται γύρω από τη νομιμότητα και την αποτελεσματικότητα της εξουσίας των εταιρικών οντοτήτων παγκοσμίως.

Παρότι η θεωρητική αναζήτηση γύρω από το θέμα είναι σχετικά καινούρια, η πρακτική της εταιρικής διακυβέρνησης υπάρχει από τα αρχαία χρόνια. Θέματα διακυβέρνησης προέκυπταν οπότε μία εταιρική οντότητα δημιουργούνταν, οπότε η ιδιοκτησία μιας

επιχείρησης διαχωρίζονταν από το μανάτζμεντ. Ο Έμπορος της Βενετίας, στο έργο του Ουίλλιαμ Σαίξπηρ, φοβόταν για την ασφάλεια των εμπορικών πλοίων που έπλεαν αθέατα στις ανοιχτές θάλασσες. Πώς είναι δυνατόν τα συμφέροντα των ιδιοκτητών να προστατευτούν, πως θα ασκείται εποπτεία σε αυτούς που «λειτουργούν» την εταιρεία και ποιος θέτει τις κατευθύνσεις για την εταιρεία, ήταν μερικά από τα βασικά ερωτήματα³.

Οι μεγάλες εμπορικές εταιρείες των βρετανικών και ολλανδικών αυτοκρατοριών εγκαταστάθηκαν με την εύνοια της μοναρχίας λειτουργώντας κάτω από τους νόμους του κράτους. Πώς είναι δυνατόν η δύναμη πάνω από την επιχείρηση να νομιμοποιηθεί; Σε ποιον είναι υπόλογη η εταιρεία; Τέτοιου είδους ερωτήσεις ήταν πάντα σημαντικές όταν δικαιώματα και ευθύνες αποδίδονται στην επένδυση και την ιδιοκτησία αλλά δεν μπορούν να συνδεθούν άμεσα. Η εταιρική διακυβέρνηση αφορά λοιπόν την άσκηση μιας τέτοιας δύναμης.

Η κλασική αντίληψη γύρω από την επιχείρηση πηγάζει από τη νομοθεσία η οποία αναπτύχθηκε στα μέσα του 19^{ου} αιώνα. Ήταν ένα από τα καλύτερα συστήματα που έχουν σχεδιαστεί ποτέ. Η κύρια ιδέα ήταν η ενσωμάτωση μιας νομικής οντότητας, διαχωρισμένης από τους ιδιοκτήτες, που παρόλα αυτά είχε πολλά από τα νομικά δικαιώματα ιδιοκτησίας ενός φυσικού προσώπου, δηλαδή, να συμβολαιογραφεί, να μηνύει και να μηνύεται, να έχει ιδιοκτησία, και να προσλαμβάνει. Η εταιρεία είχε μία δική της «ζωή», η οποία της έδινε μια συνέχεια πέρα από τη ζωή των ιδρυτών της, οι οποίοι μπορούσαν να μεταφέρουν τις μετοχές τους στην εταιρεία. Σημαντικό ήταν και ότι οι ευθύνες των ιδιοκτητών για τα χρέη της εταιρείας περιορίστηκαν στο ποσοστό κατά το οποίο συμμετείχαν στο μετοχικό κεφάλαιο. Παρόλα αυτά η ιδιοκτησία παρέμενε η βάση της ισχύος. Ο νόμος για τις εταιρείες αποτέλεσε το θεμέλιο για την εταιρική διακυβέρνηση.

Η ιδέα ήταν απλοϊκή και ταυτόχρονα επιτυχημένη, καθότι καθιστούσε δυνατή τη δημιουργία πολύ σημαντικής βιομηχανικής ανάπτυξης, απασχόλησης και πλούτου σε όλον τον κόσμο. Όμως το μοντέλο αυτό απέχει πολύ πλέον από τη σημερινή πραγματικότητα, αν και η αρχική του ιδέα γύρω από την επιχείρηση παραμένει η ουσιαστική βάση γύρω από το νόμο των εταιρειών.

³ R.I. Tricker (2000), "History of Management Thought Series", [Ashcroft Publishing](#), UK, σελ. 2

2.1.1 Ο διαχωρισμός του μανάτζμεντ από την ιδιοκτησία

Στις αρχές του 20^{ου} αιώνα επήλθε μια άλλη σημαντική εξέλιξη. Στις Ηνωμένες Πολιτείες και το Ηνωμένο Βασίλειο συγκεκριμένα, οι μετοχές πολλών από τις δημόσιες επιχειρήσεις εισήχθησαν σε διάφορα χρηματιστήρια. Ο αριθμός των μετόχων αυξάνονταν καθώς και η γεωγραφική διασπορά τους.

Χρησιμοποιώντας δεδομένα από εταιρείες στις Ηνωμένες Πολιτείες οι Berle & Means (1932) μετέφεραν το ενδιαφέρον στον αυξανόμενο διαχωρισμό του μανάτζμεντ των μεγάλων δημοσίων επιχειρήσεων και των μετόχων. Παρατήρησαν ότι: «η άνοδος της σύγχρονης επιχείρησης έφερε μία συγκέντρωση οικονομικής δύναμης η οποία μπορεί να ανταγωνιστεί, με ίσους όρους, την οικονομική δύναμη ενός ολόκληρου κράτους». Το κράτος αναζητούσε υπό μία έννοια το συντονισμό - ρύθμιση της επιχείρησης ενώ η επιχείρηση, αποκτώντας περισσότερη ισχύ, έκανε κάθε προσπάθεια να αποτρέψει κάτι τέτοιο από το να συμβεί.

Αυτή η μελέτη αποτέλεσε την πρώτη μορφή δημιουργικής δουλειάς γύρω από την εταιρική διακυβέρνηση (παρότι δεν χρησιμοποιήθηκε αυτός ο όρος). Η αναγνώριση σημαντικών ζητημάτων μέσα από αυτό το έργο ήταν πολύ σημαντική για τη δημιουργία της Αμερικανικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (U.S. Securities and Exchange Commission).

Για τα επόμενα 40 χρόνια το έργο των διοικητικών συμβουλίων παρέμενε στο πεδίο της νομικής επιστήμης. Ο Manne, έγραψε το 1965 για τις συγχωνεύσεις και την αγορά για τον εταιρικό έλεγχο, έπειτα, το 1971 ένα έργο του Mace, βασισμένο σε έρευνα επί πολλών αμερικανικών επιχειρήσεων προσπάθησε να ανακαλύψει αυτό που πραγματικά έκαναν τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου καταλήγοντας στο εξής: «στις περισσότερες επιχειρήσεις τα Διοικητικά συμβούλια λειτουργούν ως πηγή συμβουλών και κάποιου είδους πειθαρχίας και δρουν σε περιπτώσεις κρίσεων εάν ο πρόεδρος πεθάνει ή ζητηθεί να παραιτηθεί λόγω μη ικανοποιητικής απόδοσης του».

Η βιβλιογραφία που περιγράφει τις κλασικές λειτουργίες του Διοικητικού Συμβουλίου περιλαμβάνει συνήθως 3 ρόλους :

- 1) Η δημιουργία των βασικών στόχων, επιχειρησιακών στρατηγικών, και κανονισμών του Διοικητικού Συμβουλίου

- 2) Η τοποθέτηση οξυδερκών ερωτήσεων
- 3) Η επιλογή του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου.

Ο Mace ανακάλυψε ότι τα διοικητικά συμβούλια των περισσότερων μεγάλων και μεσαίων επιχειρήσεων δεν δημιουργούσαν στόχους, στρατηγικές και κανονισμούς. Αυτά αντιθέτως γινόταν από το μάντζμεντ. Πρόεδροι, εσωτερικά και εξωτερικά μέλη συμφωνούσαν ότι μόνο το μάντζμεντ μπορεί και πρέπει να έχει αυτές τις ευθύνες.

Ένας δεύτερος κλασικός ρόλος που ανατίθεται στο Διοικητικό Συμβούλιο είναι αυτός των οξυδερκών ερωτήσεων εντός και εκτός συνεδριάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου. Και πάλι ανακαλύφθηκε ότι τα μέλη δεν εφαρμόζουν αυτό στην πραγματικότητα.

Ένας τρίτος κλασικός ρόλος που συνήθως ανατίθεται στο Διοικητικό Συμβούλιο είναι επιλογή του Προέδρου. Παρόλα αυτά και πάλι αποκαλύφθηκε ότι στις περισσότερες εταιρείες τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου δεν είναι αυτά που επέλεγαν τον πρόεδρο με εξαίρεση 1 ή 2 περιπτώσεις κρίσεως οι οποίες προαναφέρθηκαν⁴.

2.1.2 Οι σημαντικές εξελίξεις τη δεκαετία του 1970

Τη δεκαετία 1970 ο Pfeffer (1972) μετέφερε το ενδιαφέρον γύρω από τη σημασία του συνδέσμου μεταξύ, του οργανισμού, του περιβάλλοντος και της δύναμης του Διοικητικού Συμβουλίου. Τρεις άλλες σημαντικές εξελίξεις συνέβησαν στη σκέψη γύρω από την εταιρική διακυβέρνηση: στις Ηνωμένες Πολιτείες η έμφαση γύρω από τους ανεξάρτητους εξωτερικούς συμβούλους και τις επιτροπές ελέγχου, στην Ευρώπη η δημοσίευση του δυαδικού συστήματος, αλλά και στις δύο πλευρές οι συζητήσεις που κινήθηκαν γύρω από τους μετόχους.

Ένα συνεχώς αυξανόμενο αρνητικό κλίμα στις Η.Π.Α., με τους μετόχους αποτυχημένων εταιρειών να αναζητούν αποζημίωση από τα μέλη των διοικητικών συμβουλίων, και πιο συγκεκριμένα τους ελεγκτές, οδήγησε σε μεγαλύτερη έμφαση γύρω από τις οικονομικές καταστάσεις σε επίπεδο Διοικητικού Συμβουλίου .

Ο Auerbach (1973) έγραψε για την επιτροπή ελέγχου ως ένα νέο εταιρικό θεσμό. Οι Mautz και Neumann (1970, 1977) συζήτησαν γύρω από τις επιτροπές ελέγχου του

⁴ R.I. Tricker (2000), ό.π. σελ. 4-6

Διοικητικού Συμβουλίου και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Securities and Exchange Commission) (1972) ζήτησε να αποτελούνται αυτές (οι επιτροπές) από εξωτερικά μέλη. Περαιτέρω, αυτά τα εξωτερικά μέλη θα πρέπει να είναι ανεξάρτητα, με καμία δηλαδή συσχέτιση με την εταιρία. Αυτή η έμφαση οδήγησε σχολιαστές όπως ο Estes (1973) να δηλώσουν ότι τα εξωτερικά μέλη ήταν περισσότερο ευπρόσβλητα από ποτέ. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, ο Tricker το 1978 ανέλαβε μία μελέτη γύρω από τη δομή των βρετανικών διοικητικών συμβουλίων, των μελών τους και των διαδικασιών τους, με σκοπό την προάσπιση των επιτροπών ελέγχου στο Ηνωμένο Βασίλειο, καταλήγοντας, ότι θα έπρεπε να υπάρχουν ανεξάρτητα μέλη στα συμβούλια των βρετανικών επιχειρήσεων. Ο Sir Brandon Rhys-Williams (1976), επίσης, πρότεινε μη-εκτελεστικά μέλη και επιτροπές ελέγχου, μια πρόταση που οδήγησε στο "The Conduct of Company Directors"⁵.

Η Ευρωπαϊκή Οικονομική Επιτροπή εξέδωσε μία σειρά από οδηγίες γύρω από την εναρμόνιση του νόμου για τις επιχειρήσεις που αφορούσε όλα τα κράτη - μέλη. Η 5^η οδηγία (1972) πρότεινε ότι τα συλλογικά διοικητικά συμβούλια, στα οποία, τόσο εσωτερικά όσο και εξωτερικά μέλη, είναι υπεύθυνα για τον έλεγχο της πορείας της επιχείρησης στη σωστή κατεύθυνση, να αντικατασταθούν από το δυαδικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης το οποίο εφαρμοζόταν στη Γερμανία και την Ολλανδία. Σε αυτή τη μορφή διακυβέρνησης, οι εταιρείες έχουν 2 ξεχωριστά συμβούλια, με κανένα κοινό μέλος. Το πρώτο, είναι το εποπτικό συμβούλιο το οποίο είναι υπεύθυνο για τον έλεγχο του εκτελεστικού συμβουλίου το οποίο ουσιαστικά λειτουργεί την επιχείρηση και έχει τη δυνατότητα να προσλαμβάνει και να απολύει τα μέλη του. Η ιδέα για το δυαδικό συμβούλιο δεν έγινε αποδεκτή στη Βρετανία διότι θα αντικαθιστούσε ένα σύστημα το οποίο θεωρούνταν βιώσιμο, αλλά επίσης επειδή, εκτός από το διαχωρισμό των δυνάμεων του Διοικητικού Συμβουλίου, η οδηγία περιλάμβανε ιδέες για συμμετοχή των εργαζομένων, οι οποίες εφαρμοζόταν στη Γερμανία. Η απάντηση του Ηνωμένου Βασιλείου ήταν η έκθεση της επιτροπής στην οποία πρόεδρος ήταν ο λόρδος Bullock: "The report of the Committee of Inquiry on Industrial Democracy" (1977), η οποία αποτέλεσε την πρώτη σημαντική μελέτη γύρω από την εταιρική διακυβέρνηση στη Μεγάλη Βρετανία. Η πρόταση της επιτροπής ήταν για συνέχιση του ενιαίου Διοικητικού Συμβουλίου, αλλά με την είσοδο μελών - αντιπροσώπων των εργαζομένων κάτι το οποίο βέβαια δεν δέχθηκαν με μεγάλη ευχαρίστηση στη Βρετανία.

⁵ R.I. Tricker (2000), ό.π. σελ. 6-8

2.1.3 Οι εξελίξεις τη δεκαετία του 1980

Τη δεκαετία του 1980, οι ευρύτερες ανησυχίες των άμεσα ενδιαφερομένων για τις επιχειρήσεις επισκιάστηκαν από, τις κινούμενες από την αγορά, προσανατολισμένες προς την ανάπτυξη, συμπεριφορές της οικονομίας των Thatcher και Reganite. Η ευθύνη του Διοικητικού Συμβουλίου για την αύξηση της αξίας των μετόχων ενισχύθηκε. Το μοντέλο της επικερδούς απόδοσης έγινε η βάση για την ιδιωτικοποίηση δημόσιων επιχειρήσεων, όπως, ηλεκτρισμού, αερίου, νερού και άλλων, οι οποίες ιδιωτικοποιήθηκαν στο Ηνωμένο Βασίλειο και σταδιακά σε όλον τον κόσμο.

Η ιδέα της εταιρικής διακυβέρνησης άρχισε να γίνεται το επίκεντρο της προσοχής. Μάλιστα η λέξη παρουσιάζεται για πρώτη φορά. Η διακυβέρνηση στην πραγματικότητα μία αρχαία λέξη, η οποία χρησιμοποιούνταν από την εποχή του Chaucer. Αλλά η φράση «εταιρική διακυβέρνηση» είναι καινούρια. Το 1983 εμφανίστηκε ως τίτλος στο “Perspectives on Management” (Earl,1983) και το 1984 σε μια αναφορά του Αμερικανικού Νομικού Ινστιτούτου⁶.

Στα μέσα του 1980, η έρευνα για την εταιρική διακυβέρνηση επεκτάθηκε γύρω από τις επιδράσεις της, στις αλλαγές στη σύνθεση των Διοικητικών Συμβουλίων και γύρω από το ποιος θα πρέπει να έχει τον έλεγχο της επιχείρησης. Αλλά, η εταιρική διακυβέρνηση, επήλθε στο επίκεντρο της προσοχής, λιγότερο ως αποτέλεσμα ακαδημαϊκών και ερευνητικών συζητήσεων αλλά περισσότερο ως αποτέλεσμα επίσημων ερευνών οι οποίες δημιουργήθηκαν ως απάντηση στην κατάρρευση πολλών επιχειρήσεων και στις καταχρήσεις κάποιων διοικητικών συμβουλίων.

2.1.4 Οι εξελίξεις τη δεκαετία του 1990 (στην πράξη)

Οδηγούμενα από τις εξελίξεις στις Ηνωμένες Πολιτείες τα διοικητικά συμβούλια και τα μέλη τους βρίσκονταν κάτω από την πίεση διαφόρων πηγών όπως, οι θεσμικοί επενδυτές, τα μέσα μαζικής ενημέρωσης καθώς και ο κίνδυνος από προσφυγές στα δικαστήρια.

⁶ R.I. Tricker (2000), ό.π. σελ. 8

Σημαντικοί θεσμικοί επενδυτές, ανακάλυψαν τη δύναμη των επενδυτών και ενδιαφέρονταν όλο και περισσότερο για την εταιρική διακυβέρνηση. Ο P. Drucker (1991), ήταν από τους πρώτους που επέστησαν την προσοχή σε αυτήν την δυναμική που είχε η εταιρική διακυβέρνηση. Οι επιχειρήσεις έπρεπε να επιδράσουν στην τιμή των μετοχών τους και να «χτυπήσουν» τη συνεχώς αυξανόμενη συνταξιοδοτική χρηματοδότηση και αποταμίευση παγκοσμίως. Οι προσδοκίες των θεσμικών επενδυτών για βελτίωση της απόδοσης αυξήθηκαν. Ταυτόχρονα επήλθε το τέλος των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης, που είχαν έως τότε ωφελήσει τα επιβεβλημένα διοικητικά συμβούλια. Στις Ηνωμένες Πολιτείες, οι διευθυντές των General Motors και IBM, είχαν λόγο να μετανιώσουν για τη δύναμη των θεσμικών διαχειριστών κεφαλαίου να ψηφίζουν ενάντια σε «επιβεβλημένα» μέλη των διοικητικών συμβουλίων, τα οποία απέδιδαν άσχημα.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο η σκέψη γύρω από την εταιρική διακυβέρνηση επηρεάστηκε από την έκθεση της επιτροπής, με πρόεδρο τον Sir Adrian Cadbury (1992), για τις χρηματοοικονομικές πτυχές της εταιρικής διακυβέρνησης. Οι προτάσεις της έκθεσης και ο «Κώδικας των Καλύτερων Πρακτικών» έδωσαν έμφαση στη σημασία των ανεξάρτητων μελών, καθορίζοντας την ανεξαρτησία ως «ανεξάρτητη του μανάτζμεντ και ελεύθερη από κάθε επιχειρηματική ή άλλη σχέση η οποία θα μπορούσε να αναμειχθεί στην άσκηση ανεξάρτητης κρίσης». Επίσης υπήρξε υπεράσπιση των επιτροπών ελέγχου. Οι κριτικές, γύρω από την έκθεση, ανέφεραν ότι η έκθεση αυτή ξεπέρασε τα όρια, κυρίως με την έμφαση που έδωσε στη σημασία των ανεξάρτητων μελών, άλλοι από την άλλη πλευρά αισθανόταν ότι η έκθεση όχι μόνο δεν ξεπέρασε τα όρια αλλά ότι δεν έφερε και το κάτι παραπάνω.

Η έκθεση Cadbury επηρέασε σημαντικά τη σκέψη σε όλο τον κόσμο. Άλλες χώρες ακολούθησαν με τις εκθέσεις τους σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση. Αυτές περιέλαβαν την έκθεση Vienot (1995) από τη Γαλλία, την King Report (1995) της Νότιας Αφρικής, τις προτάσεις του Χρηματιστηρίου του Τορόντο (1995) του Καναδά, την ολλανδική έκθεση (1997), και μια έκθεση σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση στο Χονγκ Κονγκ από την Hong Kong Society of Accountants (1996). Όπως με την έκθεση Επιτροπής Cadbury (1992), αυτές οι εκθέσεις ασχολήθηκαν κυρίως με την πιθανή κατάχρηση της εταιρικής δύναμης. Ομοίως κάλεσαν για μεγαλύτερη συμμόρφωση σε επίπεδο Διοικητικού Συμβουλίου, προτείνοντας τη χρήση επιτροπών ελέγχου ως γέφυρα μεταξύ εσωτερικού και εξωτερικού ελεγκτή, την ευρύτερη χρήση ανεξάρτητων εξωτερικών μελών και το διαχωρισμό του ρόλου του προέδρου από τον διευθύνοντα σύμβουλο. Επίσης προτάθηκε η χρήση περισσότερων οικονομικών καταστάσεων για

την αποφυγή καταχρήσεων και την προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων και συγκριμένα των μικρομετόχων.

Το 1998 ο Ο.Ο.Σ.Α. (ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης) πρότεινε την ανάπτυξη των παγκόσμιων οδηγιών για την εταιρική διακυβέρνηση. Η ομάδα που συμβούλεψε τον Ο.Ο.Σ.Α., καθοδηγήθηκε από τον Ira Millstein και περιέλαβε σημαντικές φυσιογνωμίες από τη Μεγάλη Βρετανία, τη Γαλλία, τη Γερμανία τις Η.Π.Α. και την Ιαπωνία.

Μετάπειτα, μια άλλη βρετανική επιτροπή εταιρικής διακυβέρνησης (1998), με πρόεδρο τον Sir Ronald Hamper, αναφέρεται στα αποτελέσματα των προτάσεων της επιτροπής Cadbury και συστήνει έναν Κώδικα Καλύτερων Πρακτικών. Η έκθεση αναπτύσσει μία ομάδα αρχών εταιρικής διακυβέρνησης.

Τρεις κύριες ενότητες αναδύθηκαν από αυτήν την έκθεση:

1. Η καλή η εταιρική διακυβέρνηση χρειάζεται ευρύτερες αρχές και όχι εθιμικούς κανόνες. Η συμμόρφωση με τις ορθές πρακτικές της διακυβέρνησης, όπως είναι ο διαχωρισμός του προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου με τον διευθύνοντα σύμβουλο, θα πρέπει να είναι ευέλικτες και σχετικές ανάλογα με την περίπτωση της κάθε επιχείρησης.
2. Το συλλογικό Διοικητικό Συμβούλιο είναι απόλυτα αποδεκτό στο Ηνωμένο Βασίλειο. Δεν υπάρχει κανένα ενδιαφέρον για εναλλακτικό σύστημα διακυβέρνησης όπως το δυαδικό.
3. Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι υπόλογο στους μετόχους της εταιρείας. Δεν υπάρχει καμία περίπτωση για επανατοποθέτηση των ευθυνών των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου σε άλλες ομάδες της επιχείρησης.

2.1.5 Οι εξελίξεις τη δεκαετία του 1990 (στη θεωρία)

Η εταιρική διακυβέρνηση, μέχρι τότε, δεν είχε μια αποδεκτή θεωρητική βάση. Σύμφωνα με τον Pettigrew (1992), η εταιρική διακυβέρνηση στερείται οποιασδήποτε μορφής συνοχής, είτε εμπειρικά, μεθοδολογικά είτε θεωρητικά, με μόνο κάποιες αποσπασματικές προσπάθειες να εξηγηθεί το πώς οργανώνεται η σύγχρονη εταιρία.

Εντούτοις, τη δεκαετία του 1990 υπήρξε μεγάλη άνοδος στο ακαδημαϊκό ενδιαφέρον γύρω από αυτό το θέμα.

Μερικές σημαντικές εργασίες βασίστηκαν σε μελέτες περιπτώσεων και προσωπική εμπειρία: Οι Lorsch και McGiver (1989) παρήγαγαν μερικές καινούριες ιδέες στο έργο τους «Pawns and Potentates - the reality of the American board», οι Demb και Neubauer (1992) χρησιμοποίησαν την ευρωπαϊκή εμπειρία στο βιβλίο τους «The Corporate Board - confronting the paradoxes». Οι Monks και Minow (1995) χρησιμοποίησαν την εμπειρία τους ως επενδυτές και ενεργά στελέχη ενώ ο Monks (1998) έκανε μια εμπειριστατωμένη και περισσότερο ειλικρινή κριτική στην υπερβολική δύναμη των αμερικανών διευθύνοντων συμβούλων.

Αλλά, η πιο σημαντική ακαδημαϊκή συζήτηση της δεκαετίας, ήταν μεταξύ εκείνων που βάσισαν την έρευνά τους στις ιδέες της θεωρίας της αντιπροσώπευσης και εκείνων που θεωρούν ότι η θεωρία αυτή είναι ανεπαρκής και βασισμένη σε λάθος υποθέσεις.

Προερχόμενες από το έργο του Coarse (1936), οι έννοιες της θεωρίας αντιπροσώπευσης, αναπτύχθηκαν από ερευνητές όπως οι Williamson (1979) και Fama και Jensen (1983). Στην ουσία, η θεωρία παρουσιάζει τη σχέση διακυβέρνησης, ως συμβόλαιο μεταξύ των μελών του συμβουλίου και των μετόχων. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου που επιδιώκουν να μεγιστοποιήσουν την προσωπική χρησιμότητά τους, θα λάβουν μέτρα προς το συμφέρον τους, τα οποία όμως είναι καταστρεπτικά για τους μετόχους. Συνεπώς, τα συναλλακτικά κόστη των κατάλληλων αποδείξεων και ισολογισμών, όπως η κοινοποίηση στους μετόχους, η χρήση ανεξάρτητων μελών, οι επιτροπές ελέγχου και ο διαχωρισμός του προέδρου με τον διευθύνοντα σύμβουλο, είναι επιθυμητά.

Αποδεικτικά στοιχεία τέτοιων ενεργειών δεν είναι δύσκολο να βρεθούν και οι έρευνες έδειξαν διασυνδέσεις μεταξύ διαφόρων πτυχών της διακυβέρνησης, όπως η δομή του Διοικητικού Συμβουλίου, η δυαδικότητα του προέδρου και του διευθύνοντα συμβούλου και η αμοιβή των συμβούλων με την εταιρική απόδοση [Conyon, Gregg και Machin (1995)]

Οι κριτικοί της θεωρίας της αντιπροσώπευσης, υποστηρίζουν ότι η πραγματικότητα της διακυβέρνησης, περιλαμβάνει διαπροσωπικές και πολιτικές σχέσεις οι οποίες δεν αντικατοπτρίζονται σε ένα συμβόλαιο μεταξύ δύο προσώπων. Περαιτέρω υποστηρίζουν ότι η θεωρία δεν λαμβάνει υπόψιν τη φύση του ανθρώπου και γι' αυτό το

λόγο δεν καθίσταται απόλυτα αξιόπιστη. Από την άλλη πλευρά η θεωρία της διαχείρισης (stewardship), προτείνει ένα ευρύτερο πλέγμα αναφοράς, βασιζόμενη στην πρωταρχική - νομική πλευρά της επιχείρησης, στην οποία τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου έχουν ευθύνη απέναντι στους μετόχους να είναι «διαχειριστές» των συμφερόντων τους. Περαιτέρω κάποιες άλλες θεωρίες υποστηρίζουν ότι, η αυξανόμενη εταιρική διακυβέρνηση όχι μόνο δεν αυξάνει την εταιρική απόδοση αλλά μάλιστα την μειώνει [Donaldson και Davies (1994)] και Muth και Donaldson (1997).

2.1.6 Η φιλοσοφική συζήτηση

Η απόρριψη από την Βρετανική Επιτροπή Hampel της άποψης των μετόχων ότι: «τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου είναι υπεύθυνα για τις σχέσεις με τους stakeholders» αλλά ταυτόχρονα «είναι υπόλογα στους μετόχους», αδιαμφισβήτητα αντικατοπτρίζει τη συμβατικότητα της σκέψης, στις αίθουσες συνεδριάσεων, τόσο στο Ηνωμένο Βασίλειο όσο και στις Η.Π.Α.

Το Harvard Business Review δημοσιοποίησε τα αποτελέσματα μίας μελέτης πάνω στην εταιρική διακυβέρνηση (1991). Ο Handy (1993) έθεσε το ερώτημα «για ποιο λόγο υπάρχει μία επιχείρηση;» υπονοώντας ότι ένας κοινωνικός οργανισμός αντικατοπτρίζει την πραγματικότητα καλύτερα από μία νομική οντότητα, η οποία ορίζεται από την ιδιοκτησία.

Ο Sternberg (1997) ισχυρίστηκε ότι οι ιδέες γύρω από τους stakeholders είναι λανθασμένες στη βάση τους, υπερασπιζόμενος την άποψη των δικαιωμάτων της ιδιοκτησίας. Ο Turnbull (1997) έλαβε την αντίθετη θέση προωθώντας τα συμφέροντα μιας ευρύτερης κυβερνητικής άποψης.

Τα σύνορα της εταιρικής διακυβέρνησης προχωρούν προς τα μπρος πολύ γρήγορα, όπως και η σοβαρότητα των ζητημάτων γύρω από την εταιρική διακυβέρνηση αυξανόμενα αποτελεί μία πρόκληση για τα μέλη των διοικητικών συμβουλίων, τους επενδυτές και τους νομοθέτες. Παρά την εξέλιξη της σκέψης βρισκόμαστε ακόμα στον τρόπο σκέψης του 19^{ου} αιώνα όσον αφορά την έννοια της επιχείρησης, κάτι το οποίο προωθεί την εταιρική διακυβέρνηση.

2.2 Ανασκόπηση βιβλιογραφίας – αρθρογραφίας

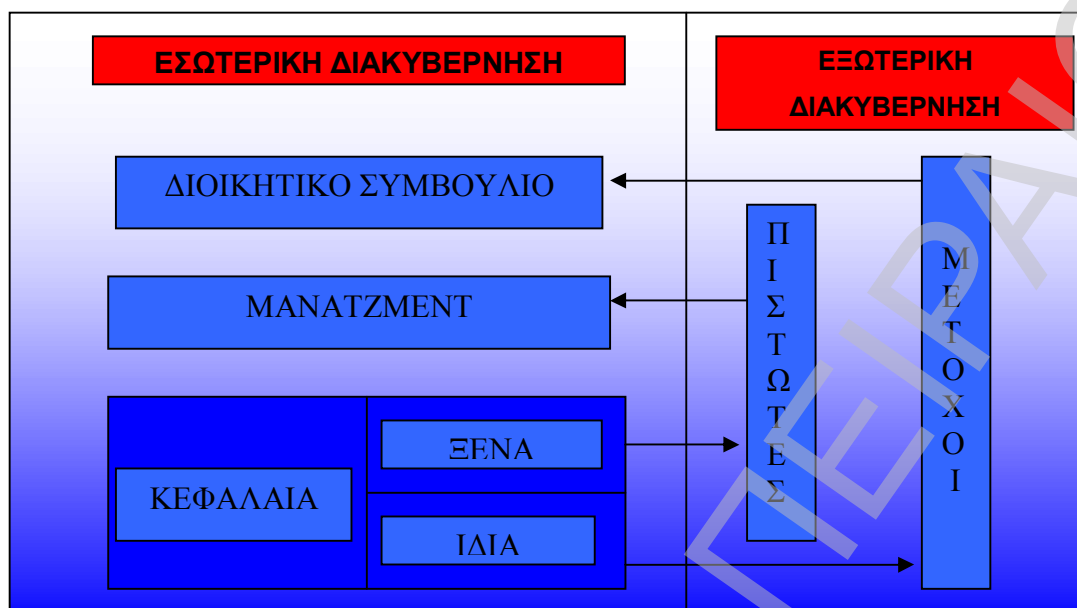
2.2.1 Καθορίζοντας την εταιρική διακυβέρνηση

Ο ορισμός της εταιρικής διακυβέρνησης διαφέρει ανάλογα με την οπτική γωνία που αντιλαμβάνεται κάποιος τον κόσμο. Από μία ευρεία οπτική γωνία, οι Shleifer και Vishny (1997) ορίζουν την εταιρική διακυβέρνηση ως, τους τρόπους με τους οποίους οι χρηματοοικονομικοί προμηθευτές των επιχειρήσεων διασφαλίζουν τη λήψη μίας ικανοποιητικής απόδοσης της επένδυσής τους. Με ακόμα ευρύτερη αντίληψη, οι Gillan και Starks (1998) αναφέρονται στην εταιρική διακυβέρνηση ως ένα σύστημα νόμων, κανόνων και παραγόντων το οποίο ελέγχει τις λειτουργίες σε μία επιχείρηση. Αρκετοί ερευνητές, παραβλέποντας το συγκεκριμένο ορισμό, συχνά βλέπουν τους μηχανισμούς της εταιρικής διακυβέρνησης σαν δύο επιλογές: τους εσωτερικούς μηχανισμούς της επιχείρησης και τους εξωτερικούς μηχανισμούς της επιχείρησης.

Το σχήμα 2.1 μπορεί να αποτυπώσει ξεκάθαρα την ουσία αυτής της σχέσης. Στην αριστερή πλευρά του διαγράμματος παρουσιάζονται τα βασικά στοιχεία της εσωτερικής διακυβέρνησης. Το μάντζμεντ, δρώντας ως εκπρόσωπος των μετόχων, αποφασίζει που θα επενδύσει και πως θα χρηματοδοτήσει αυτές τις επενδύσεις. Το Διοικητικό Συμβούλιο, στην κορυφή του συστήματος εσωτερικού ελέγχου, είναι υπεύθυνο να συμβουλεύει και να ελέγχει το μάντζμεντ και έχει την ευθύνη να προσλαμβάνει και να ανταμείβει την ομάδα του ανώτατου μάντζμεντ (Jensen,1993). Στη δεξιά πλευρά του διαγράμματος παρουσιάζονται τα στοιχεία της εξωτερικής διακυβέρνησης τα οποία προέρχονται από την ανάγκη της επιχείρησης για αύξηση του κεφαλαίου της. Περαιτέρω παρουσιάζει ένα διαχωρισμό μεταξύ των παροχών του κεφαλαίου και των διαχειριστών του. Αυτός ο διαχωρισμός δημιουργεί τη ζήτηση για δομές εταιρικής διακυβέρνησης⁷.

⁷ Gillan S., (2006), "Recent Developments in Corporate Governance An Overview", Journal of Corporate Finance 12, pp. 381 - 401

Σχήμα 2.1 Εσωτερικοί και εξωτερικοί μηχανισμοί διακυβέρνησης



Πηγή: Gillan S., Recent Developments in Corporate Governance, 2006

Όπως αναφέρουν οι Shleifer και Vishny (1997), οι χρηματοοικονομικοί προμηθευτές χρησιμοποιούν την εταιρική διακυβέρνηση για να διασφαλίσουν την απόδοση της επένδυσής τους. Το διάγραμμα αυτό αποτυπώνει επίσης το σύνδεσμο μεταξύ των μετόχων και του Διοικητικού Συμβουλίου. Οι μέτοχοι εκλέγουν τα μέλη του συμβουλίου και, τα συμβούλια, υπό το πρίσμα του κρατικού νόμου, έχουν υποχρέωση απέναντι στους μετόχους.

Βέβαια οι εταιρείες είναι κάτι περισσότερο από απλά συμβούλια, μάνατζερ, μετόχους και πιστωτές. Με βάση τον ορισμό των Gillan και Starks (1998), η εταιρική διακυβέρνηση χωρίζεται σε δύο κύριες κατηγορίες την εσωτερική διακυβέρνηση και την εξωτερική διακυβέρνηση. Σε καθεμία διακρίνονται 5 βασικές κατηγορίες: 1) Το Διοικητικό Συμβούλιο (ο ρόλος του και η δομή του), 2) Τα κίνητρα των μάνατζερ, 3) Η κεφαλαιακή δομή, 4) Οι εσωτερικοί κανονισμοί και 5) Τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου. Ομοίως τα συστήματα εξωτερικής διακυβέρνησης χωρίζονται σε 5 ομάδες : 1) Νόμος και οι κανονισμοί, 2) Οι αγορές I (συμπεριλαμβανομένων των κεφαλαιακών αγορών, της αγοράς για τον εταιρικό έλεγχο, της αγοράς εργασίας, και της αγοράς προϊόντων), 3). Οι αγορές II, αυτή τη φορά με την έννοια των προμηθευτών πληροφοριών για την κεφαλαιαγορά, 4) Οι Αγορές III, με εστίαση σε χρηματοοικονομικές, λογιστικές και νομικές υπηρεσίες από εξωτερικές ομάδες και 5) Ιδιωτικές πηγές εξωτερικής εποπτείας, όπως τα μέσα μαζικής ενημέρωσης. Θα παρουσιαστεί παρακάτω το θεωρητικό πλαίσιο αυτών των δύο κύριων κατηγοριών.

2.2.2 Εσωτερική Διακυβέρνηση

Διοικητικά Συμβούλια

Τα διοικητικά συμβούλια, όντας υποχρεωμένα απέναντι στους μετόχους και έχοντας την ευθύνη για παροχή στρατηγικής κατεύθυνσης και ελέγχου, έχουν ένα πολύ σημαντικό ρόλο στη διακυβέρνηση. Παραδοσιακά, οι έρευνες για τα εταιρικά συμβούλια, εστιάζονταν στις διασυνδέσεις μεταξύ της δομής του συμβουλίου και της αξίας της επιχείρησης, των επιλογών διακυβέρνησης και των επενδυτικών και χρηματοοικονομικών αποφάσεων. Ενώ το μέγεθος του συμβουλίου και η ανεξαρτησία του από το μάνατζμεντ παίζουν σημαντικό ρόλο στις έρευνες μέχρι σήμερα (Rosenstein και Wyatt,1990, Yermack,1996), άλλοι εξετάζουν τη δραστηριότητα του συμβουλίου (Vafeas,1999) και τη δομή και δραστηριότητα των επιτροπών του συμβουλίου (Klein,1998,2002, Deli και Gillan,2000). Επιπροσθέτως πολλοί είναι αυτοί που ερευνούν το ρόλο της δυαδικότητας του διευθύνοντος συμβούλου με αυτή του προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου (Baliga et al.,1996;Brickley et al.,1997,Goyal και Park,2002)

Επιπροσθέτως, οι Hermalin και Weisbach (1988) και πιο πρόσφατα οι Warther(1998), Adams και Ferreria (2003), Gillette et al. (2003), Harris και Raviv (2005), και Raheja (2005), ερευνούν τις θεωρητικές πτυχές της δομής του συμβουλίου. Γενικότερα αυτές οι εργασίες παρουσιάζουν τα συμβούλια και τους ρόλους τους, σαν ελεγκτές και συμβούλους του εταιρικού μάνατζμεντ. Αρκετές από αυτές εργασίες επίσης παρουσιάζουν το άριστο μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου και την ανεξαρτησία του [John και Senbet (1998) και Hermalin και Weisbach(2003)].

Πρόσφατες εμπειρικές έρευνες εστιάζουν στην εξέλιξη της δομής του συμβουλίου με το πέρασμα του χρόνου και τις αλλαγές στα διοικητικά συμβούλια μετά το νόμο Sarbanes-Oxley, όπως για παράδειγμα οι Coles et al.(2005) και Linck et al.(2005), εστιάζουν στις πρόσφατες αλλαγές στα συμβούλια, ανακαλύπτοντας πως το μέγεθος των συμβουλίων και η ανεξαρτησία έχουν αυξηθεί μετά τον νόμο αυτό. Οι Boone et al.(2005) και Lehn et al.(2005), εστιάζουν στις αλλαγές των συμβουλίων με το πέρασμα του χρόνου, και ασχολούνται κυρίως με τις αλλαγές που επήλθαν στο κόστος εξαιτίας των νέων κανονισμών.

Άλλες πρόσφατες εργασίες για τα χαρακτηριστικά του συμβουλίου από τον Ferris et al.(2003) ανακαλύπτουν ότι τα πολυάσχολα διοικητικά συμβούλια δεν βλάπτουν τον

πλούτο των μετοχών, ενώ οι Fich και Shivdasani προτείνουν ότι η ικανότητα των συμβουλίων να ελέγχουν είναι δεσμευτική για εταιρείες με αρκετά πολυάσχολους συμβούλους. Οι Conyon και Muldoon(2004) και οι Larcker et al.(2005) μελετούν τις διασυνδέσεις μεταξύ των διοικητικών συμβουλίων.

Επιπροσθέτως οι κινήσεις του συμβουλίου λαμβάνουν όλο και περισσότερη προσοχή. Οι Agrawal και Chadha(2005) αναφέρουν ότι η ύπαρξη χρηματοοικονομικής εξειδίκευσης στα συμβούλια, περιορίζει την πιθανότητα λογιστικών λαθών.

Οι Brick et al.(2006) εξετάζουν τα χαρακτηριστικά των συμβουλίων και την ανταμοιβή του διευθύνοντος συμβούλου. Η πρωταρχική εστίαση της ανάλυσης, είναι στη σχέση μεταξύ του συμβουλίου και της αμοιβής του διευθύνοντος συμβούλου, ενώ ταυτόχρονα ελέγχονται, ο διευθύνοντας σύμβουλος της εταιρείας και τα χαρακτηριστικά της διακυβέρνησης. Οι συγγραφείς ανακαλύπτουν ότι η υπερβολικά μεγάλη αμοιβή των συμβούλων συσχετίζεται με αντίστοιχα μεγάλη αμοιβή του διευθύνοντα συμβούλου.

Εστιάζοντας στις κινεζικές επιχειρήσεις οι Chen et al.(2006) μελετούν τη διασύνδεση μεταξύ της εταιρικής απάτης, της δομής του συμβουλίου και της δομής της ιδιοκτησίας. Στην ανάλυσή τους οι συγγραφείς ανακαλύπτουν ότι τα χαρακτηριστικά του συμβουλίου και η δομή της ιδιοκτησίας διαφέρουν σημαντικά στις επιχειρήσεις που εξαπατούν και σε αυτές που δεν εξαπατούν.

Λαμβάνοντας μία διαφορετική οπτική, οι Berry et al.(2006) ερευνούν την εξέλιξη των συμβουλίων και άλλων διακυβερνητικών δομών σε νέες επιχειρήσεις⁸.

Τα κίνητρα του μάντζερ

Οι μισθολογικές πολιτικές, που επιλέγονται από τα συμβούλια, μπορούν να διαδραματίσουν πολύ σημαντικό ρόλο στην ευθυγράμμιση των συμφερόντων μεταξύ των ιδιοκτητών και των μάντζερ. Πράγματι, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, ακαδημαϊκοί για πρακτικοί συμφωνούσαν υπέρ της αμοιβής με βάση την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων ως ένα μηχανισμό ευθυγράμμισης των συμφερόντων των μάντζερ και των μετόχων (π.χ. Jensen, 1993). Μερικά από τα έργα που αναφέρονται στην ανταμοιβή των μάντζερ είναι των Murphy(1999), Bebchuk και Fried(2003),Core et al.(2003) και Core et al.(2004).

⁸ Gillan S. (2006), ό.π. pp. 381 - 401

Πιο πρόσφατες έρευνες των Agrawal και Chadha (2005), Johnson et al.(2003), και Peng και Roell(2003) μελετούν τη σχέση αυτού του τρόπου αμοιβής με την τάση μιας επιχείρησης προς την απάτη και την απόδοση της. Το μοντέλο στο οποίο καταλήγουν οι συγγραφείς, δείχνει ότι η σχέση μεταξύ της απόδοσης επιχείρησης και των κινήτρων του μάνατζμεντ, από μόνη της δεν μπορεί να καθορίσει εάν οι μάνατζερ λαμβάνουν προσωπικά οφέλη από την επένδυση.

Κεφαλαιακή δομή

Ένας σημαντικός αριθμός εργασιών εξετάζει, πολλαπλές κατηγορίες μετοχών, οι οποίες περιλαμβάνουν διαφορετικά δικαιώματα ψήφου και ταμιακών ροών, όπως οι εργασίες των Gompers et al.(2004) και Zingales(1995).

Πρόσφατη εμπειρική έρευνα, για εταιρική διακυβέρνηση και την κεφαλαιακή δομή, εστιάζεται στη σχέση μεταξύ της διακυβέρνησης και του κόστους δανεισμού. Για παράδειγμα οι Klock et al.(2005) ανακαλύπτουν ότι, μία αυξημένη χρήση μέτρων που θα αποτρέπουν τις εξαγορές, συσχετίζεται με χαμηλότερα κόστη δανεισμού. Οι Bryan et al.(2006) δίνουν έμφαση στη σχέση μεταξύ της ανταμοιβής και του δανειακού κόστους αντιπροσώπευσης.

Εσωτερικοί Κανονισμοί

Οι εσωτερικοί κανονισμοί μελετήθηκαν από τους Daines και Klausner(2001), Field και Karpoff(2002), Bebchuk και Cohen(2005),Bebchuk et al.(2003), και Gompers et al.(2003), ενώ η πιο πρόσφατη μελέτη είναι αυτή των Danielson και Karpoff(2006).

2.2.3 Εξωτερική Διακυβέρνηση

Νόμοι και κανονισμοί

Οι πτυχές του νομικού και κανονιστικού περιβάλλοντος είναι δομικά συνδεδεμένες με την εταιρική διακυβέρνηση και ένα μεγάλο μέρος ερευνητικών εργασιών μελετά τη σχέση μεταξύ, της διακυβέρνησης, του νόμου και της οικονομίας. Για παράδειγμα, κάποιες εργασίες μελετούν τον αντίκτυπο των αλλαγών των κρατικών νόμων στην αξία των μετοχών και στην αγορά εργασίας για τους συμβούλους (Szewczyk και Tsetsekos, 1992, Coles και Hoi, 2004). Από την άλλη πλευρά οι Comment και Schwert(1995) εστιάζουν στις πιθανότητες εξαγοράς οι οποίες ακολουθούν μίας αλλαγής στη

νομοθεσία. Πιο πρόσφατα έργα δίνουν έμφαση στη διακυβέρνηση και στις αλλαγές στον πλούτο, μετά την εφαρμογή του Sarbanes-Oxley. Οι Linck et al.(2005) μελετούν τη δομή των συμβουλίων ενώ ο Grinstein(2005) εστιάζει στις επιπτώσεις στον πλούτο και οι Leuz et al.(2005) μελετούν τις εταιρείες οι οποίες εθελοντικά είχαν υιοθετήσει κάποιες αρχές εταιρικής διακυβέρνησης πριν από το νόμο Sarbanes-Oxley. Οι Daouk et al.(2006) ερευνούν τη σχέση μεταξύ της διακυβέρνησης της Κεφαλαιαγοράς και διαφόρων δεικτών της απόδοσης της αγοράς.

Αγορές I : κεφαλαίου, ελέγχου, εργασίας και προϊόντος

Σημαντικές έρευνες σε αυτόν τον τομέα έχουν γίνει από τους Anderson και Lee(1997) Bethel et al.(1998), Hartzell και Starks(2003) και προσφάτως από τους Dlugosz et al.(2006).

Αγορές II : ανάλυση των πληροφοριών της κεφαλαιαγοράς

Υπάρχει ένας σημαντικός αριθμός εργασιών οι οποίες μελετούν τη σχέση μεταξύ των παροχών πληροφοριών για την κεφαλαιαγορά και των διαφορετικών πτυχών της εταιρικής διακυβέρνησης. Για παράδειγμα οι Chung και Jo(1996), τονίζουν ότι οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές μπορούν να μειώσουν τα κόστη αντιπροσώπευσης μέσω του ελέγχου του εταιρικού μάντζμεντ και της παροχής πληροφοριών για τις εταιρείες της αγοράς. Εποπτεία μπορεί να υπάρξει και από πολλούς άλλους συμμετέχοντες στην αγορά όπως, οι παρέχοντες πληροφορίες για τη διακυβέρνηση και προτάσεις ψήφου, αναλυτές, στους θεσμικούς επενδυτές. Σε αυτόν τομέα οι Bethel και Gillan(2002), Morgan και Poulsen(2001) παρέχουν αποδείξεις ότι οι αρνητικές προτάσεις ψήφου από τους αναλυτές συσχετίζονται με το χαμηλότερο επίπεδο υποστήριξης δια μέσου της ψήφου.

Αγορές III : η αγορά για τις υπηρεσίες

Οι μελέτες και οι έρευνες σε αυτή την κατηγορία είναι λιγότερες. Μελετούν τη σχέση μεταξύ της αγοράς υπηρεσιών και της εταιρικής διακυβέρνησης. Από τα πρώτα έργα ήταν αυτό των Bhagat et al.(1987). Προσφάτως οι Larcker και Richardson(2004) ασχολήθηκαν εκτενέστερα με αυτό το θέμα.

Ιδιωτικές πηγές εξωτερικής εποπτείας

Οι ιδιωτικές πηγές εξωτερικής εποπτείας είναι τα μέσα μαζικής ενημέρωσης και τα δικαστήρια. Τα μέσα μαζικής ενημέρωσης παίζουν σημαντικό ρόλο, δίνοντας αναφορές σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση παγκοσμίως. Οι Dyck και Zingales(2002) εστιάζουν στο πώς τα μέσα μπορούν να πιέσουν τους μάνατζερ και τα μέλη του συμβουλίου να συμπεριφέρονται κοινωνικώς αποδεκτά. Πιο πρόσφατα, οι Malmendier και Tate(2005) ερευνούν τους διευθύνοντες συμβούλους οι οποίοι λαμβάνουν της προσοχής των μέσων μαζικής ενημέρωσης⁹.

⁹ Gillan S. (2006), ό.π. pp. 381 - 401

Βιβλιογραφία

Ξένη βιβλιογραφία

1. Cochran, Philip L. and Steven L. Wartick (1988), "Corporate Governance - a review of the literature" Financial Executives Research Foundation, Morristown, New Jersey, USA
2. Gillan S., (2006), "Recent Developments in Corporate Governance An Overview", Journal of Corporate Finance 12, pp. 381 - 401
3. Tricker R.I. (2000), "History of Management Thought Series, Ashcroft Publishing, UK

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Η Εταιρική Διακυβέρνηση

3.1 Εισαγωγή

Η εταιρική διακυβέρνηση, ως έννοια, δεν είναι νέα. Εμφανίστηκε στις αρχές του προηγούμενου αιώνα, στις αγγλοσαξονικές χώρες, με την ανάπτυξη του καπιταλισμού. Η εταιρική διακυβέρνηση συνδέεται με την οργάνωση της διαδικασίας παραγωγής, οι οποία επιδιώχθηκε από αρχαιοτάτων χρόνων. Υπό τη βασιλεία του Νάβουχοδονόσορα (505 π.Χ.), εφαρμόστηκαν διαδικασίες ελέγχου της παραγωγής, με στόχο αυτή να καταστεί περισσότερο αποτελεσματική. Οι Κινέζοι και οι Εβραίοι, εξάλλου, όπως προκύπτει από ιστορικά στοιχεία, είχαν αναπτύξει την έννοια του μάνατζμεντ, με στόχο την αποτελεσματικότερη οργάνωση της εκλογικής διαδικασίας. Το σημαντικότερο παράδειγμα οργανωτικής συγκρότησης εντοπίζεται στην πράξη του Sun Tzu (500 π.Χ.) για την τέχνη και τη στρατηγική του πολέμου. Στην αρχαιοελληνική πόλη, είχαν εξάλλου καθιερωθεί αρχές οργάνωσης της παραγωγής. Στην Πολιτεία του Πλάτωνα, επιχειρείται αναφορά στην επιτακτική ανάγκη εξειδίκευσης, με στόχο την επαύξηση της απόδοσης από την παραγωγική δραστηριότητα. Το 100 π.Χ., εξάλλου, ο Ρωμαίος έπαρχος Κολουμέλα είχε καθιερώσει τη συμμετοχή των εργαζομένων της επαρχίας του, σε συμβούλιο με συμβουλευτικές αρμοδιότητες, σχετικά με νέες εργασίες. Κατ' αυτό τον τρόπο, οι εργαζόμενοι ήταν περισσότερο πρόθυμοι στην ανάληψη δράσεων, για τις οποίες είχαν προηγουμένως ερωτηθεί και για τις οποίες η γνώμη τους είχε ληφθεί υπόψη¹⁰.

Ωστόσο, η συζήτηση σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση, άρχισε στη δεκαετία του 1970, όταν πλέον είχαν αποκαλυφθεί οικονομικά σκάνδαλα, επιχειρήσεις είχαν οδηγηθεί σε πτώχευση, αλλά και όταν είχε καταστεί ορατή η ανάπτυξη των συνταξιοδοτικών οργανισμών και των μορφών συλλογικής επένδυσης. Αυτά τα δεδομένα οδήγησαν σε σκέψεις και προτάσεις, σχετικά με την οργάνωση της εξουσίας στην εταιρεία, ως τεχνικής οργάνωσης της επιχειρηματικής δραστηριότητας, με στόχο,

¹⁰ Μούζουλας Σ., (2003), «Εταιρική Διακυβέρνηση: Διεθνής Εμπειρία, ελληνική πραγματικότητα», Εκδόσεις Σάκκουλα 2003, σελ. 21

κυρίως, την εξισορρόπηση των εξουσιών της διοίκησης και των μετόχων. Αυτή η εξισορρόπηση αναζητήθηκε πρώτιστα μέσα από την καθιέρωση κανόνων διαφάνειας. Η διάκριση μεταξύ κυριότητας και ελέγχου, όπως επιτελέστηκε από τους Berle και Means, αποτέλεσε τη βάση για τη συζήτηση σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση. Αυτή η διάκριση οδήγησε όχι μόνο στη διαφοροποίηση των καθηκόντων των φορέων κυριότητας και ελέγχου, αλλά και στη διαπίστωση της ύπαρξης διαφοράς συμφερόντων μεταξύ αυτών των φορέων, κατά τρόπο ώστε να δημιουργείται πεδίο σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ τους.

Πρακτικά ωστόσο, η κρίση μετατοπίστηκε προς την πλευρά του φορέα ενάσκησης ελέγχου, κατά τρόπο ώστε, τελικά, οι κύριοι της επιχείρησης να μην διαθέτουν καμία ουσιαστική εξουσία, στο πλαίσιο της δραστηριοποίησης της εταιρείας. Κάτω από αυτές τις συνθήκες, εύστοχα επισημάνθηκε και ότι οι κύριοι της επιχείρησης διέθεταν απλώς συμφέροντα, ενώ η εξουσία ασκούνταν από τους φορείς ελέγχου. Το γεγονός αυτό δημιούργησε ένα νέο πεδίο συζητήσεων, για τον τρόπο προώθησης των δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Από την άλλη πλευρά, η νομοθεσία αποδέχεται την ύπαρξη δικαιωμάτων των μετόχων, χωρίς να λαμβάνει υπόψη αυτήν την ουσιαστική μεταβολή του τρόπου ενάσκησης της εξουσίας στην εταιρεία. Σταδιακά μεγάλος αριθμός μετοχών των εταιρειών συγκεντρώνονται σε ένα σχετικά μικρό αριθμό θεσμικών επενδυτών. Η κυριότητα, με την πάροδο του χρόνου, διασπείρεται σε μεγάλο αριθμό προσώπων, γεγονός που πρακτικά προκαλεί δυσχέρειες ενάσκησης οποιοσδήποτε ουσιαστικής εξουσίας, η οποία συγκεντρώνεται σε μικρό αριθμό προσώπων. Οι μέτοχοι, ακριβώς επειδή δεν είναι σε θέση να οργανωθούν κατά τρόπο που θα τους επιτρέψει την άσκηση εξουσίας από κοινού, στην πράξη, ακολουθούν τις επιλογές της διοίκησης της εταιρείας. Ακόμη και στα ζητήματα όπου οι μέτοχοι, τυπικά, πρέπει να αποφασίζουν, συνήθως επικυρώνουν τις επιλογές της διοίκησης. Αυτή η παθητική στάση των μετόχων δεν επιτρέπει σε αυτούς να θέσουν τις βάσεις για την αποτροπή της ενάσκησης της εξουσίας διοίκησης της εταιρείας προς εξυπηρέτηση άλλων συμφερόντων, από αυτών της εταιρείας. Η ευθύνη για την άσκηση της ορθής διοίκησης εναπόκειται στο ίδιο το Διοικητικό Συμβούλιο, το οποίο διασφαλίζει από μόνο του ότι η δραστηριότητα της εταιρείας ασκείται προς το συμφέρον της.

Αντιλαμβάνεται συνεπώς κανείς ότι η εταιρική διακυβέρνηση, ως έννοια, ενέχει έντονη μια πολιτική χροιά. Η καθιέρωση ενός οποιοδήποτε συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης προϋποθέτει επιλογές πολιτικής φύσεως. Η εταιρική κυβέρνηση εκφράζει, γενικότερα, μια φιλοσοφία και αποτυπώνει τις αντιλήψεις γύρω από την εξουσία και τους τρόπους ενάσκησης της. Αξιολογεί τους επί μέρους φορείς που

μετέχουν στην εξουσία και επιχειρεί την οριοθέτηση των σχέσεων τους, με άξονα τη λειτουργία της εταιρείας, προς επίτευξη ενός στόχου. Ο στόχος ποικίλει, ανάλογα με το σύστημα που θα έχει υιοθετηθεί, δηλαδή ανάλογα με τη φιλοσοφία που θα εκφράζει η εταιρική διακυβέρνηση ως έννοια. Ομοίως, η οποιαδήποτε προσπάθεια εννοιολογικού προσδιορισμού της εταιρικής διακυβέρνησης δεν μπορεί παρά να εκφράζει επιλογές πολιτικού χαρακτήρα. Μία πρώτη προσέγγιση της εταιρικής διακυβέρνησης εκλαμβάνει αυτή ως ένα σύνολο διευθετήσεων, νομικών, παραδοσιακών και θεσμικών, οι οποίες οριοθετούν το πλαίσιο δράσης και τις επιμέρους ενέργειες των ανοικτών εταιρειών, απαντώντας στα ερωτήματα ποιος ελέγχει αυτές, πώς ασκείται ο έλεγχος και πως κατανέμονται οι κίνδυνοι και οι αποδόσεις από τη δραστηριότητα της επιχείρησης. Υπό αυτή την έννοια, η εταιρική η κυβέρνηση καλύπτει τους άπειρους μηχανισμούς, οι οποίοι σχηματοποιούν τις πρωτοβουλίες, τα αντικίνητρα και τις απαγορεύσεις, στο πλαίσιο των οποίων το μάνατζμεντ του εκδότη κινητών αξιών λαμβάνει αποφάσεις. Σύμφωνα με μία άλλη προσέγγιση, η εταιρική διακυβέρνηση αναφέρεται στους τρόπους με τους οποίους οι παροχείς χρηματοοικονομικών μέσων διασφαλίζουν ότι θα αποκομίσουν όφελος από την επένδυσή τους.

Η εταιρική διακυβέρνηση, ειδικότερα, οδηγεί στην ανεύρεση των τρόπων, με τους οποίους οι προμηθευτές κεφαλαίων στις εταιρείες εξασφαλίζουν για τον εαυτό τους μία απόδοση των επενδύσεων τους. Αυτοί διαφορετικοί ορισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης, έχοντας ως κέντρο βάρους, ο πρώτος την ίδια την εταιρεία, ενώ ο δεύτερος τους αρμόδιους φορείς για τους οποίους η εταιρεία παράγει οικονομικό όφελος, φανερώνουν την ευρύτητα του ζητήματος, το οποίο μπορεί να αντιμετωπιστεί από διάφορες πλευρές. Κάθε μία δε από αυτές τις πλευρές έχει υιοθετήσει και εκφράζει διαφορετικούς στόχους, οι οποίοι κάποιες φορές αποκαλύπτονται αντιφατικοί ο ένας με τον άλλον. Υπό αυτή την έννοια, η οποιαδήποτε επιλογή συνιστά το αποτέλεσμα στάθμισης διαφόρων παραγόντων. Η εταιρική διακυβέρνηση, στην πραγματικότητα, διαλαμβάνει το σύνολο των θεσμικών και δομικών μηχανισμών και των αντίστοιχων δικαιωμάτων λήψης απόφασης, παρέμβασης και ελέγχου που χρησιμεύουν στην επίλυση των συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ των παραγόντων, οι οποίοι αναμειγνύονται στην εταιρική δραστηριότητα και οι οποίοι καθορίζουν πως λαμβάνονται οι σημαντικές αποφάσεις στο επίπεδο της επιχείρησης, καθώς και ποιες αποφάσεις λαμβάνονται. Κάτω από αυτό το πρίσμα μια περαιτέρω προσέγγιση αποδέχεται τη συζήτηση για την εταιρική διακυβέρνηση ως τμήμα του ευρύτερου προβληματισμού, πώς θα οργανωθεί η οικονομική δραστηριότητα, προς επίτευξη περισσότερο σημαντικών κοινωνικών στόχων, που σχετίζονται με την επιείκεια, τη δικαιοσύνη, την ελευθερία και την ευθύνη του πολίτη. Η άλλη, στενότερη προσέγγιση

ασχολείται με τους στόχους οικονομικής αποτελεσματικότητας και θεωρεί ότι η οικονομική αποτελεσματικότητα συνιστά περισσότερο αυτοσκοπό παρά ένα μέσο για την πραγμάτωση των οικονομικών κοινωνικών στόχων. Από τους ανωτέρω ορισμούς, ο πρώτος επικεντρώνεται στον κοινωνικό ρόλο της επιχείρησης. Ο δεύτερος δίνει έμφαση στη χρηματοοικονομική κατάσταση των μετόχων και έμμεσα δέχεται ότι οι παροχές κεφαλαίων θα πρέπει να ελέγχουν τους μάνατζερ, ώστε να αυξήσουν στο μέτρο του δυνατού ένα στόχο οικονομικής αποτελεσματικότητας, όπως η μεγιστοποίηση του κέρδους των μετόχων¹¹.

Η εταιρική διακυβέρνηση εκλαμβάνεται υπό στενή και υπό ευρεία έννοια και από μία άλλη οπτική γωνία. Υπό την πρώτη μορφή, περιγράφει το σύστημα της ευθύνης των προσώπων που ασκούν τη διοίκηση της εταιρείας, έναντι των μετόχων. Στην ευρύτερη δυνατή έννοια, περιλαμβάνει το συνολικό πλαίσιο των σχέσεων που δημιουργούνται από τη λειτουργία της εταιρείας και τις συνέπειες αυτών των σχέσεων, για την κοινωνία γενικότερα. Εάν κάποιος θελήσει να προσδώσει στον ανωτέρω ορισμό μία ποιοτική χροιά, η εταιρική διακυβέρνηση θα καλύπτει τις δομές, τις διαδικασίες, τις αρχές και τα συστήματα που προωθούν την επιτυχή διεκπεραίωση των υποθέσεων της εταιρείας, ή άλλων οργανισμών. Ακολούθως, ως εταιρική διακυβέρνηση θα θεωρείται το σύστημα με το οποίο διευθύνονται και ελέγχονται οι εμπορικές εταιρείες. Η δομή της εταιρικής διακυβέρνησης προσδιορίζει την κατανομή των δικαιωμάτων και των ευθυνών μεταξύ διαφορετικών συμμετεχόντων στην εταιρεία, όπως του Διοικητικού Συμβουλίου και γενικότερα των οργάνων διοίκησης, των διευθυντών, των μετόχων και άλλων συνεταιίρων και καθορίζει τους κανόνες και τις διαδικασίες που απαιτούνται ή είναι πρόσφορες για τη λήψη αποφάσεων, σχετικά με τις εταιρικές υποθέσεις.

Επιτυγχάνοντας αυτό, παρέχει, επίσης, τη δομή, διά μέσου της οποίας τίθενται οι στόχοι της εταιρείας, και τα μέσα για την πραγματοποίηση των στόχων αυτών, όπως και την παρακολούθηση της επίτευξής τους. Κάποιοι ωστόσο εκφράζουν μία πολύ στενή άποψη, και ταυτίζουν την εταιρική διακυβέρνηση με τον τρόπο με τον οποίο τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και τα πρόσωπα που ασκούν το μάνατζμεντ και οι ελεγκτές, διαχειρίζονται τις ευθύνες τους απέναντι στους μετόχους. Άλλοι χρησιμοποιούν την έκφραση σαν να ήταν συνώνυμη της δημοκρατίας των μετόχων. Μια περισσότερο οικονομική θεώρηση προκρίνει την εταιρική διακυβέρνηση ως ένα τομέα, ο οποίος διερευνά πως οι εταιρείες μπορούν να γίνουν περισσότερο αποδοτικές χρησιμοποιώντας θεσμικές δομές, όπως συμβατικές δεσμεύσεις, οργανωτικά σχέδια

¹¹ Μούζουλας Σ., (2003), ό.π. σελ. 21 - 40

και νομοθεσία. Η αύξηση της αποδοτικότητας ωστόσο, συχνά, περιορίζεται στη βελτίωση της αξίας της μετοχής, οπότε η εταιρική διακυβέρνηση προσδιορίζει πώς οι ιδιοκτήτες της εταιρείας μπορούν να δώσουν κίνητρα ή και να διασφαλίσουν ότι τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και τα πρόσωπα που ασκούν το μάνατζμεντ της εταιρείας, θα διανείμουν ένα ανταγωνιστικό ποσοστό απόδοσης.

Με βάση τα ανωτέρω, ο όρος εταιρική διακυβέρνηση θα μπορούσε να προσδιοριστεί ως το συνολικό σύστημα δικαιωμάτων, διαδικασιών και ελέγχων, που έχουν καθιερωθεί εσωτερικά και εξωτερικά ως προς τη διοίκηση της εταιρείας, με στόχο την προστασία των συμφερόντων όλων των παραγόντων που αναμιγνύονται στην εταιρική δραστηριότητα (stakeholders)¹². Τα δικαιώματα μπορεί να είναι νομοθετικής, κανονιστικής ή συμβατικής φύσεως. Οι διαδικασίες συνιστούν μηχανισμούς εκτός από την ενάσκηση δικαιωμάτων, για την επιρροή της διοίκησης, όπως π.χ. τα εργασιακά συμβούλια. Οι έλεγχοι προβάλλουν ως μηχανισμοί, διά μέσου των οποίων οι παράγοντες ενημερώνονται για τη δραστηριότητα της επιχείρησης, όπως π.χ. ο εσωτερικός έλεγχος.

Η εταιρική διακυβέρνηση αποδίδει τους τρόπους προσέγγισης των διαφόρων συμφερόντων και διασφάλισης της λειτουργίας της επιχείρησης προς το συμφέρον των επενδυτών, αφορά τις σχέσεις μεταξύ των εσωτερικών μηχανισμών της εταιρείας και των αντιλήψεων της κοινωνίας για την εταιρική ευθύνη και περικλείει τις δομές, τις διαδικασίες, τις αντιλήψεις και τα συστήματα που διασφαλίζουν την επιτυχή λειτουργία του οργανισμού. Η εταιρική διακυβέρνηση καλύπτει το σύνολο των σχέσεων μεταξύ των παραγόντων που αναμειγνύονται στη ζωή της εταιρείας και δεν περιορίζεται στην επίλυση των συγκρούσεων μεταξύ των μετόχων και της διοίκησης. Η επίλυση μιας σύγκρουσης μεταξύ κάποιων από αυτούς τους παράγοντες επιδρά και στους λοιπούς και στις σχέσεις τους μεταξύ τους. Ο ορισμός της εταιρικής διακυβέρνησης υπονοεί δύο φορείς, έναν εσωτερικό, αυτόν που διακυβερνάται, και έναν εξωτερικό, αυτόν που διακυβερνά. Η δε επίδραση της νομοθεσίας στην εταιρική διακυβέρνηση πραγματοποιείται, διά μέσου των αποτελεσμάτων της, στον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις αποτελούν αντικείμενο κυριότητας, στη μορφή με την οποία ελέγχονται και τη διαδικασία με την οποία επέρχονται μεταβολές στην κυριότητα και στον έλεγχο.

Ο στόχος που εξυπηρετεί η εταιρική διακυβέρνηση, δεν εξαντλείται πάντως στη διασφάλιση της ακεραιότητας και την εντιμότητα της εταιρείας. Εκτείνεται και στην

¹² Μούζουλας Σ., (2003), ό.π. σελ. 21 - 40

προώθηση της αποτελεσματικότητας και της ανάπτυξης των εργασιών της εταιρείας, οδηγώντας αυτή στην κερδοφορία. Η εταιρική διακυβέρνηση θα πρέπει να εκλαμβάνεται ως το σύνολο των τάσεων και έννομων σχέσεων που εκδηλώνονται και θεμελιώνονται στο πλαίσιο της λειτουργίας της επιχείρησης, είτε αυτή λειτουργεί υπό κανονικές συνθήκες, υγιούς ενάσκησης της δραστηριότητάς της, είτε αντιμετωπίζει χρηματοοικονομικές δυσχέρειες. Υπό αυτήν την έννοια, η εταιρική διακυβέρνηση εκτείνεται πέρα από τις ρυθμίσεις που εντάσσονται στο δίκαιο των εταιρειών και την άσκηση της εξουσίας στην εταιρεία. Επομένως, η εταιρική διακυβέρνηση δεν περιορίζεται, ως αντικείμενο, στο μοντέλο διοίκησης της εταιρείας, αλλά συνιστά μέθοδο προσέγγισης των ζητημάτων με αφετηρία τις τάσεις που δημιουργούνται κατά τη λειτουργία της επιχείρησης γενικότερα. Υπό αυτή την έννοια, η εταιρική διακυβέρνηση καθορίζει τους κανόνες ενάσκησης της εξουσίας στην εταιρεία. Περικλείει το σύνολο των διατάξεων που επιτρέπουν τη διασφάλιση αφενός μεν του νόμιμου των στόχων της διοίκησης της εταιρείας, αφετέρου δε της καταλληλότητας και της επάρκειας των μέσων που θα έχουν τεθεί σε εφαρμογή, για την επίτευξη αυτών των στόχων. Υπό αυτήν την έννοια, η εταιρική διακυβέρνηση εκφράζει την απαίτηση τήρησης κάποιων αρχών οργάνωσης. Η τελευταία βασίζεται στη διάκριση καθηκόντων που ανατίθενται σε χωριστούς φορείς, με βάση και την ειδικότητά τους. Η εταιρική διακυβέρνηση εκλαμβάνεται ως διαδικασία αιτιολόγησης των αποφάσεων που λαμβάνονται, από τους φορείς ενάσκησης της εξουσίας, σε ένα πλαίσιο, το οποίο χαρακτηρίζεται από διαφάνεια, ενημέρωση και καταμερισμό των καθηκόντων στα κατάλληλα πρόσωπα. Κάτω από αυτό το πρίσμα επιτυγχάνεται η σταθεροποίηση των προθέσεων των μερών¹³.

3.2 Οι συμμετέχοντες στην εταιρική διακυβέρνηση

Η δομή της διακυβέρνησης καθορίζει την κατανομή των δικαιωμάτων και των ευθυνών μεταξύ των συμμετεχόντων στην λειτουργία της επιχείρησης και αποσαφηνίζει τους κανόνες και τις διαδικασίες για την λήψη αποφάσεων σχετικά με εταιρικά ζητήματα. Πιο συγκεκριμένα η παραπάνω δομή αφορά πρωταρχικά τέσσερις μεγάλες ομάδες συμμετεχόντων:

1. τους μετόχους,
2. το Διοικητικό Συμβούλιο,
3. την διοίκηση (management)

¹³Μούζουλας Σ., (2003), ό.π. σελ. 21 - 40

4. τους υπόλοιπους ενδιαφερόμενους (εργαζόμενους, πιστωτές, προμηθευτές, κράτος)¹⁴.

3.2.1 Η αναμόρφωση του πλαισίου δράσης των φορέων εξουσίας στην εταιρεία

Η αναμόρφωση του πλαισίου δράσης των φορέων εξουσίας στην εταιρεία επιχειρείται με άξονες τους ίδιους τους φορείς. Ο επιμέρους στόχος που επιδιώκεται, εξειδικεύεται με γνώμονα την καθιέρωση του υψηλότερου βαθμού αποτελεσματικότητας της λειτουργίας της εταιρείας. Η μεγαλύτερη έμφαση προσδίδεται στη διοίκηση της εταιρείας, με στόχο την ορθολογικοποίηση της. Παράλληλα όμως, καταβάλλεται προσπάθεια ενθάρρυνσης των μετόχων, για την ενεργοποίησή τους, με σκοπό τη συμμετοχή τους στη διαδικασία λήψης των τελικών αποφάσεων. Κατ' αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνεται ένα αντίβαρο στην εξουσία διοίκησης της εταιρείας, ώστε αυτή να ασκείται με γνώμονα την εξυπηρέτηση του εταιρικού συμφέροντος. Πρόσθετο αντίβαρο δημιουργείται και με την καθιέρωση του ελέγχου των λογιστικών καταστάσεων της εταιρείας, οι οποίες απεικονίζουν τον τρόπο διοίκησης της. Ο λογιστικός έλεγχος ωστόσο ενέχει και μια ακόμα λειτουργία: της διασφάλισης της ποιοτικής αξίας των πληροφοριών που περιέχονται στις λογιστικές καταστάσεις και που παρουσιάζουν τα αποτελέσματα της διοίκησης της εταιρείας. Η αναμόρφωση του πλαισίου δράσης των φορέων εξουσίας στην εταιρεία διέρχεται επομένως και από τη βελτιστοποίηση του λογιστικού ελέγχου. Ενώ όμως η ορθολογικοποίηση και η βελτιστοποίηση επιτυγχάνονται με την εφαρμογή αποτελεσματικών κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, η ενεργοποίηση των μετόχων δεν είναι δεδομένη. Αυτό που επιδιώκουν τα διάφορα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, είναι να τονώσουν την ενεργοποίηση. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο, ενώ στο επίπεδο της διοίκησης και του λογιστικού ελέγχου δίνεται έμφαση στην ορθολογικοποίηση και τη βελτιστοποίηση, στο επίπεδο των μετόχων, η έμφαση δίνεται στην ενθάρρυνση¹⁵.

3.2.2 Η ορθολογικοποίηση της διοίκησης της εταιρείας

Η ορθολογικοποίηση της διοίκησης της εταιρείας διέρχεται από τη διαφοροποίηση του ρόλου των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Αυτή η διαφοροποίηση προστίθεται

¹⁴ Wolfowitz P., (2006), "Better Corporate Governance for a Better World", *Corporate Board*, Vol. 27 Issue 160, Sep/Oct 2006, pp. 1 - 4

¹⁵ Μούζουλας Σ., (2003), ό.π. σελ. 70 - 75

στην επιδίωξη αποτελεσματικής οργάνωσης αυτού του οργάνου, αλλά και στην ενίσχυση ατομικών δικαιωμάτων των μελών του.

3.2.3 Η διαφοροποίηση του ρόλου των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου

Θα πρέπει καταρχήν να διαχωριστεί η διαφοροποίηση αφενός μεν του ρόλου των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, από την οποία προκύπτει η απονομή σε αυτά συγκεκριμένης ιδιότητας, αφετέρου δε της θέσης των μελών στην εταιρεία, εξαιτίας άλλης σχέσης τους με αυτή, εκτός της ιδιότητας του μέλους, γεγονός που χαρακτηρίζει αυτό ως «εσωτερικά μέλη». Σε αντίθεση με τα εσωτερικά μέλη, αυτά που δεν έχουν άλλη «εσωτερική» σχέση με την εταιρεία, πέρα από τη συμμετοχή τους στο Διοικητικό της Συμβούλιο, καλούνται «εξωτερικά». Εάν δε η σχέση δημιουργείται με τη συνεργασία μεταξύ του μέλους και της εταιρείας, χωρίς όμως αυτή η συνεργασία να υλοποιείται με την ανάληψη θέσης μέσα στην εταιρεία, σύμφωνα με το οργανόγραμμα της, το μέλος καλείται «συνδεδεμένο εξωτερικό». Τέτοια σχέση ανακύπτει π.χ. με τους τραπεζίτες που συνεργάζονται με την εταιρεία ή με το νομικό της σύμβουλο. Στην ίδια κατηγορία έχει επικρατήσει να τοποθετούνται και οι συγγενείς «εσωτερικών» μελών του συμβουλίου.

Επειδή δε η σχέση που δημιουργείται, μεταξύ του μέλους και της εταιρείας ενδέχεται να είναι ιδιαίτερα στενή ακόμη κι αν αυτό δεν έχει εσωτερική σχέση με την εταιρεία, στα συγκεκριμένα μέλη προσδίδεται και ένας ποιοτικός χαρακτηρισμός, «γκρίζα» μέλη, προφανώς υπονοώντας τη μειωμένη ανεξαρτησία αυτών των προσώπων. Η πρακτική αξία αυτών των διακρίσεων με κριτήριο τη σχέση του μέλους με την εταιρεία, πέρα από αυτή που δημιουργείται από την ιδιότητά του ως μέλους οργάνου της, εντοπίζεται στη σύνδεση αυτού με το μάνατζμεντ, δηλαδή με την καθημερινή διαχείριση της εταιρείας, αλλά και στην ανεξαρτησία του έναντι αυτής. Αυτή η τελευταία σύνδεση συνιστά το αποτέλεσμα της σχέσης του μέλους με την εταιρεία, ή του συγγενικού προσώπου του μέλους με αυτό, η οποία αντανακλάται και στη σχέση του με την εταιρεία. Η διάκριση όμως μεταξύ των μελών του συμβουλίου επιτελείται και με κριτήριο την ίδια τη συμμετοχή του μέλους στην καθημερινή διαχείριση, οπότε το μέλος καθίσταται εκτελεστικό, σε αντίθεση με τα άλλα μέλη, που χαρακτηρίζονται ως μη εκτελεστικά. Εφόσον το κριτήριο της διάκρισης τοποθετηθεί στην ικανότητα του μέλους να εκφέρει ανεξάρτητη κρίση στο συμβούλιο, ακριβώς επειδή δεν υφίσταται στοιχείο που μπορεί να επηρεάσει αυτήν την κρίση του, μέσα από μια κατάσταση σύγκρουσης συμφερόντων, το μέλος θεωρείται ανεξάρτητο. Το σύνολο των ανωτέρω

διαφοροποιήσεων μεταξύ των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου πάντως δεν αναιρούν το συλλογικό χαρακτήρα του συμβουλίου ως εταιρικού οργάνου. Τα δε μέλη του, εκπροσωπούν το σύνολο των μετόχων και όχι τα πρόσωπα τα οποία τα έχουν διορίσει στο συμβούλιο¹⁶.

3.2.4 Η διάκριση μεταξύ εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου

Η διάκριση μεταξύ εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου αποτελεί κοινό σημείο για το σύνολο των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης που έχουν προταθεί, υιοθετηθεί ή εφαρμοστεί. Η διάκριση επιτελείται με βάση ένα λειτουργικό κριτήριο, δηλαδή με το ρόλο που έχουν επωμιστεί τα μέλη του συμβουλίου. Η διάκριση δεν είναι πάντως τυπική, ούτε προέκυψε ύστερα από την επιβολή της, στο πλαίσιο της θέσπισης ενός συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης. Τα διοικητικά συμβούλια, στο σύνολο των περιπτώσεων, περιλαμβάνουν μεταξύ των μελών τους, πρόσωπα που ασχολούνται με τις καθημερινές υποθέσεις της εταιρείας, στο πλαίσιο των καθηκόντων που τους έχει αναθέσει το συμβούλιο. Η ενασχόληση του συνόλου των μελών του συμβουλίου με αυτές τις υποθέσεις είναι πρακτικά αδύνατη, όχι μόνο εξαιτίας της έλλειψης χρόνου των μελών αλλά κυρίως επειδή το Διοικητικό Συμβούλιο ως συλλογικό όργανο δεν είναι εύκολο να υλοποιεί κάθε απόφαση του με την ενέργεια του συνόλου των μελών του.

Ο συλλογικός χαρακτήρας του Διοικητικού Συμβουλίου εξαντλείται συνεπώς στη λήψη των αποφάσεων σχετικά με τη διοίκηση της εταιρείας αλλά και στην ανάθεση αρμοδιοτήτων διοίκησης ακόμα και αποφασιστικών αρμοδιοτήτων σε συγκεκριμένα πρόσωπα, με την τήρηση των διαδικασιών που προβλέπονται και ισχύουν κάθε φορά. Υπό αυτή την έννοια, η διάκριση μεταξύ εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών εφαρμόστηκε με άξονα το λειτουργικό ρόλο των πρώτων, που, πρακτικά υλοποιούν τις αποφάσεις του συμβουλίου, ή διενεργούν πράξεις καθημερινής διαχείρισης. Στην πραγματικότητα η διάκριση υπήρχε μεταξύ των εκτελεστικών και των λοιπών μελών του συμβουλίου που δεν ήταν εκτελεστικά. Η διάκριση όμως έλαβε μια άλλη διάσταση με την προσπάθεια αναγνώρισης και στα λοιπά μέλη του συμβουλίου πλην των εκτελεστικών, ενός ουσιαστικού ρόλου, στη λειτουργία του Συμβουλίου ως συλλογικό όργανο. Ο καθορισμός αυτού του ρόλου αποτελεί ωστόσο έργο δυσχερές διότι η

¹⁶ Lion M., (2006), "Investors call for strong corporate governance", *Internal Auditor*, Vol. 63 Issue 3, June 2006

διάκριση μεταξύ των μελών του συμβουλίου δε θα πρέπει να απολήγει στη διάσπαση του συμβουλίου ως συλλογικού οργάνου υπεύθυνου για τη διοίκηση της εταιρείας. Αυτός ο κίνδυνος συνιστά τη δυσχέρεια ακριβούς καθορισμού του ρόλου των εκτελεστικών μελών σε συνάρτηση με το ρόλο των εκτελεστικών.

Παρατηρείται σε αυτό το σημείο ότι η επιλογή του όρου μη εκτελεστικά μέλη υποδηλώνει την έλλειψη επαρκούς προσδιορισμού του ρόλου που διαδραματίζουν αυτά τα μέλη στο συμβούλιο. Ενώ τα εκτελεστικά μέλη μπορεί να συνάγει κανείς ότι συνιστούν φορείς εκτελεστικής εξουσίας, η οποία μπορεί να εξειδικευτεί με καλό βαθμό ακρίβειας, τα μη εκτελεστικά μέλη χαρακτηρίζονται σε σχέση με τα εκτελεστικά με αρνητικό εντοπισμό του ρόλου τους, ως μέλη του οργάνου διοίκησης της εταιρείας. Υπό αυτή την έννοια, μη εκτελεστικό μέλος είναι αυτό το οποίο δεν είναι εκτελεστικό δηλαδή το οποίο δεν είναι φορέας αυτής της εκτελεστικής εξουσίας. Η προσέγγιση αυτή κάθε άλλο παρά κατατοπιστική μπορεί να θεωρηθεί. Η ασάφεια είναι σημαντική, διότι ο ρόλος του κάθε μέλους προσδιορίζει την ευθύνη του ως μέλος του συλλογικού οργάνου διοίκησης της εταιρείας, πάντοτε στο πλαίσιο της εφαρμογής και των κατά περίπτωση εφαρμοστέων διατάξεων για την ευθύνη των μελών του οργάνου διοίκησης της εταιρείας. Από την άλλη πλευρά, δεν θα πρέπει να διαφύγει της προσοχής ο συλλογικός χαρακτήρας του Διοικητικού Συμβουλίου ως εταιρικού οργάνου. Αυτός χαρακτήρας επιτάσσει η διάκριση του ρόλου των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου να μην οδηγήσει σε διάσπαση του συμβουλίου, το οποίο συνιστά ενιαίο όργανο, υπεύθυνο για τη διοίκηση της εταιρείας.

Με βάση το ανωτέρω σκεπτικό οι αρμοδιότητες των μη εκτελεστικών μελών θα έπρεπε να συνίστανται κατά βάση στις ακόλουθες ενέργειες. Καταρχήν, αυτά τα μέλη, αφού θα έχουν συνδράμει το Διοικητικό Συμβούλιο για τη διαμόρφωση μιας στρατηγικής, θα πρέπει να μεριμνούν ώστε αυτή η στρατηγική να εφαρμόζεται και να εκτιμάται η αποδοτικότητα του μανάτζμεντ, σε συνάρτηση με την προκαθορισμένη στρατηγική. Στη συνέχεια, ο ρόλος των μη εκτελεστικών μελών θα πρέπει να συνίσταται στη διασφάλιση ενός επαρκούς συστήματος ελέγχου και προστασίας των συμφερόντων της εταιρείας, ιδίως όταν αυτά μπορεί να συγκρούονται με τα προσωπικά συμφέροντα του μανάτζμεντ, ή του μετόχου της πλειοψηφίας. Στην τελευταία περίπτωση, η εποπτεία ασκείται, πρακτικά, για την προάσπιση των συμφερόντων της μειοψηφίας. Αυτός ο ρόλος των μη εκτελεστικών μελών δεν θα πρέπει να λαμβάνει την έννοια του άμεσου καθημερινού ελέγχου των εκτελεστικών μελών και του μανάτζμεντ γενικότερα, αλλά θα εντοπίζεται στην αξιολόγηση της αποδοτικότητας των προσώπων που ασκούν την καθημερινή διοίκηση, με την προοπτική της αντικατάστασης αυτών που δεν θα

ανταποκρίνονται αποτελεσματικά στα καθήκοντά τους, κατά δίκαιη κρίση. Επιπρόσθετα ο ρόλος αυτών των μελών περιλαμβάνει και την παροχή στο Διοικητικό Συμβούλιο μιας γνώμης και ενημέρωσης εξωτερικής ως προς την εταιρεία, στη διεύρυνση του ορίζοντα της δράσης του και στην επίδειξη της μεγαλύτερης δυνατής αντικειμενικότητας. Τα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα εκφέρουν ανεξάρτητη κρίση στο συμβούλιο, για τη χάραξη της στρατηγικής, για την αποδοτικότητα και τους πόρους της εταιρείας, καθώς και για τις αρχές με βάση τις οποίες επιδιώκεται η πραγμάτωση του εταιρικού σκοπού. Υπό αυτή την έννοια ο ρόλος των μη εκτελεστικών μελών δεν περιορίζεται στον έλεγχο της δραστηριότητας των εκτελεστικών, αλλά εντοπίζεται κυρίως στη διαμόρφωση μιας στρατηγικής της επιχείρησης. Τα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου συνιστούν εξάλλου τη γέφυρα μεταξύ των μετόχων και των εκτελεστικών μελών.

Υπό το ανωτέρω πρίσμα, ο ρόλος των μη εκτελεστικών μελών του συμβουλίου δεν θα πρέπει να εξαντλείται στην εποπτεία της δραστηριότητας των εκτελεστικών μελών, προσεγγίζοντας το λεγόμενο μονιστικό σύστημα στο δυαδικό που όπως προαναφέρθηκε, περιλαμβάνει δύο χωριστά όργανα διοίκησης από τα οποία το ένα ασκεί τον έλεγχο της ενάσκησης των καθηκόντων του άλλου, που ασχολείται με τη διαχείριση των υποθέσεων της εταιρείας και την υλοποίηση των αποφάσεων διοίκησης της. Ο ρόλος των μη εκτελεστικών μελών ενέχει όμως και στοιχεία εποπτικής αρμοδιότητας, πάντοτε ωστόσο στο πλαίσιο της λειτουργίας ενός ενιαίου και συλλογικού οργάνου διοίκησης το οποίο έχει την τελική ευθύνη για την εποπτεία των εκτελεστικών μελών. Αυτή η άποψη ωστόσο περιέχει και ένα στοιχείο αντίφασης, στο μέτρο που τα εκτελεστικά μέλη, ως μέλη του οργάνου διοίκησης, θα έχουν επίσης επιφορτιστεί με την εξουσία ελέγχου των ενεργειών τους, γεγονός που απολήγει σε έλεγχο από τον ίδιο τον ελεγχόμενο.

Εάν δε το Διοικητικό Συμβούλιο περιλαμβάνει, στην πλειοψηφία του, εκτελεστικά μέλη, ο έλεγχος των εκτελεστικών μελών από το συμβούλιο καθίσταται κενό γράμμα, διότι τα εκτελεστικά μέλη θα λαμβάνουν τις αποφάσεις, στο επίπεδο του Διοικητικού Συμβουλίου χωρίς να χρειάζονται και τη σύμφωνη γνώμη των μη εκτελεστικών μελών. Εξάλλου η συμμετοχή και των μη εκτελεστικών μελών στη διαμόρφωση της πολιτικής που θα πρέπει να ακολουθήσουν τα εκτελεστικά μέλη και κυρίως η συμμετοχή τους ως μέλη συλλογικού οργάνου, στη διαδικασία λήψης των αποφάσεων του συμβουλίου που εντάσσονται στην εκτελεστική εξουσία, όπως και η στενή συνεργασία τους με τα εκτελεστικά μέλη, τελικά, αποδυναμώνουν τον ελεγκτικό χαρακτήρα των αρμοδιοτήτων των μη εκτελεστικών μελών, στο μέτρο που και αυτά μετέχουν στην εκτελεστική

εξουσία με αυτόν τον τρόπο. Από την άλλη πλευρά, ωστόσο, η απόρριψη της ανωτέρω θέσης, με γνώμονα μόνο την πλειοψηφία στο συμβούλιο αποτελεί μία απλουστευτική λύση. Πράγματι, η γνώμη ακόμη και ενός μέλους του συμβουλίου, ιδίως όταν, εξαιτίας της προσωπικότητάς του, έχει βαρύνουσα σημασία, όχι μόνο μπορεί να κατευθύνει το συμβούλιο, για τη λήψη απόφασης προς συγκεκριμένη κατεύθυνση, αλλά ενδέχεται με τη δημοσιοποίηση της να προκαλέσει προβλήματα στην εταιρεία, η οποία είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο. Επομένως, το ζήτημα δεν τίθεται ως συσχετισμός πλειοψηφίας και μειοψηφίας, αλλά ως δυνατότητα επιρροής των μη εκτελεστικών μελών στις αποφάσεις του συμβουλίου. Το Διοικητικό Συμβούλιο λειτουργεί ως συλλογικό όργανο, στις συζητήσεις του οποίου μετέχουν ισότιμα όλα τα μέλη του, τα οποία με την έκφραση της γνώμης τους, επηρεάζουν τις τελικές αποφάσεις.

Τα μη εκτελεστικά μέλη εκλαμβάνονται πάντως, από κάποιους, ως μηχανισμοί ελέγχου για λογαριασμό των μετόχων, ενισχύοντας με αυτόν τον τρόπο τη φωνή των μετόχων στο συμβούλιο. Δεν υφίσταται όμως μηχανισμός ελέγχου της εποπτείας που ασκούν τα μη εκτελεστικά μέλη, ώστε να αξιολογηθεί το έργο τους, έναντι των μετόχων. Οι επιτροπές δεν φαίνεται δε να μπορούν να διαδραματίσουν αυτό το ρόλο, στο μέτρο που απαρτίζονται από μη εκτελεστικά μέλη, ή που, στην πράξη, δε λειτουργούν χωρίς την επιρροή των εκτελεστικών μελών. Τα μειονεκτήματα που εντοπίζονται στο ρόλο των εκτελεστικών μελών, αποτυπώνονται και στις επιτροπές. Αυτή κατάσταση δημιουργεί κλίμα έλλειψης εμπιστοσύνης στα μη εκτελεστικά μέλη μειώνοντας την ανεξαρτησία τους.

Η πρακτική αποκαλύπτει ότι τα μη εκτελεστικά μέλη δεν είναι σε θέση να ασκήσουν αποτελεσματικό έλεγχο, είτε διότι η ενημέρωσή τους είναι μικρότερη, σε σχέση με αυτή των εκτελεστικών μελών, είτε διότι η ανεξαρτησία τους διακυβεύεται από το γεγονός ότι έχουν την ιδιότητα του εκτελεστικού μέλους σε άλλες εταιρείες και, επομένως, εκφράζουν τη νοοτροπία αυτών των μελών. Στην πράξη εξάλλου, κάποιες φορές, τα μη εκτελεστικά μέλη υποδεικνύονται από την κορυφή της εκτελεστικής εξουσίας. Δηλαδή τα μη εκτελεστικά μέλη αποτελούν συχνά επιλογή των εκτελεστικών μελών και κυρίως του διευθύνοντος συμβούλου της εταιρείας. Εξάλλου το γεγονός ότι η ενημέρωση των μη εκτελεστικών μελών διενεργείται από τα εκτελεστικά, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι τα καθήκοντα των μη εκτελεστικών μελών ασκούνται με βάση αυτή την ενημέρωση, οριοθετεί κατά κάποιον τρόπο την εξουσία ελέγχου των εκτελεστικών μελών από τα μη εκτελεστικά. Ο έλεγχος των εκτελεστικών μελών από τα μη εκτελεστικά παρεμποδίζεται επίσης από το γεγονός ότι τα δεύτερα αποτελούν τη μειοψηφία στο συμβούλιο. Η δε θέση των μη εκτελεστικών μελών αποδυναμώνεται περισσότερο από το γεγονός ότι ο

Πρόεδρος του Συμβουλίου είναι εκτελεστικό μέλος, πολύ δε περισσότερο όταν η ιδιότητα του Προέδρου του Συμβουλίου συμπίπτει με αυτή του διευθύνοντος συμβούλου. Ο έλεγχος που ασκούν τα μη εκτελεστικά μέλη, περιορίζεται επίσης στην πράξη από το χρόνο που έχουν στη διάθεσή τους αυτά τα πρόσωπα, για την ενάσκηση των καθηκόντων τους αλλά και κυρίως από την έλλειψη άμεσης γνώσης από αυτά της καθημερινής λειτουργίας της εταιρείας στο μέτρο που πηγή της ενημέρωσης τους είναι τα εκτελεστικά μέλη του συμβουλίου. Η δε αντικατάσταση των εκτελεστικών μελών αποτελεί προϊόν παρέμβασης εξωτερικών ως προς την εταιρεία παραγόντων και όχι αποτέλεσμα πρωτοβουλίας των μη εκτελεστικών μελών στα πλαίσια της διενέργειας των εποπτικών τους καθηκόντων. Συχνά δε τα μη εκτελεστικά μέλη του συμβουλίου είναι εκτελεστικά σε άλλες εταιρείες. Η ιδιότητα των μη εκτελεστικών μελών ως εκτελεστικό μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου άλλης εταιρείας, δεν επιτρέπει την ανεξάρτητη κρίση τους, ιδίως στα ζητήματα αμοιβών των εκτελεστικών μελών. Η έλλειψη επαφής των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου με την καθημερινή διαχείριση της εταιρείας, δεν επιτρέπει, επιπλέον, σε αυτά να χαράσσουν τη στρατηγική της επιχείρησης, χωρίς τη συμβολή και των εκτελεστικών μελών του συμβουλίου.

Η παρουσία των μη εκτελεστικών μελών αποκτά πάντως ιδιαίτερη σημασία, σε περιπτώσεις σύγκρουσης των συμφερόντων των εκτελεστικών μελών με αυτά των μετόχων, ως προς τις αμοιβές των εκτελεστικών μελών, ή σε περίπτωση εκδήλωσης δημόσιας πρότασης. Από την άλλη πλευρά, η ενίσχυση του εποπτικού ρόλου του (εξωτερικού) ελεγκτή θα μπορούσε να μεταβάλει το ρόλο των μη εκτελεστικών μελών κατά τρόπο ώστε να ασκούν περισσότερο παραγωγικά καθήκοντα. Η καθιέρωση ελέγχου της διοίκησης, πράγματι, δεν αποσκοπεί στη δυσχέραση της ενάσκησης των καθηκόντων των εκτελεστικών μελών, αλλά στη διασφάλιση της ύπαρξης διορθωτικού μηχανισμού, για τις ατέλειες που διαπιστώνονται κατά την ενάσκηση της εκτελεστικής εξουσίας. Η πρακτική αξία της ύπαρξης ή μη εκτελεστικών μελών διαφαίνεται όταν αυτά δεν αναμιγνύονται στην καθημερινή διαχείριση της εταιρείας, αλλά συγχρόνως και όταν τα μη εκτελεστικά μέλη δεν περιορίζονται στην επικύρωση των πράξεων των εκτελεστικών μελών, αλλά αναλαμβάνουν ένα ρόλο κατεύθυνσης των εκτελεστικών μελών. Τα μη εκτελεστικά μέλη, υπό αυτή την έννοια, επενεργούν ως ένας μηχανισμός περιορισμού της αυθαιρεσίας των εκτελεστικών μελών, κατά την ενάσκηση των καθηκόντων τους, στο μέτρο που αξιολογούν την απόδοση των εκτελεστικών μελών.

Το Διοικητικό Συμβούλιο με βάση το ανωτέρω πλαίσιο, που διαγράφει το ρόλο του, δεν θα περιορίζεται σε έναν εποπτικό του μανάτζμεντ ρόλο, αλλά θα χαράσσει και τη

στρατηγική της επιχείρησης. Ο εποπτικός ρόλος του Διοικητικού Συμβουλίου και κατ' ακολουθία, μέσα από αυτό, των μη εκτελεστικών μελών, ασκείται δε σε διαρκή βάση. Ωστόσο ο ρόλος του συμβούλου ως φορέα ενάσκησης ελέγχου παρεμποδίζεται, στο μέτρο που το συμβούλιο θα ελέγχει και τις αποφάσεις που λαμβάνει το ίδιο στο πλαίσιο του καθορισμού της τακτικής της εταιρείας. Στην πραγματικότητα το συμβούλιο ελέγχει το μάντζμεντ της επιχείρησης και όχι τις δικές του αποφάσεις. Ένας τέτοιος έλεγχος θα συνιστούσε ταυτολογία¹⁷.

3.2.5 Η παρέμβαση των τραπεζών ως ισχυρού φορέα εξουσίας

Στις αγορές όπου οι επιχειρήσεις χρηματοδοτούνται από το χρηματιστήριο, η εξαιτίας αυτού ευρεία διασπορά των μετοχών συνιστά παράγοντα που αποτρέπει τις τράπεζες από το να δημιουργήσουν μακροπρόθεσμες σχέσεις με τις επιχειρήσεις, με τη χρηματοδότησή τους διαμέσου του τραπεζικού δανεισμού. Ειδικότερα, το σύστημα τραπεζικού δανεισμού βασίζεται στη δημιουργία μακροπρόθεσμων σχέσεων, ενώ το σύστημα χρηματοδότησης διά μέσου της δευτερογενούς αγοράς λιγότερο σε δεσμεύσεις μακροπρόθεσμου χαρακτήρα. Η ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών αγορών σε διεθνές επίπεδο, τις τελευταίες δύο δεκαετίες, διευκόλυνε τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων διά μέσου των αγορών αυτών και όχι με τη μορφή του τραπεζικού δανεισμού. Ωστόσο, η ανάπτυξη των αγορών κινητών αξιών δεν ήταν ίδια, ως προς τις μετοχές και τις ομολογίες. Εξάλλου, η απόκτηση συμμετοχής από τις τράπεζες αποσκοπεί, συχνά, στην προστασία από ανεπιθύμητη εξαγορά, παρά στην ανεύρεση εξωτερικών κεφαλαίων. Η οικονομία, κάτω από αυτό το πρίσμα, μετέβη, από ένα στάδιο της χρηματοδότησης διά μέσου του δανεισμού, στη χρηματοδότηση με ενίσχυση των ιδίων κεφαλαίων. Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων με την έκδοση ομολόγων είναι μέθοδος ανεπτυγμένη στη Βόρεια Αμερική, όχι όμως και στην Ευρώπη. Στις αγορές που δεν είναι πολύ ανεπτυγμένες, οι μεγαλομέτοχοι συνιστούν σημαντικό παράγοντα ενάσκησης αποτελεσματικής εταιρικής διακυβέρνησης. Οι τράπεζες εξαιτίας του χρηματοοικονομικού τους μεγέθους, είναι σε θέση να διαδραματίσουν ηγετικό ρόλο στη διακυβέρνηση των εταιρειών. Ωστόσο, στη λειτουργία των τραπεζών ως μηχανισμών ελέγχου, αυτές βρίσκονται σε καταστάσεις σύγκρουσης συμφερόντων, εξαιτίας των κατ' εξουσιοδότηση ψήφων (proxy votes) που ασκούν, καθώς και εξαιτίας του ρόλου τους και ως χρηματοδότες της επιχείρησης.

¹⁷ Μούζουλας Σ., (2003),ό.π., σελ. 308 - 349

Ο ρόλος των τραπεζών στη διακυβέρνηση των εταιρειών είναι δυνατό να ασκηθεί προς δύο κατευθύνσεις, από τις οποίες η μία συνιστά αποτέλεσμα της άλλης. Οι τράπεζες, καταρχήν, μπορούν να επιτελέσουν χρηματοδοτικό ρόλο, ο οποίος, στη συνέχεια οδηγεί σε ενεργητική συμμετοχή τους στον έλεγχο της δραστηριότητας της εταιρείας. Στην Ιταλία, οι μεγαλύτερες τράπεζες δεν ασκούσαν ενεργό εποπτικό ρόλο στη διακυβέρνηση των μεγάλων εταιρειών. Αντίθετα οι τοπικές τράπεζες διαδραμάτισαν ένα περισσότερο ενεργητικό ρόλο στη διακυβέρνηση των μικρών επιχειρήσεων. Στη Γερμανία για το 85% από τις 171 εισηγμένες βιομηχανικές εταιρείες, το 1990, υπάρχει ένας μέτοχος ο οποίος κατέχει ποσοστό 25% των δικαιωμάτων ψήφου. Για την πλειοψηφία αυτών των 171 εταιρειών υφίσταται μέτοχος της πλειοψηφίας. Άλλες βιομηχανικές εταιρείες κατέχουν ποσοστό 27% των κυρίαρχων συμμετοχών, ενώ οι οικογένειες επιπλέον ποσοστό 20%, σε ποσοστό δε 57% των εταιρειών, υπάρχει μέτοχος που κατέχει ποσοστό άνω του 50% ενώ σε ποσοστό 22% υπάρχει μέτοχος που κατέχει ποσοστό μειοψηφίας η οποία παρεμποδίζει τη λήψη αποφάσεων. Το γερμανικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης χαρακτηρίζεται από διαρκείς σχέσεις ελέγχου, από τους μεγάλους μετόχους, ενώ για τη χρηματοδότηση, η κεφαλαιαγορά διαδραματίζει δευτερεύοντα ρόλο. Το 1992 οι τράπεζες εμφανίστηκαν να ασκούν κατά μέσο όρο περισσότερο από 84% του συνόλου των ψήφων κατά τις γενικές συνελεύσεις των 24 μεγαλύτερων εταιρειών με ευρεία διασπορά μετοχών.

Αυτά τα δικαιώματα ψήφου προέρχονται από τις μετοχές που κατέχουν άμεσα ή έμμεσα διά μέσου επενδυτικών κεφαλαίων του ομίλου τους και κυρίως δια μέσου της ιδιότητάς τους ως προχίες για τους πελάτες τους, οι οποίοι έχουν καταθέσει τις μετοχές τους σε αυτές. Σύμφωνα με άλλη έρευνα στη Γερμανία ποσοστό 73,61% των ανωνύμων εταιρειών και ποσοστό 96,96% των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών ανήκουν σε όμιλο επιχειρήσεων. Οι γερμανικές τράπεζες στις σχέσεις τους με τις επιχειρήσεις έχουν αρχίσει να κατευθύνονται εντονότερα προς την παροχή υπηρεσιών επενδυτικής τραπεζικής. Αυτή η δραστηριοποίηση των τραπεζών τις ωθεί προς την αναζήτηση κεφαλαίων δια μέσου άλλων οδών πέρα από τις καταθέσεις και την παροχή δανείων, ιδίως στη χρηματοδότησή τους δια μέσου της κεφαλαιαγοράς. Αυτή η εξέλιξη επιφέρει μείωση του ρόλου των τραπεζών ως μηχανισμού ελέγχου της λειτουργίας των επιχειρήσεων. Οι τράπεζες ενεργούν πλέον ως μέτοχοι και όχι ως φορείς που ενδιαφέρονται για διασφάλιση της αποπληρωμής των δανείων τα οποία έχουν χορηγήσει ή για την προσέλκυση κεφαλαίων προς κατάθεση. Η δε αναζήτηση κεφαλαίων από τις τράπεζες δια μέσου της κεφαλαιαγοράς ώθησε αυτές για τη δημιουργία ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου με συμμετοχές σε ποσοστό 10 με 15%. Στο ρόλο τους ως μέτοχοι, οι τράπεζες, στην πράξη δεν είναι υποχρεωμένες να

ακολουθήσουν πολιτική μεγιστοποίησης της αξίας των επενδύσεων τους, εντασσόμενες σε ένα πυκνό δίκτυο αμοιβαίων συμμετοχών και υποκείμενες σε ένα όχι και πολύ ανεπτυγμένο σύστημα υποχρεώσεων ενημέρωσης. Η συνολική επιρροή των τραπεζών στη διοίκηση των γερμανικών εταιρειών είναι δυσχερές να εκτιμηθεί και δεν εξαντλείται με τη συμμετοχή τους στο εποπτικό συμβούλιο, αλλά ασκείται και διά μέσου της συμμετοχής τους στο κεφάλαιο των εταιρειών και με την άσκηση των δικαιωμάτων ψήφου και τις υπηρεσίες αναδοχής τίτλων.

Σε γενικές γραμμές η απειλή των τραπεζών στην εταιρική διακυβέρνηση των γερμανικών εμπορικών και βιομηχανικών εταιρειών έχει υπερεκτιμηθεί. Οι τράπεζες μειώνουν τις συμμετοχές τους στις εταιρείες και τους εκπροσώπους τους στα εποπτικά συμβούλια. Παρατηρούνται στη Γερμανία έντονες επιδράσεις του αγγλοσαξονικού μοντέλου, με ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς ως αποτελεσματικού μηχανισμού ελέγχου των εταιρειών. Η συνολική συμμετοχή των τραπεζών στο εποπτικό συμβούλιο των τραπεζικών εταιρειών έχει πάντως αυξηθεί τα τελευταία έτη. Ενώ οι συμμετοχές σε ποσοστά από 25% έως 50% μειώθηκαν, αντίθετα αυξήθηκαν οι συμμετοχές σε ποσοστά από 10% έως 25%. Η συμμετοχή των εκπροσώπων της ίδιας τράπεζας στο εποπτικό συμβούλιο περισσότερων εταιρειών ενδέχεται ωστόσο να προκαλέσει καταστάσεις σύγκρουσης συμφερόντων όπως κατέδειξε το πρόσφατο παράδειγμα των εταιρειών Krupp και Thyssen, όπου η ίδια η τράπεζα εκπροσωπήτο στο εποπτικό συμβούλιο του προσώπου που διενεργούσε τη δημόσια πρόταση και της εταιρείας στόχου¹⁸.

3.2.6 Η συμμετοχή των εργαζομένων στην εποπτεία της διαχείρισης

Η συμμετοχή των εργαζομένων αποσκοπεί πρωταρχικά στη μείωση του χάσματος μεταξύ κεφαλαίου και εργασίας, ως ανταγωνιστικών παραγόντων, με τη δημιουργία ενός αντίβαρου στην εξουσία του πρώτου παράγοντα επί των μέσων παραγωγής και εργασίας. Στο πλαίσιο της καθιέρωσης ενός συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης, οι εργαζόμενοι εκλαμβάνονται μεν ως παράγοντας (stakeholder), με περιορισμένη όμως εξουσία ως προς τον έλεγχο της διοίκησης. Η συμμετοχή των εργαζομένων συνιστά ένα μέσο κοινωνικοποίησης της διακυβέρνησης των εταιρειών, ενώ η εταιρική διακυβέρνηση ανάγεται στο επίπεδο της λειτουργίας των οργάνων της εταιρείας. Στη Γερμανία η καθιέρωση της συμμετοχής των εργαζομένων δεν εκλήφθηκε ως μέσο

¹⁸ Μούζουλας Σ., (2003),ό.π., σελ. 308 - 349

επηρεασμού της διακυβέρνησης των εταιρειών. Ωστόσο, η συμμετοχή των εργαζομένων οδήγησε τουλάχιστον σε θεωρητικό επίπεδο, σε αύξηση της ανομοιογένειας των συμφερόντων που εκπροσωπούνται στο εποπτικό συμβούλιο, αυξάνοντας κατ' αυτόν τον τρόπο το κόστος των αποφάσεων αυτού του οργάνου σε συλλογικό επίπεδο. Επιπροσθέτως μετέβαλε τη σχέση μεταξύ του εποπτικού οργάνου και του εκτελεστικού οργάνου διοίκησης, ως ελεγχόμενου και ελέγχοντος, εισάγοντας στην εξουσία ελέγχου ένα πρόσθετο παράγοντα και συνακόλουθα ανάγοντας τον έλεγχο σε ένα παιχνίδι συμμαχιών. Αυτές οι συμμαχίες έχουν πρόσκαιρο χαρακτήρα. Επιδρούν δε σημαντικά στην εξέλιξη των σχέσεων μεταξύ των παραγόντων που μετέχουν στην εξουσία στην εταιρεία, ιδίως στο επίπεδο των σχέσεων μεταξύ ελέγχοντος και ελεγχόμενου. Η διοίκηση πρακτικά, καθίσταται, από αντικείμενο του ελέγχου, παράγοντας που πρωταγωνιστεί στη σύναψη συμμαχιών με εναλλακτικούς συμμάχους, με συνακόλουθο αποτέλεσμα την αλλοίωση του ίδιου του ελέγχου. Έτσι διαμορφώνεται μία κατάσταση η οποία επιτρέπει την αποφυγή του ελέγχου, διά μέσω συμμαχιών με φορέα από αυτούς που μετέχουν στον έλεγχο.

Στις εταιρείες όπου ισχύει το σύστημα της συμμετοχής των εργαζομένων, για την εκλογή των μελών του εκτελεστικού οργάνου διοίκησης, απαιτείται πλειοψηφία 2/3 των μελών του εποπτικού συμβουλίου. Αυτό, πρακτικά, σημαίνει ότι κανένα μέλος του εκτελεστικού οργάνου διοίκησης δεν μπορεί να οριστεί χωρίς τη σύμφωνη γνώμη των εργαζομένων, με άλλα λόγια, αναγνωρίζεται σε αυτούς δικαίωμα αρνησικυρίας (βέτο) στη συγκεκριμένη περίπτωση.

Η συμμετοχή των εργαζομένων επηρέασε τη δυναμική μεταξύ των τριών παραγόντων που αναμειγνύονται στον έλεγχο της διοίκησης, τους μετόχους, τους εργαζόμενους και τους μάντζερ. Οι τελευταίοι είναι αυτοί που ωφελήθηκαν περισσότερο από τη σχετική ρύθμιση, διότι είναι σε θέση να επιλέξουν σύμμαχο μεταξύ των άλλων δύο παραγόντων, οι οποίοι είναι ανταγωνιστικοί μεταξύ τους και γι' αυτό τον λόγο υπάρχει μικρότερο πεδίο συνεργασίας μεταξύ τους. Η αυξημένη εξουσία την οποία απολαμβάνουν οι εργαζόμενοι στις γερμανικές εταιρείες με βάση το σύστημα συμμετοχής τους στη διοίκηση της εταιρείας, απολήγει σε όφελος του μάντζμεντ το οποίο μπορεί να στρέψει τους εργαζομένους ενάντια στους μετόχους ως αντίβαρο της εξουσίας των τελευταίων. Μία άλλη σημαντική παράμετρος του συστήματος συμμετοχής των εργαζομένων που ισχύει στη Γερμανία είναι ότι το στο εποπτικό συμβούλιο μετέχουν και εκπρόσωποι των συνδικαλιστών οι οποίοι μπορεί να μην είναι και εργαζόμενοι στην εταιρεία και ενδέχεται να εκφράζουν και τάσεις γενικότερου συμφέροντος για τους εργαζόμενους, γεγονός που δημιουργεί πρόσθετα πεδία

συγκρούσεων μεταξύ των παραγόντων που αναμιγνύονται στη λειτουργία της εταιρείας. Σημειώνεται ότι τα συνδικάτα εμμένουν στη συμμετοχή στο εποπτικό συμβούλιο των εταιρειών, ως εκπροσώπων των συνδικάτων, προσώπων που δεν εργάζονται στην εταιρεία, ώστε να εκπροσωπούνται σε αυτό το όργανο και γενικότερα συμφέροντα, αντισταθμίζοντας τυχόν ιδιαίτερα συμφέροντα της συγκεκριμένης εταιρείας. Στην πράξη οι εκπρόσωποι των συνδικάτων υποστηρίζουν περισσότερο τα συμφέροντα του κλάδου, ενώ οι εκπρόσωποι των εργαζομένων στην εταιρεία, τα συμφέροντα αυτών των προσώπων.

Το θετικό αποτέλεσμα της καθιέρωσης της συμμετοχής των εργαζομένων στη Γερμανία εντοπίστηκε στην ένταξη αυτών στη διαδικασία λήψης των εταιρικών αποφάσεων. Από την άλλη όμως πλευρά, οι εργαζόμενοι βρίσκονται να συμμετέχουν στη λήψη αποφάσεων που θα κριθούν αρνητικές για αυτούς. Εξάλλου, η συμμετοχή στο εποπτικό συμβούλιο και εκπροσώπων των συνδικάτων δεν αποκλείεται να οδηγήσει και σε συγκρούσεις μεταξύ αυτών των εκπροσώπων και των εργαζομένων στην εταιρεία, ιδίως όταν οι μεν ενεργούν ανταγωνιστικά των δε π.χ. το κλείσιμο μιας επιχείρησης μπορεί να αποβεί θετική για την εξέλιξη μιας άλλης. Στην πράξη πάντως τυχόν αντιθέσεις στις απόψεις των εργαζομένων επιλύονται κατά τη συνεδρίαση των εκπροσώπων τους, πριν από τη συνεδρίαση του εποπτικού συμβουλίου. Η συμμετοχή των εργαζομένων ωστόσο δεν έχει καταλήξει, πρακτικά, στη συμμετοχή του παράγοντα εργασία στη λήψη των στρατηγικών αποφάσεων. Πρακτικά, οι εκπρόσωποι των εργαζομένων στα εποπτικά συμβούλια περιορίζονται στην «εξειδίκευση» τους σε εργασιακά ζητήματα, όπως μισθοί και λοιπές απολαβές, συνθήκες υγιεινής και ασφάλειας. Εξάλλου οι εκπρόσωποι των εργαζομένων, τουλάχιστον στη μεγάλη πλειοψηφία των περιπτώσεων, δεν έχουν τις απαιτούμενες τεχνικές γνώσεις χρηματοοικονομικής και λογιστικής ώστε να επιτελούν τον έλεγχο της διαχείρισης και των αποτελεσμάτων αυτής. Στη Γερμανία πάντως, επιχειρείται η μείωση της επιρροής των εργαζομένων στο εποπτικό συμβούλιο με τη δημιουργία επιτροπών, στη σύνθεση των οποίων την πλειοψηφία κατέχουν οι εκπρόσωποι των μετόχων.

Το σύστημα συμμετοχής των εργαζομένων αποτέλεσε αντικείμενο κριτικής στη Γερμανία, με επιχείρημα την επιβράδυνση της διαδικασίας λήψης αποφάσεων, τον κίνδυνο μη τήρησης της εμπιστευτικότητας των εταιρικών ζητημάτων και τη δυσχέραση της ενάσκησης αποτελεσματικής εποπτείας του διαχειριστικού οργάνου. Αντίστροφα, αυτή η κριτική δεν γίνεται αποδεκτή από άλλους, οι οποίοι διαβλέπουν στα μέλη του εποπτικού συμβουλίου μια χρήσιμη για τη διοίκηση της εταιρείας εμπειρία. Επιπρόσθετα, το σύστημα συμμετοχής των εργαζομένων συνιστά εμπόδιο για τη

διενέργεια εξαγοράς γερμανικής εταιρείας. Σε κάθε περίπτωση η συμμετοχή των εργαζομένων επιτρέπει την επίλυση των συγκρούσεων μεταξύ κεφαλαίου και εργασίας και συνιστά μέσω συλλογικής αντιμετώπισης εκτάκτων καταστάσεων κρίσεων. Η συνολική εκτίμηση των οικονομικών και κοινωνικών πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων της μετοχής είναι ωστόσο δυσχερής. Δίνοντας στους εργαζόμενους δικαίωμα συμβουλής τους για ορισμένα ζητήματα, πρακτικά, καθιερώνεται η συμμετοχή αυτού του παράγοντα στη διαδικασία λήψης των τελικών αποφάσεων χωρίς να μειώνεται η σχετική εξουσία των μετόχων. Το ίδιο συμβαίνει με τη συμμετοχή των εργαζομένων σε πρόγραμμα διάθεσης μετοχών της εταιρείας¹⁹.

3.2.7 Η συμμετοχή ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό Συμβούλιο

Η έννοια του ανεξάρτητου μέλους του Διοικητικού Συμβουλίου προσδιορίζεται με βάση ένα ποιοτικό κριτήριο, το οποίο προκύπτει από την έλλειψη σχέσης του με την εταιρεία, σε βαθμό που θα επηρέαζε την κρίση του η οποία παραμένει ανεξάρτητη. Η ανεξαρτησία του μέλους θεμελιώνεται συνεπώς στη μη στοιχειοθέτηση κατάστασης σύγκρουσης συμφερόντων, στην οποία οδηγεί η έλλειψη σχέσης του μέλους με την εταιρεία. Ως ανεξάρτητα νοούνται τα μέλη του συμβουλίου τα οποία δεν έχουν σχέση με την εταιρεία, επαγγελματική ή άλλη, ούτε συνδέονται με οργανισμό ο οποίος έχει οικονομική ή εμπορική σχέση με την εταιρεία. Στο μέτρο δε που το βάρος, για το χαρακτηρισμό του μέλους ως ανεξάρτητου, τίθεται στην έλλειψη εξάρτησης, ενδέχεται ακόμη και παρελθούσα σχέση του να αποκλείει αυτό το χαρακτηρισμό εφόσον από αυτή τη σχέση διατηρείται κατάσταση εξάρτησης. Σε αντίθεση, ωστόσο, με τα εκτελεστικά ή τα μη εκτελεστικά μέλη, τα οποία οριοθετούνται εννοιολογικά με γνώμονα ένα λειτουργικό κριτήριο, τα ανεξάρτητα μέλη του συμβουλίου χαρακτηρίζονται με βάση την ποιότητα της κρίσης τους. Αυτή όμως εντάσσεται στο ρόλο που διαδραματίζουν, ως μέλη του συμβουλίου, στο πλαίσιο της ενάσκησης των καθηκόντων τους. Ωστόσο, για το χαρακτηρισμό του μέλους ως ανεξάρτητου, εμμένει κανείς στην ποιότητα της κρίσης του και όχι στην έκφραση αυτής, η οποία ανάγεται στην ενάσκηση του ρόλου του μέλους. Κατ' ακολουθία, η συμμετοχή ανεξάρτητων μελών στο συμβούλιο αποσκοπεί στην ποιοτική αναβάθμιση του χαρακτήρα των αποφάσεων του. Με βάση αυτή την παραδοχή, το σύνολο των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης απαιτούν την ύπαρξη ανεξάρτητων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Ο προβληματισμός παραμένει ωστόσο, εάν είναι σκόπιμο τα ανεξάρτητα μέλη του συμβουλίου να

¹⁹ Μούζουλας Σ., (2003), ό.π., σελ. 148 - 160

συνιστούν και την πλειοψηφία των μελών του, ώστε να διασφαλίζεται ο σχηματισμός της πλειοψηφίας από πρόσωπα που διαθέτουν ανεξάρτητη κρίση, ή αν το βάρος θα δοθεί στην απλή ύπαρξη στο συμβούλιο ανεξάρτητων μελών τα οποία με το κύρος τους θα είναι σε θέση να επηρεάσουν την κατεύθυνση των αποφάσεων της διοίκησης. Η δεύτερη λύση επιτρέπει τη συμμετοχή στο συμβούλιο περισσότερων προσώπων, τα οποία γνωρίζουν την εταιρεία εξαιτίας σχέσης τους με αυτά και παράλληλα δεν αποξενώνει το Διοικητικό Συμβούλιο από την πλειοψηφία των μετόχων.

Ο ν. 3016/02, στο άρθρο 4 παρ. 1 δίνει έναν ορισμό του ανεξάρτητου μέλους του Διοικητικού Συμβουλίου. Ο ορισμός επιτελείται με βάση δύο βασικά κριτήρια: το πρώτο από αυτά τοποθετείται στην ανυπαρξία συμμετοχής στο κεφάλαιο της εταιρίας, σε συνολικό ποσοστό ανώτερο του 0,5% για το σύνολο των κατηγοριών των μετοχών της εταιρείας, κοινές ή προνομιούχες, χωρίς να εξετάζεται εάν αυτές παρέχουν ή όχι δικαίωμα ψήφου. Η συμμετοχή στο κεφάλαιο θα πρέπει δε να είναι άμεση. Δεν λαμβάνονται υπόψη, επομένως, τυχόν συμμετοχές, συνδεδεμένων με το ανεξάρτητο μέλος, προσώπων στο μέτρο όμως που αυτές δε δημιουργούν σχέση εξάρτησης του μέλους του συμβουλίου. Πράγματι, η έλλειψη σχέσης εξάρτησης του μέλους, με την εταιρεία ή με συνδεδεμένα με αυτή πρόσωπα, συνιστά το δεύτερο κριτήριο για τον εννοιολογικό προσδιορισμό του ανεξάρτητου μέλους του συμβουλίου. Στη συνέχεια η ίδια διάταξη προσδιορίζει πότε υφίσταται σχέση εξάρτησης, η οποία είναι ασυμβίβαστη με την ιδιότητα του ανεξάρτητου μέλους του συμβουλίου.

Τελικά η συμμετοχή στο συμβούλιο ανεξάρτητων μελών λειτουργεί ως αντιστάθμισμα της «οικειότητας» των μελών που συνδέονται με την εταιρεία. Η ύπαρξη ανεξάρτητων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου μπορεί εξάλλου να λειτουργήσει ως ασφαλιστική δικλίδα προστασίας και διεξόδου από το πρόβλημα που θα δημιουργούσε η αδυναμία του κυρίαρχου μετόχου να ασκήσει τα καθήκοντα του, π.χ. εξαιτίας ασθένειας, ή ο θάνατος του κυρίαρχου μετόχου. Η πράξη έχει δε καταδείξει ότι τα διοικητικά συμβούλια των αμερικανικών εταιρειών, τα οποία περιλαμβάνουν στη σύνθεσή τους ανεξάρτητους συμβούλους, στην πλειοψηφία τους, συμπεριφέρονται διαφορετικά από τα συμβούλια, όπου τέτοιοι σύμβουλοι είναι η μειοψηφία. Ωστόσο δεν μπορεί να συμπεράνει κανείς ότι τα πρώτα συμβούλια είναι περισσότερο αποδοτικά από τα δεύτερα. Στην πρακτική των αμερικανικών επιχειρήσεων διαπιστώθηκε ότι στην πλειοψηφία των περιπτώσεων τα συνδεδεμένα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου τοποθετήθηκαν στο συμβούλιο για να εξυπηρετήσουν συγκεκριμένους ειδικούς στρατηγικούς στόχους της επιχείρησης. Ωστόσο, ο ρόλος των ανεξάρτητων μελών του συμβουλίου δε θα πρέπει να ταυτίζεται με το ρόλο ενός φορέα εποπτείας της

διοίκησης. Αυτό τον τελευταίο ρόλο επωμίζεται το Διοικητικό Συμβούλιο ως συλλογικό εταιρικό όργανο.

Παρατηρείται ωστόσο και το αντίστροφο ρεύμα, σύμφωνα με το οποίο στην πραγματικότητα η ύπαρξη ανεξάρτητων μελών δεν διασφαλίζει την αποτελεσματικότερη λειτουργία του Διοικητικού Συμβουλίου, από τη σκοπιά της εξυπηρέτησης του εταιρικού συμφέροντος. Δεν θα πρέπει δε να διαφύγει της προσοχής ότι στις Η.Π.Α., όπου η πρακτική γνωρίζει πλήθος διοικητικών συμβουλίων, στα οποία η πλειοψηφία των μελών τους είναι ανεξάρτητα, τα πρόσφατα σκάνδαλα αποκάλυψαν ένα σύστημα που δεν λειτούργησε αποτελεσματικά. Το βασικό μειονέκτημα των ανεξάρτητων μελών εντοπίζεται στο γεγονός ότι είναι αποκομμένα από την εκτελεστική εξουσία στην εταιρεία και επομένως δεν γνωρίζουν την πραγματική διάσταση των καθημερινών ζητημάτων που ανακύπτουν και που σχετίζονται με την τρέχουσα δραστηριότητα της. Εξάλλου, κάποιοι διαβλέπουν στην έλλειψη σχέσης με την εταιρεία την αντίστοιχη έλλειψη επαρκούς κινήτρου για την παροχή των υπηρεσιών υψηλού επιπέδου, που απαιτεί η ιδιότητα του ανεξάρτητου μέλους του συμβουλίου. Ο φόβος συνεπώς ότι, τελικά, η ιδιότητα του ανεξάρτητου μέλους θα απονέμεται σε πρόσωπα που βρίσκονται στο τέλος της επαγγελματικής τους καριέρας, ως τιμητική θέση, είναι καθόλα βασίμως²⁰.

3.2.8 Η αποτελεσματική οργάνωση του οργάνου διοίκησης

Ένα ισχυρό και σταθερό Διοικητικό Συμβούλιο αποτελεί τη βάση για την εφαρμογή ενός αποτελεσματικού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης. Το Διοικητικό Συμβούλιο, το οποίο επιλέγει τα πρόσωπα που θα ασκούν την καθημερινή διοίκηση της εταιρείας και το οποίο ελέγχει αυτά, επηρεάζει ενεργά την αποδοτικότητα της εταιρείας, εκπληρώνοντας την υποχρέωσή του να διασφαλίζει έγκαιρα ότι η εταιρεία διαθέτει το κατάλληλο μάνατζμεντ. Από την πλευρά της, η γενική συνέλευση πρέπει να διασφαλίζει ότι η εταιρεία διαθέτει ένα Διοικητικό Συμβούλιο το οποίο δρα ανεξάρτητα και υπεύθυνα προς το συμφέρον της εταιρείας. Ο συλλογικός χαρακτήρας του Διοικητικού Συμβουλίου ως οργάνου δεν αναιρεί την υποχρέωση καθενός από τα μέλη του να ενεργεί με βάση τα συμφέροντα της εταιρείας και κατά τον πλέον πρόσφορο, κατά περίπτωση, τρόπο είτε ατομικά, για τις αρμοδιότητες που του έχουν ανατεθεί είτε ως μέλος συλλογικού οργάνου. Αυτή υποχρέωση ισχύει ανεξάρτητα από το εάν τα μέλη

²⁰ Μούζουλας Σ., (2003),ό.π., σελ. 308 - 349

δεν έχουν τη νομιμοποίησή τους από τη γενική συνέλευση ή από τη μειοψηφία, ή ακόμη και από άλλο φορέα ο οποίος έχει δικαίωμα διορισμού μέλους του συμβουλίου. Η αποτελεσματική οργάνωση του οργάνου διοίκησης, σε ένα σύστημα ορθής εταιρικής διακυβέρνησης αναζητείται και επιτυγχάνεται αφενός μεν με τη θέσπιση ειδικών κανόνων λειτουργίας του, αφετέρου δε με τη συγκρότηση ειδικών επιτροπών, οι οποίες υποβοηθούν το έργο του συμβουλίου και τις οποίες θα αναλύσουμε παρακάτω.

3.2.9 Η συγκρότηση ειδικών επιτροπών

Το Διοικητικό Συμβούλιο στο πλαίσιο της ενάσκησης των καθηκόντων του εξετάζει τη σκοπιμότητα της δημιουργίας επιτροπών με συγκεκριμένο αντικείμενο δραστηριότητας. Οι επιτροπές ενεργούν συλλογικά εκτός εάν το Διοικητικό Συμβούλιο ανάθεσε σε κάποιο μέλος τους συγκεκριμένες εξουσίες. Η σύνθεση των επιτροπών στην πράξη περιλαμβάνει κατ' εξοχή μη εκτελεστικά μέλη, πολλές φορές με δυνατότητα παράστασης και εκτελεστικών μελών, χωρίς δικαίωμα ψήφου. Η πρακτική των εταιρειών ήδη γνωρίζει τέτοιες επιτροπές όπως ενδεικτικά, επιτροπή εσωτερικού ελέγχου, επιτροπή επιλογής στελεχών, επιτροπή καθορισμού αμοιβών, επιτροπή λογιστικών θεμάτων. Η σύνθεση των επιτροπών θα πρέπει να είναι τέτοια που θα διασφαλίζει την αντικειμενικότητα των αποτελεσμάτων των εργασιών τους. Το συμβούλιο επιπλέον θα αποφασίζει για την ενδεχόμενη διαφύλαξη για αυτό, ως συλλογικό όργανο, της αρμοδιότητας για τη λήψη αποφάσεων σχετικά με συγκεκριμένα ζητήματα και της κατανομής των λοιπών αρμοδιοτήτων του μεταξύ των μελών του, ή της ανάθεσης συγκεκριμένων καθηκόντων σε ορισμένα πρόσωπα, σύμφωνα με τους κανόνες που θα περιέχει το καταστατικό της εταιρείας και ο τυχόν εσωτερικός κανονισμός του συμβουλίου. Σε κάθε περίπτωση τα ζητήματα στρατηγικής της επιχείρησης και γενικότερα τα σημαντικότερα θέματα που εγγράφονται στη σφαίρα της διοίκησης της εταιρείας, όπως και αυτά τα οποία η νομοθεσία κατατάσσει μεταξύ των αποκλειστικών αρμοδιοτήτων του Διοικητικού Συμβουλίου, θα παραμένουν στην αρμοδιότητα του συμβουλίου ως συλλογικού οργάνου.

Η επιτροπή εσωτερικού ελέγχου

Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι υπεύθυνο για την υιοθέτηση και για τη διασφάλιση της εφαρμογής μηχανισμών εσωτερικού ελέγχου, καθώς και για τη διαμόρφωση και διατήρηση ενός πνεύματος συνεργασίας με τα πρόσωπα στα οποία έχει ανατεθεί ο εσωτερικός έλεγχος. Η επιτροπή εσωτερικού ελέγχου, ελέγχει και αξιολογεί την

αντικειμενικότητα των υπηρεσιών του ελεγκτή των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας, όταν αυτός παρέχει και άλλες υπηρεσίες, π.χ. συμβουλευτικές στην εταιρεία. Αυτό το έργο μπορεί πάντως να ανατεθεί και στην επιτροπή λογιστικών θεμάτων. Ορθότερο όμως είναι να περιορίσει κανείς το έργο αυτής της τελευταίας επιτροπής στα ζητήματα που ανάγονται στην επίλυση λογιστικών θεμάτων, υποβοηθώντας σχετικά το έργο του Διοικητικού Συμβουλίου και του ελεγκτή, για τη σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας, αφήνοντας το εποπτικό έργο στην επιτροπή εσωτερικού ελέγχου. Αυτή επιτροπή ασκεί τον ουσιαστικό έλεγχο νομιμότητας της συνολικής λειτουργίας της εταιρείας, στην οποία εντάσσεται και ο έλεγχος του έργου του τακτικού ελεγκτή. Στην επιτροπή εσωτερικού ελέγχου, θα πρέπει να τίθενται πάντως υπόψη οι γνώμες του ελεγκτή, όπως και το μάνατζμεντ.

Η επιτροπή επιλογής στελεχών και αμοιβών

Η σύσταση επιτροπής επιλογής στελεχών και ενδεχόμενα επιλογής υποψηφίων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας αποσκοπεί στην υιοθέτηση και εφαρμογή διαδικασίας επιλογής των προσώπων που θα αποκτήσουν την ιδιότητα του στελέχους ή του μέλους του συμβουλίου. Η επιτροπή διασφαλίζει ότι επιλέγονται, με βάση αντικειμενικά κριτήρια, για τη θέση στελέχους ή μέλους του Διοικητικού Συμβουλίου, εκτελεστικού ή μη εκτελεστικού, πρόσωπα που εμφανίζουν εχέγγυα καταλληλότητας, εμπειρίας και αξιοπιστίας. Προς τούτο, η επιτροπή μπορεί να συνεργάζεται με εξωτερικούς συμβούλους, ιδίως με οργανισμούς ανεύρεσης στελεχών. Η επιτροπή προτείνει υποψηφίους στο αρμόδιο για την εκλογή όργανο, κατά περίπτωση, Διοικητικό Συμβούλιο ή Γενική Συνέλευση. Τονίζεται ότι ο ρόλος της επιτροπής δεν περιορίζεται στην τυπική εξέταση των προσόντων του υποψηφίου αλλά η επιτροπή εξετάζει γενικότερα την καταλληλότητα του για τη συγκεκριμένη θέση που προορίζεται. Η επιτροπή, ιδίως ως προς τα πρόσωπα που είναι υποψήφια για θέση ανεξάρτητου μέλους του Διοικητικού Συμβουλίου, ελέγχει την ανεξαρτησία τους. Η επιτροπή επιλογής στελεχών και μελών του Διοικητικού Συμβουλίου δεν επιλέγει πάντως η ίδια τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, ιδίως τα ανεξάρτητα μέλη. Απλώς προτείνει σχετική λίστα στη Συνέλευση ή στο Διοικητικό Συμβούλιο. Επιπρόσθετα μπορεί να καθορίζει και τα κριτήρια επιλογής προσώπου, για τη συγκεκριμένη θέση, ιδίως τα προσόντα αυτού ή άλλες ιδιότητες του.

Η επιτροπή αμοιβών από την πλευρά της, έχει ως έργο τα ακόλουθα κύρια καθήκοντά. Καταρχήν, την εισήγηση ή την παροχή συμβουλών στο Διοικητικό Συμβούλιο, ως προς τη διαμόρφωση της πολιτικής σχετικά με τις αμοιβές των εκτελεστικών μελών και ως

προς την εφαρμογή αυτής της πολιτικής, προτείνοντας ειδικά πακέτα παροχών για τα εκτελεστικά μέλη, στα οποία πακέτα περιλαμβάνονται και τα συνταξιοδοτικά δικαιώματα, τα ασφαλιστικά προγράμματα ή οι αποζημιώσεις. Στη συνέχεια, τη συνδρομή στο Διοικητικό Συμβούλιο για τη σύνταξη του τμήματος της ετήσιας έκθεσης των ετήσιων λογαριασμών, που αναφέρονται στις αμοιβές των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Προτείνει επίσης στο συμβούλιο την πολιτική αμοιβών και ως προς τα ανώτερα στελέχη της εταιρείας. Έργο της επιτροπής συνιστά και η ενδεχόμενη μεταβολή αυτής της πολιτικής, σε συνάρτηση με τις υφιστάμενες συνθήκες. Στο πλαίσιο των καθηκόντων της επιτροπής εγγράφεται επίσης και η αναγνώριση στα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και τα στελέχη της εταιρείας, της δυνατότητας να χρησιμοποιούν περιουσιακά στοιχεία αυτής που δεν χρησιμοποιεί η εταιρεία, για προσωπικό όφελος, όπως π.χ. άδειες θέσεις σε αεροπλάνο, ή άδεια διαμερίσματα της εταιρείας.

Η επιτροπή λογιστικών θεμάτων

Η επιτροπή λογιστικών θεμάτων, στην πρακτική κάποιων κρατών, ταυτίζεται με την επιτροπή εσωτερικού ελέγχου. Μια τέτοια ενοποιημένη επιτροπή δραστηριοποιείται στο επίπεδο, τόσο του εσωτερικού όσο και του εξωτερικού ελέγχου. Εφόσον όμως λειτουργεί αυτοτελώς, θα έχει τα ακόλουθα καθήκοντα. Καταρχήν, συνιστά τον εξωτερικό ελεγκτή που θα προταθεί στη συνέλευση, για τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας, μεριμνώντας για την επίλυση τυχόν ζητημάτων που θα ανακύψουν από την τυχόν αντικατάσταση του ήδη υπάρχοντος εξωτερικού ελεγκτή. Στο ίδιο πλαίσιο ιδεών εξετάζει την προτεινόμενη αμοιβή του εξωτερικού ελεγκτή καθώς και τους όρους συνεργασίας του με την εταιρεία, διαπιστώνει δε την ανεξαρτησία του, σύμφωνα με τους κανόνες της ισχύουσας νομοθεσίας. Στη συνέχεια λειτουργεί ως δίοδος επικοινωνίας μεταξύ του ελεγκτή και του Διοικητικού Συμβουλίου ή του μέλους του συμβουλίου που θα έχει ορισθεί ως υπεύθυνο για την παρακολούθηση των εργασιών του εξωτερικού ελεγκτή. Κάτω απ' αυτή την οπτική γωνία η επιτροπή συνεργάζεται με τον εξωτερικό ελεγκτή και χωρίς την παρουσία εκπροσώπων του μάλιστα στο πλαίσιο της διενέργειας του διαχειριστικού ελέγχου του ελεγκτή των οικονομικών καταστάσεων. Παράλληλα, μελετά τα αποτελέσματα του λογιστικού ελέγχου, την έκθεση του ελεγκτή, καθώς και οποιοδήποτε άλλο σχετικό έγγραφο, της διοίκησης ή του ίδιου του ελεγκτή, ή τυχόν εκθέσεις ή αναφορές προς τον ελεγκτή, από τις οικονομικές υπηρεσίες της εταιρείας. Η μελέτη επεκτείνεται και στις ίδιες τις οικονομικές καταστάσεις, το πιστοποιητικό του ελεγκτή, τις ενδεχόμενες παρατηρήσεις του και επιλαμβάνεται για την επίλυση τυχόν διαφορών που θα έχουν

ανακύψει μεταξύ του Διοικητικού Συμβουλίου και του ελεγκτή σε συγκεκριμένα ζητήματα ως προς την προετοιμασία των οικονομικών καταστάσεων. Τέλος, διερευνά τα θέματα που ανακύπτουν και που σχετίζονται με την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων, ιδίως για τυχόν μεταβολές σε αυτές, σε σχέση με την προγενέστερη κρίση, μεριμνώντας, γενικότερα, για την τήρηση των γενικά παραδεδωμένων λογιστικών αρχών και κανόνων πάντοτε σε συνάρτηση με τις θέσεις του εξωτερικού ελεγκτή ή του Διοικητικού Συμβουλίου ή των οικονομικών υπηρεσιών της εταιρείας²¹.

3.2.10 Ευθύνες του ανώτατου μάντζμεντ

Οι ευθύνες του ανώτατου μάντζμεντ, ειδικότερα αυτές του διευθύνοντος συμβούλου, περιλαμβάνουν την επίτευξη των στόχων δια μέσου του ανθρωπίνου δυναμικού. Έτσι λοιπόν η δουλειά του ανώτατου μάντζμεντ είναι πολυδιάστατη και είναι προσανατολισμένη προς την καλύτερη δυνατή λειτουργία του οργανισμού στο σύνολό του. Οι συγκεκριμένες ευθύνες του ανώτατου μάντζμεντ ποικίλλουν ανάλογα με την εταιρεία και αναπτύσσονται από μία ανάλυση, της αποστολής, των στόχων, των στρατηγικών, και των κύριων δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Τυπικά οι ευθύνες μοιράζονται ανάμεσα στα μέλη του ανώτατου μάντζμεντ. Έτσι λοιπόν η διαφοροποίηση των ικανοτήτων μπορεί να είναι πολύ σημαντική. Διάφορες έρευνες δείχνουν ότι, οι ομάδες του ανώτατου μάντζμεντ με μία διαφοροποίηση λειτουργικών και εκπαιδευτικών υποβάθρων και με μία διάρκεια χρόνου μέσα στην εταιρεία, τείνουν να είναι περισσότερο συσχετισμένες με βελτιώσεις στο μερίδιο αγοράς και την κερδοφορία. Επίσης ομάδες οι οποίες έχουν διεθνή εμπειρία τείνουν να δίνουν έμφαση σε στρατηγικές διεθνούς ανάπτυξης, καινοτομίας, ειδικά σε αβέβαια περιβάλλοντα, έτσι ώστε να ενισχύσουν τη χρηματοοικονομική απόδοση. Ο διευθύνων σύμβουλος με την υποστήριξη του υπολοίπου ανώτατου μάντζμεντ, πρέπει να χειρίζεται επιτυχώς δύο κύριες ευθύνες οι οποίες είναι κρίσιμες για ένα αποτελεσματικό στρατηγικό μάντζμεντ της εταιρείας: 1) η παροχή ενός στρατηγικού οράματος και 2) η διαχείριση της διαδικασίας σχεδιασμού της στρατηγικής²².

²¹ Μούζουλας Σ., (2003), ό.π, σελ. 327 - 378

²² T.L. Wheelen, J.D. Hunger, (2006), ό.π. σελ. 48 - 50

3.2.11 Ο βαθμός ανάμιξης του Διοικητικού Συμβουλίου

Ένα Διοικητικό Συμβούλιο αναμιγνύεται στο στρατηγικό μάνατζμεντ ανάλογα με το βαθμό κατά τον οποίο εκτελεί τα καθήκοντα του ελέγχου, της αξιολόγησης και επιλογής, της πρωτοβουλίας και του καθορισμού. Τα διοικητικά συμβούλια μπορεί να αποτελούν απλά συμβούλια «φαντάσματα» με καμία ουσιαστική ανάμιξη, έως και συμβούλια «καταλύτες» με πολύ μεγάλο βαθμό ανάμιξης. Μερικές έρευνες μάλιστα έχουν δείξει ότι η ενεργός συμμετοχή του Διοικητικού Συμβουλίου στο στρατηγικό μάνατζμεντ είναι θετικά συσχετισμένη με τη χρηματοοικονομική απόδοση μιας εταιρείας και με την πιστοληπτική της ικανότητα.

Διοικητικά συμβούλια με μεγάλο βαθμό ανάμιξης τείνουν να είναι πολύ ενεργητικά. Δίνουν μεγάλη βαρύτητα στα καθήκοντα του ελέγχου, της αξιολόγησης, της επιρροής, της πρωτοβουλίας και του καθορισμού και παρέχουν συμβουλές στο μάνατζμεντ όταν αυτό είναι αναγκαίο. Εάν τοποθετούσαμε αυτό το βαθμό ανάμιξης σε μία κλίμακα θα βλέπαμε ότι το χαμηλότερο βαθμό ανάμιξης έχουν τα λεγόμενα παθητικά, διοικητικά συμβούλια «φαντάσματα» τα οποία ουσιαστικά ποτέ δεν αναλαμβάνουν πρωτοβουλίες ή δεν καθορίζουν κάποια στρατηγική εκτός αν πρόκειται για κάποια πολύ ειδική περίπτωση. Σε αυτές τις περιπτώσεις ο διευθύνοντας σύμβουλος παίζει και το ρόλο του προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου, και προσωπικά υποδεικνύει τους υποψήφιους για μέλη του συμβουλίου καθώς και προσπαθεί να διατηρεί τα μέλη αυτά υπό τον έλεγχο του δίνοντας τους «ειδικές ανταμοιβές».

Γενικότερα όσο μικρότερη είναι η επιχείρηση τόσο λιγότερο ενεργά είναι και τα διοικητικά συμβούλια. Παραδείγματος χάριν σε μία οικογενειακή επιχείρηση είναι δυνατό το 100% να ανήκει στους ιδρυτές οι οποίοι ασκούν και το μάνατζμεντ της εταιρείας. Σε αυτήν την περίπτωση δεν υπάρχει ανάγκη για ένα ενεργητικό Διοικητικό Συμβούλιο το οποίο θα προστατεύει τα συμφέροντα του ιδιοκτήτη και των μετόχων - ιδιοκτητών. Σε αυτήν περίπτωση το συμβούλιο δεν είναι ιδιαίτερα χρήσιμο και συνήθως συνεδριάζει για νομικά ζητήματα. Εάν όμως, μετοχικό κεφάλαιο πουληθεί σε εξωτερικά μέλη με σκοπό την ανάπτυξη, τότε αναπόφευκτα το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να γίνει πιο ενεργητικό.

Επενδυτές «κλειδιά» θα επιθυμούσαν θέσεις στο Διοικητικό Συμβούλιο έτσι ώστε να μπορούν να παρακολουθούν την πορεία των επενδύσεων τους. Στο βαθμό βέβαια που ακόμα ελέγχουν το μεγαλύτερο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου, οι ιδρυτές

κυριαρχούν στο Διοικητικό Συμβούλιο. Φίλοι, οικογενειακά μέλη, και κύριοι μέτοχοι συνήθως γίνονται μέλη, αλλά το συμβούλιο δρα ως ένα σώμα που εγκρίνει ανεξέταστα προτάσεις που έρχονται από τους ιδιοκτήτες - μάνατζερ. Σε αυτού του είδους τις εταιρείες ο ιδιοκτήτης τείνει να είναι τόσο ο διευθύνοντας σύμβουλος όσο και ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου, ενώ το συμβούλιο περιλαμβάνει πολύ λίγα μέλη τα οποία δεν είναι συνδεδεμένα με την επιχείρηση ή την οικογένεια. Αυτή η στενή σχέση μεταξύ του Συμβουλίου και του μάνατζμεντ θα πρέπει να αλλάξει όταν η επιχείρηση αποφασίζει να διαμοιράσει το μετοχικό της κεφάλαιο. Οι ιδρυτές που ακόμα δρουν ως το μάνατζμεντ μπορεί μερικές φορές να λάβουν αποφάσεις οι οποίες συγκρούονται με τις ανάγκες των άλλων μετόχων ειδικότερα εάν αυτοί (οι ιδρυτές) έχουν λιγότερο από το 5% του κοινού μετοχικού κεφαλαίου. Σε αυτήν την περίπτωση θα μπορούσαν να προκύψουν προβλήματα εάν το συμβούλιο αποτύχει να γίνει περισσότερο ενεργό όσον αφορά το ρόλο του και τις ευθύνες του²³.

3.3 Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

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

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

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

²³ T.L. Wheelen, J.D. Hunger, (2006), ό.π. σελ. 37 - 38

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

- Ø Διαφορετικά άτομα για τις θέσεις του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου και του Διευθύνοντος Συμβούλου
- Ø Συμμετοχή στα διοικητικά συμβούλια των εταιρειών, μη εκτελεστικών μελών. Σε μερικές χώρες, όπως και η Ελλάδα, προβλέπεται και η συμμετοχή ενός αριθμού ανεξάρτητων συμβούλων.
- Ø Θέσπιση επιτροπής εσωτερικού ελέγχου που θα απαρτίζεται κατά πλειοψηφία από μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.
- Ø Θέσπιση επιτροπής καθορισμού αμοιβών διευθυντικών στελεχών που θα απαρτίζεται αποκλειστικά ή κύρια από μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.

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

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

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

Περαιτέρω, οι McKnight, Μυλωνάς και Τραυλός (2003) διερευνούν τη σχέση ανάμεσα σε εταιρική αξία και την υιοθέτηση του Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς από εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου την περίοδο 1989-1996. Τα ευρήματά τους συνοψίζονται ως εξής:

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

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

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

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

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

Στη χώρα μας οι σχετικές μεταρρυθμίσεις εισήχθησαν με το Νόμο 3016/2002. Ο Νόμος 3016 κινείται πολύ κοντά στο πλαίσιο του Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς της Επιτροπής Cadbury.

Συμπερασματικά, στις σύγχρονες επιχειρήσεις τα συμφέροντα των μεγαλομετόχων, μικρομετόχων, διευθυντικών στελεχών και πιστωτών δεν ταυτίζονται πάντοτε. Αντιθέτως, εκδηλώνονται συχνά συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στις παραπάνω ομάδες με αρνητικές συνέπειες στη λειτουργία της επιχείρησης, που σε μερικές περιπτώσεις οδηγούν στην κατάρρευσή της. Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης επιδιώκουν να περιορίσουν τα σχετικά προβλήματα. Τα τελευταία χρόνια, υπό την πίεση δυσμενών επιχειρηματικών εξελίξεων στη Βρετανία και σε άλλες χώρες, ξεκίνησε από τη Βρετανία μια πρωτοβουλία μεταρρύθμισης του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης των βρετανικών επιχειρήσεων που μεταδόθηκε σύντομα σε πολλές χώρες σε όλες τις Ηπείρους. Τα εμπειρικά ευρήματα ενισχύουν την άποψη πως οι μεταρρυθμίσεις έχουν θετικές επιπτώσεις στη λειτουργία των επιχειρήσεων. Στη χώρα μας οι σχετικές μεταρρυθμίσεις εισήχθησαν με το Νόμο 3016.²⁴

²⁴ Τραυλός Γ. Νικόλαος, (2003), «Συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης: τι είναι και τι επιτυγχάνουν», Athens Laboratory of Business Administration, Οκτώβριος 2003

3.3.1 Οι στόχοι της καθιέρωσης των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης

Ο πρώτος στόχος που εξυπηρετεί η καθιέρωση ενός συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης, συνίσταται στη διαμόρφωση ενός πλαισίου δράσης των φορέων εξουσίας στην εταιρεία. Αυτό το πλαίσιο δράσης έχει ως υπόβαθρο ένα ήδη υφιστάμενο σύστημα νομικών κανόνων. Υπό αυτή την έννοια, η διαμόρφωση του πλαισίου δράσης έχει την έννοιά της αναμόρφωσης αυτού του συστήματος. Αυτή αναμόρφωση αποσκοπεί στην αύξηση της προστασίας των συμφερόντων των παραγόντων που εμπλέκονται στη λειτουργία της εταιρείας. Η αύξηση αυτή επιτυγχάνεται με την αναμόρφωση του πλέγματος προστασίας από τη συμπεριφορά των φορέων εξουσίας στην εταιρεία, αποτέλεσμα που διαγράφει το δεύτερο βασικό στόχο της καθιέρωσης ενός συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης. Σε αυτό το σημείο επέρχεται, ωστόσο, η διάκριση μεταξύ των λεγόμενων «μεγάλων - ανοικτών» και των «μικρών - κλειστών» εταιρειών. Πράγματι, η υιοθέτηση κάποιων βασικών μέτρων που είναι αποδεκτά στα εφαρμοζόμενα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, όπως η αναγνώριση ενός ρόλου στα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, η καθιέρωση τεχνικών εσωτερικού ελέγχου και η υιοθέτηση εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας, καθίσταται περισσότερο χρήσιμη στις μεγάλες εταιρείες, με ευρεία διασπορά μετοχών. Αντίθετα, στις μικρές, κλειστές εταιρείες ο έλεγχος διενεργείται διά μέσου συμβάσεων με τα πρόσωπα που ασκούν διοίκηση και με εξωεταιρικές συμφωνίες, καθώς και με μηχανισμούς που προβλέπονται στο καταστατικό της εταιρείας. Σε κάθε περίπτωση, η αναγνώριση της ανάγκης εξυπηρέτησης και άλλων συμφερόντων, πέρα από αυτά των μετόχων, ανάγκη που προσλαμβάνει ιδιαίτερη σημασία στις ανοικτές εταιρείες, δεν οδηγεί αναπόφευκτα στην αποδοχή της άποψης ότι στο Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να εκπροσωπούνται όσο το δυνατό περισσότερα συμφέροντα.

3.4 Θεωρητικά Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Δύο είναι τα βασικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης: το εξωτερικό και το εσωτερικό σύστημα.

Το εξωτερικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης

Στο εξωτερικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης, βρίσκονται στο επίκεντρο οι μέτοχοι μιας επιχείρησης, με βάση τα συμφέροντα των οποίων λειτουργεί η εταιρεία. Σύμφωνα με το εξωτερικό μοντέλο, οι επιχειρήσεις έχουν ως βασικό στόχο τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, κάτι το οποίο μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα την αυξημένη αποδοτικότητα του συνολικού οικονομικού συστήματος. Η αμοιβή των μετόχων, για τις λειτουργίες που παρέχουν στην επιχείρηση είναι η καθαρή αξία της επιχείρησης. Οι αποδόσεις τους, θεωρούνται κίνητρα για τους επενδυτές, οι οποίοι θα είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν τον κίνδυνο. Οι μέτοχοι επίσης αναλαμβάνουν τον κίνδυνο για πιθανά κέρδη ή ζημιές της εταιρείας και γι' αυτό το λόγο αποτελεί συμφέρον τους η κατανομή των πόρων της επιχείρησης στις καλύτερες δυνατές επιλογές.

Το εξωτερικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης δημιουργείται, λοιπόν, υπό την προϋπόθεση ότι οι μέτοχοι είναι τα καταλληλότερα άτομα για την ανάληψη αυτού του κινδύνου κάτι το οποίο δε θα μπορούσαν να αναλάβουν ούτε το μάνατζμεντ αλλά ούτε και οι εργαζόμενοι σε μία επιχείρηση. Το πλεονέκτημα τους βρίσκεται στο γεγονός ότι δεν συνδέονται άμεσα με την εταιρεία. Με αυτό τον τρόπο μπορούν να διαμορφωθούν, κατάλληλα, τα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια έτσι ώστε να μειώσουν ή και να εξαλείψουν τον ειδικό κίνδυνο των εταιρειών που βρίσκονται στο χαρτοφυλάκιο τους και να έχουν να αντιμετωπίσουν μόνο τον κίνδυνο της αγοράς. Ο διαχωρισμός του μάνατζμεντ, το οποίο λαμβάνει αποφάσεις στην επιχείρηση, από τους μέτοχους, οι οποίοι αναλαμβάνουν τον κίνδυνο, οδηγεί σε μία καλύτερη κατανομή του κινδύνου στην αγορά. Το πρόβλημα που καλείται να αντιμετωπιστεί σε μία σύγχρονη επιχείρηση, είναι το κατά πόσον οι μέτοχοι οι οποίοι αναλαμβάνουν τον κίνδυνο, εξασφαλίζουν ότι τα στελέχη του μάνατζμεντ θα δρουν με βάση τα συμφέροντά τους. Ένα άλλο βασικό ζήτημα είναι, αν υπάρχει επαρκής αποκάλυψη των μηχανισμών εκείνων που μπορούν να μειώσουν τα κόστη αντιπροσώπευσης, τα οποία είναι, τα κόστη για την επιλογή των κατάλληλων στελεχών αντιπροσώπευσης των μετόχων καθώς και των μηχανισμών για την παρακολούθηση και τον έλεγχό τους. Πολλοί είναι οι μηχανισμοί που έχουν επιστρατευθεί τα τελευταία χρόνια για την διακυβέρνηση των επιχειρήσεων. Αυτοί, έχουν να κάνουν είτε με το Διοικητικό Συμβούλιο ή με τις συγκρούσεις μεταξύ των αντιπροσώπων, τους μεγαλομετόχους, την επιθετική εξαγορά, τη χρηματοοικονομική δομή της επιχείρησης, τους εξωτερικούς συμβούλους και την πολιτική δανεισμού της επιχείρησης.

Ένα άλλο χαρακτηριστικό του συστήματος αυτού είναι η ύπαρξη μεγάλων κεφαλαιαγορών με υψηλή ρευστότητα. Τα μετοχικά κεφάλαια παρουσιάζουν ευρεία διασπορά. Οι μέτοχοι, αν και έχουν τη δυνατότητα να εκλεγούν το Διοικητικό Συμβούλιο και να ψηφίζουν για σημαντικά ζητήματα, έχουν στην πραγματικότητα, περιορισμένες δυνατότητες ελέγχου του εκτελεστικού μάνατζμεντ. Λόγω της μεγάλης αυτής διασποράς του μετοχικού κεφαλαίου, οι μικρομέτοχοι δεν είναι διατεθειμένοι να παρακολουθούν και να ελέγχουν, συστηματικά, τις κινήσεις του μάνατζμεντ, κάτι το οποίο θα σήμαινε κόστος το οποίο θα ξεπερνούσε το όφελος για αυτούς. Αδυνατώντας λοιπόν, να ελέγξουν τις αποφάσεις του μάνατζμεντ στηρίζονται στην κεφαλαιαγορά, ως βασικό μηχανισμό, για την πειθαρχία του μάνατζμεντ. Όταν όμως η κεφαλαιαγορά αποτυγχάνει να ελέγξει το μάνατζμεντ, οι μέτοχοι με τη σειρά τους, αποχωρούν μαζικά από το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας, κάτι το οποίο οδηγεί σε μεγάλη πτώση της τιμής της μετοχής και παράλληλα ωθεί το μάνατζμεντ να εξυπηρετήσει τα συμφέροντα των μετόχων.

Το εσωτερικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης

Το εσωτερικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης, σε αντίθεση με το εξωτερικό, αποτελείται από συγκέντρωση της ιδιοκτησίας, πολυσυμμετοχικές και πυραμιδοειδείς τοποθετήσεις, μακροπρόθεσμους επενδυτές και πολύ μικρότερη σημασία της κεφαλαιαγοράς. Αυτό το σύστημα παρέχει τη δυνατότητα, στους μετόχους της επιχείρησης, να ασκήσουν τον έλεγχο στο μάνατζμεντ με πολύ μικρότερο κόστος. Οι μεγαλομέτοχοι μπορούν ευκολότερα να παρακολουθήσουν τις κινήσεις του μάνατζμεντ. Το πρόβλημα, σε αυτό το σύστημα, προέρχεται από τη σύγκρουση μεταξύ των μεγαλομετόχων και των μετόχων μειοψηφίας. Η επιχείρηση, συνδέεται άμεσα με τους μεγαλομέτοχους οι οποίοι έχουν τη δυνατότητα της άμεσης επικοινωνίας καθώς και της συμμετοχής στις αποφάσεις της επιχείρησης σχετικά με τον έλεγχο του μάνατζμεντ. Το μετοχικό κεφάλαιο είναι συγκεντρωμένο στους ιδρυτές της επιχείρησης ή σε άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τα οποία λόγω των στενών σχέσεων με την επιχείρηση, συμφωνούν τις περισσότερες φορές με τις κινήσεις του εκτελεστικού μάνατζμεντ. Στις περισσότερες των περιπτώσεων ο κίνδυνος για επιθετικές εξαγορές είναι αρκετά μειωμένος στο εσωτερικό σύστημα²⁵.

²⁵ Gillan S., (2006), ό.π. pp. 381 - 401

3.5 Η διαφοροποίηση των μοντέλων οργάνωσης της εταιρείας

Θα μπορούσε κανείς να διακρίνει δύο κύριους άξονες, τοπικής εμβέλειας, με βάση τους οποίους διαπιστώνεται η διαφοροποίηση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης και συνακόλουθα δύο αντίστοιχα πεδία αλληλεπίδρασης των διαφορετικών μοντέλων οργάνωσης της εταιρείας. Αντιπαραβάλλονται, επομένως, από τη μία πλευρά το ευρωπαϊκό μοντέλο στο αμερικανικό, από την άλλη δε, το λατινογενές μοντέλο στο γερμανικό.

3.5.1 Το ευρωπαϊκό μοντέλο σε σχέση με το αμερικανικό

Σε πρώτο στάδιο θα συνάγει κανείς τις ιδιαιτερότητες των δύο μοντέλων, ευρωπαϊκού και αμερικανικού, πριν προβεί σε μία προσπάθεια συσχέτισης αυτών των μοντέλων με το ιαπωνικό.

Οι ιδιαιτερότητες των δύο μοντέλων

Στη θεωρία, επιτελείται διάκριση μεταξύ των μοντέλων διακυβέρνησης, στα οποία η εξουσία θεμελιώνεται στους κανόνες της αγοράς και αυτών όπου η εξουσία έχει ως βάση η επιρροή των τραπεζών. Στο πρώτο από τα ανωτέρω μοντέλα, η χρηματοδότηση των εταιρειών επιτελείται, κατά βάση, διά μέσου της αγοράς, ο δε επενδυτής αναλαμβάνει τον κίνδυνο της επένδυσής του. Στο δεύτερο μοντέλο, η παρέμβαση των τραπεζών εκδηλώνεται στη διοχέτευση των αποταμιεύσεων από τα νοικοκυριά προς τις εταιρείες. Οι τελευταίες συγκεντρώνουν κεφάλαια κυρίως από τις τράπεζες, οι οποίες ενεργούν ως ενδιάμεσοι μεταξύ του κοινού και των εταιρειών, παρέχοντας πίστωση, ή κατέχοντας σημαντικό ποσοστό μετοχών των εταιρειών και διασφαλίζοντας ευρείας κλίμακας υπηρεσίες προς τους επενδυτές και της εταιρείας. Ως αποτέλεσμα αυτής της παρέμβασης των τραπεζών, προκύπτει η ύπαρξη χρεών προς τράπεζες από τις επιχειρήσεις και η τυπική παρουσία μεγάλων μετόχων στις εταιρείες.

Η διάκριση μεταξύ των δύο μοντέλων, το πρώτο από το οποίο εκφράζει την αμερικανική πρακτική, ενώ το δεύτερο συναντάται στην Ευρώπη, ιδίως στη Γερμανία, βρίσκει τη δικαιολόγηση της στη διάκριση του κλάδου των τραπεζικών υπηρεσιών από αυτόν των επενδυτικών υπηρεσιών στον τομέα των κινητών αξιών. Αντίθετα, στην Ευρώπη ισχύει η αρχή της παγκόσμιας τραπεζικής (universal banking), η οποία

εκφράζεται και στη δεύτερη τραπεζική οδηγία. Στο προσανατολισμένο προς την αγορά σύστημα, οι επιχειρήσεις έχουν δυνατότητα ευρύτερης επιλογής μεταξύ διαφόρων πηγών χρηματοδότησης οι οποίες μάλιστα λειτουργούν ανταγωνιστικά μεταξύ τους. Ο ανταγωνισμός, συνεπώς, δεν περιορίζεται μεταξύ των επιχειρήσεων που εντάσσονται σε ένα τομέα, αλλά εκτείνεται και μεταξύ διαφόρων τομέων. Στο προσανατολισμένο προς τις τράπεζες μοντέλο, οι τράπεζες κυριαρχούν ως πηγή χρηματοδότησης και παροχής υπηρεσιών στις επιχειρήσεις, είτε από αυτές τις ίδιες είτε από επιχειρήσεις του ομίλου τους. Αυτό πάντως δεν αποκλείει την ύπαρξη αναπτυσσόμενων αγορών κεφαλαίων, όπως αποδεικνύει η πρακτική της Γερμανίας ή της Γαλλίας. Ο ρόλος των αγορών όμως εμφανίζεται ως βοηθητικός, σε σχέση με αυτόν των τραπεζών, με την έννοια ότι οι αγορές προσφέρουν μία εναλλακτική μορφή διαφοροποίησης των πηγών χρηματοδότησης. Εξάλλου οι εταιρείες που παρέχουν τις υπηρεσίες στον τομέα της κεφαλαιαγοράς, στο μεγαλύτερο ποσοστό των παρεχομένων υπηρεσιών, εμφανίζονται ως θυγατρικές τραπεζών, ενώ η διαβίβαση εντολών πραγματοποιείται διά μέσου τραπεζικών δικτύων. Ο αυξημένος ρόλος των τραπεζών ως χρηματοδότη έχει ως συνακόλουθο αποτέλεσμα ότι στις αγορές διαπραγματεύονται μετοχές και όχι ομολογίες που εκδίδονται από εταιρείες. Η έκδοση τέτοιων ομολογιών ως μέσου χρηματοδότησης αποκαλύπτεται περιορισμένη. Η κεντρική θέση των τραπεζών σε αυτά τα συστήματα οδηγεί αυτές και σε ρόλο de facto market maker για τις μετοχές που διαπραγματεύονται, αυξάνοντας, με αυτόν τον τρόπο τη ρευστότητα της αγοράς.

Η προηγούμενη διάκριση στη θεωρία αποτυπώνεται και ως διαφοροποίηση των «εσωτερικών» από τα «εξωτερικά» συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης που όπως αναφέρθηκε στην ενότητα 3.4, τα μεν πρώτα χαρακτηρίζονται από αμοιβαίες συμμετοχές, από συμμετοχή των ίδιων προσώπων σε περισσότερα διοικητικά συμβούλια, από ευρεία συμμετοχή των επενδυτών στη διαδικασία λήψης των εταιρικών αποφάσεων και από συγκέντρωση των μετοχών σε μεγάλους μετόχους. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στην εξυπηρέτηση και άλλων συμφερόντων, πλην αυτών των μετόχων όπως είναι αυτά των εργαζομένων στην εταιρεία. Τα δε εξωτερικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, από την πλευρά τους, χαρακτηρίζονται από μία ενεργητική αγορά για τον εταιρικό έλεγχο, όπου η μέτοχοι ασκούν τον έλεγχο στο μάνατζμεντ, διά μέσου της εξόδου από την εταιρεία, γεγονός που προκαλεί απειλές για επιθετικές εξαγορές. Αυτή η απειλή οδήγησε σε αύξηση της σπουδαιότητας των συμφερόντων του μετόχου και συνακόλουθα την ενίσχυση των μέτρων προστασίας των επενδυτών. Η αγορά μπορεί να χρησιμοποιηθεί είτε για την απόκτηση ελέγχου είτε για την έξοδο από την εταιρεία. Η απειλή εξόδου πάντως, όπως και η απειλή δημόσιας πρότασης, συνιστούν μέσα που προσφέρονται από την αγορά για την άσκηση ελέγχου στη διοίκηση της εταιρείας, με

την έννοια ότι αυτά τα μέσα θα μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αμφισβήτηση της διοίκησης.

Ωστόσο, ενώ η δημόσια πρόταση εκφράζει ενεργητική συμπεριφορά, η έξοδος από την εταιρεία συνιστά το αποτέλεσμα μιας παθητικής στάσης έναντι της διοίκησης. Στην πρώτη περίπτωση, μετά τη δημόσια πρόταση, υφίσταται το ενδεχόμενο αλλαγής της διοίκησης, ενώ στη δεύτερη ο μέτοχος απλώς απομακρύνεται από την εταιρεία, εκφράζοντας με αυτόν τον τρόπο τη δυσαρέσκειά του για τις επιλογές της διοίκησης της. Και στις δύο περιπτώσεις όμως η αντίδραση των μετόχων εκφράζει την αντίρρηση στον τρόπο διοίκησης της εταιρείας. Η έξοδος από την εταιρεία, ως εκδήλωση διαμαρτυρίας για τη διοίκηση της εταιρείας, μπορεί να επιτευχθεί και με την αποδοχή δημόσιας πρότασης. Η δημόσια πρόταση δεν εκφράζει ωστόσο πάντοτε τη δυσαρέσκεια εναντίον της διοίκησης της εταιρείας στόχου. Στην πράξη όμως η απειλή της δημόσιας πρότασης επίκειται σε περιόδους κατά τις οποίες η αποδοτικότητα της εταιρείας είναι μειωμένη. Με τη διενέργεια δε και την επιτυχή έκβαση της πρότασης επιτυγχάνεται η ενάσκηση ελέγχου της διοίκησης της εταιρείας. Η ανωτέρω διάκριση είναι δυνατό να επιτελεστεί και με κριτήριο τη ρευστότητα και τον έλεγχο. Η ρευστότητα στην αγορά συνδυάζεται με χαμηλά επίπεδα άμεσου ελέγχου του μανάτζμεντ, ενώ η ρευστότητα εμφανίζεται μειωμένη όταν ο έλεγχος διά μέσου της κυριότητας είναι υψηλός. Η διάκριση μεταξύ κυριότητας και ελέγχου είναι περισσότερο ευδιάκριτη στα εξωτερικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης.

Στις Η.Π.Α., από το 19^ο αιώνα, η ανώνυμη εταιρεία εξελίχθηκε ως κυρίαρχη μορφή οργάνωσης επιχειρήσεων, οι οποίες επρόκειτο να αναλάβουν την πραγμάτωση σημαντικών και πολύπλοκων έργων σε εθνικό και όχι σε τοπικό επίπεδο όπως π.χ. την κατασκευή σιδηροδρόμων. Αυτές οι επιχειρήσεις έπρεπε να αναπτυχθούν ώστε να έχουν το μέγεθος που θα τους επέτρεπε τη χρήση των τεχνολογιών και της υποδομής, με την οποία θα επιτύγχαναν την εκπλήρωση του έργου που είχαν αναλάβει. Παράλληλα, καθώς οι τεχνολογίες και οι συναλλακτικές πρακτικές επεκτάθηκαν σε ολόένα και περισσότερες πτυχές της οικονομικής ζωής, οι μικρές επιχειρήσεις παρέδωσαν τα ηνία στις μεγάλες. Αυτές εξελίξεις οδήγησαν σε εξειδίκευση των εταιρειών. Επιπρόσθετα, το αυξημένο μέγεθος των επιχειρήσεων απαιτούσαν την αναζήτηση και την ανεύρεση κεφαλαίων σε επίπεδο που ξεπερνούσε τα στενά τοπικά όρια και εκτεινόταν σε εθνικό επίπεδο. Επομένως κατέστη απαραίτητο οι επιχειρήσεις να απευθυνθούν σε εξωτερικούς ως προς αυτές επενδυτές, ως χρηματοδότες, οι οποίοι θα ήταν διάσπαρτοι σε εθνικό αλλά και σε διεθνές επίπεδο και οι οποίοι για την προστασία των κεφαλαίων τους δε θα επένδυαν το σύνολο αυτών σε μια επιχείρηση.

Κάτω από αυτές τις συνθήκες διαπιστώθηκε η ανάγκη δημιουργίας μιας δομημένης αγοράς διά μέσου της οποίας τα κεφάλαια θα μετακινούνταν από επιχείρηση σε επιχείρηση. Από την άλλη πλευρά, στο μέτρο που κάθε επενδυτής παρείχε ένα μικρό μόνο μέρος του κεφαλαίου της επιχείρησης και συχνά βρισκόταν μακριά από τον τρόπο που αυτή δραστηριοποιείται, ο επενδυτής δεν θα ήταν σε θέση να αναμιχθεί στη δραστηριότητα της εταιρείας, όπως αν ήταν ο ιδιοκτήτης της επιχείρησης. Επιπλέον οι νέες τεχνολογίες απαιτούσαν μια εξειδικευμένη διοίκηση της επιχείρησης, ώστε να καθίσταται εφικτή η διενέργεια και η εποπτεία των δραστηριοτήτων της. Εμφανίστηκε συνεπώς ένα επαγγελματικό μάντζμεντ κατάλληλα εκπαιδευμένο και εξειδικευμένο. Η μεγάλη επιχείρηση λειτουργούσε λοιπόν με βάση τη διάκριση της κυριότητας από τον έλεγχο και διαφοροποιήθηκε από τις μικρές επιχειρήσεις. Αυτή διάκριση μεταξύ κυριότητας και ελέγχου δε συνέβη σε μια νύχτα, δεν οδήγησε δε στην κατάργηση των άλλων μορφών συσχέτισης των ιδιοκτητών της επιχείρησης με τη διοίκηση της. Αυτή η διάκριση όμως αποτύπωσε τη διαφοροποίηση των συμφερόντων των φορέων κυριότητας ελέγχου οδηγώντας στη δημιουργία οικονομικών αυτοκρατοριών, η δραστηριοποίηση των οποίων ανατέθηκε σε μία ελίτ περιορισμένου αριθμού προσώπων, τα οποία ασκούσαν την εξουσία, ενώ οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης απλώς παρείχαν τα μέσα για την επίτευξη των στόχων της επιχείρησης.

Η ανωτέρω εξέλιξη δεν χαρακτηρίζει αποκλειστικά το αμερικανικό μοντέλο διακυβέρνησης. Αντίθετα ανταποκρίνεται και στη δομή των επιχειρήσεων άλλων κρατών. Ωστόσο στις Η.Π.Α. όπως παρατηρήθηκε, η κρατούσα ιδεολογία διακινείται αρνητικά στη συγκέντρωση της οικονομικής δύναμης σε φορείς όπως χρηματοδοτικά ιδρύματα οι οποίοι θα μπορούσαν να καταστούν κύριοι της οικονομικής εξουσίας. Αυτή η εξουσία επομένως βρέθηκε τελικά κατακερματισμένη, η δε νομοθεσία, ιδίως μετά το κραχ του 1929 εξέφρασε την τάση κατακερματισμού της εξουσίας. Αρνητικά για τη συγκέντρωση της οικονομικής ισχύος επενέργησε και ο ομοσπονδιακός χαρακτήρας των Ηνωμένων Πολιτειών ως κράτους, ο οποίος διευκόλυνε την ανάπτυξη σε τοπικό-πολιτειακό επίπεδο, σε βάρος μιας συγκεντρωτικής δομής εξουσίας. Επιπρόσθετα η αντίδραση κοινωνικών ομάδων, όπως μάντζερ μικρών τραπεζών, πολιτικών που ένιωθαν ότι απειλούνται από την ισχύ της Wall Street στο συγκεντρωτισμό της εξουσίας, αποτέλεσε ανασταλτικό παράγοντα για τη συγκέντρωση οικονομικής δύναμης. Από την άλλη πλευρά οι τράπεζες όπως τα παραδείγματα άλλων κρατών καταδεικνύουν, θα μπορούσαν να λειτουργήσουν ως φορέας συγκέντρωσης δυνάμεων, εφόσον διαθέτουν τα αναγκαία κεφάλαια, που συγκεντρώνουν από μικρούς επενδυτές για πραγματοποίηση επένδυσης μεγάλης κλίμακας σε εταιρείες και, συνακόλουθα, για την καθοδήγηση της διοίκησής τους. Σε αυτό το σημείο αναφέρεται η

καθοριστική επενέργεια της νομοθεσίας ως παράγοντα διαμόρφωσης του πλαισίου διακυβέρνησης των εταιρειών. Η αμερικανική νομοθεσία, εκφράζοντας την κρατούσα στις Η.Π.Α. ιδεολογία, απαγόρευσε με εξαίρεση συγκεκριμένες περιπτώσεις στις εμπορικές τράπεζες, δηλαδή σε αυτές που λάμβαναν καταθέσεις και χορηγούσαν δάνεια, να αποκτήσουν μετοχές σε βιομηχανικές εταιρείες και διαχώρισε αυτές από τις επενδυτικές τράπεζες. Ανάλογη απαγόρευση θεσπίστηκε για τις εταιρείες που ελέγχουν τις εμπορικές τράπεζες. Επιπρόσθετα με νομοθετικές διατάξεις, παρεμποδίστηκαν οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις από την ενεργό συμμετοχή τους στην διακυβέρνηση των αμερικανικών εταιρειών. Παράλληλα, η νομοθεσία για τα αμοιβαία κεφάλαια διευκόλυνε τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου επενδύσεων και την απόκτηση συμμετοχών μικρής κλίμακας, κατά τρόπο ώστε να δυσχερανθεί η συμμετοχή αυτών των οργανισμών στη διακυβέρνηση των εταιρειών. Οι δε συνταξιοδοτικοί οργανισμοί του ιδιωτικού τομέα, ακολουθώντας μία συντηρητική επενδυτική πολιτική των διαχειριστών τους, επέλεξαν να μη μετέχουν στη διακυβέρνηση των εταιρειών. Μόνο οι δημόσιοι συνταξιοδοτικοί οργανισμοί ανέλαβαν ένα ρόλο διακυβέρνησης, αν και δεν ήταν απαλλαγμένοι από πιέσεις, πολιτικού ή νομικού χαρακτήρα, οι οποίες παρεμπόδιζαν αυτούς από την επένδυση σημαντικών κεφαλαίων σε εταιρείες, με συνακόλουθο αποτέλεσμα αυτής της επένδυσης, την ενεργοποίησή τους για τον έλεγχο της διοίκησης των εταιρειών. Οι χρηματοδοτικοί οργανισμοί στις Η.Π.Α., δεν κατέστη συνεπώς δυνατό να διαδραματίσουν διαμεσολαβητικό ρόλο στο διαχωρισμό μεταξύ κυριότητας και ελέγχου. Κατ' ακολουθία, άλλοι παράγοντες μεταξύ των οποίων και η νομοθεσία θα πρέπει να διασφαλίσουν ότι οι μάντζερ θα ενεργούν προς το συμφέρον των ιδιοκτητών της επιχείρησης.

Η ανωτέρω διαφοροποίηση των μοντέλων επιχειρηματικών δομών φανερώνεται και στα συστήματα που ισχύουν και εφαρμόζονται στο Ηνωμένο Βασίλειο από τη μία πλευρά και στα κράτη της λεγόμενης ηπειρωτικής Ευρώπης από την άλλη. Το αγγλοσαξονικό μοντέλο χαρακτηρίζεται από μεγάλη σε μέγεθος και σε ρευστότητα κεφαλαιαγορά, αυξανόμενη συγκέντρωση της μετοχικής διανομής στους θεσμικούς επενδυτές και την απόκτηση ελέγχου διά μέσω εξαγορών. Οι μέτοχοι επιδιώκουν βραχυπρόθεσμα οφέλη από τη συμμετοχή τους στις εταιρείες. Το ηπειρωτικό μοντέλο χαρακτηρίζεται από λιγότερο ρευστές αγορές και από συγκέντρωση της μετοχικής δύναμης σε τράπεζες, οικογένειες και κυβερνήσεις. Επίσης στην ηπειρωτική Ευρώπη δίνεται έμφαση στον κοινωνικό ρόλο της ανώνυμης εταιρείας με την έννοια ότι η ανάπτυξη δραστηριότητας της εταιρείας δεν αποσκοπεί μόνο στη μεγιστοποίηση του κέρδους των μετόχων της, αλλά και στην εξυπηρέτηση και άλλων ειδικότερων συμφερόντων. Αυτή αντίληψη διαφέρει από την επικρατούσα στις αγγλοσαξονικές

χώρες φιλοσοφία, κατά την οποία η εταιρία διοικείται από το Διοικητικό της Συμβούλιο, που ενεργεί ως εκπρόσωπος των μετόχων και που δίνει προτεραιότητα στην εξυπηρέτηση του συμφέροντος τους, η οποία εκδηλώνεται με τη δημιουργία πρόσθετης αξίας της συμμετοχής τους. Εξάλλου το μοντέλο της ηπειρωτικής Ευρώπης προσδίδει αυξημένη βαρύτητα, σε σχέση με το αγγλοσαξονικό μοντέλο, στη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη της οικονομίας.

Τα δύο βασικά μοντέλα διακυβέρνησης, αυτό που χαρακτηρίζεται από σημαντικές συμμετοχές και εκείνο που έχει ως γνώρισμα τη διασπορά των μετοχών, διακρίνονται από ένα πλεονέκτημα, το ένα έναντι του άλλου, το οποίο όμως καθίσταται μειονέκτημα του ενός έναντι του άλλου. Οι μέτοχοι σε ένα σύστημα ευρείας διασποράς δεν αναμιγνύονται στην πολιτική της εταιρείας, ούτε η εταιρία καθίσταται προσωποποιημένη. Επομένως, οι μέτοχοι εμφανίζονται σχετικά περισσότερο αντικειμενικοί, ως προς την αξιολόγηση της εταιρείας και των αποτελεσμάτων της. Αντίστροφα όμως, απολαμβάνουν μικρότερης σε έκταση ενημέρωσης και κατ' ακολουθία δεν είναι σε θέση να ασκήσουν αποτελεσματικό έλεγχο της διοίκησης ή γενικότερα να μετέχουν στη διακυβέρνηση της εταιρείας. Αντίθετα, οι μεγάλοι μέτοχοι, σε ένα σύστημα συγκεντρωτικό των συμμετόχων, αν και, ακριβώς επειδή ασκούν τον έλεγχο της διοίκησης και επομένως καθίστανται εσωτερικοί ως προς την εταιρεία, είναι περισσότερο ενήμεροι, για τις υποθέσεις της, αδυνατούν να εκφέρουν αντικειμενική κρίση για αυτή. Στο σύστημα με την ευρεία διασπορά μετοχών, η μονιμότητα των προσώπων που ασκούν διοίκηση, δεν είναι εξάλλου εξασφαλισμένη. Από την άλλη πλευρά σε αυτό το σύστημα προωθούνται μέτρα ενημέρωσης των μετόχων, σε περιοδική ή σε έκτακτη βάση. Αυτή η ενημέρωση όμως δεν επιτρέπει στους μετόχους να σχηματίζουν πλήρη γνώση της συνολικής κατάστασης της εταιρείας, ώστε να είναι σε θέση, με πλήρη επίγνωση της κατάστασης να επιλέξουν την ενδεδειγμένη λύση, από τυχόν εναλλακτικά σενάρια που τους παρουσιάζονται, ή να αποφασίσουν για ζητήματα στρατηγικής φύσης.

Η αγορά του ελέγχου προβάλλει εξάλλου ως σημαντικός μηχανισμός διακυβέρνησης στις ανοιχτές εταιρείες. Η απειλή μιας δημόσιας πρότασης συνιστά κίνητρο για τη διοίκηση να ασκεί τα καθήκοντα της προς το συμφέρον των μετόχων. Από την άλλη πλευρά η πραγματοποίηση μιας δημόσιας πρότασης αποτελεί ευκαιρία εκτίμησης της αποδοτικότητας της διοίκησης, από αυτόν που θα την έχει διενεργήσει, με ενδεχόμενο την ανάκληση των μελών της. Εξάλλου, η αγορά των εξαγορών μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως μέσο εξωτερικού ελέγχου της διοίκησης όταν οι μηχανισμοί εσωτερικού ελέγχου έχουν αποτύχει. Αντίστροφα, η επιδίωξη αποτροπής της εξαγοράς

οδηγεί στη λήψη αμυντικών μέτρων. Η απειλή μιας εξαγοράς μπορεί όμως να λειτουργήσει κατά τρόπο ώστε να οδηγήσει το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας να ακολουθεί μια πολιτική εξυπηρέτησης του συμφέροντος των μετόχων σε βραχυπρόθεσμη βάση, σε βάρος της μακροπρόθεσμης προώθησης του συμφέροντος της επιχείρησης. Από την άλλη πλευρά, οι εταιρείες που ακολουθούν πολιτική μακροπρόθεσμου ορίζοντα είναι υποεκτιμημένες και αποτελούν, επομένως, στόχο επιθετικής εξαγοράς. Η δημόσια πρόταση λειτουργεί ως μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης και από την αντίστροφη πλευρά, της εταιρείας στόχου, η διοίκηση της οποίας υιοθετεί αμυντικά μέτρα. Αυτά προϋποθέτουν τη σχετική συναίνεση των μετόχων, μπορεί δε να οδηγήσουν είτε σε απόκρουση της δημόσιας πρότασης, είτε στην επιβολή ευμενέστερων για τους μετόχους όρων, ώστε να επιτύχει η δημόσια πρόταση. Ευμενέστεροι όροι μπορεί να εξασφαλιστούν και με τη δημιουργία κλίματος ανταγωνιστικών προσφορών. Η διοίκηση δύναται επίσης να υιοθετήσει αμυντικά μέτρα, χωρίς την παρέμβαση των μετόχων, εφόσον κρίνει ότι αυτά είναι προς το συμφέρον της εταιρείας στόχου. Τέτοια μέτρα συνιστούν ιδίως η αναζήτηση «λευκού ιππότη», η δικαστική προσβολή της δημόσιας πρότασης, η αλλαγή μελών της διοίκησης²⁶.

Η συσχέτιση των δύο μοντέλων με το ιαπωνικό

Ο ιαπωνικός καπιταλισμός αναφέρεται συχνά ως καπιταλισμός των παραγόντων που εμπλέκονται στη λειτουργία της εταιρείας (stakeholders), με την έννοια ότι η έμφαση δίνεται στην έννοια της εταιρείας ως κοινότητας η οποία ελέγχεται από κοινού, από ένα σύνολο φορέων οι οποίοι είναι και οι «ιδιοκτήτες» της επιχείρησης. Αυτό λειτουργεί συνεπώς, προς το συμφέρον όλων αυτών των φορέων. Στην Ιαπωνία, οι μεγάλες επιχειρήσεις εγγυώνται σε πολλούς εργαζόμενους απασχόληση μέχρι την συνταξιοδότησή τους. Στα διοικητικά συμβούλια αυτών των εταιρειών μετέχουν εργαζόμενοι της εταιρείας. Στην Ιαπωνία ο ρόλος των μεγάλων μετόχων, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγονται και κάποιες τράπεζες, είναι σημαντικός στην επιρροή των αποφάσεων της διοίκησης. Η τελευταία δέχεται και εξωτερικές ως προς την εταιρεία επιδράσεις. Η οργάνωση των ιαπωνικών εταιρειών βασίζεται σε σταθερές μετοχικές σχέσεις, οι οποίες ακριβώς επειδή παρουσιάζουν μακροπρόθεσμο χαρακτήρα, δυσχεραίνουν την επιτυχή έκβαση εξαγορών, που δεν αποτελούν σύνηθες φαινόμενο στην Ιαπωνία. Συχνά δε, οι μετοχικές σχέσεις στηρίζονται σε αμοιβαίες συμμετοχές. Οι τράπεζες, οι οποίες χρηματοδοτούν τις ιαπωνικές εταιρείες, μετέχουν συχνά στη διοίκηση των τελευταίων, ενεργά δε, παρεμβαίνουν, όταν η εταιρεία αντιμετωπίζει

²⁶ Μούζουλας Σ., (2003), ό.π., σελ. 122 - 160

οικονομικά προβλήματα, ορίζοντας στελέχη τους στο Διοικητικό Συμβούλιο της χρηματοδοτούμενης εταιρείας. Στην πράξη όμως όταν οι πιστωτές ή οι χρηματοδότες της επιχείρησης είναι περισσότεροι, στον έλεγχο της διοίκησης της εταιρείας μετέχει η «κύρια τράπεζα», στην οποία έχουν αναθέσει καθήκοντα ελέγχου και οι λοιποί πιστωτές - χρηματοδότες της εταιρείας. Ωστόσο η συγκέντρωση των κεφαλαίων και η αποδημοσιοποίηση της ιαπωνικής αγοράς, τα τελευταία χρόνια, έχουν μειώσει την αξία του τραπεζικού δανεισμού ως πηγή κεφαλαίων για τις ιαπωνικές επιχειρήσεις. Στην Ιαπωνία, η πλειοψηφία των κυρίαρχων μετόχων, που μετέχουν σε μακροπρόθεσμη βάση στο κεφάλαιο εταιρειών, είναι εταιρείες οι οποίες έχουν επιχειρηματική σχέση με τη συγκεκριμένη εταιρεία, κυρίως ως πιστωτές, προμηθευτές οι πελάτες. Ο ρόλος που διαδραματίζουν οι μέτοχοι φυσικά πρόσωπα, στη διοίκηση της εταιρείας, είναι μηδαμινός. Οι εργαζόμενοι της εταιρείας δε μετέχουν ενεργά στη διαδικασία ελέγχου της διοίκησης, αν και θεωρούνται σημαντικοί παράγοντες. Ωστόσο σημαντικές αποφάσεις όπως για συγχώνευση της εταιρείας ή για τη διάσωση της, σε περίπτωση που παρουσιάζει οικονομικά προβλήματα, λαμβάνονται με γνώμονα και την επιδίωξη διασφάλισης των συμφερόντων των εργαζομένων.

Το κράτος, καταρχήν, αν και δεν κατέχει συμμετοχές σε ιδιωτικές εταιρείες, επηρεάζει ενεργά την ιδιωτική δραστηριότητα, ιδίως με την έκδοση διοικητικών οδηγιών, που δεν στηρίζονται σε τυπικούς νόμους και που διαμορφώνουν τη βιομηχανική πολιτική. Στην πράξη εξάλλου, έχουν παρατηρηθεί περιπτώσεις, κατά τις οποίες η κυβέρνηση ασκεί επιρροή, στη λήψη κάποιων αποφάσεων, ιδίως συγχωνεύσεων, ή διαδικασιών διάσωσης επιχειρήσεων. Συχνά επίσης, πολιτικά στελέχη μετά την απόσυρση τους από την πολιτική, μετέχουν στο Διοικητικό Συμβούλιο εταιρειών.

Οι τράπεζες διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στη διακυβέρνηση των ιαπωνικών εταιρειών. Αν και δεν επιτρέπεται να κατέχουν περισσότερο από 5% του μετοχικού κεφαλαίου των εταιρειών, κατέχουν περισσότερο από το 1/5 του συνόλου των μετοχών αυτών των εταιρειών. Μέχρι το τέλος της δεκαετίας του 1970, οι τράπεζες αποτελούσαν τη μοναδική πηγή άντλησης εξωτερικών κεφαλαίων από τις εταιρείες, η δε προσφυγή σε δανεισμό από τις αγορές του εξωτερικού απαγορευόταν. Το 1975 οι τράπεζες ήταν ο μεγαλύτερος μέτοχος για το 1/6 των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Τόκυο εταιρειών. Το 1980 άρθηκε η απαγόρευση αναζήτησης κεφαλαίων από το εξωτερικό. Η αποδημοσιοποίηση των αγορών των ομολόγων επηρέασε σημαντικά το χρηματοδοτικό ρόλο των τραπεζών, με την έννοια ότι μεγάλες επιχειρήσεις προσέφυγαν στη χρηματοδότησή τους με την έκδοση ομολογιακών δανείων, σε βάρος της χρηματοδότησης από τις τράπεζες. Οι δε τράπεζες στράφηκαν προς τις μικρότερες

επιχειρήσεις. Το 1993 επιτράπη στις τράπεζες να δημιουργήσουν θυγατρικές εταιρείες, οι οποίες θα εξειδικεύονταν, μεταξύ άλλων, στις υπηρεσίες με αντικείμενο κινητές αξίες, ενώ δόθηκε η δυνατότητα σε εταιρείες παροχής τέτοιων υπηρεσιών να δραστηριοποιηθούν στην επενδυτική τραπεζική. Κατ' αυτόν τον τρόπο, έπαψε ο πλήρης διαχωρισμός των τομέων παροχής επενδυτικών και τραπεζικών υπηρεσιών. Η αποδημοσιοποίηση οδήγησε σε απελευθέρωση και ανάπτυξη της αγοράς κεφαλαίων. Από τον Απρίλιο 1998, οι περιορισμοί για τον έλεγχο των κεφαλαίων με προέλευση το εξωτερικό καταργήθηκαν, σχεδόν στο σύνολό τους. Οι δε περιορισμοί που διαχώριζαν τους τομείς υπηρεσιών των τραπεζών, των κινητών αξιών και των ασφαλειών άρθηκαν πλήρως. Επομένως, κατέστη πλέον δυνατή η δημιουργία μιας εταιρείας συμμετοχών που θα περιλάμβανε τράπεζα, επιχείρηση επενδύσεων, ασφαλιστική εταιρία και χρηματιστηριακή εταιρεία. Παράλληλα ο ηγετικός ρόλος των τραπεζών στη διακυβέρνηση των εταιρειών άρχισε και συνεχίζει να μειώνεται. Εκδηλώνεται δε μία τάση απόκτησης ελέγχου διά μέσου της αγοράς κυρίως για τις μεγάλες εταιρείες οι οποίες χρηματοδοτούνται διά μέσου της αγοράς, ενώ οι μικρότερες παραμένουν υπό τον έλεγχο των τραπεζών.

Χαρακτηριστικό του ιαπωνικού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης συνιστά η ύπαρξη αμοιβαίων συμμετοχών συνδεδεμένων εταιρειών, συχνά ομίλων εταιρειών και των κυρίαρχων τραπεζών. Το σύστημα της ιαπωνικής εταιρικής διακυβέρνησης χαρακτηρίζεται από την κυριαρχία μεγάλων εταιρειών, οι οποίες ανήκουν σε ομίλους, την αυξημένη σημασία των σχέσεων με τράπεζες, το μειωμένο βαθμό ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς και το σημαντικό ρόλο των αμοιβαίων συμμετοχών μεταξύ εταιρειών. Στην Ιαπωνία υφίσταται μεγάλος αριθμός «σταθερών μετόχων», γεγονός που καθιστά δύσκολη τη διενέργεια δημόσιας πρότασης. Αυτοί οι σταθεροί μέτοχοι διατηρούν επιχειρηματικές σχέσεις με την εταιρεία στην οποία μετέχουν, εγκαθιστούν στο Διοικητικό της Συμβούλιο πρόσωπα της εμπιστοσύνης τους, ιδίως στελέχη που έχουν συνταξιοδοτηθεί.

Οι τράπεζες λειτουργούν ως ελεγκτικός μηχανισμός της δραστηριότητας της εταιρείας, παρεμβαίνουν όμως, συνήθως, όταν αυτή βρίσκεται σε περίοδο κρίσεως, ιδίως όταν αντιμετωπίζει οικονομικά προβλήματα. Η επίδραση των εργαζομένων της εταιρείας είναι εξάλλου σημαντική. Στην πράξη, στη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου των ιαπωνικών εταιρειών, μετέχουν οι πρώην εργαζόμενοι στην εταιρεία. Το δε συμφέρον των εργαζομένων αποτελεί σημαντική παράμετρο για τη λήψη των εταιρικών αποφάσεων. Οι εργαζόμενοι στην Ιαπωνία, συνιστούν επομένως, καθοριστικό παράγοντα στη διαμόρφωση ενός συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης. Επηρεάζουν

τη διοίκηση της εταιρείας, καθόσον αυτοί συνδέονται με την εταιρεία με συμβάσεις εργασίας που διαρκούν μέχρι τη συνταξιοδότησή τους. Ομοίως το μάντζμεντ της εταιρείας επιλέγεται από τα στελέχη της επιχείρησης και συνδέεται με αυτή με μακροχρόνια σχέση, διότι η αγορά των μάντζερ δεν είναι ανεπτυγμένη στη Ιαπωνία. Η ιαπωνική κυβέρνηση δεν ασκεί παρέμβαση στην οικονομία με την απόκτηση επιχειρήσεων, με εξαίρεση κάποιες επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών κοινής ωφελείας. Ωστόσο η κυβέρνηση ασκεί παρεμβατική πολιτική διά μέσου όλων μηχανισμών, υιοθετώντας τη βιομηχανική πολιτική και εκφράζοντας τη διά μέσου διοικητικών οδηγιών, χωρίς τη θέσπιση νομοθετικών κειμένων. Εξάλλου στην πράξη, συχνά, αξιωματούχοι της κυβέρνησης όταν συνταξιοδοτούνται καλούνται να λάβουν θέσεις σε διοικητικά συμβούλια ιδιωτικών εταιρειών. Με αυτό τον τρόπο η κυβέρνηση αποκτά διάυλο επικοινωνίας με τη διοίκηση της εταιρείας εάν και εφόσον χρειαστεί. Από τη δεκαετία του 1980, το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης αρχίζει να μεταβάλλεται σε διάφορα σημεία. Η συγκέντρωση εσωτερικών κεφαλαίων και η αποδημοσιοποίηση της αγοράς μείωσαν το εύρος του τραπεζικού δανεισμού ως πηγή άντλησης κεφαλαίων. Συνακόλουθα, ο ρόλος των τραπεζών μειώθηκε επίσης. Παράλληλα αναπτύχθηκαν τα δίκτυα παραγωγής και διενεργήθηκαν αλλαγές στο επίπεδο της ανεύρεσης στελεχών. Περαιτέρω μεταβολές έγιναν αισθητές, κατά τη δεκαετία του 1990, όταν παρατηρήθηκε μείωση της οικονομικής ανάπτυξης στην Ιαπωνία. Η ανάπτυξη της ιαπωνικής κεφαλαιαγοράς οδήγησε και σε μείωση του εποπτικού ρόλου των τραπεζών και των εργαζομένων. Ωστόσο, στο μέτρο που, στην Ιαπωνία, η αγορά κινητών αξιών έχει αναπτυχθεί και έχει αποδημοσιοποιηθεί, υφίσταται η δυνατότητα ανεύρεσης φθηνότερου κεφαλαίου διά μέσου της αγοράς και επομένως η παρουσία των τραπεζών ως χρηματοδοτών της εταιρείας έχει μειωθεί.

Κάποιοι διέβλεψαν στα ευρωπαϊκά και στο ιαπωνικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης πλεονεκτήματα σε σχέση με το αμερικανικό. Συγκεκριμένα οι σημαντικές συμμετοχές πιστωτικών ιδρυμάτων σε εταιρείες θεωρήθηκαν ως μέσο ενάσκησης περισσότερο αποτελεσματικού ελέγχου, από ότι οι μικρές συμμετοχές μεγάλου αριθμού επενδυτών, που παρατηρούνται στις Η.Π.Α.. Εξάλλου, κρίθηκε ότι η πληροφορία, ιδίως αυτή τεχνικού χαρακτήρα, διαχέεται ευκολότερα από τα εταιρικά όργανα προς τον κάτοχο σημαντικής συμμετοχής, η οποία δεν παρουσιάζει η ρευστότητα, από ότι προς τους πολλούς μικρομετόχους που αποκτούν μετοχές της εταιρείας διά μέσου του χρηματιστηρίου, ή ακόμη και προς τις επιχειρήσεις διά μέσου των οποίων διενεργούνται οι σχετικές χρηματιστηριακές συναλλαγές. Κατά τον ίδιο τρόπο, οι ιδιαίτερες εργασιακές σχέσεις διαμορφώνονται, ως αποτέλεσμα ειδικών συμφωνιών, σε περισσότερο στέρεα βάση, με ένα μεγάλο μέτοχο, από ότι με ένα σύνολο μικρών

μετόχων οι οποίοι ευχερέστερα διασπούν τέτοιες εργασιακές σχέσεις. Επιπλέον, ακριβώς επειδή, όπως στη Γερμανία και στην Ιαπωνία, τα πιστωτικά ιδρύματα, τα οποία κατέχουν σημαντική συμμετοχή, είναι συγχρόνως και δανειστές της εταιρείας, εμφανίζονται ως περισσότερο συνεπείς, από τους μικρούς επενδυτές, οι οποίοι δεν επιθυμούν να αναλάβουν τον κίνδυνο, πέρα από αυτόν που υφίσταται με την απόκτηση των μετοχών της εταιρείας, εντός μιας αγοράς κινητών αξιών. Από την άλλη πλευρά, το γερμανικό και το ιαπωνικό μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης, στο μέτρο που χαρακτηρίζονται από αμοιβαίες συμμετοχές και στρατηγικές συμμαχίες, διευκολύνουν τη συνεργασία μεταξύ των επιχειρήσεων. Η αποδυνάμωση των ευρωπαϊκών οικονομιών στη δεκαετία του 1990, όπως και τα οικονομικά προβλήματα που αντιμετώπισαν κάποιες τράπεζες εκείνη την περίοδο στην Ευρώπη και την Ιαπωνία έδωσαν πάντως την ευκαιρία σε κάποιους να τονίσουν τις αδυναμίες ενός συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης, όπως ίσχυε στα συγκεκριμένα κράτη, να αποτρέψει αυτή την αρνητική κατάσταση. Επιπρόσθετα κάποιοι αναλυτές είδαν στις στενές σχέσεις μεταξύ μεγάλων μετοχών, ιδίως των πιστωτικών ιδρυμάτων που ήταν και οι δανειστές της εταιρείας και των προσώπων που ασκούσαν τη διοίκηση αυτής, καταστάσεις σύγκρουσης συμφερόντων. Ομοίως, διαπιστώθηκαν οι δυσχέρειες προσαρμογής των επιχειρήσεων στις ολοένα μεταβαλλόμενες, ιδίως με βάση τις τεχνολογικές εξελίξεις, συνθήκες, καθώς και τις δυσκολίες που ανέκυπταν από τη συνακόλουθη προσπάθεια προσαρμογής των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης, καθόσον οι υψηλές δεσμεύσεις με το προσωπικό της εταιρείας συνιστούσαν σοβαρό εμπόδιο προς αυτή την κατεύθυνση. Κάτω από αυτές τις συνθήκες, κατέστη φανερό ότι η συγκέντρωση της εξουσίας δε συνιστά αναγκαία προϋπόθεση για την ανάπτυξη και την παραγωγικότητα. Αντίθετα, αυτή η συγκέντρωση, στα χέρια κάποιων μεγαλομετόχων, οδηγεί σε παρεμβάσεις στη διοίκηση της εταιρείας και παρεμποδίζει την υιοθέτηση κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης.

3.5.2 Το λατινογενές μοντέλο σε σχέση με το γερμανικό

Το γερμανικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης χαρακτηρίζεται σε σχέση με τα λεγόμενα λατινογενή αντίστοιχα συστήματα, από τον έντονο παρεμβατισμό δύο σημαντικών παραγόντων, που καθίστανται φορείς εξουσίας στην εταιρεία. Ο πρώτος παράγοντας, οι τράπεζες, ως βασικοί χρηματοδότες της εταιρείας, αναγνωρίζεται ως ισχυρή δύναμη εξουσίας και σε άλλα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, στην Ευρώπη, καθώς και στην Ιαπωνία. Στη Γερμανία όμως, η ισχύς των τραπεζών ως φορέων εξουσίας στην εταιρεία εκφράζεται σε όλη της την έκταση, είναι δε

περισσότερο καθοριστική, από ότι σε άλλα ευρωπαϊκά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, όπου και άλλοι παράγοντες διαθέτουν εξίσου ισχυρή δύναμη επιβολής. Ο δεύτερος παράγοντας, ο οποίος παρεμβαίνει στη διαδικασία λήψης των εταιρικών αποφάσεων, συνιστάται στους εργαζόμενους της εταιρείας. Το γερμανικό σύστημα καθιερώνει αυτή την παρέμβαση των εργαζομένων, επιλέγοντας τη συμμετοχή τους στα όργανα διοίκησης της εταιρείας, στο πλαίσιο της διενέργειας της εποπτείας της διαχείρισης²⁷.

3.6 Τάσεις στην εταιρική διακυβέρνηση

Ο ρόλος του Διοικητικού Συμβουλίου, στο στρατηγικό μάνατζμεντ μιας επιχείρησης, είναι πιθανό να είναι ακόμα πιο ενεργός στο μέλλον. Παρόλο που, ούτε η σύνθεση των διοικητικών συμβουλίων, αλλά ούτε η σύνθεση της ηγεσίας τους έχει συνδεθεί άμεσα με την χρηματοοικονομική απόδοση της επιχείρησης, μια καλύτερη διακυβέρνηση μπορεί να οδηγήσει σε καλύτερη πιστοληπτική ικανότητα και τιμές μετοχών. Μια έρευνα, της εταιρείας συμβούλων McKinsey, αποκαλύπτει ότι οι επενδυτές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν 16% υψηλότερη τιμή (premium) για τη μετοχή μιας επιχείρησης εάν είναι γνωστό ότι η επιχείρηση αυτή έχει καλύτερη διακυβέρνηση. Οι επενδυτές εξήγησαν ότι θα πλήρωναν περισσότερο, επειδή κατά τη γνώμη τους: καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση οδηγεί σε καλύτερη απόδοση με την πάροδο του χρόνου, μειώνει τον κίνδυνο εμπλοκής μιας επιχείρησης σε οικονομικά σκάνδαλα και τέλος η ίδια η διακυβέρνηση αποτελεί μεγίστης σημασίας στρατηγικό ζήτημα.

Μερικές από τις σημερινές τάσεις στην εταιρική διακυβέρνηση είναι οι παρακάτω:

1. Τα διοικητικά συμβούλια αναμειγνύονται περισσότερο, όχι μόνο στον έλεγχο και την αξιολόγηση της εταιρικής στρατηγικής, αλλά και στο σχηματισμό της.
2. Οι θεσμικοί επενδυτές θα γίνονται όλο και περισσότερο ενεργά μέλη στα διοικητικά συμβούλια και θα τοποθετούν αυξημένη πίεση στο ανώτερο μάνατζμεντ για βελτίωση της επιχειρησιακής απόδοσης.
3. Τα μη συνδεδεμένα εξωτερικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα αυξάνουν το ποσοστό τους και τη δύναμή τους στα διοικητικά συμβούλια των εταιρειών που

²⁷ Μούζουλας Σ., (2003), ό.π, σελ. 122 - 160

ανήκουν στο δημόσιο καθώς οι διευθύνοντες σύμβουλοι μειώνουν τη δύναμη τους σε αυτά.

4. Τα διοικητικά συμβούλια γίνονται μικρότερα κυρίως λόγω της μείωσης του αριθμού των εσωτερικών μελών αλλά και λόγω του ότι τα επιθυμούν τα νέα μέλη τους να έχουν εξειδικευμένη γνώση και εμπειρία.

5. Τα διοικητικά συμβούλια συνεχίζουν να λαμβάνουν περισσότερο έλεγχο των λειτουργιών τους, είτε διαχωρίζοντας, την παλαιότερα ενιαία θέση του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου με του διευθύνοντα συμβούλου, σε δύο ξεχωριστές θέσεις είτε εγκαθιστώντας μία ηγετική εξωτερική θέση μέλους.

6. Όσο περισσότερο οι οργανισμοί γίνονται παγκόσμιοι τόσο περισσότερο θα αναζητούνται σύμβουλοι οι οποίοι θα έχουν διεθνή εμπειρία.

7. Οι μέτοχοι δεν θα ψηφίζουν απλά υπέρ ή κατά κάποιων υποψηφίων για μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου αλλά θα μπορούν και οι ίδιοι να προτείνουν τους δικούς τους υποψηφίους.

8. Η κοινωνία, στη μορφή των ομάδων ειδικού ενδιαφέροντος, αναμένει από το Διοικητικό Συμβούλιο, να εξισορροπεί τον οικονομικό στόχο της κερδοφορίας της επιχείρησης με τις ανάγκες της κοινωνίας²⁸.

²⁸ T.L. Wheelen, J.D. Hunger, (2006), ό.π. σελ. 47 - 48

Βιβλιογραφία

Ξένη βιβλιογραφία

1. Faleye O., Mehrotra V., Morck R., (2006), "When labor has voice in Corporate Governance", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 41, No. 3, September 2006, pp. 484 – 510
2. Gillan S., (2006), "Recent Developments in Corporate Governance An Overview", Journal of Corporate Finance 12, pp 381 - 402
3. Koppes R., (2007), "The growing role of the Nominating Corporate Governance Committee", The Corporate Governance Advisor, Vol. 15. No. 3, May/June 2007, pp. 7 – 8
4. La Porta R., Silanes F., Shleifer A., Vishny R., (2000), "Investor protection and corporate governance", Journal of Financial Economy 58, pp. 3 – 27
5. Lion M., (2006), "Investors call for strong corporate governance", Internal Auditor, Vol. 63 Issue 3, June 2006
6. Wheelen T.L., Hunger J.D., (2006), "Concepts in Strategic Management and Business Policy", Pearson Prentice Hall
7. Wolfowitz P., (2006), "Better Corporate Governance for a Better World", Corporate Board, Vol. 27 Issue 160, Sep/Oct 2006, pp. 1 - 4

Ελληνική βιβλιογραφία

1. Μούζουλας Σ., (2003), «Εταιρική Διακυβέρνηση: Διεθνής Εμπειρία, ελληνική πραγματικότητα», Εκδόσεις Σάκκουλα 2003
2. Τραυλός Γ. Νικόλαος, (2003), «Συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης: τι είναι και τι επιτυγχάνουν», Athens Laboratory of Business Administration, Οκτώβριος 2003
3. Τραυλός Γ. Νικόλαος, (2001), «Η ανάπτυξη συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης στις Κεφαλαιαγορές», Τάσεις – Η ελληνική οικονομία 2001, σελ. 170 - 182

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Η εταιρική διακυβέρνηση στην Ευρώπη και τις Η.Π.Α.

4.1 Κώδικες και Νομοθετικά Έργα στην Ευρώπη και τις Η.Π.Α.

Στην Ευρώπη, η εταιρική διακυβέρνηση ξεκίνησε να αποτελεί το επίκεντρο των συζητήσεων του επιχειρηματικού κόσμου, στις αρχές του της δεκαετίας του 1990. Την προηγούμενη δεκαετία σημειώθηκαν αρκετά οικονομικά σκάνδαλα σε επιχειρήσεις της Αγγλίας, κυρίως λόγω της κατάχρησης των εξουσιών από τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη. Αυτός, είναι και ένας από τους λόγους που το Ηνωμένο Βασίλειο θεωρείται από τους πρωτεργάτες σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης²⁹. Η προσπάθεια για τον περιορισμό αυτών των φαινομένων ξεκίνησε με τη δημιουργία της επιτροπής Cadbury, η οποία το 1991 συνέταξε τον «Κώδικα για την Καλύτερη Συμπεριφορά» ("The Code for Best Practice") που ουσιαστικά αποτέλεσε την αφετηρία της εταιρικής διακυβέρνησης. Τα βασικότερα στοιχεία αυτού του κώδικα συνοψίζονται παρακάτω:

- ∅ το Διοικητικό Συμβούλιο των επιχειρήσεων πρέπει να συμπεριλαμβάνει μη εκτελεστικά μέλη (συμβούλους με καμία σχέση εξαρτημένης εργασίας με την επιχείρηση).
- ∅ οι θέσεις του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου και του Διευθύνοντος Συμβούλου πρέπει να αποτελούνται από διαφορετικά άτομα.
- ∅ οι επιχειρήσεις πρέπει να δημιουργήσουν μία επιτροπή εσωτερικού ελέγχου, η οποία θα αποτελείται στο μεγαλύτερο ποσοστό της από μη εκτελεστικά μέλη.
- ∅ οι επιχειρήσεις πρέπει να θεσπίσουν επιτροπή υποβολής και αξιολόγησης υποψηφιοτήτων.
- ∅ οι επιχειρήσεις πρέπει να δημιουργήσουν επιτροπή καθορισμού αμοιβών, η οποία θα αποτελείται στο μεγαλύτερο ποσοστό της από μη εκτελεστικά μέλη.

²⁹ Albert-Roulhac C., Breen P., (2005), "Corporate governance in Europe: current status and future trends", Journal of Business Strategy, Vol.26, No.6., pp. 19 - 29

∅ οι συμβάσεις υπηρεσιών δεν πρέπει να ξεπερνούν τα 3 έτη.

Πρέπει βέβαια να επισημανθεί, ότι η παραπάνω έκθεση έχει προαιρετικό χαρακτήρα για τις επιχειρήσεις. Παραταύτα, το Χρηματιστήριο του Λονδίνου συνέστησε στις εισηγμένες, σε αυτό, επιχειρήσεις την υιοθέτηση του κώδικα αυτού, ενώ εάν κάποια επιχείρηση αποφάσιζε να μην τον ακολουθήσει, υποχρεωνόταν να παραθέτει στο ετήσιο δελτίο της, τους λόγους που την οδήγησαν σε αυτήν την απόφαση.

Παρά την εφαρμογή του κώδικα της επιτροπής Cadbury, στα μέσα περίπου της δεκαετίας του 90', προέκυψε το ζήτημα της αμοιβής των διευθυντικών στελεχών, οι οποίες αυξάνονταν ολοένα και περισσότερο χωρίς όμως την ανάλογη αύξηση της απόδοσης. Γι' αυτό το λόγο συστάθηκε η Επιτροπή Greenbury, η οποία δημιούργησε τον Κώδικα για την Καλύτερη Πρακτική σχετικά με την Ανταμοιβή των Διευθυντικών Στελεχών (Code of Best Practice on Director's Remuneration). Τα βασικότερα σημεία στα οποία εστίασε αυτή η έκθεση ήταν τα εξής:

- ∅ η καθιέρωση της επιτροπής ελέγχου των αμοιβών των διευθυντικών στελεχών.
- ∅ η δημιουργία συγκεκριμένης πολιτικής για τις αμοιβές των ανώτατων στελεχών.
- ∅ η λεπτομερής ενημέρωση των μετόχων όσον αφορά τις αμοιβές των διευθυντικών στελεχών.
- ∅ η υποχρέωση της επιχείρησης, για αποζημίωση του διευθύνοντα συμβούλου σε περίπτωση μη ικανοποιητικής απόδοσης και απόλυσης του.

Στα τέλη της δεκαετίας του 1990 συστήθηκε η Επιτροπή Hampel, για την επικύρωση των προτάσεων των δύο προηγούμενων επιτροπών και τη δημιουργία ενός νέου πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης. Η επιτροπή αυτή, λαμβάνοντας υπόψιν τις προτάσεις των δύο προηγούμενων επιτροπών, δημιούργησε ένα ολοκληρωμένο πλαίσιο για καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση, το οποίο επικυρώθηκε το 1998. Το 2003 υπήρξε η ενσωμάτωση στο πλαίσιο αυτό της πρότασης του Higgs. Τα σημαντικότερα στοιχεία της ήταν:

- ∅ το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να αξιολογεί την απόδοση του τουλάχιστον μια φορά ανά έτος.

- ∅ ο διευθύνοντας σύμβουλος είναι υπόλογος στο Διοικητικό Συμβούλιο για όλα τα θέματα που αφορούν την επιχείρηση.
- ∅ η επιτροπή των αμοιβών θα πρέπει να στηρίζεται σε δημοσιοποιημένα στοιχεία για τη λήψη των αποφάσεων της.

Από αυτές τις προτάσεις του Higgs, δημιουργήθηκε ένας νέος αναθεωρημένος κώδικας για την εταιρική διακυβέρνηση με βασικότερα σημεία του τα παρακάτω:

- ∅ το διαχωρισμό της θέσης του προέδρου και του διευθύνοντα συμβούλου.
- ∅ ο πρόεδρος θα πρέπει να είναι ανεξάρτητος.
- ∅ τουλάχιστον το 50% του Διοικητικού Συμβουλίου, πρέπει να αποτελείται από ανεξάρτητα μέλη.
- ∅ η απόδοση του Διοικητικού Συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου πρέπει να αξιολογούνται στο τέλος κάθε έτους.
- ∅ τουλάχιστον ένα από τα μέλη της επιτροπής ελέγχου πρέπει να έχει πολυετή εμπειρία σε χρηματοοικονομικά και λογιστικά θέματα των επιχειρήσεων³⁰.

Τέλος το 2006, ύστερα από νέες προτάσεις του Higgs, δημιουργήθηκε ένας νέος ενοποιημένος κώδικας ο οποίος αντικατέστησε αυτόν του 2003. Οι προτάσεις αυτές είχαν να κάνουν με οδηγίες για το ρόλο του προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου, για το ρόλο των μη εκτελεστικών συμβούλων, για τις πρωταρχικές ευθύνες της επιτροπής αμοιβών, για τις πρωταρχικές ευθύνες της επιτροπής υποψηφιοτήτων, και οδηγίες για την αξιολόγηση της απόδοσης.

Μερικά από τα χαρακτηριστικά ενός αποτελεσματικού προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου, τα οποία αναφέρονται στις προτάσεις, είναι τα εξής:

Ο πρόεδρος :

- ∅ διατηρεί τα υψηλότερα πρότυπα τιμιότητας και ακεραιότητας,

³⁰ The Higgs Report (2003): Review of the role and effectiveness of non-executive directors, Ιανουάριος 2003

- Ø θέτει το ύφος και τον τόνο των συζητήσεων του συμβουλίου, και φροντίζει για την προώθηση της αποτελεσματικής σχέσης και της ανοιχτής επικοινωνίας, τόσο μέσα όσο και έξω από το συμβούλιο, ανάμεσα στα μη εκτελεστικά μέλη και την εκτελεστική ομάδα,
- Ø προωθεί τα υψηλότερα πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης και αναζητεί τη συμβατότητα με τις αρχές του Κώδικα οπότε αυτό καθίσταται δυνατό,
- Ø διασφαλίζει μία ξεκάθαρη δομή για την αποτελεσματική λειτουργία των επιτροπών του συμβουλίου,
- Ø διασφαλίζει την αποτελεσματική εφαρμογή των αποφάσεων του συμβουλίου,
- Ø εγκαθιστά μία κοντινή σχέση εμπιστοσύνης με τον διευθύνοντα σύμβουλο, παρέχοντας υποστήριξη και συμβουλές, ενώ συνάμα, παρέχει ηγετικά στοιχεία στην επιχείρηση, συμπεριλαμβανομένων της αντιπροσώπευσης της και κατανοεί τις απόψεις των μετόχων.

Όσον αφορά τα μη εκτελεστικά μέλη του συμβουλίου, ο ρόλος τους, με βάση τις προτάσεις του Higgs, πρέπει να περιλαμβάνει τα ακόλουθα καθήκοντα:

- Ø Στρατηγική: τα μη εκτελεστικά μέλη πρέπει να βοηθούν στην ανάπτυξη προτάσεων για τη στρατηγική.
- Ø Απόδοση: τα μη εκτελεστικά μέλη πρέπει να διερευνούν την απόδοση του μανάτζμεντ, στο κατά πόσο αυτή συμβαδίζει με τους στόχους της επιχείρησης.
- Ø Κίνδυνος: τα μη εκτελεστικά μέλη πρέπει να διασφαλίζουν την ακεραιότητα των χρηματοοικονομικών πληροφοριών και ότι οι χρηματοοικονομικοί έλεγχοι και τα συστήματα διαχείρισης του κινδύνου, έχουν δημιουργηθεί πάνω σε ισχυρές βάσεις.
- Ø Άνθρωποι: τα μη εκτελεστικά μέλη είναι υπεύθυνα για τον καθορισμό των κατάλληλων επιπέδων ανταμοιβής των εκτελεστικών συμβούλων και έχουν πρωτεύοντα ρόλο στον καθορισμό, ή όποτε κρίνεται αυτό απαραίτητο, στην απομάκρυνση των εκτελεστικών συμβούλων και στο σχέδιο διαδοχής τους.

Όσον αφορά την επιτροπή αμοιβών τα βασικά της καθήκοντα είναι :

- Ø να καθορίζει και να έρχεται σε συμφωνία με το συμβούλιο, για το πλαίσιο και την πολιτική για την ανταμοιβή του διευθύνοντα συμβούλου, του προέδρου της εταιρείας και άλλων παρόμοιων μελών του εκτελεστικού μάντζμεντ.
- Ø να καθορίζει τους στόχους για οποιαδήποτε, συνδεδεμένα με την απόδοση, σχέδια ανταμοιβής στις επιχειρήσεις,
- Ø να καθορίζει την πολιτική για τις συνταξιοδοτικές ρυθμίσεις για κάθε εκτελεστικό μέλος,
- Ø να διασφαλίζει ότι οι συμβολαιογραφικοί όροι των απολύσεων και των αποζημιώσεων, είναι δίκαιοι, τόσο για τα άτομα όσο και για την επιχείρηση και ότι η αποτυχία δεν θα ανταμείβεται,
- Ø μέσα στα πλαίσια της συμφωνηθείσας πολιτικής, να καθορίζει το συνολικό πακέτο ανταμοιβής, για κάθε εκτελεστικό μέλος, συμπεριλαμβανομένου όπου αυτό κρίνεται κατάλληλο, των bonus και των μετοχικών επιλογών,
- Ø να αντιλαμβάνεται και να συμβουλεύει σχετικά με οποιοσδήποτε σημαντικές αλλαγές στις εργασιακές δομές στην επιχείρηση,
- Ø να είναι αποκλειστικά υπεύθυνη για τη δημιουργία και την επιλογή κριτηρίων, με το οποία επιλέγονται οι όροι για την ανταμοιβή των συμβούλων της επιτροπής,

Η επιτροπή υποψηφιοτήτων, με βάση τα καθήκοντα που αναφέρονται σε αυτήν την πρόταση, έχει τις παρακάτω υποχρεώσεις :

- Ø να είναι υπεύθυνη για την εύρεση και υποψηφιότητα των κατάλληλων ατόμων, για την κάλυψη κενών θέσεων στο συμβούλιο, όποτε αυτές προκύψουν,
- Ø πριν την υπόδειξη ενός υποψηφίου, να αξιολογεί και να εξισορροπεί, τις ικανότητες, τη γνώση και την εμπειρία στο συμβούλιο καθώς και, στα πλαίσια αυτής της αξιολόγησης, να προετοιμάζει μιας περιγραφή του ρόλου και των ικανοτήτων που απαιτούνται για μία συγκεκριμένη ανάθεση θέσης,

- ∅ η ετήσια ανασκόπηση, για το χρόνο που χρειάζεται ένα μη εκτελεστικό μέλος, για να εκπληρώσει τα καθήκοντά του,
- ∅ η προσπάθεια ανεύρεσης υποψηφίων από ένα ευρύτερο πεδίο,
- ∅ η μεγάλη προσοχή στα σχέδια διαδοχής, λαμβάνοντας υπόψιν τις προκλήσεις και ευκαιρίες που θα αντιμετωπίσει στο μέλλον η επιχείρηση και τις ικανότητες και εξειδίκευση που θα χρειαστούν για την αντιμετώπιση αυτών,
- ∅ η συχνή επισκόπηση της δομής, του μεγέθους και της σύνθεσης του συμβουλίου και προτάσεις για πιθανές αλλαγές,
- ∅ η αναφορά στην ετήσια έκθεσή της για τις δραστηριότητές της, τις διαδικασίες που χρησιμοποιεί, τα μέλη της επιτροπής, τον αριθμό των συνελεύσεων και προσελεύσεων κατά τη διάρκεια του έτους,
- ∅ να διασφαλίζει ότι, μετά από μία ανάθεση ενός μη εκτελεστικού μέλους στο συμβούλιο, αυτό το μέλος να λαμβάνει ένα επίσημο πρόγραμμα της ανάθεσης του μέσα στο οποίο θα συμπεριλαμβάνονται, αυτά που αναμένονται από αυτό σε όρους, χρονικής αφοσίωσης, υπηρεσιών της επιτροπής και ανάμιξης σε εξωτερικές συναντήσεις του συμβουλίου.

Ταυτόχρονα, τα τέλη της δεκαετίας του 1990 ξεκινούν και οι πρώτες προσπάθειες για τη δημιουργία ενός θεσμικού πλαισίου για την εταιρική διακυβέρνηση στην υπόλοιπη Ευρώπη. Μια τέτοια προσπάθεια έγινε με τη θέσπιση οδηγιών εταιρικής διακυβέρνησης από τον Ο.Ο.Σ.Α. (Οργανισμός για την Οικονομική Συνεργασία και Ανάπτυξη), οι οποίες αναφέρονται σε έξι κύριες περιοχές εταιρικής διακυβέρνησης :

- i. η διασφάλιση της βάσης για ένα αποτελεσματικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης,
- ii. τα δικαιώματα των μετόχων και οι κύριες λειτουργίες της ιδιοκτησίας,
- iii. η ίση μεταχείριση των μετόχων,
- iv. ο ρόλος των ομάδων των ενδιαφερομένων μερών, στην εταιρική διακυβέρνηση,
- v. η αποκάλυψη και η διαφάνεια και
- vi. οι ευθύνες του Διοικητικού Συμβουλίου

Αναλυτικότερα οι έξι αυτές περιοχές για την καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση καλύπτουν τα εξής ζητήματα :

1. Η διασφάλιση της βάσης για ένα αποτελεσματικό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης

Το πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης, πρέπει να προωθεί αποτελεσματικές αγορές, να είναι συνακόλουθο του νόμου και να αποτυπώνει ξεκάθαρα το διαχωρισμό των ευθυνών ανάμεσα σε διαφορετικές ελεγκτικές, εποπτικές και οι ρυθμιστικές αρχές. Το πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει λοιπόν να αναπτύσσεται έχοντας υπόψιν την επίπτωση του στη συνολική οικονομική απόδοση, την απόδοση της αγοράς και τα κίνητρα που δημιουργεί για τους συμμετέχοντες στην αγορά και την προώθηση αποτελεσματικών αγορών. Συνάμα, ο διαχωρισμός των ευθυνών ανάμεσα στις διαφορετικές αρχές θα πρέπει να διευκρινίζεται, έτσι ώστε να διασφαλίζει την εξυπηρέτηση των συμφερόντων του ευρύτερου κοινού. Τέλος οι εποπτικές και ρυθμιστικές αρχές πρέπει να έχουν την εξουσία, την ακεραιότητα και τους όρους για την εκπλήρωση των καθηκόντων τους, με έναν επαγγελματικό και αντικειμενικό τρόπο.

2. Τα δικαιώματα των μετόχων και οι βασικές λειτουργίες της ιδιοκτησίας

«Το πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να προστατεύει και να διευκολύνει την άσκηση των δικαιωμάτων των μετοχών».

Τα βασικά δικαιώματα των μετόχων, πρέπει να περιλαμβάνουν το δικαίωμα να διασφαλίζουν τις μεθόδους εγγραφής της ιδιοκτησίας, να μεταβιβάσουν μετοχές, να αποκτούν πληροφορίες σχετικά με την επιχείρηση ανά τακτά χρονικά διαστήματα, να συμμετέχουν και να ψηφίζουν στις συνελεύσεις των μετόχων, να εκλέγουν και να απομακρύνουν μέλη του συμβουλίου και να έχουν μερίδιο επί των κερδών της εταιρείας. Επίσης, οι μέτοχοι πρέπει να έχουν το δικαίωμα να συμμετέχουν και να ενημερώνονται για αποφάσεις, σχετικά με αλλαγές σε θέματα όπως, τροποποιήσεις σε βασικές δομές στον τομέα της διακυβέρνησης της επιχείρησης, την έκδοση νέων μετοχών, σημαντικές συναλλαγές όπως, τη μεταφορά μέρους ή του συνόλου του κεφαλαίου της επιχείρησης, το οποίο θα μπορούσε να έχει ως αποτέλεσμα την πώληση της εταιρείας. Επίσης θα πρέπει να αποκαλύπτονται οι κεφαλαιακές δομές και συμφωνίες, οι οποίες δίνουν τη δυνατότητα σε ορισμένους μετόχους, να αποκτούν ένα βαθμό ελέγχου, δυσανάλογο της συμμετοχής τους στο μετοχικό κεφάλαιο. Τέλος, η άσκηση των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας από όλους τους μετόχους, συμπεριλαμβανομένων των θεσμικών επενδυτών, πρέπει να διευκολύνεται καθώς και

θα πρέπει να δίνεται η δυνατότητα σε αυτούς να ανταλλάσσουν συμβουλές σχετικά με ζητήματα που αφορούν τα δικαιώματά τους.

3. Η ίση μεταχείριση των μετόχων

«Το πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να διασφαλίζει την ίση μεταχείριση των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων της μειοψηφίας και των ξένων μετόχων. Όλοι οι μέτοχοι πρέπει να έχουν την ευκαιρία να αποκτήσουν αποζημίωση για οποιαδήποτε παραβίαση των δικαιωμάτων τους.»

Όλοι οι μέτοχοι που ανήκουν στην ίδια κατηγορία θα πρέπει να τυχαίνουν ίσης μεταχείρισης. Όλες οι μετοχές της ίδιας κατηγορίας θα πρέπει να έχουν τα ίδια δικαιώματα, ενώ οι μέτοχοι της μειοψηφίας, θα πρέπει να προστατεύονται από καταχρηστικές κινήσεις από την πλευρά των ισχυρών μετόχων. Δίνεται ιδιαίτερη βαρύτητα στην προστασία των μικρομετόχων, ορίζοντας την πλήρη αποκάλυψη όλων των σχετικών πληροφοριών. Τα στελέχη της επιχείρησης οφείλουν να δημοσιεύουν κάθε πληροφορία που μπορεί να θεωρηθεί χρήσιμη κατά τη διενέργεια των συναλλαγών (συμφωνίες, διαπραγματεύσεις, ενημερωτικά δελτία έκδοσης μετοχών κλπ.).

4. Ο ρόλος των ενδιαφερομένων μερών στην εταιρική διακυβέρνηση

«Το πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να αναγνωρίζει τα δικαιώματα των ενδιαφερομένων μερών, τα οποία εγκαθιδρύονται μέσω του νόμου ή αμοιβαίων συμφωνιών και ενθαρρύνουν την ενεργή συνεργασία μεταξύ των επιχειρήσεων και των μετόχων, στη δημιουργία πλούτου, θέσεων εργασίας, και χρηματοοικονομικά διατηρήσιμων επιχειρήσεων».

5. Αποκάλυψη και διαφάνεια

«Το πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να διασφαλίζει ότι υπάρχει έγκαιρη και έγκυρη αποκάλυψη σε όλα τα ζητήματα που αφορούν την επιχείρηση, συμπεριλαμβανομένων της χρηματοοικονομικής κατάστασης, της απόδοσης, της ιδιοκτησίας, και της διακυβέρνησης της επιχείρησης».

Επίσης προτείνεται ένας ετήσιος έλεγχος από έναν ανεξάρτητο ελεγκτή, ο οποίος θα παρέχει εξωτερική και αντικειμενική διαβεβαίωση στο συμβούλιο και στους μετόχους,

ότι οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις αντιπροσωπεύουν την πραγματική χρηματοοικονομική θέση και απόδοση της επιχείρησης.

6. Οι ευθύνες του Συμβουλίου

«Το πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης, πρέπει να διασφαλίζει τη στρατηγική καθοδήγηση της επιχείρησης, τον αποτελεσματικό έλεγχο του μανάτζμεντ από το συμβούλιο και την ευθύνη του συμβουλίου απέναντι στην επιχείρηση και τους μετόχους της»³¹.

Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου πρέπει να δρουν καλόπιστα, σε μία βάση πλήρους ενημέρωσης, σύμφωνα με τα συμφέροντα της εταιρείας και των μετόχων. Ειδικότερα, για αποφάσεις που μπορεί να επηρεάσουν διαφορετικά την κάθε κατηγορία μετόχων, το συμβούλιο πρέπει να χειρίζεται δίκαια όλους τους μετόχους. Πρέπει επίσης, να εφαρμόζονται πρότυπα ηθικής με βάση τα συμφέροντα των μετόχων. Περαιτέρω, το Διοικητικό Συμβούλιο πρέπει να πραγματοποιεί ορισμένες λειτουργίες όπως: την ανασκόπηση και την καθοδήγηση της στρατηγικής της επιχείρησης, την πολιτική κινδύνου, τους ετήσιους προϋπολογισμούς και τα επιχειρηματικά σχέδια, τον έλεγχο της εφαρμογής των στρατηγικών και την επιχειρησιακή απόδοση. Επίσης πρέπει να ελέγχει την αποτελεσματικότητα των πρακτικών της διακυβέρνησης της επιχείρησης, να επιλέγει και να ελέγχει τα κυριότερα εκτελεστικά μέλη και να επιβλέπει το σχεδιασμό της διαδοχής τους. Τέλος πρέπει να διασφαλίζει την ευθυγράμμιση της ανταμοιβής, των κύριων εκτελεστικών μελών και του συμβουλίου με τα συμφέροντα της επιχείρησης και των μετόχων καθώς και να διασφαλίζει μία επίσημη και αξιόπιστη διαδικασία υποψηφιότητας και εκλογής των μελών του συμβουλίου.

4.2 Ο νόμος Sarbanes – Oxley

Ο νόμος Sarbanes - Oxley (γνωστός και ως Sarbox), που επικυρώθηκε στις 30 Ιουλίου του 2002, θεσπίστηκε ειδικά για να αποκαταστήσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών σε ένα χρηματοοικονομικό σύστημα που είχε κλονιστεί σημαντικά από μία σειρά σκανδάλων στην αγορά των Η.Π.Α. Ο νόμος περιλαμβάνει μια ευρεία δέσμη μέτρων τα οποία θέτουν τις βάσεις για μια νομοθετική προσέγγιση της αποτελεσματικής εταιρικής διακυβέρνησης. Τα μέτρα αυτά αφορούν, μεταξύ των άλλων :

³¹ OECD (2004), "Principles of Corporate Governance", OECD 2004

- ∅ τα πρότυπα λειτουργίας των εταιρικών επιτροπών ελέγχου,
- ∅ την απαίτηση για ανεξαρτησία και εποπτεία των ελεγκτών,
- ∅ την πιστοποίηση αξιοπιστίας των οικονομικών καταστάσεων από τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη των εταιρειών,
- ∅ την απαγόρευση της χορήγησης εταιρικών δανείων σε διευθυντές και ανώτατα στελέχη,
- ∅ και τις προϋποθέσεις που θα εξασφαλίσουν βελτίωση της εταιρικής χρηματοοικονομικής λογιστικής και διερεύνηση της διαδικασίας γνωστοποιήσεων.

Ο νόμος Sarbanes-Oxley, ο οποίος επικρίθηκε ως αναποτελεσματικός για το περιβάλλον των Η.Π.Α. για το οποίο είχε σχεδιασθεί έχει επικριθεί ακόμη εντονότερα για την επίδρασή του διεθνώς. Ως αποτέλεσμα της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας, η νομοθεσία για τις επιχειρήσεις που τίθεται σε ισχύ στις Η.Π.Α. επηρεάζει όλον τον κόσμο, αφού 10% των εγγεγραμμένων εταιρειών στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC, Securities and Exchange Commission) των Η.Π.Α. είναι μη αμερικάνικες εταιρείες.

Από τις 2.800 εισηγμένες μετοχές στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, οι 470 αντιπροσωπεύουν μη αμερικάνικες επιχειρήσεις με συνολική παγκόσμια κεφαλαιοποίηση 4,6 τρισεκατομμύρια δολάρια, δηλαδή περίπου 30% της συνολικής αξίας των συναλλαγών. Ο Lawrence A. Cunningham, καθηγητής Δικαίου και Διοίκησης Επιχειρήσεων στο Boston College, τονίζει: «Με βάση τα όσα ισχύουν στις Η.Π.Α., (ο νόμος Sarbanes-Oxley) αποτελεί κωδικοποίηση που εναρμονίζεται χωρίς μεγάλη προσπάθεια, παρ' ότι κάπως άκομψα με το εταιρικό περιβάλλον των Η.Π.Α., και η οποία επιφέρει οριακές βελτιώσεις παρά ουσιαστική αναμόρφωση. Ωστόσο για αρκετές μη αμερικάνικες επιχειρήσεις η εφαρμογή του νόμου αυτού είναι υπερβολική ή και παράταιρη».

4.2.1 Εταιρικές Επιτροπές Ελέγχου

Ο νόμος Sarbox υποχρεώνει τις εταιρείες να συστήσουν επιτροπές ελέγχου, που να αποτελούνται αποκλειστικά από ανεξάρτητα διευθυντικά στελέχη, τα οποία ορίζονται ως άτομα που δεν «συνδέονται» με την εταιρεία και δεν εισπράττουν από την εταιρεία άλλη αποζημίωση εκτός από τη διευθυντική αμοιβή. Ωστόσο, ο νόμος δεν διευκρινίζει πώς ορίζεται η «διευθυντική αμοιβή». Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προσπαθεί να

αποφασίσει αν αυτή η διευθυντική αμοιβή μπορεί να συμπεριλαμβάνει δωρεάν χορήγηση μετοχών με δικαίωμα προαίρεσης ή και ειδικές μελλοντικές παροχές συνταξιοδότησης.

Ο νόμος Sarbanes-Oxley καθιστά την επιτροπή ελέγχου «άμεσα υπεύθυνη» για το διορισμό, την αμοιβή και την εποπτεία του έργου που επιτελούν οι ελεγκτές και το οποίο αφορά τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας. Η επιτροπή ελέγχου είναι επίσης «άμεσα υπεύθυνη» για την επίλυση ενδεχόμενων διαφωνιών μεταξύ της διοίκησης και των ελεγκτών για τις οικονομικές καταστάσεις και είναι στη δικαιοδοσία της να προλαμβάνει ανεξάρτητους γνωμοδότες και άλλους συμβούλους αν και εφόσον το κρίνει αναγκαίο. Έτσι ο νόμος Sarbox παρέχει στην επιτροπή ελέγχου δικαιώματα και επιβάλλει υποχρεώσεις που δεν είχε παλαιότερα.

Μελέτες που εκπονήθηκαν στις Η.Π.Α. έδειξαν ότι οι εταιρείες που έχουν περισσότερους ανεξάρτητους συμβούλους προσκομίζουν περισσότερο διαφανείς και αξιόπιστες οικονομικές καταστάσεις, παρουσιάζουν λιγότερες ενδείξεις για χειρισμούς που καθορίζονται με βάση διάφορες απολαβές και διαπράττουν λιγότερα οικονομικά εγκλήματα. Εταιρείες με περισσότερες ανεξάρτητες επιτροπές ελέγχου προσλαμβάνουν ελεγκτές που δρουν περισσότερο αυτόνομα σε σχέση με τη διοίκηση και εμπλέκονται σπανιότερα σε χειρισμούς που εξαρτώνται από διάφορες απολαβές.

Η χρήση ανεξάρτητων επιτροπών ελέγχου είναι σχεδόν ανήκουστη σε αρκετές ευρωπαϊκές και ασιατικές εταιρείες. Στην Ευρώπη και στην Ιαπωνία οι εξωτερικοί ελεγκτές επιλέγονται από τους μετόχους και όχι από την επιτροπή ελέγχου, όπως προβλέπει ο νόμος Sarbanes-Oxley. Για παράδειγμα, στη Γερμανία οι επιτροπές ελέγχου που εποπτεύουν τα διοικητικά συμβούλια πρέπει να περιλαμβάνουν εκπροσώπους των εργαζομένων οι οποίοι, με βάση τον ορισμό Sarbox δεν θεωρούνται ανεξάρτητοι. Ο διευθύνων σύμβουλος της Porsche, Wendettin Wiedeking, ανέφερε ότι το ζήτημα αυτό έπαιξε «καθοριστικό ρόλο» στην απόφαση της εταιρείας να εγκαταλείψει το σχέδιο εισαγωγής της μετοχής της στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης.

Αποκρινόμενη στο νόμο Sarbanes-Oxley, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θέσπισε κανόνες μεταξύ των οποίων περιλαμβάνονται και προσαρμοστικές διατάξεις που αναφέρονται στα προβλήματα συμβατικότητας τα οποία αφορούν τις μη αμερικάνικες εγγεγραμμένες εταιρείες. Έτσι στα ζητήματα που αφορούν την ανεξαρτησία των ελεγκτών, οι κανόνες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς επιτρέπουν στις μη αμερικάνικες

εταιρείες να λειτουργούν με βάση τους περιορισμούς της νομοθεσίας της χώρας στην οποία εδρεύουν. Αυτό σημαίνει μεταξύ άλλων ότι μπορούν να συμμετέχουν σε επιτροπές ελέγχου μη διοικητικά στελέχη, ότι την επιλογή και επικύρωση των ελεγκτών μπορεί να αναλάβουν οι μέτοχοι αντί για τις επιτροπές ελέγχου, και ότι τον ρόλο της εποπτείας των ελεγκτών μπορούν να τον αναλάβουν άλλα όργανα, όπως για παράδειγμα το ελεγκτικό συμβούλιο³².

4.2.2 Ανεξαρτησία και εποπτεία των ελεγκτών

Ο νόμος Sarbox θέτει περιορισμούς στους τύπους μη ελεγκτικών υπηρεσιών που μπορούν να παρέχουν στους πελάτες τους οι ελεγκτικές εταιρείες. Απαγορεύει οκτώ κατηγορίες μη ελεγκτικών υπηρεσιών αλλά επιτρέπει μία βασική μη ελεγκτική υπηρεσία που αφορά φορολογικά ζητήματα. Επίσης απαιτεί προέγκριση από την επιτροπή έλεγχου του πελάτη για κάθε μία από τις μη ελεγκτικές υπηρεσίες ξεχωριστά. Οι αμοιβές των ελεγκτικών εταιρειών, τόσο για τις ελεγκτικές όσο και για τις μη ελεγκτικές υπηρεσίες, πρέπει να δημοσιοποιούνται στον ετήσιο απολογισμό των εταιρειών. Ο λόγος για τον οποίο απαιτείται η δημοσιοποίηση τέτοιων στοιχείων είναι ότι οι αμοιβές για μη ελεγκτικές υπηρεσίες περιορίζουν την ανεξαρτησία των ελεγκτών. Για παράδειγμα, οι υψηλές αμοιβές για μη ελεγκτικές υπηρεσίες που κατέβαλε η Enron κατά το διάστημα 2000 - 2001 στην Arthur Andersen, εταιρεία που την περίοδο εκείνη διενεργούσε έλεγχο στην Enron, θεωρήθηκαν ως βασικός παράγοντας που υποκίνησε την Andersen να επιτρέψει στην Enron να διαπράξει οικονομική απάτη. Στο σημείο αυτό οι υπάρχουσες μελέτες δεν έχουν απαντήσει οριστικά στο ερώτημα αν οι ελεγκτές θυσιάζουν την ανεξαρτησία τους όταν αναλαμβάνουν μη ελεγκτικές υποχρεώσεις.

Ένα βασικό χαρακτηριστικό του νόμου Sarbox είναι η ίδρυση του Συμβουλίου Εποπτείας Ελεγκτών Εισηγμένων Επιχειρήσεων (PCAOB, Public Company Accounting Oversight Board). Πριν από τη θέσπιση του νόμου Sarbox οι εταιρείες που διενεργούσαν ελέγχους σε εισηγμένες επιχειρήσεις «αστυνόμειαν» η μία την άλλη μέσω ενός συστήματος διεταιρικών επιθεωρήσεων. Ωστόσο για όσο διάστημα ίσχυε αυτό το σύστημα καμία μεγάλη εταιρεία ελεγκτών δεν κατέθεσε αρνητική αξιολόγηση για κάποια από τις αδελφές εταιρείες. Το PCAOB εκτοπίζει αυτό το σύστημα διότι λειτουργεί ως μηχανισμός εποπτείας. Όλες οι εταιρείες ελεγκτών εισηγμένων επιχειρήσεων οφείλουν να εγγραφούν στο PCAOB και κάθε εταιρεία που ελέγχει

³² Σούγιαννης Θ., Oltheten E. (2004), « Ο νόμος Sarbanes – Oxley και τα εταιρικά σκάνδαλα», Οικονομικός Ταχυδρόμος, σελ. 70 – 75

περισσότερες από 100 εισηγμένες επιχειρήσεις υπόκειται σε ετήσια επιθεώρηση από το PCAOB. Ο νόμος Sarbox ρυθμίζει τη λειτουργία τόσο των αμερικανικών όσο και των μη αμερικανικών εταιρειών που διενεργούν ελέγχους σε εισηγμένες επιχειρήσεις και δραστηριοποιούνται στις Η.Π.Α., και δίνει στο PCAOB διευρυμένες εξουσίες, συμπεριλαμβανόμενης και της δυνατότητας μόνιμης ανάκλησης της άδειας λειτουργίας οποιασδήποτε ελεγκτικής εταιρείας ή μεμονωμένου ελεγκτή αν αποδειχθεί ότι παραβίασε εκουσίως την επαγγελματική δεοντολογία. Επίσης ο νόμος Sarbox απαιτεί εναλλαγή ανά πενταετία του επικεφαλής ελεγκτή και του ελεγκτή που είναι υπεύθυνος για την επιθεώρηση του ελέγχου³³.

4.2.3 Δημοσιοποίηση οικονομικών στοιχείων

Αποκρινόμενος στο φιάσκο της Enron, ο νόμος Sarbox υποχρεώνει πλέον την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να εκδώσει κανόνες για τη δημοσιοποίηση των οικονομικών στοιχείων που αφορούν όλες τις, κρίσιμους μεγέθους και σημασίας, εκτός ισολογισμού, συναλλαγές και να εκπονήσει ολοκληρωμένη μελέτη για τις οικονομικές μονάδες ειδικού σκοπού (SPE, Special Purpose Entities). Υπάρχουν αναφορές που καταδεικνύουν ότι κατά το οικονομικό έτος 2000 η Enron είχε πάνω από 4.000 SPE και ότι το μεγαλύτερο μέρος των κερδών προ φόρων προέρχονταν από αυτές και όχι από τα «κανονικά κέρδη». Πολλοί έχουν υποστηρίξει ότι η περιορισμένη και ασαφής δημοσιοποίηση των στοιχείων που αφορούσαν τις SPE στις οικονομικές καταστάσεις της Enron συνέβαλε στην παρανόηση της αγοράς σχετικά με την πραγματική οικονομική κατάσταση της εταιρείας. Ο νόμος Sarbox επιβάλλει τη συμβατότητα των οικονομικών προβλέψεων με τα πραγματικά λογιστικά νούμερα και την έγκαιρη δημοσιοποίηση των κρίσιμων στοιχείων που αφορούν την οικονομική κατάσταση των εταιρειών.

4.2.4 Προϋποθέσεις πιστοποίησης

Ένα από τα πλέον πολυσυζητημένα άρθρα του νόμου Sarbanes-Oxley είναι εκείνο που απαιτεί προσωπική έγκριση των οικονομικών εκθέσεων της εταιρείας από τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη. Σύμφωνα με τον νόμο περί χρεογράφων και μετοχών του 1934, οι εταιρείες υποχρεούνται να υποβάλλουν τριμηνιαίες και ετήσιες οικονομικές εκθέσεις,

³³ Σούγιαννης Θ., Oltheten E. (2004), ό.π. σελ. 70 – 75

ενώ σύμφωνα με τον νόμο Sarbanes-Oxley, οι διευθύνοντες σύμβουλοι ή οι γενικοί διευθυντές και οι οικονομικοί διευθυντές οφείλουν να πιστοποιούν και να επικυρώνουν προσωπικά ότι αυτές οι εκθέσεις παρουσιάζουν με τρόπο αληθή και ακριβή την οικονομική κατάσταση και λειτουργία της εταιρείας.

Οι παραπάνω απαιτήσεις που αφορούν την πιστοποίηση των στοιχείων είναι αποτέλεσμα διδαγμάτων που εξήχθησαν κατά την προσπάθεια να αποδοθούν ευθύνες για εταιρικές ανομίες, οπότε έγινε σαφές ότι, ενώ ως άτομα είναι σαφώς υπεύθυνα για τις συνέπειες των ατομικών τους πράξεων, ως εταιρικά στελέχη έχουν τη δυνατότητα να κρύβονται πίσω από την έννοια της εταιρικής ευθύνης η οποία δεν μπορεί να αποδοθεί σε κανέναν προσωπικά. Πριν από τη θέσπιση του νόμου Sarbox, για να αποδοθούν ευθύνες σε κάποιο εταιρικό στέλεχος στις Η.Π.Α. έπρεπε να αποδειχθεί, όχι μόνο ότι το συγκεκριμένο στέλεχος είχε επίγνωση ότι οι πληροφορίες που δημοσιοποιούνταν είναι εσφαλμένες, αλλά και ότι υπήρχε «σχέδιο απάτης».

Ζητώντας να αποδειχθεί όχι μόνο η γνώση αλλά και η πρόθεση εξαπάτησης, ο νόμος ενθάρρυνε σιωπηλά την παραβατική συμπεριφορά ή τουλάχιστον την αποποίηση ευθυνών. Αυστηρότεροι κανόνες υπήρχαν για τους εργολήπτες δημοσίων έργων. Στη δεκαετία του 1980 το Κογκρέσο, αποκρινόμενο σε κατηγορίες για καταχρήσεις, θέσπισε την Πιστοποίηση Weinberger, σύμφωνα με την οποία τα ανώτατα στελέχη των εταιρειών που αναλαμβάνουν δημόσια έργα πρέπει να πιστοποιούν ότι όλες οι προτάσεις για έμμεσα κόστη είναι αποδεκτές και ακριβείς. Με βάση αυτή την πιστοποίηση, τα στελέχη των εταιρειών είναι υπόλογα απέναντι στον νόμο για συγκεκριμένες και λεπτομερείς γνώσεις των πεπραγμένων της εταιρείας.

Ο νόμος Sarbanes-Oxley θεσμοθετεί την εφαρμογή των ίδιων προτύπων πιστοποίησης και για εισηγμένες εταιρείες. Οι διευθύνοντες σύμβουλοι και οι οικονομικοί διευθυντές δεν μπορούν πλέον να επικαλούνται αποποίηση ευθυνών. Κάθε διευθύνων σύμβουλος ή οικονομικός διευθυντής που πιστοποιεί μία ανακριβή έκθεση αντιμετωπίζει ποινή καταβολής προστίμου που μπορεί να φτάσει το 1 εκατομμύριο δολάρια ή και ποινή κάθειρξης ως 10 έτη. Αν επιπλέον αποδειχθεί ότι ο διευθύνων σύμβουλος ή ο οικονομικός διευθυντής που πιστοποιεί την έκθεση είχε «επίγνωση» ή «πρόθεση», μπορεί να αντιμετωπίσει ποινή καταβολής προστίμου ως και 5 εκατομμύρια δολάρια ή και ποινή φυλάκισης ως 20 έτη. Στην ουσία ο νόμος Sarbox μεταβιβάζει την ευθύνη για την διαφάνεια και ακρίβεια των οικονομικών καταστάσεων εξ' ολοκλήρου στις «πλάτες» του διευθύνοντος συμβούλου και του οικονομικού διευθυντή.

Για να δοθεί στον διευθύνοντα σύμβουλο και στον οικονομικό διευθυντή ή αυτοπεποίθηση που απαιτείται ώστε να μπορούν να επικυρώνουν τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας τους, ο νόμος Sarbox υποχρεώνει όλες τις εισηγμένες επιχειρήσεις να εφαρμόσουν ένα σύστημα εσωτερικών ελέγχων το οποίο θα εξασφαλίσει την πληρότητα της διαδικασίας σύνταξης οικονομικών καταστάσεων σε όλα τα επίπεδα της επιχείρησης. Ουσιαστικά, από τη στιγμή που έχει αρθεί η αποποίηση ευθυνών, οι εταιρείες πρέπει να παρέχουν στους εργαζόμενους τους την απαραίτητη καθοδήγηση και υποστήριξη ώστε αυτοί να είναι σε θέση να φέρουν εις πέρας επιτυχώς τις αρμοδιότητές τους. Πολλές επιχειρήσεις έχουν καθιερώσει ένα σύστημα υπό – πιστοποίησης, με βάση το οποίο οι εργαζόμενοι που κατέχουν πρωτογενή πληροφόρηση πιστοποιούν ότι τα στοιχεία που παρουσιάζουν είναι αληθή και ακριβή. Ο διευθύνων σύμβουλος και ο οικονομικός διευθυντής πρέπει επίσης να πιστοποιούν την εφαρμογή και αξιολόγηση αυτών των εσωτερικών ελεγκτικών μηχανών. Έτσι ο νόμος Sarbox απαιτεί από τους διευθύνοντες συμβούλους και τους οικονομικούς διευθυντές να πιστοποιούν, όχι μόνο ότι έχουν λάβει τα απαραίτητα μέτρα ώστε να είναι οι ίδιοι σε θέση να γνωρίζουν αν οι καταστάσεις είναι όντως ακριβείς ή όχι³⁴.

4.2.5 Απαγόρευση Χορήγησης Δανείων σε Διευθυντές και ανώτατα διευθυντικά στελέχη

Το ένα τρίτο των μεγαλύτερων εταιρειών στις Η.Π.Α. έχουν χορηγήσει ανεξόφλητα δάνεια σε διευθυντές και ανώτερα στελέχη τους. Παρ' ότι υπάρχουν αληθοφανείς λόγοι για τη χορήγηση αυτών των δανείων, όπως π.χ. δάνεια για μετακομίσεις, τις περισσότερες φορές γίνεται κατάχρηση αυτού του πλεονεκτήματος. Το ύψος αυτών των δανείων είναι τις περισσότερες φορές αδικαιολόγητο υψηλό και εντέλει τα δάνεια παραγράφονται. Για τα δάνεια αυτά τις περισσότερες φορές δεν υπάρχουν στοιχεία και γι' αυτό είναι δύσκολο να εντοπισθούν. Δεν υπάρχει λογαριασμός στον ισολογισμό για παραγραφέντα δάνεια ή για δάνεια που παραμένουν στα βιβλία ανεξόφλητα.

Ο νόμος Sarbanes-Oxley απαγορεύει τη χορήγηση είτε άμεσων είτε έμμεσων δανείων στους διευθύνοντες συμβούλους και στους οικονομικούς διευθυντές, αλλά και κάθε άλλη μορφή προσωπικής χρηματοδότησής τους είτε από την ίδια την εταιρεία είτε από οποιαδήποτε θυγατρική της ανεξαρτήτως λόγου. Οποιαδήποτε μορφή προσωπικής

³⁴ Σούγιαννης Θ., Oltheten E. (2004), ό.π. σελ. 70 – 75

χρηματοδότησης πρέπει να παρέχεται από τρίτους. Ωστόσο ο νόμος Sarbox δεν διευκρινίζει επαρκώς τι συνιστά «προσωπικό δάνειο» και επομένως δεν είναι σαφές αν αυτός ο όρος μπορεί να αφορά και προσφορές ασφαλιστικών συμβολαίων ή δικαιώματα προαίρεσης με μηδενικές ή μειωμένες τιμές. Το γεγονός ότι υπάρχει αυτό το «παραθυράκι» έχει προκαλέσει συζητήσεις σχετικά με την αποτελεσματικότητα του νόμου Sarbox αλλά και γενικότερα σχετικά με το κατά πόσον μπορεί να αποτελέσει η δεοντολογία αντικείμενο νομοθετικής ρύθμισης³⁵.

4.3 Η πραγματικότητα της εταιρικής διακυβέρνησης στη Ευρώπη

Παρακάτω παρουσιάζεται η μετακίνηση μερικών από τις 300 καλύτερες επιχειρήσεις της Ευρώπης, προς τις βέλτιστες πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης, (όπως αυτές αποκαλύπτονται από την ανάλυση των κύριων στοιχείων της δομής του συμβουλίου, της σύνθεσης του συμβουλίου και της αμοιβής του), με τη χρησιμοποίηση στοιχείων από τη διετή έρευνα της Heidrick & Struggles που αποτελεί τη βάση για την ανάλυση που γίνεται στο παρόν υποκεφάλαιο και αφορά την πραγματική κατάσταση της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ευρώπη. Αυτό που, αρχικά, διαφαίνεται ξεκάθαρα είναι μία σημαντική πρόοδος σε όλη την Ευρώπη, με την Ελβετία να παρουσιάζει τη μεγαλύτερη, και τις Πορτογαλία και Ισπανία να ακολουθούν. Αυτό αφήνει την Ιταλία και την Γερμανία ως τις χώρες όπου οι μεγάλες αλλαγές αναμένεται ακόμη να συμβούν.

Αυτό που εύκολα μπορεί να παρατηρήσει κανείς είναι, η μειωμένη απόκλιση μεταξύ των καλύτερα και χειρότερα αποδοτικών επιχειρήσεων των χωρών. Αυτό αντικατοπτρίζει την επιρροή από τους διάφορους εθνικούς κώδικες και τις απαιτήσεις εφαρμογής τους. Μόνο το Βέλγιο, η Ιταλία και η Σουηδία παρουσιάζουν σήμερα το μεγαλύτερο εύρος στη διαφορά των καλύτερα και χειρότερα αποδοτικών επιχειρήσεων τους. Τα διοικητικά συμβούλια, επίσης, συνεχίζουν να δουλεύουν εντονότερα. Οι επιτροπές ελέγχου και αμοιβών είναι σχεδόν παγκόσμιες (94%), και ο αριθμός των συνεδριάσεων έχει αυξηθεί κατά 38% τα τελευταία 2 χρόνια. Η μέση αμοιβή των μελών του συμβουλίου αυξήθηκε και φτάνει το ύψος των 63.500 ευρώ, κάτι το οποίο όμως δεν φαίνεται να ισχύει στις γαλλικές επιχειρήσεις, οι οποίες πληρώνουν τα μέλη του συμβουλίου σχεδόν με το μισό αυτού του ποσού.

³⁵ Σούγιαννης Θ., Oltheten E. (2004), ό.π. σελ. 70 – 75

Αυτή η γενικότερη πρόοδος είναι ζωτικής σημασίας διότι, οι ευρωπαϊκές αρχές εταιρικής διακυβέρνησης δέχονται «επίθεση» από δύο άλλα μέτωπα: το αμερικανικό πρότυπο εταιρικής διακυβέρνησης υπό την επίδραση του Sarbanes-Oxley και την αυξανόμενη πιθανότητα σε πολλές χώρες, να νομοθετηθούν ζητήματα, τα οποία όμως πολλές φορές δεν ρυθμίζονται κατάλληλα από τους νόμους.

Βέβαια δεν είναι τα πάντα τέλεια στην Ευρώπη. Η έρευνα αποκαλύπτει ότι 52% από τις επιτροπές δεν έχουν ανεξάρτητο πρόεδρο και 15% από αυτές δεν έχουν ούτε ένα ανεξάρτητο μέλος. Σε πολλές χώρες, οι επιχειρήσεις προσπαθούν να καταπολεμήσουν, κινήσεις οι οποίες επιχειρούν να οδηγήσουν στην απόκρυψη δεδομένων και πληροφοριών. Περαιτέρω, πολλές επιτροπές επιλογής στελεχών/υποψηφιοτήτων δεν έχουν ακόμα ασχοληθεί επαρκώς με το ζήτημα της σχεδιασμένης διαδοχής καθώς και με τις έρευνες για τα μέλη του συμβουλίου. Η θεσμοθέτηση, η νομοθέτηση ακόμα και η αντιδικία, απειλούν να μειώσουν την ικανότητα του συμβουλίου να προσθέτει αξία, προκαλώντας, συνάμα, σε άτομα υψηλού διαμετρήματος να έχουν αμφιβολίες για την αποδοχή ευθυνών στους οργανισμούς οι οποίοι χρειάζονται την εξειδίκευσή τους περισσότερο: αυτούς στους οποίους προκύπτουν προβλήματα ηγεσίας και ανταγωνισμού. Οι ευρωπαϊκές εταιρείες πρέπει να αποδεχτούν το «πνεύμα» της καλής διακυβέρνησης εάν θέλουν να σταματήσουν αυτές τις επικίνδυνες τάσεις.

Αναπόφευκτα, οι εταιρείες θα πρέπει να διευρύνουν το δίκτυο του μη εκτελεστικού συμβουλίου, και οι διευθύνοντες σύμβουλοι θα πρέπει να μειώσουν τον αριθμό των εταιρειών με τις οποίες διασυνδέονται. Οι μη εθνικοί σύμβουλοι (σήμερα 16%) και οι γυναίκες σύμβουλοι (σήμερα 7%) δεν είναι αρκετοί. Τα ηγετικά στελέχη που, συμμετέχουν σε μεγάλες επιχειρήσεις, και τα οποία θα μπορούσαν να επωφεληθούν από την ανάμιξη στα ζητήματα της ηγεσίας μιας άλλης επιχείρησης, μπορούν να αποδειχτούν μια σημαντική «πηγή» υποψηφίων.

Τέλος υπάρχει η ελπίδα ότι οι μεγαλύτερες ευρωπαϊκές εταιρείες, πολλές από τις οποίες είναι εισηγμένες στις Ηνωμένες Πολιτείες, δε θα επικαλεστούν την υποχρεωτική τους συμμόρφωση με τον Sarbanes-Oxley, ως λόγο για να εγκαταλειφθεί η προσπάθεια για μία προσέγγιση κοινών ευρωπαϊκών αρχών.

Το δείγμα των εταιρειών

Η έρευνα βασίστηκε σε 294 εταιρείες από 10 χώρες, και πιο συγκεκριμένα: Βέλγιο (20), Γαλλία (40), Γερμανία (30), Ιταλία (40), Ολλανδία (25), Πορτογαλία (10), Ισπανία (35),

Σουηδία (24), Ελβετία (20) και Ηνωμένο Βασίλειο (50). Από αυτές τις χώρες επιλέχθηκαν οι καλύτερες επιχειρήσεις με βάση τους εθνικούς χρηματιστηριακούς δείκτες (FTSE 100, CAC 40, IBEX 35, DAX 30).

Τα κριτήρια

Τα κριτήρια που χρησιμοποιήθηκαν λαμβάνουν υπόψη τους υπόψιν τους κύριες διαστάσεις της εταιρικής διακυβέρνησης :

- ∅ τον τρόπο εργασίας του συμβουλίου, στον οποίο περιλαμβάνονται, η δομή του συμβουλίου και οι επιτροπές του συμβουλίου.
- ∅ η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου, που περιλαμβάνει το ποσοστό των ανεξάρτητων εκτελεστικών συμβούλων και την παρουσία μη εθνικών μελών.
- ∅ τα επίπεδα αμοιβών, όπου λαμβάνονται υπόψιν τα στοιχεία από την εταιρεία για, την ηλικία, τη θητεία, την κύρια εκτελεστική θέση, την αμοιβή και την κατοχή μετοχικού κεφαλαίου από τον διευθύνοντα σύμβουλο, καθώς και η αναλυτική λίστα των μελών των επιτροπών του συμβουλίου.

Τα αποτελέσματα της έρευνας

Κάθε εταιρεία της έρευνας αξιολογήθηκε ατομικά, με σκοπό τη δημιουργία ενός μέσου όρου για κάθε χώρα, μέσω του οποίου δημιουργείται ο ευρωπαϊκός μέσος όρος. Ο μέσος όρος του 12,68 για του 2005 δείχνει μια σχετική βελτίωση της τάξεως του 10% από τον αντίστοιχο του 2003 (11,48). Παρότι αυτός ο μέσος όρος είναι αρκετά μικρότερος σε σχέση με της περιόδου 2001 - 2003 (17%) παρατηρείται μια περαιτέρω πρόοδος στην ομάδα καλύτερης απόδοσης και μια ξεκάθαρη σύγκλιση στις χώρες με τη χαμηλότερη αξιολόγηση όπου και παρατηρείται ένα φαινόμενο αδράνειας.

Με βάση τη μεγαλύτερη σύγκλιση των αξιολογήσεων των ευρωπαϊκών εταιρειών, μελετώνται επιπρόσθετες πτυχές της εταιρικής διακυβέρνησης: ο τρόπος λειτουργίας των διοικητικών συμβουλίων, η απόδοση του συμβουλίου, η ηλικία των συμβούλων, η σύνθεση των επιτροπών, και η χώρα προέλευσης των μελών των συμβουλίων.

Σημαντική βελτίωση έχει καταγραφεί και στις 10 χώρες οι οποίες ερευνώνται, κάτι το οποίο δείχνει μια γενική και συνεχή πρόοδο στην βελτίωση των προτύπων της εταιρικής διακυβέρνησης. Μερικές από αυτές τις προόδους οφείλονταν σε νέες

νομοθεσίες ή κώδικες ανά χώρα, οι οποίες άρχισαν να ισχύουν από το 2003, άλλα κύρια καθοδηγητική δύναμη για αλλαγή συνεχίζει να είναι η πίεση της αγοράς.

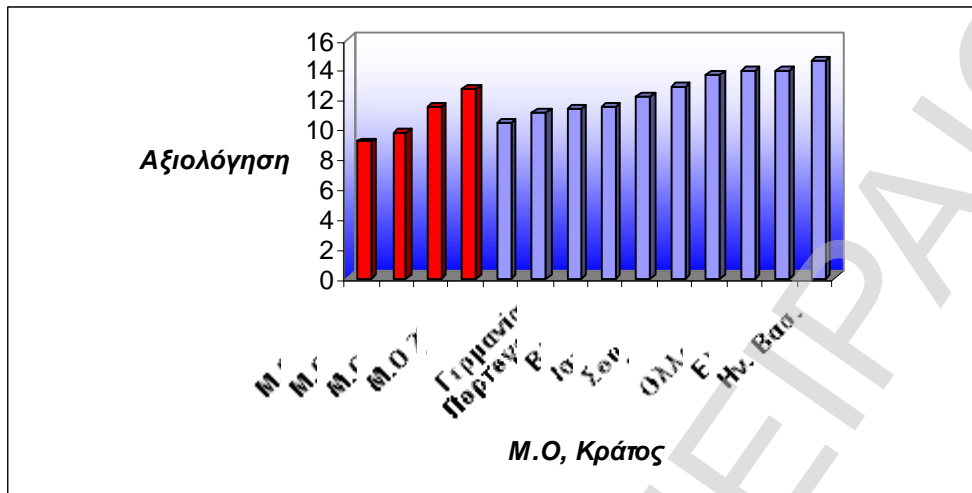
Οι χώρες με την καλύτερη απόδοση στις προηγούμενες έρευνες, το Ηνωμένο Βασίλειο, η Ολλανδία και η Γαλλία, βρίσκονται ακόμα στη κορυφή αλλά υπάρχει ένας νεοεισελθέντας στην ομάδα αυτή, και είναι η Ελβετία. Αυτή η χώρα αποδεικνύει ότι οι πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να βελτιωθούν σημαντικά μέσα σε μία μικρή χρονική περίοδο. Η Ελβετία είχε σημειώσει 6,9 πόντους το 1999, 7,73 το 2001, 11,1 το 2003 και 13,53 το 2005. Επιπλέον έχει μετακινηθεί από την ένατη θέση το 2000, στην έκτη το 2003 και πλέον στη δεύτερη. Η συνεχής βελτίωση στην ομάδα με τις καλύτερες αποδόσεις δείχνει πως, ακόμα και στις πλέον αναπτυγμένες χώρες, το ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης παραμένει στην κορυφή της εταιρικής ατζέντας.

Στην αντίθετη πλευρά του φάσματος, παρατηρείται η μεγαλύτερη πρόοδος σε δύο χώρες οι οποίες βρίσκονται στην ένατη και δέκατη θέση αντίστοιχα στην προηγούμενη μελέτη. Η Ισπανία έχει μια άνοδο 3,22 πόντων (12,19 συνολικά) και μετακινείται στην έκτη θέση για το 2005. Η Πορτογαλία επίσης καταγράφει μία σημαντική πρόοδο από 4,88 σε 8 πόντους το 2003 και πλέον στους 11,3 πόντους κατακτώντας την όγδοη θέση, επιβεβαιώνοντας, τη συνεχή τάση προς εναρμόνιση των ευρωπαϊκών πρακτικών.

Εάν παρατηρήσει κανείς, πέρα από τους μέσους όρους κάθε χώρας, το εύρος των αξιολογήσεων μεταξύ των καλύτερων και των χειρότερων εταιρειών παρατηρείται ότι το χάσμα έχει μειωθεί στις περισσότερες χώρες. Το εύρος είχε μειωθεί τουλάχιστον κατά τρεις πόντους στις, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Ολλανδία, Ισπανία και Ελβετία. Αυτές οι βελτιώσεις επιδεικνύουν την επιρροή από τους κώδικες διακυβέρνησης οι οποίοι, έχουν εισαχθεί σχεδόν σε όλα τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια³⁶.

³⁶ Heidrick & Struggles, (2005), "Corporate Governance in Europe: What's the outlook?", Heidrick & Struggles International, 2005 Study, σελ 5 - 7

Διάγραμμα 4.1 Η αξιολόγηση της εταιρικής διακυβέρνησης ανά κράτος



Πηγή: Heidrick & Struggles, (2005), "Corporate Governance in Europe: What's the outlook?", σελ.5

4.3.1 Τα ευρωπαϊκά συμβούλια: ο τρόπος λειτουργίας τους

Η δομή των συμβουλίων

Υπάρχει ένας σημαντικός αριθμός διαφορετικών δομών συμβουλίων στην Ευρώπη οι οποίες μπορούν να ομαδοποιηθούν στους 3 παρακάτω τύπους:

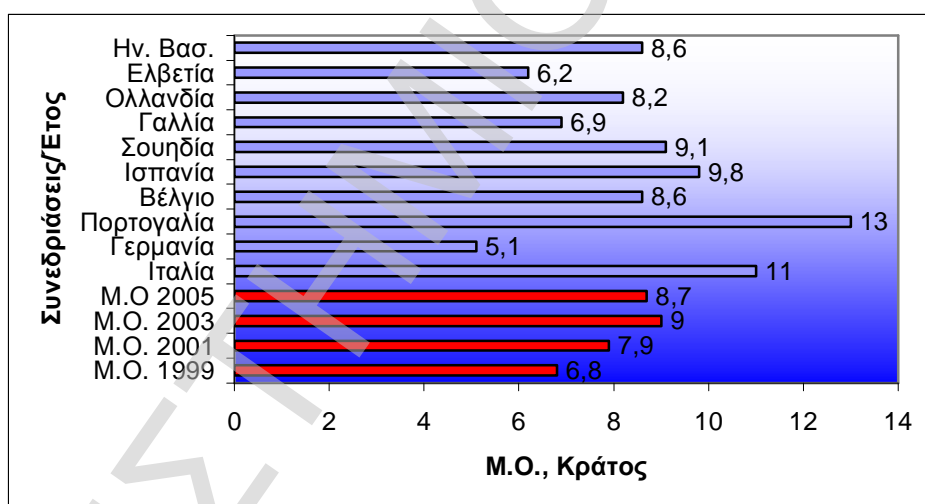
- Ø το δυαδικό σύστημα (όπως στη Γερμανία και στη Γαλλία), το οποίο, όπως έχει προαναφερθεί, περιλαμβάνει ένα εποπτικό συμβούλιο με εξωτερικά μέλη και ένα ξεχωριστό συμβούλιο διοίκησης, το οποίο αποτελείται από εκτελεστικά μέλη, στην οποία δομή τα δύο συμβούλια διεξάγουν τις συνεδριάσεις τους ξεχωριστά. Στην Ευρώπη, μόνο 23% των εταιρειών υιοθετούν το δυαδικό σύστημα.
- Ø το πλήρως μονιστικό σύστημα, όπως αυτό του Ηνωμένου Βασιλείου και της Ισπανίας, όπου υπάρχει μόνο ένα συμβούλιο, που αποτελείται από το εκτελεστικό μάντζμεντ μαζί με τα μη εκτελεστικά μέλη. Στο Ηνωμένο Βασίλειο μάλιστα, ο πρόεδρος του συμβουλίου είναι συνήθως μη εκτελεστικό όργανο.
- Ø το σύστημα στο οποίο υπάρχουν δύο συμβούλια (ένα εκτελεστικό συμβούλιο και ένα μη εκτελεστικό συμβούλιο) τα οποία διεξάγουν τις συνεδριάσεις τους ξεχωριστά, αλλά με ορισμένα εκτελεστικά μέλη να συμμετέχουν και στο μη εκτελεστικό συμβούλιο, κάτι που συμβαίνει σε χώρες όπως, το Βέλγιο, την

Ιταλία, την Πορτογαλία και στην πλειοψηφία των συμβουλίων στη Γαλλία, τη Σουηδία και την Ελβετία.

Η συχνότητα των συνεδριάσεων των συμβουλίων

Η συχνότητα των συνεδριάσεων των συμβουλίων συνεχίζει να αυξάνεται ελάχιστα (στις 8,7 συνεδριάσεις από 6,8 το 1999), με τα μονιστικά συμβούλια να είναι αυτά που διεξάγουν περισσότερες συνεδριάσεις από ότι αυτά που ακολουθούν το δυαδικό σύστημα (9,3 συνεδριάσεις τα μονιστικά συμβούλια σε σχέση με τις 6,7 συνεδριάσεις των δυαδικών). Υπήρξε επίσης μία αύξηση 38% στη συχνότητα των συνεδριάσεων των επιτροπών των συμβουλίων (11,6 συνεδριάσεις), συμπεριλαμβανομένων 5,2 συνεδριάσεων της επιτροπής ελέγχου και 4,1 συνεδριάσεων της επιτροπής αμοιβών. Παραταύτα, δεν φαίνεται να υπάρχει σχέση ανάμεσα στον αριθμό των συνεδριάσεων και στην αξιολόγηση της εταιρικής διακυβέρνησης.

Διάγραμμα 4.2 Η συχνότητα των συνεδριάσεων των συμβουλίων



Πηγή: Heidrick & Struggles, (2005), "Corporate Governance in Europe: What's the outlook?", σελ.8

Η αμοιβή των συμβούλων

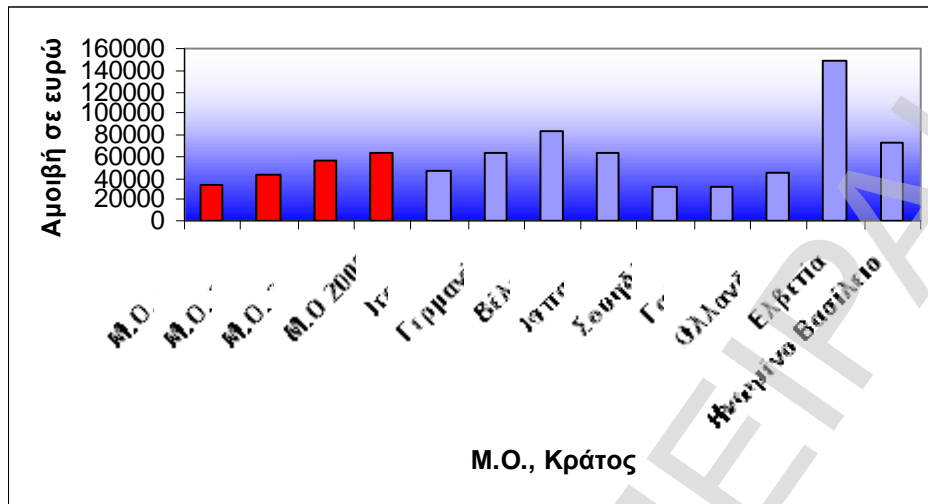
Και σε αυτήν την περίπτωση ο ευρωπαϊκός μέσος όρος αυξήθηκε σημαντικά από τα 55.000 ευρώ το 2003 στα 63.500 το 2005, κάτι το οποίο πιθανότατα αντικατοπτρίζει την επιθυμία για την προσέλκυση ικανότερων υποψηφίων, μια αύξηση στις αρμοδιότητες των συμβούλων και το μεταβαλλόμενο προφίλ κινδύνου.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι σε κάποιες χώρες, όπου η αξιολόγηση της εταιρικής κυβέρνησης είναι κάτω από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο (όπως το Βέλγιο, Γερμανία και Ισπανία), η αμοιβή των συμβούλων είναι σχετικά υψηλή. Προβλέπεται, ότι οι μέτοχοι θα απαιτήσουν περισσότερα από τους συμβούλους σε αυτές τις χώρες, καθώς το ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης παραμένει ψηλά στις εθνικές ατζέντες. Αν συνδεθεί, η ανταμοιβή των συμβούλων με τη συχνότητα των συνεδριάσεων των συμβουλίων, παρατηρείται μία αναλογία 1 προς 6 μεταξύ της Σουηδίας, όπου οι σύμβουλοι λαμβάνουν κατά μέσο όρο 3.800 ευρώ ανά συνεδρίαση, και την Ελβετία, όπου λαμβάνουν 22.800 ευρώ (σε σχέση με το μέσο όρο των 7.300 ευρώ ανά συνεδρίαση στην Ευρώπη).

Το συνολικό επίπεδο αποκάλυψης της αμοιβής των συμβούλων παραμένει ανεπαρκές (68% των εταιρειών). Η Πορτογαλία είναι η μόνη χώρα όπου η αποκάλυψη των αμοιβών είναι ταμπού, ενώ υπάρχει ακόμα μικρό επίπεδο αποκαλύψεων στο Βέλγιο, την Ιταλία και την Ισπανία. Το Ηνωμένο Βασίλειο και η Ολλανδία είναι οι χώρες με τα υψηλότερα επίπεδα αποκαλύψεων. Παραταύτα, οι ευρωπαϊκές συγκρίσεις των αμοιβών είναι δύσκολο να γίνουν, λόγω του μειωμένου επιπέδου αποκαλύψεων τόσο των ατομικών αμοιβών όσο και των κριτηρίων για αυτές τις αμοιβές, αλλά και λόγω της πολυπλοκότητας ορισμένων πακέτων αμοιβών³⁷.

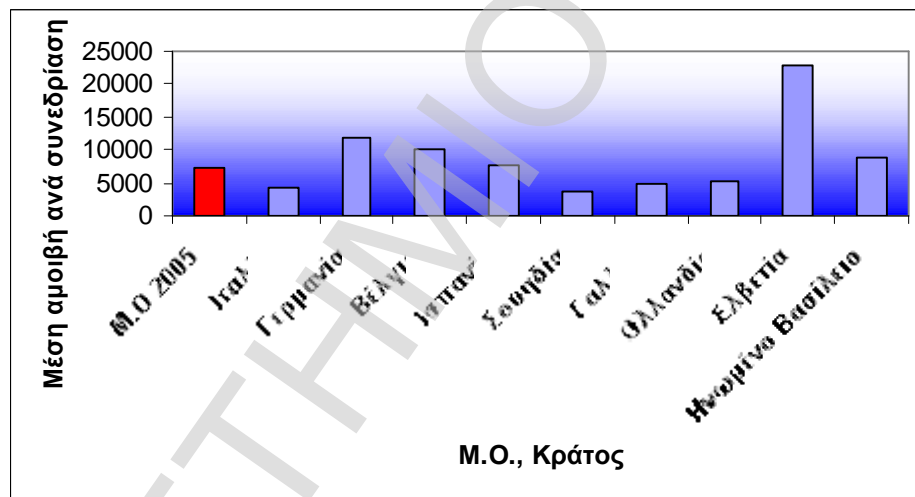
³⁷ Heidrick & Struggles, (2005), ό.π, σελ 8 - 10

Διάγραμμα 4.3 Μέση αμοιβή συμβούλου ανά χώρα



Πηγή: Heidrick & Struggles, (2005), "Corporate Governance in Europe: What's the outlook?", σελ.9

Διάγραμμα 4.4 Μέση αμοιβή ανά συνεδρίαση



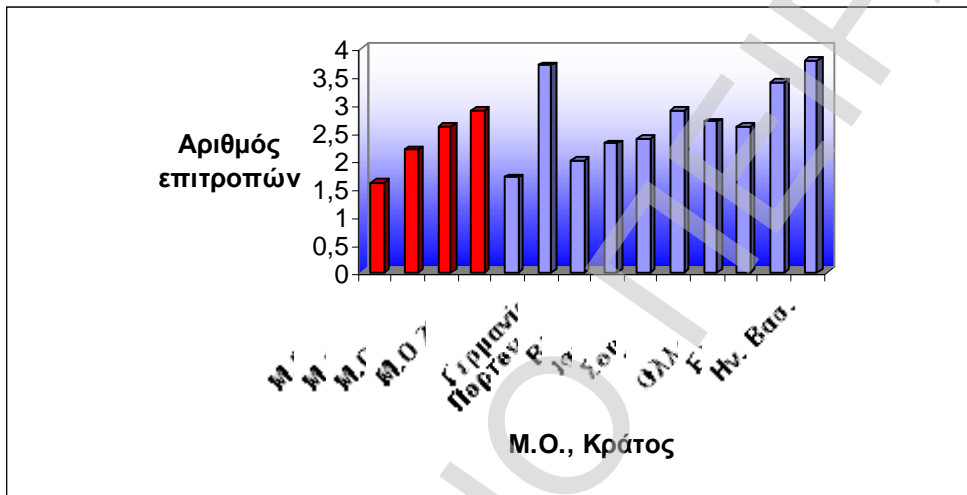
Πηγή: Heidrick & Struggles, (2005), "Corporate Governance in Europe: What's the outlook?", σελ.10

4.3.2 Οι επιτροπές των συμβουλίων στην Ευρώπη

Μία από τις πιο σημαντικές τάσεις που παρατηρούνται, είναι η συνεχής αύξηση της χρήσης των επιτροπών του συμβουλίου. Οι επιτροπές αυτές αποτελούν ένα σημαντικό όργανο για κάθε συμβούλιο, διότι, καθιστούν εφικτό σε μία μικρή ομάδα συμβούλων, να εστιάσουν σε ένα συγκεκριμένο ζήτημα και να το επιλύσουν. Παρατηρώντας μια ευδιάκριτη συσχέτιση μεταξύ του αριθμού των επιτροπών και των αξιολογήσεων της εταιρικής διακυβέρνησης, μπορεί να υποθέσει κανείς, ότι η μεγαλύτερη χρήση τέτοιων

επιτροπών είναι ενδεικτική του αυξανόμενου επαγγελματισμού στα ευρωπαϊκά συμβούλια. Κατά μέσο όρο, υπάρχουν 2,9 επιτροπές ανά εταιρεία, σε σχέση με τις 1,6 το 1999. Έξι χρόνια πριν, 25% των επιχειρήσεων δεν είχαν καμία επιτροπή ένας αριθμός ο οποίος έπεσε στο 20% το 2001 και στο 7% το 2003. Σήμερα, μόλις το 3% των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων δεν χρησιμοποιούν τέτοιες επιτροπές.

Διάγραμμα 4.5 Μέσος αριθμός επιτροπών ανά κράτος



Πηγή: Heidrick & Struggles, (2005), "Corporate Governance in Europe: What's the outlook?", σελ.11

Οι κυριότερες επιτροπές

Τρεις βασικοί τύποι επιτροπών έχουν αυξηθεί σε αριθμό τα τελευταία χρόνια:

- η επιτροπή ελέγχου εντοπίζεται πλέον στο 94% των εταιρειών της έρευνας (άνοδος 18% τα τελευταία 2 χρόνια και 68% τα τελευταία 6 χρόνια). Οι επιτροπές ελέγχου συνεδριάζουν 5,2 φορές ανά έτος κατά μέσο όρο. Αποτελούνται κατά 74% από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη, με το 42% των εταιρειών να έχουν μία πλήρως ανεξάρτητη επιτροπή ελέγχου.

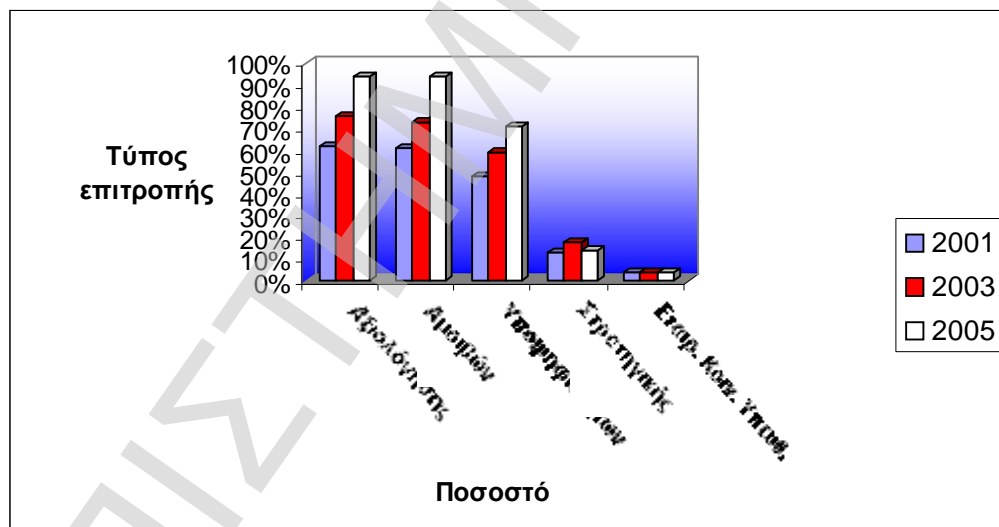
- η επιτροπή αμοιβών, (αύξηση 21% τα τελευταία 2 χρόνια) εντοπίζεται επίσης στο 94% των επιχειρήσεων στο δείγμα του 2005 (έναντι του 39% το 1999). Αυτές οι επιτροπές συνεδριάζουν 4,1 φορές ανά έτος κατά μέσο όρο. Αποτελούνται κατά 66% από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη, και είναι πλήρως ανεξάρτητες στο 37% των επιχειρήσεων.

Οι ευθύνες αυτών που συμμετέχουν στην επιτροπή αμοιβών γίνονται ολοένα και περισσότερο δύσκολες όπως και αυτές των επιτροπών ελέγχου. Οι δομές των αμοιβών και συνταξιοδοτήσεων είναι περισσότερο πολύπλοκες από ποτέ. Η πλειοψηφία των παραπόνων των μετόχων για την εταιρική διακυβέρνηση, κατά τη διάρκεια των τελευταίων χρόνων, αφορά την αμοιβή των εκτελεστικών στελεχών. Το να βρεθούν τα σωστά μέλη του συμβουλίου τα οποία θα αναλάβουν τις ευθύνες της επιτροπής αμοιβών είναι μία πολύ σημαντική πρόκληση για τα σύγχρονα συμβούλια.

- οι επιτροπές επιλογής υποψηφιοτήτων/στελεχών διασφαλίζουν ότι οι σύμβουλοι επιλέγονται με τη χρήση ανεξάρτητων και επαγγελματικών διαδικασιών. Παρουσιάζουν δε τη μεγαλύτερη άνοδο, από 24% το 1999 σε 71% το 2005.

- η επιτροπή για θέματα ηθικής και εταιρικής κοινωνικής υπευθυνότητας εντοπίζεται πιο συχνά στο Ηνωμένο Βασίλειο (στο 22% των επιχειρήσεων), αλλά βρίσκεται σε ποσοστό μόλις 4% των εταιρειών στην υπόλοιπη Ευρώπη³⁸.

Διάγραμμα 4.6 Ποσοστό τύπου επιτροπών ανά χρονολογία



Πηγή: Heidrick & Struggles, (2005), "Corporate Governance in Europe: What's the outlook?", σελ.12

4.3.3 Η σύνθεση και η αποκάλυψη των επιτροπών

Σύνθεση: η ανάμειξη των ανεξάρτητων συμβούλων σε κύρια ζητήματα όπως ο έλεγχος, οι αμοιβές και οι υποψηφιότητες, εξασφαλίζει σε κάποιο ικανοποιητικό βαθμό την

³⁸ Heidrick & Struggles, (2005), ό.π, σελ 11 - 12

τιμιότητα και τη δικαιοσύνη. Για αυτό το λόγο αποτελεί ένα είδος ποιοτικού ελέγχου για τα συμβούλια. Η έρευνα αυτή αποκαλύπτει ότι οι πρόεδροι των επιτροπών αυτών δεν είναι ανεξάρτητοι στο 52% των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων και ότι στο 15% των επιχειρήσεων δεν υπάρχουν καθόλου εξωτερικοί σύμβουλοι στις επιτροπές. Η σύνθεση των επιτροπών έχει επιπτώσεις και στη λειτουργία τους. Συνεπώς προβλέπεται ότι το ζήτημα της σύνθεσης των επιτροπών θα εμφανίζεται όλο και περισσότερο στις εταιρικές ατζέντες των συμβουλίων.

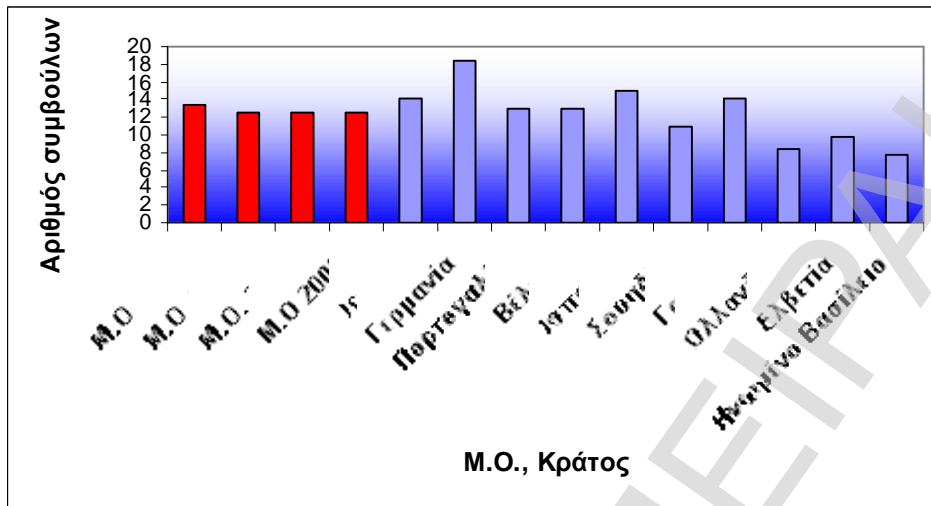
Αποκάλυψη: 97% (σε σχέση με 76 % των 2003) είναι το ποσοστό των επιχειρήσεων, που έχουν επιτροπές οι οποίες περιγράφουν λεπτομερώς τα μέλη τους, επιτρέποντας στους μετόχους και το κοινό να υπολογίσουν την ανεξαρτησία τους.

Ο αριθμός των συμβούλων

Στις έρευνες του 2001 και 2003 είχε καταγραφεί ένας μέσος όρος 12,5 μελών ανά συμβούλιο σε σχέση με τα 13,5 το 1999. Παρατηρείται ότι ο μέσος αριθμός συμβούλων παραμένει αμετάβλητος και για το 2005, με πολύ μικρές διαφοροποιήσεις ανά χώρα.

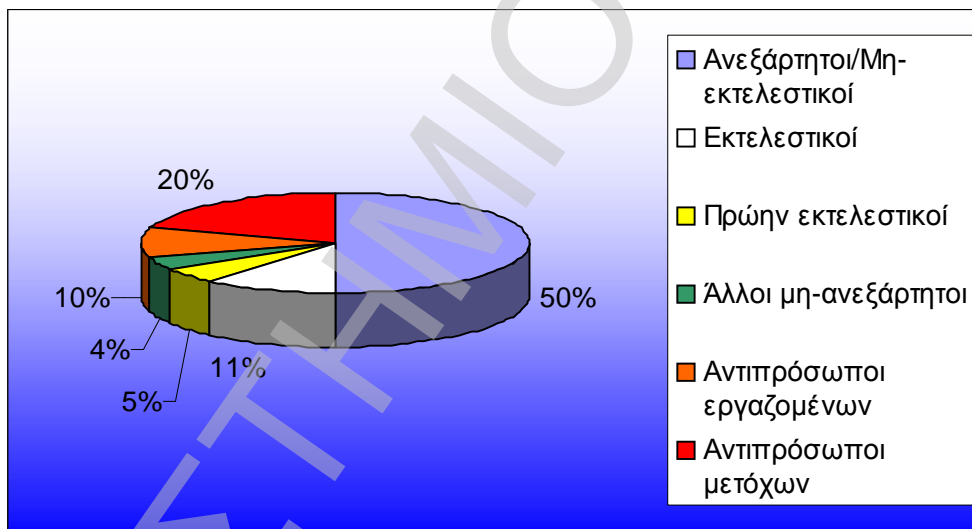
Οι 3 χώρες με την υψηλότερη απόδοση (Ηνωμένο Βασίλειο, Ελβετία και Ολλανδία) διατηρούν ακόμα το χαμηλότερο μέσο αριθμό συμβούλων ανά Δ.Σ. Από την άλλη πλευρά, η Γαλλία, που ανήκει στην ηγετική ομάδα, παραμένει πάνω από το μέσο όρο. Η κοινή γνώμη είναι διχασμένη ανάμεσα στα υπέρ και τα κατά ενός μεγάλου και ενός μικρού συμβουλίου. Πολλοί από αυτούς που υποστηρίζουν τα μεγάλα συμβούλια βασίζονται στο ότι αυτά επιτρέπουν την καλύτερη αντιπροσώπευση διαφορετικών συμφερόντων. Από την άλλη πλευρά, οι υπερασπιστές των μικρών συμβουλίων, υποστηρίζουν ότι μέσα σε ένα μικρότερο αριθμό ατόμων μπορούν να επιλυθούν αποτελεσματικότερα θέματα στρατηγικής σημασίας.

Διάγραμμα 4.7 Αριθμός συμβούλων του Δ.Σ. ανά κράτος



Πηγή: Heidrick & Struggles, (2005), "Corporate Governance in Europe: What's the outlook?", σελ.13

Διάγραμμα 4.8 Σύνθεση Δ.Σ. ανά κατηγορία συμβούλου



Πηγή: Heidrick & Struggles, (2005), "Corporate Governance in Europe: What's the outlook?", σελ.13

Οι τύποι των συμβούλων

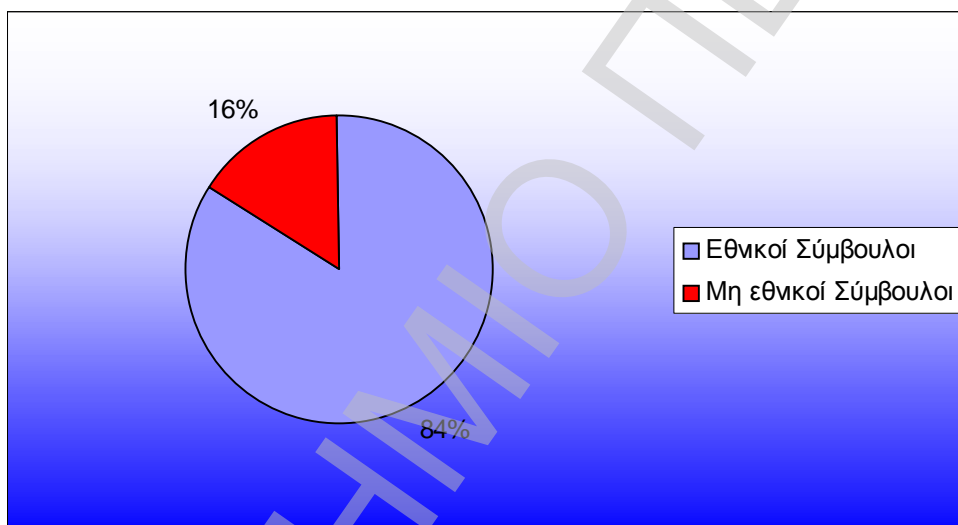
Η σύνθεση του συμβουλίου παραμένει σχετικά σταθερή στην Ευρώπη. Όπως παλιότερα, τα ανεξάρτητα, μη εκτελεστικά μέλη αποτελούν τη μεγαλύτερη και συνεχώς αυξανόμενη κατηγορία. Τα συμβούλια γίνονται σταδιακά περισσότερο ανεξάρτητα, αντιπροσωπεύοντας καλύτερα τα συμφέροντα των μετόχων. Παρατηρείται ότι 32% των ανεξάρτητων, μη εκτελεστικών μελών είναι και μη - εθνικά μέλη, κάτι το οποίο δείχνει

ότι είναι ευκολότερο, ειδικά στις μικρότερες χώρες, να βρεθούν εξωτερικοί σύμβουλοι εκτός των συνόρων.

Η παγκοσμιοποίηση του συμβουλίου

Ένα από τα περισσότερο απογοητευτικά αποτελέσματα, ήταν η μικρή πτώση (από 17% το 2003 σε 16%) στο ποσοστό των μη εθνικών συμβούλων, μάλιστα μετά από μία αύξηση της τάξεως του 3% που είχε καταγραφεί μεταξύ της περιόδου 2001 - 2003. Το 31% των επιχειρήσεων της έρευνας δεν είχαν καθόλου μη – εθνικά μέλη στη σύνθεσή τους.

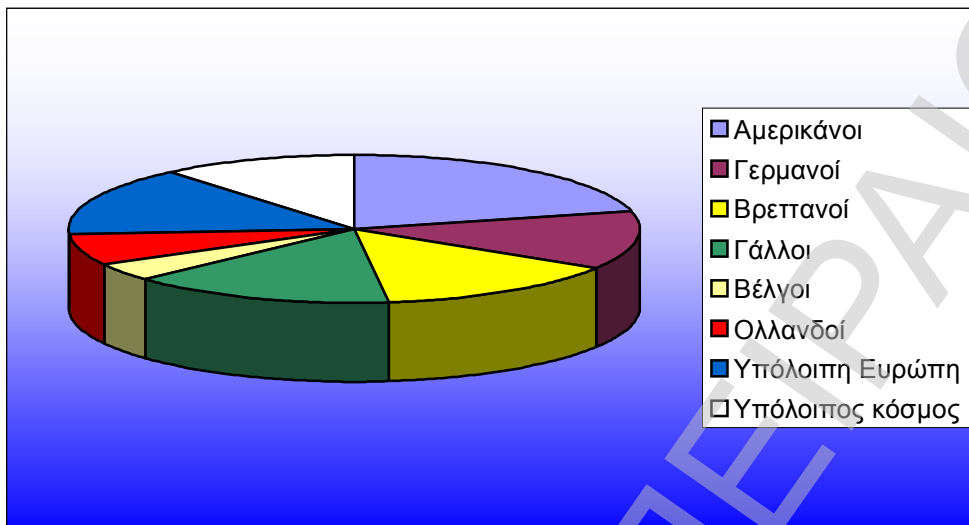
Διάγραμμα 4.9 Ποσοστό μη – εθνικών συμβούλων



Πηγή: Heidrick & Struggles, (2005), "Corporate Governance in Europe: What's the outlook?", σελ.14

Οι επιχειρήσεις, αυξανόμενα προτιμούν να προσλαμβάνουν, τα μη εκτελεστικά τους μέλη, από μία πηγή συμβουλών, οι οποίοι έχουν εκτελεστικό ρόλο σε άλλους οργανισμούς. Επιπροσθέτως, απαιτούν μία μεγαλύτερη εισροή από τα μη εκτελεστικά μέλη. Το να βρεθούν σύμβουλοι που να έχουν το χρόνο, τόσο να αφιερωθούν σε έναν συμβούλιο καθώς και να ταξιδεύουν συχνά για συνεδριάσεις σε μια άλλη χώρα αποδεικνύεται δύσκολο.

Διάγραμμα 4.10 Εθνικότητες των μη-εθνικών συμβούλων στα Δ.Σ.



Πηγή: Heidrick & Struggles, (2005), "Corporate Governance in Europe: What's the outlook?", σελ.14

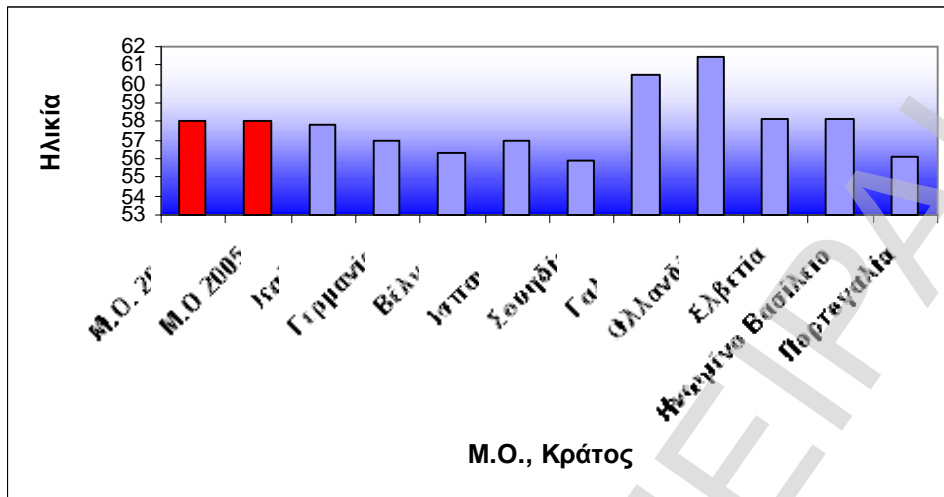
Διασπορά

Παρότι τα στατιστικά αποτελέσματα δείχνουν μία αύξηση 22% στον αριθμό των γυναικών στα συμβούλια, αυτή η αύξηση βρίσκεται σε μια πολύ χαμηλή βάση (από 6% το 2003 σε 7,3%). Επίσης, 46% των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων δεν έχουν καμία παρουσία γυναικών στα συμβούλια τους (54% πριν 2 χρόνια). Η χαμηλή παρουσία γυναικών συμβούλων συνδέεται ξεκάθαρα με την έλλειψη γυναικών γενικότερα στις ανώτερες βαθμίδες των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων

Η ηλικία των συμβούλων και η διάρκεια της θητείας τους

Η μέση ηλικία των συμβούλων παραμένει σχεδόν αμετάβλητη (58 χρόνια και 3 μήνες). Τα νέα μέλη του Συμβουλίου είναι κατά μέσο όρο 55 χρόνων και ενός μήνα κατά μέσο όρο. Δεν υπάρχει καμία αλλαγή στη μέση διάρκεια της θητείας (3,5 χρόνια). Κατά μέσο όρο οι σύμβουλοι έχουν παρουσία 5,6 χρόνων στο ίδιο συμβούλιο.

Διάγραμμα 4.11 Μέση ηλικία των συμβούλων ανά κράτος



Πηγή: Heidrick & Struggles, (2005), "Corporate Governance in Europe: What's the outlook?", σελ.14

4.3.4 Η αποκάλυψη των συμβουλίων στην Ευρώπη

Η ποιότητα της πληροφορίας που αφορά τους συμβούλους, όπως αυτή αποκαλύπτεται στις ετήσιες εκθέσεις των επιχειρήσεων, παραμένει διαφορετική για κάθε χώρα της Ευρώπης, όμως παρουσιάζονται ενθαρρυντικές βελτιώσεις σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια. Οι βελτιώσεις αυτές, στην αποκάλυψη πληροφοριών για το Διοικητικό Συμβούλιο δίνουν τη δυνατότητα στους μετόχους να αξιολογήσουν το βάθος και την διαφοροποίηση των συμβουλίων. Περαιτέρω, μία προθυμία για αποκάλυψη πληροφοριών, είναι από μόνη της ένας σημαντικός δείκτης ότι η εταιρεία είναι ανοιχτή προς το κοινό για διερεύνηση³⁹.

³⁹ Heidrick & Struggles, (2005), ό.π, σελ 13 - 17

Βιβλιογραφία

Ξένη βιβλιογραφία

1. Albert-Roulhac C., Breen P., (2005), "Corporate governance in Europe: current status and future trends", Journal of Business Strategy, Vol.26, No.6., pp. 19 - 29
2. Heidrick & Struggles, (2005), "Corporate Governance in Europe: What's the outlook?", Heidrick & Struggles International, 2005 Study
3. Jackson C., Dr Williams A., (2006), "Corporate Governance Development in the UK and Continental Europe", Business Credit, September 2006, pp. 48 – 50
4. KPMG Survey 2001/2002, "Corporate Governance in Europe", KPMG International 2002
5. OECD (2004), "Principles of Corporate Governance", OECD 2004

Ελληνική βιβλιογραφία

1. Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, (2003), «Εκσυγχρονισμός του εταιρικού δικαίου και ενίσχυση της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση», Βρυξέλλες 21 Μαΐου 2003
2. Μούζουλας Σ., (2003), «Εταιρική Διακυβέρνηση: Διεθνής Εμπειρία, ελληνική πραγματικότητα», Εκδόσεις Σάκκουλα 2003
3. Σούγιαννης Θ., Oltheten E. (2004), « Ο νόμος Sarbanes – Oxley και τα εταιρικά σκάνδαλα», Οικονομικός Ταχυδρόμος, σελ 70 – 75

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Η εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα

5.1 Εισαγωγή

Οι αποτυχίες, που σχετίζονται με την εταιρική διακυβέρνηση, έχουν αναγνωριστεί ως ένας από τους βασικούς λόγους για την υπό-απόδοση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς ιδιαίτερα κατά την περίοδο 2000 - 2003. Συγκεκριμένες εταιρικές καταχρήσεις μείωσαν την εμπιστοσύνη των επενδυτών για τις επιχειρήσεις, η αναμόρφωση της προστασίας των επενδυτών και τα μέτρα για ενίσχυση της διαφάνειας της αγοράς, υποτίθεται πως είναι μερικά από τα βασικά στοιχεία που μπορούν να επαναφέρουν τη δημόσια εμπιστοσύνη. Οι La Porta et al. (1999) υπογραμμίζουν και αναλύουν τη σημασία της οικονομικής προσέγγισης στην εταιρική διακυβέρνηση. Τονίζουν πως όταν εξωτερικοί επενδυτές (μικρομέτοχοι) έχουν προστατευμένα δικαιώματά, μέσω της ενδυνάμωσης των κανονισμών και των νόμων, τότε αυτοί οι επενδυτές είναι διατεθειμένοι να χρηματοδοτήσουν τις επιχειρήσεις, ενθαρρύνοντας την ανάπτυξη μιας αμερόληπτης αγοράς. Ακόμα και αν υπάρχουν διαφορές ανάμεσα στους νόμους και τους κανονισμούς μεταξύ των χωρών, εμπειρικά έχει αποδειχθεί, ότι η ισχυρή προστασία των επενδυτών συσχετίζεται με αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση. Με αυτόν τον τρόπο η προστασία των επενδυτών επηρεάζει την πραγματική οικονομία, επιταχύνοντας την οικονομική ανάπτυξη. Στην Ελλάδα, νέοι κανονισμοί δημιουργήθηκαν έτσι ώστε να επαναφέρουν τη δημόσια αυτοπεποίθηση και εμπιστοσύνη, να προστατεύσουν τα δικαιώματα των μικρομετόχων και να βελτιώσουν τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης. Οι κανόνες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και ο Νόμος για την Εταιρική Διακυβέρνηση δημιουργούν έναν αριθμό από νέα πρότυπα γύρω από την εταιρική διακυβέρνηση. Οι κανόνες αυτοί διατάσσουν ανεξάρτητους εσωτερικούς ελέγχους στις χρηματοοικονομικές εκθέσεις, απαιτούν έγκαιρη και αξιόπιστη πληροφόρηση και για σημαντικά εταιρικά γεγονότα, θέτουν εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη στα διοικητικά συμβούλια και δημιουργούν ένα νέο πλαίσιο για τις προτάσεις εξαγοράς καθώς και μεγάλα πρόστιμα και ποινές σε περίπτωση μη συμμόρφωσης.

Παράλληλα με αυτές τις κινήσεις η εταιρική διακυβέρνηση έχει συζητηθεί ευρέως ανάμεσα στον ακαδημαϊκό και επιχειρηματικό κόσμο, οδηγώντας σε πολλές εθελοντικές δραστηριότητες. Η Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, και ο Σύνδεσμος Ελλήνων Βιομηχάνων, έχουν αναπτύξει εθελοντικά κάποιους κώδικες για την εταιρική διακυβέρνηση. Περαιτέρω το Πανεπιστήμιο Αθηνών έχει πρόσφατα αναπτύξει ένα σύστημα αξιολόγησης για τις εταιρείες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, βασισμένο αποκλειστικά σε κριτήρια εταιρικής διακυβέρνησης. Τέλος το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ανακοίνωσε τον Ιούλιο του 2002, κάποια ποιοτικά κριτήρια τα οποία καλύπτουν την εταιρική διακυβέρνηση, τη διαφάνεια και την επικοινωνία με τους επενδυτές.

5.2 Νομοθετικό πλαίσιο

Ο προαιρετικός κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης

Στην Ελλάδα, το ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης, τέθηκε για πρώτη φορά το 1998, όταν το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών σε συνεργασία με την Α.Σ.Υ.Κ. Α.Ε. (Ανάπτυξη Συστημάτων και Υποστήριξης Κεφαλαιαγοράς Α.Ε.) διενέργησαν μία σχετική έρευνα. Τον Απρίλιο του 1999, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, εκφράζοντας το ενδιαφέρον της για την εγκατάσταση αποτελεσματικών πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης, δημιούργησε την Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα. Η επιτροπή αυτή τον Οκτώβριο του 1999 παρουσίασε μία λευκή βίβλο με τον τίτλο «Οι Αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα : προτάσεις για τον ανταγωνιστικό μετασχηματισμό της». Ο προαιρετικός κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης αναπτύχθηκε σε συνεργασία με όλους τους βασικούς αντιπροσώπους της ελληνικής οικονομίας και έγινε με βάση τις διεθνώς παραδεδεγμένες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης.

Ο ελληνικός κώδικας περιλαμβάνει 44 προτάσεις χωρισμένες σε 7 κύριες κατηγορίες :

- ∅ τα δικαιώματα και οι υποχρεώσεις των μετόχων
- ∅ η ισότιμη μεταχείριση των μετόχων
- ∅ ο ρόλος των συνδεδεμένων με την εταιρεία μερών και των φορέων με νόμιμα συμφέροντα στην εταιρεία

- ∅ διαφάνεια, γνωστοποίηση πληροφοριών και έλεγχος
- ∅ το Διοικητικό Συμβούλιο
- ∅ τα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου
- ∅ τα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη

Η εγκαθίδρυση μιας επιτροπής για τη δημιουργία νόμων για την εταιρική διακυβέρνηση

Το 2000, ο προαιρετικός κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης, «κυριαρχούσε» στον επιχειρηματικό κόσμο. Ταυτόχρονα, τα υπουργεία Εθνικής Οικονομίας και Ανάπτυξης δημιούργησαν μία Επιτροπή για τη δημιουργία νόμου για την εταιρική διακυβέρνηση. Ανέπτυξαν μία συζήτηση γύρω από τον ανασχηματισμό και τη βελτίωση του εταιρικού νόμου, που χαρακτηρίστηκε από τη διαμάχη μεταξύ των αντιπροσώπων του Συνδέσμου Ελλήνων Βιομηχάνων (Σ.Ε.Β.) και του κράτους. Ο Σ.Ε.Β. ήταν αντίθετος με τις περισσότερες προτάσεις και τόνισε ότι η εταιρική διακυβέρνηση πρέπει να υιοθετηθεί σε προαιρετική βάση.

Δύο σημαντικοί κανόνες από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Μια μεγάλη συμβολή, το 2000, για ενίσχυση της διαφάνειας της συμπεριφοράς των εισηγμένων επιχειρήσεων στην κεφαλαιαγορά, αποτέλεσε η θεσμοθέτηση του κανόνα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς: «ένας Κώδικας Συμπεριφοράς για τις εισηγμένες επιχειρήσεις στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και τα συνδεδεμένα με αυτές πρόσωπα». (Απόφαση 5/204/2000). Ο κώδικας θέτει πρότυπα συμπεριφοράς για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών επιχειρήσεις και καθορίζει τις ευθύνες και τις υποχρεώσεις των μεγαλομετόχων, των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, του μανάτζμεντ ή άλλων οντοτήτων και νομικών οντοτήτων που συσχετίζονται με αυτούς. Γενικά, μέσα στον κώδικα, κάθε εταιρεία πρέπει να διασφαλίζει την άμεση αποκάλυψη της πληροφορίας ή των γεγονότων που συμβαίνουν στο πεδίο της δραστηριότητάς της, τα οποία δεν είναι προσβάσιμα στο κοινό και που μπορεί να έχουν δημιουργήσει διακυμάνσεις στην τιμή των μετοχών της. Περαιτέρω ο κώδικας καθορίζει τον οργανισμό, τις δομές και τους εσωτερικούς λειτουργικούς μηχανισμούς οι οποίοι είναι απαραίτητοι για την καλύτερη εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων και γενικότερα των συμφερόντων των επενδυτών. Ο στόχος είναι η εξάλειψη της

αβεβαιότητας στην αγορά γύρω από τα εταιρικά ζητήματα και η αποφυγή πιθανολογιών από το εσωτερικό των επιχειρήσεων ή άλλα άτομα που μπορούν να έχουν εσωτερική πληροφόρηση.

Σύμφωνα με τον κώδικα οι εισηγμένες επιχειρήσεις πρέπει άμεσα να γνωστοποιούν στο κοινό τα παρακάτω γεγονότα :

- Ø εταιρικές αποφάσεις σχετικά με σημαντικές αλλαγές στη δραστηριότητα της επιχείρησης, στα κεφάλαια της, στα περιουσιακά της στοιχεία και στην κεφαλαιακή της δομή.
- Ø εταιρικές αποφάσεις ή συμφωνίες για τη συμμετοχή σε κάποια συγχώνευση ή εξαγορά ή τη συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο σε τουλάχιστον 5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας, στην οποία εισηγμένη εταιρεία ή στα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου ανήκει μερίδιο τουλάχιστον 10%.
- Ø εταιρικές αποφάσεις και αλλαγές στη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου ή του ανώτατου μανάτζμεντ καθώς και στη διανομή και πληρωμή των μερισμάτων, στην έκδοση νέων μετοχών και τέλος στη διανομή, την εγγραφή και μετατροπή των μετοχών.

Επιπροσθέτως ο κώδικας θέτει συγκεκριμένες υποχρεώσεις σχετικά με την προαναγγελία κάποιων συναλλαγών. Οι μέτοχοι της εταιρείας, που έχουν τουλάχιστον 10% οποιασδήποτε κατηγορίας μετοχών, και οι οποίοι σκοπεύουν να αγοράσουν μέσα στους επόμενους τρεις μήνες ή συντομότερα, μετοχές της ίδιας κατηγορίας που ανταποκρίνονται σε ένα ελάχιστο 5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας, ή σκοπεύουν να μεταφέρουν τις μετοχές της ίδιας κατηγορίας που αντιστοιχούν σε ένα ελάχιστο 5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας, πρέπει να γνωστοποιήσουν τη συναλλαγή αυτή. Ειδικότερα πρέπει να γνωστοποιήσουν την ποσότητα και τη χρονική περίοδο της συναλλαγής καθώς και την επενδυτική εταιρεία μέσω της οποίας θα εκτελεστεί η συναλλαγή.

Ένα σημαντικό στοιχείο, στη χρηματοοικονομική αυτή αποκάλυψη, είναι η απαίτηση από τις εισηγμένες εταιρείες να εκδίδουν μία ετήσια έκθεση και μία αναφορά ταμιακών ροών.

Οι υποχρεώσεις των εσωτερικών ελεγκτικών υπηρεσιών

Οι εισηγμένες εταιρείες είναι υποχρεωμένες να δημιουργούν ένα τμήμα εσωτερικού ελέγχου. Ο κώδικας καθορίζει τους όρους και τις συνθήκες για την ανεξαρτησία του τμήματος αυτού. Ο διευθυντής αυτού του τμήματος καθορίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας, δίνει αναφορά στο συμβούλιο και ικανοποιεί τα κριτήρια για το διορισμό του.

Ο κώδικας θέτει τις ευθύνες και τα καθήκοντα του εσωτερικού τμήματος ελέγχου, τα οποία περιλαμβάνουν μερικά από τα παρακάτω :

- τον έλεγχο της συμμόρφωσης με τις υποχρεώσεις οι οποίες τίθενται από τον Κανόνα καθώς και από τα επιχειρηματικά σχέδια της εταιρείας.

- ο έλεγχος της νομιμότητας της αμοιβής και άλλων ωφελειών, τα οποία συσσωρεύονται στο μάντζεμντ και στις σχέσεις και συναλλαγές της εταιρείας με συνδεδεμένες επιχειρήσεις, καθώς και με άλλες επιχειρήσεις στον οποίων το μετοχικό κεφάλαιο, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου συμμετέχουν με ποσοστό άνω του 10%.

Ο κώδικας επίσης απαιτεί εξωτερικό ανεξάρτητο ελεγκτή, ο οποίος θα παρέχει στις αρμόδιες υπηρεσίες, την άποψη του σχετικά με την αποτελεσματικότητα του τμήματος εσωτερικού ελέγχου. Οι εισηγμένες επιχειρήσεις είναι επίσης υποχρεωμένες να σχηματίζουν ένα τμήμα εξυπηρέτησης επενδυτών, με την ευθύνη να παρέχουν πληροφορίες σχετικά με τα εταιρικά ζητήματα, την άσκηση των επενδυτικών δικαιωμάτων, την πορεία και την πρόοδο της επιχείρησης.

Μία άλλη σημαντική εξέλιξη, το 2000, για την ενίσχυση των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης ήταν το νέο πλαίσιο για τις προτάσεις εξαγορών (Απόφαση 1/195/2000) .

Οι προαιρετικές αρχές εταιρικής διακυβέρνησης από το Σύνδεσμο Ελλήνων Βιομηχάνων

Τον Αύγουστο του 2000, ο Σύνδεσμος Ελλήνων Βιομηχάνων, παρουσίασε τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης που αφορούσαν όλες τις εταιρείες, αλλά κυρίως τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Η συμμόρφωση με αυτές τις αρχές είναι προαιρετική. Οι κύριες προτάσεις περιλαμβάνουν:

∅ την εγκαθίδρυση επιτροπών σε επίπεδο Διοικητικού Συμβουλίου, οι οποίες θα αποτελούνται στην πλειοψηφία τους από μη εκτελεστικά μέλη.

∅ την εφαρμογή εσωτερικού ελέγχου από ένα συγκεκριμένο τμήμα ή άτομο.

Οι αρχές αυτές δεν αναφέρονται στο ζήτημα της ίσης μεταχείρισης των μετόχων και των δικαιωμάτων των ενδιαφερομένων μερών. Επίσης δεν περιλαμβάνουν προτάσεις, σχετικά με την προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων, το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών, την αμοιβή των μη εκτελεστικών συμβούλων και το διαχωρισμό της θέσης του διευθύνοντα συμβούλου και του προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου.

Το σύστημα αξιολόγησης εταιρικής διακυβέρνησης από το Πανεπιστήμιο Αθηνών

Το Μάρτιο του 2002, το Κέντρο Χρηματοοικονομικών Μελετών του Πανεπιστημίου Αθηνών, παρουσίασε τη μεθοδολογία του για την αξιολόγηση της εταιρικής διακυβέρνησης, στο Χ.Α.Α. Η ομάδα έρευνας, έπειτα από άδεια από το Χ.Α.Α., δημιούργησε μια ειδική επιτροπή συμβούλων γύρω από την εταιρική διακυβέρνηση, η οποία αποτελούνταν από μέλη με τις σχετικές αρμοδιότητες (την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, το Σύνδεσμο Ελλήνων βιομηχάνων, την Ένωση Θεσμικών επενδυτών, την Ελληνική Ένωση Τραπεζών το Σύνδεσμο Μελών του Χ.Α.Α.). Η ομάδα αυτή προχώρησε σε αξιολογήσεις του επιπέδου της εταιρικής διακυβέρνησης στις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρείες.

Ο Νόμος για την εταιρική διακυβέρνηση

Η πιο σημαντική εξέλιξη στην Ελλάδα, το 2002, ήταν ο Νόμος για την Εταιρική Διακυβέρνηση από το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας που βασιζόταν στο αρχικό σχέδιο της Επιτροπής για την Εταιρική Διακυβέρνηση (ν. 3016/2002: «Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις»). Ο νόμος, ο οποίος άρχισε να ισχύει από το Μάιο του 2002, επέφερε θεμελιώδεις εταιρικές υποχρεώσεις σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση και είχε σκοπό να προωθήσει την ενίσχυση της διαφάνειας και να αυξήσει την αυτοπεποίθηση των επενδυτών. Οι βασικές απαιτήσεις με βάση αυτό το νόμο είναι οι ακόλουθες :

Η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου

Ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να είναι μικρότερος από το 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών του συμβουλίου. Τουλάχιστον δύο ανεξάρτητα, μη εκτελεστικά μέλη πρέπει να υπάρχουν στο Διοικητικό Συμβούλιο. Η συμμόρφωση με αυτήν τη διάταξη δεν είναι υποχρεωτική, εάν αντιπρόσωποι των μετόχων της μειοψηφίας συμμετέχουν ως μέλη στο Διοικητικό Συμβούλιο.

Κατά τη διάρκεια της θητείας τους, τα ανεξάρτητα, μη εκτελεστικά μέλη δεν μπορούν να έχουν πάνω από το 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας και να έχουν σχέση εξάρτησης με την επιχείρηση ή με άτομα συνδεδεμένα με αυτήν.

Η αμοιβή των μη εκτελεστικών μελών

Ο μισθός και οι λοιπές ανταμοιβές των μη εκτελεστικών μελών, καθορίζονται με βάση το ν. 2190/1920 και είναι ανάλογες με το χρόνο που αφιερώνουν στις συναντήσεις του συμβουλίου και στην εκπλήρωση των ευθυνών τους οι οποίες ορίζονται από αυτό το νόμο. Η συνολική ανταμοιβή των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να αναφέρεται στις ετήσιες χρηματοοικονομικές εκθέσεις.

Εσωτερικός έλεγχος

Η ύπαρξη και η λειτουργία ενός τμήματος ελέγχου είναι προϋπόθεση για την αποδοχή δημόσιας προσφοράς των μετοχών της εταιρείας ή άλλων τίτλων. Ο έλεγχος εκτελείται από το κατάλληλο τμήμα. Οι ελεγκτές είναι ανεξάρτητοι στην εκτέλεση των καθηκόντων τους και δεν αναφέρονται σε κανένα άλλο τμήμα της επιχείρησης, ενώ επιβλέπονται από ένα έως τρία μη εκτελεστικά μέλη του συμβουλίου.

Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου

Σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου μέσω εισροής μετρητών, το συμβούλιο είναι υποχρεωμένο να καταθέσει μία έκθεση στο Συμβούλιο των Μετόχων που θα αναφέρεται στις γενικές οδηγίες του επενδυτικού σχεδίου της εταιρείας, καθώς και μία αναφορά της χρήσης του κεφαλαίου κατά την προηγούμενη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, εάν αυτή συνέβη μέσα στα προηγούμενα τρία χρόνια. Οποιαδήποτε απόκλιση στη χρήση του κεφαλαίου μπορεί να αποφασιστεί από το

Διοικητικό Συμβούλιο, από τα 3/4 της πλειοψηφίας των μελών του και πρέπει να εγκριθεί από τη γενική συνέλευση των μετόχων.

Τα ποιοτικά κριτήρια από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Μερικούς μήνες αργότερα, τον Ιούλιο του 2002, Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ανακοίνωσε τα ποιοτικά κριτήρια που καλύπτουν την εταιρική διακυβέρνηση, τη διαφάνεια και την επικοινωνία με τους επενδυτές. Τα ποιοτικά αυτά κριτήρια, έχουν αναπτυχθεί κατ' ακολουθία μιας μελέτης από το τμήμα έρευνας και ανάπτυξης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και οριστικοποιήθηκαν έπειτα από συνεννόηση με τις εισηγμένες επιχειρήσεις και τις ενώσεις που τις εκπροσωπούν. Η εφαρμογή των κριτηρίων είναι προαιρετική και είναι πρόσθετη στις απαιτήσεις, τις οποίες οι εισηγμένες εταιρείες έχουν υποχρέωση να πληρούν. Συγκεκριμένα, διακρίνονται τρεις ομάδες κριτηρίων:

- ∅ Διαφάνειας και επικοινωνίας των εταιρειών με τους επενδυτές (με την ύπαρξη ιστοσελίδας της εταιρείας στο διαδίκτυο όπου θα εμφανίζονται πληροφορίες για τον οργανισμό, το εταιρικό προφίλ καθώς και χρηματοοικονομικά και χρηματιστηριακά δεδομένα, με την συμμετοχή σε ημερίδες ενημέρωσης επενδυτών και με την λειτουργία Τμήματος/Μονάδας σχέσεων με τους Επενδυτές).
- ∅ Εταιρικής διακυβέρνησης και
- ∅ Διατήρησης του ποσοστού ελεύθερης διασποράς

Μέσω αυτών των κριτηρίων επιδιώκεται:

- 1) Η καλύτερη προβολή των εταιρειών προς τους επενδυτές,
- 2) Η διαφάνεια των λειτουργιών των εταιρειών, που διασφαλίζεται μέσω της επιτάχυνσης των διαδικασιών έγκαιρης και αποτελεσματικής διάχυσης της απαραίτητης πληροφόρησης προς τους μετόχους και τους συμβούλους τους, αλλά και προς τους εγχώριους και ξένους θεσμικούς επενδυτές,
- 3) Η προώθηση της εφαρμογής των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης,
- 4) Η ενημέρωση του επενδυτικού κοινού, πέρα από τις υποχρεώσεις που ορίζει η ισχύουσα νομοθεσία και
- 5) Η δυνατότητα επιλογής εναλλακτικών επενδυτικών ευκαιριών.

Κάθε μία από τις παραπάνω ομάδες κριτηρίων, καλυπτόμενη από ένα σχετικό ερωτηματολόγιο, αντιπροσωπεύει προτάσεις οι οποίες συνίστανται κυρίως στην καλύτερη και πιο αποτελεσματική επικοινωνία των εισηγμένων εταιρειών με τους επενδυτές. Η υιοθέτηση των κριτηρίων είναι στη διακριτική ευχέρεια των εισηγμένων εταιρειών. Παρόλο που το Χ.Α.Α. δηλώνει ξεκάθαρα ότι η υιοθέτηση των παραπάνω κριτηρίων είναι προαιρετική, ανακοινώνει σε διαρκή βάση μία λίστα με τις εισηγμένες επιχειρήσεις κατατάσσοντας αυτές με βάση το βαθμό που ικανοποιούν τα παραπάνω κριτήρια.

Η δομή της ιδιοκτησίας και τα δικαιώματα ψήφου στις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις

Στις εισηγμένες επιχειρήσεις στην Ελλάδα, όπως και σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες, η ιδιοκτησία είναι συγκεντρωτική. Μεγάλες οικογένειες συνήθως ελέγχουν τις περισσότερες επιχειρήσεις και τα μέλη των οικογενειών αυτών συνήθως αποτελούν τους ανώτατους μάντζερ. Επιπρόσθετα, το κράτος ελέγχει μεγάλο ποσοστό των ψήφων σε ένα σημαντικό αριθμό των εισηγμένων εταιρειών. Εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης παρουσιάζουν μία περισσότερο δεισπαρμένη ιδιοκτησία και έλεγχο απ' ότι οι επιχειρήσεις μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης. Έτσι το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης αναδύεται ως μια σύγκρουση μεταξύ «ισχυρών μετόχων και αδύναμων ιδιοκτητών της μειοψηφίας», αντί να είναι διαμάχη μεταξύ «ισχυρών μάντζερ και αδύναμων ιδιοκτητών». Το αγγλοσαξονικό μοντέλο ιδιοκτησίας περιγράφει τις τελευταίες διαμάχες ενώ το ηπειρωτικό ευρωπαϊκό μοντέλο ιδιοκτησίας τις πρώτες.

Το τμήμα ερευνών της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, υπολόγισε τη διασπορά της ιδιοκτησίας των εισηγμένων εταιρειών, για το Σεπτέμβριο του 2001. Όταν ο μεγαλομέτοχος ορίζεται ως ο μέτοχος ο οποίος έχει τουλάχιστον 5% του μετοχικού κεφαλαίου, η μέση διασπορά ιδιοκτησίας των εισηγμένων επιχειρήσεων είναι 47,22%. Τα αποτελέσματα αυτά δείχνουν ότι, ο ανταγωνισμός για έλεγχο σε επιχειρησιακό επίπεδο είναι σχετικά μικρός. Συνολικά, το Σεπτέμβριο του 2001, υπήρχαν 370 μετοχικοί τίτλοι οι οποίοι ανήκαν σε 974 μεγαλομετόχους. Υπάρχουν, κατά μέσο όρο, περίπου τρεις μεγαλομέτοχοι ανά εισηγμένη εταιρεία. Παρόλα αυτά οι εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης (FTSE-20) παρουσιάζουν ένα μεγαλύτερο βαθμό διασποράς της ιδιοκτησίας τους απ' ότι οι επιχειρήσεις μεσαίας κεφαλαιοποίησης (FTSE-40). Στις πρώτες, η διασπορά ιδιοκτησίας είναι 54,04% (52 μεγαλομέτοχοι), ενώ στις τελευταίες 44,4% (101 μεγαλομέτοχοι). Αυτή η τάση δικαιολογείται από τα αποτελέσματα.

Ο υψηλός βαθμός συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας είναι, συνακόλουθος των αποτελεσμάτων, στις περισσότερες χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης. Στην Ιταλία ο μεγαλύτερος μέτοχος στις εισηγμένες επιχειρήσεις είχε κατά μέσο όρο 48% των συνολικών δικαιωμάτων ψήφου, ενώ οι τρεις μεγαλύτεροι μέτοχοι είχαν 62%. Κάτι παρόμοιο ισχύει στη Γαλλία με την συγκέντρωση της ιδιοκτησίας για τις εισηγμένες επιχειρήσεις να φτάνει στο 56%. Μία μελέτη σε ένα δείγμα 3740 εταιρειών σε πέντε δυτικοευρωπαϊκές χώρες (Γαλλία, Ισπανία, Ιταλία και Ηνωμένο Βασίλειο) έδειξε ένα μικρό βαθμό διασποράς της ιδιοκτησίας (38,3% των εταιρειών). Επίσης αναφέρθηκε σημαντική συγκέντρωση της ιδιοκτησίας σε ένα μικρό αριθμό οικογενειών (οι οικογένειες ελέγχουν 43,9% των δυτικοευρωπαϊκών επιχειρήσεων).

Οι μεθοδολογίες αξιολόγησης της εταιρικής διακυβέρνησης για τις εισηγμένες επιχειρήσεις

Το κέντρο χρηματοοικονομικών μελετών του Πανεπιστημίου Αθηνών (2002), όπως αναφέρθηκε παραπάνω, έχει αναπτύξει μία μεθοδολογία αξιολόγησης της εταιρικής διακυβέρνησης για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρείες. Η προσπάθεια αυτή στόχευε στη δημιουργία ενός σημαντικού εργαλείου για όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη. Συγκεκριμένα οι στόχοι του συστήματος αξιολόγησης ήταν :

- ∅ η παραγωγή χρήσιμων αποτελεσμάτων για τη δημιουργία πολιτικών από τις συσχετιζόμενες αρχές (π.χ. το Χ.Α.Α., η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς).
- ∅ η παροχή ενός ανεξάρτητου και αξιόπιστου εργαλείου, για όλους τους επενδυτές, οι οποίοι πιστεύουν ότι μία προσεκτική παρακολούθηση των πρακτικών της εταιρικής διακυβέρνησης θα οδηγήσει σε αυξημένη, μακροχρόνια, αξία των μετοχών. Η σημασία αυτή αυξάνεται, στο πλαίσιο μιας ανοιχτής κεφαλαιαγοράς, με «απαιτητικούς» διεθνείς επενδυτές.
- ∅ η παροχή αναλυτικής αξιολόγησης που να αφορά όλα τα κριτήρια εταιρικής διακυβέρνησης για κάθε εταιρεία.

Η συμπεριφορά των εταιρειών γύρω από την εταιρική διακυβέρνηση αξιολογήθηκε το 2001, μέσω των παρακάτω κυρίων κριτηρίων εταιρικής διακυβέρνησης:

- ∅ τα δικαιώματα και υποχρεώσεις των μετόχων (π.χ. σεβασμός της αρχής μία μετοχή μία ψήφος, μηχανισμοί άμυνας απέναντι στις εξαγορές, περιορισμοί

δικαιωμάτων ψήφου, θέματα σχετικά με τις ψηφοφορίες, οι προτάσεις των μετόχων και οι διαδικασίες ψηφοφορίας)

- ∅ διαφάνεια και αξιοπιστία της πληροφορίας και του ελέγχου (π.χ. ποιότητα και ποσότητα της παρεχόμενης πληροφορίας, λογιστικά πρότυπα και πρότυπα ελέγχου, πληροφορίες σχετικά με τους μεγαλομετόχους της εταιρείας).
- ∅ το Διοικητικό Συμβούλιο (π.χ. ανεξάρτητα μέλη, διαχωρισμός του ρόλου του προέδρου με αυτόν του διευθύνοντα συμβούλου, ο σχεδιασμός διαδοχών, η εκλογή του συμβουλίου, οι αμοιβές των μελών, και τα έργα των επιτροπών του συμβουλίου).
- ∅ εκτελεστικό μάνατζμεντ (π.χ. τα καθήκοντα και οι ευθύνες του διευθύνοντα συμβούλου και του εκτελεστικού μάνατζμεντ, η αμοιβή των εκτελεστικών στελεχών).
- ∅ η αφοσίωση στην εταιρική διακυβέρνηση, ο ρόλος των παραγόντων και η κοινωνική εταιρική υπευθυνότητα (π.χ. η παρουσία συγκεκριμένων κατευθυντήριων γραμμών για την εταιρική διακυβέρνηση, οι οποίες θα προέρχονται από την εταιρεία, η αύξηση της κοινωνικής υπευθυνότητας και της φιλανθρωπίας).

Τα πέντε αυτά κριτήρια αποτελούνταν από συνολικά 37 επιμέρους δείκτες. Το τελικό αποτέλεσμα βασιζόταν σε απαντήσεις δια μέσου, πρόσωπο με πρόσωπο συνεντεύξεων, των 120 εισηγμένων εταιρειών, οι οποίες αντιπροσώπευαν παραπάνω από το 85% της κεφαλαιοποίησης στην αγορά. Τα συμπεράσματα από αυτήν την μελέτη συνοψίζονται παρακάτω :

- ∅ η συστηματική αξιολόγηση της εταιρικής διακυβέρνησης είναι εφικτή στην Ελλάδα, τόσο σε επίπεδο μεθοδολογίας όσο και σε επίπεδο ενδιαφέροντος, της πλειονότητας των εισηγμένων επιχειρήσεων.
- ∅ οι εταιρείες έδειξαν μεγάλο ενδιαφέρον στη σύγκριση των αποτελεσμάτων, της δικής τους αξιολόγησης με την άριστη βαθμολογία και με το μέσο όρο. Το αποτέλεσμα ήταν λοιπόν ένα σημαντικό εργαλείο συγκριτικής αξιολόγησης (benchmarking).

- ∅ η ελληνική κεφαλαιαγορά, κατά μέσο όρο, φαίνεται να συμβαδίζει ικανοποιητικά με τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης. Όμως πιθανές αλλαγές στη μεθοδολογία μπορεί να αλλάξουν αυτό το συμπέρασμα σε μεγάλο βαθμό. Η υιοθέτηση μιας ενεργούς πολιτικής συμμόρφωσης με τις διεθνείς «καλές πρακτικές» είχε ήδη αρχίσει να εφαρμόζεται από συγκεκριμένες ελληνικές επιχειρήσεις, αλλά αργά η γρήγορα όλες θα πρέπει να διαπιστώσουν αυτό. Οι εταιρείες με μικρό βαθμό συμμόρφωσης, διατρέχουν τον κίνδυνο μειωμένης ζήτησης για τις μετοχές τους, παρά την κερδοφορία τους.
- ∅ η πολιτική της εταιρικής διακυβέρνησης είναι μια δυναμική διαδικασία. Μία καλή αξιολόγηση, σε μια συγκεκριμένη στιγμή δε σημαίνει μακροχρόνια ασφάλεια.

Η ερευνητική ομάδα, βασισμένη στα αποτελέσματα της έρευνας, έκανε βασικές προτάσεις στις αρμόδιες αρχές καθώς και στις εταιρείες. Οι βασικές προτάσεις περιλαμβάνουν :

- ∅ τη χρήση της σύγχρονης τεχνολογίας για τη βελτίωση της άσκησης των δικαιωμάτων της μειοψηφίας των μετόχων.
- ∅ την αποσαφήνιση και βελτίωση του νομικού πλαισίου που καλύπτει προγράμματα διάθεσης μετοχών.
- ∅ τη βελτίωση στη δημοσιογραφική κάλυψη των εισηγμένων επιχειρήσεων.
- ∅ την ορθολογική οργάνωση των συναντήσεων των διοικητικών συμβουλίων.
- ∅ τη χρήση του ίντερνετ και του ηλεκτρονικού ταχυδρομείου από τις εισηγμένες επιχειρήσεις για επικοινωνία με τους μετόχους.
- ∅ τη χρήση της αγγλικής γλώσσας σε όλες τις ετήσιες εκθέσεις της εταιρείας, και τα δελτία τύπου.
- ∅ την ανάλυση, από την ομάδα του μάντζμεντ, οποιονδήποτε παρεκκλίσεων από τους προηγούμενα αναγγελθέντες στόχους.
- ∅ το διορισμό επαρκούς αριθμού από ανεξάρτητα, μη εκτελεστικά μέλη.

- Ø την ανάμιξη του συμβουλίου σε θέματα εταιρικής κοινωνικής υπευθυνότητας.
- Ø τον περιοδικό έλεγχο πιθανών συγκρούσεων συμφερόντων ανάμεσα στους ελεγκτικούς μηχανισμούς (εσωτερικός - εξωτερικός έλεγχος).

Επίσης υπήρχαν κάποιες επιπρόσθετες προοδευτικές προτάσεις:

- Ø η χρήση σύγχρονης τεχνολογίας για την διευκόλυνση των συναντήσεων των μετόχων.
- Ø η περιοδική επανεξέταση του μεγέθους του συμβουλίου
- Ø η εγκαθίδρυση επιτροπών του συμβουλίου
- Ø η εγκαθίδρυση κατευθυντήριων γραμμών εταιρικής διακυβέρνησης από τις εισηγμένες επιχειρήσεις.
- Ø η αξιολόγηση του Διοικητικού Συμβουλίου και της απόδοσης του διευθύνοντα συμβούλου
- Ø η ενσωμάτωση νέων μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο
- Ø αμοιβές συνδεδεμένες με την απόδοση για το εκτελεστικό μάντζμεντ.

Πίνακας 5.1 Η εξέλιξη της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα

Ημερομηνία	Δραστηριότητα
1998	Μελέτη του Χ.Α.Α. για την εταιρική διακυβέρνηση
1999, Απρίλιος	Αρχές ΟΟΣΑ για την εταιρική διακυβέρνηση
1999, Οκτώβριος	Κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης από την επιτροπή για την εταιρική διακυβέρνηση
2000	Τα υπουργεία Οικονομίας και Ανάπτυξης δημιουργούν μια νομοθετική επιτροπή για την εταιρική διακυβέρνηση
2000, Ιούλιος	Η απόφαση 1/195/2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς
2000, Νοέμβριος	Η απόφαση 5/204/2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς
2001, Αύγουστος	Αρχές εταιρικής διακυβέρνησης του Σ.Ε.Β.
2002, Μάρτιος	Σύστημα αξιολόγησης εταιρικής διακυβέρνησης από το Κέντρο Χρημ/κων Ερευνών του Πανεπιστημίου Αθηνών
2002, Μάιος	Νόμος 3016/2002
2002, Ιούλιος	Τα κριτήρια εταιρικής διακυβέρνησης από το Χ.Α.Α., που καλύπτουν τα θέματα της διαφάνειας και την επικοινωνίας με τους επενδυτές

Βιβλιογραφία

Ξένη βιβλιογραφία

1. Mertzanis H., (2001), “Principles of Corporate Governance in Greece”, Practice Based Papers, 2001
2. Spanos L. (2005), “Corporate Governance in Greece: developments and policy implications”, Corporate Governance: International Journal of Business in Society, Vol. 5, No. 1, pp. 15-30, 2005
3. Spanos L., Tsiouri L., Xanthakis M., “Corporate Governance Rating and Family Firms: The Greek Case”, University of Athens Economics Working Paper

Ελληνική βιβλιογραφία

1. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (2006), Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης και η Κοινωνική Ευθύνη των Επιχειρήσεων, ΕΚ 12/2006
2. Μούζουλας Σ, (2003), «Ο Ν. 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση», Εκδόσεις Σάκκουλα 2003
3. Νόμος 3016/2002, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, Τεύχος 1^ο, Αρ. Φύλλου 110, 17 Μαΐου 2002
4. Σύνδεσμος Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης ΣΕΒ, ΣΕΒ 2000
5. Τραυλός Γ. Νικόλαος, (2001), «Η ανάπτυξη συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης στις Κεφαλαιαγορές, Τάσεις – Η ελληνική οικονομία 2001, 170 - 182
6. Χάρτα Δικαιωμάτων και Υποχρεώσεων Συνδέσμου Ελληνικών Βιομηχανιών, ΣΕΒ, Μάιος 2005

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Η σύνδεση της εταιρικής διακυβέρνησης με την επιχειρησιακή απόδοση

6.1 Εισαγωγή

Η μέτρηση της εταιρικής διακυβέρνησης

Η έρευνα, για τη γνώμη των επενδυτών, από τους McKinsey & Company (2002), ασχολήθηκε με το πως ανταμείβει η αγορά μία καλή διακυβέρνηση. Οι επενδυτές δήλωσαν, ότι τοποθετούν την εταιρική διακυβέρνηση σε ίδιο επίπεδο με τους χρηματοοικονομικούς δείκτες, όταν πρέπει να αξιολογήσουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις. Μάλιστα έδειξαν, πως ήταν διατεθειμένοι να πληρώσουν υψηλότερη τιμή (premium) για τις εταιρείες οι οποίες παρουσίαζαν μία καλή διακυβέρνηση, το οποίο ξεκινούσε από 12% στην Βόρεια Αμερική και Δυτική Ευρώπη και έφτανε έως 30% στην Ανατολική Ευρώπη και την Αφρική.

Οι επενδυτές αναζητούσαν συγκεκριμένα περισσότερο έγκαιρες και ευρείες αποκαλύψεις, περισσότερο ανεξάρτητα συμβούλια, αποτελεσματικές διαδικασίες των συμβουλίων και αμοιβή άμεσα συσχετισμένη με την απόδοση. Τα παραπάνω, δείχνουν ξεκάθαρα, ποια είναι τα στοιχεία που πρέπει να λαμβάνονται υπόψιν όταν αξιολογείται η εταιρική διακυβέρνηση. Μία παρόμοια έρευνα από τον Standard and Poor's (2002), κατέληξε ότι, ο όγκος των πληροφοριών που παρέχονται στις ετήσιες εκθέσεις ήταν συσχετισμένος με τον κίνδυνο της αγοράς και τις αξιολογήσεις, δίνοντας στις επιχειρήσεις ένα χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου.

Ο Standard and Poor's, παρέχει σήμερα, μια υπηρεσία μέτρησης της διακυβέρνησης, η οποία περιλαμβάνει τη δομή της ιδιοκτησίας, τις εξωτερικές επιρροές, τα δικαιώματα των μετόχων, τις σχέσεις μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών, τη διαφάνεια, την αξιοπιστία, τον έλεγχο καθώς και τη δομή και αποτελεσματικότητα του συμβουλίου. Αυτές οι μελέτες, μεταξύ άλλων, δίνουν στις επιχειρήσεις μία λίστα με το τι πρέπει να

υπολογίζουν στις πρακτικές τους για την εταιρική διακυβέρνηση και επιδεικνύουν τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα μπορεί να προέλθουν από αυτές.

Η μέτρηση της απόδοσης

Τα συμβούλια πρέπει επίσης να φέρνουν αποτελέσματα. Η παρακίνηση των εργαζομένων επιτυγχάνεται, συχνά, μέσω μιας διαδικασίας η οποία περιγράφει τη στρατηγική της επιχείρησης σε κατανοητούς όρους, έτσι ώστε όλοι να συνειδητοποιούν τον τρόπο με τον οποίο μπορούν να προσφέρουν στην επιχείρηση. Οι βασικοί δείκτες της απόδοσης μιας επιχείρησης, επιλέγονται με τέτοιο τρόπο ώστε να μπορούν να δείξουν, πόσο καλά προχωράει μία επιχείρηση στην εκτέλεση της στρατηγικής της.

Πολλές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν ευρύτερα κριτήρια μέτρησης της απόδοσης τους. Μια έρευνα από το Κέντρο Επιχειρησιακής Απόδοσης του Cranfield (2003) αναφέρει μερικά από τα βασικά χαρακτηριστικά μιας καλής μέτρησης της απόδοσης:

- ∅ ευρεία κριτήρια μέτρησης
- ∅ δομημένη κατανόηση της στρατηγικής
- ∅ παροχή επανατροφοδότησης σχετικά με την απόδοση
- ∅ η χρησιμοποίηση της επανατροφοδότησης για την ανεύρεση πιθανών αποκλίσεων και την απόφαση νέων κινήσεων.

Η έρευνα από τους Ittner και Larcker (2003), έδειξε ότι οι επιχειρήσεις που με συνέπεια δημιουργούν, αιτιώδη μοντέλα για την επιχείρησή τους, κατά μέσο όρο, είχαν, 2,9% υψηλότερη απόδοση κεφαλαίων και 5% υψηλότερη απόδοση ιδίων κεφαλαίων, από αυτές που δεν είχαν. Αυτό οφείλεται, στο ότι οι επιχειρήσεις που κατανοούν καλύτερα τον τρόπο με τον οποίο λειτουργούν, γνωρίζουν τις κινήσεις που πρέπει να κάνουν έτσι ώστε να βελτιώσουν την απόδοσή τους. Τα κριτήρια μέτρησης που επιλέγονται πρέπει να αντιπροσωπεύουν τους στόχους της επιχείρησης και να προέρχονται από μια βαθύτερη κατανόηση του τρόπου με τον οποίο λειτουργεί η εταιρεία.

Κατά την επιλογή των κριτηρίων μέτρησης της απόδοσης πρέπει να λαμβάνονται υπ' όψιν τα παρακάτω :

- Ø η επιλεκτική επιλογή κριτηρίων μέτρησης
- Ø η μη ύπαρξη υπερβολικά μεγάλου αριθμού κριτηρίων
- Ø η εστίαση σε αυτό που πρέπει να μετρηθεί και όχι σε αυτό που μπορεί να μετρηθεί
- Ø η αποφυγή της αναδιαμόρφωσης παλαιότερων κριτηρίων μέτρησης
- Ø η δημιουργία μοντέλων της επιχείρησης που θα αναπαριστούν τη λογική γύρω από τα κριτήρια.

Η χρησιμοποίηση των κριτηρίων μέτρησης

Στη φάση, χρησιμοποίησης των κριτηρίων μέτρησης, είναι πολύ σημαντική η χρήση της πληροφοριακής τεχνολογίας (Information Technology), η οποία μπορεί να προσθέσει σημαντική αξία, αποτελώντας ένα μηχανισμό για τη συλλογή, αποθήκευση και ανάλυση των κατάλληλων πληροφοριών και μετρήσεων. Οι πληροφορίες από τα βασικά συστήματα συναλλαγών και τις εξωτερικές πηγές μπορούν να συγκεντρωθούν και μετέπειτα να γίνουν διαθέσιμες για περαιτέρω ανάλυση.

Συμπεράσματα

Δεδομένου ότι, τα συμβούλια πρέπει να μετρούν την αποτελεσματικότητα της διακυβέρνησής τους, τόσο εσωτερικά όσο και εξωτερικά της επιχείρησης, δημιουργούνται τα παρακάτω συμπεράσματα:

- Ø τα συμβούλια πρέπει να μετρούν την εξωτερική αντίληψη για τις πρακτικές τους σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση.
- Ø η μέτρηση της απόδοσης πρέπει να συνοδεύεται από συναφή πληροφορία σχετικά με την επιχείρηση και την παρούσα κατάστασή της,
- Ø τα κριτήρια μέτρησης πρέπει να είναι μοναδικά και προσαρμοσμένα στον οργανισμό και τη στρατηγική του για τον ανταγωνισμό.

- ∅ τα κριτήρια που επιλέγονται, για τη μέτρηση της απόδοσης, πρέπει να χρησιμοποιούνται για την προώθηση των συζητήσεων και τη λήψη αποφάσεων.
- ∅ πληροφορίες που θα έμεναν αχρησιμοποίητες, μπορούν να γίνουν άμεσα εκμεταλλεύσιμες με τη χρήση της πληροφοριακής τεχνολογίας.

6.2 Οι έρευνες που υποστηρίζουν την μη ύπαρξη σχέσης ανάμεσα στην εταιρική διακυβέρνηση και την επιχειρησιακή απόδοση

Πολλές από τις μέχρι σήμερα έρευνες, έχουν δείξει ότι δεν υπάρχει μία ισχυρή σύνδεση ανάμεσα σε αυτούς τους δύο παράγοντες. Μία μελέτη των McKinsey & Consultants εξέτασε, το κατά πόσο μπορούσε να αποδοθεί μία χρηματική αξία στην καλή διακυβέρνηση (1996, 1997). Ο ορισμός της καλής διακυβέρνησης σε αυτήν τη μελέτη πήγαζε από τις αντιλήψεις για τις βέλτιστες πρακτικές. Αποτελείτο, από την ύπαρξη μιας πλειοψηφίας εξωτερικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο, την παρουσία ανεξάρτητων συμβούλων, απαλλαγμένων από διασυνδέσεις με το μάνατζμεντ, οι οποίοι έχουν ένα σημαντικό ποσοστό μετοχών της επιχείρησης και οι οποίοι αμείβονται κυρίως με μετοχές. Η έρευνα αυτή ανακάλυψε ότι οι επενδυτές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν κατά μέσο όρο υψηλότερη τιμή (premium) 11% στις εταιρείες τις οποίες αντιλαμβάνονται πως έχουν καλύτερη διακυβέρνηση. Πρέπει να επισημανθεί όμως, ότι τα αποτελέσματα αυτής της έρευνας δεν παρουσιάζουν τις επιπτώσεις των βέλτιστων πρακτικών στην επιχειρησιακή απόδοση. Αντιθέτως, επιδεικνύουν την επιρροή που μπορεί να έχουν οι δημιουργηθείσες αντιλήψεις στους επενδυτές, για την ύπαρξη των βέλτιστων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης σε μία επιχείρηση. Το Business Week (από το 2000) έχει διεξάγει τρεις έρευνες για την εταιρική διακυβέρνηση μέχρι σήμερα. Σε αυτές χρησιμοποιήθηκαν τρία βασικά κριτήρια για την αξιολόγηση των συμβουλίων: η ανεξαρτησία του συμβουλίου, η υπευθυνότητα του συμβουλίου απέναντι στους μετόχους και η ποιότητα του συμβουλίου. Η έκθεση που προέκυψε μετά από αυτές τις έρευνες κατέληγε πως μία καλύτερη διακυβέρνηση δεν εξασφαλίζει ανώτερη απόδοση.

Μία άλλη, περισσότερο λεπτομερής ακαδημαϊκή έρευνα, για τις επιδράσεις των συμβουλίων στην απόδοση της εταιρείας, εστιάζεται σε θέματα όπως, το μέγεθος του συμβουλίου, την αντιπροσώπευση από εξωτερικούς συμβούλους, την αμοιβή των

συμβούλων, το υπόβαθρο και την εμπειρία τους, τη δυαδικότητα του διευθύνοντος συμβούλου και του προέδρου, την ανάμιξη του συμβουλίου στη δημιουργία της στρατηγικής, καθώς και σε άλλα χαρακτηριστικά του συμβουλίου (Finkelstein και Hambrick, 1996). Αυτή η έρευνα παρήγαγε ανάμεικτα αποτελέσματα, τα οποία όμως δεν μπορούν να υποστηρίξουν, ξεκάθαρα, οποιαδήποτε χαρακτηριστικά ενός συμβουλίου ως καθοριστικό παράγοντα της επιχειρησιακής απόδοσης. Ο λόγος για αυτά τα ανάμεικτα αποτελέσματα περιλαμβάνει, μεθοδολογικά ζητήματα όπως, η παράβλεψη κάποιων παραγόντων και της επίδρασής τους στο συμβούλιο και την επιχειρησιακή απόδοση, την μη επαρκή προσοχή στη δυναμικότητα κάποιων ομάδων, την πολυπλοκότητα κάποιων διαδικασιών οι οποίες δεν μπορούν να αποδοθούν σωστά από στατιστικά μοντέλα, και στις διαφορές στην αξιολόγηση των χαρακτηριστικών των συμβουλίων, ανάμεσα σε διαφορετικές έρευνες καθώς και τη χρήση διαφορετικών μέτρων υπολογισμού της απόδοσης.

Η έρευνα γύρω από τη δυαδικότητα διευθύνοντα συμβούλου και προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου

Οι εμπειρικές μελέτες, ενώ μερικές φορές υποστηρίζουν το διαχωρισμό της θέσης του διευθύνοντα συμβούλου με τον πρόεδρο του συμβουλίου, (π.χ. Rechner και Dalton, 1991), κάποιες άλλες φορές την αμφισβητούν. Οι Daily και Dalton (1997), παραδείγματος χάριν, ανακάλυψαν ότι οι διευθύνοντες σύμβουλοι που είναι επίσης πρόεδροι του Διοικητικού Συμβουλίου, δεν είναι απαραίτητα περισσότερο ανεξάρτητοι της επιρροής του συμβουλίου από ότι οι διευθύνοντες σύμβουλοι που δεν είναι και πρόεδροι. Οι Baliga, Moyer και Rao (1996), συμπέραναν, πως δεν υπάρχει κάποια σημαντική σχέση ανάμεσα στην, ύπαρξη ή μη δυαδικότητας, και την οργανωσιακή απόδοση. Οι Coles και Jarrell (1997) επίσης ανακάλυψαν πως δεν υπάρχει κάποια συστηματική σύνδεση ανάμεσα στη δυαδικότητα και την επιχειρησιακή απόδοση, συστήνοντας ότι «η μελέτη αποδεικνύει ότι η δυαδικότητα συσχετίζεται με συστηματικά χαμηλότερες ταμειακές ροές και αξία και όχι με υψηλότερες ροές και αξία».

Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα από 452 επιχειρήσεις, με βάση αξιολογήσεις του Forbes για τις 500 μεγαλύτερες αμερικανικές δημόσιες επιχειρήσεις, για την περίοδο 1984 - 1999, ο Yermack (1996), καταλήγει ότι οι επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερη αξία όταν οι θέσεις του διευθύνοντος συμβούλου και του προέδρου είναι διαχωρισμένες. Οι Core, Holthausen και Larcker (1999), ανακαλύπτουν ότι, η ανταμοιβή του διευθύνοντα συμβούλου είναι χαμηλότερη όταν οι θέσεις αυτές είναι διαχωρισμένες.

Οι έρευνες σχετικά με την σύνθεση εσωτερικών και εξωτερικών μελών του συμβουλίου

Μία πρόσφατη έρευνα αποκάλυψε πως δεν υπάρχουν επαρκή στοιχεία που αποδεικνύουν ότι, η αύξηση της αντιπροσώπευσης στο συμβούλιο από εξωτερικά μέλη μπορεί να βελτιώσει την απόδοση της επιχείρησης, ότι οι επιχειρήσεις που στο μεγαλύτερο ποσοστό τους αποτελούνται από εξωτερικούς συμβούλους αποδίδουν χειρότερα από άλλες, και ότι οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερο ποσοστό εσωτερικών συμβούλων αποδίδουν εξίσου καλά με επιχειρήσεις που έχουν μεγαλύτερο ποσοστό εξωτερικών συμβούλων (Bhagat και Black, 1999). Οι Wagner, Stimpert και Fubara (1998), έκαναν μια ανασκόπηση των εμπειρικών ερευνών που συσχετίζονται με τη σύνθεση του συμβουλίου και κατέληξαν ότι τα αποτελέσματα είναι αντιφατικά.

Μία άλλη πρόσφατη μετά - ανάλυση σε 37 δείγματα, που περιλαμβάνουν 7.644 επιχειρήσεις, κατέληξε ότι η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου μπορεί να «εξηγήσει» λιγότερο από 1% της χρηματοοικονομικής απόδοσης μιας επιχείρησης και η ύπαρξη περισσότερων εσωτερικών συμβούλων μπορεί να αιτιολογήσει μία μικρή επίδραση στην απόδοση. (Rhoades, Rechner, Sundaramurthy, 2000).

Οι Dalton et al. (1998) επιχείρησαν μία ανασκόπηση των αποτελεσμάτων από διάφορες εμπειρικές έρευνες για τις δύο αυτές πτυχές της εταιρικής διακυβέρνησης (τη δυαδικότητα διευθύνοντα συμβούλου και πρόεδρου και τη σύνθεση εσωτερικών και εξωτερικών μελών) και της σχέσης τους με την οργάνωση και απόδοση, και κατέληξαν επίσης σε αντιφατικά αποτελέσματα. Έπειτα σε μια μετά - ανάλυση τους, χρησιμοποιώντας δείγματα τα οποία περιελάμβαναν σχεδόν 13.000 οργανισμούς κατέληξαν ότι: «τα αποτελέσματα για τη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου και τη σύνδεση της με την επιχειρησιακή απόδοση, δείχνουν πως δεν υπάρχει καμία σχέση μεταξύ τους».

Σε μια πρόσφατη έρευνα του Sanjai Bhagat, δεν εντοπίστηκε κάποια συσχέτιση μεταξύ του βαθμού της ανεξαρτησίας του συμβουλίου και τεσσάρων κριτηρίων εταιρικής απόδοσης, συμπεριλαμβανομένων των χαρακτηριστικών της ιδιοκτησίας, του μεγέθους του συμβουλίου, του μεγέθους της εταιρείας, και του κλάδου. Οι Bhagat και Black (2002), ανακάλυψαν ότι οι επιχειρήσεις με χαμηλή απόδοση, ήταν περισσότερο πιθανό να αυξήσουν την ανεξαρτησία του συμβουλίου τους. Μία άλλη μελέτη από τους MacAvoy και Ira Millstein, εντόπισε μια θετική σχέση ανάμεσα σε ένα τρόπο μέτρησης της ανεξαρτησίας και ένα τρόπο μέτρησης της επιχειρησιακής απόδοσης (Economic Value Added).

Οι διαφορετικές μεθοδολογικές προσεγγίσεις μπορούν να εξηγήσουν, εν μέρη, τη διαφορά μεταξύ των αποτελεσμάτων των MacAvoy και Millstein, και των αποτελεσμάτων των άλλων ερευνητών. Οι μελέτες οι οποίες δεν βρήκαν καμία σχέση, είχαν κατηγοριοποιήσει τους συμβούλους με τη χρήση δημοσιευμένων στοιχείων και εκθέσεων που αφορούσαν τις σχέσεις των συμβούλων με τις επιχειρήσεις. Αυτά τα δημοσιοποιημένα έγγραφα και εκθέσεις έχουν δεχτεί κριτική από τους μετόχους, ως μη ολοκληρωμένα, επειδή δεν αποκαλύπτουν τους δεσμούς ανάμεσα στους συμβούλους και συγκεκριμένα στελέχη σε μία επιχείρηση (ειδικότερα τον διευθύνοντα σύμβουλο). Επίσης δεν περιλαμβάνονται δεδομένα σχετικά με συνδεδεμένα συμβούλια τα οποία, όπως έχει προαναφερθεί, προκύπτουν από την κοινή συμμετοχή συμβούλων στα διοικητικά συμβούλια ιδιωτικών επιχειρήσεων, πανεπιστημίων, ιδρυμάτων και άλλων οργανισμών.

Από την άλλη πλευρά οι MacAvoy και Millstein, μετρούσαν την ανεξαρτησία του συμβουλίου χρησιμοποιώντας τις απαντήσεις από μία έρευνα του Δημόσιου Συνταξιοδοτικού Συστήματος της California. Αυτές οι απαντήσεις, που επιπροσθέτως παρείχαν λεπτομερείς πληροφορίες σχετικά με τις διαδικασίες του συμβουλίου (και γι' αυτό το λόγο ήταν ευρύτερες), δημιούργησαν κάποιες βαθμολογίες. Αυτές οι βαθμολογίες συνδυάστηκαν με τις αξιολογήσεις των συγγραφέων για τον επαγγελματισμό των συμβουλίων. Για αυτό το λόγο, η μελέτη τους κατάφερε να συμπεριλάβει περισσότερα χαρακτηριστικά του συμβουλίου από τις υπόλοιπες.

Η γενικότερη αποτυχία άμεσης συσχέτισης της ανεξαρτησίας του συμβουλίου με την επιχειρησιακή απόδοση μπορεί να αντικατοπτρίζει και ένα άλλο θεμελιώδες ζήτημα. Τα εποπτικά καθήκοντα, τα οποία αποτελούσαν το κύριο θέμα της, μετά - Εργον διαμόρφωσης της ανεξαρτησίας, δηλαδή, του περιορισμού των αμοιβών, της διασφάλισης της ακεραιότητας των χρηματοοικονομικών εκθέσεων, της επιλογής των νέων συμβούλων, αποτελούν σημαντικά μέρη του ελεγκτικού ρόλου του συμβουλίου. Η διαδικασία του ελέγχου, απαιτεί από τους συμβούλους να προκαλούν και να διαπραγματεύονται με το μάντζιμντ και σε ορισμένες περιπτώσεις να απολύουν τον διευθύνοντα σύμβουλο. Δε θα πρέπει, συνεπώς, να εκπλήσσει το γεγονός ότι ορισμένες μελέτες έχουν ανακαλύψει, για παράδειγμα, ότι οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν συμβούλια με μεγαλύτερα επίπεδα ανεξαρτησίας, έχουν αντίστοιχα υψηλότερα επίπεδα απόδοσης των εκτελεστικών στελεχών.

Όμως, ο έλεγχος είναι μόνο ένας από τους ρόλους του συμβουλίου. Οι σύμβουλοι, συνεισφέρουν στην επιτυχία μιας επιχείρησης, δίνοντας συμβουλές στο ανώτατο

μάνατζμεντ, φέρνοντας την επιχείρηση σε επαφή με εξωτερικές πηγές και επικοινωνώντας με άλλα ενδιαφερόμενα μέρη όπως, διάφορες κοινότητες καθώς και με τους υπαλλήλους. Ο ερευνητής Jill Fisch, έχει ανακαλύψει ότι παρόλο που η ανεξαρτησία μπορεί να βελτιώσει την απόδοση των συμβούλων όσον αφορά το ελεγκτικό μέρος αυτής, μπορεί να οδηγήσει σε αντίθετα αποτελέσματα, όσον αφορά τα διοικητικά τους καθήκοντα.

Παραταύτα, η έλλειψη κάποιας σχέσης ανάμεσα στην ανεξαρτησία των συμβουλίων και την απόδοση, δε σημαίνει ότι η αυξημένη ανεξαρτησία είναι λανθασμένη επιλογή. Για παράδειγμα, όταν ένα συμβούλιο δεν μπορεί να ανταπεξέλθει στον ελεγκτικό του ρόλο, όταν η αμοιβή των στελεχών είναι υπερβολική σε σχέση με την απόδοσή τους, ένας αυξημένος αριθμός από ανεξάρτητους συμβούλους θα μπορούσε να μειώσει τη πιθανότητα επανάληψης του προβλήματος. Αλλά, η αυξημένη ανεξαρτησία του συμβουλίου δεν πρέπει να θεωρείται ως πανάκεια για την χαμηλή απόδοση της επιχείρησης ή την αποτυχία του συμβουλίου.

Οι αμυντικοί μηχανισμοί για τις εξαγορές

Οι αμυντικοί μηχανισμοί για τις εξαγορές, οι οποίοι προσπαθούν να εμποδίσουν την πώληση μιας επιχείρησης χωρίς την έγκριση του συμβουλίου της, χρησιμοποιούνται ευρέως στις αμερικανικές επιχειρήσεις. Καμία από τις αναδιαμορφώσεις της, μετά - Enron εποχής, δεν διευθέτησε άμεσα αυτούς τους μηχανισμούς, πιθανότατα επειδή η προσοχή είχε μετακινηθεί στην αξιοπιστία των χρηματοοικονομικών εκθέσεων και στο ρόλο των μελών του συμβουλίου. Παραταύτα, αυτό το ζήτημα συνεχίζει να παίζει ένα σημαντικό ρόλο στον τρόπο με τον οποίο αξιολογούν την εταιρική διακυβέρνηση οι θεσμικοί επενδυτές.

Υπάρχουν μάλιστα αρκετές εμπειρικές μελέτες, που αφορούν τη σχέση μεταξύ της επιχειρησιακής απόδοσης και της παρουσίας ή υιοθέτησης ενός συγκεκριμένου τέτοιου μηχανισμού. Όμως, τα αποτελέσματα αυτών των μελετών είναι αντιφατικά, κάτι που σημαίνει ότι χρειάζεται περαιτέρω έρευνα γύρω από την σχέση μεταξύ αυτών των αμυντικών μηχανισμών και άλλων χαρακτηριστικών μιας επιχείρησης.

Οι εμπειρικές μελέτες

Οι πρώτες μελέτες, σχετικά με την σχέση ανάμεσα στους αμυντικούς μηχανισμούς για τις εξαγορές και την επιχειρησιακή απόδοση, μελέτησαν την επίδραση που είχε στην

τιμή των μετοχών, η ανακοίνωση από ορισμένες επιχειρήσεις, ότι είχαν υιοθετήσει ένα συγκεκριμένο αμυντικό μηχανισμό. Αυτές οι μελέτες μέτρησαν την αντίδραση για ένα χρονικό διάστημα ορισμένων ημερών μετά την ανακοίνωση και παράγααν ανάμεικτα αποτελέσματα. Κάποιες εντόπισαν μία αρνητική επίδραση στην τιμή των μετοχών, ενώ άλλες δεν βρήκαν κάποια στατιστικά σημαντική επίδραση.

Ο Fosberg (1989), δεν εντοπίζει κάποια συσχέτιση ανάμεσα στο ποσοστό των εξωτερικών συμβούλων και σε διάφορους παράγοντες μέτρησης της απόδοσης (πωλήσεις, αριθμός υπαλλήλων, απόδοση ιδίων κεφαλαίων), επίσης οι Hermalin και Weisbach (1991), δεν βρίσκουν κάποια σύνδεση ανάμεσα στο ποσοστό των εξωτερικών συμβούλων και τον δείκτη Tobin's Q. Επιπρόσθετα, η έρευνα των Bhagat και Black (2002), δεν εντόπισε καμία σύνδεση ανάμεσα στο ποσοστό των εξωτερικών συμβούλων και την απόδοση των κεφαλαίων και των μετοχών.

Από την άλλη πλευρά, οι Baysinger και Butler (1985) και οι Rosenstein και Wyatt (1990), αποδεικνύουν ότι η αγορά ανταμείβει τις εταιρείες οι οποίες χρησιμοποιούν εξωτερικούς συμβούλους. Οι Brickley, Coles και Terry (1994), εντοπίζουν μία θετική συσχέτιση ανάμεσα στο ποσοστό των εξωτερικών συμβούλων και την αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς καθώς και Anderson, Mansi και Reeb (2004), αποδεικνύουν ότι το κόστος δανεισμού είναι αντιστρόφως ανάλογο της ανεξαρτησίας του συμβουλίου. Έτσι, η σχέση ανάμεσα στο ποσοστό των εξωτερικών συμβούλων, της ανεξαρτησίας του συμβουλίου και της απόδοσης της επιχείρησης, καθίσταται περίπλοκη. Οι μελέτες που χρησιμοποιούν δεδομένα από χρηματοοικονομικές εκθέσεις και τον δείκτη Tobin's Q, δεν βρίσκουν κάποιου είδους σύνδεση, ενώ από την άλλη πλευρά οι μελέτες που χρησιμοποιούν δεδομένα για τις αποδόσεις των μετοχών ή των ομολόγων βρίσκουν μία θετική συσχέτιση. Όμοια με την έρευνα των Hermalin και Weisbach (1991) και Bhagat και Black (2002), οι Brown και Caylor (2004), καταλήγουν πως δεν υπάρχει άμεση σχέση ανάμεσα, στο δείκτη Tobin's Q και την αύξηση της ανεξαρτησίας του συμβουλίου (στην πραγματικότητα εντοπίζεται το αντίθετο), αλλά διαπιστώνεται ότι, οι επιχειρήσεις με ανεξάρτητα διοικητικά συμβούλια έχουν υψηλότερη απόδοση ιδίων κεφαλαίων, μεγαλύτερο καθαρό περιθώριο κέρδους και υψηλότερη μερισματική απόδοση, κάτι το οποίο σημαίνει ότι η ανεξαρτησία του συμβουλίου συνδέεται άμεσα με άλλες σημαντικές μετρήσεις της επιχειρησιακής απόδοσης εκτός από τον προαναφερθέντα δείκτη⁴⁰.

⁴⁰ Brown L., (2004), Caylor M., "Corporate Governance and Firm Performance", Georgia State University, December 7, 2004, pp. 5 - 8

Ο Klein (2002), καταγράφει μία αρνητική σχέση ανάμεσα στη διαχείριση των εσόδων και την ανεξαρτησία της επιτροπής ελέγχου και οι Anderson et al. (2004) ανακαλύπτουν ότι, οι πλήρως ανεξάρτητες επιτροπές ελέγχου έχουν χαμηλότερα κόστη χρηματοοικονομικού δανεισμού. Οι Frankel, Johnson και Nelson (2002), παρουσιάζουν μία αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στη διαχείριση των εσόδων και την ανεξαρτησία των ελεγκτών αλλά από την άλλη πλευρά οι Ashbaugh, Lafond και Mayhew (2003), αμφισβητούν την ύπαρξη αρκετών αποδεικτικών στοιχείων. Οι Kinrey, Palmrose και Scholz (2004), δεν βρίσκουν κάποια σύνδεση ανάμεσα στις επανατοποθετήσεις των εσόδων και στα ποσά που πληρώνονται για το σχεδιασμό και την εφαρμογή χρηματοοικονομικών πληροφοριακών συστημάτων ή εσωτερικών υπηρεσιών ελέγχου, και οι Agrawal και Chadha (2005), βρίσκουν πως δεν υπάρχει κάποια σχέση ανάμεσα στην ανεξαρτησία της επιτροπής ελέγχου και την πιθανότητα μιας επιχείρησης να τα επανατοποθετήσει τα έσοδα της⁴¹.

Στην έρευνα των Brown και Caylor εντοπίζονται επιπρόσθετα αποδεικτικά στοιχεία για το συσχετισμό ανάμεσα στους, σχετικούς με τον έλεγχο, παράγοντες της διακυβέρνησης και την επιχειρησιακή απόδοση δείχνοντας ότι:

- 1) Από μόνες τους, οι ανεξάρτητες επιτροπές ελέγχου είναι θετικά συσχετισμένες με τη μερισματική απόδοση, αλλά όχι με την λειτουργική απόδοση ή την αξία της επιχείρησης,
- 2) Οι αμοιβές που δίνονται στους ελεγκτές για τις συμβουλευτικές τους υπηρεσίες (και όχι τις υπηρεσίες ελέγχου) είναι αρνητικά συσχετισμένες με αρκετά κριτήρια μέτρησης της απόδοσης.
- 3) Μία επιχείρηση, που έχει κάποια επίσημη πολιτική για ένα πρόγραμμα εναλλαγής των ελεγκτών, είναι θετικά συσχετισμένη με την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων αλλά με κανένα άλλο κριτήριο μέτρησης της απόδοσης.

Βασιζόμενοι σε ένα δείγμα 100 εταιρειών από τη λίστα του Fortune, για την περίοδο 1997 – 1999, οι Fich και Shivdasani (2004), καταλήγουν ότι οι επιχειρήσεις με προγράμματα διάθεσης μετοχών στους συμβούλους, έχουν υψηλότερο δείκτη τρέχουσας τιμής μετοχής προς λογιστική τιμή μετοχής καθώς και υψηλότερη

⁴¹ Brown L., (2004), ο.π. pp. 5 - 8

κερδοφορία και παρατηρούν μια θετική αντίδραση από την χρηματιστηριακή αγορά όταν οι επιχειρήσεις ανακοινώνουν τέτοιου είδους προγράμματα.

Οι Gompers, Ishii και Metrick (2003), χρησιμοποιούν δεδομένα από το Κέντρο Ερευνών "Investor Responsibility Research Center", και διαπιστώνουν ότι οι επιχειρήσεις με λιγότερα δικαιώματα για τους μετόχους, έχουν χαμηλότερες αξιολογήσεις και χαμηλότερες αποδόσεις του μετοχικού τους κεφαλαίου. Οι παραπάνω στην έρευνα τους, περιλαμβάνουν την ομαδοποίηση 24 παραγόντων εταιρικής διακυβέρνησης σε 5 ομάδες: οι τακτικές για την καθυστέρηση επιθετικών εξαγορών, τα δικαιώματα ψήφου, η προστασία των συμβούλων, οι υπόλοιποι αμυντικοί μηχανισμοί ενάντια των εξαγορών και οι νόμοι του κράτους.

Οι εμπειρικές μελέτες γύρω από την εταιρική διακυβέρνηση και τη μακροπρόθεσμη απόδοση

Δύο στενά συνδεδεμένες ακαδημαϊκές μελέτες, οι οποίες εστιάζονται στην εταιρική διακυβέρνηση και τη μακροπρόθεσμη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων είναι αυτές των Gompers *et al.* (2003) και Drobetz *et al.* (2004). Οι Gompers *et al.* (2003), αναλύουν την επίδραση 24 παραγόντων διακυβέρνησης στις αποδόσεις των μετοχών, για περίπου 1500 αμερικανικές επιχειρήσεις, από το 1990 έως το 1999. Δημιουργούν χαρτοφυλάκια τα οποία αποτελούνται από εταιρείες που έχουν δημιουργήσει υψηλά εμπόδια εξαγοράς και χαρτοφυλάκια που περιλαμβάνουν επιχειρήσεις που δεν έχουν δημιουργήσει τέτοιου είδους εμπόδια.

Οι Drobetz *et al.* (2004), αναλύουν την επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στην απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου για την περίοδο 1998 – 2002, στη Γερμανία. Για να δημιουργήσουν το δείγμα τους απέστειλαν ερωτηματολόγια σε 253 γερμανικές επιχειρήσεις, σε διαφορετικά τμήματα της αγοράς και έλαβαν απαντήσεις από περίπου το 36% από αυτές. Ομοίως και αυτοί ακολουθούν τη μέθοδο της δημιουργίας χαρτοφυλακίων τα οποία αποτελούνται από καλά και άσχημα διακυβερνώμενες επιχειρήσεις.

Οι εμπειρικές μελέτες, που ερευνούν τη σχέση μεταξύ της αξίας της επιχείρησης και της εταιρικής διακυβέρνησης στην συνήθως αναλύουν, είτε τις διαφορές μεταξύ των χωρών και την επίδρασή τους στην αξία της επιχείρησης είτε τις ενδοεπιχειρησιακές διαφορές μέσα σε μία χώρα. Ένα σημαντικό παράδειγμα του πρώτου τύπου μελετών είναι αυτό των LaPorta *et al.* (1999), οι οποίοι μελετούν τις διαφορές στα πρότυπα διακυβέρνησης

ανάμεσα σε 27 χώρες. Τα στοιχεία τους αποδεικνύουν ότι, οι εταιρείες που ανήκουν σε χώρες με καλύτερα πρότυπα διακυβέρνησης, τείνουν να έχουν μεγαλύτερη αξία. Παραδείγματα του δεύτερου τύπου μελετών είναι αυτά των Drobetz *et al.* (2004) για τη Γερμανία, των Gompers *et al.* (2003) για τις Ηνωμένες Πολιτείες, των De Jong *et al.* (2001) για την Ολλανδία και του Black (2002) για τη Ρωσία. Αυτές οι μελέτες, βρίσκουν μία θετική συσχέτιση ανάμεσα στα πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης και την αξία μιας επιχείρησης. Εάν συγκρίνει κανείς, τα αποτελέσματα αυτών των ερευνών, αξίζει να παρατηρηθεί ότι αυτή η συσχέτιση φαίνεται να είναι δυνατότερη στις χώρες με λιγότερο ανεπτυγμένα πρότυπα.

Δεν υπάρχουν πάρα πολλές εμπειρικές μελέτες οι οποίες να ερευνούν, την επίδραση μιας συνολικής ομάδας προτύπων διακυβέρνησης, στην επιχειρησιακή απόδοση. Οι περισσότερες μελέτες εστιάζουν στην επίδραση ενός μόνο παράγοντα της εταιρικής διακυβέρνησης στην επιχειρησιακή απόδοση. Εδώ πρέπει να αναφερθεί και πάλι η προσέγγιση των Gompers *et al.* (2003) των οποίων τα στοιχεία δείχνουν ότι, καλύτερα πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζουν θετικά την απόδοση μιας επιχείρησης όπως αυτή μετριέται από το καθαρό περιθώριο κέρδους και την απόδοση ιδίων κεφαλαίων για της Η.Π.Α.⁴².

What is the impact of Corporate Governance on Organizational Performance?

Loizos Heracleous, 2001

Στην έρευνα αυτή, γίνεται μία προσπάθεια, να εντοπιστεί το κατά πόσον υφίσταται σχέση ανάμεσα σε δύο από τις καλύτερες πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης (τη δυαδικότητα διευθύνοντα συμβούλου και προέδρου του διοικητικού Συμβουλίου και τη σύνθεση εσωτερικών και εξωτερικών μελών στο Συμβούλιο) και την επιχειρησιακή απόδοση. Τα τελικά αποτελέσματα δεν ανακαλύπτουν κάποιου είδους σύνδεση και προτείνουν 4 πιθανότητες στις οποίες οφείλεται αυτό. Πρώτον, η πιθανότητα οι βέλτιστες πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης να είναι όντως μη συσχετισμένες με την επιχειρησιακή απόδοση, δεύτερον, ότι η εφαρμογή των θεωρητικών σχέσεων στην πράξη έχει χαμηλή αξιοπιστία, τρίτον, ότι οι μελέτες είναι πολύ περιορισμένες, έχοντας ως στόχο την άμεση συσχέτιση των χαρακτηριστικών του συμβουλίου με την επιχειρησιακή απόδοση, παραβλέποντας άλλους σημαντικούς παράγοντες και

⁴² Drobetz W., (2002), "The impact of Corporate Governance on Firm Performance", University of Basel (2002), pp. 1 - 11

τέταρτον, την πιθανότητα ότι, οι διαφορετικοί τύποι οργανισμών απαιτούν διαφορετικές πρακτικές στην εταιρική διακυβέρνηση.

Πιθανότητα 1: τα χαρακτηριστικά που ερευνώνται και συσχετίζονται με τις καλύτερες πρακτικές δεν έχουν πραγματικά καμία σύνδεση με την επιχειρησιακή απόδοση.

Η αποδοχή αυτής της πιθανότητας θα σήμαινε, αποδοχή πολλών από τις πρόσφατες μετά - αναλύσεις εμπειρικών μελετών, οι οποίες δεν βρήκαν κάποια ιδιαίτερη σχέση ανάμεσα στις βέλτιστες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης και την επιχειρησιακή απόδοση.

Παρεμφερής με αυτή την πιθανότητα είναι και η ιδέα ότι, από τη μία πλευρά οι βέλτιστες πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να μην συσχετίζονται με την απόδοση, αλλά η «κακές πρακτικές» μπορεί να είναι ισχυρά συνδεδεμένες με την υπό - απόδοση.

Πιθανότητα 2: η εφαρμογή των θεωρητικών μοντέλων στην πράξη έχει μικρή αξιοπιστία

Η πιθανότητα 2, δείχνει πως πρέπει να δοθεί μεγαλύτερη προσοχή στη βελτίωση της αξιοπιστίας της εφαρμογής των θεωρητικών μοντέλων και να μεταφερθεί το ενδιαφέρον, στην πιθανή χρησιμότητα της παρακολούθησης της λειτουργίας των συμβουλίων στην πράξη, έτσι ώστε να αναγνωριστούν οι συμπεριφορές που έχουν μεγαλύτερη σημασία.

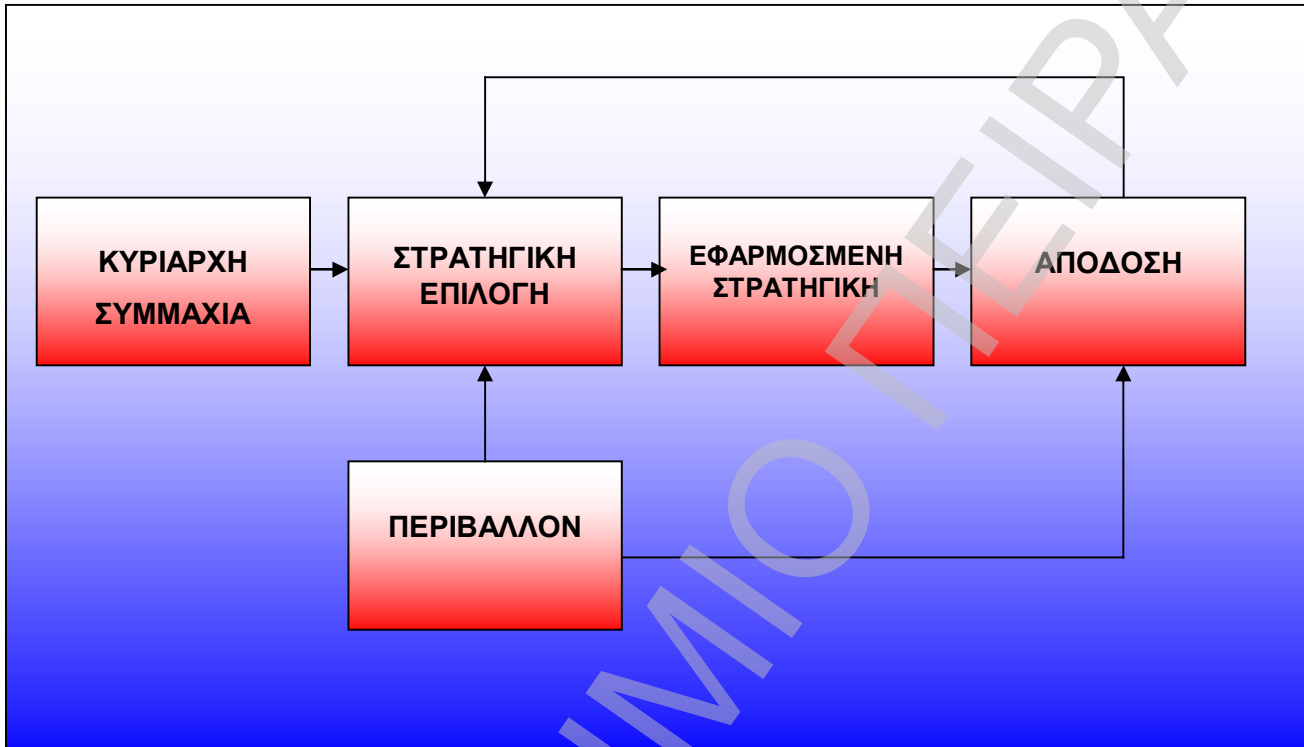
Πιθανότητα 3: Οι επιδράσεις διάφορων παραγόντων στην επιχειρησιακή απόδοση, είναι πολύ πολύπλοκες έτσι ώστε να είναι εφικτό να βρεθούν πιθανές σχέσεις, από ένα μικρό εύρος μελετών, για τα χαρακτηριστικά του συμβουλίου.

Στο σχήμα 6.1, παρουσιάζεται μια απλοποιημένη αναπαράσταση των βασικών παραγόντων που επηρεάζουν την επιχειρησιακή απόδοση. Δεδομένου ότι η επιχειρησιακή απόδοση επηρεάζεται από την στρατηγική της επιχείρησης και σε ένα μικρότερο βαθμό από διάφορους παράγοντες του μικρο και μακρο – περιβάλλοντος, τότε είναι προφανές ότι τα χαρακτηριστικά του συμβουλίου μπορεί να παίζουν πολύ μικρό ρόλο στην αλλαγή της απόδοσης αυτής.

Η πιθανότητα 3, δείχνει ότι πρέπει να αναπτυχθούν μεθοδολογίες οι οποίες θα μπορούν να συμπεριλάβουν πολλαπλούς συστημικούς και πολυδιάστατους

παράγοντες επηρεασμού της επιχειρησιακής απόδοσης και να αποφευχθούν μοντέλα τα οποία θα προσπαθούν να συσχετίσουν άμεσα τα χαρακτηριστικά ενός συμβουλίου με την απόδοση.

Σχήμα 6.1 Οι βασικοί παράγοντες επηρεασμού της επιχειρησιακής απόδοσης



Πηγή: Loizos Heracleous (2001), What is the impact of Corporate Governance on Organizational Performance?

Πιθανότητα 4: Διαφορετικοί τύποι οργανισμών, απαιτούν διαφορετικές πρακτικές διακυβέρνησης

Αυτή η πιθανότητα, αφήνει να εννοηθεί ότι υπάρχει ανάγκη για ενσωμάτωση στις μελέτες, διάφορων πτυχών των οργανισμών. Αυτό θα μπορούσε να μετακινήσει την προσοχή από την απλή ανάλυση του ελεγκτικού ρόλου του συμβουλίου, στον συμβουλευτικό, και όχι μόνο, ρόλο του και τις διασυνδέσεις του με εξωτερικές πηγές, καθώς και μία μεγαλύτερη εστίαση στις οργανωσιακές αρμοδιότητές του.

Empirical Evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance.

Rob Bauer, Nadja Guenster, Roger Otten, 2003

Αυτοί οι ερευνητές προσπάθησαν, μέσω του έργου τους, να εντοπίσουν κατά πόσο η καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση οδηγεί σε υψηλότερη απόδοση του κοινού μετοχικού κεφαλαίου και κατά πόσο αυξάνει την αξία μιας επιχείρησης στην Ευρώπη. Σε αυτή τη μελέτη χρησιμοποιήθηκαν οι αξιολογήσεις «Deminor Corporate Governance Ratings» για τις επιχειρήσεις που περιλαμβάνονται στον FTSE Eurotop 300. Ακολουθώντας την προσέγγιση των Gompers et al. (2003, Corporate Governance and Equity Prices), χρησιμοποιήθηκαν χαρτοφυλάκια τα οποία περιελάμβαναν επιχειρήσεις καλά διακυβερνώμενες και χαρτοφυλάκια με επιχειρήσεις οι οποίες δεν είχαν καλή διακυβέρνηση και συγκρίθηκαν οι αποδόσεις αυτών. Επίσης, μελετάται η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στην αξία μιας επιχείρησης. Τα αποτελέσματα δείχνουν μια θετική συσχέτιση μεταξύ αυτών των μεταβλητών και της εταιρικής διακυβέρνησης. Η συσχέτιση αυτή όμως, μειώνεται, όταν ληφθούν υπόψη κάποιοι ειδικοί παράγοντες για κάθε χώρα. Τέλος, η σχέση μεταξύ της εταιρικής κυβέρνησης και τις επιχειρησιακής απόδοσης αναλύεται με βάση το καθαρό περιθώριο κέρδους και την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Αντίθετα όμως με τους Gompers et al. (2003), δεν εντοπίζεται κάποια θετική σχέση.

Η εμπειρική ανάλυση

Εταιρική διακυβέρνηση και απόδοση μετοχικού κεφαλαίου

Για την ανάλυση της επίδρασης της εταιρικής διακυβέρνησης στην απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, χρησιμοποιούνται σταθμισμένα, με βάση την αξία, χαρτοφυλάκια εταιρικής διακυβέρνησης. Όλες οι εταιρείες κατατάχτηκαν με βάση το δείκτη τους για την εταιρική διακυβέρνηση στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση και το Ηνωμένο Βασίλειο.

Επειδή η απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου επηρεάζεται από την κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης και το δείκτη τρέχουσας τιμής μετοχής σε σχέση με την λογιστική της αξία (market-to-book ratio), χρησιμοποιείται το μοντέλο του Carhart (1997):

$$R_{LSt} = \alpha + \beta_1(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_2SMB_t + \beta_3HML_t + \beta_4MOM_t + e_t$$

Όπου, R_{Lst} είναι η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου μηδενικής επένδυσης, R_{mt} είναι η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου αγοράς, και R_{ft} είναι το μηνιαίο επιτόκιο απαλλαγμένο κινδύνου. είναι η μηνιαία απόδοση ενός χαρτοφυλακίου. SMB_t είναι η μηνιαία απόδοση ενός size-factor χαρτοφυλακίου, HML_t είναι η μηνιαία απόδοση ενός, book-to-price, factor mimicking, χαρτοφυλακίου. Η σταθερά «α» αντιπροσωπεύει την πλεονάζουσα απόδοση που θα μπορούσε να έχει κερδίσει ένας επενδυτής που θα ακολουθούσε αυτήν την επενδυτική στρατηγική.

Συνολικά, υπάρχουν κάποια επαρκή στοιχεία τα οποία, δείχνουν ότι η εταιρική διακυβέρνηση επηρεάζει θετικά την απόδοση του κοινού μετοχικού κεφαλαίου. Για το Ηνωμένο Βασίλειο, οι σταθερές παλινδρόμησης «α», είναι θετικές. Το ίδιο ισχύει και για αυτές των υπόλοιπων χωρών. Όμως αυτό το οποίο δεν έχει ληφθεί υπόψη σε αυτήν την έρευνα είναι οι διαφορές που παρουσιάζονται σε κάθε χώρα.

Εταιρική διακυβέρνηση και τρέχουσα αξία της επιχείρησης

Ο δείκτης **Tobin's Q** εξετάζει την τρέχουσα αξία μιας επιχείρησης σε σχέση με το κόστος αντικατάστασης των ενεργητικών στοιχείων της επιχείρησης. Δηλαδή:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Τρέχουσα Αξία Επιχείρησης}}{\text{Κόστος Αντικατάστασης ενεργητικών στοιχείων}}$$

Αν το $Q < 1$, τότε η επιχείρηση είναι υποψήφια να δεχθεί πρόταση για εξαγορά, αφού διαθέτει ενεργητικά στοιχεία μεγαλύτερης αξίας από τη συνολική αποτίμηση της από την αγορά. Αυτή η επιχείρηση με άλλη διοίκηση μπορεί να επιτύχει καλύτερα αποτελέσματα και έτσι να βελτιωθεί η εικόνα της στην αγορά. Αντίθετα αν $Q > 1$, η επιχείρηση θεωρείται καλή ευκαιρία για τους επενδυτές.

Επίσης σε αυτήν τη μελέτη χρησιμοποιείται η παρακάτω εξίσωση παλινδρόμησης στην προσπάθεια να διαχωριστούν οι παράγοντες που επηρεάζουν τον παραπάνω δείκτη. Η εξίσωση αυτή είναι :

$$Q_{it} = \alpha + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 BV_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 ROE_{i(t-1)} + \beta_5 SD_{it} + \epsilon_{it}$$

Όπου, CG_{it} είναι ο λογάριθμος της βαθμολόγησης της επιχείρησης, BV_{it} είναι ο λογάριθμος της ιστορικής αξίας των κεφαλαίων και AGE_{it} είναι ο λογάριθμος της ηλικίας της επιχείρησης σε χρόνια. Οι δείκτες ROE_{it} , $ROE_{i(t-1)}$, αντιπροσωπεύουν τον

σημερινό και τον περσινό δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης ενώ ο SD_{it} είναι ένα σύνολο τεχνητών μεταβλητών.

Τα συνολικά αποτελέσματα αναδεικνύουν ότι η αξία της επιχείρησης είναι θετικά σχετισμένη με την ποιότητα των προτύπων διακυβέρνησης στην Ευρώπη. Αυτή η σχέση είναι αρκετά ισχυρή πριν όμως γίνουν οι κατάλληλες μεταβολές που απαιτούνται για κάθε χώρα.

Η εταιρική διακυβέρνηση και η επιχειρησιακή απόδοση

Υπάρχουν δύο λόγοι για τους οποίους μια καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να αυξήσει την αξία μιας επιχείρησης. Πρώτον, η καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση, αυξάνει την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Οι επενδυτές μπορεί αντιληφθούν μια καλά διακυβερνώμενη επιχείρηση ως λιγότερο επικίνδυνη και να αναμένουν μικρότερο ποσοστό απόδοσης, κάτι το οποίο μπορεί να οδηγήσει σε αυξημένη αξία της επιχείρησης. Δεύτερον, η καλύτερα διακυβερνώμενες επιχειρήσεις μπορούν να έχουν αποτελεσματικότερες λειτουργίες, κάτι το οποίο μπορεί να οδηγήσει σε υψηλότερες μελλοντικές ταμειακές ροές. Σε αυτό το τμήμα μελετήθηκε η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη λειτουργική αποτελεσματικότητα, με βάση το καθαρό περιθώριο κέρδους (**NPM**) και την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (**ROE**). Για το λόγο αυτό χρησιμοποιήθηκαν οι δύο παρακάτω εξισώσεις παλινδρόμησης :

$$NMP_{it} = \alpha + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 BM_{it} + \beta_3 SD_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 BM_{it} + \beta_3 SD_{it} + \varepsilon_{it}$$

Όπου, CG_{it} είναι ο δείκτης αξιολόγησης της επιχείρησης για την εταιρική διακυβέρνηση, BM_{it} είναι ο λογάριθμος του και SD_{it} είναι ένα σύνολο τεχνητών μεταβλητών.

Όσον αφορά τη σχέση ανάμεσα στην εταιρική διακυβέρνηση και την απόδοση της επιχείρησης στην ευρωζώνη, τα συνολικά αποτελέσματα δείχνουν, να είναι αντίθετα των αναμενόμενων. Όχι μόνο δεν εντοπίζεται κάποια θετική συσχέτιση αλλά αντίθετα υπάρχει αρνητική σύνδεση ανάμεσα σε αυτούς τους δύο παράγοντες.

Συμπεράσματα

Η παραπάνω μελέτη ανέλυσε στη σχέση μεταξύ των διαφορετικών προτύπων εταιρικής διακυβέρνησης και της απόδοσης των κεφαλαίων, της εμπορικής αξίας και της λειτουργικής απόδοσης για τις περισσότερες επιχειρήσεις του δείκτη FTSE Eurotop 300 για τα έτη 2000 και 2001. Παρόλο που μέχρι τότε δεν υπήρχε σημαντική προϊστορία για τους δείκτες εταιρικής διακυβέρνησης, που να είναι διαθέσιμη, τα αποτελέσματα δίνουν σημαντικά στοιχεία για την επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ευρώπη.

Όταν, η απόδειξη της σχέσης μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης και της αξίας της επιχείρησης καθώς και της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων συνδυαστούν, σημαντικές διαφορές εντοπίζονται μεταξύ της αγοράς του Ηνωμένου Βασιλείου και των αγορών της ευρωζώνης. Παρόλο που βρέθηκαν υπερβολικά μεγάλες αποδόσεις σε μία στρατηγική εταιρικής διακυβέρνησης μηδενικής επένδυσης, δεν βρέθηκε κανένα αποδεικτικό στοιχείο για κάποια συσχέτιση μεταξύ της διακυβέρνησης και της αξίας της επιχείρησης. Αυτό το αποτέλεσμα δείχνει πως η αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου είναι ακόμα σε μία διαδικασία προσαρμογής. Μακροπρόθεσμα αυτό θα μπορούσε να μεταφραστεί σε μία υψηλότερη αξία για τις επιχειρήσεις με καλή διακυβέρνηση. Στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση, οι αποδόσεις αυτής της στρατηγικής, ήταν πολύ μικρότερες, ειδικότερα μετά την προσαρμογή στους παράγοντες κάθε χώρας. Αντιθέτως μία ισχυρότερη σχέση βρέθηκε ανάμεσα στην εταιρική διακυβέρνηση και την αξία της επιχείρησης. Αυτό μπορεί να δείχνει ότι, τα σύγχρονα πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης έχουν, σε ένα μεγάλο βαθμό, ήδη ενσωματωθεί στις τιμές των χρηματιστηριακών δεικτών. Το γεγονός ότι οι επενδυτές, στις εταιρείες της ευρωζώνης, υπολόγιζαν περισσότερο στα πρότυπα της διακυβέρνησης των εταιρειών από ότι οι επενδυτές στο Ηνωμένο Βασίλειο, μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός ότι οι χώρες της ευρωζώνης τείνουν να έχουν χαμηλότερα πρότυπα διακυβέρνησης. Αυτό το αποτέλεσμα συμβαδίζει με προηγούμενες συγκριτικές μελέτες, οι οποίες επίσης συμπεράνουν ότι τα χαμηλότερα πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να σημαίνουν ισχυρότερη σχέση μεταξύ της διακυβέρνησης και της αξίας της επιχείρησης.

6.3 Οι έρευνες που υποστηρίζουν την ύπαρξη σχέσης ανάμεσα στην εταιρική διακυβέρνηση και την επιχειρησιακή απόδοση

Οι επιχειρήσεις γνωρίζουν εδώ και πολλά χρόνια, ότι η καλή διακυβέρνηση επιφέρει καλή πίστη και αυτοπεποίθηση στους επενδυτές. Για αυτό το λόγο υπάρχει όλο και μεγαλύτερη ανάγκη βελτίωσης των πρακτικών της εταιρικής διακυβέρνησης των εταιρειών. Ένας σημαντικός αριθμός από πρόσφατες μελέτες, που προέρχονται από ακαδημαϊκούς κύκλους, παρουσιάζουν ότι η καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να αυξήσει την αξία μιας επιχείρησης. Για παράδειγμα, μία πρόσφατη έρευνα από τους Gompers, Ishii και Metrick (2003), δείχνει ότι οι επιχειρήσεις με ισχυρά δικαιώματα μετόχων, είχαν ετήσιες αποδόσεις οι οποίες ήταν κατά 8,5% μεγαλύτερες από αυτές που είχαν λιγότερο ισχυρά δικαιώματα. Επίσης, οι περισσότερο δημοκρατικές εταιρείες, είχαν καλύτερη αξιολόγηση, υψηλότερα κέρδη και μεγαλύτερη αύξηση των πωλήσεων τους.

Οι Gompers, Ishii και Metrick (2003), βαθμολόγησαν το επίπεδο των δικαιωμάτων των μετοχών, σε 1500 αμερικανικές επιχειρήσεις, από το Σεπτέμβριο του 1990 μέχρι το Δεκέμβριο του 1999, σε μία κλίμακα από το 1 έως το 24. Αυτή είναι η περίοδος, μέσα στην οποία το επίπεδο των δικαιωμάτων των μετόχων ξεκίνησαν να διαφέρουν σημαντικά, ανάμεσα στις εταιρείες. Οι επιχειρήσεις με τα ισχυρότερα δικαιώματα είχαν βαθμό εταιρικής διακυβέρνησης, μικρότερο από το 5 και ήταν μέρος του «δημοκρατικού χαρτοφυλακίου» ενώ αυτές με τα χαμηλότερα δικαιώματα, και βαθμό μεγαλύτερο του 14, αποτελούσαν το «δικτατορικό χαρτοφυλάκιο». Οι «δημοκρατικές» επιχειρήσεις είχαν μεγαλύτερη απόδοση σε σχέση με τις «δικτατορικές». Πιο συγκεκριμένα, μία επένδυση ενός δολαρίου σε ένα δημοκρατικό χαρτοφυλάκιο, την 1 Σεπτεμβρίου του 1990 θα είχε αυξηθεί σε 7,7 δολάρια το Δεκέμβριο του 1999, ή αλλιώς θα είχε αύξηση 23,3% ετησίως. Αντιθέτως, εταιρείες στο δικτατορικό χαρτοφυλάκιο θα είχαν αυξήσει αυτό το ποσό σε μόλις 3,39 δολάρια (ετήσια αύξηση 14%)⁴³.

Η επίδραση στις τιμές των μετοχών και την αξία της επιχείρησης

Τα προβλήματα της αντιπροσώπευσης, μπορεί να έχουν δύο επιδράσεις στην τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης. Μπορούν να επηρεάσουν: 1) τις προσδοκώμενες ταμειακές ροές που προστίθενται στους επενδυτές και 2) το κόστος κεφαλαίου.

⁴³ Drobetz W. (2002), ο.π. pp.1 - 11

Πρώτον, τα προβλήματα αντιπροσώπευσης, μπορεί να οδηγήσουν σε χαμηλή τιμή των μετοχών καθώς οι επενδυτές αναμένουν αποκλίσεις στις ταμιακές ροές. Τα θεωρητικά μοντέλα από τους La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer και Vishny (2002), προβλέπουν ότι οι επενδυτές πληρώνουν περισσότερο επειδή αναγνωρίζουν το γεγονός ότι, με καλύτερη νομική προστασία τα περισσότερα από τα κέρδη της επιχείρησης θα επέστρεφαν σε αυτούς ως τόκοι ή μερίσματα, αντί να καταλήξουν στον επιχειρηματία που ελέγχει την επιχείρηση. Δεύτερον, μία καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση, μπορεί να μειώσει την προσδοκώμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων στο βαθμό που θα μειώσει τα κόστη ελέγχου και αξιολόγησης για τους μετόχους. Τελικά αυτό θα μπορούσε να οδηγήσει σε μεγαλύτερη αξία της επιχείρησης. Οι Lombardo και Pagano (2002), προεκτείνουν το μοντέλο CAPM (Capital Asset Pricing Model), ώστε αυτό να περιλαμβάνει την ανταμοιβή για τα αναμενόμενα κόστη, που προέρχονται από τη σχέση αντιπροσώπευσης μεταξύ των εσωτερικών μελών και των εξωτερικών μετοχών. Δυστυχώς, η μετάφραση των διαφορών στην ποιότητα της εταιρικής, σε αναμενόμενα προσδοκώμενα ποσοστά απόδοσης, είναι δύσκολο να μετρηθεί εμπειρικά.

Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στις τιμές των μετοχών συμπεριλήφθηκε και σε πολλές άλλες ακαδημαϊκές μελέτες. Για παράδειγμα μία μελέτη σε 526 κορεατικές επιχειρήσεις από τους Black, Chang και Kim (2003) ανακάλυψε, μία αύξηση 42% στον δείκτη Tobin's Q, εάν μια επιχείρηση βελτιώσει σημαντικά τις πρακτικές της για την εταιρική διακυβέρνηση. Τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής, προσπαθούν επίσης να ρίξουν φως στο σημαντικό ερώτημα, κατά πόσον η αύξηση στην ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να προκαλέσει σημαντική αύξηση στην αξία μιας επιχείρησης. Επιχειρήσεις με μεγαλύτερη αξία στην αγορά, θα ήταν πιθανότερο να επιλέξουν καλύτερες δομές διακυβέρνησης. Μία αναπτυσσόμενη επιχείρηση, με μεγάλες ανάγκες για εξωτερική χρηματοδότηση, έχει περισσότερα κίνητρα να υιοθετήσει καλύτερες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης, σε μία προσπάθεια να μειώσει το κόστος κεφαλαίου της. Αυτές οι ευκαιρίες ανάπτυξης, αντικατοπτρίζονται ήδη, στην αξιολόγηση της επιχείρησης από την αγορά, υπονοώντας μία θετική συσχέτιση μεταξύ της διακυβέρνησης και του δείκτη Tobin's Q. Αλλά σε αυτήν την περίπτωση, δεν υπάρχει αιτιώδης σύνδεση. Αντιθέτως η ποιότητα του μάντζεμντ και όχι οι πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης φαίνεται να επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης.

Κάποιες άλλες εργασίες, εστιάζονται στην αποτελεσματικότητα των νομικών συστημάτων από διαφορετικές χώρες. Η πλειοψηφία των ερευνών αντικατοπτρίζει την αγγλοσαξονική προσέγγιση στη διακυβέρνηση, η οποία δίνει έμφαση σε νομικά

ζητήματα και την αποτελεσματικότητα που μπορεί να έχει η ενίσχυσή τους. Στην πραγματικότητα, στις Ηνωμένες Πολιτείες, όπου υπάρχει παραδοσιακά μεγάλη διασπορά της ιδιοκτησίας, η πιο σημαντική μέθοδος επίλυσης προβλημάτων των αντιπροσώπευσης είναι η νομική προστασία της μειοψηφίας των επενδυτών. Χρησιμοποιώντας δεδομένα επιχειρήσεων από 27 ανεπτυγμένες χώρες, οι La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer και Vishny (2002), ανακάλυψαν υψηλότερη αξιολόγηση των εταιρειών που βρίσκονται σε χώρες με καλύτερη προστασία της μειοψηφίας των επενδυτών. Οι Klapper και Love (2003), χρησιμοποίησαν εταιρικά δεδομένα από 14 αναδυόμενες χρηματιστηριακές αγορές και ανέφεραν ότι η καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση, έχει υψηλό βαθμό συσχέτισης με την καλύτερη λειτουργική απόδοση και την υψηλότερη αξιολόγηση.

Μία άλλη πρόσφατη έρευνα από τους, Drobetz, Schillhofer και Zimmermann (2003), αναζητά την σύγκλιση αυτών των αποτελεσμάτων όταν χρησιμοποιηθούν δεδομένα από την Γερμανία. Η γερμανική εταιρική διακυβέρνηση, όπως έχει αναφερθεί, χαρακτηρίζεται από μικρότερη εξάρτηση από τις κεφαλαιακές αγορές και τους εξωτερικούς επενδυτές, αλλά από μεγαλύτερη εξάρτηση από μεγάλους εσωτερικούς επενδυτές και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για την επίτευξη της αποτελεσματικότητας στον εταιρικό τομέα. Σε αυτήν την περίπτωση, οι εξωτερικοί επενδυτές αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο της απαλλοτρίωσης, στη μορφή της μεταφοράς του πλούτου σε μεγαλύτερους μετόχους. Κατά συνέπεια, το μεγαλύτερο μέρος της υπάρχουσας έρευνας στη Γερμανία, εστιάζεται στη σχέση μεταξύ της δομής της ιδιοκτησίας και της εταιρικής απόδοσης. Η έντονη δημόσια συζήτηση στη Γερμανία, για ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης, ιδιαίτερα μετά την πτώση του Neuer Markt, οδήγησε στη δημιουργία του γερμανικού κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης για τις δημόσιες επιχειρήσεις. Ο κώδικας αυτός δημιούργησε για πρώτη φορά ένα μοναδικό πρότυπο βέλτιστης συμπεριφοράς, με κανόνες και προτάσεις. Η βασική πρόταση του κώδικα αυτού είναι «η βελτίωση της εμπιστοσύνης των διεθνών και εθνικών επενδυτών, πελατών, υπαλλήλων και του ευρύτερου κοινού στο μάνατζμεντ και τον έλεγχο των εισηγμένων επιχειρήσεων στο γερμανικό χρηματιστήριο».

Η μελέτη από τους, Drobetz, Schillhofer και Zimmermann (2003), ερευνά επίσης τη σχέση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης και της επιχειρησιακής απόδοσης, για ένα δείγμα γερμανικών επιχειρήσεων. Βασίζεται σε μια έρευνα, σε 253 δημόσιες επιχειρήσεις από τις οποίες 90 απάντησαν στα ερωτηματολόγια. Η έρευνα αυτή συσχετίζεται με τις προτάσεις του γερμανικού κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης, οι οποίες είναι κατά ένα μεγάλο ποσοστό προαιρετικές και μπορούν να υιοθετηθούν και

να εφαρμοστούν, από τους λαμβάνοντες τις αποφάσεις, στις επιχειρήσεις. Αυτή προσέγγιση, αντικατοπτρίζει την άποψη ότι η εταιρική διακυβέρνηση πρέπει να γίνεται αντιληπτή ως μία ευκαιρία και όχι σαν υποχρέωση. Το ερωτηματολόγιο που χρησιμοποιήθηκε, περιλαμβάνει 30 στοιχεία εταιρικής κυβέρνησης τα οποία χωρίζονται σε 5 κατηγορίες: 1) την αφοσίωση στη διακυβέρνηση, 2) τα δικαιώματα των μετόχων, 3) τη διαφάνεια, 4) την επίβλεψη σε ζητήματα του συμβουλίου και 5) τον έλεγχο. Για κάθε επιχείρηση, οι απαντήσεις χρησιμοποιήθηκαν για τη δημιουργία ενός δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης οποίος κυμαίνεται από το 0 (η χειρότερη εταιρική διακυβέρνηση) έως το 30 (η καλύτερη εταιρική κυβέρνηση). Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερο δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης συσχετίζονται με μεγαλύτερες τιμές του δείκτη Tobin's Q⁴⁴.

Corporate Governance and Firm Performance

Marcus L. Caylor, 2003

Ο Caylor καταλήγει σε δέκα παράγοντες που έχουν θετική και άμεση συσχέτιση με την επιχειρησιακή απόδοση:

- Ø οι σύμβουλοι προσέρχονται σε τουλάχιστον 75% των συνεδριάσεων του συμβουλίου
- Ø το συμβούλιο ελέγχεται, σε ποσοστό πάνω από 50%, από ανεξάρτητα εξωτερικά μέλη,
- Ø η επιτροπή υποψηφιοτήτων αποτελείται αποκλειστικά από ανεξάρτητα εξωτερικά μέλη,
- Ø η επιτροπή διακυβέρνησης συνεδριάζει τουλάχιστον μία φορά ανά έτος,
- Ø υπάρχουν ξεκάθαρες κατευθυντήριες γραμμές για το συμβούλιο,
- Ø τα στελέχη υπόκεινται στις κατευθυντήριες γραμμές της μετοχικής ιδιοκτησίας,
- Ø οι σύμβουλοι υπόκεινται στις κατευθύνσεις της μετοχικής ιδιοκτησίας,

⁴⁴ Drobetz W. (2002), ο.π. pp.1 - 11

- ∅ υπάρχει υποχρεωτικό όριο ηλικίας για την αποχώρηση των συμβούλων,
- ∅ η απόδοση του συμβουλίου αξιολογείται ανά τακτά χρονικά διαστήματα,
- ∅ το συμβούλιο χρησιμοποιεί εξωτερικούς συμβούλους.

Υπάρχουν και μερικοί παράγοντες διακυβέρνησης οι οποίοι έχουν αρνητική συσχέτιση με την απόδοσης. Αυτοί είναι :

- ∅ οι αμοιβές, για τις συμβουλευτικές υπηρεσίες που δίνονται στους ελεγκτές είναι μικρότερες από τις αμοιβές για τις ελεγκτικές τους υπηρεσίες,
- ∅ οι μάντζερ δεν ανταποκρίνονται στις προτάσεις των μετόχων μέσα σε ένα διάστημα 12 μηνών από τη συνέλευση των μετοχών,
- ∅ τα μέλη του συμβουλίου εκλέγονται κάθε χρόνο,
- ∅ μία απλή πλειοψηφική ψηφοφορία απαιτείται για την έγκριση μιας συγχώνευσης,
- ∅ μία πλειοψηφία αρκεί για την αποδοχή των εσωτερικών κανονισμών και
- ∅ όλοι οι σύμβουλοι με παρουσία πάνω από ένα χρόνο έχουν μετοχές της εταιρείας.

Higher Market Valuation of companies with a small board of directors.

D. Yermack, 1995

Στη συγκεκριμένη έρευνα, όπως αποκαλύπτει ο τίτλος της, ο μελετητής καταλήγει ότι τα μικρότερα διοικητικά συμβούλια είναι περισσότερο αποτελεσματικά και κατά συνέπεια οι επιχειρήσεις με μικρότερα διοικητικά συμβούλια έχουν και μεγαλύτερη αξία στην αγορά.

Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα από 452 βιομηχανικές επιχειρήσεις της Αμερικής για τα έτη 1984 - 1991 και με τη βοήθεια του δείκτη Tobin's Q, ο ερευνητής καταλήγει, ότι υπάρχει σχέση ανάμεσα στο μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου και την αξία μιας

επιχείρησης. Η σχέση αυτή ελέγχθηκε με βάση: 1) το μέγεθος της επιχείρησης, 2) τον κλάδο της, 3) το ιδιοκτησιακό καθεστώς της, 4) τις ευκαιρίες για ανάπτυξη και 5) τις εναλλακτικές μορφές εταιρικής διακυβέρνησης. Με αυτόν τον τρόπο καταλήγει στα εξής συμπεράσματα :

- ∅ τα μικρότερα διοικητικά συμβούλια επιδρούν θετικά στους χρηματοοικονομικούς δείκτες της επιχείρησης,
- ∅ οι μηχανισμοί ελέγχου επηρεάζουν σημαντικά τις αποφάσεις των ανωτάτων στελεχών,
- ∅ η αμοιβή των ανώτατων στελεχών επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό τις αποφάσεις τους.

Ο μελετητής δε συμπεραίνει μόνο, ότι τα μικρά διοικητικά συμβούλια οδηγούν σε μεγαλύτερη αξία της επιχείρησης, αλλά μάλιστα εντοπίζει και μία αντίστροφη σχέση μεταξύ του μεγέθους του Διοικητικού Συμβουλίου και της αξίας της επιχείρησης. Αυτό σημαίνει ότι, όσο αυξάνεται το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου, τόσο μικραίνει η αξία της επιχείρησης. Επίσης, βασιζόμενος στις αποδόσεις των μετοχών για την περίοδο 1984 – 1991, καταλήγει ότι οι επενδυτές αντιδρούν θετικά σε μείωση του αριθμού των μελών των διοικητικών συμβουλίων.

Για να οδηγηθεί στα παραπάνω συμπεράσματα, ο Yermack, χρησιμοποιεί παλινδρομήσεις με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, τοποθετώντας τον δείκτη Tobin's Q, στη θέση της εξαρτημένης μεταβλητής και το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου στη θέση της ανεξάρτητης. Τέλος, ο Yermack, εξετάζει τη σχέση του μεγέθους του Διοικητικού Συμβουλίου και με ζητήματα όπως, τις ευκαιρίες ανάπτυξης, το μέγεθος της εταιρείας, και τη δομή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος. Καταλήγει, ότι το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου δεν σχετίζεται με τις ευκαιρίες ανάπτυξης μιας επιχείρησης, αλλά από την άλλη πλευρά συσχετίζεται αρνητικά με το μέγεθος της επιχείρησης.

Executive stock ownership and performance

C. Loderer K. Martin, 1996

Σε αυτή την μελέτη, ερευνώνται η επιχειρησιακή απόδοση και η μετοχική ιδιοκτησία των ανώτερων διευθυντικών στελεχών. Μέσα από την ανάλυση τους, οι Loderer και Martin, καταλήγουν ότι η μεγαλύτερη κατοχή μετοχών μπορεί να αυξήσει τις ευκαιρίες για πλούτο αλλά δεν οδηγεί, απαραίτητα, σε καλύτερες αποδόσεις. Ταυτόχρονα, μέσα από την έρευνα τους αναζητούν, κατά πόσο η κατοχή ενός πακέτου μετοχών, από τα ανώτερα κλιμάκια της ιεραρχίας της επιχείρησης, μπορεί να οδηγήσει σε καλύτερο μάνατζμεντ. Η αναζήτηση τους εστιάζεται στις εξαγορές δημοσίων επιχειρήσεων και γίνεται μία προσπάθεια να απαντηθούν ερωτήματα όπως: τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν καλύτερες αποφάσεις όταν κατέχουν περισσότερες μετοχές; Όταν κατέχουν περισσότερες μετοχές θεωρούν ότι οι επιχειρήσεις τους έχουν και καλύτερες προοπτικές; Θα πρέπει να υπάρχει απαίτηση από τα διευθυντικά στελέχη ή τα μέλη του Συμβουλίου να κατέχουν μετοχές;

Επίσης, χρησιμοποιούν το δείκτη Tobin's Q, για να αποδείξουν εάν είναι σωστή η χρησιμοποίησή του. Συνάμα, εντοπίζουν μία, μικρή μεν, αλλά, θετική δε, συσχέτιση μεταξύ της κατοχής μετοχικών πακέτων από τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη και της απόδοσης μίας επιχείρησης, μετά από εξαγορά, ενώ δεν εντοπίζουν στατιστικά σημαντική συνάρτηση μεταξύ της κατοχής μετοχών από μεγάλους επενδυτές εκτός της επιχείρησης και της απόδοσης αυτής.

Ως δείγμα τους, χρησιμοποιούν εταιρείες καταγεγραμμένες στο Κέντρο Ερευνών για τις Τιμές των Μετοχών του Πανεπιστημίου του Chicago, οι οποίες έχουν προχωρήσει σε εξαγορά άλλων εταιρειών και προσθέτουν σε αυτές ένα δείγμα από εταιρείες προηγούμενης ερευνητικής εργασίας σχετικά με συγχωνεύσεις και εξαγορές ιδιωτικών επιχειρήσεων και την περίοδο 1965 - 1984, ένα δείγμα από εταιρείες που έχουν πραγματοποιήσει δημόσιες προσφορές την ίδια χρονική περίοδο καθώς και ένα δείγμα από εταιρείες που προέβησαν σε εξαγορές για την περίοδο 1985 - 1988. Έτσι προέκυψε ένα σύνολο 867 εξαγορών, που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 1978 - 1988, από τις οποίες 129 ανακοίνωσαν πτώση της μετοχής μικρότερη του -5 %, 136 την άνοδο της μετοχής μεγαλύτερη από 5 % και 602 με κυμαίνονταν μεταξύ των 2 παραπάνω ποσοστών.

Οι ερευνητές διαπίστωσαν ότι, οι αποφάσεις των διευθυντικών στελεχών, όσον αφορά τα χαρτοφυλάκια τους, επηρεάζονται σημαντικά από την απόδοση της εταιρείας.

Παραταύτα, η κατοχή μετοχικών πακέτων της εταιρείας από τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη, δεν φαίνεται να αυξάνει την απόδοση της επιχείρησης. Αυτό, θα μπορούσε να εξηγηθεί από το γεγονός ότι οι εξαγορές δεν ήταν πολύ μεγάλες ή ότι τα ανωτέρα διευθυντικά στελέχη δεν είχαν αρκετά μεγάλα πακέτα μετοχών, ώστε να υπάρχει και το ανάλογο αποτέλεσμα . Θα μπορούσε να ειπωθεί ότι, η κατοχή των μετοχών από τα διευθυντικά στελέχη, αποτελεί ένα μέρος μόνο ενός συνολικού μηχανισμού που οδηγεί στη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Οι υπόλοιποι μηχανισμοί μπορεί να είναι η αμοιβή των διευθυντικών στελεχών ή ο έλεγχος του Διοικητικού Συμβουλίου.

Μπορεί να εντοπιστεί και μία μικρή θετική συσχέτιση μεταξύ της απόδοσης, μετά την εξαγορά, και της κατοχής μετοχών από τα διευθυντικά στελέχη, αλλά, φαίνεται ότι δεν μπορούν να βγουν σαφή συμπεράσματα για το κατά πόσον η κατοχή μετοχών από τα διευθυντικά στελέχη μπορεί να βελτιώσει την αξία μιας επιχείρησης, κάτι το οποίο οφείλεται πιθανότατα στο γεγονός ότι τα διευθυντικά στελέχη δεν είναι σε θέση πάντοτε να επηρεάζουν από μόνα τους τις αποφάσεις των επιχειρήσεων.

Corporate Governance and Equity Prices

P. Gompers, J. Ishii, A. Metrick, 2001

Σε αυτήν τη μελέτη, δημιουργείται ένας δείκτης εταιρικής διακυβέρνησης για 1500 επιχειρήσεις. Για τη δημιουργία αυτού του δείκτη, χρησιμοποιούνται 24 αμυντικοί μηχανισμοί για περιπτώσεις εξαγορών. Έπειτα αυτός ο δείκτης εξετάζεται μαζί με κάποια μεγέθη για την μέτρηση της αξίας μιας επιχείρησης. Οι ερευνητές εντοπίζουν μία στατιστικά σημαντική συσχέτιση μεταξύ της απόδοσης των μετοχών και της εταιρικής διακυβέρνησης. Μία μεταβολή, στον παραπάνω δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης, το 1990, θα είχε σαν αποτέλεσμα τη μείωση του δείκτη Tobin's Q Κατά 2,4%. Μία αντίστοιχη μεταβολή το 1999 θα είχε σαν αποτέλεσμα τη μείωση του κατά 8,9%., κάτι το οποίο δείχνει μία σημαντική μεταβολή μέσα σε αυτήν την περίοδο. Επίσης οι, Gompers, Ishii και Metrick, συμπεραίνουν ότι μία επιχείρηση γίνεται πιθανότερος στόχος για εξαγορά, όταν οι μέτοχοι έχουν λιγότερα δικαιώματα, κάτι το οποίο οδηγεί σε λιγότερα κέρδη για αυτούς, σε μείωση του ρυθμού αύξησης των πωλήσεων της επιχείρησης και σε αύξηση του κόστους κεφαλαίου.

Οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης, που δημιουργούνται, έχουν να κάνουν περισσότερο με την δυνατότητα άμυνας απέναντι σε επιθετικές εξαγορές ή με αυστηρούς κανονισμούς για την έγκριση εξαγορών καθώς και με ασφαλιστικές

δικλείδες που παρέχονται στα ανώτατα στελέχη και στα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου (π.χ. Poison Pills, Golden Parachutes κλπ.)

6.4 Η περίπτωση των Toyota – General Motors και Canon - Xerox

Σε αυτήν εδώ την ενότητα γίνεται μια προσπάθεια ανεύρεσης των αιτιών που, η δεκαετής απόδοση των Toyota και Canon, παρά τα παραδοσιακά ιαπωνικά τους συστήματα διακυβέρνησης, τα μεγάλα διοικητικά συμβούλια και την απουσία μη εκτελεστικών μελών, είναι ανώτερη από αυτή των αμερικανών ανταγωνιστών τους. Επιχειρείται, μία σύγκριση μεταξύ των κύριων παραγόντων και της δομής του Διοικητικού Συμβουλίου καθώς και των εταιρικών αξιών, της κουλτούρας και της στρατηγικής των εταιρειών αυτών, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι υψηλότερη απόδοση είναι δυνατόν να επιτευχθεί χωρίς να υιοθετείται απαραίτητα ο αμερικανικός τρόπος εταιρικής διακυβέρνησης και διαπιστώνεται ότι οι εταιρικές αξίες και η στρατηγική είναι εξίσου σημαντικά για την επιτυχία της επιχείρησης.

Εισαγωγή

Για πιο λόγο, οι Toyota και Canon, παρά τα παραδοσιακά τους συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, τα οποία έχουν απορριφθεί από τους ξένους επενδυτές και μελετητές της εταιρικής διακυβέρνησης ως μη αποτελεσματικά, έχουν επιφέρει επιχειρησιακή απόδοση η οποία είναι ανώτερη από αυτήν των General Motors και Xerox τα τελευταία δέκα χρόνια; Υπάρχει κάποιος σύνδεσμος μεταξύ της διακυβέρνησης και της απόδοσης; Έχει τελικά τόσο μεγάλη σημασία η εταιρική διακυβέρνηση; Παρακάτω θα γίνει μια προσπάθεια απάντησης σε αυτά τα ερωτήματα.

Δύο είναι οι βασικές υποθέσεις στις οποίες θα στηριχτεί η ανάλυση :

- 1) η υπόθεση ότι η εταιρική διακυβέρνηση από μόνη της δεν εγγυάται διατηρήσιμη και υψηλή επιχειρησιακή απόδοση
- 2) Οι αξίες, η κουλτούρα και η στρατηγική παίζουν έναν εξίσου σημαντικό ρόλο στην απόδοση της επιχείρησης.

Οι Toyota και Canon, είναι δύο από τις περισσότερο επιτυχημένες ιαπωνικές εταιρείες, οι οποίες αυξάνουν συνεχώς την απόδοσή τους ακόμα και κατά την περίοδο της κρίσης

της ιαπωνικής οικονομίας τη δεκαετία του 1990. Τα τριμηνιαία έσοδα της Toyota για την περίοδο Σεπτεμβρίου - Δεκεμβρίου 2003 σημείωσαν ένα νέο ρεκόρ ενώ οι τρεις μεγάλοι αμερικανικοί κατασκευαστές αυτοκινήτων έμειναν στάσιμοι. Η Canon επίσης ανανέωσε το ρεκόρ εσόδων της για μια τριετία την ίδια περίοδο.

Και όμως οι δύο αυτές εταιρείες είναι πολύ γνωστές στην Ιαπωνία για την εχθρική τους στάση απέναντι στην εισαγωγή αμερικανικού μοντέλου εταιρικής διακυβέρνησης και οι διευθύνοντες σύμβουλοι τους υπερασπίζονται τα ιαπωνικά μοντέλα του μάνατζμεντ. Και οι δύο έχουν υπερασπιστεί την εργασιακή ασφάλεια ως την πρωτεύουσα ευθύνη του διευθύνοντα συμβούλου. Και οι δύο έχουν διοικητικά συμβούλια με μεγάλο αριθμό μελών, χωρίς την ύπαρξη εκτελεστικών μελών ή επιτροπών. Καμία από αυτές τις επιχειρήσεις δεν έχει την πρόθεση της εισαγωγής του αμερικανικού προτύπου δομής του συμβουλίου, όπως αυτή περιγράφεται στον αναθεωρημένο Εμπορικό Κώδικα. Αυτός ο κώδικας επιτρέπει στις μεγάλες επιχειρήσεις να υιοθετήσουν την εμπνευσμένη από την Αμερική «εταιρεία με επιτροπές του συμβουλίου», με υποχρεωτική εγκατάσταση μιας επιτροπής ελέγχου, επιτροπής για την επιλογή στελεχών και επιτροπή των αμοιβών, καθεμία από τις οποίες θα έχει στην πλειοψηφία της εξωτερικά μέλη. Το Μάιο του 2004, 86% των εταιρειών - μελών στον Ιαπωνικό Οργανισμό Εταιρικών Ελεγκτών, εξέφρασαν πως δεν είχαν καμία πρόθεση υιοθέτησης αυτής της δομής. Επιπρόσθετα, η Canon ανακοίνωσε ότι ο νόμος Sarbanes-Oxley ήταν υπερβολικά αυστηρός, και για αυτό το λόγο μελετούσε την πιθανότητα εξόδου από το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης εάν αυτός ο νόμος εφαρμοζόταν και στις μη - αμερικανικές εταιρείες.

Αυτό γεγονός θέτει το ερώτημα, εάν η εταιρική η κυβέρνηση πραγματικά διασφαλίζει διατηρήσιμη εταιρική κερδοφορία και κατά συνέπεια υψηλότερες αποδόσεις για τους μετόχους, κάτι το οποίο αποτελεί τον κεντρικό στόχο της εταιρικής διακυβέρνησης στις Ηνωμένες Πολιτείες. Η εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να διαλευκάνει τις εξής ερωτήσεις:

1. Ποιος έχει την ηγετική δύναμη στην επιχείρηση; .
2. Ποιος παράγοντας συνδράμει περισσότερο στη μεγιστοποίηση της αξίας για τον ηγέτη;
3. Ποιος ελέγχει το διευθύνοντα σύμβουλο αξιολογώντας την απόδοσή του στην επίτευξη του παραπάνω στόχου; - ο ελεγκτικός μηχανισμός.
4. Πως πρέπει να ανταμείβεται ή να παρατηρείται ο διευθύνοντας σύμβουλος για την απόδοση του;

Σε αυτήν εδώ την ενότητα βασική υπόθεση είναι ότι ο πελάτης είναι η ηγετική δύναμη σε μία αγορά. Πάρα πολλοί παράγοντες (stakeholders) θεωρούνται ως κρίσιμοι, ανάλογα με το βαθμό κατά τον οποίο επιδρούν στην ικανοποίηση του πελάτη, διότι κανένας παράγοντας και καμία επιχείρηση δεν μπορεί να υπάρξει χωρίς τον πελάτη. Σε αυτή τη βάση, οι παράγοντες γίνονται κληρούχοι να διεκδικήσουν τα οφέλη από την επιχείρηση. Σε αυτήν εδώ, λοιπόν, την ενότητα η εταιρική διακυβέρνηση τίθεται σε όρους των κύριων παραγόντων και των σχετικών μηχανισμών για τον έλεγχο του διευθύνοντα συμβούλου. Η αμερικανική εταιρική διακυβέρνηση γίνεται κατανοητή με την τοποθέτηση των μετόχων στη θέση του κύριου παράγοντα και τον έλεγχο του Διοικητικού Συμβουλίου που περιλαμβάνει: ένα σχετικά μικρό συμβούλιο, ένα σημαντικό αριθμό εξωτερικών μελών και την καθιέρωση των επιτροπών του συμβουλίου. Αντιθέτως, η ιαπωνική εταιρική διακυβέρνηση γίνεται αντιληπτή με την τοποθέτηση των εργαζομένων στη θέση του βασικού παράγοντα, με ένα μεγάλο συμβούλιο, μία μικρή μειοψηφία εξωτερικών μελών, και πολύ σπάνια επιτροπές του συμβουλίου.

Αυτό που θα αναλυθεί παρακάτω είναι οι περιπτώσεις των Toyota και General Motors καθώς και των Canon και Xerox υπό αυτό το πρίσμα. Για το σκοπό αυτής της ενότητας, οι εταιρείες αυτές θα θεωρηθούν αντιπροσωπευτικές των ιαπωνικών και αμερικανικών εταιρειών σχετικά με τους βασικούς τους παράγοντες και τη δομή του Διοικητικού Συμβουλίου. Τα ζευγάρια που δημιουργούνται ως παράδειγμα, οριακά μπορούν να συγκριθούν σε όρους χαρτοφυλακίου προϊόντος και επιχειρηματικού χαρτοφυλακίου, αν και η Canon είναι περισσότερο διαφοροποιημένη με 69% των εσόδων της να προέρχονται από εξοπλισμό γραφείου ενώ για τη Xerox τα περισσότερα έσοδα της προέρχονται από τα αντιγραφικά μηχανήματα⁴⁵.

6.4.1 Εταιρική Απόδοση

Toyota και General Motors

Η Toyota κατείχε την 11^η θέση στη λίστα του Fortune για τις παγκοσμίως πιο θαυμαστές επιχειρήσεις το 2003, θέση η οποία αποτελούσε την υψηλότερη ανάμεσα στους κατασκευαστές αυτοκινήτων, ενώ η General Motors κατείχε την 48^η θέση. Ο πίνακας 6.1 δείχνει ότι η μέση ετήσια απόδοση της Toyota υπερβαίνει κατά πολύ αυτήν της General Motors τόσο για την περίοδο 10 ετών όσο και για την περίοδο 5 ετών. Η

⁴⁵ Yoshimori M., (2005), "Does Corporate Governance Matter? Why the Corporate Governance of Toyota and Canon is Superior to GM and Xerox", *Corporate Governance*, Vol. 13, No.3, May 2005, pp. 447 - 457

General Motors έχει μόνο υψηλότερη απόδοση ιδίων κεφαλαίων για την περίοδο των 5 ετών. Παραταύτα, ο υψηλότερος δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων της General Motors, μπορεί να εξηγηθεί από το μεγαλύτερο δανεισμό της σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια που έχει, κάτι το οποίο μπορεί να αντικατοπτρίζει τη στρατηγική της εταιρείας για τη διατήρηση υψηλού δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων, που αποτελεί ένα χρηματοοικονομικό δείκτη σημαντικό για τους επενδυτές.

Οι συγκεντρωτικές πωλήσεις της Toyota για την περίοδο Απριλίου - Σεπτεμβρίου 2004 αυξήθηκαν κατά 9,7%, και ο αριθμός των οχημάτων που πουλήθηκαν παγκοσμίως αυξήθηκε στα 7,5 εκατομμύρια, υπερಿಸώντας της Ford για δεύτερη συνεχόμενη χρονιά και κατακτώντας τη 2^η θέση μετά την General Motors. Ως αποτέλεσμα η κεφαλαιοποίηση της Toyota, αξίας 11,480 δισεκατομμυρίων, να είναι μεγαλύτερη από των Daimler Chrysler κατά 4,270, General Motors 2,584 και Ford 2,143 δισεκατομμύρια γιν αθροιστικά , σύμφωνα με τα στοιχεία του Δεκεμβρίου 2003. Μάλιστα η Moody's έδωσε στην Toyota αξιολόγηση Aaa ενώ στις GM και Ford, Bbb.

Πίνακας 6.1 Η επιχειρησιακή απόδοση των Toyota και GM

CORPORATE PERFORMANCE	TOYOTA	GM
M.O. ΓΙΑ 10 ΕΤΗ		
ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΠΡΟΣ ΚΕΡΔΗ (P/E RATIO)	32,7	12,8
ΑΠΟΔΟΣΗ/ΠΩΛΗΣΕΙΣ	3,2	2,5
ΑΠΟΔΟΣΗ/ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	6,8	2,7
ΑΠΟΔΟΣΗ/ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	3,2	1,8
M.O ΓΙΑ 5 ΕΤΗ		
ΑΥΞΗΣΗ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	6,6	4,2
ΕΣΟΔΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ	15,8	-5,6
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	7,2	2,7
ΑΠΟΔΟΣΗ/ΠΩΛΗΣΕΙΣ	3,9	1,8
ΑΠΟΔΟΣΗ/ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	8,2	17,1
ΑΠΟΔΟΣΗ/ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	3,5	1

Πηγή: Yoshimori M., (2005), "Does Corporate Governance Matter? Why the Corporate Governance of Toyota and Canon is Superior to GM and Xerox",

Canon και Xerox

Ο πίνακας 6.2 δείχνει ότι, η μακροχρόνια απόδοση της Canon υπερέχει αυτής της Xerox. Σύμφωνα με τα στοιχεία του τρίτου τριμήνου του 2004, η Canon ξεπέρασε το ρεκόρ εσόδων και καθαρού εισοδήματός της, για τα τελευταία έξι συναπτά έτη και αναμένει αύξηση 8,5% στις συγκεντρωτικές πωλήσεις της καθώς και αύξηση 22,96 % των καθαρών κερδών της. Αντιθέτως η Xerox είχε ζημία 370 εκατομμυρίων δολαρίων τα έτη 2000 και 2001. Η τιμή της μετοχής της έπεσε από τα 64 δολάρια το 1999 στα 4

δολάρια το 2000. Η χαμηλή απόδοση της Xerox επιβαρύνθηκε και από το πρόστιμο 10 εκατομμυρίων δολαρίων που έπρεπε να πληρώσει το 2002, αφού κρίθηκε ότι η λογιστική της παρακολούθηση των εσόδων ενοικίασης αντιγραφικών μηχανημάτων δεν ήταν κατάλληλη. Μετά από μια σειρά προγραμμάτων επαναδόμησης, περιλαμβανομένων της μερικής πώλησης των μεριδίων της (13 δισεκατομμύρια δολάρια) στην ιαπωνική Fuji-Xerox, και την απομάκρυνση του διευθύνοντα συμβούλου, η Xerox επανήλθε σε κερδοφόρο πορεία το 2002. Για το έτος 2004 οι πωλήσεις παρέμειναν στάσιμες με μια αύξηση μόλις 1%, αλλά, τα έσοδα αυξήθηκαν κατά 8%, περίπου το 1/3 αυτών της Canon.

Πίνακας 6.2 Η επιχειρησιακή απόδοση των Canon και Xerox

CORPORATE PERFORMANCE	CANON	XEROX
Μ.Ο. ΓΙΑ 10 ΕΤΗ		
ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΠΡΟΣ ΚΕΡΔΗ (P/E RATIO)	30	21,9
ΑΠΟΔΟΣΗ/ΠΩΛΗΣΕΙΣ	3,7	3,4
ΑΠΟΔΟΣΗ/ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	9,1	1,2
ΑΠΟΔΟΣΗ/ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	4,6	1,6
Μ.Ο. ΓΙΑ 5 ΕΤΗ		
ΑΥΞΗΣΗ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	1,3	-4,4
ΕΣΟΔΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ	9,9	-
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	8,7	3,7
ΑΠΟΔΟΣΗ/ΠΩΛΗΣΕΙΣ	4,7	1,8
ΑΠΟΔΟΣΗ/ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	10,6	9,5
ΑΠΟΔΟΣΗ/ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	5,4	1,1

Πηγή: Yoshimori M., (2005), "Does Corporate Governance Matter? Why the Corporate Governance of Toyota and Canon is Superior to GM and Xerox",

6.4.2 Μία σύγκριση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης Ιαπωνίας - Αμερικής

Ο βασικός παράγοντας στις Toyota και General Motors

Η Toyota αποτελεί μία από τις πιο παραδοσιακές ιαπωνικές εταιρείες στο γεγονός ότι δίνει προτεραιότητα στην ασφάλεια της εργασίας. Βασικός παράγοντας στην Toyota είναι, συνεπώς, οι άνθρωποι της. Αυτή στάση χρονολογείται από το 1949 όταν η εταιρεία ήταν στα όρια της χρεοκοπίας και έπρεπε να απολύσει υπαλλήλους της. Η Toyota επέζησε χάρη στην εισροή πίστωσης από διεθνή τραπεζική συμφωνία, με την υποστήριξη της Τράπεζας της Ιαπωνίας. Πάνω από μισό αιώνα μετά, η Toyota δεν έχει ποτέ απολύσει κανένα μέλος από το προσωπικό της για λόγους επαναδόμησης.

Ο πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου, Okuda, περιγράφει αυτή την αρχή ως μια «οικονομία της αγοράς με ανθρώπινο πρόσωπο». Ακόμα και κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, η Toyota πεισματικά υπερασπίστηκε τη θέση της ενάντια σε αυτούς που ισχυριζόντουσαν την ανάγκη για επαναδόμηση της προς όφελος της αξίας των μετόχων. Ο Okuda, άσκησε έντονη κριτική σε ορισμένους από τους διευθύνοντες συμβούλους στην Ιαπωνία για την απόλυση υπαλλήλων, την οποία απέρριψε ως «κοντόφθαλμη οπτική η οποία κυριαρχείται από τη λογική της αγοράς του χρηματιστηρίου». Το 1998 η Moody's μείωσε τη βαθμολόγηση της Toyota εξαιτίας της απασχόλησης του προσωπικού της μέχρι τη συνταξιοδότηση του, η οποία δεν επιτρέπει στην Toyota να προσαρμόζεται στις σημαντικές αλλαγές στο επιχειρηματικό περιβάλλον. Ο Okuda είχε δηλώσει πως δεν μπορούσε να καταλάβει το λόγο που η απασχόληση μέχρι την συνταξιοδότηση δικαιολογούσε μια αρνητική βαθμολογία, από τη στιγμή που και σπουδαίες αμερικανικές επιχειρήσεις όπως οι Hewlett Packard και Boeing έκαναν το ίδιο. Έλαβε έπειτα μια στάση με την οποία εξέφραζε την άποψη ότι το αμερικανικό σύστημα είναι εφαρμοστέο μόνο στο αμερικανικό κοινωνικοοικονομικό περιβάλλον, και δεν πρέπει να εφαρμοστεί πουθενά αλλού ως παγκόσμιο πρότυπο. Σύμφωνα με τον Okuda, η εταιρική κουλτούρα της Toyota στηρίζεται στην απλή πεποίθηση ότι «οι άνθρωποι είναι το κέντρο όλων των οικονομικών δραστηριοτήτων». Τονίζει ότι, η απασχόληση μέχρι τη συνταξιοδότηση, δίνει τη δυνατότητα στην εταιρεία να εκμεταλλευθεί πλήρως τις ικανότητες των υπαλλήλων της και να ενισχύσει την ταύτισή τους με την πορεία της εταιρείας. Επισημαίνει μάλιστα ότι «ένα μάνατζμεντ με μακροπρόθεσμο ορίζοντα είναι καλό για τους μετόχους και ότι ο σεβασμός για το ανθρώπινο δυναμικό έχει υψηλότερη παγκόσμια αξία από κάθε άλλη αρχή της αγοράς, η οποία μπορεί είναι δημοφιλής μόνο τα τελευταία χρόνια». Ο Okuda καταλήγει, επιβεβαιώνοντας ότι το μάνατζμεντ που εξισορροπεί τα συμφέροντα των παραγόντων, δηλαδή των μετόχων, του μάνατζμεντ και των υπαλλήλων, θα έχει διατηρήσιμη δύναμη.

Η General Motors, από την άλλη πλευρά, υιοθετεί την ιδεολογία από την Αμερική σχετικά με την σημασία των μετόχων. Αντιμετώπισε με πολύ μεγάλο ενδιαφέρον τα συμφέροντα των μετόχων από πολύ νωρίς. Οι Sloan και Pierre Dupont, ήταν μεγαλομέτοχοι της General Motors και έδειχναν μεγάλο ενδιαφέρον για τις τιμές των μετοχών. Το 1923, ο Dupont εφάρμοσε ένα από τα πρώτα προγράμματα διάθεσης μετοχών. Πούλησε 30% των μετοχών του στην εταιρεία Managers Securities, η οποία δημιουργήθηκε για τη διαχείριση αυτού του προγράμματος. Ένας από τους λόγους της κίνησης αυτής από τον Dupont ήταν η δημιουργία μιας σχέσης συνεργασίας με το μάνατζμεντ. Ο Dupont ήταν πεπεισμένος ότι αυτό το κίνητρο για τα στελέχη θα αύξανε

τα διανεμόμενα κέρδη και την τιμή της μετοχής της GM, οδηγώντας σε αύξηση της αξίας του υπολοίπου κεφαλαίου του.

Η προτεραιότητα των μετόχων απέκτησε ακόμα περισσότερη προσοχή, το 1993, από τον πρόεδρο Smale στο γράμμα του προς τους μετόχους. «Το Διοικητικό σας Συμβούλιο» έγραψε «είναι υπεύθυνο για εσάς, τους μετόχους». Σήμερα η αποστολή του Διοικητικού Συμβουλίου της GM είναι η αντιπροσώπευση των συμφερόντων των «ιδιοκτητών» στη διαίωσιση μιας επιτυχημένης επιχείρησης. Το συμβούλιο είναι επίσης υπεύθυνο για «τους πελάτες, τους υπαλλήλους, τους προμηθευτές και την κοινωνία στην οποία λειτουργεί η GM» - όλοι από τους οποίους συμβάλλουν για την επιτυχία της GM. Αλλά αυτή η δήλωση δείχνει ξεκάθαρα ότι, τα συμφέροντα πέρα από αυτά των μετόχων, θεωρούνται ως το κατάλληλο μέσο για την καλύτερη εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων⁴⁶.

Ο κύριος παράγοντας στις Canon και Xerox

Η Canon έχει κοινή αντίληψη για την εταιρική διακυβέρνηση με την Toyota. Είναι αλήθεια ότι ακόμη δεν έχει απολύσει υπαλλήλους σε ολόκληρη την ιστορία της. Από το 1950, η Canon έχει εισάγει το Tripartite Profit Sharing System, μέσω του οποίου το 1/3 των κερδών πηγαίνουν στο εργατικό δυναμικό, 1/3 στους μετόχους και το υπόλοιπο στο μάνατζμεντ. Το σύστημα αυτό εφαρμόζεται σε μεγάλο βαθμό ακόμη και σήμερα. Ο διευθύνων σύμβουλος της Canon, Fujio Mitarai, πιστεύει ότι μία εταιρεία είναι τόσο καλή όσο είναι οι υπάλληλοι της, και για αυτό το λόγο τους τοποθετεί πάνω από τους μετόχους. Ισχυρίζεται ότι η απασχόληση μέχρι τη συνταξιοδότηση προσφέρει υψηλότερες αποδόσεις στην επένδυση σε τομείς όπως, εκπαίδευση και εξειδίκευση των υπαλλήλων, την εσωτερική συγκέντρωση εργασιακής και διοικητικής εμπειρίας και την εμπιστοσύνη ανάμεσα στους ανθρώπους μέσω μακροχρόνιων εργασιακών σχέσεων και κοινής πορείας. Ένα τέτοιο εργασιακό περιβάλλον καλλιεργεί την αυτοπειθαρχία και την αίσθηση μιας αποστολής για τη βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης, αποτελώντας με αυτόν τον τρόπο μία βάση για καλύτερη εταιρική κυβέρνηση στο ιαπωνικό κοινωνικοοικονομικό περιβάλλον.

Η «παγίδα» της απασχόλησης μέχρι τη συνταξιοδότηση, είναι για τον Mitarai, οι βασιζόμενες στα χρόνια εργασίας στην επιχείρηση, προαγωγές και μισθοί, επειδή δεν λαμβάνονται υπόψιν οι ατομικές διαφορές στην εργασιακή απόδοση. Αυτό θα έχει ως

⁴⁶ Yoshimori M. (2005), ό.π. pp. 447 - 457

αποτέλεσμα τη δημιουργία αντικινήτρων για αυτούς που επιτυγχάνουν υψηλή απόδοση, και μπορεί τελικώς να οδηγήσει σε ανήθικη και παράνομη συμπεριφορά. Το «αντίδοτο» της Canon σε αυτό το πρόβλημα είναι η αξιοκρατία, την οποία ορίζει ως την προσφορά ίσων ευκαιριών σε κάθε υπάλληλο ανεξάρτητα από φύλο, εκπαιδευτικό περιβάλλον και κατηγορία εργασίας. Ως απόδειξη της αποτελεσματικότητας των προσπαθειών αυτών τονίζεται ότι η Canon είναι δεύτερη πίσω από την IBM σε όρους συγκεντρωτικού αριθμού κατοχυρωμένων ευρεσιτεχνιών στις Ηνωμένες Πολιτείες τα τελευταία 10 χρόνια, γεγονός το οποίο δημιούργησε ένα ρεκόρ εσόδων από πληρωμές για πνευματικά δικαιώματα (royalties) με έσοδα που έφτασαν τα 20 εκατομμύρια δολάρια το 2001.

Ο βασικός παράγοντας για την Xerox είναι οι μέτοχοι, όπως και στην περίπτωση της General Motors. Οι κατευθυντήριες γραμμές της εταιρείας για την εταιρική διακυβέρνηση, ορίζουν ότι το Διοικητικό Συμβούλιο πρέπει να αντιπροσωπεύει τα συμφέροντα των μετόχων. Η εταιρεία πέρασε μία σημαντική πτώση το 2000 και το 2001 και οδηγήθηκε σε μεγάλο αριθμό απολύσεων. Τον Ιανουάριο του 2001, η εταιρεία ανακοίνωσε ότι θα μείωνε σε ποσοστό 5% το εργατικό δυναμικό της (5.200 θέσεις), το οποίο θα ακολουθούσε μια μείωση επιπλέον 2.000 θέσεων παγκοσμίως το τρίτο τρίμηνο και η οποία με τη σειρά της ακολουθήθηκε από άλλη μία μείωση 4.000 θέσεων το τέταρτο τρίμηνο⁴⁷.

6.4.3 Σύγκριση της δομής του Διοικητικού Συμβουλίου

Toyota και General Motors

Σύμφωνα μια έρευνα σε 2103 εισηγμένες επιχειρήσεις, από το Χρηματιστήριο του Τόκιο, 54% από τις επιχειρήσεις που ανταποκρίθηκαν έχουν Διοικητικό Συμβούλιο με μέγεθος μικρότερο των δέκα ατόμων. Μέχρι το 2003, η Toyota είχε 58 μέλη στο Διοικητικό της Συμβούλιο, περίπου δηλαδή πέντε φορές περισσότερα από αυτά της General Motors, και τρεις φορές περισσότερα από της Daimler Chrysler. Όπως θα αναμενόταν από μία τυπική ιαπωνική εταιρεία, η Toyota είχε επτά διαφορετικούς τίτλους για τα μέλη του συμβουλίου, δείχνοντας την διαβάθμιση μιας ιεραρχίας της εξουσίας, των ευθυνών και της αρχαιότητας. Έξι θεσμικοί ελεγκτές έλεγχαν το Διοικητικό Συμβούλιο της Toyota το οποίο είναι μέχρι και σήμερα ένα από τα μεγαλύτερα, ανάμεσα στις εισηγμένες επιχειρήσεις στην Ιαπωνία, όπου κυριαρχεί μία

⁴⁷ Yoshimori M. (2005), ό.π. pp. 447 - 457

τάση προς μείωση του μεγέθους των διοικητικών συμβουλίων. Τον Ιούνιο του 2003, η Toyota μείωσε το μέγεθος του συμβουλίου της από 58 σε 27. Η εταιρεία εξήγησε αυτή την κίνηση, ως μία μάχη, για να συγκεντρωθεί το συμβούλιο σε περισσότερο αποτελεσματική λήψη στρατηγικών αποφάσεων. Οι προηγούμενοι σύμβουλοι είναι πλέον εκτελεστικά στελέχη, υπεύθυνα για συγκεκριμένες επιχειρησιακές λειτουργίες. Η απόφαση της Toyota, πηγάζει από την αναμόρφωση του Διοικητικού Συμβουλίου που ξεκίνησε η Sony το 1997, για να διαχωρίσει τις εκτελεστικές λειτουργίες από το συμβούλιο, έτσι ώστε αυτό να μπορεί να συγκεντρωθεί στη λειτουργία της λήψης στρατηγικών αποφάσεων. Το συμβούλιο της Toyota είναι σήμερα χωρισμένο σε δύο ομάδες συμβούλων, η μία ομάδα είναι υπεύθυνη για τη λήψη στρατηγικών αποφάσεων σε επιχειρησιακό επίπεδο, και η άλλη ομάδα για τις λειτουργικές αποφάσεις στα διάφορα τμήματα. Η Toyota εξηγεί ότι η παρουσία διευθυντών, με οριζόντιες ευθύνες, κάνει δυνατή τη λήψη στρατηγικών αποφάσεων με βάση τις συγκεκριμένες ανάγκες και δυνατότητες κάθε λειτουργικής μονάδας. Με αυτόν τον τρόπο ενοποιούνται η λήψη των στρατηγικών αποφάσεων με την εφαρμογή τους σε λειτουργικά τμήματα και επιχειρηματικές μονάδες.

Η Toyota διαχωρίζει τη θέση της ανάμεσα στο αμερικανικό και το γερμανικό σύστημα, όπου οι αποφάσεις και εφαρμογή τους είναι αυστηρά διαχωρισμένες μεταξύ του συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου. Από την οπτική γωνία της Toyota, ο αυστηρός διαχωρισμός της λήψης στρατηγικών αποφάσεων και της εφαρμογής τους, μπορεί να οδηγήσει σε στρατηγικές οι οποίες ενδέχεται να μην είναι εφικτές για τα επιχειρηματικά τμήματα, μειώνοντας έτσι την ανταγωνιστικότητά τους.

Η Toyota πιστεύει ότι η απουσία εξωτερικών συμβούλων, εξισορροπείται από την παρουσία των θεσμικών ελεγκτών, και ειδικότερα των ανεξάρτητων εξωτερικών ελεγκτών. Για μεγάλες επιχειρήσεις όπως η Toyota, ο Εμπορικός Κώδικας προβλέπει ένα ελάχιστο τριών θεσμικών ελεγκτών, από τους οποίους η πλειοψηφία πρέπει να είναι εξωτερικοί ελεγκτές, οι οποίοι δεν έχουν ποτέ εργασθεί για την εταιρεία. Η Toyota αύξησε τον αριθμό αυτό από το ελάχιστο των τριών σε επτά, από τους οποίους οι τέσσερις είναι εξωτερικοί ελεγκτές και οι υπόλοιποι τρεις εσωτερικοί. Οι εξωτερικοί ελεγκτές μπορεί να είναι ανεξάρτητοι από νομική σκοπιά, αλλά καμία πληροφορία σχετικά με τα προσωπικά τους προφίλ, δεν αναφέρεται από την Toyota στην ιστοσελίδα της.

Πρέπει να τονιστεί ότι το 1996 η Toyota δημιούργησε ένα Διεθνές Συμβουλευτικό Συμβούλιο, αποτελούμενο από δέκα ειδικούς σε θέματα πολιτικά, οικονομικά, περιβαλλοντικά και επιχειρηματικά οι οποίοι συναντιούνται δύο φορές κάθε χρόνο.

Αυτοί οι σύμβουλοι, οι οποίοι δεν αναφέρονται στην ιστοσελίδα της εταιρείας, έχουν το ρόλο της παροχής συμβουλών στο ανώτατο μάνατζμεντ σχετικά με κρίσιμα ζητήματα. Το συμβούλιο αυτό μπορεί να θεωρηθεί ως υποκατάστατο για τους εξωτερικούς συμβούλους, αλλά ο πειθαρχικός του ρόλος τίθεται υπό αμφισβήτηση. Δεν πρέπει, συνεπώς, να εξισώνεται με ένα όργανο διακυβέρνησης με την έννοια που έχει οριστεί προηγουμένως.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες, η General Motors έχει θεωρηθεί ως η πρωτοπόρος εταιρεία στην αναμόρφωση των συμβουλίων, από τότε που το συμβούλιο απομάκρυνε τον διευθύνοντα σύμβουλο Robert Stempel το 1992, για τις μεγάλες απώλειες της εταιρείας κατά την περίοδο 1991 - 1992. Η κίνηση αυτή του Διοικητικού Συμβουλίου της General Motors άλλαξε σημαντικά την ίδια την εταιρεία καθώς και τους εθνικούς κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης. Αναφέρθηκε μάλιστα ότι το CalPERS (California Public Employees' Retirement System) και άλλοι θεσμικοί επενδυτές ήταν συντελεστές, στο να πεισθούν τα εξωτερικά μέλη του συμβουλίου της General Motors, να πιέσουν για την παραίτηση του Stempel. Ο John Smale ορίστηκε νέος πρόεδρος το 1992 και ξεκίνησε το μετασχηματισμό των κατευθυντήριων γραμμών εταιρικής διακυβέρνησης το 1994, οι οποίες αναθεωρήθηκαν το 2004.

Ο Smale, έλαβε το 2000, το βραβείο του Καλύτερου Ανεξάρτητου Συμβούλου από το CalPERS. Η General Motors πλέον τονίζει την έμφαση που πρέπει να δίνεται στη διαφάνεια γύρω από την εταιρική διακυβέρνηση. Οι κατευθυντήριες γραμμές της επαινέθηκαν από το μεγαλύτερο αμερικανικό συνταξιοδοτικό ταμείο ως «ενεργό πρότυπο για όλες τις άλλες δομές εταιρικής διακυβέρνησης» τονίζοντας ότι σχεδόν όλες οι μεγάλες επιχειρήσεις στην Αμερική έχουν ακολουθήσει την πορεία της General Motors.

Σε πλήρη αντίθεση με την Toyota, το απαρτιζόμενο από 11 μέλη Διοικητικό Συμβούλιο της General Motors, είχε μόλις ένα εσωτερικό μέλος, τον πρόεδρο και διευθύνοντα σύμβουλο Richard Wagoner, ενώ οι υπόλοιποι δέκα ήταν εξωτερικά μέλη. Από την οπτική γωνία των θεσμικών επενδυτών, το μόνο περιθώριο για βελτίωση είναι ο διαχωρισμός της θέσης του διευθύνοντα συμβούλου με του πρόεδρο. Ισχυρίζονται ότι αυτή αντιπροσωπεύει υπερβολικά μεγάλη συγκέντρωση δύναμης σε ένα άτομο.

Η Canon είναι μία από τις λίγες ιαπωνικές εταιρείες οι οποίες έχουν αυξήσει τον αριθμό των μελών του Διοικητικού τους Συμβουλίου (από 21 σε 31), σε αντίθεση με τη γενικότερη τάση στην Ιαπωνία. Καθότι δεν υπάρχει Πρόεδρος του συμβουλίου, ο διευθύνοντας σύμβουλος αναλαμβάνει αυτό το ρόλο. Δρα ως πρόεδρος σε τέσσερις επιτροπές: την Επιτροπή Στρατηγικού Μάνατζμεντ, την Επιτροπή Ανάπτυξης Νέων Επιχειρηματικών Ιδεών, την Επιτροπή Ηθικής και την Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου. Αυτές δεν αποτελούν επιτροπές του συμβουλίου αλλά δημιουργούνται εξωτερικά. Ο Mitarai ισχυρίζεται ότι, αυτές οι επιτροπές έχουν το πλεονέκτημα να περιλαμβάνουν συμβούλους που ασχολούνται με διαλειτουργικά (cross-functional) ζητήματα, κάτι το οποίο ενισχύει το όραμά τους. Η λογική πίσω από αυτή την ιδέα είναι να επιτραπεί στους συμβούλους που έχουν εμπειρία και εξειδίκευση σε ένα τομέα, να λάβουν αποφάσεις περισσότερο σχετικές με την πραγματικότητα, έγκαιρα και με αντικειμενικότητα. Ο Mitarai, δεν έχει καμία πρόθεση να συμπεριλάβει εξωτερικούς σύμβουλος, βασιζόμενος στο γεγονός ότι, οι εσωτερικοί σύμβουλοι, που έχουν αποδείξει την αφοσίωση τους στην Canon για πάνω από 25 χρόνια, είναι περισσότερο αποτελεσματικοί από τους εξωτερικούς συμβούλους.

Το 2003, η Xerox, σε μία απάντηση της κριτικής που δέχθηκε για το δεκαπενταμελές συμβούλιο της και την κυριαρχία 10 εσωτερικών συμβούλων σε αυτό, μείωσε τον αριθμό των συμβούλων σε 13 με ένα μόλις εσωτερικό μέλος (τον διευθύνοντα σύμβουλο). Η Xerox αποτελεί πλέον ένα πρότυπο ανάμεσα στις αμερικανικές επιχειρήσεις, με βάση τα κριτήρια των θεσμικών επενδυτών, διότι διαχώρισε τη θέση του προέδρου και του διευθύνοντα συμβούλου. Επιπροσθέτως οι τέσσερις επιτροπές, ελέγχου, αμοιβών, εταιρικής διακυβέρνησης και χρηματοοικονομικών, αποτελούνται αποκλειστικά από ανεξάρτητους συμβούλους. Όμοια με τις κατευθυντήριες γραμμές της GM, η Xerox, παρέχει λεπτομερείς κανόνες που αφορούν, τους ρόλους των συμβούλων, την εκλογή του προέδρου, το μέγεθος του συμβουλίου, την ανεξαρτησία του συμβουλίου, τα κριτήρια για τις υποψηφιότητες κ.λ.π.⁴⁸.

⁴⁸ Yoshimori M. (2005), ό.π. pp. 447 - 457

6.4.4 Αξίες και κουλτούρα

Toyota και General Motors

Η Toyota, είναι γνωστή για τις βαθιά εδραιωμένες αξίες και κουλτούρα της, τις οποίες ασπάζονται τόσο το μάντζεμντ όσο και οι εργαζόμενοι της. Σύμφωνα με τους Inoue και Honma (2003), «Η Toyota, είναι παραδοσιακά μια εταιρεία, η οποία δεν μιλάει για τον εαυτό της και οι εργαζόμενοι σε αυτή εκπαιδεύονται να μιλούν μέσω της απόδοσης τους». Η παραπάνω πρόταση αντικατοπτρίζει σε μεγάλο βαθμό την κουλτούρα της εταιρείας.

Παραταύτα αυτό δεν αποκαλύπτει πολλά για την Toyota, καθότι είναι κάτι που ισχύει στις περισσότερες ιαπωνικές εταιρείες. Αν κοιτάξει κανείς την ιστοσελίδα της εταιρείας, θα εντοπίσει ελάχιστη πληροφόρηση σχετικά με την εταιρική της διακυβέρνηση. Η αδιαφορία της εταιρείας για την διαφάνεια, μοιάζει με αυτή των γερμανικών και γαλλικών οικογενειακών επιχειρήσεων, BMW και Peugeot.

Σύμφωνα με τον Honma (2003), ένας εσωτερικός εκπαιδευτικός οργανισμός της εταιρείας (Toyota Way), στηρίζεται σε δύο αξίες: τη συνεχή βελτίωση και το σεβασμό για τον άνθρωπο. Η πρώτη αποτελείται από τρία επιμέρους στοιχεία: πρόκληση, Kaizen και Genchi Genbutsu, ενώ η τελευταία αναφέρεται στο ενδιαφέρον για τον άνθρωπο και την ομαδική εργασία. Παρακάτω παρουσιάζονται μερικές από τις βασικές αρχές.

Η αρχή «ο πελάτης πρώτα»

«Ο πελάτης πρώτα, οι πωλητές έπειτα και τέλος ο κατασκευαστής» αποτέλεσε την κεντρική ιδέα της Toyota από τον πρώτο διευθύνοντα σύμβουλο της Toyota Auto Sales Corp. Οι προμηθευτές και οι υπεργολάβοι είναι πολύ σημαντικοί για την Toyota, με τους οποίους μοιράζεται καινοτόμες ιδέες. Μέσω της μερικής κάθετης ολοκλήρωσης επιτυγχάνεται μία ευρύτερη κοινωνία συμφερόντων, δημιουργώντας μακροπρόθεσμες επιχειρηματικές σχέσεις.

Προσωπική επαφή για την ουσιαστική αντίληψη της κατάστασης (Genchi Genbutsu Shugi)

Σε ελεύθερη απόδοση, genchi σημαίνει τοποθεσία και genbutsu υλικά ή προϊόντα. Για την Toyota όμως σημαίνει την επιτόπου παρατήρηση και κατανόηση της πραγματική

κατάστασης. Το πρώτο βήμα για την επίλυση ενός προβλήματος, την ανάπτυξη ενός νέου προϊόντος ή την αξιολόγηση ενός εξωτερικού συνεργάτη, είναι η γνώση της πραγματικής κατάστασης.

Η Toyota προάγει τη δημιουργική σκέψη και θεωρεί αναγκαία την καινοτομία, πιστεύει όμως ότι πρέπει να στηρίζονται στη βαθιά και σφαιρική γνώση της πραγματικής κατάστασης. Πρόκειται για ένα χαρακτηριστικό που διακρίνει όσους έχουν εκπαιδευτεί σύμφωνα με το μοντέλο της Toyota οι οποίοι δεν θεωρούν τίποτα δεδομένο και όταν μιλούν για κάτι γνωρίζουν τα πράγματα πολύ καλά.

Εξέλιξη του οργανισμού μέσω συνεχούς στοχασμού (Hansei) και αδιάκοπης βελτίωσης (Kaizen).

Η Toyota αποτελεί εξαιρετικό παράδειγμα εξελισσόμενου οργανισμού καθώς αντιμετωπίζει την τυποποίηση και την καινοτομία ως τις δύο όψεις του ίδιου νομίσματος και τις ενοποιεί με τρόπο που εξασφαλίζει το συνεχές. Ένα παράδειγμα είναι η συνετή χρήση της σταθερότητας και της τυποποίησης για να μπορέσει να εξαπλώσει τις καινοτομίες, είτε αυτές προέρχονται από άτομα είτε από ομάδες, σε όλο το εύρος του οργανισμού. Μπορεί ένας εργαζόμενος ή μία ομάδα να ανακαλύψει νέους τρόπους προσέγγισης μίας εργασίας. Για να μεταφερθεί όμως αυτή η ιδέα σε ολόκληρο τον οργανισμό, πρέπει πρώτα να τυποποιηθεί. Αυτός είναι ο τρόπος εξέλιξης του μοντέλου της Toyota, τυποποίηση που εμπλουτίζεται από καινοτομίες που μεταφράζονται στην υιοθέτηση νέων προτύπων.

Η φιλοσοφία της Toyota πρεσβεύει ότι αν η εταιρεία εστιάσει στη διαδικασία και τη συνεχή βελτίωση, θα έχει και τα οικονομικά αποτελέσματα που προσδοκά.

Η συνεχής βελτίωση μπορεί να επιτευχθεί μόνον αφού η διαδικασία έχει σταθεροποιηθεί και τυποποιηθεί. Ένας καθοριστικός παράγοντας για την εξέλιξη και την ανάπτυξη, όχι μόνο για την Toyota αλλά και για την ιαπωνική κουλτούρα γενικότερα, είναι το hansei, που σε ελεύθερη απόδοση σημαίνει «στοχασμός». Σύμφωνα με τον George Yamashina, υπεύθυνο του Toyota Technical Center, «χωρίς το στοχασμό είναι αδύνατο να υπάρξει βελτίωση. Σύμφωνα με την ιαπωνική έννοια του στοχασμού, όταν κάνεις κάποιο λάθος νιώθεις κατ' αρχάς βαθιά απογοήτευση και λύπη. Στη συνέχεια αναζητείς τον τρόπο για να λύσεις το πρόβλημα και τέλος φροντίζεις να μην κάνεις ξανά το ίδιο λάθος. Ο στοχασμός και η βελτίωση πάνε «χέρι-χέρι».

Ο αυτοματισμός βασισμένος στον άνθρωπο

Η Toyota έχει μία αντίληψη προσανατολισμένη προς τον άνθρωπο ή αλλιώς έναν «καπιταλισμό με ανθρώπινο πρόσωπο». Συγκεκριμένα η Toyota προσπαθεί να «εκπαιδεύει τους ανθρώπους της πριν να δημιουργήσει τα προϊόντα της». Η εκπαίδευση και εξειδίκευση των χειριστών της πρώτης γραμμής, καθώς και η αναγνώριση των αιτιών των πιθανών προβλημάτων τους είναι τα βασικά στοιχεία αυτής της αρχής.

Δημιουργικότητα, πρόκληση και θάρρος - τα 3 "C" (creativity, challenge, courage)

Η γενικότερη αρχή στην Toyota ενθαρρύνει την καινοτομία, όπως τόνιζε ο πρόεδρος Toyoda, όταν ήταν διευθύνοντας σύμβουλος. Η αρχή αυτή πηγάζει, άμεσα, από το καινοτόμο πνεύμα του ιδρυτή Sakichi Toyoda, ο οποίος το 1897, ανακάλυψε έναν αυτόματο αργαλειό, ο οποίος του απέφερε 100 ευρεσιτεχνίες στην Ιαπωνία και πάνω από 50 παγκοσμίως. Ο αργαλειός αυτός αποκτήθηκε το 1929 από μία αγγλική εταιρεία για 100 χιλιάδες λίρες, κάτι το οποίο επέτρεψε στην Toyota να φτιάξει τα πρώτα της αυτοκίνητα. Τα έσοδα από την επιχείρηση αυτή του αργαλειού, του επέτρεψαν να διαφοροποιηθεί στον κλάδο των αυτοκινήτων το 1933. Η αναζήτηση για ακόμα υψηλότερα πρότυπα της ποιότητας, αλλά και η συνεχής προσπάθεια για επίτευξη φιλόδοξων εταιρικών στόχων, πήγαζε από τα στάδια της ανάπτυξης της επιχείρησης του ιδρυτή. Η Toyota έχει σήμερα ένα στόχο επίτευξης ενός παγκοσμίου μεριδίου αγοράς της τάξης του 10% μέχρι το 2010.

Πολλά έχουν γραφτεί για την κουλτούρα της General Motors, τη δεκαετία του 1990, γι' αυτό μία αναλυτική επισκόπηση θα ήταν περιττή. Ένα εξωτερικό μέλος του συμβουλίου της General Motors δήλωσε κατά τη διάρκεια της περιόδου κρίσης ότι, «υπήρχε μία εταιρική κουλτούρα η οποία δίσταζε να αντιμετωπίσει ευθέως τα άσχημα νέα». Η γραφειοκρατική αντίληψη της General Motors ήταν αποτέλεσμα της ηγεμονικής της θέσης της ως ηγέτης της τιμής. Το μάνατζμεντ της εταιρείας «εγκλωβίστηκε» στην πεποίθηση ότι η General Motors δεν μπορούσε ποτέ να κάνει λάθος. Η κουλτούρα της General Motors έδινε μεγαλύτερη βάση στους κανόνες συμπεριφοράς παρά στη δημιουργικότητα.

Από το πραξικόπημα του συμβουλίου το 1992, αυτή η εταιρική κουλτούρα φαίνεται να έχει αλλάξει ριζικά. Μέχρι και το 1999 η General Motors είχε βελτιώσει σημαντικά την απόδοση της. Το καθαρό περιθώριο κέρδους αυξήθηκε από 2,2% σε 3,2% και οι υπάλληλοι μειώθηκαν από 750.000 σε 388.000. Ένα από τα μεγαλύτερα προβλήματα

όμως, παραμένει το γεγονός ότι το μερίδιο αγοράς της στις Ηνωμένες Πολιτείες συνεχίζει να μειώνεται από την αρχή της δεκαετίας του 1990. Το να διαχειριστεί κανείς «30 χρόνια λαθών του μανάτζμεντ» δεν φαίνεται να είναι εύκολο.

Canon και Xerox

Το γεγονός ότι ο πρώτος διευθύνοντας σύμβουλος της Canon ήταν γυναικολόγος και μαιευτήρας, φαίνεται ότι έπαιξε σημαντικό ρόλο στη δημιουργία των βασικών αξιών της εταιρείας. Η εταιρεία ιδρύθηκε το 1933 από μία ομάδα φίλων, για τη δημιουργία φωτογραφικών μηχανών οι οποίες θα μπορούσαν να ανταγωνιστούν τα γερμανικά προϊόντα σε ποιότητα. Ο Mitarai, έλαβε μέρος στο μανάτζμεντ της ως ελεγκτής. Κατά τη διάρκεια του πολέμου ο διευθύνοντας σύμβουλος στρατεύτηκε, και ο Mitarai ανέλαβε τη θέση του το 1942.

Το βασικό πιστεύω του διευθύνοντα συμβούλου της εταιρείας αποτελείται από την αξιοκρατία, την υγεία και την έμφαση στην ευημερία της οικογένειας. Μία άλλη ομάδα από τις βασικές αξίες που ονομάζονται Sanji ή οι τρεις εαυτοί, αποτελείται από τρία στοιχεία: την πρωτοβουλία για την ανάληψη προκλήσεων, τον αυτοέλεγχο για την αυστηρή παρατήρηση των κανόνων και την εκπλήρωση των καθηκόντων, και την αυτοαντίληψη της συμπεριφοράς και απόδοσης του ατόμου για περαιτέρω αυτοανάπτυξη του. Η τεχνολογική ανεξαρτησία είναι μία σημαντική παράδοση στην Canon η οποία χρονολογείται από τις αρχές του 1930 όταν η εταιρεία αναπτύχθηκε την πρώτη ιαπωνική φωτογραφική μηχανή 35 χιλιοστών που αποτελούσε μια δικιά της ευρεσιτεχνία. Η ίδια επιτυχία αναφέρεται στα μέσα του 1960 όταν η Canon απέκτησε ευρεσιτεχνίες για το αντιγραφικό της σύστημα, καταστρατηγώντας νομικά πάνω από 600 ευρεσιτεχνίες της Xerox. Αυτό επέτρεψε στην Canon να αρχίσει την προώθηση του νέου της αντιγραφικού συστήματος το 1970. Γι'αυτό η έμφαση στην απόκτηση δικαιωμάτων ευρεσιτεχνίας αποτελεί σημαντικό μέσο ανταγωνισμού για την Canon.

Για την Xerox το πρώτο μοντέλο αντιγραφικού μηχανήματος πωλήθηκε το 1959 και έφερε την επανάσταση στην επεξεργασία επιχειρηματικών αρχείων. Η προστασία της ευρεσιτεχνίας επέφερε στη Xerox ένα μονοπωλιακό μερίδιο αγοράς της τάξεως του 95% στην αμερικανική αγορά. Σε συνδυασμό με την ανωτερότητα του προϊόντος, το πρωτοποριακό σύστημα ενοικίασης, δημιούργησε περιθώριο κέρδους 70%. Αυτή η εξαιρετικά καλή απόδοση, παραταύτα, αποδείχθηκε πως ήταν μία κλασική περίπτωση όπου «η επιτυχία γεννά την αποτυχία». Η αδιαφορία κι ο συντηρητισμός ήταν

αναπόφευκτες συνέπειες. Αποτέλεσμα ήταν η Xerox να υποπέσει σε μία γραφειοκρατική κουλτούρα αποφυγής κινδύνου⁴⁹.

6.4.5 Στρατηγική

Toyota και General Motors

Η στρατηγική της Toyota για τη μερική ολοκλήρωση είναι πολύ διαφορετική από τη στρατηγική της General Motors για πλήρη ολοκλήρωση. Αυτή είναι ίσως μία από τις μεγαλύτερες διαφορές μεταξύ των δύο εταιρειών και αποτελεί μία από τις αιτίες, της ανώτερης απόδοσης της Toyota σε σχέση με την General Motors. Η μερική ολοκλήρωση της Toyota, με τους προμηθευτές και υπεργολάβους της, έχει ήδη περιγραφεί ως μειοψηφική συμμετοχή, μακροχρόνιες επιχειρηματικές σχέσεις, στενή συνεργασία σε καινοτομίες, και ανεπίσημη ροή πληροφοριών σε όλα τα επίπεδα του μάντζεμεντ. Ο Porter τονίζει ότι, η μερική ολοκλήρωση επιτυγχάνει «πολλά από τα σημαντικά πλεονεκτήματα της κάθετης ολοκλήρωσης χωρίς να περιλαμβάνει όλα τα κόστη της δεύτερης». Οι μεγαλύτεροι προμηθευτές της Toyota, απολαμβάνουν μίας παγκόσμιας φήμης για την ποιότητα των εξαρτημάτων τους για τα αυτοκίνητα.

Η μερική ολοκλήρωση της Toyota έχει πολλά πλεονεκτήματα. Τα συναλλακτικά κόστη μειώνονται λόγω των μακροχρόνιων συναλλαγών. Πολλαπλοί προμηθευτές ανταγωνίζονται μεταξύ τους για να διασφαλίσουν σταθερότητα των προμηθειών. Οι πληροφορίες διαμοιράζονται και η εμπειρία της Toyota σε καινοτομίες, που αφορούν τα προϊόντα και τις διαδικασίες, μεταφέρεται στους μεγαλύτερους προμηθευτές της. Η Toyota μπορεί να διατηρήσει έτσι ένα έλεγχο σχετικά με την ποιότητα και την τεχνολογική καταλληλότητα των εξαρτημάτων που αποκτά. Η ποιότητα και τα κόστη ελέγχονται με την κατηγοριοποίηση των προμηθευτών και των κατασκευαστών σε πρωτεύοντες, δευτερεύοντες και άλλους, ανάλογα με την πολυπλοκότητα και την σημασία των εξαρτημάτων. Τέλος, μπορεί να γίνει καλύτερος διαχωρισμός της εργασίας αφού η Toyota εξειδικεύεται στις βασικές της τεχνολογίες ενώ οι προμηθευτές και οι υπεργολάβοι εξειδικεύονται ο καθένας στο δικό του πεδίο.

Αντίθετα από την General Motors, η Toyota βασίζεται στη δημιουργία νέων εργοστασίων όταν εισέρχεται σε μία ξένη αγορά. Αυτή προσέγγιση είναι ζωτική για την πρόσληψη ανθρώπων οι οποίοι ταιριάζουν στην κουλτούρα της Toyota και διασφαλίζει

⁴⁹ Yoshimori M. (2005), ό.π. pp. 447 - 457

τις συνεργατικές σχέσεις μεταξύ της εργασίας και του μανάτζμεντ. Η General Motors από την άλλη πλευρά, έχει παραδοσιακά καταφύγει σε οριζόντια ολοκλήρωση μέσω μερικής ή ολικής εξαγοράς ήδη υπαρχόντων επιχειρήσεων, όπως Suzuki, Fuji, Isuzu στην Ιαπωνία και Opel, Vauxhall και άλλες στην Ευρώπη.

Canon και Xerox

Η επιτυχία της Canon οφείλεται σε μεγάλο ποσοστό στη διαφοροποίηση των βασικών της τεχνολογιών καθώς και στις καινοτομίες της γύρω από τα προϊόντα και τις διαδικασίες της. Σήμερα, ο παραδοσιακός της τομέας φωτογραφικών μηχανών αντιπροσωπεύει μόλις το 10% των συνολικών εσόδων. Μέχρι το 1950, η εταιρεία αύξανε τις πωλήσεις των φωτογραφικών μηχανών, βασισμένη στην οπτική και μηχανική εξειδίκευση της. Από το 1960, οι προσπάθειες διαφοροποίησης επεκτάθηκαν σε ηλεκτρονικές αριθμομηχανές, βιντεοκάμερες και φωτογραφικές μηχανές για το μέσο τμήμα της αγοράς. Τη δεκαετία του 1970, η Canon εισήλθε στον τομέα των τηλεπικοινωνιών μέσω των φαξ. Μετά την επιτυχή ανάπτυξη του toner, η εταιρεία παρήγαγε αντιγραφικά μηχανήματα και εκτυπωτές λέιζερ οι οποίοι συνέβαλαν τα μέγιστα στην ανάπτυξή της.

Το πρώτο toner της Canon προστατεύεται από μεγάλο αριθμό ευρεσιτεχνιών και για αυτό το λόγο δεν έχουν αναφερθεί ανταγωνιστές σε αυτόν τον τομέα. Αυτές οι γραμμές προϊόντος αποδείχθηκαν μεγάλη πηγή εσόδων, καθώς η εταιρεία μπορούσε να υπολογίσει σε συνεχή έσοδα από τις πωλήσεις του toner. Αυτό το γεγονός της διασφάλιζε ένα παγκόσμιο μερίδιο αγοράς 60% στους εκτυπωτές λέιζερ. Η Canon εξασφαλίζει 80% των συνολικών κερδών της από τα αντιγραφικά της μηχανήματα και τους εκτυπωτές λέιζερ. Παρόλα αυτά η Canon δεν ήταν πάντα επιτυχημένη στις προσπάθειές της για διαφοροποίηση. Η ηλεκτρονική της γραφομηχανή για τους υπολογιστές και οι οθόνες της υγρών κρυστάλλων ήταν τομείς στους οποίους είχε απώλεια χρημάτων. Μόνο όταν ο Mitarai αποεπένδυσε στους τομείς όπου υπήρχε υποαπόδοση, παρά τις διαφωνίες, τότε η Canon εξελίχθηκε σε μία επιτυχημένη εταιρεία.

Οι δυσκολίες για την Xerox ξεκίνησαν μετά τη λήξη των ευρεσιτεχνιών της, στις αρχές του 1970. Το μερίδιο αγοράς της μειώθηκε από 90% τη δεκαετία του 1960 σε 13% το 1982. Η δεκαετία του 1970 ήταν μία «χαμένη δεκαετία» καθώς η Xerox απέτυχε να προβλέψει τη δυναμική είσοδο των μικρότερων και χαμηλότερου κόστους αντιγραφικών μηχανημάτων που δημιουργήθηκαν στην Ιαπωνία. Ο διευθύνων

σύμβουλος, της Fuji-Xerox, Kobayashi, πίεζε συνεχώς τη μητρική αμερικανική εταιρεία για την ανάπτυξη παρόμοιων μοντέλων. Η Xerox στις Η.Π.Α παρέμενε αδιάφορη σε αυτό το ζήτημα. Το στρατηγικό παράθυρο λοιπόν που ανοιγόταν, το εκμεταλλεύθηκαν πλήρως οι ιαπωνικοί ανταγωνιστές Canon, Konica, Minolta, Sharp, Toshiba, οι οποίοι απέκτησαν κυρίαρχες θέσεις στην αγορά στην οποία παλιότερα ήταν επιτυχημένη η Canon χάρη στο νέο μοντέλο που είχε αναπτυχθεί 1970. Επιπροσθέτως η διορατικότητα της Canon σχετικά με τη μάρκα (brand) βοήθησε στο μάρκετινγκ του προϊόντος της.

Σε αντίθεση με την Canon η Xerox προχώρησε σε ασυσχέιστη διαποίκιση, δηλαδή επεκτάθηκε σε τομείς όπου είχε μικρή εξειδίκευση και εμπειρία. Το 1983 η Xerox απέκτησε μία εταιρεία έτσι ώστε να εισέλθει σε χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, όπως ασφαλιστικές και κτηματομεσιτικές. Το 1998 Xerox αποφάσισε τελικά να αποχωρήσει από αυτόν τον τομέα έχοντας συνολική ζημία 1 δισεκατομμύριο δολάρια.

Άλλο ένα στρατηγικό λάθος έγινε όταν οι Xerox υποτίμησε τις εμπορικές δυνατότητες των εκτυπωτών με μελάνι, απορρίπτοντας τους ως ένα προϊόν χαμηλού περιθωρίου κέρδους. Η Hewlett Packard επένδυσε σε αυτή την τεχνολογία και κατάφερε να κερδίσει ένα μερίδιο αγοράς στην Αμερική της τάξεως του 50%. Η Xerox πρέπει επίσης να υπερασπιστεί την ισχυρή της θέση στον τομέα των μεγάλων επαγγελματικών αντιγραφικών συστημάτων από την Canon, που αύξησε το μερίδιο αγοράς της στην Αμερική από σχεδόν 0 σε 23% το 2000 ενώ το μερίδιο της Xerox αυξήθηκε μόλις από 12 σε 17%. Η Xerox επίσης απέτυχε να επενδύσει σε άλλες τεχνολογικές καινοτομίες όπως, οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές, τα ποντίκια και το ethernet. Αυτή η αποτυχία οφείλεται στην εμμονή της στον παραδοσιακό τομέα των αντιγραφικών μηχανημάτων⁵⁰.

6.4.6 Συμπεράσματα

Η προηγούμενη σύγκριση, μολονότι περιορίστηκε σε δύο ζευγάρια εταιρειών, φαίνεται να δείχνει ότι η εταιρική η κυβέρνηση παίζει ένα σχετικά περιορισμένο ρόλο στη μακροχρόνια απόδοση μιας επιχείρησης. Άλλοι παράγοντες όπως, η εταιρική αποστολή, η ηθική, η κουλτούρα και στρατηγική, φαίνεται να είναι εξίσου ή και περισσότερο σημαντικοί για την επιτυχία μιας επιχείρησης.

⁵⁰ Yoshimori M. (2005), ό.π. pp. 447 - 457

Η «εξωτερική διακυβέρνηση» βασίζεται στην παρουσία της πλειοψηφίας εξωτερικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο, στο μικρό μέγεθος του συμβουλίου, στην ενεργό συμμετοχή των μετόχων από θεσμικούς και ιδιωτικούς επενδυτές, στον έλεγχο από ειδικές εταιρείες ελέγχου, σε οργανισμούς αξιολόγησης της εταιρικής διακυβέρνησης καθώς και σε νόμους και κανονισμούς ενάντια σε λανθασμένες συμπεριφορές. Όμως οι περιπτώσεις των Toyota και Canon δείχνουν ότι μία «εσωτερική διακυβέρνηση» μπορεί να χτιστεί γύρω από εταιρικές αξίες, εταιρική κουλτούρα, ηθική και στρατηγική.

Οι Toyota και Canon φαίνεται να κατανέμουν πολύ περισσότερο χρόνο και πόρους στη σωστή διαμόρφωση της εταιρικής τους κουλτούρας καθώς και στο σχεδιασμό και την εφαρμογή των σημαντικών στρατηγικών από ότι στην εταιρική διακυβέρνηση. Και στις δύο εταιρείες, το αμερικάνικο ύφος εταιρικής διακυβέρνησης είναι πρακτικά ανύπαρκτο. Δεν υπάρχει κάτι το ιδιαίτερο στις αξίες τους και τις προτεραιότητες τους, το οποίο να είναι πρωτότυπο. Οι περισσότερες από αυτές δεν είναι μάλιστα διατυπωμένες, αντιθέτως, εφαρμόζονται και καθημερινά από τους ανθρώπους της επιχείρησης.

Την τελευταία δεκαετία η συζήτηση στρέφεται κυρίως γύρω από το εξωτερικό σύστημα διακυβέρνησης το οποίο εστιάζεται στους εξωτερικούς συμβούλους. Ίσως όμως έχει έρθει ο καιρός να στραφεί η συζήτηση σε περισσότερο εσωτερικούς μηχανισμούς διακυβέρνησης αντί να γίνονται προσπάθειες επανακαθορισμού του εξωτερικού συστήματος, το οποίο γίνεται όλο και περισσότερο περίπλοκο, ενώ δεν έχει αποδειχθεί, ικανοποιητικά, η σύνδεσή του με την επιχειρησιακή απόδοση.

Βιβλιογραφία

Ξένα βιβλιογραφία

1. Bauer R., Guenster N., Otten R., (2003), "Empirical Evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance", Journal of Asset Management, Vol.5, 2, 2004, pp. 91 – 104
2. Black B., Jang H., Kim W., (2004) "Does Corporate Governance affect firm value?" Working Paper 327, Stanford Law School, 2004
3. Bradley N., (2004), "Corporate Governance Scoring and the Link between Corporate Governance and Performance Indicators: In Search of the Holy Grail", Corporate Governance: an international review, Vol. 12, No.2, April 2004, pp. 8 - 10
4. Brown L., (2004), Caylor M., "Corporate Governance and Firm Performance", Georgia State University, December 7, 2004
5. Del Brio E., Maia – Ramires E., Perote J., (2006), "Corporate Governance Mechanisms and their Impact on Firm Value", Corporate Ownership and Control, Vol.4, Issue 1, Fall 2006, pp. 25 –36
6. Drobetz W., Schillhofer A., (2003), Zimmermann H., "Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Germany", WWZ/Department of Finance, Working Paper No. 2/03
7. Drobetz W., (2002), "The impact of Corporate Governance on Firm Performance", University of Basel (2002)
8. Heracleous L., (2001), "What is the Impact of Corporate Governance on Organizational Performance?" Corporate Governance: an international review, Vol. 9, No.3, July 2001, pp. 165 - 173

9. Hsiang-tsai Chang, (2005), "An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance", The Journal of American Academy of Business, Cambridge, March 2005
10. Lion M., (2006), "Investors call for strong corporate governance", Internal Auditor, Vol. 63 Issue 3, June 2006
11. Miguel A., Pindado J., Torre C., (2005), "Ownership Structure and Performance: A Comparison of Different Corporate Governance Systems", Corporate Ownership and Control, Vol.2, Issue 4, Summer 2005
12. Okabe M. (2006), "The Financial System and Corporate Governance in Japan", Corporate Ownership and Control, Vol. 3, Issue 3, Spring 2006, pp. 26 – 38
13. Pesqueux Y., (2004), "A critical View on Corporate Governance and Its performance Measurement and Evaluation Systems", Managerial Finance, Vol. 30, No 8, 2004, pp. 34 – 53
14. Pitelis C., (2004), "Corporate Governance, Shareholder Value and Sustainable Economic Performance, Corporate Governance: an international review, Vol. 12, No.2, April 2004, pp. 210 – 223
15. Tshipouri L., Xanthakis M., (2004), "Can Corporate Governance be rated?" Corporate Governance: An International Review, Vol. 12, No. 1, pp. 16-28, January 2004
16. Tylecote A., Conesa E., (1999), "Corporate Governance, Innovation Systems and Industrial Performance", Industry and Innovation, Vol.6, No 1, June 1999, pp. 1 - 38
17. Weigand J., Lehmann E., (2000) " Does the Governed Corporation Perform Better? Governance structures and corporate performance in Germany", European Finance Review 4, pp. 157 - 195
18. Wilkes J., (2004), "Corporate Governance and measuring performance", Measuring Business Excellence, Vol.8, Iss.4, 2004, pp. 13 - 16

19. Yoshimori M., (2005), "Does Corporate Governance Matter? Why the Corporate Governance of Toyota and Canon is Superior to GM and Xerox", Corporate Governance. Vol. 13, No.3, May 2005, pp. 447 - 457
20. Young B., (2003), "Corporate Governance and firm performance: Is there a relationship?" Ivey Business Journal September/October 2003, pp. 1 - 6
21. Young D., (2006), "The Real Agenda: Corporate Governance and Performance", Accountancy Ireland, Vol. 38, No. 3, June 2006, pp. 32 - 33

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

Συμπεράσματα

7.1 Η κατάσταση στην Ελλάδα

Η ελληνική κεφαλαιαγορά έχει αλλάξει πολύ κατά τη διάρκεια των τελευταίων χρόνων. Η εταιρική διακυβέρνηση έχει συζητηθεί ευρέως ανάμεσα στον επιχειρηματικό κόσμο και τις αρμόδιες αρχές. Οι προαιρετικές και νομοθετικές και ρυθμιστικές πρωτοβουλίες, προτάθηκαν ή υιοθετήθηκαν, σε απάντηση εξωτερικών και εσωτερικών γεγονότων. Εσωτερικά, στα μέσα του 1999 η κεφαλαιαγορά αντιμετώπισε το γεγονός της μεγάλης υπερτίμησης των τιμών των μετοχών. Η κρίση αυτή είχε ως αποτέλεσμα, τη σημαντική μείωση του χρηματιστηριακού δείκτη το τελευταίο τρίμηνο του 1999. Οι εισηγμένες επιχειρήσεις, δεν μπορούσαν από μόνες τους να επαναφέρουν την εμπιστοσύνη του κοινού. Η μειωμένη εταιρική αξιοπιστία και οι ανεπαρκείς πρακτικές διαφάνειας, επέφεραν τεράστια ρευστοποίηση από την πλευρά των επενδυτών. Εξωτερικά, η αναβάθμιση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς σε μία ώριμη, είχε σημαντικές συνέπειες. Θεσμικοί επενδυτές, με ένα προφίλ «αναδυόμενης αγοράς», προχώρησαν σε σημαντική ρευστοποίηση του χαρτοφυλακίου τους. Παρόλα αυτά, η ελληνική κεφαλαιαγορά αδυνατούσε να προσελκύσει μακροχρόνιους, αφοσιωμένους θεσμικούς επενδυτές. Οι τελευταίοι, συνήθως ερευνούν εκτενώς τις δομές διακυβέρνησης των εταιρειών στις οποίες σχεδιάζουν να επενδύσουν, και αποφασίζουν με βάση τις διαθέσιμες πληροφορίες. Χωρίς την ύπαρξη πληροφοριών κατάλληλης ποιότητας δεν θα επενδύσουν. Η αυτορύθμιση, από μεμονωμένες επιχειρήσεις, σε θέματα διαφάνειας δεν αποδείχθηκε αρκετή. Σε αυτό το πλαίσιο, οι βασικές ρυθμιστικές δράσεις, διαχειρίστηκαν θέματα όπως, η εταιρική αξιοπιστία, η αποκάλυψη των πληροφοριών και ο ανεξάρτητος έλεγχος. Με αυτόν τον τρόπο, υπάρχει η ελπίδα ότι η ελληνική κεφαλαιαγορά θα αποδειχθεί μία ελκυστική επενδυτική επιλογή, όπου τα δικαιώματα των μετόχων προστατεύονται και εξασκούνται επαρκώς.

Παρόλα αυτά, η δομή των διοικητικών συμβουλίων και οι πρακτικές της κυβέρνησης χρειάζονται περαιτέρω βελτίωση. Η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας των εισηγμένων επιχειρήσεων είναι ακόμα υψηλή, έχοντας ως αποτέλεσμα τους ισχυρούς δεσμούς

μεταξύ του κύριου μετόχου και της ομάδας του μάνατζμεντ. Ταυτόχρονα, οι διεθνώς αναγνωρισμένες δομές διοικητικών συμβουλίων, όπως οι επιτροπές, η ανεξαρτησία των μελών, η μόρφωση των συμβούλων, δεν έχουν εγκατασταθεί ευρέως ακόμα. Με αυτό τον τρόπο, το συμβούλιο δρα περισσότερο ως ένα παθητικό όργανο μέσα στην εταιρεία, το οποίο ακολουθεί τις αποφάσεις του μάνατζμεντ. Τα μη εκτελεστικά μέλη του συμβουλίου, δεν δρουν ως αντιπρόσωποι των μετόχων, και δεν ελέγχουν επιτυχώς το μάνατζμεντ. Ακόμα και αν οι κανόνες απαιτούν συγκεκριμένα κριτήρια, είναι δύσκολο πρακτικά να ανακαλυφθεί εάν το Διοικητικό Συμβούλιο λειτουργεί κάτω από αυτούς τους κανόνες. Η ενίσχυση της ευθύνης των μελών, μέσω κανονισμών θα μπορούσε να αποδειχθεί μία καλή λύση. Η έκθεση Winter προτείνει ότι οι σύμβουλοι θα πρέπει να είναι προσωπικά υπεύθυνοι για τις συνέπειες της αποτυχίας της επιχείρησης σε περίπτωση που δεν αντιδρούν κατάλληλα. Παρόλα αυτά, η κατάλληλη δομή του συμβουλίου και οι σωστές διαδικασίες είναι ένα ζήτημα αυτορύθμισης. Οι εισηγμένες επιχειρήσεις πρέπει να συνειδητοποιήσουν ότι ένα συμβούλιο που λειτουργεί σωστά, αποτελεί σημαντικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στον επιχειρηματικό κόσμο.

Σχετικά με τα δικαιώματα ψήφου, παρόλο που όλες οι μετοχές της ίδιας κατηγορίας είναι ισότιμες (αρχή της μίας μετοχής, μία ψήφος), οι προνομιούχες μετοχές δίνουν ορισμένα ειδικά δικαιώματα στους κατόχους τους, περιλαμβανομένων, του δικαιώματος προτίμησης κατά την πληρωμή του πρώτου μερίσματος, του δικαιώματος προτίμησης σε περίπτωση διανομής του προϊόντος της εκκαθάρισης όταν έχουμε λύση της εταιρείας, και το γεγονός ότι οι προνομιούχες μετοχές μπορεί να είναι σωρευτικές δηλαδή να παρέχουν μέρισμα αθροιστικά σε μία χρήση και για άλλες προηγούμενες χρήσεις κατά τις οποίες η εταιρεία δεν είχε διανείμει μέρισμα στους μετόχους. Επιπρόσθετα, η ψήφιση από θεσμικούς επενδυτές μπορεί να αποδειχθεί πολύ κρίσιμη. Στην Ελλάδα, οι θεσμικοί επενδυτές, ακολουθούν συνήθως παθητική ψηφοφορία για το μάνατζμεντ και σπάνια παρέχουν επαρκή πληροφόρηση για την πολιτική επένδυσής τους, στους δικαιούχους. Οι θεσμικοί επενδυτές πρέπει να επανεξετάσουν τη στρατηγική και να εστιάσουν σε σωστά διακυβερνώμενες επιχειρήσεις. Η πλήρης αφάνεια και αποκάλυψη των πολιτικών ψηφοφορίας στους δικαιούχους θα βοηθήσει προς αυτήν την κατεύθυνση.

Οι πολιτικές δυνάμεις που θέτουν τους κανόνες έχουν επηρεάσει, εξίσου, τις εξελίξεις στην εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα. Στις χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης καθώς και στην Ελλάδα η προστασία της απασχόλησης είναι υψηλή, με την έννοια ότι το κράτος είναι υπεύθυνο για τη διατήρηση μιας κοινωνικής συμφωνίας ανάμεσα στις διάφορες κοινωνικές ομάδες. Η αγορά για εταιρικό έλεγχο, παραταύτα, δεν μπορεί να

λειτουργήσει αποτελεσματικά όταν ένας νέος στον έλεγχο μέτοχος δεν είναι ικανός να «σπάσει» συμβόλαια εργασίας. Με αυτόν τον τρόπο, η συχνότητα αλλαγής του εταιρικού ελέγχου «μέσω εξαγορών» είναι αρνητικά σχετισμένη με το βαθμό προστασίας της απασχόλησης.

Περαιτέρω, η ιδιωτικοποίηση των δημόσιων επιχειρήσεων, μέσω δημόσιας προσφοράς των μετοχών, είχε καθυστερήσει για πολλά χρόνια στην Ελλάδα εξαιτίας των αρνητικών αντιδράσεων των εμπορικών ενώσεων. Όμως, είναι ευρέως αναγνωρισμένο, ότι ιδιωτικοποίηση των δημοσίων επιχειρήσεων βελτιώνει την εταιρική διακυβέρνηση. Οι επιχειρήσεις που ιδιωτικοποιούνται, γίνονται πιθανός στόχος για επιθετικές εξαγορές, επηρεάζοντας άμεσα την ποιότητα του μάνατζμεντ. Οι απαιτητικοί θεσμικοί επενδυτές, ως μέρος της νέας δομής της ιδιοκτησίας, απαιτούν υψηλό επίπεδο διαφάνειας και πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης, έτσι ώστε να διασφαλίζεται η κατάλληλη απόδοση των επενδύσεων τους. Μέχρι το 1996, οι δημόσιες επιχειρήσεις στην Ελλάδα λειτουργούσαν κάτω από ένα πλήρως προστατευτικό καθεστώς. Η κυβέρνηση καθόριζε το Διοικητικό Συμβούλιο και το ανώτατο μάνατζμεντ. Ο κύριος εταιρικός στόχος, απείχε πολύ από τη μεγιστοποίηση του κέρδους. Χαμηλά κέρδη, ζημιές, υποεπένδυση και χαμηλή ποιότητα προϊόντος χαρακτήριζαν τις περισσότερες δημόσιες ελληνικές επιχειρήσεις. Παρόλο που ένας νέος νόμος το 1996, υποχρέωνε τις ελληνικές δημόσιες επιχειρήσεις να λειτουργούν σαν ιδιωτικές, υπάρχουν ακόμα πολλά προβλήματα προς επίλυση. Η επιλογή του διευθύνοντα συμβούλου και των μελών του συμβουλίου δεν είναι ακόμα ανεξάρτητη από πολιτικές προτιμήσεις, ειδικά για τις εισηγμένες επιχειρήσεις, όπου η διασπορά της ιδιοκτησίας είναι πολύ χαμηλή και το κράτος είναι κυρίαρχος μέτοχος. Σύγχρονοι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης, δεν έχουν ακόμα υιοθετηθεί (π.χ. επιτροπές, ανταγωνιστικοί σύμβουλοι, ανταμοιβή βασισμένη στην απόδοση) μειώνοντας έτσι την ελκυστικότητα της χώρας.

Από την άλλη πλευρά, κάποιες, προηγούμενα, δημόσιες επιχειρήσεις, έχουν να αντιμετωπίσουν πλέον τον ανταγωνισμό και να λειτουργήσουν κάτω από σύγχρονες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης. Αυτές οι εταιρείες έχουν παρακινηθεί και από το γεγονός ότι είναι εισηγμένες σε ξένα χρηματιστήρια και η ιδιοκτησία τους είναι αρκετά διεσπαρμένη, περιλαμβάνοντας ένα μεγάλο μέρος από απαιτητικούς θεσμικούς επενδυτές.

Τέλος, η ελληνική κεφαλαιαγορά πρέπει να συντονίσει ενεργά τις προσπάθειες της προς την εταιρική διακυβέρνηση με άλλες χώρες έτσι ώστε να διευκολύνει την αμοιβαία μάθηση και σύγκληση. Η δημιουργία ενός ενιαίου κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης,

μπορεί να μην λειτουργούσε στην πράξη, καθώς ο εταιρικός νόμος για τα κράτη - μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης δεν έχει εναρμονιστεί ακόμα.

7.2 Τα σημεία σύγκλισης των ερευνών

Όπως φάνηκε από την ανάλυση των ερευνών και μελετών, για την εταιρική διακυβέρνηση και την επιχειρησιακή απόδοση, υπάρχουν αρκετά αντιφατικά και συγκρουόμενα αποτελέσματα. Παραταύτα υπάρχουν κάποια σημεία στα οποία οι περισσότεροι ερευνητές και θεωρητικοί συμφωνούν:

- ∅ Η εταιρική διακυβέρνηση, από μόνη της, δεν εγγυάται διατηρήσιμη και υψηλή επιχειρησιακή απόδοση
- ∅ Οι αξίες, η κουλτούρα και η στρατηγική παίζουν έναν εξίσου σημαντικό ρόλο στην απόδοση της επιχείρησης.
- ∅ Η «εσωτερική διακυβέρνηση» πρέπει να χτίζεται γύρω από τις εταιρικές αξίες, την εταιρική κουλτούρα, την ηθική και τη στρατηγική της επιχείρησης.
- ∅ Διαφορετικοί τύποι οργανισμών, μπορεί απαιτούν διαφορετικές πρακτικές στην εταιρική διακυβέρνηση.
- ∅ Οι επενδυτές τοποθετούν την εταιρική διακυβέρνηση σε ίδιο επίπεδο με τους χρηματοοικονομικούς δείκτες όταν πρέπει να αξιολογήσουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις.
- ∅ Δεν έχει ερευνηθεί σε μεγάλο βαθμό η επίδραση μιας συνολικής ομάδας προτύπων διακυβέρνησης, στην επιχειρησιακή απόδοση. Οι περισσότερες μελέτες εστιάζουν στην επίδραση ενός μόνο παράγοντα της εταιρικής διακυβέρνησης στην επιχειρησιακή απόδοση.
- ∅ Οι μελέτες είναι αρκετά περιορισμένες, έχοντας ως στόχο την άμεση συσχέτιση των χαρακτηριστικών του συμβουλίου με την επιχειρησιακή απόδοση, παραβλέποντας άλλους σημαντικούς παράγοντες.

- ∅ Οι διαφορετικές μεθοδολογικές προσεγγίσεις μπορούν να εξηγήσουν, εν μέρη, τη διαφορά μεταξύ των αποτελεσμάτων των ερευνών.
- ∅ Η έλλειψη κάποιας σχέσης ανάμεσα στην ανεξαρτησία των συμβουλίων και την απόδοση, δε σημαίνει ότι η αυξημένη ανεξαρτησία είναι λανθασμένη επιλογή.
- ∅ Ο περιορισμός του μεγέθους του συμβουλίου βελτιώνει την απόδοση της επιχείρησης, διότι το όφελος από τον αυξημένο έλεγχο των μεγαλύτερων συμβουλίων, δεν μπορεί να υπερισχύσει, της χειρότερης επικοινωνίας και διαδικασίας λήψης αποφάσεων στις μεγαλύτερες ομάδες

Επίσης, παρατηρείται και μία σύγκλιση, ως προς τα στοιχεία τα οποία αποτελούν κρίσιμους παράγοντες, κατά την εκπόνηση ερευνών, για τη σχέση εταιρικής διακυβέρνησης και επιχειρησιακής απόδοσης. Συγκεκριμένα ιδιαίτερη προσοχή πρέπει να δίνεται:

- ∅ Στα κριτήρια μέτρησης που επιλέγονται, τα οποία πρέπει να αντιπροσωπεύουν τους στόχους της επιχείρησης και να προέρχονται από μια βαθύτερη κατανόηση του τρόπου με τον οποίο λειτουργεί η εταιρεία.
- ∅ Στο σωστό καθορισμό της καλής διακυβέρνησης.
- ∅ Στην επιρροή που μπορεί να έχουν, οι δημιουργηθείσες αντιλήψεις, στους επενδυτές, για την ύπαρξη ή μη των βέλτιστων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης σε μία επιχείρηση.
- ∅ Στη μη παράβλεψη κάποιων παραγόντων και της επίδρασής τους στο συμβούλιο και την επιχειρησιακή απόδοση, την μη επαρκή προσοχή στη δυναμικότητα κάποιων ομάδων, την πολυπλοκότητα κάποιων διαδικασιών οι οποίες δεν μπορούν να αποδοθούν σωστά από στατιστικά μοντέλα.
- ∅ Στις διαφορές στην αξιολόγηση των χαρακτηριστικών των συμβουλίων, ανάμεσα σε διαφορετικές έρευνες καθώς και στη χρήση διαφορετικών μέτρων υπολογισμού της απόδοσης.

7.3 Η ανάγκη για μία στρατηγική πτυχή της εταιρικής διακυβέρνησης

Τα διοικητικά συμβούλια, έχουν το στρατηγικό καθήκον του ελέγχου του ανώτατου μάνατζμεντ, καθώς εμπλέκονται σε ζητήματα όπως, τη διαδοχή των στελεχών, την αμοιβή τους και τους αμυντικούς μηχανισμούς απέναντι σε εξαγορές. Επιπρόσθετα σε αυτό το καθήκον, τα διοικητικά συμβούλια πρέπει να είναι περισσότερο ενεργά σε θέματα διαμόρφωσης της στρατηγικής, ειδικότερα σε ζητήματα όπως η διαφοροποίηση, η διαχείριση των πόρων και η στρατηγική αλλαγή. Τα εμπειρικά δεδομένα δείχνουν πως, οι σύμβουλοι που δείχνουν μεγάλη προσοχή στις στρατηγικές τους ευθύνες, πιστεύουν ότι στα καθήκοντά τους πρέπει να συμπεριλαμβάνονται, ο σχηματισμός του οράματος, της αποστολής και των αξιών, η καθοδήγηση της στρατηγικής της εταιρείας και η διατήρηση των κατάλληλων σχέσεων με τους μετόχους και τα άλλα ενδιαφερόμενα μέρη.

Μελέτες όμως, που περιγράφουν αυτό που συμβαίνει στην πραγματικότητα, συχνά αποδεικνύουν ότι η πραγματική απόδοση των συμβουλίων μπορεί να μην ανταποκρίνεται σε αυτήν την αντίληψη. Τα περισσότερα διοικητικά συμβούλια δεν αναμιγνύονται ενεργά στη διαμόρφωση της στρατηγικής. Αντιθέτως, φαίνεται να συμμετέχουν περισσότερο στην απλή επικύρωση της στρατηγικής και την αποφυγή μιας τέτοιας ευθύνης όπως η δημιουργία της.

Δεδομένης της σημασίας του στρατηγικού μάνατζμεντ για την απόδοση ενός οργανισμού, είναι απαραίτητο για τις μελέτες γύρω από την εταιρική διακυβέρνηση, καθώς και για τα διοικητικά συμβούλια, να έχουν μια ξεκάθαρη στρατηγική εστίαση. Αυτό θα μπορούσε να μετακυλήσει την προσοχή, στο γεγονός ότι ο ρόλος ενός συμβουλίου δεν είναι απλά να αποτελεί ένα ελεγκτικό μηχανισμό του μάνατζμεντ, αλλά ακόμη να προσθέτει εξειδικευμένη γνώση, συμβουλές καθώς και διασυνδέσεις με εξωτερικές πηγές.

Για αυτό το λόγο, οι μελλοντικές μεθοδολογίες των ερευνών γύρω από την εταιρική διακυβέρνηση θα πρέπει να δίνουν μια μεγαλύτερη προσοχή: 1) σε ζητήματα αξιοπιστίας των μετρήσεων, 2) στην ενσωμάτωση πιθανών απρόβλεπτων γεγονότων στη δημιουργία θεωρητικών μοντέλων, 3) σε μία στρατηγική εστίαση στον τρόπο με τον οποίο το συμβούλιο επηρεάζει τις διάφορες πτυχές της διαδικασίας του στρατηγικού μάνατζμεντ της επιχείρησης, 4) σε μία εστίαση στους παράγοντες που σχετίζονται με

τις δυναμικές μιας παραγωγικής μονάδας, ως μέρος μιας υψηλότερης ανάμιξης με θέματα της λειτουργίας του συμβουλίου.

Αυτοί οι παράγοντες θα μπορούσαν να οδηγήσουν τους επόμενους μελετητές σε μία βαθύτερη κατανόηση και στη δημιουργία ακριβέστερων τεχνικών για την εξεύρεση της σχέσης μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης και της απόδοσης της επιχείρησης.

ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ/ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Albert-Roulhac C., Breen P., (2005), “Corporate governance in Europe: current status and future trends”, Journal of Business Strategy, Vol.26, No.6., pp. 19 - 29
2. Bauer R., Guenster N., Otten R., (2003), “Empirical Evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance”, Journal of Asset Management, Vol.5, 2, 2004, pp. 91 – 104
3. Black B., Jang H., Kim W., (2004) “Does Corporate Governance affect firm value?” Working Paper 327, Stanford Law School, 2004
4. Bradley N., (2004), “Corporate Governance Scoring and the Link between Corporate Governance and Performance Indicators: In Search of the Holy Grail”, Corporate Governance: an international review, Vol. 12, No.2, April 2004, pp. 8 - 10
5. Brown L., (2004), Caylor M., “Corporate Governance and Firm Performance”, Georgia State University, December 7, 2004
6. Committee on Corporate Governance in Greece, (1999), “Principles on Corporate Governance in Greece: Recommendations for its Competitive Transformation”, Capital Market Commission, Department of Research, Athens, Greece, October 1999
7. Del Brio E., Maia – Ramires E., Perote J., (2006), “Corporate Governance Mechanisms and their Impact on Firm Value”, Corporate Ownership and Control, Vol.4, Issue 1, Fall 2006, pp. 25 –36
8. Drobetz W., Schillhofer A., (2003), Zimmermann H., “Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Germany”, WWZ/Department of Finance, Working Paper No. 2/03

9. Drobetz W., (2002), "The impact of Corporate Governance on Firm Performance", University of Basel (2002)
10. Economist Intelligence Unit (2002), "Corporate Governance: The new strategic imperative", The Economist Intelligence Unit, 2002, pp. 1 – 15
11. European Corporate Governance Institute (2007), Index of Codes, <www.ecgi.org/codes/all_codes.php>
12. Faleye O., Mehrotra V., Morck R., (2006), "When labor has voice in Corporate Governance", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 41, No. 3, September 2006, pp. 484 – 510
13. Gillan S., (2006), "Recent Developments in Corporate Governance An Overview", Journal of Corporate Finance 12, pp 381 - 402
14. Green S., (2006), "Sarbanes-Oxley and the Board of Directors: Techniques and best practices for corporate governance", New Zeland Management, Bookshelf, August 2006
15. Heidrick & Struggles, (2005), "Corporate Governance in Europe: What's the outlook?", Heidrick & Struggles International, 2005 Study
16. Heracleous L., (2001), What is the Impact of Corporate Governance on Organizational Performance?" Corporate Governance: an international review, Vol. 9, No.3, July 2001, pp. 165 - 173
17. Hillier D., McColgan P., (2006), "An analysis of changes in board structure during Corporate Governance reforms", European Financial Management, Vol. 12, No. 4, 2006, pp. 575 – 607
18. Hsiang-tsai Chang, (2005), "An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance", The Journal of American Academy of Business, Cambridge, March 2005
19. Jackson C., Dr Williams A., (2006), "Corporate Governance Development in the UK and Continental Europe", Business Credit, September 2006, pp. 48 – 50

20. Koppes R., (2007), "The growing role of the Nominating Corporate Governance Committee", *The Corporate Governance Advisor*, Vol. 15. No. 3, May/June 2007, pp. 7 – 8
21. KPMG Survey 2001/2002, "Corporate Governance in Europe", KPMG International 2002
22. La Porta R., Silanes F., Shleifer A., Vishny R., (2000), "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economy* 58, pp. 3 – 27
23. Lion M., (2006), "Investors call for strong corporate governance", *Internal Auditor*, Vol. 63 Issue 3, June 2006
24. Mertzanis H., (2001), "Principles of Corporate Governance in Greece", *Practice Based Papers*, 2001
25. Miguel A., Pindado J., Torre C., (2005), "Ownership Structure and Performance: A Comparison of Different Corporate Governance Systems", *Corporate Ownership and Control*, Vol.2, Issue 4, Summer 2005
26. Milne J.A., (2006), "Good Corporate Governance, Good Performance: Return Shareholders to the driver's seat", *Benefit and Compensation Digest*, May 2006, pp. 34 – 38
27. OECD, (2004), "Principles of Corporate Governance", OECD 2004
28. Okabe M. (2006), "The Financial System and Corporate Governance in Japan", *Corporate Ownership and Control*, Vol. 3, Issue 3, Spring 2006, pp. 26 – 38
29. Pesqueux Y., (2004), "A critical View on Corporate Governance and Its performance Measurement and Evaluation Systems", *Managerial Finance*, Vol. 30, No 8, 2004, pp. 34 – 53
30. Pitelis C., (2004), "Corporate Governance, Shareholder Value and Sustainable Economic Performance", *Corporate Governance: an international review*, Vol. 12, No.2, April 2004, pp. 210 – 223

31. Spanos L., (2003), "The evolution of Corporate Governance in Greece", 1st LSE PhD Symposium on Modern Greece, London School of Economics, Hellenic Observatory, London, June 21, 2003
32. Spanos L. (2005), "Corporate Governance in Greece: developments and policy implications", Corporate Governance: International Journal of Business in Society, Vol. 5, No. 1, pp. 15-30
33. Spanos L., Tsipouri L., Xanthakis M., "Corporate Governance Rating and Family Firms: The Greek Case", University of Athens Economics Working Paper
34. Tricker R.I. (2000), "History of Management Thought Series, Ashcroft Publishing, UK
35. Tsipouri L., Xanthakis M., (2004), "Can Corporate Governance be rated?" Corporate Governance: An International Review, Vol. 12, No. 1, pp. 16-28, January 2004
36. Tylecote A., Conesa E., (1999), "Corporate Governance, Innovation Systems and Industrial Performance", Industry and Innovation, Vol.6, No 1, June 1999, pp. 1 - 38
37. Weigand J., Lehmann E., (2000) " Does the Governed Corporation Perform Better? Governance structures and corporate performance in Germany", European Finance Review 4, pp. 157 - 195
38. Wheelen T.L., Hunger J.D., (2006), "Concepts in Strategic Management and Business Policy", Pearson Prentice Hall
39. Wilkes J., (2004), "Corporate Governance and measuring performance", Measuring Business Excellence, Vol.8, Iss.4, 2004, pp. 13 - 16
40. Wolfowitz P., (2006), "Better Corporate Governance for a Better World", Corporate Board, Vol. 27 Issue 160, Sep/Oct 2006, pp. 1 - 4

41. Yoshimori M., (2005), "Does Corporate Governance Matter? Why the Corporate Governance of Toyota and Canon is Superior to GM and Xerox", Corporate Governance. Vol. 13, No.3, May 2005, pp. 447 - 457
42. Young B., (2003), "Corporate Governance and firm performance: Is there a relationship?" Ivey Business Journal September/October 2003, pp. 1 - 6
43. Young D., (2006), "The Real Agenda: Corporate Governance and Performance", Accountancy Ireland, Vol. 38, No. 3, June 2006, pp. 32 - 33

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Δαμουλιάνου Χ., (2002), «Η εταιρική διακυβέρνηση: Η έλευση επαγγελματιών δεν σημαίνει απώλεια ελέγχου της επιχείρησης», 17 Μαρτίου 2002, ιστοσελίδα disabled.gr
2. Επιτροπή Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, (2003), «Εκσυγχρονισμός του εταιρικού δικαίου και ενίσχυση της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση», Βρυξέλλες 21 Μαΐου 2003
3. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (2006), Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης και η Κοινωνική Ευθύνη των Επιχειρήσεων, ΕΚ 12/2006
4. Μούζουλας Σ., (2003), «Εταιρική Διακυβέρνηση: Διεθνής Εμπειρία, ελληνική πραγματικότητα», Εκδόσεις Σάκκουλα 2003
5. Μούζουλας Σ., (2003), «Εταιρική Διακυβέρνηση» », Εκδόσεις Σάκκουλα 2003
6. Μούζουλας Σ., (2003), «Ο Ν. 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση», Εκδόσεις Σάκκουλα 2003
7. Νόμος 3016/2002, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, Τεύχος 1^ο, Αρ. Φύλλου 110, 17 Μαΐου 2002

8. Σούγιαννης Θ., Oltheten E. (2004), « Ο νόμος Sarbanes – Oxley και τα εταιρικά σκάνδαλα», Οικονομικός Ταχυδρόμος, σελ. 70 – 75
9. Σύνδεσμος Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών (2000), Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης ΣΕΒ, ΣΕΒ 2000
10. Σύνδεσμος Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών (2005), Χάρτα Δικαιωμάτων και Υποχρεώσεων Συνδέσμου Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών, ΣΕΒ, Μάιος 2005
11. Τραυλός Γ. Νικόλαος, (2003), «Συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης: τι είναι και τι επιτυγχάνουν», Athens Laboratory of Business Administration, Οκτώβριος 2003
12. Τραυλός Γ. Νικόλαος, (2004), «Η επίδραση ισχυρών συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης στις δραστηριότητες και στη λειτουργική αποδοτικότητα των επιχειρήσεων», Athens Laboratory of Business Administration, 2004
13. Τραυλός Γ. Νικόλαος, (2001), «Η ανάπτυξη συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης στις Κεφαλαιαγορές, Τάσεις – Η ελληνική οικονομία 2001

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΙΝΑΚΕΣ⁵¹

Πίνακας Π1: Αξιολογήσεις Εταιρικής Διακυβέρνησης ανά κράτος

Μ.Ο. 1999	9,13
Μ.Ο. 2001	9,78
Μ.Ο. 2003	11,48
Μ.Ο 2005	12,68
Ιταλία	10,4
Γερμανία	11,08
Πορτογαλία	11,3
Βέλγιο	11,48
Ισπανία	12,19
Σουηδία	12,81
Γαλλία	13,64
Ολλανδία	13,88
Ελβετία	13,93
Ηνωμένο Βασίλειο	14,61

Πίνακας Π2: Συχνότητα Συναντήσεων του Δ.Σ.

Μ.Ο. 1999	6,8
Μ.Ο. 2001	7,9
Μ.Ο. 2003	9
Μ.Ο 2005	8,7
Ιταλία	11
Γερμανία	5,1
Πορτογαλία	13
Βέλγιο	8,6
Ισπανία	9,8
Σουηδία	9,1
Γαλλία	6,9
Ολλανδία	8,2
Ελβετία	6,2
Ηνωμένο Βασίλειο	8,6

Πίνακας Π3: Μέση αμοιβή συμβούλου ανά κράτος

Μ.Ο. 1999	33000
Μ.Ο. 2001	42000
Μ.Ο. 2003	55.000
Μ.Ο 2005	63.500
Ιταλία	47000
Γερμανία	63000

⁵¹ Heidrick & Struggles, (2005), "Corporate Governance in Europe: What's the outlook?", Heidrick & Struggles International, 2005 Study

Βέλγιο	83000
Ισπανία	64000
Σουηδία	32000
Γαλλία	32000
Ολλανδία	44000
Ελβετία	149000
Ηνωμένο Βασίλειο	73000

Πίνακας Π4: Μέση αμοιβή ανά συνάντηση

Μ.Ο 2005	7300
Ιταλία	4300
Γερμανία	12000
Βέλγιο	10000
Ισπανία	7500
Σουηδία	3800
Γαλλία	5000
Ολλανδία	5300
Ελβετία	22800
Ηνωμένο Βασίλειο	8800

Πίνακας Π5: Μέσος αριθμός επιτροπών ανά κράτος

Μ.Ο. 1999	1,6
Μ.Ο. 2001	2,2
Μ.Ο. 2003	2,6
Μ.Ο 2005	2,9
Ιταλία	1,7
Γερμανία	3,7
Πορτογαλία	2
Βέλγιο	2,3
Ισπανία	2,4
Σουηδία	2,9
Γαλλία	2,7
Ολλανδία	2,6
Ελβετία	3,4
Ηνωμένο Βασίλειο	3,8

Πίνακας Π6: Ποσοστό επιτροπών ανά χρονολογία

	2001	2003	2005
Αξιολόγησης	62%	76%	94%
Αμοιβών	61%	73%	94%
Υποψηφιοτήτων	48%	59%	71%
Στρατηγικής	13%	18%	14%
Εταιρική Κοινωνική Υπευθυνότητα	4%	4%	4%

Πίνακας Π7: Αριθμός μελών του Δ.Σ. Ανά κράτος

Μ.Ο. 1999	13,5
Μ.Ο. 2001	12,5
Μ.Ο. 2003	12,5
Μ.Ο 2005	12,5
Ιταλία	14,2
Γερμανία	18,3
Πορτογαλία	13
Βέλγιο	13
Ισπανία	15
Σουηδία	11
Γαλλία	14
Ολλανδία	8,5
Ελβετία	9,8
Ηνωμένο Βασίλειο	7,8

Πίνακας Π8: Ποσοστό ξένων συμβούλων στο Δ.Σ.

Εθνικοί Σύμβουλοι	84%
Μη εθνικοί Σύμβουλοι	16%

Πίνακας Π9: Σύθεση Δ.Σ ανά κατηγορία συμβούλου

Ανεξάρτητοι/Μη-εκτελεστικοί	50%
Εκτελεστικοί	11%
Πρώην εκτελεστικοί	5%
Άλλοι μη-ανεξάρτητοι	4%
Αντιπρόσωποι εργαζομένων	10%
Αντιπρόσωποι μετόχων	20%

Πίνακας Π10: Εθνικότητες των ξένων συμβούλων

Αμερικάνοι	21%
Γερμανοί	13%
Βρετανοί	14%
Γάλλοι	15%
Βέλγοι	4%
Ολλανδοί	7%
Υπόλοιπη Ευρώπη	15%
Υπόλοιπος κόσμος	11%

Πίνακας Π11: Μέση ηλικία των συμβούλων ανά κράτος

Μ.Ο. 2003	58
Μ.Ο 2005	58
Ιταλία	57,8
Γερμανία	57
Βέλγιο	56,3

Ισπανία	57
Σουηδία	55,9
Γαλλία	60,5
Ολλανδία	61,5
Ελβετία	58,1
Ηνωμένο Βασίλειο	58,1
Πορτογαλία	56,1

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Οι σημαντικότεροι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης στον κόσμο⁵²



Αργεντινή

- Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina, Ιανουάριος 2004



Αυστραλία

- Principles of Good Corporate Governance and Best Practice Recommendations, Μάρτιος 2003
- Corporate Governance: A guide for fund managers and corporations, Δεκέμβριος 2002
- Horwath 2002 Corporate Governance Report, 2002
- Corporate Governance: A Guide for Investment Managers and Corporations, Ιούλιος 1999
- Corporate Governance - Volume One: in Principle, Ιούνιος 1997
- Corporate Governance - Volume Two: In Practice, Ιούνιος 1997
- AIMA Guide & Statement of Recommended Practice (Corporate Governance Statements by Major ASX Listed Companies), Ιούνιος 1995
- Bosch Report 1995



Αυστρία

- Austrian Code of Corporate Governance, Ιανουάριος 2006
- Austrian Code of Corporate Governance, Φεβρουάριος 2005
- Austrian Code of Corporate Governance, Νοέμβριος 2002



Βέλγιο

- Code Buysse: Corporate governance for non-listed companies, Σεπτέμβριος 2005
- Belgian Corporate Governance Code, Δεκέμβριος 2004
- Draft Belgian Corporate Governance Code, Ιούνιος 2004
- Director's Charter, Ιανουάριος 2000
- Guidelines on Corporate Governance Reporting, Νοέμβριος 1999

⁵² European Corporate Governance Institute, Index of Codes, <www.ecgi.org/codes/all_codes.php>

- Corporate governance for Belgian listed companies (The Cardon Report), Δεκέμβριος 1998
- Corporate Governance – Recommendations, Ιανουάριος 1998



Βραζιλία

- Code of Best Practice of Corporate Governance, Μάρτιος 2004
- Recomendações sobre Governança Corporativa, Ιούνιος 2002
- Code of Best Practice of Corporate Governance, Μάιος 1999



Καναδάς

- Corporate Governance: Guide to Good Disclosure, Ιανουάριος 2006
- Corporate Governance: A guide to good disclosure, Δεκέμβριος 2003
- Corporate Governance Policy–Proposed New Disclosure Requirement and Amended Guidelines, Μάρτιος 2002
- Beyond Compliance: Building a Governance Culture (Saucier Report), Νοέμβριος 2001
- Five Years to the *Dey*, Ιούνιος 1999
- Building on Strength: Improving Governance and Accountability in Canada's Voluntary Sector, Φεβρουάριος 1999
- Where Were The Directors? Guidelines for Improved Corporate Governance in Canada (The Toronto Report), Δεκέμβριος 1994



Κίνα

- Provisional Code of Corporate Governance for Securities Companies, Ιανουάριος 2004
- The Code of Corporate Governance for Listed Companies in China, Ιανουάριος 2001



Συγκριτικές Μελέτες

- Comparative Study of Corporate Governance Codes relevant to the European Union and its Member States, Μάρτιος 2002
- International Comparison of Board "Best Practices" - Investor Viewpoints, 2001
- International Comparison of Corporate Governance: Guidelines and Codes of Best Practice in Developed Markets, 2001
- International Comparison of Corporate Governance: Guidelines and Codes of Best Practice in Developing and Emerging Markets, 2000



Κύπρος

- Cyprus Corporate Governance Code, Μάρτιος 2006
- Addendum of the Corporate Governance Code, Νοέμβριος 2003
- Corporate Governance Code, Σεπτέμβριος 2002



Δανία

- Revised Recommendations for Corporate Governance in Denmark, Αύγουστος 2005
- Report on Corporate Governance in Denmark, Δεκέμβριος 2003
- The Nørby Committee's report on Corporate Governance in Denmark, Δεκέμβριος 2001
- Guidelines on Good Management of a Listed Company (Corporate Governance), Φεβρουάριος 2000



Γαλλία

- Recommandations sur le gouvernement d'entreprise, Μάρτιος 2004
- The Corporate Governance of Listed Corporations, Οκτώβριος 2003
- Promoting Better Corporate Governance In Listed Companies, Σεπτέμβριος 2002
- Vienot II Report, Ιούλιος 1999
- Recommendations on Corporate Governance, Ιούνιος 1998
- Vienot I Report, Ιούνιος 1995



Γερμανία

- Amendment to the German Corporate Governance Code - The Cromme Code (Ιούνιος 2006), Ιούνιος 2006
- Amendment to the German Corporate Governance Code - The Cromme Code (Ιούνιος 2005), Ιούνιος 2005
- Corporate Governance Code for Asset Management Companies, Απρίλιος 2005
- Amendment to the German Corporate Governance Code - The Cromme Code (Μάιος 2003), Μάιος 2003
- The German Corporate Governance Code (The Cromme Code), Φεβρουάριος 2002
- Baums Commission Report (Bericht der Regierungskommission Corporate Governance), Ιούλιος 2001
- German Code of Corporate Governance (GCCG), Ιούνιος 2000
- Corporate Governance Rules for German Quoted Companies, Ιανουάριος 2000
- DSW Guidelines, Ιούνιος 1998
- Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), Μάρτιος 1998



Ελλάδα

- Principles of Corporate Governance, Ιούλιος 2001
- Principles on Corporate Governance in Greece: Recommendations for its Competitive Transformation, Οκτώβριος 1999



Ινδία

- Report of the Kumar Mangalam Birla Committee on Corporate Governance, Φεβρουάριος 2000
- Draft Report of the Kumar Mangalam Committee on Corporate Governance, Σεπτέμβριος 1999
- Desirable Corporate Governance in India - A Code, Απρίλιος 1998



Ιταλία

- Corporate Governance Code (Codice di Autodisciplina), Μάρτιος 2006
- Handbook on Corporate Governance Reports, Φεβρουάριος 2004
- Corporate Governance Code (il Codice di Autodisciplina delle società quotate rivisitato), Ιούλιος 2002
- Report & Code of Conduct (The Preda Code), Οκτώβριος 1999
- Testo Unico sulle disposizioni in materia di intermediazione, Φεβρουάριος 1998



Ιαπωνία

- Principles of Corporate Governance for Listed Companies, Απρίλιος 2004
- Revised Corporate Governance Principles, Οκτώβριος 2001
- Report of the Pension Fund Corporate Governance Research Committee, Action Guidelines for Exercising Voting Rights, Ιούνιος 1998
- Corporate Governance Principles: A Japanese view, Οκτώβριος 1997
- Urgent Recommendations Concerning Corporate Governance, Σεπτέμβριος 1997



Νέα Ζηλανδία

- Corporate Governance in New Zealand: Principles and Guidelines - A Handbook for Directors, Executives and Advisers, Μάρτιος 2004
- Corporate Governance in New Zealand: Principles and Guidelines, Φεβρουάριος 2004
- Corporate Governance Principles, Νοέμβριος 2003

- Corporate Governance in New Zealand: Consultation on Issues and Principles Background Reference, Σεπτέμβριος 2003
- Corporate Governance in New Zealand: Consultation on Issues and Principles Questionnaire, Σεπτέμβριος 2003



Νορβηγία

- The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance, Νοέμβριος 2006
- The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance, Δεκέμβριος 2005
- The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance, Δεκέμβριος 2004



Ο.Ο.Σ.Α.

- OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises, Σεπτέμβριος 2005
- Draft Guidelines on Corporate Governance of State-owned Enterprises, Δεκέμβριος 2004
- OECD Principles of Corporate Governance, Απρίλιος 2004
- Draft Revised Text: OECD Principles of Corporate Governance, Ιανουάριος 2004
- OECD Principles of Corporate Governance, Μάιος 1999



Πανευρωπαϊκοί

- Euroshareholders Corporate Governance Guidelines 2000, Φεβρουάριος 2002
- EASD Principles and Recommendations, Μάιος 2000
- Corporate Governance Guidelines 2000, Φεβρουάριος 2000
- Sound business standards and corporate practices: A set of guidelines, Σεπτέμβριος 1997
- Corporate Governance in Europe, Ιούνιος 1995



Πορτογαλία

- White Book on Corporate Governance in Portugal, Φεβρουάριος 2006
- Recommendations on Corporate Governance, Νοέμβριος 2003
- CMVM Regulation N° 11/2003: Corporate Governance, 2003
- CMVM Regulation No 07/2001: Corporate Governance, Δεκέμβριος 2001
- Recommendations on Corporate Governance, Νοέμβριος 1999



Ρωσία

- The Russian Code of Corporate Conduct 4, Απρίλιος 2002
-



Σλοβενία

- Corporate Governance Code, Φεβρουάριος 2007
 - Corporate Governance Code, Δεκέμβριος 2005
 - Corporate Governance Code, Μάρτιος 2004
-



Ν. Αφρική

- King Report on Corporate Governance for South Africa - 2002 (King II Report), Μάρτιος 2002
 - King I Report, Νοέμβριος 1994
-



Ν. Κορέα

- Code of Best Practice for Corporate Governance, Σεπτέμβριος 1999
-



Ισπανία

- Code of Ethics for Companies, Απρίλιος 2006
 - Draft Unified Code of Recommendations for the Good Governance, Ιανουάριος 2006
 - IC-A: Principles of Good Corporate Governance, Δεκέμβριος 2004
 - Decálogo del Directivo, Μάιος 2004
 - The Aldama report, Ιανουάριος 2003
 - Código de Buen Gobierno, Φεβρουάριος 1998
 - Círculo de Empresarios, Οκτώβριος 1996
-



Σουηδία

- Swedish Code of Corporate Governance *Report of the Code Group*, Δεκέμβριος 2004
- Swedish Code of Corporate Governance *A Proposal by the Code Group*, Απρίλιος 2004
- The NBK Recommendations, Φεβρουάριος 2003
- Corporate Governance Policy, Οκτώβριος 2001



Ελβετία

- Governance in Family Firms, Δεκέμβριος 2006
 - Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, Ιούνιος 2002
 - Corporate Governance Directive, Ιούνιος 2002
-



Ολλανδία

- SCGOP Handbook of Corporate Governance 2004, 2004
 - The Dutch corporate governance code (the Tabaksblat Code), Δεκέμβριος 2003
 - Draft Corporate Governance Code, Ιούλιος 2003
 - SCGOP Handbook of Corporate Governance, Αύγουστος 2001
 - Government Governance; Corporate governance in the public sector, why and how? Νοέμβριος 2000
 - Peters Report & Recommendations, Corporate Governance in the Netherlands, Ιούλιος 1997
-



Ηνωμένο Βασίλειο

- The Combined Code on Corporate Governance, Ιούνιος 2006
- Good practice suggestions from the Higgs Report, Ιούνιος 2006
- Internal Control: Revised Guidance for Directors on the Combined Code, Οκτώβριος 2005
- Pension Scheme Governance - fit for the 21st century: A Discussion Paper from the NAPF, Ιούλιος 2005
- Good Governance: The Code of Governance for the Voluntary and Community Sector, Ιούνιος 2005
- Corporate Governance: A Practical Guide, Αύγουστος 2004
- The Combined Code on Corporate Governance, Ιούλιος 2003
- Audit Committees - Combined Code Guidance (the Smith Report), Ιανουάριος 2003
- The Higgs Report: Review of the role and effectiveness of non-executive directors, Ιανουάριος 2003
- The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents - Statement of Principles, Οκτώβριος 2002
- The Hermes Principles, Οκτώβριος 2002
- Review of the role and effectiveness of non-executive directors (Consultation Paper), Ιούλιος 2002
- Code of Good Practice, Ιανουάριος 2001

- The Combined Code: Principles of Good Governance and Code of Best Practice, Μάιος 2000
 - Hermes Statement on International Voting Principles, Δεκέμβριος 1999
 - The KPMG Review Internal Control: A Practical Guide, Οκτώβριος 1999
 - Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code (Turnbull Report), Σεπτέμβριος 1999
 - Hampel Report (Final), Ιανουάριος 1998
 - Greenbury Report (Study Group on Directors' Remuneration), Ιούλιος 1995
 - Cadbury Report (The Financial Aspects of Corporate Governance), Δεκέμβριος 1992
-



Η.Π.Α.

- Asset Manager Code of Professional Conduct, Νοέμβριος 2004
- Final NYSE Corporate Governance Rules, Νοέμβριος 2003
- Restoring Trust - The Breeden Report on Corporate Governance for the future of MCI, Inc., Αύγουστος 2003
- Commission on Public Trust and Private Enterprise Findings and Recommendations: Part 2: Corporate Governance, Ιανουάριος 2003
- Corporate Governance Rule Proposals, Αύγουστος 2002
- Principles of Corporate Governance, Μάιος 2002
- Core Policies, General Principles, Positions & Explanatory Notes, Μάρτιος 2002
- Principles of Corporate Governance: Analysis & Recommendations, 2002
- Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Director Professionalism, 2001
- TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance, Μάρτιος 2000
- Global Corporate Governance Principles, 1999
- Statement on Corporate Governance, Σεπτέμβριος 1997