



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ
«ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ»
ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
«ΟΙ ΑΡΧΕΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΚΑΙ Η
ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ»

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: Δ.ΚΥΡΙΑΖΗΣ

ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗ:

Α.ΑΝΤΖΟΥΛΑΤΟΣ

Δ.ΚΥΡΙΑΖΗΣ

Α.ΜΠΕΝΟΣ

ΣΤΑΜΟΥΛΑΚΑΤΟΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ

Α.Μ. 0281

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 15 ΜΑΡΤΙΟΥ 2005

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα εργασία εκπονήθηκε στο τμήμα “Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής” του Πανεπιστημίου Πειραιά στα πλαίσια της ολοκλήρωσης των μεταπτυχιακών μου σπουδών στην Χρηματοοικονομική Ανάλυση. Στο σημείο αυτό θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Δ. Κυριαζή για την καθοδήγησή του και την πολύτιμη βοήθειά του καθ’ όλη την διάρκεια της εργασίας καθώς επίσης και την σύζυγό μου Ελπίδα Μαγδαληνού για την αμέριστη συμπαράστασή της.

Επίσης θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστήριές μου ευχές και σε όλους τους καθηγητές του τμήματος της Χρηματοοικονομικής Διοικητικής για την ακαδημαϊκή αλλά και επιστημονική κατάρτιση που μου προσέφεραν όλο αυτό το χρονικό διάστημα των δύο ετών.

Τέλος ευχαριστώ τον καθηγητή κ. Α. Αντζουλάτο καθώς επίσης και τον καθηγητή κ. Α. Μπένο για την συμμετοχή τους στην Τριμελή Επιτροπή Εξέτασης.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	4
2. ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ : ΟΡΙΣΜΟΣ , ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΚΑΙ Η ΑΝΑΓΚΑΙΟΤΗΤΑ ΤΗΣ.....	9
2.1 ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ, ΣΚΟΠΟΣ & ΣΗΜΑΣΙΑ.....	13
2.2 ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ CADBURY.....	19
2.3 ΑΡΧΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ Ο.Ο.Σ.Α	22
2.4 ΝΕΩΤΕΡΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ (SARBANES – OXLEY ACT 2002).....	26
3. ΣΧΕΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.....	37
3.1. Ο ΔΕΙΚΤΗΣ TOBIN’S Q.....	39
3.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ.....	40
3.3 ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ.....	60
4. Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΣΤΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ.....	61
4.1 ΙΣΤΟΡΙΚΟ.....	61
4.2 ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	63
4.3 ΜΕΛΕΤΕΣ.....	67
4.4 ΔΙΑΠΙΣΤΩΣΕΙΣ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΟΥ ΘΕΣΜΟΥ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ.....	73
5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	77
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	80
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Κατά την διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας διαπιστώνεται συνεχώς η πραγματοποίηση συναντήσεων, συνεδρίων και συνδιασκέψεων διεθνώς σχετικά με τον τρόπο και την αποτελεσματικότητα της διακυβέρνησης των εισηγμένων στα χρηματιστήρια εταιρειών (corporate governance). Οι εποπτικές αρχές της κεφαλαιαγοράς και τα χρηματιστήρια, οι αντιπρόσωποι των επαγγελματικών ενώσεων της κεφαλαιαγοράς, οι διεθνείς οργανισμοί όπως ο Ο.Ο.Σ.Α. και η παγκόσμια τράπεζα, οι λογιστές, οι νομικοί, οι βιομήχανοι και οι συνδικαλιστές αλλά κυρίως οι επενδυτές – είτε είναι θεσμικοί επενδυτές (αμοιβαία κεφάλαια, εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου και ασφαλιστικά ταμεία) είτε είναι μικροεπενδυτές – θεωρούν ότι οι πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης αποτελούν ουσιαστικό πλέον παράγοντα καθορισμού της αποτελεσματικότητας των εθνικών κεφαλαιαγορών αλλά και του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος. Αποτελούν, δηλαδή, βασικό μέτρο της αξιοπιστίας τους .

Η εγρήγορση αυτή των φορέων της κεφαλαιαγοράς σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση λαμβάνει χώρα στο πλαίσιο σημαντικών επενδυτικών εξελίξεων. Οι ιδιώτες επενδυτές αναζητούν συνεχώς επενδυτικές ευκαιρίες υψηλής απόδοσης έναντι ανάληψης κινδύνου, οδηγώντας στην αύξηση της ζήτησης επενδυτικών τίτλων τόσο στις ανεπτυγμένες όσο και στις αναπτυσσόμενες χώρες. Η αυξημένη ζήτηση ικανοποιείται από αυξημένη προσφορά τίτλων καθώς όλο και περισσότερο οι εταιρείες, τόσο στις αναπτυσσόμενες όσο και στις ανεπτυγμένες χώρες, επιζητούν την άντληση υγιών κεφαλαίων μέσω της κεφαλαιαγοράς. Παράλληλα, οι εθνικές κυβερνήσεις αλλά και οι διεθνείς χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί υποχρεούνται, στο πλαίσιο του νέου ανταγωνιστικού καπιταλισμού, να περικόψουν την οικονομική ενίσχυση που παραδοσιακά παρείχαν αμέσως ή εμμέσως στις δημόσιες και ιδιωτικές επιχειρήσεις. Τα εμπόδια στη διεθνή μετακίνηση κεφαλαίων περιορίζονται συνεχώς οδηγώντας τους σχεδιαστές οικονομικής πολιτικής αλλά και τους επιχειρηματίες στην αναγνώριση της αποτελεσματικής εταιρικής διακυβέρνησης ως βασική προϋπόθεση σχηματισμού κεφαλαίου.

Πράγματι, διαπιστώνεται συνεχώς ότι **μη αποτελεσματικές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης**, σε συνδυασμό με την ύπαρξη καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά, **οδηγούν στην στρέβλωση των χρηματιστηριακών τιμών** στην αγορά και την **μη αποδοτική κατανομή των παραγωγικών πόρων των εισηγμένων**

εταιρειών, οδηγούν σε **σκάνδαλα** εταιρειών όπως της Ιταλικής **‘Parmalat’** και της Αμερικάνικης **‘Enron’**, ενισχύουν τις συνθήκες αθέμιτου ανταγωνισμού μεταξύ εταιρειών αλλά και αγορών και αποθαρρύνουν την επενδυτική δραστηριότητα συντελώντας στην ανάσχεση της οικονομικής ανάπτυξης.

Η διαπίστωση αυτή ενισχύεται από τα αποτελέσματα εμπειρικών ερευνών σχετικά με τις επιθυμίες των επενδυτών. Σε έρευνα αγοράς τον Ιούνιο του 2000, η εταιρεία **McKinsey & Co.** διαπίστωσε ότι οι επενδυτές διαφορετικών χωρών έδειξαν διατεθειμένοι να καταβάλλουν κατά 18% έως 28% μεγαλύτερο τίμημα για την αγορά μετοχών εισηγμένων εταιρειών των οποίων οι πρακτικές διακυβέρνησης είναι σύγχρονες και αποτελεσματικές. Διαπίστωσε επίσης ότι η ποιότητα του διοικητικού συμβουλίου των εταιρειών αποτελεί σημαντικότερο παράγοντα επιλογής μετοχών σε σχέση με την ποσότητα και ποιότητα των γνωστοποιούμενων χρηματοοικονομικών πληροφοριών. Σε νεώτερη έρευνα (International Herald Tribune, 2002) που περιέλαβε 200 θεσμικούς επενδυτές σε 31 χώρες, η εταιρεία **Mc Kinsey & Co.** έδειξε ότι το 75% των επενδυτών αυτών ήταν διατεθειμένοι να πληρώσουν περισσότερο για την αγορά μετοχών εταιρειών που εφαρμόζουν σύγχρονες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης. «Buying integrity» ήταν το slogan που προέκυψε.

Ανάλογες διαπιστώσεις γίνονται στην Ευρώπη και τις ΗΠΑ. Η εταιρεία **Russell Reynolds Associates**, στην μελέτη της «Corporate Governance in the New Economy, 2000: International Survey of Institutional Investors» (βλ. www.russeyn.com), διαπίστωσε ότι περίπου 50% των ευρωπαϊών επενδυτών και 61% των επενδυτών στις ΗΠΑ έχουν αποφασίσει είτε να μην επενδύουν σε μετοχές εταιρειών είτε να μειώσουν τις επενδύσεις τους σε μετοχές εταιρειών που χαρακτηρίζονται από **ανεπαρκές καθεστώς λογοδοσίας και διαφάνειας**. Επιπλέον, σύμφωνα με τις αναφορές της εταιρείας συμβούλων **Davies Global Advisors Inc.** στις ΗΠΑ, οι μη αποτελεσματικές πρακτικές λογοδοσίας αρκετών προς εισαγωγή εταιρειών συνέβαλε σημαντικά στην **μείωση της χρηματιστηριακής αξίας των μετοχών τους** κατά την αρχική διαπραγμάτευσή τους ή την ελλιπή απορρόφηση των προσφερόμενων τίτλων κατά την αρχική δημόσια εγγραφή. Επίσης η Παγκόσμια Τράπεζα και ο μέχρι πρόσφατα επικεφαλής οικονομολόγος της Joseph Stiglitz έχουν υποστηρίξει ότι οι πολιτικές αποκρατικοποιήσεων δημόσιων επιχειρήσεων είναι επιτυχείς εφόσον συνδυάζονται με αποτελεσματικές πρακτικές διαφάνειας και λογοδοσίας.

Τα μεμονωμένα παραδείγματα για τη σημασία της εταιρικής διακυβέρνησης επίσης αυξάνονται και διαφοροποιούνται: η αρχική δημόσια εγγραφή της κινέζικης πετροχημικής εταιρείας **Petrol China** στις ΗΠΑ απέτυχε λόγω αναποτελεσματικής πρακτικής εταιρικής διακυβέρνησης, ενώ η αυταρχική συμπεριφορά του διευθύνοντος συμβούλου (CEO) της κατασκευαστικής εταιρείας Tompkins στο Ηνωμένο βασίλειο οδήγησε σε μείωση της αγοραίας αξίας των μετοχών της προξενώντας μεγάλες αντιδράσεις από τους μετόχους. Αντιθέτως, η έναρξη ανοικτού διαλόγου περί διακυβέρνησης με τους εγχώριους αλλά κυρίως τους αλλοδαπούς επενδυτές συνέβαλε στην ολοκλήρωση της συμφωνίας μεταξύ των εταιρειών **Daewoo Securities της Κορέας** και της μεγάλης μεξικανικής εταιρείας Grupo Elektra. Παράλληλα, η έντονη δραστηριοποίηση των μετόχων της εταιρείας πετρελαιοειδών Shell οδήγησε στην αναθέρμανση των παγωμένων σχέσεων μεταξύ αυτών και της εταιρείας, ενώ η έμφαση στον διάλογο περί διακυβέρνησης κέρδισε την υποστήριξη των μετόχων των εταιρειών Pfizer στις ΗΠΑ και Vivendi στην Ιταλία για την πολιτική συγχωνεύσεων που επιθυμούσαν να ακολουθήσουν οι εταιρείες αυτές.

Διαπιστώνεται δηλαδή ότι, στο νέο ανταγωνιστικό πλαίσιο, οι εταιρείες καλούνται να εφαρμόζουν πολιτικές εταιρικής διακυβέρνησης που να ανταποκρίνονται στα αιτήματα για **διευρυμένη λογοδοσία και διαφάνεια**. Επίσης, οι σύμβουλοι επενδύσεων, που παρέχουν συμβουλές σε μέλη διοικητικών συμβουλίων εισηγμένων εταιρειών και στα εκτελεστικά διευθυντικά τους στελέχη, καλούνται συνεχώς να παίζουν ενεργό ρόλο στην ενθάρρυνση των εταιρειών αυτών να υιοθετούν αποτελεσματικές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης. Οι εταιρείες συχνά πλέον επιζητούν την συμβολή ειδικών για ζητήματα σχετικά με την οργάνωση και διακυβέρνησή τους.

Για παράδειγμα, εταιρείες που επιθυμούν να ανταλλάξουν τίτλους ιδιοκτησίας έναντι μετρητών (μέσω της δημόσιας προσφοράς προς το επενδυτικό κοινό διαπραγματεύσιμων στο χρηματιστήριο μετοχικών τίτλων ή μέσω ιδιωτικής τοποθέτησής τους) επιζητούν καθοδήγηση σχετικά με τους τρόπους διακυβέρνησης που προτιμώνται από τους σύγχρονους επενδυτές αλλά και τις σχέσεις που θα πρέπει να αναπτύξουν με αυτούς. Δοθέντων των διαφορών μεταξύ των εθνικών θεσμικών πλαισίων και των κριτηρίων εισαγωγής μετοχών προς διαπραγμάτευση στα χρηματιστήρια, η ανάγκη παροχής σχετικών συμβούλων εμφανίζεται εντονότερη στις

αυξανόμενες διασυνοριακές κεφαλαιακές συναλλαγές και εκδόσεις μετοχικού κεφαλαίου, όπου διαφορετικές προσδοκίες επικρατούν στους επενδυτές.

Επίσης, οι νομικοί και οι οικονομικοί σύμβουλοι εταιρειών που παρέχουν συμβουλές χρειάζονται πλήρη κατανόηση του θεσμικού και εν γένει πλαισίου διακυβέρνησης (εταιρικό και χρηματιστηριακό δίκαιο, κριτήρια εισαγωγής διαπραγμάτευσης τίτλων στο χρηματιστήριο, άριστες υπό δεδομένες συνθήκες επιχειρηματικές πρακτικές, επίδραση της τοπικής κουλτούρας διακυβέρνησης), καθώς τα ενδιαφερόμενα μέρη των κεφαλαιακών αυτών συναλλαγών υποχρεούνται να υιοθετούν σύγχρονες πρακτικές διακυβέρνησης προκειμένου να διασφαλίσουν την επιτυχή πραγματοποίησή τους.

Η διοίκηση, τα εκτελεστικά στελέχη και οι σύμβουλοι των εταιρειών οφείλουν να κατανοούν πλήρως τα δικαιώματα και τις ευθύνες όπως οριοθετούνται στο υφιστάμενο πλαίσιο διακυβέρνησης των εταιρειών αλλά και των συστάσεων άριστης πρακτικής και της επίδρασης που αυτή έχει στον ρόλο και ευθύνη των συμμετοχόντων στην δραστηριότητα της επιχείρησης. Η ανάγκη κατανόησης και η υποχρέωση συμμόρφωσης είναι εντονότερες στην περίπτωση των εντεινόμενων διασυνοριακών συναλλαγών, όπου τα ζητήματα αυτά γίνονται προφανώς περισσότερο πολύπλοκα.

Δηλαδή, για να επιτύχουν τους σκοπούς τους στο σύγχρονο περιβάλλον, όσοι λαμβάνουν επιχειρηματικές αποφάσεις και παρέχουν συμβουλές για αυτές οφείλουν να έχουν σαφή κατανόηση των τεχνικό-νομικών κανόνων προς τους οποίους καλούνται να συμμορφωθούν και των βασικών παραμέτρων που καθορίζουν τη σύγχρονη και αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση. Ειδικότερα, καλούνται να κατανοήσουν : **α)** τις δυνάμεις που συμβάλλουν στην ενίσχυση του ενδιαφέροντος διεθνώς για την εταιρική διακυβέρνηση και τον τρόπο επίδρασή τους στην χρηματιστηριακή και εν γένει συμπεριφορά των εταιρειών **β)** την ακριβή έννοια και σημασία των πρακτικών διακυβέρνησης για τις εισηγμένες εταιρείες και **γ)** τις προϋποθέσεις και παραμέτρους επιτυχούς προσέγγισης της άριστης πρακτικής διακυβέρνησης για τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται εγχωρίως και διεθνώς με πολλές δραστηριότητες.

Η παρούσα εργασία σκοπό έχει την διερεύνηση του θεσμού της εταιρικής διακυβέρνησης τόσο στην παγκόσμια αγορά όσο και στην Ελλάδα. Η διάρθρωση των κεφαλαίων είναι η ακόλουθη: στο κεφάλαιο 2 θα παρουσιαστεί μία ιστορική αναδρομή του θεσμού και θα αναλυθεί η αναγκαιότητά του, στο κεφάλαιο 3 θα γίνει

προσπάθεια διερεύνησης της σχέσης της Ε.Δ. με την αξία της επιχείρησης, στο κεφάλαιο 4 θα γίνει μία παρουσίαση της Ε.Δ. στον Ελληνικό χώρο και τέλος στο κεφάλαιο 5 θα παρουσιαστούν τα συμπεράσματα της παρούσας μελέτης.

2. ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ : ΟΡΙΣΜΟΣ , ΕΝΑ ΣΥΝΤΟΜΟ ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΚΑΙ Η ΑΝΑΓΚΑΙΟΤΗΤΑ ΤΗΣ.

Η διεθνής βιβλιογραφία δεν έχει κατασταλάξει σε έναν γενικά αποδεκτό ορισμό του όρου «Εταιρική Διακυβέρνηση» ή «Σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης». Εντούτοις, η σχετική βιβλιογραφία συνήθως χρησιμοποιεί τους παρακάτω ορισμούς:

α. Γενικός ορισμός.

«Εταιρική Διακυβέρνηση» ορίζεται **το σύστημα μέσω του οποίου διευθύνονται και ελέγχονται οι εταιρείες**. Αυτός ο ορισμός έχει υιοθετηθεί και από την Επιτροπή Cadbury στη σχετική έκθεσή της για την εξέταση των Χρηματοοικονομικών Πτυχών Εταιρικής Διακυβέρνησης των εταιρειών του Η.Β.

β. Εναλλακτικός γενικός ορισμός.

Ο όρος «Εταιρική Διακυβέρνηση» αναφέρεται στους τρόπους, με τους οποίους οι χρηματοδότες μιας επιχείρησης διασφαλίζονται ως προς την απολαβή μιας λογικής απόδοσης από τα κεφάλαιά τους ,(Shleifer και Vishny, 1997).

γ. Ειδικός Ορισμός.

Ως «Εταιρική Διακυβέρνηση» ορίζεται το σύνολο των θεσμικών και οργανωτικών μηχανισμών, καθώς επίσης και των αντίστοιχων μηχανισμών λήψης αποφάσεων, μετά των σχετικών δικαιωμάτων παρεμβολής και ελέγχου που χρησιμοποιούνται για τον εναρμονισμό των επιδιώξεων των επιμέρους ομάδων που διεκδικούν οικονομικά συμφέροντα από την επιχείρηση.

Άλλοι συγγραφείς όπως οι Kaplan και Norton (2000) παρουσιάζουν μία πιο ταξική προσέγγιση εστιάζοντας γενικά στην συμμετοχή των stakeholder, ορίζοντας την εταιρική διακυβέρνηση ως την σύνδεση μεταξύ διευθυντών, εργαζομένων, μετόχων, πελατών και προμηθευτών τόσο με την επιχείρηση όσο και μεταξύ τους.

Η Προσπάθεια αναδιάρθρωσης της εταιρικής διακυβέρνησης άρχισε στις **ΗΠΑ το 1970** σαν πρόκληση προς τους διευθυντές που ασχολούνταν με τον εαυτό τους οι οποίοι συνήθως αγνοούσαν τα ενδιαφέροντα των επενδυτών. Η προσπάθεια αυτή είχε σαν αποτέλεσμα μία σειρά επιθετικών εξαγορών, την απόλυση πολλών

διευθυντών και την εμφάνιση έκδοσης κωδικών καλύτερης διαχείρισης. Η τάση αυτή εξαπλώθηκε και στην Μεγάλη Βρετανία, όπου κατά πόδας των καθιερωμένων τρόπων διακυβέρνησης μεγάλων εταιρειών όπως η Poly Peck, η BCCI, η Maxwell, ο Sir Adrian Cadbury εγκαθίδρυσε μία επιτροπή η οποία εξέδωσε τον κώδικα καλύτερης διακυβέρνησης, έναν κώδικα εννέα σημείων για την βελτίωση της διαχείρισης της επιχείρησης στο Χρηματιστήριο Αξιών του Λονδίνου. Η ανάγκη για καλύτερους κανόνες διαχείρισης μεταπήδησε και στην Γαλλία με τις αναφορές των Vienot και Marini, στο Βέλγιο με την αναφορά Cardon και στην πραγματικότητα σε όλες τις Άγγλο-Σαξονικές βιομηχανικές χώρες, συμπεριλαμβανομένων και της Γερμανίας, της Ιαπωνίας και της Βόρειας Κορέας. Η προσπάθεια για διάρθρωση εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα έχει προκύψει πρόσφατα, όπου οι νομοθέτες και οι άνθρωποι των επιχειρήσεων περιπλανώνται ώστε να διαμορφώσουν μία φιλοσοφία διακυβέρνησης η οποία έχει επικεντρωθεί γύρω από τις υποθέσεις της κυβέρνησης παρόμοια με την έναρξη της σύγχρονης Ελληνικής πολιτείας.

Η ιστορική εμπειρία δείχνει ότι στις παραδοσιακές συνθήκες οικογενειακής ιδιοκτησίας των εταιρειών, η χρηματοδότηση των επιχειρηματικών σχεδίων πραγματοποιούνταν μέσω της σύναψης τραπεζικών δανείων ή και της χρήσης μέρους των πραγματοποιηθέντων κερδών από την παραγωγική δραστηριότητα των επιχειρήσεων. Στις συνθήκες εκείνες, όπου ο μοναδικός ιδιοκτήτης ελέγχει και διαχειρίζεται την εταιρεία, είναι αναμενόμενο ότι ο διαχειριστής της εταιρείας θα κατέβαλλε προσπάθεια μεγιστοποίησης των κερδών και της αγοραίας αξίας της εταιρείας διότι η μεγιστοποίηση αυτή συνδέεται άμεσα με το προσωπικό του συμφέρον ως ιδιοκτήτης της.

Κύριο χαρακτηριστικό της ιδιοκτησίας των σύγχρονων ιδιωτικών και κρατικών εταιρειών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο δεν είναι πλέον η οικογενειακή αλλά η **πολυμετοχική σύνθεσή τους**. Όσο αυξάνεται η άντληση κεφαλαίων από τις εταιρείες μέσω της κεφαλαιαγοράς προχωρώντας σε διαδοχικές αυξήσεις του μετοχικού τους κεφαλαίου, τόσο αυξάνεται και η έκταση της πολυμετοχικότητας στο καθεστώς ιδιοκτησίας σε πολλούς μετόχους.

Η πολυμετοχική ιδιοκτησία εντείνει τον διαχωρισμό μεταξύ ελέγχου (ιδιοκτησίας) και διαχείρισης των εταιρειών. Η αυξανόμενη αποκέντρωση και διασπορά των ιδιοκτητών-μετόχων περιορίζει την ικανότητα, κυρίως λόγω κόστους συλλογής πληροφοριών και ασύμμετρης πληροφόρησης, αποτελεσματικής

διακυβέρνησης της εταιρείας τους, αναδεικνύοντας την ανάγκη πρόσληψης επαγγελματιών διαχειριστών με ουσιαστικές εκτελεστικές αρμοδιότητες (εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη και μέλη διοικητικού συμβουλίου).

Ο διευρυνόμενος διαχωρισμός μεταξύ ελέγχου (ιδιοκτησίας) και διαχείρισης της σύγχρονης πολυμετοχικής εταιρείας συνοδεύεται από την εμφάνιση σημαντικού προβλήματος, το οποίο προκύπτει από την δυνατότητα που έχουν οι επαγγελματίες διαχειριστές να διακυβερνούν την εταιρεία, στο πλαίσιο της εξουσίας που συμβατικά τους παρέχεται, προς ίδιον όφελος και όχι προς αυτό των διασπαρμένων μετόχων –ιδιοκτητών (**principal –agent problem**).

Δηλαδή, το προσωπικό συμφέρον του επαγγελματία διαχειριστή ίσως οδηγήσει στην εφαρμογή πρακτικών μη αποτελεσματικής διαχείρισης κεφαλαίων και άλλων πόρων της εταιρείας όπως π.χ. η ανάληψη επενδυτικών κινδύνων χωρίς σύνεση ή υπερβολικού μεγέθους (χωρίς επαρκή λογοδοσία) και η κατάχρηση πόρων και πληροφοριών.

Επιπλέον ο περιορισμός της ιδιοτελούς αυτής συμπεριφοράς, εάν υπάρξει, απαιτεί σημαντικό κόστος το οποίο επιβαρύνει τα εναπομείναντα κέρδη των μετόχων.

Βεβαίως ανάλογα με τις υφιστάμενες ιστορικές συνθήκες και τις παραδοσιακές δομές καθώς κυρίως και τις εξελίξεις στην αγορά, η αποκέντρωση και η διασπορά της ιδιοκτησίας μιας εταιρείας μπορεί είτε να έχει παραμείνει εξαρχής μικρή, ή να έχει εκ νέου συρρικνωθεί.

Η συγκεντρωμένη ιδιοκτησία, χαρακτηριζόμενη από κάποια μεν διασπορά αλλά κυρίως από την ταυτόχρονη δεσπόζουσα θέση λίγων και ισχυρών μεγαλομετόχων, έχει **διττή επίδραση** στην εταιρεία και στην κεφαλαιαγορά. **Αφενός** τείνει να επιφέρει συρρίκνωση της συναλλακτικής δραστηριότητας και ρευστότητας των μετόχων της εταιρείας. **Αφετέρου** οδηγεί στην ενίσχυση της δυνατότητας ελέγχου από τους μεγαλομετόχους των κινήσεων των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών σε σχέση με τους μικρομετόχους που είναι διασπαρμένοι και έχουν περιορισμένες δυνατότητες πληροφόρησης.

Η θετική αυτή εξέλιξη όμως δύναται να οδηγήσει τους μεγαλομετόχους λόγω της δεσπόζουσας θέσης τους που οφείλεται στην συγκεντρωμένη δύναμη ψήφου και λήψης αποφάσεων μεταξύ των οποίων και ο διορισμός εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών της επιρροής τους, να αυθαιρετήσουν έναντι των αδύναμων μικρομετόχων.

Το πρόβλημα επιδεινώνεται στις περιπτώσεις όπου διενεργούνται εκτεταμένες συναλλαγές μεταξύ μητρικής και συνδεδεμένων ή θυγατρικών εταιρειών , οι οποίες περιλαμβάνουν ανορθολογική μεταφορά κεφαλαίων από εισηγμένη (θυγατρική) εταιρεία Β, και οι δύο εκ των οποίων ελέγχονται από εισηγμένη (μητρική) εταιρεία Γ. Επιδεινώνεται επίσης σε περιόδους εταιρικών κρίσεων ή πτωχεύσεων , όπου υπεισέρχεται έντονη η αντιδικία μεταξύ μετόχων στο σύνολό τους και πιστωτών.

Σύμφωνα με τα ανωτέρω το πρόβλημα της αποδοτικής εταιρικής διακυβέρνησης **συνίσταται** στην αποτελεσματική υπαγωγή των ειδικών συμφερόντων προς το γενικό συμφέρον της εταιρείας και του συνόλου των μετόχων της. Οι μέτοχοι (είτε είναι ιδιώτες είτε θεσμικοί επενδυτές και ασφαλιστικά ταμεία, τράπεζες, χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ή και κυβερνήσεις) που παρέχουν τα κεφάλαιά τους στις εταιρείες για την πραγματοποίηση των επιχειρηματικών τους σχεδίων χρειάζονται έμπρακτη διασφάλιση προστασίας των επενδύσεών τους έναντι καταχρηστικής συμπεριφοράς αυτών που διαχειρίζονται τα επενδύσιμα κεφάλαια με κύριο άξονα την διαβεβαίωση ότι τα κεφάλαια χρησιμοποιούνται για τους συγκεκριμένους επιχειρηματικούς σκοπούς που έχουν δημοσίως ανακοινωθεί με την καλύτερη δυνατή απόδοση. Η έμπρακτη αυτή διασφάλιση αποτελεί την ουσία του ζητήματος της εταιρικής διακυβέρνησης.

Το ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να γίνει κατανοητό με την στενή και την ευρεία έννοια. Η **στενή έννοια** περιλαμβάνει την κατανόηση της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των διαφορετικών παραγόντων στο εσωτερικό της πολυμετοχικής εταιρείας. Η **ευρεία έννοια** περιλαμβάνει την κατανόηση της λειτουργίας του συνολικού οικονομικού συστήματος του χαρακτήρα του θεσμικού πλαισίου και των συνθηκών επιχειρηματικής χρηματοδότησης εντός των οποίων δραστηριοποιούνται οι εταιρείες.

2.1. ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ , ΣΚΟΠΟΣ & ΣΗΜΑΣΙΑ.

Η επίτευξη υψηλού ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης προϋποθέτει συνεχή επενδυτική δραστηριότητα και χαμηλό κόστος χρηματοδότησης .

Οι ανάγκες επενδυτικών κεφαλαίων των επιχειρήσεων, έτσι όπως διαμορφώνονται στο πλαίσιο του διεθνούς ανταγωνισμού, δεν μπορούν πλέον να ικανοποιηθούν με βάση τους παραδοσιακούς τρόπους χρηματοδότησης .

Η διευρυνόμενη προσφορά μετοχικών τίτλων των επιχειρήσεων προς το ευρύ επενδυτικό κοινό συντελεί στην αλλαγή του χαρακτήρα της ιδιοκτησίας τους.

Ο διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου των επιχειρήσεων συνοδεύεται από την εμφάνιση ενός σημαντικού προβλήματος, το οποίο προκύπτει από την δυνατότητα που έχουν οι επαγγελματίες διαχειριστές να κυβερνούν την επιχείρηση, στο πλαίσιο της εξουσίας που τους παρέχεται, προς ίδιον όφελος και όχι προς των μετόχων-ιδιοκτητών. Δημιουργείται επίσης σημαντικό κόστος για τον περιορισμό της ιδιοτελούς αυτής συμπεριφοράς. Υπ' αυτήν την έννοια το πρόβλημα της εταιρικής διακυβέρνησης συνίσταται στην αποτελεσματική υπαγωγή των ειδικών αυτών συμφερόντων προς το γενικό συμφέρον της επιχείρησης και του συνόλου των μετόχων της.

Η επίλυση του προβλήματος βασίζεται στην εξέταση του ρόλου και την αποσαφήνιση των δικαιωμάτων και υποχρεώσεων των διαφόρων φορέων στην διακυβέρνηση της επιχείρησης καθώς και των επιπτώσεων τους στην μελλοντική της απόδοση και προοπτική. **Συνίσταται στον σχεδιασμό και εφαρμογή κατάλληλων μηχανισμών παρακολούθησης και ελέγχου της δραστηριότητας της επιχείρησης με σκοπό την αποδοτική χρησιμοποίηση των παραγωγικών της πόρων.** Καλύπτει το σύνολο των πρακτικών που υιοθετεί μια επιχείρηση, προκειμένου να εξασφαλίσει την προστασία των μετόχων της αλλά και το σύνολο αυτών που έχουν νόμιμα συμφέροντα σε αυτήν.

Ο προβληματισμός σχετικά με την αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση έλαβε υπόσταση στις ΗΠΑ στις δεκαετίες 1970 και 1980, όταν διαπιστώθηκε η σταδιακή υποχώρηση της ηγεμονικής θέσης των επιχειρήσεων των ΗΠΑ προς όφελος αυτών της Ευρώπης και της Ασίας. Σημαντικό ρόλο για την έντονη ανάπτυξη του προβληματισμού έπαιξαν οι πιέσεις που ασκήθηκαν και συνεχίζουν να ασκούνται διεθνώς από τους θεσμικούς επενδυτές για περισσότερο υπεύθυνες και αποτελεσματικές μορφές οργάνωσης και διοίκησης των επιχειρήσεων. Η πολιτική

των εκτεταμένων εταιρικών αναδιαρθρώσεων που ακολούθησε, κυρίως μέσω του μηχανισμού των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, με σκοπό την οικονομική ανάπτυξη ανέδειξε την σημασία της διερεύνησης του χαρακτήρα και της αποδοτικότητας των διαφορετικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης.

Σήμερα, το ζήτημα της αποδοτικότητας των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης και την σημασία τους για τις εθνικές οικονομίες συζητείται ευρέως στις περισσότερες χώρες της Ευρώπης και της Ασίας. Η πολιτική των εταιρικών αναδιαρθρώσεων που ακολουθείται από τις οικονομίες αυτές εστιάζεται κυρίως στις εκτεταμένες πολιτικές μετοχοποιήσεων και ιδιωτικοποιήσεων δημοσίων επιχειρήσεων, στην αύξηση του βαθμού διαφάνειας των εισηγμένων επιχειρήσεων καθώς και στην αποτελεσματική επίλυση των συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ διαφορετικών ομάδων στην επιχείρηση.

Διαφορετικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης χαρακτηρίζονται από διαφορετική προσέγγιση του σκοπού επιχειρηματικής δραστηριότητας, ανάλογα εάν η προτεραιότητα δίνεται στην ικανοποίηση (α) των δικαιωμάτων, ή (β) των κοινωνικών προσδοκιών.

Μερικές χώρες παραδοσιακά ανέπτυξαν ένα **υπόδειγμα επιχειρηματικής ανάπτυξης που εστιάζει την προσοχή του στην ανάγκη ικανοποίησης κοινωνικών προσδοκιών**, βασικό μέρος των οποίων αποτελεί η προστασία των συμφερόντων αυτών που έχουν νόμιμα συμφέροντα στην επιχείρηση, όπως οι πιστωτές και οι εργαζόμενοι. Η προσέγγιση αυτή χαρακτήριζε, τουλάχιστον μέχρι πρόσφατα, τις πρακτικές διακυβέρνησης εταιρειών στις χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης (Γερμανία, Γαλλία και Ιταλία) της Μεσογείου και μερικών χωρών της Ασίας (Κορέα, Ιαπωνία).

Οι κοινωνικές αυτές προσδοκίες αναφέρονται κυρίως στον ενεργό ρόλο των εργαζομένων και στον κοινωνικό χαρακτήρα των επενδύσεων. Πράγματι, και σε πολλές περιπτώσεις, οι ενώσεις εργαζομένων έχουν αφήσει την σφραγίδα τους στις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης, μέσω της απαίτησης ενημέρωσής τους σχετικά με τα εταιρικά ζητήματα και την ενεργοποίηση στρατηγικών επιχειρηματικής ανάπτυξης με γνώμονα την διατήρηση της απασχόλησης και την διασφάλιση της συνταξιοδότησής τους. Εκτός αυτών όμως, τα τελευταία χρόνια διαπιστώνεται, περισσότερο στις ανεπτυγμένες χώρες, αυξανόμενη εγρήγορση σχετικά με τον κοινωνικό ρόλο και χαρακτήρα των επενδύσεων, κατευθύνοντας σημαντικό μέρος

των επενδύσιμων κεφαλαίων στην ικανοποίηση κοινών αναγκών και σκοπών με έμφαση την κοινωνική συνοχή και το περιβάλλον (socially responsible investment).

Άλλες χώρες δίνουν προτεραιότητα στην ικανοποίηση των δικαιωμάτων επί των απολαβών της εταιρικής ιδιοκτησίας. Συνεπώς ο σκοπός της επιχειρηματικής δραστηριότητας είναι η πραγματοποίηση και **μεγιστοποίηση των απολαβών της ιδιοκτησίας**, δηλαδή το επιχειρηματικό κέρδος, σε μακροπρόθεσμη βάση το οποίο θα μοιραστεί στους νόμιμους μετόχους –ιδιοκτήτες της εταιρείας. Η προσέγγιση αυτή θεωρεί τους πιστωτές, προμηθευτές και εργαζόμενους ως έχοντες δικαιώματα και απαιτήσεις που οριοθετούνται στο πλαίσιο των συμβάσεων που έχουν υπογράψει. Με βάση την προσέγγιση αυτή, οι μέτοχοι, ως ιδιοκτήτες της εταιρείας, έχουν δικαιώματα και απαιτήσεις σε ότι έχει απομείνει από τα επιχειρηματικά κέρδη αφού ικανοποιηθούν πρώτα οι νόμιμες απαιτήσεις αυτών που έχουν υπογράψει συμβατικές συμφωνίες. Δηλαδή, λόγω της θέσης τους αυτής, οι μέτοχοι θεωρούνται ότι αναλαμβάνουν όχι μόνο το πλεόνασμα που απομένει, αλλά και αποκλειστικά τον εναπομείναντα κίνδυνο, δηλαδή τον κίνδυνο να χάσουν συνολικά το μετοχικό τους κεφάλαιο (σε σχέση με τους δανειστές, τους προμηθευτές και τους εργαζόμενους που δεν διακινδυνεύουν παρά μόνον τις συμβάσεις τους) εάν η επιχείρηση αποτύχει. Για το λόγο αυτό, η προσέγγιση αυτή δίνει έμφαση στην μεγιστοποίηση της αγοραίας αξίας του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου ως βασικό σκοπό της επιχείρησης, έτσι ώστε να έχουν να λαμβάνουν το δυνατόν μεγαλύτερο μερίδιο από τη μεγιστοποίηση αυτή.

Η τελευταία προσέγγιση χαρακτηρίζει παραδοσιακά την πρακτική διακυβέρνησης των εταιρειών στις αγγλοσαξονικές χώρες (Η.Π.Α., Καναδάς, Ηνωμένο Βασίλειο, Αυστραλία). Η χρησιμότητα της προσέγγισης αυτής δικαιολογείται συνοπτικά ως εξής :**Πρώτον**, η λογοδοσία των διαχειριστών και του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας προς τους μετόχους αναφέρεται σε μοναδικό και υπολογίσιμο αποτέλεσμα για την επιχείρηση, δηλαδή την μεγιστοποίηση των κερδών και της αγοραίας αξίας της μετοχής.

Δεύτερον, η λογοδοσία θα πρέπει να απευθύνεται κυρίως προς τους μετόχους. Εάν το διοικητικό συμβούλιο και τα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη λογοδοτούσαν εκτενώς, πέραν των μετόχων-ιδιοκτητών, προς όλους όσους έχουν νόμιμα συμφέροντα στην εταιρεία, τότε σχεδόν κάθε επιχειρηματική δραστηριότητα θα μπορούσε να δικαιολογηθεί σαν να ήταν προς το συμφέρον ορισμένης ομάδας συμφερόντων, πράξη που θα προσέδιδε στα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη και τα

μέλη ΔΣ μεγάλη ευχέρεια διακριτικής μεταχείρισης και ίσως καταχρηστικής συμπεριφοράς. **Τρίτον**, η έμφαση στην μακροπρόθεσμη μεγιστοποίηση της αγοραίας αξίας της εταιρείας ενθαρρύνει την αποτελεσματική επένδυση κεφαλαίων, όπως το αντιλαμβάνεται η αγορά με βάση την επικρατούσα αντίληψη και τους όρους αξιοπιστίας που αυτή θέτει, ωφελώντας επιπλέον την οικονομία και την κοινωνία ως σύνολο.

Δεν είναι εύκολο να προταθούν λύσεις που περιλαμβάνουν τον συγκερασμό των δύο αυτών προσεγγίσεων. Αν και ο δημόσιος διάλογος σχετικά με τον σκοπό της επιχειρηματικής δραστηριότητας έχει διεθνώς διευρυνθεί και εμβαθύνει, οι δύο προσεγγίσεις δεν χαρακτηρίζονται πρακτικά από θεμελιώδεις και ανυπέρβλητες εσωτερικές αντιφάσεις, εκτός εάν οι ακραίες εκδοχές μετοχών, των πιστωτών και όσων έχουν νόμιμα συμφέροντα στην επιχείρηση δεν είναι αμοιβαίως αποκλειόμενες. Οι επιχειρήσεις δεν επιτυγχάνουν στο σύγχρονο ανταγωνιστικό περιβάλλον αγνοώντας σταθερά είτε την ανάγκη ευελιξίας και αντίληψης πρωτοβουλιών των εκτελεστικών στελεχών είτε τις προσδοκίες των εργαζομένων, των προμηθευτών και των πιστωτών και της κοινωνίας στο σύνολο της. Αντιθέτως, στο πλαίσιο του σύγχρονου ανταγωνιστικού καπιταλισμού, οι εταιρείες οφείλουν να αξιοποιήσουν όλες τις υπάρχουσες δυνατότητες, λαμβάνοντας υπόψη την διαφορετική εμπειρία και αξιοποιώντας την δημιουργικότητα καθενός εξ αυτών. Ούτε όμως είναι δυνατόν, στον ίδιο σύγχρονο κόσμο, οι εταιρείες να προσελκύουν επαρκή και χαμηλού κόστους κεφάλαια μέσω της κεφαλαιαγοράς και συνεπώς να ενισχύουν τον ανταγωνιστικό μετασχηματισμό και την αναπτυξιακή τους πορεία, εάν οι διοικήσεις τους δεν αποδείξουν ότι ανταποκρίνονται επαρκώς στις επιταγές για 'αξιοπιστία' και εάν αποτυγχάνουν να ικανοποιήσουν τις προσδοκίες των μετόχων-ιδιοκτητών για ανταγωνιστικές αποδόσεις. Σε όλες τις περιπτώσεις όπου τα βραχυπρόθεσμα συμφέροντα των διαφορετικών παραγόντων στην επιχείρηση συνενώνονται αναποτελεσματικά και καταχρηστικά, προκύπτει σαφής ανάγκη διαμόρφωσης μηχανισμών θεμελίωσης της λογοδοσίας των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών προς τα μέλη διοικητικού συμβουλίου και των τελευταίων προς τους μετόχους-ιδιοκτήτες της επιχείρησης.

Ανεξάρτητα από την προσέγγιση που υιοθετείται σχετικά με το σκοπό της επιχειρηματικής δραστηριότητας, η αποτελεσματική διακυβέρνηση των εταιρειών περιλαμβάνει την επαρκή λογοδοσία της διοίκησης και των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών προς τους μετόχους και την κοινωνία.

Η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση συμβάλλει στην αποδοτική χρήση των παραγωγικών πόρων τόσο των εταιρειών όσο και της εθνικής οικονομίας. Η άντληση κεφαλαίων μέσω της έκδοσης διαπραγματεύσιμων στο χρηματιστήριο τίτλων θα πρέπει να είναι δυνατή από τις εταιρείες που είναι αποδεδειγμένα ικανές να επενδύσουν τα κεφάλαια αυτά με τον πλέον αποτελεσματικό τρόπο και με την μεγαλύτερη δυνατή απόδοση. Σε αυτήν την προοπτική, η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση συμβάλλει στην προστασία και ανάπτυξη των παραγωγικών πόρων, βοηθώντας επιπλέον στην ικανοποίηση κοινωνικών αναγκών. Επιπλέον, η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση οδηγεί στην αντικατάσταση των στελεχών που κάνουν μη αποδοτική χρήση ή προβαίνουν σε κατάχρηση των πόρων της επιχείρησης.

Η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση βοηθά τις εταιρείες και την εθνική οικονομία να προσελκύουν χαμηλού κόστους επενδυτικά κεφάλαια μέσω της παροχής διασφαλίσεων προς τους δυνητικούς εγχώριους και διεθνείς επενδυτές ότι τα κεφάλαιά τους θα χρησιμοποιηθούν όπως συμφωνήθηκε και ανακοινώθηκε. Αν και οι μέτοχοι οφείλουν να κατανοούν και να παρέχουν στα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη την απαιτούμενη διακριτική ευχέρεια και ευελιξία ανάληψης δράσης προκειμένου τα στελέχη αυτά να εισάγουν καινοτομίες και να προάγουν την ανταγωνιστικότητα της επιχείρησης, είναι απαραίτητο επίσης να θεσπίζονται κανόνες και διαδικασίες προστασίας των παρεχόμενων από αυτά κεφαλαίων. Οι διαδικασίες προστασίας οφείλουν να περιλαμβάνουν την θέσπιση διαδικασιών για την ανεξάρτητη και επαρκή παρακολούθηση των δραστηριοτήτων των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών και των ισχυρών μεγαλομετόχων, την ενίσχυση της διαφάνειας σχετικά με την επιχειρηματική απόδοση, τις μεταβολές στην ιδιοκτησία και την διενέργεια συναλλαγών από τους insiders και τέλος, την έγκαιρη και κατάλληλη ενημέρωση των μετόχων και την ενθάρρυνση της συμμετοχής τους στη λήψη σημαντικών επιχειρηματικών αποφάσεων.

Η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση συμβάλλει στην ανάπτυξη κουλτούρας συμμόρφωσης των εταιρειών προς τους κανόνες των εποπτικών αρχών και της Πολιτείας αλλά και στην ανάπτυξη ευαισθησίας προς τις κοινωνικές προσδοκίες. Συμβάλλει επίσης στην ενίσχυση της συμμόρφωσης του Δ.Σ. προς τους κανόνες της ίδιας της εταιρείας και στη σωστή αξιολόγηση των προς ανάληψη δραστηριοτήτων οι οποίες, ενώ τεχνικά εμφανίζονται νόμιμες, μπορούν κατά την

εφαρμογή τους να προκαλέσουν οικονομικές, πολιτικές, κοινωνικές ή άλλες ανησυχίες.

Η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση συμβάλλει σημαντικά στην προσπάθεια περιορισμού της διαφθοράς και των καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά. Η αποτελεσματική διακυβέρνηση μπορεί να μην επιτυγχάνει την αποτροπή της διαφθοράς, επιτυγχάνει όμως τον περιορισμό των καταχρηστικών πρακτικών μέσω της έγκαιρης πρόσληψής τους ως αποτέλεσμα της επαρκούς λογοδοσίας και της διευρυμένης διαφάνειας. Η αποτελεσματική διακυβέρνηση αποτελεί μέσο ελέγχου της εταιρείας ως σύνολο και της συμπεριφοράς των στελεχών που βρίσκονται σε θέσεις-κλειδιά όσον αφορά την διαχείριση των κεφαλαίων της.

2.2. Η ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ CADBURY (CADBURY COMMITTEE REPORT).

Η Επιτροπή *Cadbury* δημιουργήθηκε στο Ηνωμένο Βασίλειο τον *Μάιο του 1991* με σκοπό τη μελέτη των χρηματοοικονομικών πτυχών του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης των επιχειρήσεων του Η.Β. Η Επιτροπή πήρε το όνομα της από τον Πρόεδρό της, **Sir Andrian Cadbury**, και αποτελείτο επίσης από επιχειρηματικά στελέχη, νομικούς και ακαδημαϊκούς. **Τον Δεκέμβριο του 1992** η Επιτροπή εξέδωσε τον **Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς (Code of Best Practice)**, οι κυριότερες προτάσεις του οποίου είναι:

- Οι εταιρείες πρέπει να έχουν κατ' ελάχιστον ένα συγκεκριμένο αριθμό μη-εκτελεστικών μελών Διοικητικού Συμβουλίου .
- Είναι προτιμότερο οι ρόλοι του Προέδρου Διοικητικού Συμβουλίου και Διευθύνοντος Συμβούλου να διαμοιράζονται σε δύο διαφορετικά πρόσωπα.
- Οι εταιρείες πρέπει να θεσπίσουν μια Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου, που θα περιλαμβάνει τουλάχιστον τρία μη-εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.
- Οι εταιρείες πρέπει να θεσπίσουν μια Επιτροπή Αμοιβών Διευθυντικών Στελεχών, που θα αποτελείται αποκλειστικά ή κύρια από μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.
- Συνιστάται η θέσπιση της Επιτροπής Υποβολής και Αξιολόγησης Υποψηφιοτήτων για το Διοικητικό Συμβούλιο, με στόχο την αποσαφήνιση του τρόπου διορισμού των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.

Οι προτάσεις της Επιτροπής *Cadbury* έχουν αποτελέσει αντικείμενο ευρείας συζήτησης τόσο σε κυβερνητικούς και επιχειρηματικούς όσο και σε ακαδημαϊκούς κύκλους και έχουν προκαλέσει ανάλογες πρωτοβουλίες σε πολλές χώρες. Κατωτέρω, παρουσιάζονται συνοπτικά τα σχετικά ερευνητικά πορίσματα αναφορικά με τη συμμόρφωση στον κώδικα και τις τυχόν επιδράσεις της υιοθέτησης του κώδικα στη λειτουργία των επιχειρήσεων στο Η.Β.

ΣΥΜΜΟΡΦΩΣΗ ΜΕ ΤΙΣ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ (ΚΩΔΙΚΑ) ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ CADBURY

Όπως αναφέρουν οι **Dahya, McConnell and Travlos (2000)**, τα περισσότερα Διοικητικά Συμβούλια των Εισηγμένων Εταιρειών στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου πριν την έκδοση του Κώδικα, το 1992, αποτελούντο κυρίως από Εκτελεστικά μέλη. **Μόνον σε ποσοστό 21%** των επιχειρήσεων το Διοικητικό Συμβούλιο αποτελείτο σε πλειοψηφία από Μη-Εκτελεστικά Μέλη. Επίσης, πριν την έκδοση του Κώδικα, στις περισσότερες εταιρείες που περιλαμβάνονται στον κατάλογο των 500 εταιρειών της εφημερίδας Financial Times οι ρόλοι του Διευθύνοντος Συμβούλου και Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου ήταν συγκεντρωμένες σε ένα πρόσωπο. Η κατάσταση αυτή έχει αντιστραφεί την περίοδο μετά την έκδοση του Κώδικα .

Οι Conyon and Mallin (1997) επίσης σημειώνουν πως παρατηρείται μια σχετικά υψηλή συμμόρφωση με τον Κώδικα και τονίζουν πως είναι ενδιαφέρον να αναλύσει κανείς την επίδραση της υιοθέτησης των προτάσεων στην απόδοση και ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων. Μερικές σημαντικές πτυχές αυτού του ερωτήματος αντιμετωπίζονται στην εργασία των Dahya, McConnell and Travlos (2000), που περιγράφεται παρακάτω.

ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΥΙΟΘΕΤΗΣΗΣ ΤΟΥ ΚΩΔΙΚΑ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ CADBURY ΣΤΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΤΟΥ Η.Β.

Οι Dahya, McConnell and Travlos (2000) βασίζουν την έρευνά τους στην υπόθεση πως η βασική επιδίωξη της Έκθεσης Cadbury είναι η ενίσχυση του εποπτικού ρόλου του Διοικητικού Συμβουλίου. Συνεπώς, 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. Η σχετική έρευνα, που καλύπτει στην περίοδο 1989-1995 ένα τυχαίο δείγμα 460 εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου, καταλήγει στα παρακάτω συμπεράσματα:

✓ Παρατηρείται αύξηση στις μη εθελούσιες αποχωρήσεις ανωτάτων διευθυντικών στελεχών μετά την έκδοση του Κώδικα.

✓ Η παραπάνω αύξηση επικεντρώνεται στις εταιρείες που συμμορφώθηκαν με τις βασικές υποδείξεις του Κώδικα.

✓ Διαπιστώνεται μια αρνητική συσχέτιση ανάμεσα σε αποχωρήσεις ανωτάτων διευθυντικών στελεχών και εταιρική αποδοτικότητα, τόσο πριν όσο και μετά την έκδοση του Κώδικα.

✓ Στις επιχειρήσεις που υιοθέτησαν τις βασικές προτάσεις του Κώδικα παρατηρείται αύξηση του συντελεστή συσχέτισης ανάμεσα σε αποχωρήσεις ανωτάτων στελεχών και εταιρική αποδοτικότητα.

✓ Η σχετική αύξηση του συντελεστή συσχέτισης ανάμεσα σε αποχωρήσεις ανωτάτων στελεχών και εταιρική αποδοτικότητα οφείλεται κυρίως στην αύξηση του ποσοστού των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.

Συμπερασματικά, οι Dahya, Travlos και McConnell διαπιστώνουν πως η έκδοση του Κώδικα είχε ευνοϊκές επιδράσεις στη λειτουργία της επιχείρησης στο Η.Β.

2.3. ΑΡΧΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ Ο.Ο.Σ.Α.

Τον *Απρίλιο του 1998* , μία σημαντική έκθεση (**Milstein**), που διαμορφώθηκε από το **Business Sector Advisory Group Of Corporate Governance του Ο.Ο.Σ.Α.** , περιέγραψε με λεπτομέρειες κοινές αρχές εταιρικής διακυβέρνησης από την σκοπιά των φορέων του ιδιωτικού τομέα.

Σύμφωνα λοιπόν με την έκθεση , η παρέμβαση του κράτους στον χώρο της Ε.Δ. θα είναι αποτελεσματικότερη για την προσέλκυση κεφαλαίων , εφόσον δώσει έμφαση σε **4 ουσιαστικά ζητήματα :**

✓ Την **δίκαιη και ισότιμη** μεταχείριση των μετόχων , η οποία διασφαλίζεται με (α) **την προστασία των μετόγων** και (β) **την τήρηση των υποχρεώσεων** που ορίζονται συμβατικά προς τους επενδυτές .

✓ Την **διαφάνεια (Transparency)**, που επιτυγχάνεται μέσω της υποχρέωσης έγκαιρης γνωστοποίησης, επαρκών, ακριβών και συγκρίσιμων πληροφοριών σχετικών με την χρηματοοικονομική απόδοση των εταιρειών, την εταιρική διακυβέρνηση και δομή ιδιοκτησίας.

✓ Την **λογοδοσία(Accountability)**, που περιλαμβάνει την αποσαφήνιση των ρόλων και υποχρεώσεων διακυβέρνησης και υποστηρίζει εθελοντικές προσπάθειες για την αποτελεσματική διευθέτηση της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των μετόχων, των μελών του διοικητικού συμβουλίου και των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών.

✓ **Την ευθύνη (Responsibility)** ή συμμόρφωση των εταιρειών και των προσώπων που τις διοικούν προς τη χρηματιστηριακή νομοθεσία, η οποία βεβαίως αντανάκλα τις κοινωνικές αξίες που έχει υιοθετήσει η κοινωνία.

Η έκθεση Millstein τείνει να θεωρεί πως η αποτελεσματικότητα των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης, όπως προκαθορίστηκαν, εξαρτάται κυρίως από τον ιδιωτικό τομέα για την εφαρμογή της. Ενώ το κράτος παρέχει την βασική υποδομή διακυβέρνησης, η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί εσωτερική κατάσταση της επιχείρησης και εξαρτάται από τους επενδυτές, τους εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη και το διοικητικό συμβούλιο.

Όταν το **Business Sector Advisory Group on Corporate Governance του Ο.Ο.Σ.Α.** εξέδωσε την Έκθεση στην συνάντηση των Υπουργών των χωρών-μελών του ΟΟΣΑ, έχοντας πρόσφατη την κορύφωση της Ασιατικής κρίσης, πρότεινε την περαιτέρω επεξεργασία και προώθηση από τον Ο.Ο.Σ.Α. των 4 βασικών αρχών της έκθεσης Millstein. Ως αποτέλεσμα, ο Ο.Ο.Σ.Α. συνέστησε μια ad hoc ομάδα εργασίας που αποτελούνταν από τους εκπροσώπους των 29 χωρών-μελών, των σχετικών διεθνών οργανισμών και των ενώσεων εργοδοτών και εργαζομένων. Η ομάδα αυτή δέχτηκε τα σχόλια και τις ιδέες διευρυμένου κύκλου ενδιαφερόντων. **Τον Απρίλιο του 1999** εξέδωσε νέο κείμενο, το οποίο επέκτεινε τις αρχές της Έκθεσης Millstein σε 5 βασικές θεματικές ενότητες αρχών εταιρικής διακυβέρνησης μη υποχρεωτικού χαρακτήρα. Έκτοτε, οι αρχές αυτές αποτέλεσαν το αντικείμενο ευρέως σχολιασμού παγκοσμίως και ενέπνευσαν την έκδοση κωδικών εταιρικής διακυβέρνησης από πολλά κράτη, οργανώσεις και επιχειρήσεις διεθνώς.

Ο δημόσιος διάλογος που ακολούθησε εστίασε την προσοχή του:

- Στην κατανόηση του περιεχομένου και της σημασίας των αρχών του Ο.Ο.Σ.Α. και τη συνακόλουθη παροχή συμβουλών προς τα μέλη των διοικητικών συμβουλίων, τα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη και τους μετόχους σχετικά με τις ομοιότητες και τις διαφορές μεταξύ των αρχών και των υφισταμένων θεσμικών πλαισίων των διαφορετικών χωρών και την επίδραση που δυνητικά θα έχουν σε μεγάλες συναλλαγές, όπως οι συγχωνεύσεις και εξαγορές.
- Στην παροχή βοήθειας προς τα μέλη των διοικητικών συμβουλίων να προσαρμόσουν τις σχετικές αρχές στο λειτουργικό πλαίσιο της ατομικής επιχείρησης με τρόπο κατάλληλο για τις συνθήκες λειτουργίας της επιχείρησης αυτής.

Οι αρχές έτυχαν καθολικής αναγνώρισης και υιοθετήθηκαν από το **Financial Stability Forum** ως ένα από τα 12 key standards που θεωρούνται σημαντικά για την οικονομική σταθερότητα.

Το 2002 αποφασίσθηκε σε Υπουργικό επίπεδο να αναθεωρηθούν ώστε να καλύψουν όλες τις εξελίξεις στον χώρο της εταιρικής διακυβέρνησης .

Την αναθεώρηση των αρχών ανέλαβε το **Steering Group on Corporate Governance** αποτελούμενο από εκπροσώπους των Κρατών Μελών του Ο.Ο.Σ.Α. και

με την συμμετοχή εκπροσώπων μεγάλων διεθνών οργανισμών όπως: BIS, IMF, World Bank, Ευρωπαϊκή Ένωση, Financial Stability Forum, IOSCO, Basel Committee, BIAC, TUAC κ.α .

Αλλαγές επήλθαν τόσο στις ίδιες τις Αρχές όσο και στο επεξηγηματικό παράρτημα και αντανακλούν την προσπάθεια για να αποκλεισθεί κατά το μέτρο του δυνατού η επανάληψη των σκανδάλων εταιρικής διακυβέρνησης που παρουσιάσθηκαν στις ΗΠΑ και την Ευρώπη (Enron και Parmalat).

Οι σημαντικότερες αλλαγές στις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης του Ο.Ο.Σ.Α.

- ✓ Προστέθηκε μία νέα ενότητα που αναφέρεται στην ανάγκη διαμόρφωσης κατάλληλου θεσμικού πλαισίου για την εταιρική διακυβέρνηση καθώς και μηχανισμών επιβολής του.

- ✓ Οι μέτοχοι πρέπει να ενημερώνονται και να έχουν την δυνατότητα να εκφράζουν άποψη για την πολιτική αμοιβών των μελών της Διοίκησης και του Δ.Σ

- ✓ Οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν την δυνατότητα να απομακρύνουν τα μέλη του Δ.Σ. και να δύνανται να συμμετέχουν στην διαδικασία διατύπωσης προτάσεων για υποψήφια μέλη του Δ.Σ.

- ✓ Οι θεσμικοί επενδυτές θα πρέπει να δημοσιοποιούν την πολιτική άσκησης του δικαιώματος ψήφου για τις μετοχές που έχουν στο χαρτοφυλάκιο τους ιδιαίτερα όταν τίθενται θέματα σύγκρουσης συμφερόντων

- ✓ Οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν την δυνατότητα να διαβουλεύονται μεταξύ τους σχετικά με την πρόθεση ψήφου των.

- ✓ Η διασυνοριακή ψηφοφορία θα πρέπει να διευκολύνεται.

- ✓ Θα πρέπει να προστατεύονται καλύτερα τα δικαιώματα μειοψηφίας.

- ✓ Τα δικαιώματα των πιστωτών θα πρέπει να εξασφαλίζονται

- ✓ Θα πρέπει να εξασφαλίζεται η προστασία όσων ενημερώνουν έγκαιρα τα όργανα της εταιρείας ή τις αρχές για τυχόν παράνομες ενέργειες

- ✓ Ο ρόλος των όσων παρέχουν επιχειρηματικές πληροφορίες ή συμβουλές (rating agencies, analysts) θα πρέπει να αξιολογείται ως προς την αντικειμενικότητα τους και σε σχέση με μία πιθανή σύγκρουση συμφερόντων.

- ✓ Οι εξωτερικοί ελεγκτές θα πρέπει να είναι ανεξάρτητοι, να είναι υπόλογοι στην εταιρεία και να λογοδοτούν οπωσδήποτε και στους μετόχους

✓ Η συμμόρφωση με το θεσμικό πλαίσιο, η εποπτεία των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και της αξιοπιστίας των οικονομικών καταστάσεων καθίσταται υποχρέωση του Δ.Σ.

✓ Θα πρέπει να εξασφαλίζεται η ανεξαρτησία του Δ.Σ. από κατόχους μεγάλων πακέτων μετοχών.

2.4. ΝΕΩΤΕΡΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ (SARBANES – OXLEY ACT 2002).

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 :

- ✓ 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, 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 ανοίκεια, υπερβολική ή και παράταιρη»

ΕΤΑΙΡΙΚΕΣ ΕΠΙΤΡΟΠΕΣ ΕΛΕΓΧΟΥ

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 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 Επιτροπή 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 συμβούλιο.

ΑΝΕΞΑΡΤΗΣΙΑ ΚΑΙ ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΩΝ ΕΛΕΓΚΤΩΝ

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 οποίον 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 «αστυνόμευαν» 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 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 ελέγχου.

ΔΗΜΟΣΙΟΠΟΙΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

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 κρίσιμου 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.

ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ

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, 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 είμαστε σαφώς υπεύθυνα για τις συνέπειες των ατομικών μας πράξεων, ως εταιρικά στελέχη έχουμε τη δυνατότητα να κρυβόμαστε 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 υπο – 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 όχι.

ΑΠΑΓΟΡΕΥΣΗ ΧΟΡΗΓΗΣΗΣ ΔΑΝΕΙΩΝ ΣΕ ΔΙΕΥΘΥΝΤΕΣ ΚΑΙ ΑΝΩΤΑΤΑ ΔΙΕΥΘΥΝΤΙΚΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

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 οποιανδήποτε θυγατρική της ανεξαρτήτως λόγου. Οποιαδήποτε μορφή προσωπικής 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 αποτελεί η δεοντολογία αντικείμενο νομοθετικής ρύθμισης.

Ο ΝΟΜΟΣ SARBANES – OXLEY ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ

Η ακρίβεια των οικονομικών καταστάσεων δεν αποτελεί θέμα μόνο για τις Η.Π.Α. αλλά και για την Ευρώπη. Αρκετά πρόσφατα, στις 7 Αυγούστου του 2002, ο Goran Tidstrom, πρόεδρος της Ομοσπονδίας Ευρωπαίων Λογιστών (Federation of European Accountants), δήλωσε ότι απέκλειε το ενδεχόμενο να επεκταθούν τα οικονομικά σκάνδαλα των Η.Π.Α. στις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές, με βάση το

σκεπτικό ότι οι ευρωπαϊκές εταιρείες χρησιμοποιούν διαφορετική λογιστική φιλοσοφία από αυτή των αμερικάνικων εταιρειών. Η διαφορά έγκειται στο ότι τα ευρωπαϊκά πρότυπα βασίζονται σε αρχές και όχι σε κανόνες. Με άλλα λόγια στις Η.Π.Α. ότι δεν είναι ρητά απαγορευμένο, επιτρέπεται. Αντιθέτως στην Ευρώπη κάθε λογιστική απόφαση πρέπει να δικαιολογείται στη βάση μίας εδραιωμένης επαγγελματικής δεοντολογίας.

Παρ' όλα αυτά τα δύο τελευταία χρόνια η Ευρώπη συγκλονίστηκε από μία σειρά οικονομικών σκανδάλων. Τον Φεβρουάριο η ολλανδική εταιρεία καταστημάτων λιανικής πώλησης Royal Ahold ανακοίνωσε λογιστικό άνοιγμα 856 εκατομμυρίων δολαρίων στη μονάδα της, Foodservice, στις Η.Π.Α. και λογιστικές ανωμαλίες που έφθαναν τα 73 εκατομμύρια ευρώ. Τον Μάρτιο η βρετανική εταιρεία ενοικίασης κατασκευαστικού εξοπλισμού Ashtead Group PLC ανακάλυψε λογιστικά σφάλματα στην αμερικάνικη θυγατρική της Sunbelt Rentals και δήλωσε ότι τα παρελθόντα κέρδη είχαν υπερεκτιμηθεί κατά 11,5 εκατομμύρια στερλίνες. Τον Ιούνιο η γαλλική μηχανολογική εταιρεία Alstom ανακοίνωσε επιπλέον επιβάρυνση των αποτελεσμάτων της με 51 εκατομμύρια ευρώ επειδή προέκυψαν ζημιές σε συμβόλαιο της αμερικάνικης θυγατρικής της που ασχολείται με τις μεταφορές. Τον Δεκέμβριο, αφότου η Bank of America κατηγόρησε τη θυγατρική της Parmalat Cayman Islands, για παραποίηση εγγράφων, η ιταλική εταιρεία τροφίμων Parmalat αποκάλυψε μία διαφορά 4 δισεκατομμυρίων ευρώ στις οικονομικές καταστάσεις της. Καθώς οι έρευνες συνεχίζονται αποκαλύπτεται σταδιακά ένα **δαιδαλώδες δίκτυο θυγατρικών εταιρειών που έχουν ως στόχο να εμφανίζουν εικονικά περιουσιακά στοιχεία, να συγκαλύπτουν ζημιές και να καταχρώνται κεφάλαια**. Στις 24 Δεκεμβρίου, δύο χρόνια μετά την Enron, η Parmalat κατέθεσε αίτηση για προστασία λόγω χρεοκοπίας.

Το γεγονός ότι όλα αυτά τα ευρωπαϊκά λογιστικά σκάνδαλα έχουν τις ρίζες τους στις Η.Π.Α. δεν αποτελεί σύμπτωση. Η ενδελεχής εξέταση ζητημάτων που αφορούν τη λογιστική και την εταιρική διακυβέρνηση, η οποία επιβλήθηκε στις Η.Π.Α. μέσω του νόμου Sarbanes-Oxley, παρακινεί τους ελεγκτές και τις εταιρείες να εξετάζουν τα βιβλία τους με μεγαλύτερη προσοχή, και αυτή η διαδικασία φέρνει στο φως πολλά από τα ενυπάρχοντα προβλήματα. Σύμφωνα με την εφημερίδα «International Herald Tribune» :

«Το γεγονός ότι οι ελεγκτές της Parmalat απέτυχαν να εντοπίσουν μία τόσο μεγάλης έκτασης απάτη για τόσο μεγάλο χρονικό διάστημα, άφησε άναυδους τους ευρωπαϊούς ειδικούς σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης, όπως είχε συμβεί και στις Η.Π.Α. με την περίπτωση της Enron»

ΔΙΕΘΝΗΣ ΣΥΓΚΛΙΣΗ Ή ΚΑΝΟΝΕΣ ΕΝΑΝΤΙ ΑΡΧΩΝ

Ο νόμος Sarbanes-Oxley υποχρεώνει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να μελετήσει το σύστημα χρηματοοικονομικής λογιστικής προκειμένου να διαπιστώσει αν και κατά πόσον βασίζεται σε «αρχές» ή σε «κανόνες» και να προσδιορίσει πόσος καιρός θα χρειαστεί για να επιτευχθεί ένα σύστημα που θα βασίζεται σε «αρχές». Επίσης επιβάλλει στους θεσμούς και στα πρόσωπα που ασχολούνται με τον καθορισμό χρηματοοικονομικών λογιστικών προτύπων να υιοθετήσουν διαδικασίες που διασφαλίζουν άμεση μελέτη των νέων κανόνων που αντικατοπτρίζουν τη «διεθνή σύγκλιση σε υψηλής ποιότητας λογιστικά πρότυπα».

Η βασική διαφορά ανάμεσα στα λογιστικά πρότυπα που βασίζονται σε κανόνες και σε εκείνα που βασίζονται σε αρχές πηγάζει από το γεγονός ότι σε αρχές έχουν ευρύτερο πεδίο εφαρμογής καταλήγουν σε λιγότερες εξαιρέσεις και περιπτώσεις ασαφείς, ενώ απαιτείται μικρότερη ερμηνευτική προσπάθεια και καθοδήγηση για την εφαρμογή των προτύπων σε ασαφείς περιπτώσεις. Αυτό προφανώς σημαίνει αυξημένη ανάγκη εφαρμογής επαγγελματικής κρίσης – αλλά της επαγγελματικής κρίσης ποιου; Για να λειτουργήσει οποιαδήποτε προσέγγιση που βασίζεται σε αρχές, θα πρέπει όλοι οι συμμετέχοντες στη χρηματοοικονομική αγορά (νομοθέτες, λογιστές, διευθυντές, ελεγκτές κτλ.) να έχουν δεσμευθεί ότι θα αλλάξουν τις διαδικασίες και τις μεθόδους προκειμένου να εφαρμοστούν οι αρχές.

Η εφαρμογή λογιστικών προτύπων που συνεπάγονται λιγότερες εξαιρέσεις σημαίνει μεταξύ άλλων αυξημένη μεταβλητότητα των δημοσιευμένων κερδών. Το επιχείρημα που προβάλλεται είναι ότι ένα από το πλεονέκτημα των λογιστικών προτύπων που βασίζονται σε αρχές έγκειται στο ότι υποχρεώνουν τον ελεγκτή να εκφράσει την κρίση του σχετικά με την οικονομική ουσία των συναλλαγών αντί να περιοριστεί στο να αναζητήσει πιθανά νομικά «παραθυράκια». Το επιχείρημα αυτό όμως συσχετίζει το πραγματικό ζήτημα αν η διοίκηση και οι

ελεγκτές ήταν πάντα ικανοί και έντιμοι, οι οικονομικές εκθέσεις θα ήταν ακριβείς ανεξαρτήτως λογιστικού συστήματος. Αλλά τι συμβαίνει όταν η διοίκηση και οι ελεγκτές δεν είναι ικανοί και έντιμοι; Χρειαζόμαστε ένα σύστημα που να βασίζεται σε αρχές, το οποίο όμως θα θεσπίζει τους απαραίτητους εκείνους κανόνες που θα καθοδηγούν τους λογιστές στη διεκπεραίωση πολύπλοκων συναλλαγών. Αυτό σημαίνει σύγκλιση των λογιστικών συστημάτων : **ο συγκερασμός του συστήματος που κυριαρχεί στην Ευρώπη και το οποίο βασίζεται σε αρχές με το σύστημα που κυριαρχεί στις Η.Π.Α. και το οποίο βασίζεται σε κανόνες θα μας έδινε τη δυνατότητα να αντιμετωπίσουμε προβλήματα αξιοπιστίας των οικονομικών καταστάσεων πολύ πιο αποτελεσματικά από ό,τι με κάθε ένα σύστημα ξεχωριστά.**

ΕΝΔΕΙΞΕΙΣ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΤΟΥ SARBOX

Υπάρχουν ήδη ενδείξεις ότι οι διευθύνοντες σύμβουλοι συμμετέχουν ολοένα και περισσότερο στις διαδικασίες σύνταξης των οικονομικών αναφορών και αναζητούν ολοένα καλύτερες τεχνολογίες προκειμένου να βελτιώσουν τα υπάρχοντα συστήματα ανάλυσης και προσδιορισμού ενδεχομένων επιχειρησιακών ή και χρηματοοικονομικών ασυνεπειών. Οι διευθύνοντες σύμβουλοι ενισχύουν τη σημασία της λογοδοσίας, της υπευθυνότητας, καθώς και της οικονομικής και επαγγελματικής ακεραιότητας σε όλα τα επίπεδα των επιχειρήσεων. Οι διευθύνοντες σύμβουλοι και οι επιτροπές ελέγχου συνεργάζονται ολοένα και περισσότερο με τους εξωτερικούς ελεγκτές, συζητούν εκτενέστερα για θέματα λογιστικής, σύνταξης αναφορών, εσωτερικών ελεγκτικών μηχανισμών, καθώς και άλλα ζητήματα που σχετίζονται με τον έλεγχο. Η εκτελεστική διοίκηση έχει πλέον αυξημένη επίγνωση και εμπλέκεται στον σχεδιασμό, στην υλοποίηση και στην παρακολούθηση των εσωτερικών ελέγχων των οικονομικών εκθέσεων. ο εξωτερικός ελεγκτής και η επιτροπή ελέγχου συζητούν περισσότερο ανοιχτά και έχουν περισσότερο ουσιαστική, ενεργή και άμεση αλληλεπίδραση. Τόσο η συχνότητα όσο και η διάρκεια των συναντήσεων της επιτροπής ελέγχου έχουν αυξηθεί. Ζητείται από τους ελεγκτές να παρέχουν περισσότερα σχόλια για την ποιότητα των οικονομικών εκθέσεων, τη διοικητική διαδικασία εσωτερικού ελέγχου. Οι επιτροπές ελέγχου ζητούν από τους ελεγκτές

λεπτομερέστερο σχολιασμό των διαδικασιών ελέγχου των ενδιάμεσων οικονομικών καταστάσεων (οι τριμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις δεν ελέγχονται από εξωτερικούς ελεγκτές). Τα μέλη των επιτροπών ελέγχου επεκτείνουν τις γνώσεις τους σχετικά με την οικονομική διαχείριση της επιχείρησης και την διαδικασία σύνταξης των οικονομικών καταστάσεων, καθώς και με τον ρόλο τα των ανεξάρτητων ελεγκτών. Επίσης έχει σημειωθεί αύξηση του χρόνου που αφιερώνουν καθώς και του βαθμού εμπλοκής τους στην επικοινωνία και στις συναντήσεις με τη διοίκηση και τους ελεγκτές. Οι εταιρείες και οι επιτροπές ελέγχου συνειδητοποιούν ότι είναι απαραίτητο να υπάρξει πρόσθετη εκπαίδευση και κατάρτιση σε θέματα λογιστικής και ελέγχου ώστε να διασφαλιστεί ο επιθυμητός βαθμός κατανόησης των θεμάτων που σχετίζονται με τη σύνταξη οικονομικών καταστάσεων από τα μέλη των επιτροπών ελέγχου.

3. ΣΧΕΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Στο παρόν κεφάλαιο εξετάζεται το πώς οι αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης (**market value**). Πιο συγκεκριμένα :

Πώς οι νόμοι της εταιρικής διακυβέρνησης μιας χώρας, ή οι πρακτικές διακυβέρνησης διαφόρων εταιρειών που ανήκουν στην ίδια χώρα, επηρεάζουν ολόκληρη την αξία και την απόδοση μιας εταιρείας ; Μία ευρέως γνωστή σειρά δημοσιευμένων μελετών που ξεκίνησε από εμπειρικές έρευνες των La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer και Visny (1997, 1998, 1999, 2000, 2002) **αποδεικνύουν ότι χώρες με ισχυρότερο νομικό καθεστώς προστασίας των μικρομετόχων έχουν μεγαλύτερες αγορές τίτλων και χρεογράφων (larger securities markets) , λιγότερο επικεντρωμένες στην ιδιοκτησία μετοχών (share ownership), και μία υψηλότερη αξία για τους μικροεπενδυτές (minority shares)**. Επίσης, οι Beiner, Drobetz, Schmid και Zimmermann (2004) σε μία πρόσφατη έρευνά τους που παρουσιάζεται στις επόμενες σελίδες, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η συσχέτιση (**correlation**) **μεταξύ συγκεκριμένων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης και αξίας της επιχείρησης είναι θετική** .

Ένα άλλο ερώτημα είναι το κατά πόσο η διαφοροποίηση πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης ανεξάρτητων εταιρειών μίας συγκεκριμένης χώρας μπορούν να προβλέψουν την αγοραστική αξία των εταιρειών αυτών. Τα ερωτήματα αυτά είναι κεντρικά όταν ανεξάρτητες εταιρείες , οι οποίες μπορούν να αλλάξουν τις πρακτικές που χρησιμοποιούν, αλλά όχι βέβαια και το νομικό καθεστώς της χώρας στην οποία εδρεύουν, θα πρέπει να αποφασίσουν εάν και κατά πόσο θα πρέπει να αλλάξουν τις πρακτικές αυτές. Μέχρι ποιο βαθμό μπορεί μία εταιρεία να βελτιώσει την αγοραστική της αξία με το να αναβαθμίζει τις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζει; Αντιστρέφοντας το ερώτημα, μέχρι ποιο σημείο μία εταιρεία δεσμεύεται από την συνολική φήμη της χώρας στην οποία εδρεύει ;

Το δεύτερο αυτό ερώτημα θα πρέπει να θεωρηθεί κεντρικό στην **χρησιμότητα που έχουν για τους επενδυτές οι νέοι πίνακες κατάταξης (rankings) αρχών διακυβέρνησης που ισχύουν σε ιδιωτικούς οικονομικούς τομείς**. Για παράδειγμα το 2001, η Credit Lyonnais Security Asia (CLSA) δημοσίευσε μία κατάταξη 495 εταιρειών οι οποίες εφάρμοζαν διαφορετικές αρχές-πρακτικές

εταιρικής διακυβέρνησης σε 25 αναπτυσσόμενες αγορές (CLSA, 2001 ; Gill, 2002). Επίσης, το 2001, οι Standard & Poor's εξέδωσαν έναν πίνακα κατάταξης εταιρικής διακυβέρνησης (βασισμένη μόνο στη διαφάνεια - transparency) καλύπτοντας 859 εταιρείες σε 27 χώρες. (Standard & Poor's, 2001). Το 2000 Deminor εξέδωσε έναν πίνακα κατάταξης 300 Ευρωπαϊκών χωρών που βρίσκονταν στο FTSE-300 index (Deminor, 2000, στο επόμενο έτος ακολούθησε με παρόμοιο πίνακα η Corpieters (2001). Το Ίδρυμα Παροχής Υπηρεσιών Μετόχων παρουσίασε το 2002 έναν παρόμοιο πίνακα κατάταξης των 3000 Αμερικανικών εταιρειών που βρίσκονται στο Russell 3000 index (McGurn, 2002).

Εάν εντός των πλαισίων μίας χώρας, οι πρακτικές διαφορετικών εταιρειών συσχετίζονται με την αξία της επιχείρησης, προκύπτει και ένα τρίτο ερώτημα. **Οι αποτελεσματικές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης μήπως έχουν σαν αποτέλεσμα οι επενδυτές να υπερεκτιμούν μία επιχείρηση;** Μία εναλλακτική εξήγηση είναι ότι οι εταιρείες υιοθετούν καλές πρακτικές διακυβέρνησης για να περάσουν το μήνυμα ότι οι μέτοχοι της εταιρείας με ποσοστό επιρροής – με εσωτερική πληροφόρηση (firm's insiders) σκοπεύουν να συμπεριφερθούν σωστά. **Αλλά εκείνο που στην πραγματικότητα επηρεάζει την αξία της επιχείρησης είναι οι πρακτικές που χρησιμοποιεί και όχι η εικόνα που προβάλλει.** Μία δεύτερη εναλλακτική εξήγηση έχει να κάνει με την ενδογένεια, τη δομή μιας εταιρείας. **Οι εταιρείες με υψηλή αγοραστική αξία-χρηματιστηριακή αξία (market value) υιοθετούν πιο αποτελεσματικές πρακτικές διακυβέρνησης παρά το αντίθετο.**

Παρακάτω θα γίνει μία σύντομη παρουσίαση κάποιων από τις σημαντικότερες μελέτες που υπάρχουν στη διεθνή βιβλιογραφία προκειμένου να διερευνηθεί εάν και κατά πόσο οι πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης μιας εταιρείας επηρεάζουν ή όχι την αξία της (market value).

3.1. Ο δείκτης Tobin's Q

Στο σημείο αυτό κρίνεται απαραίτητο να δοθεί ένας ορισμός του δείκτη **Tobin's Q** καθώς έχει ευρέως χρησιμοποιηθεί τόσο στη σχετική βιβλιογραφία όσο και στις ακόλουθες εμπειρικές μελέτες.

Ο δείκτης **Tobin's Q** πήρε το όνομα του από τον James Tobin's καθηγητή στο Πανεπιστήμιο Yale ο οποίος πήρε το βραβείο Nobel Οικονομίας το έτος 1981

Ο δείκτης Tobin's Q είναι ευρύτατα γνωστός και χρησιμοποιείται ως δείκτης αποτίμησης (αξιολόγησης) εταιρειών στις περισσότερες εμπειρικές μελέτες που εξετάζουν την εταιρική χρηματοδότηση (corporate finance). (Morck, Sleifer & Visny (1988), McConnell & Servaes (1990), Yermack (1966), Daines (2001), Ishii & Metrick (2001)). LaPorta et al (2002).

ΟΡΙΣΜΟΣ :

Tobin's Q Ratio =Είναι ο λόγος της τρέχουσας αγοραίας αξίας της επιχείρησης (όπου η αγοραία αξία περιλαμβάνει την αξία των ιδίων και των δανειακών κεφαλαίων) προς το κόστος Αντικατάστασης των περιουσιακών της στοιχείων.

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market Value of Total Assets}}{\text{Replacement Cost of Assets}}$$

Κόστος Αντικαταστάσεως .(Replacement Cost).

1.Είναι το κόστος για την αντικατάσταση στοιχείων το Ενεργητικού (ιδίως μηχανικού εξοπλισμού κτλ.) με νέα (στοιχεία) , στην τρέχουσα τιμή.

2. Κατά την αποτίμηση των μετοχών, μίας εταιρείας, υπολογίζεται το συνολικό κόστος για την δημιουργία της νέας εταιρείας.Περιλαμβάνει το κόστος για την απόκτηση πάγιου εξοπλισμού σε τρέχουσες τιμές καθώς και το κόστος δημιουργίας άυλων στοιχείων όπως π.χ. εμπορικού σήματος, πελατολογίου, δικτύου πωλήσεων, τεχνογνωσίας, οργάνωσης κτλ.

Αν είναι σημαντικά κάτω από την μονάδα συμφέρει η εξαγορά της επιχείρησης μέσω του χρηματιστηρίου. Αν όμως είναι πάνω από την μονάδα είναι προτιμότερη η ίδρυση νέας παραγωγικής μονάδας. Ο δείκτης δεν αποσκοπεί στην πρόβλεψη των τάσεων της αγοράς αλλά μετρά τον επενδυτικό κίνδυνο.

Μειονεκτήματα δείκτη Tobin's Q.

Υπάρχει πιθανό πρόβλημα ενδογένειας μεταξύ της αξίας της εταιρείας και :

α) Της συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας (concentration ownership)

β) Του βαθμού ελέγχου (degree of control)

3.2. Εμπειρικές μελέτες

Στα παρακάτω κεφάλαια ακολουθεί μια αναφορά στις σημαντικότερες εμπειρικές μελέτες που υπάρχουν στη διεθνή βιβλιογραφία. Η εξέταση των εμπειρικών μελετών γίνεται κατά χρονολογική σειρά.

The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences.

(H. Demsetz, K. Lehn, 1985).

Οι παραπάνω ερευνητές στην εργασία τους καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η δομή- διάρθρωση του ιδιοκτησιακού καθεστώτος των εταιρειών ποικίλει από εταιρεία σε εταιρεία και αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να επηρεάζεται σε διαφορετικό βαθμό η αξία της επιχείρησης.

Η δομή-διάρθρωση του ιδιοκτησιακού καθεστώτος επηρεάζεται από μια σειρά παραγόντων-μεταβλητών. Αυτές οι μεταβλητές εξετάζονται, εμπειρικά, στην παρούσα εργασία σε ένα δείγμα 511 Αμερικάνικων εταιρειών.

Αυτοί οι παράγοντες - μεταβλητές με βάση την έρευνα είναι : **α. το μέγεθος της εταιρείας, β. η μεταβολή του ποσοστού των κερδών από χρόνο σε χρόνο, γ. το νομικό πλαίσιο, δ. οι κανονισμοί που συγκροτούν τον κανονισμό λειτουργίας της επιχείρησης και ε. ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται αυτή.**

Οι ερευνητές εξετάζοντας τα δεδομένα κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το ποσοστό συμμετοχής των μετόχων στο ιδιοκτησιακό καθεστώς μιας επιχείρησης ποικίλει σημαντικά. Οι ερευνητές έχουν κατηγοριοποιήσει το δείγμα τους σε κατηγορίες μετόχων-επενδυτών που κατέχουν ένα σημαντικό κομμάτι της εταιρείας

(για παράδειγμα το ποσοστό των μετοχών που κατέχουν οι 5 ή 20 πιο μεγάλοι μέτοχοι-επενδυτές σε μια εταιρεία). Επίσης, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι όσο πιο συγκεντρωμένη είναι η εταιρεία σε λιγότερους μετόχους τόσο περισσότερο τα κέρδη και οι ζημιές επηρεάζουν αυτούς τους μετόχους. Αν για παράδειγμα μια εταιρεία αποτελεί ιδιοκτησία ενός και μόνο ανθρώπου τότε τα κέρδη και οι ζημιές επηρεάζουν τον ίδιο.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, η δομή-διάρθρωση του ιδιοκτησιακού καθεστώτος και κατά συνέπεια το αν οι αποφάσεις παίρνονται από έναν ή από περισσότερους ανθρώπους επηρεάζουν τα κέρδη και τις ζημιές της εταιρείας και κατά συνέπεια την αξία της επιχείρησης.

Επίσης, οι ερευνητές με βάση τα αποτελέσματά τους καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η δομή-διάρθρωση του ιδιοκτησιακού καθεστώτος και κατά συνέπεια η αξία της επιχείρησης επηρεάζεται κυρίως από τρεις παράγοντες: α. Το μέγεθος της επιχείρησης, β. τον έλεγχο της αποτελεσματικότητας της διοίκησης, γ. Το νομοθετικό πλαίσιο που διέπει τον κανονισμό της εταιρείας.

A. Αναφορικά με το μέγεθος της επιχείρησης καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος της εταιρείας συγκριτικά με άλλες εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο τόσο μεγαλύτερα είναι τα κεφάλαια της επιχείρησης και κατά συνέπεια τόσο μεγαλύτερη είναι η αξία της επιχείρησης. Όσο πιο μεγάλη (σε μέγεθος) είναι η εταιρεία, τόσο πιο δύσκολος είναι ο έλεγχος (μέσω της κατοχής μετοχών) από έναν άνθρωπο. Όσο μεγαλύτερη είναι η εταιρεία τόσο μεγαλύτερη είναι η διασπορά-διάχυση (diffuseness) του μετοχικού κεφαλαίου σε περισσότερα άτομα (risk-neutral effect of size on ownership). Η απόφαση του ιδιοκτησιακού καθεστώτος να κάνουν πιο πολυμετοχική την εταιρεία συμβαδίζει με την αύξηση του πλούτου, του κέρδους του μετόχου.

B. Αναφορικά με τον έλεγχο της αποτελεσματικότητας της διοίκησης καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι ιδιοκτήτες μιας εταιρείας μπορούν να έχουν τον έλεγχο της μέσω των καλών αποτελεσμάτων και μέσω των κερδών. Τα κέρδη αυτά μπορούν να επιτευχθούν εφόσον οι εταιρείες διοικούνται από ανθρώπους οι οποίοι μπορούν να ελέγξουν-παρακολουθούν (monitoring) με αποτελεσματικότητα την απόδοση του διοικητικού συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών.

Ο έλεγχος όμως της αποτελεσματικότητας εξαρτάται και από το περιβάλλον μέσα στο οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε αγορές που χαρακτηρίζονται από σταθερές τιμές, σταθερή

τεχνολογία, σταθερή διάρθρωση του ιδιοκτησιακού καθεστώτος είναι πιο εύκολη η άσκηση ελέγχου της απόδοσης (performance) του διοικητικού συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών. Ισχύει και το αντίθετο, οι συχνές αλλαγές των τιμών, ή της τεχνολογίας ή της διάρθρωσης του ιδιοκτησιακού καθεστώτος έχουν σαν αποτέλεσμα να κάνουν το έλεγχο της απόδοσης (performance) του διοικητικού συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών πιο ακριβό (μεγαλύτερο κόστος ελέγχου τόσο σε χρήμα όσο και σε χρόνο) αφού έχει σαν αποτέλεσμα την αναδιάρθρωση του ανθρώπινου δυναμικού και των κεφαλαίων της επιχείρησης.

Όσο πιο ασταθές είναι το περιβάλλον μέσα στο οποίο δραστηριοποιείται η εταιρεία ή όσο αυτό υπόκειται σε αλλαγές (noisiness of the environment) τόσο περισσότερο οι ιδιοκτήτες της εταιρείας προσπαθούν να έχουν τον έλεγχο αυτής. Άρα όσο πιο ασταθής είναι η αγορά τόσο πιο πολύ είναι συγκεντρωμένη η ιδιοκτησία της εταιρείας σε λιγότερους ανθρώπους.

γ. Αναφορικά με το νομοθετικό πλαίσιο που διέπει τον κανονισμό της εταιρείας καταλήγουν στο ότι η ύπαρξη συγκεκριμένων κανόνων στη λειτουργία μιας εταιρείας επηρεάζει τη διάρθρωση-δομή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος. Η ύπαρξη κανόνων που αφορούν τον τρόπο με τον οποίο ασκείται ο έλεγχος της απόδοσης (performance) του διοικητικού συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών επηρεάζει τον έλεγχο που ασκείται από τους ιδιοκτήτες και κατά συνέπεια τα κέρδη.

Οι ερευνητές προκειμένου να καταλήξουν στα συμπεράσμα τους χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 511 εταιρειών από όλους τους μεγάλους κλάδους της Αμερικάνικης οικονομίας. Τα δεδομένα του δείγματος έχουν προέλθει από τις ακόλουθες λίστες εταιρειών α. CDE (Corporate Data Exchange) Stock Ownership Directory (Energy , Banking and Finance) για το έτος 1980, β. Fortune 500 για το έτος 1981. Επίσης εξετάζουν ένα μικρότερο δείγμα 406 μεταποιητικών εταιρειών και εταιρειών που ασχολούνται με εξορύξεις.

Όλες οι παραπάνω εταιρείες χαρακτηρίζονται από ιδιοκτησιακό καθεστώς το οποίο μπορεί να προσδιορισθεί από κατόχους μετοχών που κατέχουν περισσότερο από το 0,2 % ή και περισσότερο από τις μετοχές της εταιρείας (stockholders who exercised investment power over 0.2% or more of the company's common equity).

Για να μετρηθεί το α δηλαδή το μέγεθος της εταιρείας χρησιμοποιείται η μέση αξία της επιχείρησης όπως αυτή προκύπτει από την χρηματιστηριακή αξία των μετοχών της επιχείρησης κατά τη περίοδο 1976-1980. Για να μετρηθεί το β δηλαδή ο έλεγχος της αποτελεσματικότητας της διοίκησης , χρησιμοποιούνται μεταβλητές οι

οποίες ελέγχουν τη σταθερότητα ή μη του περιβάλλοντος μέσα στο οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση (noisiness of the environment). Οι μεταβλητές αυτές αφορούν τις αποδόσεις των μετοχών κατά την περίοδο 1976-1980 (όπως αναλύθηκε παραπάνω η σταθερότητα των τιμών των μετοχών εξαρτάται από την αγορά) και από το ποσοστό των κερδών των εταιρειών κατά την περίοδο 1976-1980. Επίσης χρησιμοποιούνται μεταβλητές για να ελεγχθεί το γ δηλαδή το νομοθετικό πλαίσιο που διέπει τον κανονισμό της εταιρείας.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα οι μεταβλητές εκείνες που χρησιμοποιούνται σαν χαρακτηριστικό στοιχείο της σταθερότητας του περιβάλλοντος (συμπεράσματα για το β) σχετίζονται θετικά με το βαθμό συγκέντρωσης του ιδιοκτησιακού καθεστώτος της εταιρείας. Η μεταβλητή η οποία σχετίζεται με το μέγεθος της εταιρείας (συμπεράσματα για το α) είναι αρνητικά συσχετιζόμενο με το βαθμό συγκέντρωσης του ιδιοκτησιακού καθεστώτος της εταιρείας. Με βάση τον έλεγχο που γίνεται σχετικά με την μεταβλητή η οποία σχετίζεται με το νομοθετικό πλαίσιο που διέπει τον κανονισμό της εταιρείας (συμπεράσματα για το γ) βγαίνει το συμπέρασμα ότι ο μέσος βαθμός συγκέντρωσης του ιδιοκτησιακού καθεστώτος της εταιρείας για εταιρείες με αυστηρό πλαίσιο είναι μικρότερος από ότι σε εταιρείες που ισχύει το αντίθετο.

Με τα αποτελέσματά τους οι παραπάνω ερευνητές κατέδειξαν ότι η δομή-διάρθρωση του ιδιοκτησιακού καθεστώτος μιας εταιρείας (βαθμός συγκέντρωσης) σχετίζεται άμεσα με τη αύξηση της αξίας της.

**Higher market valuation of companies with a small board of directors.
(D. Yermack (1995)).**

Στη συγκεκριμένη εμπειρική έρευνα ο μελετητής καταλήγει στο συμπέρασμα που καταλήγουν παρόμοιες μελέτες ότι μικρά διοικητικά συμβούλια είναι περισσότερο αποτελεσματικά.

Χρησιμοποιώντας τον δείκτη Tobin's Q σαν δείκτη μέτρησης της αξίας μιας εταιρείας ο μελετητής καταλήγει ότι υπάρχει συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου μιας εταιρείας και της αξίας της. Σε αυτό το συμπέρασμα κατέληξε εξετάζοντας ένα δείγμα 452 μεγάλων βιομηχανικών εταιρειών της Αμερικανικής οικονομίας ανάμεσα στα χρόνια 1984 και 1991. Επίσης, έλεγξε την παραπάνω συσχέτιση σε σχέση α . με το μέγεθος της εταιρείας, β . τον κλάδο στον

οποίο δραστηριοποιούνται, γ. το ιδιοκτησιακό καθεστώς της εταιρείας, δ. τις ευκαιρίες ανάπτυξης και ε. τις εναλλακτικές μορφές εταιρικής διακυβέρνησης όπως αυτές εφαρμόζονται στις παραπάνω εταιρείες. Επίσης, μέσα από τα αποτελέσματα της έρευνας καταλήγει στο συμπέρασμα ότι μικρά διοικητικά συμβούλια έχουν θετική επίδραση σε χρηματοοικονομικούς δείκτες της εταιρείας και οδηγούν τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη στο να είναι πιο αποδοτικά έτσι ώστε να επιτύχουν μεγαλύτερους μισθούς και να κρατήσουν το πόστο τους για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα.

Καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι αποφάσεις των διευθυντικών στελεχών εξαρτώνται κατά πολύ από τους μισθούς που λαμβάνουν, από τον έλεγχο που ασκείται από το διοικητικό συμβούλιο, από άλλους μηχανισμούς ελέγχου. Ο συγγραφέας της μελέτης προτείνει με τα συμπεράσματά του ότι προκειμένου τα διοικητικά συμβούλια να είναι πιο αποτελεσματικά θα πρέπει να είναι μικρά σε μέγεθος.

Πιο συγκεκριμένα, σε ένα δείγμα 452 μεγάλων δημόσιων οργανισμών βρίσκει αντίθετη συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της αξίας της επιχείρησης. όπως αυτή απεικονίζεται μέσω του δείκτη Tobin's Q σε μια περίοδο οκτώ ετών από το έτος 1984 έως το έτος 1991.

Η αντίθετη συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους και της αξίας της επιχείρησης εξασθενεί (attenuates) καθόσον το διοικητικό συμβούλιο γίνεται μεγαλύτερο αριθμητικά. Για παράδειγμα η αξία της επιχείρησης μειώνεται στο ίδιο βαθμό όταν το διοικητικό συμβούλιο αυξάνει αριθμητικά από έξι σε δώδεκα μέλη και από δώδεκα σε είκοσι τέσσερα. Μόνο λίγα διοικητικά συμβούλια έχουν λιγότερα από έξι μέλη ή περισσότερα από είκοσι τέσσερα. Επίσης, αποδεικνύεται ότι οι απολαβές των ανωτάτων διοικητικών στελεχών (CEO) είναι στενότερα συνδεδεμένες με την απόδοση τους (performance) σε εταιρείες οι οποίες διοικούνται από μικρά διοικητικά συμβούλια.

Επίσης, οι αποδόσεις των μετοχών (μεταβολές στις τιμές των μετοχών) κατά την παραπάνω εξεταζόμενη χρονική περίοδο δείχνουν ότι οι επενδυτές ενεργούν θετικά (αύξηση της ζήτησης) όταν τα διοικητικά συμβούλια μειώνονται αριθμητικά και αρνητικά (μείωση της ζήτησης) όταν ο αριθμός των μελών του διοικητικού συμβουλίου αυξάνεται.

Ο ερευνητής ακολούθησε τις ίδιες μεθόδους που χρησιμοποιούν και άλλες εμπειρικές έρευνες όπως αυτές των Morck, Shleifer και Vishny (1988), των Hermalin

και Weisbach (1991) και των Lang και Stulz (1994). Χρησιμοποίησε ένα σετ μεταβλητών το οποίο το συνέκρινε με τον δείκτη Tobin's Q.

Προκειμένου να εξετασθεί το αν το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου έχει σχέση με την αξία της επιχείρησης έγιναν παλινδρομίσεις με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (least-squares regressions), χρησιμοποιώντας τον δείκτη Tobin's Q σαν εξαρτημένη μεταβλητή (dependent variable) και το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου σαν ανεξάρτητη (explanatory).

Το αποτέλεσμα καταδεικνύει ότι υπάρχει αντίθετη σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της αξίας της επιχείρησης. Προβλήματα επικοινωνίας, συντονισμού, και λήψης αποφάσεων αρχίζουν να εμφανίζονται όταν το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου αυξάνει αριθμητικά. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να μειώνεται η απόδοση του διοικητικού συμβουλίου και να επηρεάζεται αρνητικά η αξία της επιχείρησης. Άρα μικρότερα διοικητικά συμβούλια αυξάνουν την αξία της επιχείρησης.

Πολλοί είναι οι λόγοι διαμέσου των οποίων εξηγείται η αρνητική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου της επιχείρησης και της αξίας της. Έτσι, ο μελετητής ερευνά την σχέση που μπορεί να έχει το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου και με άλλα εταιρικά ζητήματα που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης. Τα εταιρικά αυτά ζητήματα αφορούν :

A. Τις ευκαιρίες ανάπτυξης. Το συμπέρασμα που βγαίνει από την έρευνα είναι ότι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου από μόνο του δεν φαίνεται να έχει σχέση με την ύπαρξη ευκαιριών ανάπτυξης μιας εταιρείας.

B. Το μέγεθος της εταιρείας. Εξετάζεται η συσχέτιση του μεγέθους της εταιρείας, του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της αξίας της επιχείρησης. Το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου συσχετίζεται αρνητικά με τα παραπάνω μεγέθη.

Γ. Τη δομή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος. Μικρά διοικητικά συμβούλια υπάρχουν σε εταιρείες οι οποίες ελέγχονται από τα ιδρυτικά μέλη της εταιρείας. Αυτές οι εταιρείες μπορούν να έχουν σφικτή διοικητική διάρθρωση (έλεγχος της εταιρείας από λίγους μετόχους-επενδυτές) και αυτό έχει σαν αποτέλεσμα μικρή λογιστική αξία του κεφαλαίου το οποίο δείχνει αύξηση του δείκτη Tobin's Q. Επίσης ο χρόνος που έχει περάσει από την ίδρυση της εταιρείας παίζει μεγάλο ρόλο στη δομή

του ιδιοκτησιακού καθεστώτος, αφού όσο ο χρόνος περνάει η διασπορά των μετοχών των εταιρειών σε ολόένα και περισσότερους μετόχους αυξάνει.

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι εταιρείες με μικρά διοικητικά συμβούλια έχουν μεγαλύτερη αξία σε αντίθεση με τις εταιρείες που έχουν μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια. Μικρά διοικητικά συμβούλια μπορούν να οδηγήσουν σε καλύτερες αποδόσεις, και αν οι αποδόσεις του παρελθόντος δεν είναι καλές τότε οι εταιρείες μπορούν να προσαρμόσουν τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου αριθμητικώς. Σε αυτό καταλήγει ο μελετητής αφού συμπεραίνει ότι κακές αποδόσεις σχετίζονται με αποχωρήσεις ή προσλήψεις διοικητικών στελεχών. Πολλά διευθυντικά στελέχη αντικαθιστώνται όταν οι αποδόσεις των εταιρειών είναι κακές.

Επίσης, γίνονται και έλεγχοι οι οποίοι καταλήγουν σε πρόσθετα αποτελέσματα που αφορούν α. Χρηματοοικονομικούς δείκτες της επιχείρησης β. Απολαβές των διευθυντικών στελεχών. γ. Αντιδράσεις επενδυτών σε μεταβολές διοικητικών συμβουλίων.

Αναφορικά με το α δηλαδή τους χρηματοοικονομικούς δείκτες, ο Yermack καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης γίνονται αναποτελεσματικές καθώς α αριθμός των μελών του διοικητικού συμβουλίου αυξάνει. Επίσης, εταιρείες με μεγάλα διοικητικά συμβούλια έχουν μικρότερα κέρδη, ενώ η χρήση των κεφαλαίων δεν είναι αποτελεσματική.

Αναφορικά με το β δηλαδή με τις απολαβές των διευθυντικών στελεχών ο Yermack καταλήγει στο συμπέρασμα ότι σε εταιρείες με μικρά διοικητικά συμβούλια τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη έχουν μεγαλύτερες προοπτικές να πάρουν μεγαλύτερες χρηματικές απολαβές.

Αναφορικά με το γ δηλαδή με τις αντιδράσεις των επενδυτών σε μεταβολές διοικητικών συμβουλίων ο Yermack καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι επενδυτές επικροτούν (μέσω των τιμών των μετοχών) μειώσεις στην αριθμητική σύνθεση των διοικητικών συμβουλίων και επικρίνουν το αντίθετο. (εξέταση των τιμών των μετοχών κατά τη διάρκεια ανακοινώσεων αλλαγών στην αριθμητική σύνθεση των διοικητικών συμβουλίων – μεγάλες αυξήσεις στις τιμές των μετοχών όταν ανακοινώνονται μειώσεις στην αριθμητική σύνθεση των διοικητικών συμβουλίων).

Executive stock ownership and performance.

(C. Loderer, K. Martin (1996))

Στη συγκεκριμένη εργασία οι Loderer και Martin ερευνούν την απόδοση μιας εταιρείας και των ωφελειών που πηγάζουν για τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη. Για εταιρείες οι οποίες εμπλέκονται σε εξαγορές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι αυτό το γεγονός επηρεάζει το μέγεθος των πακέτων μετοχών που κατέχουν τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη. Όμως δεν καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η κατοχή ενός πακέτου μετοχών (από τα ανώτερα κλιμάκια της ιεραρχίας μιας επιχείρησης) οδηγεί σε καλύτερες αποδόσεις. Μέσα από τα αποτελέσματα τους συμπεραίνουν ότι μεγαλύτερη κατοχή μπορεί να πολλαπλασιάσει τις όποιες ευκαιρίες για πλούτο.

Με την μελέτη τους ερευνούν το αν η κατοχή ενός πακέτου μετοχών από τα ανώτερα κλιμάκια της ιεραρχίας μιας επιχείρησης μπορεί να οδηγήσει σε καλύτερο μάνατζμεντ. Η έρευνά τους πάνω στο συγκεκριμένο ερώτημα γίνεται στο πλαίσιο εξαγορών δημόσιων επιχειρήσεων. Η εξαγορά σαν ένα οικονομικό γεγονός χρησιμοποιείται από τους ερευνητές γιατί όπως κρίνουν είναι το πιο κατάλληλο μέτρο ελέγχου μιας απόφασης αφού από τη μια οδηγεί σε μεγάλες μεταβολές της τιμής μιας μετοχής και επειδή από την άλλη παίρνει πολύ χρόνο για να ολοκληρωθεί.

Οι ερευνητές επιχειρούν να απαντήσουν στα παρακάτω ερωτήματα. Τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη παίρνουν καλύτερες αποφάσεις επειδή κατέχουν περισσότερες μετοχές; Κατέχουν περισσότερες μετοχές επειδή θεωρούν ότι οι επιχειρήσεις που διοικούν έχουν καλύτερες προοπτικές; Θα πρέπει να αναγκάζονται ή να απαιτείται από τα διευθυντικά στελέχη ή τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου να κατέχουν μετοχές;

Στη συγκεκριμένη μελέτη ερευνώνται οι συνέπειες μιας εξαγοράς μέσω των ασυνήθιστων μεταβολών στις τιμές μετοχών που παρατηρούνται κατά την ανακοίνωση της εξαγοράς.

Μέσα από την έρευνα τους μελετάται ο δείκτης Tobin's Q επειδή χρησιμοποιείται από όλες τις εμπειρικές μελέτες σαν δείκτης αξιολόγησης της εταιρικής απόδοσης. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τη διεθνή βιβλιογραφία καλά διοικούμενες εταιρείες έχουν δείκτη Tobin's Q μεγαλύτερο από 1 (>1) καταδεικνύοντας ότι τα κεφάλαια της εταιρείας καταμερίζονται αποδοτικά και καταλήγουν στην αύξηση της αξίας της επιχείρησης.

Επίσης, καταλήγουν ότι υπάρχει μια πολύ μικρή θετική συσχέτιση (very faint positive relation) μεταξύ της κατοχής πακέτων μετοχών από διευθυντικά στελέχη και της απόδοσης που έχει η εταιρεία μετά από μια εξαγορά. Τέλος δεν βρίσκουν μεγάλη συσχέτιση μεταξύ της κατοχής μετοχών από μεγάλους επενδυτές έξω από τα πλαίσια της επιχείρησης (outside block holders, Financial institutions) και της απόδοσης της επιχείρησης.

Το δείγμα που χρησιμοποιούν οι παραπάνω μελετητές αποτελείται από Αμερικάνικες εταιρείες που έχουν προχωρήσει στην εξαγορά άλλων εταιρειών. Αυτές οι εταιρείες είναι καταγεγραμμένες στο Center for Research in Security Prices at the University of Chicago (CRSP). Επίσης, το δείγμα έχει εμπλουτιστεί με εταιρείες που προέρχονται από τρεις πηγές : Α. Από δείγμα εταιρειών προηγούμενης εργασίας των ερευνητών (1990) στο οποίο περιέχονται συγχωνεύσεις και εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών. Αυτό το δείγμα καλύπτει την περίοδο 1965-1984. Β. Από δείγμα εταιρειών που έχουν κάνει δημόσιες προσφορές κατά την ίδια περίοδο. Γ. Από δείγμα εταιρειών που έχουν προβεί σε εξαγορές κατά την περίοδο 1985-1988 και προέρχονται από το Mergers and Acquisitions (M&A).

Από τις παραπάνω πηγές προήλθε ένα δείγμα εταιρειών που προχώρησαν σε εξαγορές κατά την περίοδο 1978-1988. Οι 867 εξαγορές πραγματοποιήθηκαν κατά την παραπάνω περίοδο από εταιρείες και 129 από αυτές είχαν σαν αποτέλεσμα μετά την ανακοίνωση του γεγονότος την πτώση της μετοχής μικρότερη του -5% , 136 είχαν σαν αποτέλεσμα την άνοδο της μετοχής περισσότερο από 5% και 602 κυμάνθηκαν ανάμεσα στα παραπάνω ποσοστά.

Οι μελετητές συνολικά κατέληξαν στα ακόλουθα συμπεράσματα. Ότι η απόδοση της εταιρείας επηρεάζει την διαμόρφωση των αποφάσεων των διευθυντικών στελεχών σχετικά με τα προσωπικά τους χαρτοφυλάκια. Αλλά δεν εμφανίζεται βελτίωση της απόδοσης της εταιρείας με τη κατοχή εταιρικών πακέτων μετοχών από τα διευθυντικά στελέχη. Υπάρχουν για τους μελετητές πολλές εξηγήσεις που να δικαιολογούν το παραπάνω συμπέρασμα όπως το ότι αυτές οι εξαγορές δεν ήταν πολύ μεγάλες ή το ότι δεν κατέληξαν σε αύξηση των κερδών των στελεχών ή ότι τα διευθυντικά στελέχη είχαν μικρά πακέτα μετοχών, τόσο μικρά ώστε δεν υπήρχε το αναμενόμενο αποτέλεσμα. Αν θεωρηθεί ότι το δείγμα που έχουν χρησιμοποιήσει οι ερευνητές είναι αντιπροσωπευτικό και σωστό τότε μπορεί να ειπωθεί ότι η κατοχή μετοχών από την πλευρά των διευθυντικών στελεχών είναι ένας μόνο μηχανισμός από μια σειρά άλλων που οδηγούν στην μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης και

των συμφέροντων των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών. Άλλοι μηχανισμοί μπορεί να είναι οι απολαβές των διευθυντικών στελεχών ή ο έλεγχος του διοικητικού συμβουλίου.

Άρα συμπερασματικά καταλήγουν στο ότι οι εξαγορές και οι όποιες αποφάσεις παίρνονται για το σκοπό αυτό, δεν επηρεάζονται από το αν τα διευθυντικά στελέχη κατέχουν μετοχές ή όχι. Υπάρχει μια θετική συσχέτιση αλλά πολύ μικρή ανάμεσα στην απόδοση μετά την εξαγορά και στην κατοχή μετοχών από διευθυντικά στελέχη. Αν η αξία της επιχείρησης μετρηθεί με βάση τον δείκτη Tobin's Q τότε μπορούμε να καταλήξουμε στο πιο πάνω συμπέρασμα.

Καλύτερες αποδόσεις όταν αυτές επιτυγχάνονται μετά την εξαγορά ενθαρρύνουν τα διευθυντικά στελέχη στο να προχωρήσουν στην κατοχή ενός μεγαλύτερου πακέτου μετοχών, το αντίθετο συμβαίνει με μεγαλύτερους δείκτες Tobin's Q. Από τη στιγμή που ο δείκτης Tobin's Q αποτελεί ένα μέγεθος που μετράει το κατά πόσο οι προοπτικές ανάπτυξης μιας εταιρείας έχουν ήδη προσαρμοσθεί στην τιμή της μετοχής της εταιρείας τότε μπορεί να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι διευθυντικά στελέχη σε εταιρείες που έχουν μεγάλους δείκτες Tobin's Q έχουν μεγαλύτερο συμφέρον στο να πουλήσουν μέρος των μετοχών που κατέχουν. Επίσης, καταλήγουν στο ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους της εταιρείας και α. Της απόδοσης μετά την εξαγορά και β. του δείκτη Q.

Οι ερευνητές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι από τη στιγμή που δεν μπορούν αβίαστα να καταλήξουν στο συμπέρασμα ότι η κατοχή μετοχών από τα διευθυντικά στελέχη βελτιώνει την αξία μιας επιχείρησης τότε αυτό οφείλεται στο ότι πολλά διευθυντικά στελέχη δεν είναι σε θέση να επηρεάζουν από μόνα τους τις αποφάσεις των εταιρειών.

Corporate Governance and Equity Prices

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

Στην συγκεκριμένη έρευνα χρησιμοποιούνται είκοσι τέσσερις διαφορετικοί μηχανισμοί αμύνης σε περιπτώσεις εξαγορών (provisions) προκειμένου να δημιουργηθεί ένας εταιρικός δείκτης διακυβέρνησης (Governance Index) για 1500 εταιρείες. Στη συνέχεια αυτός ο δείκτης εξετάζεται σε σχέση με άλλα μεγέθη που χρησιμοποιούνται προκειμένου να μετρηθεί η αξία της εταιρείας.

Οι ερευνητές καταλήγουν στο ότι υπάρχει μεγάλη συσχέτιση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης και των αποδόσεων των μετοχών. Ο δείκτης εταιρικής διακυβέρνησης έχει μεγάλη συσχέτιση (high correlation) με της αξία μιας εταιρείας. Το 1990 μια μεταβολή στο δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης έχει σαν αποτέλεσμα μια μείωση του δείκτη Tobin's Q κατά 2.4 %. Το 1999 μια μεταβολή στο δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης έχει σαν αποτέλεσμα μια μείωση του δείκτη Tobin's Q κατά 8.9 %. Μια σημαντική μεταβολή σε σχέση με το 1990.

Επίσης, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι όταν οι μέτοχοι-επενδυτές έχουν μικρότερα δικαιώματα τότε λόγω αυτού του περιορισμού των δικαιωμάτων οδηγούνται σε λιγότερα κέρδη, ο ρυθμός των πωλήσεων των εταιρειών μειώνεται, το κόστος κεφαλαίου αυξάνει και οι εταιρείες γίνονται επιρρεπείς σε προτάσεις εξαγορών.

Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε προήλθε από τον οργανισμό Investor Responsibility Research Center (IRRC). Έναν οργανισμό ο οποίος είναι υπεύθυνος στο να εξετάζει τις διαστάσεις 1500 εταιρειών κάθε χρόνο από το 1990. Ο οργανισμός IRRC παίρνει δεδομένα από τον Standard & Poor's (S&P) 500 καθώς και από τις ετήσιες λίστες των μεγάλων οργανισμών όπως αυτές δημοσιεύονται στα περιοδικά Fortunes, Forbes and Business week.

Αποτέλεσμα ήταν η δημιουργία είκοσι τεσσάρων μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης. Ο χρόνος εξέτασης του δείγματος καλύπτει την περίοδο 1990-1999. Οι περισσότεροι από αυτούς τους μηχανισμούς (provisions) σχετίζονται με τη δυνατότητα που έχουν τα διευθυντικά στελέχη να αποκρούουν επιθετικές εξαγορές. Μερικές από αυτές είναι γνωστές με τα εξής ονόματα α. "Poison Pills", β. "Golden Parachutes", γ. "Antigreenmail" ενώ άλλες έχουν να κάνουν με κανόνες αυστηρούς προκειμένου να εγκρίνονται οι εξαγορές ή με κανόνες που έχουν να κάνουν με τις

υποχρεώσεις ή τις ασφαλιστικές δικλίδες που παρέχονται σε διευθυντικά στελέχη ή μέλη του διοικητικού συμβουλίου.

Ο δείκτης εταιρικής διακυβέρνησης κατασκευάστηκε από το σύνολο των είκοσι τεσσάρων μηχανισμών και προστέθηκε μία μονάδα (one point) σε κάθε διάταξη που περιόριζε τα δικαιώματα των μετόχων (και κατά συνέπεια αύξανε την δύναμη του Δ.Σ.). Στη συνέχεια δημιουργήθηκαν ομάδες εταιρειών με βάση αυτό το χαρακτηριστικό (για παράδειγμα α. ομάδα εταιρειών με Corporate Index < ή = 5, β. με Corporate Index από το 6 έως το 13 και γ. με Corporate Index >=14).

Εταιρείες με δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης > ή = 14 αναφέρονται σε εταιρείες με λίγα δικαιώματα μετόχων που αυξάνουν τη δύναμη των διευθυντικών στελεχών. Αυτές οι εταιρείες αποτέλεσαν μια ομάδα εταιρειών που ονομάστηκε “Management Portfolio”. Εταιρείες με δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης < ή = 5 αναφέρονται σε εταιρείες με πολλά και σημαντικά δικαιώματα για τους μετόχους που μειώνουν τη δύναμη των διευθυντικών στελεχών. Αυτές οι εταιρείες αποτέλεσαν μια ομάδα εταιρειών που ονομάστηκε “Shareholder Portfolio”.

Αποτελέσματα της Έρευνας

Εταιρική διακυβέρνηση και αποδόσεις.

Σύμφωνα με τους ερευνητές οι τιμές των μετοχών προσαρμόζονται σε οποιαδήποτε αλλαγή που συμβαίνει στους κανόνες και στις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης μιας εταιρείας.

Πιο συγκεκριμένα ερεύνησαν τις αποδόσεις στις δύο ομάδες εταιρειών που δημιούργησαν με βάση τον δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης, δηλαδή στο “Management Portfolio” και στο “Shareholder Portfolio”.

Αν είχε επενδυθεί ένα δολάριο στο “Management Portfolio” τον Σεπτέμβριο του 1990, στις 31 Δεκεμβρίου του 1999 θα είχε γίνει 3.39 δολάρια ενώ αν είχε επενδυθεί ένα δολάριο “Shareholder Portfolio” τον Σεπτέμβριο του 1990, στις 31 Δεκεμβρίου του 1999 θα είχε γίνει 7.07 δολάρια (ετήσιοποιημένα κέρδη 14% για το “Management Portfolio” και 23.3 % για το “Shareholder Portfolio”). Επίσης οι ερευνητές για να ελέγξουν την σχέση μεταξύ αποδόσεων και εταιρικής διακυβέρνησης έκαναν μια σειρά άλλων τεστ.

Εταιρική διακυβέρνηση και η αξία της επιχείρησης.

Το νομικό πλαίσιο των κανόνων και πρακτικών που ισχύουν επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης. Οι ερευνητές εξετάζουν αν υπάρχει διαφορά σε αυτό το επίπεδο μεταξύ της αρχής και το τέλος της περιόδου που εξετάζουν. Γι'αυτό το λόγο εξετάζουν όπως και άλλες εμπειρικές μελέτες τον δείκτη Tobin's Q. Κατέληξαν στο συμπέρασμα μια αύξηση στον δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης – αύξηση που ισοδυναμεί με μια προσθήκη ενός μηχανισμού (provision) έχει σαν αποτέλεσμα μια μείωση κατά 8.9% του δείκτη Q (αυτή είναι μεγαλύτερη ποσοστιαία μεταβολή που συμβαίνει το έτος 1999, ενώ για το έτος 1990 μια προσθήκη επιφέρει μείωση κατά 2.4%).

Με βάση τα αποτελέσματα τους καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι εταιρείες στις οποίες οι μέτοχοι έχουν λίγα δικαιώματα – weakest shareholder rights (αυτό σημαίνει ότι δείκτης εταιρικής διακυβέρνησης είναι υψηλός) έχουν χαμηλότερες αποδόσεις από ότι εταιρείες στις οποίες οι μέτοχοι έχουν περισσότερα δικαιώματα – strongest shareholder rights (αυτό σημαίνει ότι δείκτης εταιρικής διακυβέρνησης είναι χαμηλός).

Εταιρική διακυβέρνηση και “Agency Costs”.

Εταιρείες όπου ο δείκτης εταιρικής διακυβέρνησης είναι υψηλός και χαρακτηρίζονται από “Agency Costs” επηρεάζουν την απόδοση μιας εταιρείας (performance).

Οι μελετητές κατέληξαν ότι ο δείκτης εταιρικής διακυβέρνησης συσχετίζεται (correlated) με χαμηλά επίπεδα εταιρικής απόδοσης και με υψηλά επίπεδα κόστους κεφαλαίου. Η εξήγηση που δίνουν είναι ότι τα “Agency Costs” ήταν μεγαλύτερα για υψηλούς δείκτες εταιρικής διακυβέρνησης και το αντίθετο κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990.

Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis.

M. Lemmons & K. Lins (2001).

Οι παραπάνω μελετητές διερεύνησαν τα αποτελέσματα του ιδιοκτησιακού καθεστώτος (ownership structure) πάνω στην αξία της επιχείρησης (firm value) κατά την διάρκεια της οικονομικής κρίσης στην Ανατολική Ασία που ξεκίνησε τον Ιούλιο του 1997. Σύμφωνα με τα συμπεράσματα της μελέτης **η Ασιατική κρίση είχε σαν αποτέλεσμα την μείωση των επενδυτικών ευκαιριών σε εταιρείες των ασιατικών αγορών** με κύριο αποτέλεσμα να δοθούν κίνητρα στους μεγαλομετόχους έτσι ώστε αυτοί να εκμεταλλευτούν τους μικρότερους επενδυτές. Επιπλέον, ο μεγάλος διαχωρισμός ανάμεσα στις ταμειακές ροές και στα δικαιώματα ελέγχου που συχνά προκύπτει από την ίδια τη δομή της πυραμιδικής ιδιοκτησίας και της συνιδιοκτησίας, σε αυτές τις αγορές υπονοεί ότι οι μέτοχοι με ποσοστά επιρροής – εσωτερικής πληροφόρησης, έχουν τόσο το κίνητρο αλλά και την ικανότητα να υπερκεράσουν ή να εκμεταλλευτούν τους μικροεπενδυτές. Χρησιμοποιώντας δεδομένα από **800 εταιρείες των χωρών της Ανατολικής Ασίας**, οι ερευνητές βρήκαν στοιχεία που επιβεβαιώνουν την παραπάνω άποψη. **Ο δείκτης Tobin's Q αυτών των εταιρειών όπου η μειοψηφία των μετόχων είναι δυνητικά περισσότερο υποκειμένη σε εκμετάλλευση από αυτούς που έχουν την πλειοψηφία, είναι μειωμένος κατά 12% συγκριτικά με το δείκτης Tobin's Q σε σχέση με άλλες εταιρείες (που ισχύει το αντίθετο) κατά την διάρκεια της κρίσης.**

Επιπλέον, κατά την διάρκεια της περιόδου πριν την κρίση δεν βρέθηκαν στοιχεία που να αποδεικνύουν ότι οι εταιρείες με διαχωρισμό ανάμεσα στα δικαιώματα των ταμειακών ροών και των δικαιωμάτων ελέγχου ενέχουν ευκαιρίες απόδοσης διαφορετικές από εταιρείες που δεν έχουν τέτοιο διαχωρισμό.

Corporate Governance and Firm Performance.

L. Brown και M. Caylor (2004)

Οι μελετητές του **Georgia State University** προσπάθησαν να διερευνήσουν τη σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και αξίας της επιχείρησης δημιουργώντας

ένα εργαλείο μέτρησης της διακυβέρνησης, το **Gov-Score**. Ένα σύνθετο μέσο μέτρησης 52 παραγόντων περιλαμβάνοντας οκτώ κατηγορίες διακυβέρνησης.

Το εργαλείο αυτό βασίζεται σε στοιχεία του Ινστιτούτου Παροχής Υπηρεσιών Μετόχων.

Οι οκτώ κατηγορίες εταιρικής διακυβέρνησης είναι οι κάτωθι:

- το συμβούλιο των διευθυντών (boards of directors)
- Νομικό Καθεστώς, νόμοι που διέπουν τη διακυβέρνηση (charter, bylaws)
- οι εσωτερικός κανονισμός της εταιρείας (state of incorporation)
- οι αποζημιώσεις στελεχών και των διευθυντών (director compensation)
- οι πρακτικές ανάπτυξης της εταιρείας (progressive practices)
- η ιδιοκτησία (ownership)
- η κατάρτιση των διοικητικών στελεχών (director education)
- ο εσωτερικός έλεγχος της επιχείρησης (audit)

Οι ερευνητές συσχέτισαν το Gov-Score με πέντε εκφάνσεις της απόδοσης της εταιρείας. **Το κέρδος, το ρίσκο, η διακύμανση του κινδύνου, η αξία και η απόδοση κερδών στους επενδυτές.**

Οι ερευνητές συμπερασματικά κατέληξαν ότι **οι καλύτερα διακυβερνούμενες εταιρείες είναι περισσότερο αποδοτικές, ενέχουν μικρότερο βαθμό κινδύνου, μικρότερη μεταβλητότητα, έχουν υψηλότερη αξία και αποδίδουν τα περισσότερα από τα κέρδη τους στους επενδυτές.** Σε αντίθεση, αποδείχθηκε ότι **οι λιγότερα καλά διακυβερνούμενες εταιρείες είναι λιγότερο επικερδείς, ενέχουν υψηλότερο βαθμό κινδύνου, μεγαλύτερη μεταβλητότητα, μικρότερη αξία, και επίσης αποδίδουν μικρότερες αποδόσεις στους επενδυτές.**

Στην έρευνα εξετάστηκε ποιοι παράγοντες διακυβέρνησης είναι περισσότερο και ποιοι λιγότερο συνδεδεμένοι με την απόδοση της επιχείρησης. Βρέθηκε ότι οι πιο σημαντικοί παράγοντες έχουν ελάχιστα διερευνηθεί από την ακαδημαϊκή έρευνα όπως το ποσοστό κατάργησης των δικαιωμάτων από πλευράς διοικητικών στελεχών (option burn rate), η ανεξαρτησία της νόμιμης επιτροπής που ασκεί την εταιρική διακυβέρνηση. Σε αντίθεση, βρέθηκε ότι πολλοί παράγοντες που δεν εμφανίζουν καμία συσχέτιση με την απόδοση της εταιρείας εμφανίζονται συχνά στην σχετική βιβλιογραφία. Τέτοιοι παράγοντες είναι η ανεξαρτησία του συμβουλίου των

διευθυντών, η αποζημίωση των διευθυντών, και η ανεξαρτησία της επιτροπής ελέγχου.

Επίσης, εξετάστηκε ποιες κατηγορίες διακυβέρνησης σχετίζονται περισσότερο και ποιες λιγότερο με την απόδοση της εταιρείας. **Βρέθηκε ότι οι δύο πιο σημαντικές κατηγορίες εταιρικής διακυβέρνησης είναι το συμβούλιο των διευθυντών καθώς και οι αποζημιώσεις των υψηλόβαθμων στελεχών και των διευθυντών.** Σε αντίθεση, οι ερευνητές έδειξαν ότι οι δύο λιγότερο σημαντικές κατηγορίες είναι Νομικό Καθεστώς (οι νόμοι που διέπουν τη διακυβέρνηση) και ο εσωτερικός κανονισμός της εταιρείας.

An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation – Evidence from Switzerland. (S. Beiner, W. Drobetz, M. Schmid & H. Zimmermann, (2004).

Στην έρευνα των Beiner et al (2004) έγινε μία προσπάθεια διερεύνησης της σχέσης της εταιρικής διακυβέρνησης και της αξίας της επιχείρησης σε εταιρείες της Ελβετίας. Αντί της χρησιμοποίησης ενός ενιαίου μηχανισμού ελέγχου, χρησιμοποίησαν έναν ευρύ δείκτη (index) εταιρικής διακυβέρνησης καθώς και πρόσθετες μεταβλητές σχετιζόμενες με τη δομή της ιδιοκτησίας, τα χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου έτσι ώστε να δοθεί μια πιο περιεκτική περιγραφή σε έναν δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης που να καλύπτει ένα μεγάλο δείγμα Ελβετικών εταιρειών . Πραγματοποιήθηκε προσεκτικός έλεγχος για την ενδογένεια αυτών των μηχανισμών ελέγχου αναπτύσσοντας ένα σύστημα εξισώσεων. **Τα αποτελέσματα υποστηρίζουν την ευρέως αποδεκτή υπόθεση ύπαρξης μιας θετικής σχέσης μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης και του δείκτη Tobin's Q.**

Από θεωρητική άποψη, υπάρχουν πολύ καλοί λόγοι να υποτεθεί ότι οι βελτιωμένες εταιρικές πρακτικές διακυβέρνησης αυξάνουν την αξία της επιχείρησης. Συγκεκριμένα, το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης μπορεί να έχει επιπτώσεις στην αξία των εταιρειών διαμέσου δύο ευδιάκριτων καναλιών:

(I) των αναμενόμενων ταμειακών ροών που αυξάνονται προς τους επενδυτές και

(II) το κόστος του κεφαλαίου.

Κατ' αρχάς, το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης κάνει τους επενδυτές περισσότερο απαισιόδοξους σχετικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές.

Με βάση αυτήν την απλή ιδέα, το μοντέλο των La Porta et al., Shleifer, και Vishny (2002) προβλέπει ότι οι επενδυτές ανεβάζουν την τιμή της προσφοράς των μετοχών επειδή – “με την καλύτερη νομική προστασία”- πιστεύουν ότι τα περισσότερα από τα κέρδη της εταιρείας θα επιστραφούν σε αυτούς με τη μορφή αυξημένων αποδόσεων ή μερισμάτων σε αντιδιαστολή με την εκμετάλλευση από τον επιχειρηματία που ελέγχει την εταιρεία.”.

Δεύτερον, η καλή εταιρική διακυβέρνηση μειώνει το κόστος του κεφαλαίου.

Η Ελβετία είναι μια ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα περίπτωση για ανάλυση. Η συσσώρευση των μετοχών σε επαγγελματίες διαχειριστές (mutual funds, pension funds, asset managers), είχε μια ιδιαίτερα ισχυρή επίδραση στις δομικές αλλαγές της χρηματαγοράς. Αφότου τα συνταξιοδοτικά προγράμματα (pension plans) έγιναν υποχρεωτικά στα μέσα της δεκαετίας του '80 και προέκυψαν ως μια από τις σημαντικότερες μορφές επένδυσης στην εσωτερική αγορά. Επιπλέον, λόγω της παγκοσμιοποίησης των αγορών πολλοί περιορισμοί που προστατεύουν τη διαχείριση των ελβετικών εταιρειών εγκαταλείφθηκαν, όπως οι περιορισμοί στη δυνατότητα μεταβίβασης της ιδιοκτησίας των μετοχών ή ύπαρξη διαφορετικών πακέτων μετοχών με περιορισμένα ή άνισα δικαιώματα ψήφου (βλ. Kunz (2002)).

Τέλος, αν και η συγκεκριμένη αγορά δεν αναπτύχθηκε στους ίδιους ρυθμούς σε σχέση με το εξωτερικό (δηλ. απόκτηση μεγαλύτερου εταιρικού ελέγχου μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων - βλ. Loderer και Zgraggen (1999) - ήταν αισθητές οι προσπάθειες από πολλές Ελβετικές εταιρείες να υιοθετήσουν διεθνώς αναγνωρισμένες αρχές διακυβέρνησης τα τελευταία χρόνια. Αυτές οι εξελίξεις και οι δομικές αλλαγές ήταν πράγματι επαναστατικές για το σχετικά κλειστό και με αυστηρό νομοθετικό πλαίσιο ελβετικό χρηματιστήριο και, ως εκ τούτου, παρακίνησαν τους ερευνητές να μελετήσουν το ρόλο των συγκεκριμένων μηχανισμών ελέγχου.

Προκειμένου να αναλυθεί η υποτιθέμενη σχέση μεταξύ της ποιότητας των πρακτικών διακυβέρνησης μιας εταιρείας και της αξίας της επιχείρησης, κατασκεύασαν έναν συγκεκριμένο δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης (**Corporate Governance Index**) βασισμένο σε μια ευρεία έρευνα μεταξύ όλων των επιχειρήσεων

που ήταν εισηγμένες στο Ελβετικό Χρηματιστήριο, εκτός των επενδυτικών επιχειρήσεων.

Η παραπάνω προσέγγιση δηλαδή η χρησιμοποίηση ενός δείκτη (*Corporate Governance Index*) έχει γίνει πολύ δημοφιλής και χρησιμοποιείται ευρέως σε συναφείς εμπειρικές μελέτες. Για παράδειγμα αν εξετάσει κανείς τη διεθνή βιβλιογραφία οι Black Jang και Kim (2003), Klapper και Love (2003), Drobetz, Schillhofer, και Zimmermann (2004) κατασκεύασαν στις έρευνες τους έναν δείκτη διακυβέρνησης και κατέληξαν στο ότι **η καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση συνδέεται άμεσα με την υψηλότερη αξία την επιχείρησης.**

Ο δείκτης που χρησιμοποίησαν οι **Beiner, et al (2004)** ήταν βασισμένος στις συστάσεις και τις προτάσεις του ελβετικού κώδικα καλύτερης πρακτικής-συμπεριφοράς.

Προκειμένου να παρουσιάσουν μια πιο εμπειριστατωμένη εργασία ερεύνησαν επίσης και άλλους κρίσιμους μηχανισμούς ελέγχου που δεν περιλαμβάνονταν στο δείκτη, **όπως η ιδιοκτησία των μετοχών από τους ανώτερους υπαλλήλους και τους διευθυντές, τους εξωτερικούς επενδυτές-κατόχους μεγάλων πακέτων μετοχών (blockholdings), τη μόχλευση, το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου.**

Η ερώτηση που θέτουν οι παραπάνω ερευνητές είναι το εάν και κατά πόσο η καλή εταιρική διακυβέρνηση αυξάνει την αξία της επιχείρησης ή θέτοντας αλλιώς την ερώτηση, αν οι εταιρείες με τις υψηλότερες αγοραστικές αξίες θα μπορούσαν να επιλέξουν τις καλύτερες δομές διακυβέρνησης.

Σε αυτήν την περίπτωση είναι αδύνατο να γίνει μια αξιολόγηση της αιτιώδους σύνδεσης. Συγκεκριμένα, όπου ένας μηχανισμός χρησιμοποιείται λιγότερο, άλλοι μπορούν να χρησιμοποιηθούν περισσότερο, με συνέπεια τα ίδια αποτελέσματα αξιολόγησης.

Για να αποφύγουν τα πιθανώς λανθασμένα αποτελέσματα της παλινδρόμησης, οι ερευνητές ακολούθησαν τους Agrawal και Knoeber (1996) και ανέπτυξαν ένα περιεκτικό σύστημα εξισώσεων και εφάρμοσαν την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων. (Three stage least squares, 3SLS).

Η έρευνά τους λοιπόν κατέληξε στο συμπέρασμα ότι υπάρχει **μία θετική συσχέτιση ανάμεσα στις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης και στην αξία της**

επιχείρησης. Επιπλέον, μια αύξηση στον εταιρικό δείκτη διακυβέρνησης (*Corporate Governance Index*) κατά μία μονάδα (όπου ο δείκτης κυμαίνεται από 1 έως 100) προκαλεί μια αύξηση του δείκτη Tobin's Q κατά 8,5% ή με άλλα λόγια μια αύξηση κατά 8,5%, κατά μέσον όρο, της αξίας του ενεργητικού μιας επιχείρησης.

Επίσης οι ερευνητές παρουσίασαν διάφορα άλλα ενδιαφέροντα αποτελέσματα σχετικά με τη σχέση μεταξύ του Tobin's Q και διαφορετικών μηχανισμών ελέγχου. Παραδείγματος χάριν, απέδειξαν ότι η αξία της επιχείρησης αυξάνεται σημαντικά όταν τα ανώτερα στελέχη και οι διευθυντές κατέχουν μεγαλύτερα μερίδια εταιρικών μετοχών.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφερθεί ότι οι Beiner, et al (2004) **κατέληξαν σε παρόμοια αποτελέσματα** με άλλους ερευνητές (La Porta, et al ,Shleifer , και Vishny (2002), Black (2001), Durnev και Kim (2002), Klapper και Love (2003), Gompers, Ishii, και Metrick (2003), Drobetz, Schillhofer, και Zimmermann (2004)) (όπως εξετάζονται συνοπτικά στη συνέχεια), **σχετικά με το ότι διαφορετικά νομοθετικά πλαίσια και κανονισμοί επηρεάζουν με διαφορετικό τρόπο αντίστοιχα την αξία της επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, αυστηροί νομοθετικοί κανόνες έχουν σαν αποτέλεσμα την αύξηση της αξίας της επιχείρησης.**

Για παράδειγμα οι La Porta et al (2002) μελετώντας ένα δείγμα 539 εταιρειών από τις 27 πιο πλούσιες οικονομίες κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η **καλύτερη προστασία της μειοψηφίας των μετόχων είναι συνδεδεμένη με την υψηλότερη αξία της επιχείρησης.**

Ο Black (2001) με την σειρά του εξέτασε την σχέση της εταιρικής διακυβέρνησης με την αξία της επιχείρησης χρησιμοποιώντας ένα δείγμα από τις 21 πιο μεγάλες εταιρείες της Ρωσίας.

Δημιούργησε έναν πίνακα κατάταξης εταιρικής διακυβέρνησης και έδειξε ότι μία μεταβολή της τυπικής απόκλισης στην κατάταξη της διακυβέρνησης επιφέρει μία επταπλάσια αύξηση στην αξία της εταιρείας. Θα πρέπει όμως να επισημανθεί ότι το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε ήταν αρκετά μικρό.

Χρησιμοποιώντας ένα πολύ ευρύτερο δείγμα από 859 εταιρείες σε 27 χώρες , οι Durnev και Kim (2002) βρήκαν ότι εταιρείες με **καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση και καλύτερα πρότυπα διαφάνειας έχουν κατά μέσο όρο υψηλότερους δείκτες Tobin's Q's και μεγαλύτερες επενδύσεις.**

Ανέφεραν ότι μία αύξηση της τάξεως του 10% του δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης που χρησιμοποιούν (δείκτης εταιρικής διακυβέρνησης Credit Lyonnais Securities Asia - CLSA), αυξάνει την αγοραστική αξία μίας εταιρείας κατά 13,3 % ενώ μία αύξηση του δείκτη διαφάνειας του S & P αύξησε την αγοραστική αξία μίας εταιρείας κατά 16,3 %.

Οι Klapper και Love (2003) υποστήριζαν τα παραπάνω ευρήματα για τον δείκτη CLSA χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 374 μεγάλων εταιρειών σε 145 αναπτυσσόμενες αγορές.

Ομοίως, οι Gompers, Ishii, και Metrick (2003) κατασκεύασαν έναν δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης και χρησιμοποίησαν ένα δείγμα περίπου 1500 αμερικανικών εταιρειών. **Κατέληξαν ότι οι εταιρείες με την καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση λαμβάνουν τις υψηλότερες αξιολογήσεις στην αγορά και έχουν τα υψηλότερα κέρδη, την υψηλότερη αύξηση πωλήσεων, και τις χαμηλότερες κεφαλαιακές δαπάνες.**

Σε παρόμοιο μήκος κύματος κινούνται και οι διαπιστώσεις των Drobetz, Schillhofer, και Zimmermann (2004) σύμφωνα με την θετική σχέση μεταξύ των πρακτικών διακυβέρνησης και της αξίας της επιχείρησης για τις γερμανικές δημόσιες εταιρείες. Αναφέρουν ότι για μία μεσαία εταιρεία μια μεταβολή της τυπικής απόκλισης στον πίνακα κατάταξης της εταιρικής διακυβέρνησης οδηγεί σε μια αύξηση 24% στην αξία του δείκτη Tobin's Q.

Υπήρξε δηλαδή μία ισχυρή θετική συσχέτιση ανάμεσα στην ποιότητα Ε.Δ. που υιοθετεί μία επιχείρηση και της αξίας της επιχείρησης αυτής.

Δημιούργησαν ένα δείκτη διακυβέρνησης βάση του οποίου γίνεται η κατάταξη των Γερμανικών επιχειρήσεων. Κατασκεύασαν ένα ερωτηματολόγιο με περίπου 30 ερωτήσεις το οποίο απέστειλαν σε 253 εισηγμένες επιχειρήσεις (DAX 30, NEMAX 50 και NEMAX).

Οι ερωτήσεις αφορούσαν πέντε κύριες κατηγορίες μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης όπως : Δικαιώματα μετόχων , Διαφάνεια, Διοικητικό Συμβούλιο, Λογιστικό έλεγχο και Συμμόρφωση προς κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης.

Η έρευνα είχε χρονική διάρκεια 2 μηνών και ανταποκρίθηκαν περίπου 91 επιχειρήσεις.

Εντούτοις, οι περισσότερες από αυτές τις μελέτες δεν εξετάζουν άμεσα τη πιθανή ενδογένεια των εταιρικών μηχανισμών διακυβέρνησης, παρόλο αυτά όμως τα

αποτελέσματα πρέπει να ερμηνευθούν με την οφειλόμενη προσοχή. (τα περισσότερα από τα αποτελέσματα που περιγράφηκαν ακριβώς μπορούν μόνο να ερμηνευθούν ως μερικοί συσχετισμοί χωρίς σαφή ένδειξη της αιτιότητας).

Μια εξαίρεση είναι Black, Jang, και Kim (2003), οι οποίοι βρήκαν μια θετική σχέση μεταξύ του δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης και του δείκτη Tobin's Q για ένα δείγμα 526 κορεατικών δημόσιων επιχειρήσεων. Ο δείκτης τους είναι πρώτιστα βασισμένος σε μια εκτενή έρευνα μεταξύ κορεατικών εισηγμένων επιχειρήσεων και αποτελείται από έξι υποδιαίρεσεις δεικτών (sub-indices), α) για τα δικαιώματα μετόχων, β) το διοικητικό συμβούλιο, γ) εξωτερικούς διευθυντές, δ) την επιτροπή λογιστικού ελέγχου και τον εσωτερικό ελεγκτή, ε) τη διαφάνεια στους επενδυτές, στ) και την ισότητα στην ιδιοκτησία.

Για να ελέγξουν για μια πιθανή ενδογένεια χρησιμοποίησαν την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (3SLS) και έδειξαν ότι **μια αύξηση της τάξεως των 10 μονάδων (σε κλίμακα από το 1 στο 100) στον δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης προκαλεί μια αύξηση 19,4% στο δείκτη Tobin's Q.**

Ο ακόλουθος πίνακας απεικονίζει συγκεντρωτικά τα συμπεράσματα των παραπάνω εμπειρικών μελετών.

[ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΡΕΥΝΩΝ.xls](#)

4. Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΣΤΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ.

4.1 ΙΣΤΟΡΙΚΟ

Σε αναγνώριση των διεθνών εξελίξεων η **Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς** από το **1999** αναγνώρισε και έθεσε δημόσια το ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα . Η αθρόα τότε προσέλευση εταιρειών για εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο έδωσε στο θέμα μεγάλη σπουδαιότητα παρόλο που την εποχή εκείνη οι εταιρείες , οι χρηματιστές , οι δημοσιογράφοι και η κοινή γνώμη το θεωρούσε ως δευτερεύων και ολίγον απόκρυφο θεωρητικό ζήτημα.

Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς σχημάτισε τότε μία επιτροπή φορέων της Κεφαλαιαγοράς που με την σειρά της επεξεργάστηκε και εξέδωσε την ‘γαλάζια βίβλο’ της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα. Η επιτροπή επιτέλεσε δημιουργικό έργο γεφυρώνοντας την διαμορφούμενη διεθνή πρακτική με την εγχώρια πραγματικότητα και διατυπώνοντας συγκεκριμένες προτάσεις βελτίωσης της διακυβέρνησης των εισηγμένων επιχειρήσεων.

Στην ‘γαλάζια βίβλο’ περιλαμβάνονταν όλα τα ζητήματα που αφορούσαν σε **διαφάνεια, προστασία μειοψηφούντων μετόχων , εταιρική ευθύνη προς τον κοινωνικό περίγυρο , εσωτερικό έλεγχο και επόπτευση των εταιρειών** . Όλα αυτά τα ζητήματα τέθηκαν τότε όχι ως κανόνες υποχρεωτικής εφαρμογής αλλά ως συστάσεις κανόνων για εθελούσια επεξεργασία και υιοθέτηση από τις εισηγμένες εταιρείες. Η εθελούσια εφαρμογή δεν απέδωσε πολλά , δυστυχώς.

Από το 1999 μέχρι σήμερα, η επιτροπή κεφαλαιαγοράς έχει εισάγει σημαντικά τμήματα θετικών ρυθμίσεων στο εποπτικό θεσμικό πλαίσιο που ισχύει στην Ελλάδα, με κύριο άξονα την ενίσχυση της διαφάνειας και την πληροφόρηση των επενδυτών.

Τα κυριότερα είναι τα ακόλουθα:

✓ Από το 1999 μέχρι σήμερα, όλες οι νεοεισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες υποχρεούνται να περιλάβουν στο Δ.Σ. τους τουλάχιστον δύο ανεξάρτητα μέλη¹.

¹ Τα ανεξάρτητα μη-εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου πρέπει κατά την διάρκεια της θητείας τους να μην κατέχουν μετοχές σε ποσοστό του 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας και να μην έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή με συνδεδεμένη με αυτή πρόσωπα.

✓ Εκδόθηκε και εφαρμόζεται ο κανονισμός συμπεριφοράς εισηγμένων εταιρειών οποίος αποτελεί σημαντική συμβολή στην διαφάνεια και την ισότιμη πληροφόρηση των επενδυτών και περιέχει ισχυρές διαστάσεις υπέρ των μικρών ιδίως μετόχων.

Πράγματι προβλέπεται η υποχρέωση των βασικών μετόχων , των μελών του Δ.Σ. , των στελεχών με ειδικές αρμοδιότητες ή άλλων φυσικών ή νομικών προσώπων των εταιρειών τα οποία συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με αυτές, να γνωστοποιούν έγκαιρα και συνεχώς σημαντικά εταιρικά γεγονότα που μπορεί να έχουν επίδραση επί της τιμής της μετοχής.

Στην Ελλάδα , βασικό μέλημα της επιτροπής κεφαλαιαγοράς που προχώρησε σε πρωτοβουλία σύστασης επιτροπής για την Εταιρική Διακυβέρνηση ήταν η **έλλειψη εμπιστοσύνης από πλευράς των επενδυτών και των μέσων μαζικής ενημέρωσης σχετικά με την ισχύουσα αρτιότητα και εγκυρότητα των πληροφοριών οι οποίες εμπεριέχονται στις δημοσιονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων , η περιορισμένη διαφάνεια των χρηματοοικονομικών συναλλαγών και σεβασμός των δικαιωμάτων των μειοψηφούντων μετόχων.**

Εστιάζοντας την προσοχή σε προτάσεις καλής συμπεριφοράς , όπως αυτές που εμπεριέχονται στις Αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα , που δημοσιοποιούνται από την Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση (στην Ελλάδα) ο αναμενόμενος στόχος κατά την υιοθέτησή τους είναι η ενίσχυση της αποτελεσματικότητας του εγχωρίου συστήματος Ε.Δ.

Ουσιαστικά το ζήτημα της Ε.Δ. στην χώρα μας πήρε σάρκα και οστά με το νομικό πλαίσιο που εφαρμόστηκε το έτος 2002. **(Νόμος υπ' αριθμόν 3016 / 2002).**

Ο νόμος αυτός προέβλεπε την προστασία των μετόχων μέσω της κατάλληλης θεσμοθέτησης ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών Δ.Σ.

Εάν η ιδιοκτησία είναι αποκεντρωμένη , πρέπει να δοθεί έμφαση στην προστασία των μετόχων ως σύνολο ως προς την συμπεριφορά των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών μέσω της θεσμοθέτησης αρκετών ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ.

Όσο η κεφαλαιαγορά εμβαθύνει και η ιδιοκτησία διασπείρεται τόσο θα πρέπει να μεγαλώνει ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών του Δ.Σ.

4.2.ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.

A. Η Λευκή Βίβλος

Στη χώρα μας οι σχετικές πρωτοβουλίες ξεκίνησαν από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία - σε συνεργασία με τους αρμόδιους παραγωγικούς φορείς της Ελληνικής οικονομίας - συνέστησε ειδική επιτροπή, «Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα», που διατύπωσε αρχές και βέλτιστες πρακτικές διακυβέρνησης στην Ελλάδα, οι οποίες περιλαμβάνονται στη Λευκή Βίβλο με τίτλο «Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την Ενίσχυση της Αποτελεσματικότητας και του Ανταγωνιστικού Μετασχηματισμού της», που εκδόθηκε το 1999.

Η Λευκή Βίβλος περιλαμβάνει προτάσεις για :

- Τα δικαιώματα και υποχρεώσεις των μετόχων.
- Την ισότιμη μεταχείριση των μετόχων.
- Τον ρόλο των συνεργαζομένων με την εταιρεία και των φορέων με νόμιμα συμφέροντα στην εταιρεία.
- Τη διαφάνεια, γνωστοποίηση πληροφοριών και έλεγχο.
- Το Διοικητικό Συμβούλιο.
- Τα μη Εκτελεστικά Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και τα Εκτελεστικά Διευθυντικά Στελέχη (Executive Management).

Οι προτάσεις ενθαρρύνουν τους μετόχους, ιδιαίτερα τους θεσμικούς επενδυτές, σε ενεργό συμμετοχή στη διοίκηση της εταιρείας. **Αποθαρρύνουν την ύπαρξη μετοχών πολλαπλής ψήφου και την έκδοση προνομιούχων μετοχών χωρίς ψήφο. Ορίζουν πως οι εταιρείες πρέπει να διασφαλίζουν και να εγγυώνται την έγκαιρη και πλήρη γνωστοποίηση πληροφοριών που έχουν σχέση με την επιχείρηση ή τους φορείς της και που μπορούν να επηρεάσουν την τιμή της μετοχής.** Επίσης, οι σχετικές προτάσεις προβλέπουν την καθιέρωση Επιτροπής Εσωτερικού Ελέγχου με εξασφάλιση οικονομικής και λειτουργικής αυτονομίας των μελών της, προβλέποντας πως τουλάχιστον τρία μέλη της θα είναι μη Εκτελεστικά Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου. Περαιτέρω προβλέπονται:

- Ο διαχωρισμός των ρόλων του προέδρου Διοικητικού Συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου.
- Η σύνδεση της αμοιβής των εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου με την κερδοφορία και αποδοτικότητα της επιχείρησης.
- Η δημοσιοποίηση των συνολικών αμοιβών των εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.
- Η καθιέρωση Επιτροπής Αμοιβών Εκτελεστικών Διευθυντών, τα μέλη της οποίας πρέπει να είναι μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.

B. Η απόφαση 5/204/14-11-2000.

Σε συνέχεια της έκδοσης της Λευκής Βίβλου, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εξέδωσε την Απόφαση 5/204/14-11-2000, η οποία ορίζει πως κάθε εισηγμένη εταιρεία πρέπει να διασφαλίζει:

- ✓ Την έγκαιρη δημοσιοποίηση πληροφοριών ή γεγονότων που επέρχονται στη σφαίρα της δραστηριότητάς της, δεν είναι προσιτά στο κοινό και τα οποία δύνανται να προκαλέσουν σημαντική διακύμανση των τιμών της μετοχής. Τη διατήρηση του εμπιστευτικού χαρακτήρα των παραπάνω γεγονότων ή πληροφοριών πριν τη δημοσιοποίησή τους.

- ✓ Την αποφυγή χρησιμοποίησης μεθόδων ή πρακτικών δημοσιότητας που στρέφονται κατά της αξιοπιστίας και της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς κινητών αξιών.

- ✓ Την οργάνωση, τις δομές και τους μηχανισμούς εσωτερικής λειτουργίας που είναι απαραίτητοι για την καλύτερη εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων της, αλλά και γενικότερα του επενδυτικού κοινού.

Τα βασικά χαρακτηριστικά της σχετικής απόφασης είναι:

- ✓ Η θέσπιση υποχρέωσης προαναγγελίας συναλλαγών συγκεκριμένων μετόχων.
- ✓ Η θέσπιση Τμήματος Εσωτερικού Ελέγχου.
- ✓ Η θέσπιση Υπηρεσίας Εξυπηρέτησης Μετόχων.
- ✓ Η θέσπιση Υπηρεσίας Εταιρικών Ανακοινώσεων.

✓ Η θέσπιση Έκδοσης Ετήσιου Δελτίου. Η θέσπιση υποχρέωσης γνωστοποίησης πληροφοριών, αλλά και επιβεβαίωσης/διάψευσης φημών.

Γ. Ο νόμος 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση.

Ο Νόμος 3016/2002 εισάγει ειδικά θέματα διοίκησης και λειτουργίας ανώνυμων εταιρειών που έχουν εισηγμένες μετοχές ή άλλες κινητές αξίες του σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές που λειτουργούν στη χώρα μας.

Συγκεκριμένα, ορίζεται πως **πρώτιστη υποχρέωση και καθήκον των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου είναι η διαρκής επιδίωξη ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρείας και η προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος**. Επιπλέον, απαγορεύεται στα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου να επιδιώκουν συμφέροντα αντίθετα προς τα συμφέροντα της εταιρείας. Περαιτέρω, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου οφείλουν εγκαίρως να αποκαλύπτουν στο Διοικητικό Συμβούλιο τα ίδια συμφέροντά τους που προκύπτουν από συναλλαγές της εταιρείας, καθώς και κάθε άλλη σύγκρουση ιδίων συμφερόντων με αυτών της εταιρείας ή συνδεδεμένων με αυτήν επιχειρήσεων η οποία προκύπτει κατά την άσκηση των καθηκόντων τους.

Επίσης, ο σχετικός νόμος αναφέρεται στη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου, **επιβάλλοντας τη συμμετοχή στο Διοικητικό Συμβούλιο μη εκτελεστικών μελών, τουλάχιστον 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών του**. Επιπλέον, **μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να υπάρχουν δύο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη**, εκτός εάν στο Διοικητικό Συμβούλιο μετέχουν και εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων. Τα ανεξάρτητα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου δεν πρέπει να έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή με τα συνδεδεμένα με αυτή πρόσωπα.

Περαιτέρω ο Νόμος 3016/2002 ορίζει ότι οι αμοιβές που καταβάλλονται στα διευθυντικά στελέχη καθορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο, ενώ οι αμοιβές και λοιπές αποζημιώσεις των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου καθορίζονται βάσει του Νόμου 2190/1920 και είναι ανάλογες του χρόνου που τα σχετικά μέλη διαθέτουν για την εκπλήρωση των καθηκόντων τους. Το σύνολο των αμοιβών και άλλων αποζημιώσεων των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου αναφέρεται σε ξεχωριστή κατηγορία στο προσάρτημα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων.

Τέλος, θεσπίζονται Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας και Υπηρεσία Εσωτερικού Ελέγχου. Συγκεκριμένα, η διενέργεια εσωτερικού ελέγχου διεξάγεται από ειδική υπηρεσία της εταιρείας στην οποία απασχολείται τουλάχιστον ένα φυσικό πρόσωπο πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης, το οποίο δεν υπάγεται ιεραρχικά σε καμία άλλη υπηρεσιακή μονάδα της εταιρείας και εποπτεύεται από μη εκτελεστικά μέλη (ένα έως τρία) του Διοικητικού Συμβουλίου. Οι εσωτερικοί ελεγκτές ορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο. Απαγορεύεται να είναι μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, εν ενεργεία διευθυντικά στελέχη ή συγγενείς των παραπάνω μέχρι και δευτέρου βαθμού, εξ αίματος ή εξ αγχιστείας. Κατά την άσκηση των καθηκόντων τους, οι εσωτερικοί ελεγκτές δικαιούνται πρόσβαση σε οποιοδήποτε βιβλίο, έγγραφο, αρχείο, τραπεζικό λογαριασμό, χαρτοφυλάκιο και υπηρεσία της εταιρείας. Το Διοικητικό Συμβούλιο διατηρεί την υποχρέωση να συνεργάζεται με τους εσωτερικούς ελεγκτές και να διευκολύνει το έργο τους, η δε διοίκηση οφείλει να παρέχει τα απαραίτητα μέσα προς διεκπεραίωση του έργου τους. Από τις αρμοδιότητες της Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου έχει ιδιαίτερη σημασία η δυνατότητά της να αναφέρει στο Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας τυχόν περιπτώσεις σύγκρουσης των ιδιωτικών συμφερόντων των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών με τα συμφέροντα της εταιρείας.

Σε γενικές γραμμές, ο Νόμος 3016, που κινείται πολύ κοντά στο πλαίσιο του Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς της Επιτροπής Cadbury, αποτελεί βήμα προς τη σωστή κατεύθυνση. Ιδιαίτερη σημασία έχουν οι διατάξεις του προωθούν περαιτέρω τη διαφάνεια στις συναλλαγές των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και των διευθυντικών στελεχών με την εταιρεία, καθώς και με βασικούς πελάτες ή προμηθευτές της. Περαιτέρω, οι σχετικές διατάξεις προστατεύουν τα συμφέροντα των μετόχων έναντι τυχόν αντίθετων επιδιώξεων των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών. Επιπλέον, η συμμετοχή στο Διοικητικό Συμβούλιο ενός ελάχιστου αριθμού μη εκτελεστικών μελών και ιδιαίτερα η πρόβλεψη ύπαρξης ανεξαρτήτων μη εκτελεστικών μελών περιορίζει τις δυνατότητες τυχόν εκμετάλλευσης των μικρομετόχων από τους μεγαλομετόχους.

4.3. ΜΕΛΕΤΕΣ

Στην συνέχεια θα γίνει παρουσίαση ορισμένων ερευνών που έχουν πραγματοποιηθεί στον Ελλαδικό χώρο, στα πλαίσια της προσπάθειας για μία περισσότερο διαφωτιστική εικόνα της εταιρικής Διακυβέρνησης.

Μελέτη των Τραυλού Ν. και Μυλωνά Ν. (2004) με τίτλο «θεσμικοί επενδυτές και εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα.».

Η παρουσία των θεσμικών επενδυτών στην ελληνική κεφαλαιαγορά (κάτω του 35% του μετοχικού κεφαλαίου των εισηγμένων επιχειρήσεων) υπολείπεται σημαντικά της αντίστοιχης παρουσίας (50-60%) σε άλλες ανεπτυγμένες χώρες, αλλά διαχρονικά αυξάνεται. Η ανάπτυξη όμως της κεφαλαιαγοράς βασίζεται στην αύξηση της παρουσίας των θεσμικών επενδυτών, με αποτέλεσμα οι απόψεις τους να αποκτούν ιδιαίτερη σημασία. **Σε αντίθεση με άλλες ανεπτυγμένες χώρες, οι απόψεις των θεσμικών επενδυτών στην Ελλάδα σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση δεν έχουν καταγραφεί.** Καθώς όμως οι ελληνικοί θεσμικοί επενδυτές αναζητούν τις καλύτερες επενδυτικές ευκαιρίες στην Ελλάδα και στο εξωτερικό, οι απόψεις τους για την εταιρική διακυβέρνηση έχουν ιδιαίτερη σημασία για την ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και θα πρέπει να ληφθούν σοβαρά υπόψη .

Βασικό κίνητρο της αναμόρφωσης των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης στη χώρα μας υπήρξε η ανάγκη σύμπλευσης με τις διεθνείς εξελίξεις για τα επιθυμητά πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης ώστε οι ελληνικές εταιρείες να επιβιώσουν στο νέο διεθνές ανταγωνιστικό επιχειρηματικό περιβάλλον.

Στην εφαρμογή των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης ανέκυψε, διεθνώς, το ερώτημα της εθελοντικής ή υποχρεωτικής τους εφαρμογής . Η σχετική απάντηση εξαρτάται από την ύπαρξη άλλων μηχανισμών προστασίας των μετόχων, ιδιαίτερα των μικρομετόχων, και από το ισχύον νομικό σύστημα. **Η εθελοντική εφαρμογή αρμόζει περισσότερο σε χώρες με ευέλικτο νομικό σύστημα και με εναλλακτικούς μηχανισμούς προστασίας των μετόχων. Αντιθέτως, η υποχρεωτική εφαρμογή ταιριάζει περισσότερο σε χώρες με κωδικοποιημένο**

νομικό σύστημα και όταν δεν είναι επαρκώς ανεπτυγμένοι οι εναλλακτικοί μηχανισμοί προστασίας των μετόχων. Στη χώρα μας, παρά την έντονη αντίθεση των παραγωγικών φορέων, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επέβαλε την υποχρεωτική εφαρμογή των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης. Γι' αυτό τον λόγο είναι ιδιαίτερα χρήσιμη η διερεύνηση των σχετικών απόψεων των θεσμικών επενδυτών.

A. Μεθοδολογία και δείγμα

Διαμορφώθηκε ένα ερωτηματολόγιο, ανάλογο με αντίστοιχα ερωτηματολόγια που χρησιμοποιήθηκαν στο εξωτερικό, προσαρμοσμένο όμως στην ελληνική πραγματικότητα, με στόχο την καταγραφή των απόψεων των θεσμικών επενδυτών γύρω από την αναμόρφωση της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα. Το σχετικό ερωτηματολόγιο διανεμήθηκε την άνοιξη του 2002 σε όλους τους θεσμικούς επενδυτές:

- 35 Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (EEX),
- 26 Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ),
- 5 Συνταξιοδοτικά Ταμεία και 7 Ασφαλιστικές Εταιρείες.

Από το παραπάνω σύνολο των 73 θεσμικών επενδυτών, απάντησαν 32 (44%) που απετέλεσαν το δείγμα της έρευνας.

B. Βασικές κατηγορίες ερωτήσεων

Οι σχετικές ερωτήσεις ομαδοποιούνται στις κάτωθι κατηγορίες:

- **Κίνητρα της διοίκησης της εταιρείας για την αναμόρφωση της εταιρικής διακυβέρνησης.**
- **Σχέσεις** θεσμικών επενδυτών με τις εταιρείες του χαρτοφυλακίου τους.
- **Γενικές θέσεις** αναμόρφωσης της εταιρικής διακυβέρνησης σε σχέση με τις εταιρείες του χαρτοφυλακίου των θεσμικών επενδυτών.
- **Αναμενόμενες βελτιώσεις** στην εταιρική διακυβέρνηση της Ελλάδας από τις πρόσφατες αναμορφώσεις της.

B.. Συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής

Η διερεύνηση των απόψεων των θεσμικών επενδυτών της χώρας κατέληξε στα ακόλουθα συμπεράσματα: **Η αναμόρφωση της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα παρακινείται από την ανάγκη περιορισμού των σοβαρών προβλημάτων αντιπροσώπευσης που υπάρχουν στις σχέσεις των μεγαλομετόχων-μικρομετόχων, και μετόχων-πιστωτών.** Η αναμόρφωση της εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να εφαρμοστεί υποχρεωτικά και όχι εθελοντικά, και πρέπει να συνεχιστεί ώστε το ελληνικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης να συγκλίνει προς τα διεθνή πρότυπα. **Οι θεσμικοί επενδυτές δεν διαπιστώνουν κανένα πρόβλημα στην ακολουθούμενη πολιτική αναμόρφωσης της εταιρικής διακυβέρνησης, αποδέχονται και υποστηρίζουν την αναμόρφωση της εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς και τις ειδικές πρωτοβουλίες στη διαδικασία αναμόρφωσης, υποστηρίζουν την ενεργητική παρουσία στις εταιρείες του χαρτοφυλακίου τους, όπως επίσης υποστηρίζουν τη συνέχιση της αναμόρφωσης στη δομή των διοικητικών συμβουλίων.** Επιπλέον, οι θεσμικοί επενδυτές προτείνουν τη νομοθετική καθιέρωση υποχρέωσης δημοσιοποίησης και περιγραφής των εξειδικευμένων μορφών εταιρικού κινδύνου στις ετήσιες εταιρικές εκθέσεις.

Τρία χρόνια μετά την έκδοση της Λευκής Βίβλου, που - μεταξύ άλλων - προέβλεπε και την εθελοντική δημοσιοποίηση του εταιρικού κινδύνου, οι θεσμικοί επενδυτές ισχυρίζονται ότι η υπάρχουσα δημοσιοποίηση κινδύνου είναι ανεπαρκής και προτείνουν τη νομοθετική επιβολή της. Δεδομένου ότι οι επενδυτικές αποφάσεις ιδιωτών και θεσμικών επενδυτών λαμβάνουν σοβαρά υπόψη τους εταιρικούς κινδύνου των εταιρειών, τις οποίες περιλαμβάνουν στα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια, η δημοσιοποίηση των σχετικών κινδύνων θα βελτιώσει την αξιοπιστία των επενδυτών στο χρηματιστήριο και θα συντελέσει στην πιο αποτελεσματική λειτουργία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

Μελέτη των Ξανθάκη, Σπανού, Νούνη και Τσιπούρη (2002) με τίτλο “Μεθοδολογία αξιολόγησης του επιπέδου εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα”.

Στόχος της μελέτης ήταν η ανάπτυξη της μεθοδολογίας για την καταγραφή και αξιολόγηση του επιπέδου Ε.Δ. των Ελληνικών εταιρειών.

Οι βασικές επιδιώξεις της ερευνητικής ομάδας ήταν να βοηθήσουν :

- Στην παροχή πληροφόρησης προς τις αρμόδιες αρχές (Χρηματιστήριο , Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς) για το υφιστάμενο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης, τις δυνάμεις και αδυναμίες του και τον εντοπισμό των πεδίων όπου το νομικό πλαίσιο κρίνεται ανεπαρκές και επιδέχεται βελτιώσεις.
- Στην δημιουργία ενός χρήσιμου εργαλείου προς τους θεσμικούς επενδυτές για την αποτελεσματική λήψη των επενδυτικών τους αποφάσεων. Η κρισιμότητα μίας τέτοιας δυνατότητας ενισχύεται από το άνοιγμα των κεφαλαιαγορών και την ύπαρξη “απαιτητικών” διεθνών επενδυτών.
- Στην αξιολόγηση των εταιρειών που συμμετέχουν στο δείγμα , με στόχο να προκύψουν για τις ίδιες τις εταιρείες χρήσιμα και πρακτικά αξιοποιήσιμα συμπεράσματα για την επιχειρηματική διοίκηση και διακυβέρνησή τους.

Η μελέτη που έγινε έδειξε ότι:

Συστηματική αξιολόγηση του επιπέδου εταιρικής διακυβέρνησης είναι εφικτή στην Ελλάδα, τόσο από πλευράς μεθοδολογίας όσο και από πλευράς ενδιαφέροντος του μεγαλύτερου αριθμού των εισηγμένων εταιρειών.

Εκτός από τα γενικά συμπεράσματα , οι εταιρείες είχαν ιδιαίτερο ενδιαφέρον να συγκρίνουν τα αποτελέσματα της δικής τους αποτίμησης με την άριστη βαθμολογία και το μέσο όρο.

Η συγκεκριμένη ομάδα κατασκεύασε ένα ερωτηματολόγιο που περιλάμβανε 54 ερωτήσεις σχετικά με μια σειρά από δείκτες εταιρικής διακυβέρνησης για τις 20

μεγαλύτερες επιχειρήσεις του Χρηματιστηρίου (βασισμένες στην κεφαλαιοποίηση) όπως:

- Τα βασικά δικαιώματα των μετόχων
- Την διαφάνεια, γνωστοποίηση των πληροφοριών και τον έλεγχο
- Το διοικητικό Συμβούλιο
- Διευθύνων σύμβουλος και εκτελεστικά διεθυντικά στελέχη.
- Δέσμευση Ε.Δ., κοινωνική υπευθυνότητα και η σχέση με τους μη έχοντες νόμιμα συμφέροντα στην εταιρεία.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφερθεί ότι οι εταιρείες αυτές αντιπροσωπεύουν περισσότερο από το 70% της κεφαλαιοποίησης της αγοράς.

Η διάρκεια της έρευνας ήταν 18 μήνες ενώ τα συμπεράσματα αφορούσαν την περίοδο 2001-2003 και τις εταιρείες του FTSE -20 και μόνο.

Στον τελικό δείκτη διακυβέρνησης που δημιούργησαν σταθμίζοντας τις 5 προαναφερόμενες κατηγορίες κατέληξαν ότι υπήρξε μία αύξηση από 77,8% σε 81,1 % κατά την διάρκεια των 18 αυτών μηνών.

Η έρευνα έδειξε ότι **υψηλότερη** συμμόρφωση υπήρξε στην κατηγορία **“Δικαιώματα Μετόχων”**, αμέσως μετά ακολούθησαν οι κατηγορίες της Διαχείρισης και της Διαφάνειας, η κατηγορία του **Δ.Σ.** έδειξε μία **μέτρια συμμόρφωση** ενώ τέλος **αδύνατη συμμόρφωση** εμφανίζεται **στην τελευταία κατηγορία**, η οποία ενσωματώνει τη δέσμευση της Ε.Δ. και τις σχέσεις με τους μετόχους.

Η γενική τάση των επιχειρήσεων ήταν υπέρ μιας εθελοντικής στρατηγικής στα θέματα Ε.Δ. **Το βασικό συμπέρασμα της μελέτης ήταν ότι η Ελληνική αγορά στο σύνολο της δείχνει σχετικά ικανοποιητικό βαθμό σεβασμού των αρχών Ε.Δ.** Σύμφωνα με την μεθοδολογία, **ορισμένοι δείκτες έλαβαν μέγιστη τιμή για όλες τις εταιρείες, καθώς το περιεχόμενό τους ορίζεται με βάση το νόμο ή με αποφάσεις των αρμοδίων αρχών, χωρίς να διερευνηθούν πιθανές αποκλίσεις ή θέματα ουσίας.**

Ένα δεύτερο βασικό συμπέρασμα είναι ότι η υιοθέτηση μιας ενεργούς πολιτικής συμμόρφωσης προς τις διεθνείς «καλές πρακτικές» έχει ξεκινήσει από

κάποιες ελληνικές επιχειρήσεις, αλλά είναι απαραίτητο αργά ή γρήγορα να γίνει συνείδηση σε όλες. Εταιρείες με χαμηλό δείκτη συμμόρφωσης κινδυνεύουν να παρουσιάσουν μειωμένη ζήτηση για την μετοχή παρά την κερδοφορία τους.

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

4.4 ΔΙΑΠΙΣΤΩΣΕΙΣ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΟΥ ΘΕΣΜΟΥ ΤΗΣ Ε.Δ.

Η εφαρμογή των διατάξεων του νόμου περί εταιρικής διακυβέρνησης, αποτέλεσε ένα βασικό άξονα για την περαιτέρω αναβάθμιση και μετεξέλιξη του τρόπου λειτουργίας των εισηγμένων εταιρειών και κατ' επέκταση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

Σε καμία όμως περίπτωση δεν πρέπει να εκληφθεί η εφαρμογή του νόμου ως μέτρο εξαναγκασμού και μόνο των εταιρειών να υιοθετήσουν και νέες υποχρεώσεις - κόστη, αλλά ως μία νέα φιλοσοφία εταιρικής λειτουργίας και συμπεριφοράς με συνοχή και συνέπεια, που θα προσδώσει έναν διάφανο τρόπο λειτουργίας και κατ' επέκταση αύξηση του επενδυτικού ενδιαφέροντος και καλύτερες αποτιμήσεις της τιμής της μετοχής.

Υπήρξαν αρκετές εισηγμένες εταιρείες οι οποίες εφάρμοζαν επιμέρους διατάξεις του ν. 3016 και πριν την έναρξη εφαρμογής του, διότι οι διοικήσεις και οι μέτοχοι τους διέβλεπαν τα σημαντικά οφέλη του συγκεκριμένου συστήματος διακυβέρνησης.

Τα δύο περίπου χρόνια εφαρμογής του νόμου 3016, μπορούν να μας οδηγήσουν με βάση τη μέχρι σήμερα εμπειρία σε χρήσιμα συμπεράσματα από τη χρησιμότητα και λειτουργικότητα του και στον εντοπισμό σημείων που μέσω των εμπειριών αυτών, χρήζουν βελτιώσεων.

Οι βελτιώσεις αυτές σχετίζονται τόσο με την περαιτέρω εξειδίκευση – ερμηνεία επιμέρους σημείων του ν. 3016, όσο και με την ανάγκη για την παροχή ακόμα πιο έγκυρης – έγκαιρης αλλά και εύκολα προσβάσιμης πληροφόρησης προς τους μετόχους της εταιρείας, έτσι ώστε να μεγιστοποιηθεί το αίσθημα εμπιστοσύνης αλλά και ουσιαστικής συμμετοχής των μετόχων στις επιχειρηματικές εξελίξεις.

Σε επίπεδο σύνθεσης και λειτουργίας ΔΣ, η ύπαρξη ανεξάρτητων μελών που συνεισφέρουν ουσιαστικά στις αποφάσεις του ΔΣ και στη διασφάλιση εφαρμογής των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, θα πρέπει να ενδυναμωθεί, όχι μόνο σε αριθμό μελών αλλά κυρίως στη διαδικασία επιλογής τους στη σύνθεση του Δ.Σ.

Θέματα όπως ο υποχρεωτικός διαχωρισμός μεταξύ των προσώπων που καταλαμβάνουν τις θέσεις του Προέδρου του ΔΣ και του Διευθύνοντος Συμβούλου, η επέκταση της θεσμοθέτησης και άλλων επιτροπών πλην αυτής για τον εσωτερικό έλεγχο, θα πρέπει με βάση τη μέχρι σήμερα εμπειρία να εξετασθούν. **Επισημαίνεται**

ότι από το σύνολο των 360 εισηγμένων εταιρειών, 155 εταιρείες (43% του συνόλου των εισηγμένων) έχουν ορίσει το ίδιο πρόσωπο για την άσκηση των καθηκόντων Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου, ενώ στις υπόλοιπες 205 εισηγμένες (57% του συνόλου) υπάρχει διαχωρισμός των δύο ρόλων.

✓ Οι εισηγμένες εταιρείες από την πλευρά τους *πρέπει* να διασφαλίσουν καταρχήν την ουσιαστική εφαρμογή των ισχυόντων κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, όχι σε στατική αλλά σε καθημερινή – δυναμική βάση.

✓ Η σύνθεση του ΔΣ και κατανομή αρμοδιοτήτων μεταξύ των μελών του, η στελέχωση των υπηρεσιών εσωτερικού ελέγχου, ‘εξυπηρέτησης μετόχων’ και ‘επενδυτικού κοινού’ *πρέπει* να γίνεται με κριτήρια και διαδικασίες που θα οδηγούν στην ανεύρεση ικανών στελεχών που έχουν το κατάλληλο επαγγελματικό προφίλ για να επιτελέσουν με ουσιαστικό και εποικοδομητικό τρόπο τα καθήκοντα τους.

✓ Η εισηγμένη εταιρεία *οφείλει* να ενημερώνει το επενδυτικό της κοινό για τις επιλογές των προσώπων αυτών, τις όποιες αλλαγές σε πρόσωπα, αλλά και να *παρέχει* μία απολογιστική εικόνα για τη συμμετοχή των προσώπων αυτών στην ουσιαστική τέλεση των καθηκόντων τους.

✓ Η εισηγμένη εταιρεία δύναται να *παρέχει*, στα πλαίσια της ικανοποίησης της ανάγκης για τη διαμόρφωση κλίματος διαφάνειας που στοχεύει ο θεσμός της εταιρικής διακυβέρνησης, περισσότερη και αναλυτικότερη πληροφόρηση όσον αφορά τις αμοιβές του κάθε ανώτατου διευθυντικού στελέχους, καθώς και του κάθε μέλους του ΔΣ.

✓ Επίσης, όσον αφορά τα προγράμματα stock options (δικαιώματα προαίρεσης), είναι *σημαντικό να αποφεύγονται καταχρηστικές εφαρμογές* τους, που όχι μόνο δεν εξυπηρετούν τους σκοπούς που αποσκοπούσε η συγκεκριμένη διάταξη, αλλά οδηγούν σε αδικαιολόγητο και καταχρηστικό πλουτισμό ορισμένων στελεχών σε βάρος των μετόχων της εταιρείας.

✓ Στα πλαίσια των αναγκών για την πληρέστερη και αμεσότερη πληροφόρηση που θέτει ο θεσμός της εταιρικής διακυβέρνησης, και όσον αφορά τις συγκλήσεις των γενικών συνελεύσεων, θα *πρέπει* η διοίκηση της εταιρείας να παρέχει ουσιαστική και έγκαιρη πληροφόρηση σε όλους τους μετόχους της.

✓ Ενδεικτική αυτής της πολιτικής, είναι να περιλαμβάνονται με συγκεκριμένο και σαφή τρόπο τα θέματα της ημερήσιας διάταξης στη σχετική πρόσκληση, ή στις περιπτώσεις που απαιτείται σχετική έκθεση του ΔΣ της εταιρείας

για τη λήψη απόφασης, αυτή να έχει αναρτηθεί εκ των προτέρων τουλάχιστον στην ιστοσελίδα της εταιρείας. Άλλες παρόμοιες πρακτικές *δύνανται* να είναι η ανάρτηση στην ιστοσελίδα της εταιρείας, τυχόν ξεχωριστών εκθέσεων που υποβάλλουν τα ανεξάρτητα μέλη προς τη ΓΣ, εκθέσεων διαχείρισης, κλπ.

Στα πλαίσια αυτής της πολιτικής, το Χρηματιστήριο έχει υποχρεώσει τις εισηγμένες εταιρείες σε συγκεκριμένες περιπτώσεις εταιρικών πράξεων (συγχωνεύσεις, αποσχίσεις, αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά), οι σχετικές αποτιμήσεις των ελεγκτικών οίκων, ή οι εκθέσεις του ΔΣ της εταιρείας σχετικά με το επενδυτικό πρόγραμμα να έχουν ταυτόχρονα με την πρόσκληση της ΓΣ αποσταλεί στο ΧΑ για δημοσίευση.

Η ενημέρωση του επενδυτικού κοινού για τις αποφάσεις της ΓΣ είναι εξίσου σημαντική και εντάσσεται στο σύστημα της εταιρικής διακυβέρνησης. Αναλυτική παρουσίαση στη σχετική ανακοίνωση όσον αφορά τις αποφάσεις της ΓΣ, του αριθμού των μετόχων που παρευρέθηκαν, του ποσοστού μετοχικού κεφαλαίου που εκπροσωπούν, των αποφάσεων που ελήφθησαν, των αποτελεσμάτων ψηφοφορίας για κάθε θέμα που συζητήθηκε, αποτελεί σημαντική πληροφόρηση για τους μετόχους που δεν παρέστησαν.

Τα τμήματα 'εξυπηρέτησης μετόχων' και 'εταιρικών ανακοινώσεων' θα πρέπει να αποτελούν ουσιαστικά σημεία αναφοράς όσον αφορά την ενημέρωση των μετόχων της εταιρείας για τις όποιες επιχειρηματικές και οικονομικές εξελίξεις λαμβάνουν χώρα.

Υπάρχουν σήμερα στο Χρηματιστήριο 360 περίπου εισηγμένες εταιρείες που απασχολούν περί τους 45,000 εργαζομένους. Υπάρχουν σήμερα περίπου 1,300 βασικοί μέτοχοι (άνω του 5%) στο σύνολο των εισηγμένων εταιρειών. Υπάρχουν σήμερα περίπου 2,700 μέλη ΔΣ στο σύνολο των εισηγμένων εταιρειών.

Από το σύνολο των 2,700 μελών ΔΣ εισηγμένων εταιρειών, 1,300 αποτελούν τα 'εκτελεστικά' μέλη, 700 αποτελούν τα 'μη εκτελεστικά' και 700 αποτελούν τα 'ανεξάρτητα'.

Υπάρχουν σήμερα τουλάχιστον 360 εσωτερικοί ελεγκτές και αρκετοί περισσότεροι στα τμήματα 'εξυπηρέτησης μετόχων' και 'εταιρικών ανακοινώσεων'.

Όλα τα ανωτέρω πρόσωπα αποτελούν τον 'σκελετό' πάνω στον οποίο στηρίζεται και εξαρτάται η επιτυχής εφαρμογή των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης.

Το Χρηματιστήριο, σε συνεργασία με τους λοιπούς αρμόδιους φορείς, μπορεί να αναλάβει την ενημέρωση και εκπαίδευση όλων αυτών των προσώπων (αλλά και μέσω ενός μηχανισμού ενημέρωσης που θα δημιουργήσει και των νέων προσώπων που θα αποκτήσουν στο μέλλον αυτές τις ιδιότητες), για την πραγματική και ουσιαστική εφαρμογή του ν. 3016, των καθηκόντων και υποχρεώσεων της κάθε ιδιότητας, των πρακτικών εφαρμογής τους, των δυνατοτήτων ουσιαστικής συμμετοχής στη λειτουργία της εταιρείας και συνεισφοράς τους όχι μόνο στο επιχειρηματικό γίγνεσθαι άλλα και στη διαμορφούμενη σχέση εμπιστοσύνης μεταξύ της διοίκησης και των μετόχων.

5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Την τελευταία δεκαετία παρατηρείται έντονη κινητικότητα διεθνώς για την καθιέρωση αρχών εταιρικής διακυβέρνησης που αποσκοπούν στην προστασία των επενδυτών, ιδιαίτερα των μικρομετόχων, των πιστωτών και των εν γένει φορέων με νόμιμα συμφέροντα σε εισηγμένες σε Χρηματιστήρια εταιρείες. Η ανάγκη καθιέρωσης αρχών εταιρικής διακυβέρνησης έχει εντοπιστεί τόσο σε κεφαλαιαγορές που χαρακτηρίζονται από το πολυμετοχικό ιδιοκτησιακό καθεστώς (όπως, για παράδειγμα, οι ΗΠΑ και το Η.Β.), όσο και σε κεφαλαιαγορές που χαρακτηρίζονται από τη συγκέντρωση υψηλού ποσοστού μετοχικού κεφαλαίου σε περιορισμένο αριθμό μεγαλομετόχων (όπως για παράδειγμα οι χώρες της Ηπειρωτικής Ευρώπης, Ιαπωνία κ.λπ.). Προς ικανοποίηση αυτής της ανάγκης πολλές χώρες των ηπείρων Αμερικής, Ασίας, Αυστραλίας, Αφρικής και Ευρώπης **προέβησαν σε μεταρρυθμίσεις του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς τους με τελικούς στόχους τους την ενίσχυση του εποπτικού ρόλου του Διοικητικού Συμβουλίου, την προστασία των μικρομετόχων, την υιοθέτηση διαφάνειας και έγκαιρης, πλήρους και λεπτομερούς γνωστοποίησης σημαντικών εταιρικών γεγονότων και πληροφοριών και την εξασφάλιση επαρκούς ανεξαρτησίας του Διοικητικού Συμβουλίου στη λήψη αποφάσεων.**

Στις περισσότερες χώρες οι μεταρρυθμίσεις υιοθετήθηκαν σταδιακά, σε εθελοντική βάση, με την προτροπή των χρηματιστηριακών αρχών. Σε γενικές γραμμές, οι εταιρείες συμμορφώθηκαν με τις προτάσεις που αναφέρονται στη σύνθεση και οργάνωση του Διοικητικού Συμβουλίου. Συγκεκριμένα, **οι εταιρείες διαχώρισαν τους ρόλους του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου και του Διευθύνοντος Συμβούλου σε δύο ξεχωριστά πρόσωπα και ενίσχυσαν την παρουσία μη Εκτελεστικών Μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο.** Οι μικρές εταιρείες, όμως, έχουν εκφράσει προβληματισμό και δυσκολία συμμόρφωσης με τις μεταρρυθμίσεις. Ανάμεσα στις πρωτοβουλίες θέσπισης αρχών εταιρικής διακυβέρνησης ξεχωρίζει ο Κώδικας Βέλτιστης Πρακτικής της Επιτροπής Cadbury στο Η.Β. Ο κώδικας εκδόθηκε τον Δεκέμβριο του 1992 και αποτέλεσε το πρότυπο των αντίστοιχων κωδίκων των άλλων χωρών. Η περιορισμένη εμπειρική έρευνα διαπιστώνει πως η εφαρμογή του Κώδικα Βέλτιστης Πρακτικής είχε ευνοϊκές επιδράσεις στη λειτουργία της επιχείρησης (και κατ' επέκταση και στην αξία της επιχείρησης).

Η περίπτωση της χώρας μας παρουσιάζει κάποιες ιδιαιτερότητες-ιδιομορφίες όσο αφορά την διάρθρωση των επιχειρήσεων και αυτό συμβαίνει διότι ένας μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων είναι οικογενειακού τύπου, κάτι που σημαίνει ότι τα μέλη μιας οικογένειας είναι ταυτόχρονα ιδιοκτήτες και διοικητικά στελέχη (managers).

Επίσης ένα σημαντικό αριθμός επιχειρήσεων ανήκει στο Δημόσιο. Τα δυο αυτά χαρακτηριστικά στις μεγάλες αγορές έχουν ξεπεραστεί εδώ και αρκετά χρόνια, διευκολύνοντας έτσι την ανάπτυξη και διάδοση του νέου μοντέλου διοίκησης και εταιρικής διακυβέρνησης. Στην Ελλάδα, ακριβώς επειδή τα κόστη αντιπροσώπευσης (agency problems) είναι περιορισμένα λόγω της ύπαρξης των δυο παραπάνω χαρακτηριστικών δεν είχαν διαδοθεί ιδιαίτερα οι σκέψεις περί εταιρικής διακυβέρνησης.

Στην χώρα μας προέχει η προστασία της μειοψηφίας και των διακαιωμάτων των μικρομετόχων, και όχι τόσο στην αυτονόμηση των επαγγελματιών (managers).

Οι σχετικές πρωτοβουλίες ανελήφθησαν από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και πήραν τη μορφή έκδοσης των «Αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα. Συστάσεις για την Ενίσχυση της Αποτελεσματικότητας και του Ανταγωνιστικού Μετασχηματισμού της» από την Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα (υπό τον συντονισμό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς) και της Απόφασης 5/204/14-11-2000 του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Οι «Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης» διατυπώνουν μια σειρά λεπτομερών αρχών και πρακτικών για σύγχρονη και αποδοτική εταιρική διακυβέρνηση και έχουν τη μορφή «Λευκής Βίβλου», η εφαρμογή της οποίας επαφίεται στη θέληση των ελληνικών επιχειρήσεων. Η Απόφαση 5/204/14-11-2000 θεσπίζει διαδικασίες που αποσκοπούν τόσο στην καθιέρωση ισχυρού και ανεξάρτητου Διοικητικού Συμβουλίου, όσο και στην καθιέρωση κανόνων διαφάνειας και έγκαιρης και πλήρους γνωστοποίησης πληροφοριών και γεγονότων στη σφαίρα δραστηριότητας της επιχείρησης, των μεγαλομετόχων των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, των στελεχών τους με ειδικές αρμοδιότητες ή άλλων φυσικών ή νομικών προσώπων, τα οποία συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με αυτές, που δεν είναι προσιτά στο κοινό και που μπορούν να προκαλέσουν σημαντική επίδραση στη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της επιχείρησης.

Οι συγκεκριμένες διαδικασίες της Απόφασης 5/204/14-11-2000, παρ' ότι επιβαρύνουν αρκετά τις επιχειρήσεις, ιδιαίτερα τις μικρές, βρίσκονται στη σωστή κατεύθυνση, είναι συνεπείς με τις αντίστοιχες διαδικασίες των ανεπτυγμένων κεφαλαιαγορών και μακροπρόθεσμα θα έχουν θετική επίδραση στις επιχειρήσεις, αλλά και σε ολόκληρη την κεφαλαιαγορά, με τελικό αποτέλεσμα την τόνωση της ανταγωνιστικότητας της Ελληνικής Οικονομίας.

Η καθιέρωση δεικτών συμμόρφωσης με επιθυμητούς κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης και η χρησιμοποίησή τους ευρέως από ατομικούς και θεσμικούς επενδυτές για την επιλογή μετοχών και την κατάστροψη επενδυτικών χαρτοφυλακίων, σε διεθνή κλίμακα, συνηγορεί για την άμεση συμμόρφωση όλων των εισηγμένων εταιρειών με τους διεθνώς αποδεκτούς κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης.

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι υπήρξε ένας αρκετά **ικανοποιητικός βαθμός σεβασμού των αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης στον Ελλαδικό χώρο παρά το γεγονός ότι η εφαρμογή των κανόνων της άρχισε ουσιαστικά να πραγματοποιείται από το έτος 2002 και έπειτα.** Σημαντικό ρόλο όμως προς την κατεύθυνση αυτή διαδραμάτισε και το γεγονός ότι η Ε.Δ. στην Ελλάδα διέπεται από νομικό πλαίσιο σε αντίθεση με άλλες χώρες (όπως για παράδειγμα η Μεγάλη Βρετανία) όπου οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης δεν αποτελούν νομοθετική ρύθμιση.

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Amihud, Y., B. Lev and N.G. Travlos (1990), “Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions”, *Journal of Finance*, 45, pp. 603-616.
2. Bacon Report (1992), “Corporate Boards and Corporate Governance”, *Conference Board Report*, No. 1036.
3. Bagnani – Strock, E., N. Milonas, A. Saunders and N.G. Travlos (1994), “Managers, Owners and the Pricing of Risky Debt: An Empirical Analysis”, *The Journal of Finance*, 49.
4. Becht, M., Strong Blockholders (1997), “Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure”, *European Corporate Governance Network* (Executive Report).
5. Bergstrom, C. and K. Rydqvist (1990), “Ownership of equity in Dual-Class Firms”, *Journal of Banking and Finance*, 14, pp. 255-269.
6. Berle, A. and G. Means (1932), “The Modern Corporation and Private Property”, Macmillan, *New York*.
7. Comment, R. and G. Jarrell (1995), “Corporate Focus and Stock Returns”, *Journal of Financial Economics*, 37, pp. 67-87.
8. Committee on Corporate Governance: Final Report, The Committee on Corporate Governance and Gee Publishing, London, U.K., January, 1998.
9. Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (The Cadbury Report), Gee (Professional Publishing), London, U.K., 1992.
10. Conyon M.J. (1994), Corporate Governance Changes in U.K. Companies Between 1988 and 1993, *Corporate Governance* (Research Papers) 2 (2), pp. 87-99.
11. Conyon, M.J. and C.A. Mallin (1997), “A Review of Compliance with Cadbury”, *Journal of General Management*, 2 (3), pp. 24-37.
12. Dahya, J and N.G. Travlos (2000), «Does the One Man Show Pay?» Theory and Evidence on the Dual CEO Revisited, *European Financial Management*, Vol. 6 (1), pp. 85-98.

13. Dahya, J., J. McConnell and N.G. Travlos, The Cadbury Committee, Corporate Performance and Top Management Turnover, Working Paper, 2000.
14. Deminor International SCRL (1997) Deminor Corporate Governance Survey.
15. Deminor International SCRL (1999) Corporate Governance Rating Service, Press Conference, Amsterdam, December 15.
16. English Institute of Chartered Accountants in Business (1995), Corporate Governance, London, (Report).
17. Fama, E., Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy* 88, 1980, pp. 288-307.
18. Gompers, A.Ishii, J., Metrick, A., (2001), “Corporate Governance and Equity Prices” Harvard University
19. Hong Kong Society of Accountants Report, Governance in Family-Controlled Chinese Firms, Hong Kong, 1996.
20. Jensen, M. and W. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
21. Jensen, M. The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems (1976), *Journal of Finance* 48, 1993, pp. 831-880.
22. Jensen, M.(1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review* 76, pp. 323-329.
23. Jensen, M., Eclipse of the Public Corporation (1989), *Harvard Business Review*, 67, pp. 60-70.
24. Kalay, A., Stockholder Conflict and Dividend Constraints (1982), *Journal of Financial Economics*, 10, pp. 211-233.
25. King Committee Report (1994), *Reflections on the Cadbury Report*, Johannesburg.Lang, L., R. Stulz and R.Walkling (1991), A Test of the Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Returns, *Journal of Financial Economics*, 29, pp. 315-336.
26. LaPorta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer and R.W. Vishny (1997), “Legal Determinants of External Finance”, *Journal of Finance*, 52 (3), pp. 1131-1150.
27. LaPorta, R., F. Lopez-De-Silanes and A. Shleifer (1997), “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, vol. 106, pp. 1113-1155.

28. LaPorta, R., F. Lopez-De-Silanes and A. Shleifer (1999), "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, 54 (2), pp. 471-517.
29. LaPorta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer and R.W. Vishny (2000), "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *Journal of Finance*, 55 (1), pp. 1-33.
30. LaPorta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2002), "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 3-27.
31. LaPorta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2002), "What Works in Securities Laws", Working Paper.
32. Lewellen, W., C. Loderer and A. Rosenfeld (1985), Merger Decisions and Executive Stock Ownership in Acquiring Firms, *Journal of Accounting and Economics* 7 (1-3), pp. 209-231.
33. Loderer C., Martin. K., (1997), "Executive stock ownership and performance Tracking faint traces", *Journal of Financial Economics*, 45, 223-255.
34. McConnell, J., and H. Servaes (1990), Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 595-612.
35. McKinsey & Company Quarterly, 1996 (4).
36. McKinsey & Company, *Investor Opinion Survey*, 2000.
37. Mertzanis H.(2001), "*Principles of Corporate Governance in Greece*", *Corporate Governance: An International Review* (No. 2), pp. 89-100.
38. Milonas, N.T., Similarly Traded Securities (2000): Greek Common vs. Preferred Stock, *European Financial Management* 6(3), and pp. 343-366.
39. Milonas N., A. Solomon, J. Solomon, and N.G. Travlos (2003), "Controlling the Growing Agency Problems: Should there be further Mandatory Corporate Governance Reform in Greece", Working Paper.
40. Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny (1990), Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? *The Journal of Finance*, 45, pp. 31-48.
41. Morck, R., Shleifer and R. Vishny (1988), Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 293-315.
42. Saunders, A., E. Strock and N.G. Travlos (1990), Ownership Structure, Deregulation and Bank Risk Taking, *The Journal of Finance*, 45, pp. 643-654.

43. Schmidt, R.H. and M. Tyrell, Financial Systems (1997), Corporate Finance and Corporate Governance, *European Financial Management*, Vol. 3(3), pp. 333-361.
44. Shleifer, A. and R.W. Vishny (1997), A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, 52, pp. 737-783.
45. Tehranian, H., N. G. Travlos and J. Waegelein (1987), Management Compensation Contracts and Merger – Induced Abnormal Returns, *Journal of Accounting Research*, (Supplement), pp. 51-76.
46. Tehranian, H., N.G. Travlos and J. Waegelein (1987), The Effect of Long - Term Performance Plans on Corporate Sell – Off – Induced Abnormal Returns, *The Journal of Finance*, 42, pp. 933-942.
47. Yermack, D., (1996), “Higher market valuation of companies with a small board of directors”, *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.
48. Vienot Report (1995), «Reform on Corporate Governance in France», in «Corporate Revolution: France’s Vienot Report has Parallels with the U.K.’s Cadbury Report», *Financial Times*.
49. Weisbach, M. (1988), Outside Directors and CEO Turnover, *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 431-460.
50. Zingales, L. (1994), The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience, *The Review of Financial Studies*, 7, 125-148.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (1999) , *"Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την Ενίσχυση της Αποτελεσματικότητας και του Ανταγωνιστικού Μετασχηματισμού της, Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα"*.Αθήνα.
2. Μυλωνάς Νικόλαος (2002), "Θεσμικοί Επενδυτές και Εταιρική Διακυβέρνηση," *Οικονομικός Ταχυδρόμος* σελ. 76-77.
3. Ξανθάκης, Τσιπούρη, Σπανός, Νούνης, (2002) «Μεθοδολογία αξιολόγησης του επιπέδου εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα».Αδημοσίευτη.
4. Oltheten. E., Σουγιάννη. Θ. (2004) "Ο νόμος Sarbanes-Oxley και τα εταιρικά σκάνδαλα" *Οικονομικός Ταχυδρόμος*, pp.70.
5. Τραυλός Νικόλαος (2001), «Η Ανάπτυξη Συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης στις Κεφαλαιαγορές», *Τάσεις – Η Ελληνική Οικονομία*, σελ. 170- 82.
6. Τραυλός Νικόλαος (2003), «Εταιρική Διακυβέρνηση: Έννοιες και Εμπειρικά Πορίσματα», *Οικονομικός Ταχυδρόμος*.
7. Τραυλός Νικόλαος,Μυλωνάς Νικόλαος (2004), «Θεσμικοί επενδυτές και εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα», *Τάσεις*.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Σε Μορφή PDF παραθέτονται :

1. Η απόφαση 5/204/14-11-2000. ([eisigmenes.pdf](#))
2. Ο νόμος 3016/2002 για την Εταιρική Διακυβέρνηση. ([N.3016.pdf](#))



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ

ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Ν.Π.Δ.Δ.

ΑΠΟΦΑΣΗ

5/204/14-11-2000

**του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς
(ΦΕΚ 1487B/16.12.2000)**

Θέμα: Κανόνες συμπεριφοράς των εταιριών που έχουν εισαγάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και των συνδεδεμένων με αυτές προσώπων.

Αφού έλαβε υπόψη:

1. Την παράγραφο 1 περίπτωση. α, β και γ του άρθρου 1 του νόμου 2836/2000 (ΦΕΚ 168 Α/24.7.2000) για τη «Συμπλήρωση της νομοθεσίας για την Κεφαλαιαγορά, ρυθμίσεις θεμάτων Κτηματικής Εταιρίας του Δημοσίου (Κ.Ε.Δ.) ασφαλιστικών αποζημιώσεων, Φ.Π.Α., επενδυτικού χρυσού και άλλες διατάξεις».
2. Την παράγραφο 2 του άρθρου 1 του νόμου 2836/2000 (ΦΕΚ 168 Α/24.7.2000) για τη «Συμπλήρωση της νομοθεσίας για την Κεφαλαιαγορά, ρυθμίσεις θεμάτων Κτηματικής Εταιρίας του Δημοσίου (Κ.Ε.Δ.) ασφαλιστικών αποζημιώσεων, Φ.Π.Α., επενδυτικού χρυσού και άλλες διατάξεις».
3. Την παράγραφο 3 του άρθρου 1 του νόμου 2836/2000 (ΦΕΚ 168 Α/24.7.2000) για τη «Συμπλήρωση της νομοθεσίας για την Κεφαλαιαγορά, ρυθμίσεις θεμάτων Κτηματικής Εταιρίας του Δημοσίου (Κ.Ε.Δ.) ασφαλιστικών αποζημιώσεων, Φ.Π.Α., επενδυτικού χρυσού και άλλες διατάξεις».
4. Την περίπτωση ζ της παραγράφου 1 του άρθρου 78 του νόμου 1969/1991, (ΦΕΚ 167 Α/30.10.1991) «Εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, αμοιβαία κεφάλαια, διατάξεις εκσυγχρονισμού και εξυγίανσης της κεφαλαιαγοράς και άλλες διατάξεις», όπως συμπληρώθηκε με το άρθρο 18 του νόμου 2198/1994 (ΦΕΚ 43 Α).
5. Το άρθρο 29 Α του νόμου 1558/1985 (ΦΕΚ 137 Α) «Κυβέρνηση και Κυβερνητικά όργανα» όπως προστέθηκε με το άρθρο 27 του νόμου 2981/1992 (ΦΕΚ 125 Α).
6. Το υπ' αριθμ. 544741/10.11.2000 έγγραφο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ως και το απόσπασμα πρακτικών της από 9.11.2000 συνεδρίασης του Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών σχετικά με τη γνώμη του Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

ΑΠΟΦΑΣΙΖΕΙ ΟΜΟΦΩΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α.

ΠΕΔΙΟ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ – ΓΕΝΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ – ΜΕΣΑ ΔΗΜΟΣΙΟΤΗΤΑΣ.

Άρθρο 1 Πεδίο εφαρμογής

1. Η παρούσα απόφαση αφορά στις υποχρεώσεις εταιριών (εφεξής «Εταιρίες» ή «Εταιρία») των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες σε οποιαδήποτε αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (εφεξής Χ.Α.Α.) καθώς και στις υποχρεώσεις των βασικών μετόχων τους, των μελών του διοικητικού τους συμβουλίου, των στελεχών τους με ειδικές αρμοδιότητες ή άλλων φυσικών ή νομικών προσώπων τα οποία συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με αυτές, όπως ειδικότερα προβλέπεται στα παρακάτω άρθρα.
2. Για τις ανάγκες της παρούσας, ως εισηγμένες σε αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών θεωρούνται οι μετοχές Εταιρίας από τη λήψη απόφασης για την εισαγωγή τους, σύμφωνα με το άρθρο 2 του π.δ. 350/1985, την παράγραφο με στοιχεία Α 4 της υπ' αριθμ. 2063/Β.69 Απόφασης ΥΠΕΘΟ, και το άρθρο 8 του ν. 2733/1999, όπως εκάστοτε ισχύουν για την Κύρια, την Παράλληλη και τη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά, αντίστοιχα, και για όλη τη διάρκεια κατά την οποία οι μετοχές αυτές είναι διαπραγματεύσιμες ή τελούν υπό καθεστώς αναστολής διαπραγματεύσεως, μέχρι τη διαγραφή τους σύμφωνα με το άρθρο 11 του π.δ. 350/1985.

Άρθρο 2 Γενικές αρχές

Κάθε Εταιρία οφείλει να διασφαλίζει:

- α) Την έγκαιρη δημοσιοποίηση πληροφοριών ή γεγονότων που επέρχονται στη σφαίρα της δραστηριότητάς της, δεν είναι προσिता στο κοινό και τα οποία δύνανται, λόγω των επιπτώσεών τους στην περιουσιακή ή οικονομική της κατάσταση ή στη γενική πορεία των υποθέσεών της, να προκαλέσουν σημαντική διακύμανση των τιμών των μετοχών της, όπως προβλέπεται στο άρθρο 5 παράγραφος 5 του π.δ. 350/1985.
- β) Τη διατήρηση του εμπιστευτικού χαρακτήρα των παραπάνω γεγονότων ή πληροφοριών πριν από τη δημοσιοποίησή τους.
- γ) Την αποφυγή χρησιμοποίησης μεθόδων ή πρακτικών δημοσιότητας που στρέφονται κατά της αξιοπιστίας και της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς κινητών αξιών.
- δ) Την οργάνωση, τις δομές και τους μηχανισμούς εσωτερικής λειτουργίας που είναι απαραίτητοι για την καλύτερη εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων της αλλά και γενικότερα του επενδυτικού κοινού.

Άρθρο 3 Μέσα δημοσιότητας

1. Κάθε ανακοίνωση της Εταιρίας σε εφαρμογή των υποχρεώσεων που απορρέουν από την παρούσα απόφαση γίνεται προς το Χ.Α.Α. προκειμένου να καταχωρηθεί στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χ.Α.Α.
2. Η ανακοίνωση των παραπάνω πληροφοριών μπορεί να γίνεται και με άλλο τρόπο εφόσον:
 - α) Έχει ουσιαστικά το ίδιο περιεχόμενο με το κείμενο που καταχωρείται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χ.Α.Α., και
 - β) Γίνεται ταυτόχρονα ή μετά την ημερομηνία κοινοποίησής της στο Χ.Α.Α.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β.

ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΣΗ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΒΛΕΠΟΝΤΑΙ ΣΤΙΣ ΠΑΡΑΓΡΑΦΟΥΣ 2, 3, 4 ΚΑΙ 5 ΤΟΥ ΑΡΘΡΟΥ 5 ΤΟΥ Π.Δ. 350/1985.

Άρθρο 4

Υποχρεώσεις γνωστοποίησης

1. Κάθε Εταιρία οφείλει να γνωστοποιεί αμελλητί στο κοινό, με τα μέσα που προβλέπονται στο άρθρο 3 της παρούσας ή όπως ορίζεται ειδικότερα από την ισχύουσα νομοθεσία, κάθε γεγονός η δημοσιοποίηση του οποίου εύλογα αναμένεται ότι θα επηρεάσει την αγορά των μετοχών της. Σε κάθε περίπτωση, ως τέτοια γεγονότα τα οποία θα πρέπει να γνωστοποιούνται στο κοινό θεωρούνται:
 - α) Αποφάσεις για ουσιώδη μεταβολή της επιχειρηματικής της δράσης.
 - β) Αποφάσεις ή συμφωνίες για τη σύναψη ή λύση ουσιωδών συνεργασιών ή επιχειρηματικών συμμαχιών, καθώς και για κάθε ουσιώδη διεθνή πρωτοβουλία.
 - γ) Αποφάσεις για την υποβολή δημόσιας πρότασης αγοράς σύμφωνα με τις κείμενες διατάξεις.
 - δ) Αποφάσεις ή συμφωνίες για συμμετοχή σε διαδικασία συγχώνευσης, διάσπασης ή εξαγοράς, απόκτησης ή εκχώρησης μετοχών που αντιπροσωπεύουν ποσοστό τουλάχιστον 5% εταιρίας στην οποία συμμετέχει σε ποσοστό τουλάχιστον 10% η Εταιρία ή μέλη του Διοικητικού της Συμβουλίου, ή μέτοχοί της με ποσοστό τουλάχιστον 10%.
 - ε) Αποφάσεις για αλλαγή της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου ή ανώτατων διευθυντικών στελεχών.
 - στ) Αποφάσεις για τη διανομή και την καταβολή μερισμάτων, για πράξεις έκδοσης νέων μετοχών, διανομής, εγγραφής, παραιτήσεως και μετατροπής, όπως προβλέπεται στο άρθρο 5 παράγραφος 2 στοιχείο β του π.δ. 350/1985.
 - ζ) Αποφάσεις αλλαγής ουσιωδών στοιχείων που περιέχονται στο πλέον πρόσφατο ενημερωτικό της δελτίο, ή στο ετήσιο δελτίο του άρθρου 16 του παρόντος, συμπεριλαμβανομένων και των δεσμεύσεων που έχουν αναληφθεί για τη χρήση αντληθέντων κεφαλαίων .
 - η) Οποιαδήποτε ουσιώδης μεταβολή στην περιουσιακή κατάσταση, στην κεφαλαιακή διάθρωση της Εταιρίας, ιδίως στη δανειακή της επιβάρυνση και στην απόδοσή της.
 - θ) Προκειμένου περί Εταιρίας η οποία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, οποιαδήποτε μεταβολή που επιδρά ουσιωδώς στη διάρθρωση ή στα ενοποιημένα οικονομικά μεγέθη του ομίλου.
 - ι) Οποιαδήποτε άλλη περίπτωση προβλέπεται από την κείμενη νομοθεσία.
2. Για τους σκοπούς εφαρμογής της παραπάνω παραγράφου, ως απόφαση νοείται κάθε απόφαση του αρμοδίου εξουσιοδοτημένου οργάνου της Εταιρίας. Στις αποφάσεις του διοικητικού συμβουλίου της Εταιρίας συμπεριλαμβάνονται και αυτές που αφορούν στη σύγκληση της γενικής συνέλευσης για τη λήψη απόφασης σε συγκεκριμένο από τα παραπάνω θέματα. Ως συμφωνία νοείται και η υπογραφή προσυμφώνου που περιλαμβάνει σαφή περιγραφή των δεσμεύσεων των αντισυμβαλλομένων.
3. Με την επιφύλαξη των διατάξεων του άρθρου 5 της παρούσας και των ισχυουσών διατάξεων για την απαγόρευση εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών, κάθε Εταιρία, μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της και διευθυντικά στελέχη της και αντίστοιχα

πρόσωπα συνδεδεμένων με αυτήν εταιριών, οφείλουν να αποφεύγουν την πρόωρη δημοσιοποίηση ειδήσεων ή πληροφοριών για τα γεγονότα που αναφέρονται στην παράγραφο 1 του παρόντος άρθρου πριν αυτές λάβουν τη μορφή αποφάσεων ή συμφωνιών που προβλέπεται στην παράγραφο 2 του παρόντος άρθρου.

4. Οι γνωστοποιήσεις που αναφέρονται στις προηγούμενες παραγράφους πρέπει να περιλαμβάνουν τουλάχιστον εκείνα τα στοιχεία που είναι απαραίτητα για την επαρκή και σαφή πληροφόρηση του επενδυτή και να μην περιέχουν στοιχεία που επιδέχονται διττή ή ασαφή ερμηνεία.
5. Απαλλαγή από τις παραπάνω υποχρεώσεις χωρεί μόνον ύστερα από απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, σύμφωνα με το άρθρο 5 παράγραφος 5 στοιχείο α του π.δ. 350/1985.

Άρθρο 5 Πρόσθετες υποχρεώσεις

1. Εκτός των περιπτώσεων που προβλέπονται στο προηγούμενο άρθρο, κάθε Εταιρία οφείλει να προβαίνει σε σχετική ανακοίνωση, με τα μέσα που προβλέπονται στο άρθρο 3 της παρούσας, και στις ακόλουθες περιπτώσεις:
 - α) Σε περίπτωση δημοσιοποίησης ανεπιβεβαιώτων πληροφοριών ή φημών ή διαρροής πληροφοριών για επικείμενες εξελίξεις που ανάγονται στη σφαίρα της δραστηριότητάς της και θα μπορούσαν να προκαλέσουν σημαντική μεταβολή των τιμών των μετοχών της. Στην περίπτωση που οι φήμες ή οι πληροφορίες αυτές είναι βάσιμες ή αληθείς, η Εταιρία υποχρεούται να προβεί σε άμεση επιβεβαίωσή τους διευκρινίζοντας ταυτόχρονα και το στάδιο εξέλιξης στο οποίο βρίσκονται τα γεγονότα στα οποία αναφέρονται οι σχετικές φήμες ή πληροφορίες. Στην περίπτωση που οι φήμες είναι ανυπόστατες ή οι πληροφορίες είναι ψευδείς ή ανακριβείς, η Εταιρία οφείλει να προβεί στην άμεση διάψευση ή αντίστοιχα, στον εντοπισμό της ανακρίβειας τέτοιων φημών ή πληροφοριών. Η Εταιρία έχει, επίσης, τη δυνατότητα να ανακοινώσει ότι επιφυλάσσεται, και να μην σχολιάσει τις φήμες ή πληροφορίες, ενόψει οριστικών ανακοινώσεων.
 - β) Σε περίπτωση που η Εταιρία έχει βάσιμες υπόνοιες για την απώλεια του εμπιστευτικού χαρακτήρα των πληροφοριών για γεγονότα που αναφέρονται στο άρθρο 4 παράγραφος 1 και για τη διαρροή τους σε τρίτους πριν από την τυχόν επίσημη γνωστοποίησή τους, η Εταιρία οφείλει, με τα μέσα που προβλέπονται στο άρθρο 3, να προβεί αμελλητί στην επίσημη γνωστοποίησή τους ή σε σχετική προειδοποίηση του επενδυτικού κοινού.
2. Απαλλαγή από τις παραπάνω υποχρεώσεις χωρεί μόνον ύστερα από απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, η οποία χορηγείται σύμφωνα με το άρθρο 5 παράγραφος 5 στοιχείο α του π.δ. 350/1985.

Άρθρο 6 Κυρώσεις

Σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων των άρθρων 4 και 5 της παρούσας, το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει τις κυρώσεις που προβλέπονται στην περίπτωση β της παραγράφου 4 του άρθρου 1 του ν. 2836/2000.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Γ.

ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΣΗ ΤΟΥ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟΥ ΤΗΣ ΑΠΑΓΟΡΕΥΣΗΣ ΠΟΥ ΠΡΟΒΛΕΠΕΤΑΙ ΣΤΟ ΑΡΘΡΟ 3 ΤΟΥ Π.Δ. 53/1992.

Άρθρο 7

Υποχρέωση τήρησης απορρήτου

1. Κάθε Εταιρία οφείλει να λαμβάνει όλα τα απαραίτητα μέτρα και να θεσπίζει εσωτερικές διαδικασίες προκειμένου να τηρείται ο απόρρητος χαρακτήρας του περιεχομένου των ανακοινώσεων που προβλέπονται στα άρθρα 4 και 5 της παρούσας, μέχρι τη δημοσιοποίησή τους.
2. Κάθε Εταιρία οφείλει να περιορίζει τον κύκλο ανώτατων στελεχών που λαμβάνουν μέρος στις σχετικές επίσημες ή ανεπίσημες συζητήσεις και να λαμβάνει κάθε πρόσφορο μέτρο έτσι ώστε να μην γίνεται εκμετάλλευση των εμπιστευτικών πληροφοριών κατά παράβαση του π.δ. 53/1992.
3. Κατ' εξαίρεση η Εταιρία μπορεί να επεκτείνει τον κύκλο προσώπων της παραγράφου 2 όταν οι εμπιστευτικές πληροφορίες πρόκειται να γνωστοποιηθούν:
 - α) Στους κάθε είδους συμβούλους της Εταιρίας και στους συμβούλους άλλων φυσικών ή νομικών προσώπων που εμπλέκονται άμεσα στη σχετική συναλλαγή ή στο σχετικό γεγονός.
 - β) Στα πρόσωπα με τα οποία η Εταιρία διαπραγματεύεται, ή σκοπεύει να διαπραγματευθεί τη σύναψη εμπορικής, οικονομικής ή επενδυτικής συμφωνίας συμπεριλαμβανομένων και των συμφωνιών με αναδόχους μελλοντικών εκδόσεων κινητών αξιών της Εταιρίας.
 - γ) Στους εργαζομένους στην Εταιρία ή στους εκπροσώπους των συνδικαλιστικών φορέων τους.

Τα πρόσωπα που αναφέρονται στις υπό α, β και γ περιπτώσεις υπέχουν την υποχρέωση που αναφέρεται στην παράγραφο 2.

4. Στις περιπτώσεις της παραγράφου 3, η Εταιρία οφείλει να λαμβάνει κάθε απαραίτητο μέτρο, συμπεριλαμβανομένης και της σύναψης σχετικής σύμβασης εμπιστευτικότητας, προκειμένου οι τρίτοι στους οποίους κοινοποιούνται κατ' εξαίρεση πληροφορίες, σύμφωνα με την παράγραφο 3, να είναι απολύτως ενήμεροι για τον εμπιστευτικό χαρακτήρα των πληροφοριών αυτών καθώς και για την απαγόρευση εκμετάλλευσής τους σύμφωνα με τις διατάξεις του π.δ. 53/1992.

Άρθρο 8

Προϋποθέσεις συναλλαγών συγκεκριμένων προσώπων

1. Κατά το χρονικό διάστημα των 30 ημερών από τη λήξη της περιόδου στις οποίες αναφέρονται οι τριμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις της Εταιρίας, σύμφωνα με το π.δ. 360/1985, ή κατά το τυχόν μικρότερο χρονικό διάστημα έως τη δημοσίευση των καταστάσεων αυτών, καθώς και από τη στιγμή που κατά την άσκησή των καθηκόντων τους ή με οποιοδήποτε άλλο τρόπο έρχεται στην κατοχή τους οποιαδήποτε εμπιστευτική πληροφορία, όπως αυτή ορίζεται στο άρθρο 2 του π.δ. 53/1992, στα παρακάτω πρόσωπα επιτρέπεται να καταρτίζουν συναλλαγές με αντικείμενο μετοχές της Εταιρίας ή παράγωγα προϊόντα επί μετοχών της Εταιρίας τα οποία είναι διαπραγματεύσιμα στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών, ή συνδεδεμένης με αυτήν εταιρίας, μόνον εφόσον έχουν προηγουμένως προβεί σε σχετική γνωστοποίηση προς το διοικητικό συμβούλιο της

Εταιρίας και η γνωστοποίηση έχει δημοσιευθεί στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χ.Α.Α. την προηγούμενη τουλάχιστον ημέρα από την ημέρα συναλλαγής:

- α) Μέλη του διοικητικού συμβουλίου της Εταιρίας τα οποία συνδέονται με την Εταιρία με σχέση αμειβόμενης παροχής υπηρεσιών, ο γενικός διευθυντής της, ο διευθυντής οικονομικών υπηρεσιών της, ο προϊστάμενος λογιστηρίου της, ο υπεύθυνος εσωτερικού ελέγχου και οι επικεφαλής των υπηρεσιών της που προβλέπονται στα άρθρα 13 και 14 της παρούσας,
- β) Οι ορκωτοί ελεγκτές της,
- γ) Ο τυχόν νομικός της σύμβουλος που συνδέεται μαζί της με σχέση έμμισθης εντολής ή / και ο προϊστάμενος νομικών υπηρεσιών της,
- δ) Κάθε μέτοχός της με ποσοστό συμμετοχής πάνω από 20% στο μετοχικό της κεφάλαιο, και
- ε) Κάθε συνδεδεμένη εταιρία κατά την έννοια του άρθρου 42^ε παράγραφος 5 του κ.ν. 2190/1920, εκτός εάν αποτελεί θεσμικό επενδυτή κατά την έννοια του άρθρου 4 της απόφασης 13/174/26.10.1999 (ΦΕΚ Β΄ 2099/1.12.1999) του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς όπως εκάστοτε ισχύει.

2. Οι Εταιρίες οφείλουν, εντός τριών μηνών από την έναρξη ισχύος της παρούσας, να υποβάλουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατάλογο των παραπάνω προσώπων με τον κωδικό συναλλαγών τους στο Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΟΑΣΗΣ) και στοιχεία της μερίδας επενδυτή και λογαριασμού αξιών στο Σύστημα Αύλων Τίτλων. Ο παραπάνω κατάλογος προσώπων πρέπει να ενημερώνεται ανά τρίμηνο και να δημοσιεύεται, μαζί με τις τροποποιήσεις του, στο Ετήσιο Δελτίο του άρθρου 16.
3. Εφόσον η Εταιρία ανήκει σε όμιλο επιχειρήσεων στον οποίο ανήκουν και άλλες εταιρίες οι οποίες συνδέονται με την Εταιρία με τις σχέσεις που προβλέπονται στα άρθρα 42^ε παράγραφος 5 και 96 παράγραφος 1 του κ.ν. 2190/1920, η Εταιρία οφείλει να διασφαλίζει ότι οι εταιρίες αυτές λαμβάνουν κάθε μέτρο έτσι ώστε να αποφεύγεται η καταστρατήγηση των παραπάνω απαγορεύσεων με τη συμμετοχή των στελεχών, συνεργατών και μετόχων τους με ποσοστό συμμετοχής τουλάχιστον 20% του μετοχικού τους κεφαλαίου στην κατάρτιση συναλλαγών που αναφέρονται στην παράγραφο 1 του παρόντος άρθρου.

Άρθρο 9 Κυρώσεις

Σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων των άρθρων 7 και 8 της παρούσας, το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει τις κυρώσεις που προβλέπονται από το άρθρο 11 του π.δ. 53/1992, σύμφωνα με την περίπτωση δ της παραγράφου 4 του άρθρου 1 του ν. 2836/2000.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Δ.

ΥΠΟΧΡΕΩΣΗ ΠΡΟΑΝΑΓΓΕΛΙΑΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ.

Άρθρο 10 Υποχρέωση προαναγγελίας συναλλαγών

1. Μέτοχος Εταιρίας ο οποίος κατέχει ποσοστό τουλάχιστον 10% οποιασδήποτε κατηγορίας μετοχών και προτίθεται σε διάστημα τριών μηνών ή μικρότερο να αποκτήσει μετοχές της

ίδιας κατηγορίας που αντιπροσωπεύουν ποσοστό μεγαλύτερο του 5% του μετοχικού της κεφαλαίου ή να εκχωρήσει μετοχές της ίδιας κατηγορίας που αντιπροσωπεύουν ποσοστό μεγαλύτερο του 5%, οφείλει να ανακοινώσει, με τα μέσα που προβλέπονται στο άρθρο 3 της παρούσας, τον επιδιωκόμενο όγκο συναλλαγών του, το χρονικό διάστημα διενέργειάς τους, την Επιχείρηση Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών του ν. 2396/1996 (εφεξής «Ε.Π.Ε.Υ.») μέσω της οποίας θα προβεί στη συναλλαγή ή τις συναλλαγές, η οποία και προσυπογράφει τη σχετική ανακοίνωση, καθώς και το εάν η συναλλαγή ή οι συναλλαγές του σχετίζονται με τις επενδυτικές προθέσεις άλλων φυσικών ή νομικών προσώπων που ενεργούν συντονισμένα με τον ίδιο. Μετά τη συμπλήρωση του χρονικού διαστήματος που αναφέρεται στο προηγούμενο εδάφιο, η Ε.Π.Ε.Υ. γνωστοποιεί, με τα μέσα που προβλέπονται στο άρθρο 3 της παρούσας, τις συνολικές συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν με βάση την προαναγγελία..

2. Σε περίπτωση που μέτοχος ο οποίος προέβη στην ανακοίνωση της παραγράφου 1 μεταβάλει τις προθέσεις του για οποιοδήποτε λόγο, μερικά ή ολικά, όπως αυτές ανακοινώθηκαν, οφείλει να προβεί αμελλητί σε νέα ανακοίνωση αναφέροντας τους λόγους της μερικής ή ολικής μεταβολής της πρόθεσής του καθώς και στοιχεία των συναλλαγών που τυχόν διενήργησε ή σκοπεύει να διενεργήσει
3. Με την επιφύλαξη των διατάξεων του άρθρου 7 παράγραφος 9 του ν. 2843/2000 (ΦΕΚ 219Α/12.10.2000) για τις Εταιρίες των οποίων οι μετοχές εισάγονται για πρώτη φορά σε αγορά του Χ.Α.Α., οι μέτοχοι με ποσοστό τουλάχιστον 5% οφείλουν να προβούν σε δεσμευτική δήλωση προθέσεων για το πρώτο έτος από την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών στο Χ.Α.Α. η οποία περιλαμβάνεται υποχρεωτικά στο ενημερωτικό δελτίο. Στη δήλωση αυτή προαναγγέλλουν την τυχόν πώληση μετοχών, το μέγιστο ποσοστό το οποίο θα πωλήσουν και την Ε.Π.Ε.Υ. μέσω της οποίας θα διενεργήσουν την πώληση αυτή.
4. Σε κάθε περίπτωση, ο μέτοχος που αναφέρεται στις παραπάνω παραγράφους θα ευθύνεται ως προς την πραγματοποίηση ή μη της προαναγγελθείσας πρόθεσης για τη διάδοση ψευδών, ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών εφόσον συντρέχουν οι προϋποθέσεις που αναφέρονται στις οικείες διατάξεις της κείμενης νομοθεσίας. Η Ε.Π.Ε.Υ. που αναφέρεται στην παράγραφο 1 υποχρεούται να γνωστοποιεί ανά μήνα το αποτέλεσμα των σχετικών συναλλαγών.
5. Σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων του παρόντος άρθρου, το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει τις κυρώσεις που προβλέπονται από το άρθρο 14 του π.δ. 51/1992, σύμφωνα με την περίπτωση γ της παραγράφου 4 του άρθρου 1 του ν. 2836/2000.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ε.

ΠΡΟΣΘΕΤΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΤΟΥΣ.

Άρθρο 11

Εσωτερικός κανονισμός λειτουργίας

Κάθε Εταιρία οφείλει να καταρτίζει επαρκή κανονισμό εσωτερικής λειτουργίας, ο οποίος θα ανταποκρίνεται στο μέγεθος, στο αντικείμενό της, στις αρχές σύγχρονης οργάνωσης, καθώς και στο οργανόγραμμα της εταιρίας.

Άρθρο 12

Τμήμα εσωτερικού ελέγχου

1. Κάθε Εταιρία οφείλει να διαθέτει τμήμα εσωτερικού ελέγχου το οποίο θα αποσκοπεί στη συνεχή παρακολούθηση της λειτουργίας της Εταιρίας και θα έχει την ευθύνη να ενημερώνει εγγράφως, σε τακτά χρονικά διαστήματα, το διοικητικό συμβούλιο για την εφαρμογή του κανονισμού εσωτερικής λειτουργίας της Εταιρίας.
2. Ο επικεφαλής του τμήματος εσωτερικού ελέγχου διορίζεται από το διοικητικό συμβούλιο της Εταιρίας, αναφέρεται σε αυτό και είναι πρόσωπο με επαρκή προσόντα και εμπειρία.
3. Στις αρμοδιότητες του τμήματος εσωτερικού ελέγχου συμπεριλαμβάνονται επιπροσθέτως και οι εξής:
 - α) Ο έλεγχος τήρησης των υποχρεώσεων που προβλέπονται στην παρούσα
 - β) Ο έλεγχος της τήρησης των δεσμεύσεων που περιέχονται στα ενημερωτικά δελτία και τα επιχειρηματικά σχέδια της Εταιρίας σχετικά με τη χρήση των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από το χρηματιστήριο.
 - γ) Ο έλεγχος της νομιμότητας των αμοιβών και πάσης φύσεως παροχών προς τα μέλη της διοικήσεως αναφορικά με τις αποφάσεις των αρμοδίων οργάνων της Εταιρίας.
 - δ) Ο έλεγχος των σχέσεων και συναλλαγών της Εταιρίας με τις συνδεδεμένες με αυτήν εταιρίες, κατά την έννοια του άρθρου 42ε παράγραφος 5 του κ.ν. 2190/1920, καθώς και των σχέσεων της Εταιρίας με τις εταιρίες στο κεφάλαιο των οποίων συμμετέχουν σε ποσοστό τουλάχιστον 10% μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρίας ή μέτοχοί της με ποσοστό τουλάχιστον 10%.
4. Το διοικητικό συμβούλιο της Εταιρίας οφείλει να παρέχει στα μέλη του Τμήματος όλα τα απαραίτητα μέσα που θα διευκολύνουν την άσκηση κατάλληλου και αποδοτικού εσωτερικού ελέγχου.
5. Στον εσωτερικό κανονισμό λειτουργίας της Εταιρίας πρέπει να περιγράφονται με ακρίβεια οι αρμοδιότητες, η σύνθεση, ο τρόπος επικοινωνίας με τα λοιπά τμήματα της Εταιρίας και οι όροι λειτουργίας του τμήματος εσωτερικού ελέγχου.

Άρθρο 13

Υπηρεσία εξυπηρέτησης μετόχων

1. Κάθε Εταιρία οφείλει να διαθέτει υπηρεσία εξυπηρέτησης μετόχων η οποία θα έχει την ευθύνη της άμεσης και ισότιμης πληροφόρησης των μετόχων καθώς και της εξυπηρέτησής τους σχετικά με την άσκηση των δικαιωμάτων τους με βάση το νόμο και το καταστατικό της Εταιρίας.
2. Ειδικότερα, η υπηρεσία εξυπηρέτησης μετόχων οφείλει να μεριμνά για την άμεση, ορθή και ισότιμη πληροφόρηση των μετόχων σχετικά με τα ακόλουθα:
 - α) Διανομή μερισμάτων, πράξεις εκδόσεως νέων μετοχών, διανομής, εγγραφής, παραιτήσεως και μετατροπής, χρονική περίοδος άσκησης των σχετικών δικαιωμάτων ή μεταβολές στα αρχικά χρονικά περιθώρια (πχ επέκταση του χρόνου άσκησης των δικαιωμάτων).
 - β) Παροχή πληροφοριών σχετικά με τις Τακτικές ή Έκτακτες Γενικές Συνελεύσεις και τις αποφάσεις τους.

γ) Απόκτηση ιδίων μετοχών και διάθεσή τους, ή τυχόν ακύρωση αυτών.

3. Η υπηρεσία εξυπηρέτησης μετόχων φροντίζει ώστε στην Ετήσια Τακτική Γενική Συνέλευση των μετόχων της Εταιρίας να είναι διαθέσιμο σε αυτούς το Ετήσιο Δελτίο του άρθρου 16, καθώς και να μπορούν να αποστέλλονται σε κάθε ενδιαφερόμενο, σε έγγραφη ή σε ηλεκτρονική μορφή, όλες οι δημοσιευμένες εταιρικές εκδόσεις (Ετήσιο Δελτίο, Ενημερωτικό Δελτίο, περιοδικές και ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, εκθέσεις διαχείρισης του Διοικητικού Συμβουλίου και των ορκωτών ελεγκτών - λογιστών).
4. Η υπηρεσία εξυπηρέτησης μετόχων έχει την αρμοδιότητα της σύμφωνης με την ισχύουσα νομοθεσία τήρησης και ενημέρωσης του μετοχολογίου της Εταιρίας. Για το σκοπό αυτό, η υπηρεσία έχει την ευθύνη επικοινωνίας με το Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων.

Άρθρο 14

Υπηρεσία εταιρικών ανακοινώσεων

1. Κάθε Εταιρία οφείλει να διαθέτει υπηρεσία εταιρικών ανακοινώσεων στην οποία ανατίθεται η αρμοδιότητα συμμόρφωσης της Εταιρίας με τις υποχρεώσεις που προβλέπονται στα άρθρα 4, 5 και 8 της παρούσας και η επικοινωνία της Εταιρίας με τις αρμόδιες αρχές συμπεριλαμβανομένης της υποβολής στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στο Χ.Α.Α. αμελλητί των στοιχείων που αναφέρονται στην παράγραφο 3 του άρθρου 13, τα μέσα μαζικής επικοινωνίας και κάθε άλλο αρμόδιο φορέα..
2. Εφόσον οι μετοχές της Εταιρίας είναι διαπραγματεύσιμες και σε οργανωμένες αγορές άλλων χωρών εκτός των αγορών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, οι ανακοινώσεις που προέρχονται από την υπηρεσία της παραγράφου 1 θα πρέπει να ανταποκρίνονται στις υποχρεώσεις που ισχύουν σε εκείνες τις αγορές και να διασφαλίζεται ότι, οι επενδυτές σε κάθε αγορά να έχουν ισότιμη πρόσβαση στην ίδια πληροφόρηση.

Άρθρο 15

Κυρώσεις

Σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων των άρθρων 11 έως και 14 της παρούσας, το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει τις κυρώσεις που προβλέπονται στην περίπτωση β της παραγράφου 4 του άρθρου 1 του ν. 2836/2000.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΣΤ.

ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΓΙΑ ΓΝΩΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΣΧΕΤΙΚΩΝ ΜΕ ΤΗΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ.

Άρθρο 16

Ετήσιο Δελτίο

1. Κάθε Εταιρία υποχρεούται να εκδίδει και να καθιστά προσιτό στο ευρύ επενδυτικό κοινό Ετήσιο Δελτίο, με σκοπό την παροχή τακτικής και επαρκούς πληροφόρησης στους επενδυτές σχετικά με τις δραστηριότητές της. Η Εταιρία έχει την ευθύνη για τη σύνταξη του Ετήσιου Δελτίου και την αλήθεια, ακρίβεια, πληρότητα, ορθότητα και σαφήνεια των

στοιχείων που περιέχονται σε αυτό. Από την υποχρέωση έκδοσης Ετήσιου Δελτίου εξαιρείται η Τράπεζα της Ελλάδος.

2. Το Ετήσιο Δελτίο θα περιέχει, κατ' ελάχιστο, τα στοιχεία που περιλαμβάνονται στα ακόλουθα εδάφια του παραρτήματος Α' του ΠΔ 348/1985:
Κεφάλαιο 1: 1.1.,1.2.,1.3.
Κεφάλαιο 2: 2.4.5.
Κεφάλαιο 3: 3.1., 3.1.0.,3.1.1., 3.1.2., 3.1.3., 3.1.4., 3.1.5., 3.2., 3.2.0., 3.2.1., 3.2.2., 3.2.3., 3.2.4., 3.2.5., 3.2.6., 3.2.7., 3.2.8., 3.2.9.
Κεφάλαιο 4: 4.1., 4.1.0., 4.1.1., 4.1.2., 4.1.3., 4.1.4., 4.2., 4.3., 4.4., 4.5., 4.6., 4.7., 4.7.0., 4.7.1., 4.7.2.
Κεφάλαιο 5: 5.1., 5.1.0., 5.1.1., 5.1.2., 5.1.3., 5.1.4., 5.1.5., 5.1.6., 5.2., 5.3., 5.4., 5.5., 5.6.
Κεφάλαιο 6: 6.1., 6.2., 6.2.0.,6.2.1.,6.2.2.,6.2.3.,6.3.
Κεφάλαιο 7: 7.1.,7.2.
3. Εκτός των στοιχείων που αναφέρονται στην παράγραφο 2, στο Ετήσιο Δελτίο πρέπει να περιλαμβάνονται και τα ακόλουθα στοιχεία:
 - α) Οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, οι εκθέσεις διαχείρισης του Διοικητικού Συμβουλίου σε ενοποιημένη και μη ενοποιημένη βάση και οι σχετικές εκθέσεις των ελεγκτών της Εταιρίας.
 - β) Οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις των εταιριών οι οποίες περιλαμβάνονται στην ενοποίηση.
 - γ) Οι περιοδικές οικονομικές καταστάσεις 1^{ου}, 2^{ου}, 3^{ου} και 4^{ου} τριμήνου (εφόσον καταρτίζεται), σύμφωνα με το άρθρο 4 του ΠΔ 360/1985, όπως ισχύει.
 - δ) Οι ετήσιες καταστάσεις ταμιακών ροών, σε ενοποιημένη και μη ενοποιημένη βάση, οι οποίες καταρτίζονται σύμφωνα με τα συνημμένα στην παρούσα απόφαση Παραρτήματα Α έως Γ. Οι καταστάσεις ταμιακών ροών υπογράφονται όπως προβλέπεται στην παράγραφο 5 του άρθρου 42^α του κ.ν. 2190/1920 όπως ισχύει, και ελέγχονται από τον ορκωτό ελεγκτή της Εταιρίας, το πιστοποιητικό ελέγχου του οποίου δημοσιεύεται μαζί με τις καταστάσεις.
 - ε) Ο πίνακας διάθεσης των αντληθέντων κεφαλαίων από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών, εφόσον η διάθεση δεν έχει ολοκληρωθεί ή ολοκληρώθηκε στην διάρκεια της χρήσης, σύμφωνα με την απόφαση 34 της συνεδρίασης της 5.11.1999 (ΦΕΚ 2103B/1.12.1999) του ΔΣ του ΧΑΑ όπως εκάστοτε ισχύει.
 - στ) Η εξέλιξη της χρηματιστηριακής τιμής και του όγκου συναλλαγών των μετοχών της Εταιρίας, σε σχέση με την πορεία του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η Εταιρία και τον Γενικό Δείκτη του Χ.Α.Α. Ειδικότερα, θα πρέπει κατ' ελάχιστο να αναφέρονται η τιμή κλεισίματος της μετοχής της τελευταίας συνεδρίασης κάθε μήνα και η αξία του συνολικού μηνιαίου όγκου συναλλαγών.
 - ζ) Εταιρίες που ανήκουν στον κλάδο των Κατασκευών οφείλουν να παραθέτουν επιπλέον τα στοιχεία που αναφέρονται στο τμήμα ΙΙ της απόφασης αρ. 21 συνεδρίασης 14.5.1999 του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. με σημείο αναφοράς το χρόνο λήξης της τελευταίας χρήσης.
4. Το Ετήσιο Δελτίο τίθεται στη διάθεση των επενδυτών δωρεάν, μετά την δημοσίευση των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων και, πάντως, το αργότερο δέκα εργάσιμες ημέρες πριν από την Ετήσια Τακτική Γενική Συνέλευση των Μετόχων. Αντίτυπο του Ετήσιου Δελτίου υποβάλλεται αμελλητί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.
5. Εφ' όσον το Ετήσιο Δελτίο κυκλοφορεί και σε ηλεκτρονική μορφή από την ιστοσελίδα της Εταιρίας, πρέπει να τηρούνται σε κάθε περίπτωση, οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

- α) Το περιεχόμενο της καταχώρησης στην ιστοσελίδα θα είναι ταυτόσημο με το περιεχόμενο του δελτίου που κυκλοφορεί υπό τη μορφή εντύπου και
β) Η πρόσβαση στην ιστοσελίδα θα παρέχεται χωρίς χρέωση.

6. Οι Εταιρίες δύνανται να ενσωματώνουν το Ετήσιο Δελτίο στον ετήσιο απολογισμό χρήσης.
7. Σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων του παρόντος άρθρου, το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει τις κυρώσεις που προβλέπονται από το άρθρο 7 του π.δ. 360/1985, σύμφωνα με την περίπτωση α της παραγράφου 4 του άρθρου 1 του ν. 2836/2000.

Από τις διατάξεις της παρούσας απόφασης δεν προκαλείται δαπάνη σε βάρος του Κρατικού Προϋπολογισμού.

Η παρούσα απόφαση και τα επισυναπτόμενα παραρτήματα να δημοσιευθούν στην εφημερίδα της Κυβερνήσεως.

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ

Ο Α΄ ΑΝΤΙΠΡΟΕΔΡΟΣ

ΤΑ ΜΕΛΗ

ΣΤ. ΘΩΜΑΔΑΚΗΣ

Ο Β΄ ΑΝΤΙΠΡΟΕΔΡΟΣ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α: Υπόδειγμα κατάστασης Ταμιακών Ροών για Εμποροβιομηχανικές Εταιρίες

ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.

Μ.Α.Ε.

Κατάσταση Ταμιακών Ροών

της χρήσεως: από μέχρι

.....

Α/Α	Ανάλυση	Ποσά σε χιλιάδες δρχ.	
		Χρήση	Προηγ. Χρήση
	Ταμιακές Ροές από συνήθειες (λειτουργικές) δραστηριότητες		
A	100 <u>Ταμιακές εισροές</u>		
	101 Πωλήσεις		
	102 Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως		
	103 Έκτακτα και ανόργανα έσοδα		
	104 Έσοδα προηγούμενων χρήσεων		
	105 Πιστωτικοί τόκοι [καταθέσεων κλπ.]		
	106 Έσοδα χρεογράφων		
	107 Πώληση χρεογράφων		
	108 Μείωση απαιτήσεων		
	<i>Αφαιρούνται:</i>		
	109 Αγορά χρεογράφων		
	110 Αύξηση απαιτήσεων		
	<i>Σύνολο Ταμιακών Εισροών (Α100)</i>		
A	200 <u>Ταμιακές εκροές</u>		
	201 Κόστος πωληθέντων (μείον αποσβέσεις και προβλέψεις)		
	202 Έξοδα λειτουργίας διοικήσεως		
	203 Έξοδα λειτουργίας ερευνών – αναπτύξεως		
	204 Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως		
	205 Έξοδα υποαπασχολήσεως / αδράνειας		
	206 Άλλα έξοδα		
	207 Αύξηση αποθεμάτων		
	208 Αύξηση μεταβατικών λογαριασμών ενεργητικού		
	209 Μείωση μεταβατικών λογαριασμών παθητικού		
	210 Μείωση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (πλην Τραπεζών)		
	<i>Αφαιρούνται:</i>		
	211 Μείωση αποθεμάτων		
	212 Μείωση μεταβατικών λογαριασμών ενεργητικού		
	213 Αύξηση μεταβατικών λογαριασμών παθητικού		
	214 Αύξηση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (πλην Τραπεζών)		
	<i>Σύνολο Ταμιακών Εκροών (Α200)</i>		
A	300 <u>Ταμιακές Εκροές φόρων</u>		
	301 Φόροι εισοδήματος		
	302 Μη ενσωματούμενοι στο λειτουργικό κόστος φόροι		
	303 Διαφορές φόρου φορολογικού ελέγχου		
	304 Μείωση υποχρεώσεων από φόρους – τέλη		
	<i>Αφαιρείται:</i>		
	305 Αύξηση υποχρεώσεων από φόρους – τέλη		
	<i>Σύνολο Ταμιακών εκροών φόρων (Α300)</i>		

		Ταμιακές Ροές από συνήθειες (λειτουργικές) δραστηριότητες (A100 – A200 – A300) = A		
A/A	Ανάλυση		Ποσά σε χιλιάδες δρχ.	
			Χρήση	Προηγούμενη Χρήση
B	Ταμιακές Ροές από Επενδυτικές δραστηριότητες			
B	100 <u>Ταμιακές εισροές</u>			
	101 Πώληση ασώματων ακινητοποιήσεων			
	102 Πώληση ενσώματων ακινητοποιήσεων			
	103 Πώληση συμμετοχών και τίτλων ακινητοποιήσεων			
	104 Μείωση μακροπρόθεσμων απαιτήσεων			
	105 Έσοδα συμμετοχών και τίτλων ακινητοποιήσεων			
	106 Πιστωτικοί τόκοι (μακροπρόθεσμων κλπ. απαιτήσεων)			
	<i>Σύνολο Ταμιακών εισροών (B100)</i>			
B	200 <u>Ταμιακές εκροές</u>			
	201 Αγορά ασώματων ακινητοποιήσεων			
	202 Αγορά ενσώματων ακινητοποιήσεων			
	203 Αγορά συμμετοχών και τίτλων ακινητοποιήσεων			
	204 Αύξηση μακροπρόθεσμων απαιτήσεων			
	205 Αύξηση εξόδων εγκαταστάσεως			
	<i>Σύνολο Ταμιακών εκροών (B200)</i>			
	Ταμιακές Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες (B100 – B200) = B			
Γ	Ταμιακές Ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες			
Γ	100 <u>Ταμιακές εισροές</u>			
	101 Είσπραξη αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και διαφοράς υπέρ άρτιο			
	102 Είσπραξη επιχορηγήσεων παγίων			
	103 Αύξηση μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων			
	104 Αύξηση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (λογαριασμοί Τραπεζών)			
	<i>Σύνολο Ταμιακών εισροών (Γ100)</i>			
Γ	200 <u>Ταμιακές εκροές</u>			
	201 Μείωση (επιστροφή) μετοχικού κεφαλαίου			
	202 Επιστροφή επιχορηγήσεων παγίων			
	203 Μείωση μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων			
	204 Μείωση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (λογαριασμοί Τραπεζών)			
	205 Τόκοι πληρωθέντες			
	206 Μερίσματα πληρωθέντα			
	207 Διανομή κερδών στο προσωπικό			
	208 Αμοιβές Δ.Σ. από κέρδη χρήσεως			
	<i>Σύνολο Ταμιακών εκροών (Γ200)</i>			
	Ταμιακές Ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (Γ100 – Γ200) = Γ			
	TAMIAKES POES ETAIRIAS (αλγεβρικό άθροισμα A + B + Γ)			

	ΠΛΕΟΝ: ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΝΑΡΞΗΣ ΧΡΗΣΗΣ		
	ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΤΕΛΟΥΣ ΧΡΗΣΗΣ		

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β: Υπόδειγμα κατάστασης Ταμιακών Ροών για Τράπεζες

ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ Α.Ε.

Μ.Α.Ε.

Κατάσταση Ταμιακών Ροών

της χρήσεως: από μέχρι

.....

Α/Α	Ανάλυση	Ποσά σε χιλιάδες δρχ.	
		Χρήση	Προηγούμενη Χρήση
	Ταμιακές Ροές από συνήθεις (λειτουργικές) δραστηριότητες		
A 100	<u>Ταμιακές εισροές</u>		
101	Τόκοι και προμήθειες (Εσοδα)		
102	Έσοδα από τίτλους		
103	Λοιπά έσοδα		
104	Αποτελέσματα χρηματοοικονομικών πράξεων		
105	Πώληση (εμπορεύσιμων) χρεογράφων		
106	Πώληση κρατικών και άλλων αξιόγραφων		
107	Είσπραξη απαιτήσεων		
108	Αύξηση καταθέσεων		
109	<i>Προστίθεται:</i> Μείωση Έσοδα Εισπρακτέα <i>Αφαιρείται:</i> Αύξηση Έσοδα Εισπρακτέα		
110	<i>Προστίθεται:</i> Αύξηση Έσοδα επόμενων χρήσεων <i>Αφαιρείται:</i> Μείωση Έσοδα επόμενων χρήσεων		
111	<i>Προστίθεται:</i> Μείωση λογαριασμών Λοιπά στοιχεία Ενεργητικού <i>Αφαιρείται:</i> Αύξηση λογαριασμών Λοιπά στοιχεία Παθητικού		
112	Πώληση περιουσιακών στοιχείων πλειστηριασμού		
	<i>Σύνολο Ταμιακών Εισροών (Α100)</i>		
A 200	<u>Ταμιακές εκροές</u>		
201	Τόκοι και προμήθειες (Εξοδα)		
202	Γενικά έξοδα Διοικήσεως		
203	Λοιπά έξοδα		
204	Αποτελέσματα χρηματοοικονομικών πράξεων		
205	Αγορά (εμπορεύσιμων) χρεογράφων		
206	Αγορά κρατικών και άλλων αξιόγραφων		
207	Χορήγηση δανείων		
208	Μείωση καταθέσεων		
209	<i>Προστίθεται:</i> Αύξηση Εξόδων επόμενων χρήσεων <i>Αφαιρείται:</i> Μείωση Εξόδων επόμενων χρήσεων		
210	<i>Προστίθεται:</i> Μείωση Εξόδων πληρωτέων <i>Αφαιρείται:</i> Αύξηση Εξόδων πληρωτέων		
211	<i>Προστίθεται:</i> Μείωση λογαριασμών Λοιπά στοιχεία Παθητικού <i>Αφαιρείται:</i> Αύξηση λογαριασμών Λοιπά στοιχεία Ενεργητικού		

212	Αγορά περιουσιακών στοιχείων πλειστηριασμού		
	<i>Σύνολο Ταμιακών Εκροών (A200)</i>		
	Ταμιακές Ροές από συνήθεις (λειτουργικές) δραστηριότητες (A100 – A200) = A		

A/A		Ανάλυση	Ποσά σε χιλιάδες δρχ.	
			Χρήση	Προηγούμενη Χρήση
B		Ταμιακές Ροές από Επενδυτικές δραστηριότητες		
B	100	<i>Ταμιακές εισροές</i>		
	101	Πώληση χρεογράφων συμμετοχών και τίτλων		
	102	Πώληση άυλων και ενσώματων παγίων		
	103	Έσοδα από συμμετοχές και τίτλους		
	104	Λοιπά έσοδα		
		<i>Σύνολο Ταμιακών εισροών (B100)</i>		
B	200	<i>Ταμιακές εκροές</i>		
	201	Αγορά χρεογράφων συμμετοχών και τίτλων		
	202	Αγορά άυλων και ενσώματων παγίων		
		<i>Σύνολο Ταμιακών εκροών (B200)</i>		
		Ταμιακές Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες (B100 – B200) = B		
Γ		Ταμιακές Ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες		
Γ	100	<i>Ταμιακές εισροές</i>		
	101	Αύξηση υποχρεώσεων από πιστωτικούς τίτλους		
	102	Αύξηση υποχρεώσεων μειωμένης εξασφάλισης		
	103	Είσπραξη αύξησης μετοχικού κεφαλαίου		
	104	Πώληση Ιδίων Μετοχών		
	105	Αύξηση υποχρεώσεων προς Πιστωτικά Ιδρύματα		
		<i>Σύνολο Ταμιακών εισροών (Γ100)</i>		
Γ	200	<i>Ταμιακές εκροές</i>		
	201	Μείωση υποχρεώσεων από πιστωτικούς τίτλους		
	202	Μείωση υποχρεώσεων μειωμένης εξασφάλισης		
	203	Επιστροφή μετοχικού κεφαλαίου		
	204	Αγορά Ιδίων Μετοχών		
	205	Μείωση υποχρεώσεων προς Πιστωτικά Ιδρύματα		
	206	Τόκοι πιστωτικών τίτλων (έξοδα)		
	207	Μερίσματα		
	208	Διάθεση κερδών στο προσωπικό		
	209	Αμοιβές Δ.Σ. από κέρδη χρήσεως		
		<i>Σύνολο Ταμιακών εκροών (Γ200)</i>		
		Ταμιακές Ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (Γ100 – Γ200) = Γ		
		TAMIAKES POES TRAPEZAS (A +/- B +/- Γ)		

	<p>Πλέον: ΤΑΜΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΝΑΡΞΗΣ ΧΡΗΣΗΣ: Ταμείο και Διαθέσιμα στην Κεντρική Τράπεζα [Λογ. 38.00, 38.01, 38.02, 38.04, 37.00, 37.04, 37.06, 38.06.00, 38.06 ότι αφορά, 38.08 ότι αφορά και 38.22]</p>		
	<p>ΤΑΜΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΤΕΛΟΥΣ ΧΡΗΣΗΣ Ητοι: 1. Ταμείο και Διαθέσιμα στην Κεντρική Τράπεζα 2. Απαιτήσεις κατά Πιστωτικών Ιδρυμάτων [πλην Χορηγήσεων 20-28 σε ότι αφορούν Τράπεζες και Μακροπρόθεσμων Απαιτήσεων (Λ/18) σε ότι αφορούν Τράπεζες]</p>		

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ: Υπόδειγμα κατάστασης Ταμιακών Ροών για Ασφαλιστικές Εταιρίες

ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ Α.Ε.

Μ.Α.Ε.

Κατάσταση Ταμιακών Ροών

της χρήσεως: από μέχρι

.....

Α/Α	Ανάλυση	Ποσά σε χιλιάδες δρχ.	
		Χρήση	Προηγούμενη Χρήση
	Ταμιακές Ροές από συνήθειες (λειτουργικές) δραστηριότητες		
A 100	<p><u>Ταμιακές εισροές</u> II. Οργανικά έσοδα α. Έσοδα ασφαλιστικών εργασιών και επενδύσεων 1. Ασφάλιστρα και πρωτοασφαλίσεις (Λ/70) 2. Ασφάλιστρα από αντασφαλίσεις (Λ/72) 3. Δικαιώματα συμβολαίων και λοιπά (Λ/73) 4. Προμήθειες και λοιπά έσοδα από αντασφαλίσεις (Λ/74) β. Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως Έσοδα παρεπόμενων ασχολιών (Λ/75) <i>Προστίθεται: Μείωση, Αφαιρείται: Αύξηση Εισπρακτέων Λογαριασμών</i> E I - III (το IV συνεξετάζεται στις χρηματοδοτικές δραστηριότητες) <i>Προστίθεται: Έκτακτα και Ανόργανα Έσοδα (Λ/81.01) και Έσοδα Προηγούμενων Χρήσεων (Λ/82.01)</i></p>		
	<i>Σύνολο Ταμιακών Εισροών (A100)</i>		
A 200	<p><u>Ταμιακές εκροές</u> I. Οργανικά έξοδα 1. Αμοιβές και έξοδα προσωπικού (Λ/60) 2. Αμοιβές και έξοδα τρίτων - παροχές τρίτων (Λ/61) 3. Αντασφάλιστρα (Λ/62) 4. Φόροι - Τέλη (Λ/63) [πλην 63.00] 5. Διάφορα έξοδα (Λ/64) 6. Ασφαλιστικές αποζημιώσεις (Λ/67) <i>Προστίθενται:</i> Αυξήσεις Μεταβατικών λογαριασμών Ενεργητικού (Z) Μειώσεις Μεταβατικών λογαριασμών Παθητικού (H) <i>Αφαιρούνται:</i> Μειώσεις Μεταβατικών λογαριασμών Ενεργητικού (Z) Αυξήσεις Μεταβατικών λογαριασμών Παθητικού (H)</p>		

	<p><i>Προστίθενται:</i> Μειώσεις υποχρεώσεων (Ζ Ι-ΙΙ και V, πλην V1, V3) Μειώσεις ληφθεισών εγγυήσεων (ΣΤ)</p> <p><i>Αφαιρούνται:</i> Αυξήσεις υποχρεώσεων (Ζ Ι-ΙΙ και V, πλην V1, V3) Αυξήσεις ληφθεισών εγγυήσεων (ΣΤ)</p> <p><i>Προστίθενται:</i> Έκτακτα και Ανόργανα Έξοδα (Λ/81.00) και Έξοδα προηγούμενων χρήσεων (Λ/82.00)</p> <p><i>Σύνολο Ταμιακών Εκροών (Α200)</i></p>		
--	---	--	--

Α/Α	Ανάλυση	Ποσά σε χιλιάδες δρχ.	
		Χρήση	Προηγούμενη Χρήση
A 300	<p><u>Ταμιακές εκροές φόρων</u> 1. Φόρος εισοδήματος (πίνακας διανομής) 2. Λοιποί μη ενσωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος φόροι (Λ63.00) <i>Προστίθεται:</i> Μείωση υποχρεώσεων από φόρους (V1) <i>Αφαιρείται:</i> Αύξηση υποχρεώσεων από φόρους; (V1)</p> <p>Ταμιακές Ροές από συνήθεις (λειτουργικές) δραστηριότητες (Α100 – Α200 – Α300) = Α</p>		
B	Ταμιακές Ροές από Επενδυτικές δραστηριότητες		
B 100	<p><u>Ταμιακές εισροές</u> Πωλήσεις λοιπών στοιχείων Ενεργητικού Πωλήσεις επενδύσεων (ΓΙ Ακίνητα) Πωλήσεις συμμετοχών (ΓΙΙ) Πωλήσεις (ή και μειώσεις) λοιπών χρηματοοικονομικών επενδύσεων (ΓΙΙΙ) Πωλήσεις επενδύσεων για λογαριασμό ασφαλισμένων (Δ) Έσοδα επενδύσεων (Λ/76) και κέρδη από λαχούς ομολογιών (Λ/81.03.07) Πώληση άυλων στοιχείων</p> <p><i>Σύνολο Ταμιακών εισροών (B100)</i></p>		
B 200	<p><u>Ταμιακές εκροές</u> Αγορά (ή και αύξηση) λοιπών στοιχείων Ενεργητικού (Ι1, Ι2 και Ι3) Αγορά επενδύσεων (ΓΙ Ακίνητα) Αγορά συμμετοχών (ΓΙΙ) Αγορά (ή και αυξήσεις) λοιπών χρηματοοικονομικών επενδύσεων (ΓΙΙΙ) Αγορά επενδύσεων για λογαριασμό ασφαλισμένων (Δ) Αγορά εξόδων εγκαταστάσεως (B) Αγορά άυλων στοιχείων (B)</p> <p><i>Σύνολο Ταμιακών εκροών (B200)</i></p> <p>Ταμιακές Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες (B100 – B200) = Β</p>		
Γ	Ταμιακές Ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες		

Γ	100	<u>Ταμιακές εισροές</u> Είσπραξη αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και υπέρ το άρτιο διαφοράς Αύξηση Ομολογιακών Δανείων (ΖΙΙΙ) Αύξηση υποχρεώσεων προς Πιστωτικά Ιδρύματα (ΖΙΥ)		
		<i>Σύνολο Ταμιακών εισροών (Γ100)</i>		
Γ	200	<u>Ταμιακές εκροές</u> Επιστροφή (μείωση) μετοχικού κεφαλαίου Πληρωμή Ομολογιακών Δανείων (ΖΙΙΙ) Μείωση υποχρεώσεων προς Πιστωτικά Ιδρύματα (ΖΙΥ) Τόκοι χρεωστικοί (Λ/65) Μερίσματα πληρωτέα (πίνακας διανομής και ΖΥ3)		
		<i>Σύνολο Ταμιακών εκροών (Γ200)</i>		
		Ταμιακές Ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (Γ100–Γ200) = Γ		
		<i>TAMIAKES POES ETAIPPIAS (A + B + Γ)</i>		
		<i>Πλέον: TAMIAKA DIAΘESIMA ENARXHS XPHSHS</i>		
		<i>TAMIAKA DIAΘESIMA TELOYΣ XPHSHS</i>		

ΝΟΜΟΣ ΥΠ' ΑΡΙΘ. 3016 / 2002

*«Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις,» (ΦΕΚ 110/17.05.2002),
όπως τροποποιήθηκε από το άρθρο 26 του νόμου 3091/2002 (ΦΕΚ, 330/24.12.2002)*

(Άρθρα 1- 11)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α.

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

Άρθρο 1 Πεδίο εφαρμογής

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

Α. Διοικητικό Συμβούλιο

Άρθρο 2 Υποχρεώσεις. Καθήκοντα

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

Άρθρο 3 Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου

1. Το διοικητικό συμβούλιο αποτελείται από εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη. Εκτελεστικά μέλη θεωρούνται αυτά που ασχολούνται με τα καθημερινά θέματα διοίκησης της εταιρίας, ενώ μη εκτελεστικά τα επιφορτισμένα με την προαγωγή όλων των εταιρικών ζητημάτων. Ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου δεν πρέπει να είναι μικρότερος του 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών. Αν προκύψει κλάσμα, στρογγυλοποιείται στον επόμενο ακέραιο αριθμό. Μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να υπάρχουν δύο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη κατά την έννοια του άρθρου 4 του νόμου αυτού. Η ύπαρξη ανεξαρτήτων μελών δεν είναι υποχρεωτική, όταν στο διοικητικό συμβούλιο Ορίζονται ρητά και συμμετέχουν ως μέλη εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων. *Η ιδιότητα των μελών του διοικητικού συμβουλίου ως εκτελεστικών ή μη ορίζεται από το διοικητικό συμβούλιο. Τα ανεξάρτητα μέλη ορίζονται από τη γενική συνέλευση. Αν εκλεγεί από το διοικητικό συμβούλιο προσωρινό μέλος μέχρι τη πρώτη γενική συνέλευση σε αναπλήρωση άλλου ανεξάρτητου που παραιτήθηκε, εξέλιπε ή για οποιονδήποτε λόγο κατέστη έκπτωτο, το μέλος που εκλέγεται πρέπει να είναι και αυτό ανεξάρτητο.*¹
2. Θέματα που αφορούν τις κάθε είδους αμοιβές που καταβάλλονται στα διευθυντικά στελέχη της εταιρίας, τους εσωτερικούς ελεγκτές αυτής και τη γενικότερη πολιτική των αμοιβών της εταιρίας αποφασίζονται από το διοικητικό συμβούλιο.

Άρθρο 4 Ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου

1. Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου πρέπει κατά τη διάρκεια της θητείας τους να μην κατέχουν μετοχές σε ποσοστό μεγαλύτερο του 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας και να μην έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρία ή με συνδεδεμένα με αυτή πρόσωπα.² Σχέση εξάρτησης υπάρχει όταν μέλος του διοικητικού συμβουλίου:
 - α. Διατηρεί επιχειρηματική ή άλλη επαγγελματική σχέση με την εταιρία ή με συνδεδεμένη με αυτή επιχείρηση κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ. 5 του Κ.Ν. 2190/ 1920, η οποία σχέση από τη φύση της επηρεάζει την επιχειρηματική της δραστηριότητα, όταν ιδίως είναι σημαντικός προμηθευτής ή πελάτης της εταιρείας
 - β. Είναι πρόεδρος του Δ.Σ. ή διευθυντικό στέλεχος της εταιρίας, καθώς και εάν έχει τις ως άνω ιδιότητες ή είναι εκτελεστικό μέλος του διοικητικού συμβουλίου σε συνδεδεμένη με την εταιρία επιχείρηση κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ. 5 του Κ.Ν. 2190/1920 ή διατηρεί σχέση εξαρτημένης εργασίας ή έμμισθης εντολής με την εταιρία ή τις συνδεδεμένες με αυτήν επιχειρήσεις
 - γ. Έχει συγγένεια μέχρι δεύτερου βαθμού ή είναι σύζυγος εκτελεστικού μέλους του διοικητικού συμβουλίου ή διευθυντικού στελέχους ή μετόχου που συγκεντρώνει την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας ή συνδεδεμένης με αυτήν επιχείρησης κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ. 5 του Κ.Ν. 2190/1920
 - δ. Έχει διοριστεί σύμφωνα με το άρθρο 18 παρ. 3 του Κ.Ν. 2190/1920.
2. Τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου μπορούν να υποβάλλουν, ο καθένας ή από κοινού, αναφορές και ξεχωριστές εκθέσεις από αυτές του διοικητικού συμβουλίου προς την τακτική ή έκτακτη γενική συνέλευση της εταιρίας, εφόσον κρίνουν τούτο αναγκαίο.

¹ . Όπως τροποποιήθηκε από το άρθρο 26, παρ. 1α, του νόμου 3091/2002

² . Όπως τροποποιήθηκε από το άρθρο 26, παρ. 1β, του νόμου 3091/2002

3. Προκειμένου να ελεγχθεί η τήρηση των διατάξεων του νόμου αυτού, η εταιρία, μέσα σε είκοσι ημέρες από τη συγκρότηση σε σώμα του Δ.Σ. υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το πρακτικό της γενικής συνέλευσης που εξέλεξε τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Ομοίως, υποβάλλεται στην ίδια προθεσμία και το πρακτικό του διοικητικού συμβουλίου, στο οποίο ορίζεται η ιδιότητα του κάθε μέλους του διοικητικού συμβουλίου ως εκτελεστικού, μη εκτελεστικού, ή εκλέγεται προσωρινό ανεξάρτητο μέλος σε αντικατάσταση άλλου που παραιτήθηκε, εξέλιπε ή για οποιονδήποτε λόγο κατέστη έκπτωτο.³

Άρθρο 5

Αμοιβή των μη εκτελεστικών μελών

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

Β. Εσωτερικός κανονισμός και εσωτερικός έλεγχος

Άρθρο 6

Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας

1. Προκειμένου μία εταιρία να εισαγάγει μετοχές ή άλλες κινητές αξίες της σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, κατά την υποβολή της αίτησης περί εισαγωγής πρέπει να διαθέτει Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας. Ο Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας καταρτίζεται με απόφαση του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας.
2. Το ελάχιστο περιεχόμενο του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας περιλαμβάνει:
 - α. Τη διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρίας, τα αντικείμενά τους, καθώς και τη σχέση των υπηρεσιών μεταξύ τους και με τη διοίκηση. Πρέπει να προβλέπονται τουλάχιστον υπηρεσίες Εσωτερικού Ελέγχου, Εξυπηρέτησης Μετόχων και Εταιρικών Ανακοινώσεων.
 - β. Τον προσδιορισμό των αρμοδιοτήτων των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου.
 - γ. Τις διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών της εταιρίας και στη συνέχεια αξιολόγησης της απόδοσής τους.
 - δ. Τις διαδικασίες παρακολούθησης των συναλλαγών των μελών του διοικητικού συμβουλίου, των διευθυντικών στελεχών και των προσώπων που, εξαιτίας της σχέσης τους με την εταιρία, κατέχουν εσωτερική πληροφόρηση σε κινητές αξίες της εταιρίας ή συνδεδεμένων επιχειρήσεων κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ. 5 του Κ.Ν. 2190/1920, εφόσον αυτές είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, καθώς και από άλλες δραστηριότητες που συνδέονται με την εταιρία.
 - ε. Τις διαδικασίες προαναγγελίας και δημόσιας γνωστοποίησης σημαντικών συναλλαγών και άλλων οικονομικών δραστηριοτήτων των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή τρίτων στους

³. Όπως τροποποιήθηκε από το άρθρο 26, παρ. 1γ, του νόμου 3091/2002

οποίους έχουν ανατεθεί αρμοδιότητες του διοικητικού συμβουλίου, οι οποίες σχετίζονται με την εταιρία, καθώς και με βασικούς πελάτες ή προμηθευτές της.

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

Άρθρο 7 **Οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου**

1. *Η οργάνωση και λειτουργία εσωτερικού ελέγχου αποτελεί προϋπόθεση για την εισαγωγή των μετοχών ή άλλων κινητών αξιών σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Η διενέργεια εσωτερικού ελέγχου πραγματοποιείται από ειδική υπηρεσία της εταιρίας.⁴*
2. Οι εσωτερικοί ελεγκτές κατά την άσκηση των καθηκόντων τους είναι ανεξάρτητοι, δεν υπάγονται ιεραρχικά σε καμία άλλη υπηρεσιακή μονάδα της εταιρίας και εποπτεύονται από ένα έως τρία μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου.
3. *Οι εσωτερικοί ελεγκτές ορίζονται από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας και είναι πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης. Δεν μπορούν να ορισθούν ως εσωτερικοί ελεγκτές μέλη του διοικητικού συμβουλίου, διευθυντικά στελέχη τα οποία έχουν και άλλες εκτός του εσωτερικού ελέγχου αρμοδιότητες ή συγγενείς των παραπάνω μέχρι και του δεύτερου βαθμού εξ αίματος ή εξ αγχιστείας. Η εταιρία υποχρεούται να ενημερώνει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για οποιαδήποτε μεταβολή στα πρόσωπα ή την οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου εντός δέκα εργάσιμων ημερών από τη μεταβολή αυτήν.⁵*
4. Κατά την άσκηση των καθηκόντων τους οι εσωτερικοί ελεγκτές δικαιούνται να λάβουν γνώση οποιουδήποτε βιβλίου, εγγράφου, αρχείου, τραπεζικού λογαριασμού και χαρτοφυλακίου της εταιρίας και να έχουν πρόσβαση σε οποιαδήποτε υπηρεσία της εταιρίας. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου οφείλουν να συνεργάζονται και να παρέχουν πληροφορίες στους εσωτερικούς ελεγκτές και γενικά να διευκολύνουν με κάθε τρόπο το έργο τους. Η διοίκηση της εταιρίας οφείλει να παρέχει στους εσωτερικούς ελεγκτές όλα τα απαραίτητα μέσα για τη διευκόλυνση του έργου τους.

Άρθρο 8 **Αρμοδιότητες της Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου**

Η Υπηρεσία Εσωτερικού Ελέγχου έχει τις ακόλουθες αρμοδιότητες:

- α. Παρακολουθεί την εφαρμογή και τη συνεχή τήρηση του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας και του καταστατικού της εταιρίας, καθώς και της εν γένει νομοθεσίας που αφορά την εταιρία και ιδιαίτερα της νομοθεσίας των ανωνύμων εταιριών και της χρηματιστηριακής.
- β. Αναφέρει στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας περιπτώσεις σύγκρουσης των ιδιωτικών συμφερόντων των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών της εταιρίας με τα συμφέροντα της εταιρίας, τις οποίες διαπιστώνει κατά την άσκηση των καθηκόντων του.
- γ. Οι εσωτερικοί ελεγκτές οφείλουν να ενημερώνουν εγγράφως μια φορά τουλάχιστον το τρίμηνο το διοικητικό συμβούλιο για το διενεργούμενο από αυτούς έλεγχο και να παρίστανται κατά τις γενικές συνελεύσεις των μετόχων.

⁴ . Όπως τροποποιήθηκε από το άρθρο 26, παρ. 1δ, του νόμου 3091/2002

⁵ . Όπως τροποποιήθηκε από το άρθρο 26, παρ. 1ε, του νόμου 3091/2002

- δ. Οι εσωτερικοί ελεγκτές παρέχουν, μετά από έγκριση του Δ.Σ. της εταιρίας, οποιαδήποτε πληροφορία ζητηθεί εγγράφως από Εποπτικές Αρχές, συνεργάζονται με αυτές και διευκολύνουν με κάθε δυνατό τρόπο το έργο παρακολούθησης, ελέγχου και εποπτείας που αυτές ασκού

Άρθρο 9

Αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών.

Αποκλίσεις στη χρήση αντληθέντων κεφαλαίων

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

Η απόφαση αυτή γνωστοποιείται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Υπουργείο Ανάπτυξης, χωρίς να αίρονται άλλες υποχρεώσεις γνωστοποίησης που προκύπτουν από την ισχύουσα νομοθεσία.

Άρθρο 10

Συνέπειες παραβίασης των διατάξεων του παρόντος

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

Άρθρο 11

Μεταβατικές διατάξεις

Εταιρίες που έχουν ήδη εισάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών υποχρεούνται να συμμορφωθούν προς τις διατάξεις των άρθρων 3 και 4 του παρόντος το αργότερο μέσα σε έξι μήνες από την έναρξη ισχύος του παρόντος νόμου.⁶

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

⁶. Όπως τροποποιήθηκε από το άρθρο 26, παρ. 1στ, του νόμου 3091/2002