



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

Μ.Π.Σ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

**Η ΕΝΣΩΜΑΤΩΣΗ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΕΙΡΙΑΣ ΣΤΗΝ
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ**

ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ Κ. ΑΣΤΗΘΑΣ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ: ΑΝ. ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ

**Εργασία υποβληθείσα στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής &
Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς ως μέρος των
απαιτήσεων για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος
Ειδίκευσης στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση**

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ
ΙΟΥΛΙΟΣ 2005**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
Μ.Π.Σ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

Η ΕΝΣΩΜΑΤΩΣΗ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΕΙΡΙΑΣ ΣΤΗΝ
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ

ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΑΣΤΗΘΑΣ

ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ

ΑΝ. ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ

ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗΣ

ΕΠ. ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ

ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗΣ

ΛΕΚΤΟΡΑΣ

ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΚΥΡΙΑΖΗΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2005

Αφιερώνεται στη μητέρα
μου Πουκία, μία
ιδραγματική ηρωίδα της
ζωής, που εδώ και
δεκαεπτά χρόνια έχει
υπάρξει για εμένα
μητέρα, πατέρας, φίλος,
σύμβουλος και
συνοδοιῶρος ...

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στο σύνολο των μελών Δ.Ε.Π του Τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς για την πολύτιμη και καταλυτική συνεισφορά τους, τόσο στην εξειδικευμένη κατάρτιση που παρείχαν, όσο και στην ηθική και κοινωνική συμβολή τους προς τη διαμόρφωση σημαντικών στοιχείων του χαρακτήρα μου. Έξι χρόνια στο Τμήμα ήταν αρκετά για να νοιώσω το Πανεπιστήμιο Πειραιώς χώρο οικείο και αγαπημένο.

Για την ολοκλήρωση της παρούσας εργασίας θα ήθελα να ευχαριστήσω τα μέλη της Τριμελούς Επιτροπής εξέτασής μου, τον επιβλέποντα Αν. Καθηγητή Εμμανουήλ Τσιριτάκη, τον Επ. Καθηγητή Νικόλαο Τσαγκαράκη και τον Λέκτορα Δημήτριο Κυριαζή, για τις πολύτιμες συμβουλές, οδηγίες και την γενικότερη καθοδήγησή τους. Επιπρόσθετα, θα ήθελα να απευθύνω τις θερμότερες ευχαριστίες μου στον Καθηγητή Νικόλαο Τραυλό, Πρύτανη του ALBA, για την πολύτιμη συνεισφορά του στην ολοκλήρωση της παρούσης εργασίας.

Δημήτριος Κ. Αστήθας

Αθήνα, 29/06/2005

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Κεφάλαιο 1

Η πολυπλοκότητα των σύγχρονων επιχειρηματικών οργανισμών σε ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον και η ανάγκη κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης

1.1	Εισαγωγή.....	1
1.2	Αλλαγές στο περιβάλλον δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων.....	2
1.2.1	Αλληλεπίδραση τοπικών αγορών	2
1.2.2	Νέα επενδυτική κουλτούρα	5
1.3	Νέες τάσεις και αναγκαιότητα εταιρικής διακυβέρνησης	7
1.4	Σχέσεις αντιπροσώπευσης και αναγκαιότητα θέσπισης συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης.....	9
1.4.1	Μέτοχοι και Διοικητικά Στελέχη.....	11
1.4.2	Μέτοχοι και Πιστωτές	13
1.4.3	Μικρομέτοχοι και Μεγαλομέτοχοι	14
1.5	Μηχανισμοί Ελέγχου Προβλημάτων Αντιπροσώπευσης	15
1.6	Σύνοψη Κεφαλαίου.....	15

Κεφάλαιο 2

Η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης και τα βασικά θεωρητικά μοντέλα της

2.1	Εισαγωγή.....	17
2.2	Θεωρητικά Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης	21
2.2.1	Εξωτερικό Σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης (Shareholder Model) ...	22
2.2.2	Εσωτερικό Σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης (Stakeholder Model) ...	25
2.2.3	Κριτική στα Βασικά Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	26
2.2.4	Άλλα Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης	28
2.3	Σύνοψη Κεφαλαίου.....	32

Κεφάλαιο 3

Εμπειρίες από την εφαρμογή συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης σε διεθνές επίπεδο

3.1	Εφαρμογή Συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	33
3.2	Η Περίπτωση των Ηνωμένων Πολιτειών	34
3.2.1	Η ανάπτυξη του ρόλου των θεσμικών επενδυτών	36

3.2.2	Η ανάπτυξη της αγοράς των συγχωνεύσεων και εξαγορών	37
3.2.3	Εταιρικά και πολιτικά σκάνδαλα	38
3.2.4	Αυξανόμενο ενδιαφέρον για την εταιρική διακυβέρνηση	39
3.2.5	Εμπειρικές μελέτες και σημαντικά πορίσματα	40
3.3	Η Περίπτωση της Ευρώπης	42
3.3.1	Διαφορές στις αγορές κεφαλαίου	45
3.3.2	Διαφορές στην αγορά εταιρικού ελέγχου	45
3.3.3	Διαφορές στη μετοχική δομή	47
3.3.4	Διαφορές στα δικαιώματα ελέγχου των μετόχων	48
3.3.5	Εθνικές συζητήσεις και πορίσματα επί της Εταιρικής Διακυβέρνησης ..	49
3.3.5.1	<i>Η έκθεση Cadbury στο Ηνωμένο Βασίλειο</i>	50
3.3.5.2	<i>Η ένθεση Vienot στη Γαλλία</i>	51
3.3.5.3	<i>Η έκθεση Peters στην Ολλανδία</i>	52
3.3.6	Εμπειρικές μελέτες και σημαντικά πορίσματα	54
3.4	Η περίπτωση της Ασίας	55
3.4.1	Το ιδιόμορφο Ιδιοκτησιακό Καθεστώς των Ασιατικών Επιχειρήσεων ...	56
3.4.2	Βασικοί Μηχανισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ασία	59
3.4.3	Ειδικά Θέματα Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ασία	61
3.4.3.1	<i>Οργάνωση εταιρειών σε ομίλους επιχειρήσεων (Groups & Conglomerates)</i>	61
3.4.3.2	<i>Εταιρική διαφοροποίηση δραστηριοτήτων (Corporate Diversification)</i>	62
3.4.3.3	<i>Εταιρική διαφάνεια</i>	62
3.4.3.4	<i>Η χρηματοοικονομική κρίση της Ασίας</i>	63
3.4.3.5	<i>Ο ρόλος των τραπεζών και οι χρηματοοικονομικές δομές</i>	64
3.4.4	Εμπειρικές μελέτες και σημαντικά πορίσματα	64
3.5	Σύνοψη Κεφαλαίου	65

Κεφάλαιο 4

Εταιρική Διακυβέρνηση: Η Ελληνική Πραγματικότητα
Το χρονικό μιας προσπάθειας σύγκλισης
στα διεθνή πρότυπα κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης

4.1	Εισαγωγή	67
4.2	Επισκόπηση της Κατάστασης στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά	68
4.3	Το Χρονικό της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα	71
4.3.1	Οι Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς	72
4.3.2	Ο Κώδικας 5/204/2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς	74
4.3.2.1	<i>Απαιτήσεις εκθέσεων και υποχρεώσεις συναλλαγών</i>	74
4.3.2.2	<i>Εσωτερικός έλεγχος και υποχρεώσεις εξυπηρέτησης επενδυτών</i>	75
4.3.3	Οι Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης του Σ.Ε.Β	76
4.3.4	Ο Νόμος 3016/2002 για την Εταιρική Διακυβέρνηση	76
4.3.4.1	<i>Σύνθεση διοικητικού συμβουλίου</i>	77
4.3.4.2	<i>Αμοιβές μη εκτελεστικών μελών Δ.Σ</i>	77
4.3.4.3	<i>Εσωτερικός Έλεγχος</i>	77
4.3.4.4	<i>Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου</i>	78
4.3.5	Θέσπιση Ποιοτικών Κριτηρίων από το Χ.Α.Α	78

4.4	Μεθοδολογία Κατάταξης Εισηγμένων Εταιρειών στο Χ.Α.Α με Κριτήρια Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	80
4.5	Σύνοψη Κεφαλαίου – Προτάσεις για Περαιτέρω Διερεύνηση	83

Κεφάλαιο 5

Εταιρική Διακυβέρνηση και Αποδοτικότητα Επενδύσεων
στην Ελλάδα: Μία Εμπειρική Προσέγγιση

5.1	Εισαγωγή.....	87
5.2	Σκοπός της Εμπειρικής Μελέτης	87
5.3	Μεθοδολογία Μελέτης και Δεδομένα	88
5.4	Εμπειρικά Αποτελέσματα	93
5.5	Σύνοψη Κεφαλαίου και Τελικά Συμπεράσματα	98
ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΗ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ - ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ		101

Κεφάλαιο 1

Η πολυπλοκότητα των σύγχρονων επιχειρηματικών οργανισμών σε ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον και η ανάγκη κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης

1.1 Εισαγωγή

Οι σύγχρονοι επιχειρηματικοί οργανισμοί, έτσι όπως διαμορφώνονται και λειτουργούν σε παγκόσμιο επίπεδο, παρουσιάζουν ελάχιστα κοινά σημεία με τις επιχειρήσεις της μεταπολεμικής περιόδου και σχεδόν κανένα με τις επιχειρήσεις ακόμη προγενέστερων ιστορικών περιόδων. Εύκολα μπορεί να επισημάνει κανείς ότι καταλυτικό ρόλο σε αυτή την αναδιαμόρφωση της επιχείρησης ως οντότητα διαδραμάτισε η μεταβολή καθαυτής της κοινωνίας. Η σημερινή κοινωνία χαρακτηρίζεται ως κοινωνία της πληροφορίας, της διεθνοποίησης, της παγκοσμιοποίησης, της συγκέντρωσης και ταυτόχρονης αποκέντρωσης, ως κοινωνία της ταχύτητας. Πράγματι, όλοι οι προαναφερθέντες προσδιορισμοί είναι σωστοί και προήλθαν από μια σειρά μεταβολών.

Οι μεταβολές αυτές συντελέστηκαν και εξακολουθούν καθημερινά να συντελούνται με έναν καταγιστικό ρυθμό. Οι επιδράσεις τους εμφανίστηκαν σε όλες τις πτυχές και της εκφάνσεις της κοινωνικής ζωής και βεβαίως στον επιχειρηματικό κόσμο. Οι σύγχρονες επιχειρήσεις είναι πολυσύνθετοι διεθνείς οργανισμοί που απασχολούν χιλιάδες εργαζόμενους από όλα τα μέρη του κόσμου, συνδέονται με παγκόσμια συμφέροντα, αντλούν κεφάλαια από διεθνή χρηματοδοτικά κέντρα, ενώ καθημερινά αντιμετωπίζουν δεκάδες προκλήσεις και προβλήματα.

Μέσα σε αυτό το πλαίσιο, η ανάγκη υιοθέτησης κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης κρίνεται επιτακτική όχι απλά για την ανάπτυξη, αλλά για τη βιωσιμότητα των εν λόγω οργανισμών στο σύγχρονο καπιταλιστικό σύστημα. Στο παρόν κεφάλαιο επιχειρείται μια επισκόπηση των ραγδαίων μεταβολών του επιχειρηματικού περιβάλλοντος, που αποτελούν το υπόβαθρο εφαρμογής συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης καθώς και τη γενεσιουργό αιτία συγκρουόμενων συμφερόντων μέσα στις σύγχρονες επιχειρήσεις.

1.2 Αλλαγές στο περιβάλλον δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων

Όπως αναφέρθηκε και στην παράγραφο 1.1, το περιβάλλον δραστηριοποίησης των σύγχρονων επιχειρηματικών οργανισμών διαρκώς μεταβάλλεται. Οι μεταβολές αυτές εκφράζονται σε δύο βασικούς άξονες, το ευρύτερο περιβάλλον στο οποίο οι επιχειρήσεις αναπτύσσουν τη δραστηριότητά τους, έννοια η οποία συνοψίζεται στον όρο «αγορά» και τους φορείς εκείνους που με την ενεργητική συμπεριφορά τους διασφαλίζουν τη λειτουργία της αγοράς. Με την διάκριση αυτή γίνεται εύκολα αντιληπτή η διττή διάσταση των ταχύτατα συντελούμενων μεταβολών στο εταιρικό τοπίο. Από τη μία πλευρά, οι μεταβολές που προκαλούνται από τη στενή αλληλεπίδραση των επιμέρους τοπικών αγορών, από την άλλη, οι αλλαγές που διαμορφώνονται από την καθιέρωση μιας νέας επενδυτικής φιλοσοφίας.

1.2.1 Αλληλεπίδραση τοπικών αγορών

Η αλληλεπίδραση των τοπικών αγορών είναι σαφέστατα μια πτυχή της διαπιστωμένης τάσης παγκοσμιοποίησης των αγορών. Αξίζει όμως να σημειωθεί ότι η τάση αυτή σε καμία περίπτωση δεν καταργεί τις εθνικές ιδιομορφίες. Το πεδίο δράσεως των επιχειρήσεων δεν σταματά πλέον στα στενά εγχώρια σύνορα, έχει επεκταθεί σε διεθνές επίπεδο – τόσο στο πλαίσιο της παραγωγής προϊόντων όσο και παροχής υπηρεσιών – καθώς κάτι τέτοιο καθίσταται επιβεβλημένο από την ανταγωνιστική φύση του σύγχρονου καπιταλιστικού συστήματος με ότι αυτή συνεπάγεται. Όπως σημειώνει ο Paul Krugman¹, ”...για πρώτη φορά από το 1917, ζούμε σε έναν κόσμο στον οποίο το δικαίωμα της ιδιοκτησίας και η ελεύθερη αγορά θεωρούνται θεμελιώδεις αρχές και όχι μέθοδοι που πρέπει να χρησιμοποιούνται φειδωλά. Σήμερα, για πρώτη φορά, οι αρνητικές όψεις του συστήματος της ελεύθερης αγοράς είναι ευρέως αποδεκτές. Όπως στη βικτωριανή εποχή, έτσι και σήμερα, ο καπιταλισμός είναι ασφαλής όχι μόνο χάρις στις επιτυχίες του αλλά και διότι δεν υπάρχει πειστική εναλλακτική πρόταση...”. Άρα, το σύγχρονο καπιταλιστικό σύστημα είναι τόσο ισχυρό που όποιος δεν ακολουθήσει τις βραχύβιες και μακροχρόνιες τάσεις του, απαξιώνεται από το εταιρικό γίγνεσθαι.

Η παγκοσμιοποίηση των αγορών ως τάση της σύγχρονης οικονομικής πραγματικότητας παρουσιάζεται ως αποτέλεσμα δύο βασικών στοιχείων, της

¹ Krugman, Paul, 1999, The Return of Depression Economics, The MIT Press, Chapter 1

διεθνοποίησης των επενδύσεων και της ενοποίησης των χρηματιστηριακών αγορών σε ένα παγκόσμιο επίπεδο. Το πεδίο δράσης των επιχειρήσεων - είτε ως προς την παραγωγή προϊόντων, είτε ως προς την παροχή υπηρεσιών – έχει πλέον ξεφύγει από τα ασφυκτικά όρια του κράτους καταγωγής και εκτείνεται σε διεθνές επίπεδο, με τη μορφή άμεσων και έμμεσων επενδύσεων. Αυτό κατέστη εφικτό μέσα από μια σειρά μεταβολών που συντελέστηκαν κατά την τελευταία εικοσαετία με ταχύτατο ρυθμό. Ως τέτοιες μεταβολές συνοπτικά μπορούν να αναφερθούν, η κατάργηση των περιορισμών της κίνησης κεφαλαίων, η αποκανονικοποίηση των αγορών, η επανάσταση που συντελέστηκε στις επιστήμες της πληροφορικής, η νομισματική ένωση (στην περίπτωση της Ευρωπαϊκής Ένωσης) , καθώς και η εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου στα κράτη εκείνα που υιοθέτησαν ένα κοινό νόμισμα. Οι αλλαγές αυτές, σε συνδυασμό με την αυξανόμενη ανταγωνιστικότητα η οποία αναφέρθηκε νωρίτερα , επέτρεψαν στις εταιρείες να προβούν σε ορθολογική κατανομή των διαθέσιμων πόρων τους σε διεθνές επίπεδο, χωρίς πλέον το κόστος να είναι απαγορευτικό και έτσι να πραγματοποιήσουν σειρά άμεσων και έμμεσων επενδύσεων.

Με τη λογική αυτή, παραγωγικές μονάδες εταιρειών μετατοπίστηκαν σε χώρες της αλλοδαπής προκειμένου να εκμεταλλευτούν το χαμηλό κόστος παραγωγής, προέβησαν σε συγχωνεύσεις ή εξαγορές ξένων εταιρειών στις περιπτώσεις εκείνες όπου παρόμοια παραγωγική δραστηριότητα ήδη υπήρχε στις χώρες αυτές και η ενσωμάτωσή της κρινόταν συμφέρουσα ενώ, δημιούργησαν στρατηγικές συνεργασίες όταν επιθυμούσαν να αποφύγουν (για διάφορους λόγους) άμεση - φυσική παρουσία σε άλλα κράτη.

Το σύνολο των στρατηγικών κινήσεων που σκιαγραφήθηκαν παραπάνω, είναι ευνόητο πως δημιουργεί μία αλυσίδα χρηματικών ροών. Οι χώρες της αλλοδαπής γίνονται αποδέκτες άμεσων (π.χ κατασκευή εργοστασιακών μονάδων) και έμμεσων επενδύσεων (π.χ αγορά μετοχών εταιρειών της αλλοδαπής για την εξαγορά τους, υπογραφή συμβολαίων στρατηγικών συνεργασιών), που χωρίς την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων που συντελέστηκε, δεν θα ήταν ποτέ δυνατό να συμβεί. Ταυτόχρονα όμως, η διασπορά αυτή της επιχειρηματικής δραστηριότητας σε παγκόσμιο επίπεδο, δημιούργησε και δημιουργεί πρόσθετες ανάγκες – ενδεχομένως και προβλήματα – σε όρους θεμελίωσης ενός ισχυρού υποβάθρου που θα επιτρέπει την εν λόγω δραστηριοποίηση. Χαρακτηριστικότερο παράδειγμα είναι η ανάγκη

αποδοχής από την εγκαθιστάμενη επιχείρηση του νομικού πλαισίου εταιρικής λειτουργίας του κράτους υποδοχής. Η παράμετρος αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική και σε καμία περίπτωση δεν θα πρέπει να υποτιμάται, καθώς μπορεί να λειτουργήσει ως αντικίνητρο στην πραγματοποίηση επενδύσεων.

Η νομισματική ένωση των χωρών - μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης συντέλεσε δε ακόμη περισσότερο στην ενοποίηση των επιμέρους εθνικών αγορών. Η υιοθέτηση μιας ενιαίας νομισματικής μονάδας λειτούργησε ως μηχανισμός άρσης των εμποδίων που προέκυπταν από τις συναλλαγματικές διαφορές των κρατών της Ένωσης, εξαλείφοντας τον συναλλαγματικό κίνδυνο², τον κίνδυνο δηλαδή που απορρέει από την μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η ραγδαία ανάπτυξη δε των νέων τεχνολογιών, κατέστησε εφικτό το άνοιγμα των αγορών³ και δημιούργησε τη συνείδηση της παγκόσμιας αλληλεπίδρασης τους, παρέχοντας ένα μοναδικό μέσο πληροφόρησης, το Internet, που συντέλεσε στην ανάπτυξη της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών από απόσταση.

Μέσα σε αυτό το καθεστώς διεθνοποίησης των επενδύσεων, η διαχείριση των κεφαλαίων έλαβε μια τελείως διαφορετική διάσταση. Καθώς οι επενδυτικές ευκαιρίες είναι πλέον παγκόσμιες, παρέχονται μεγαλύτερες δυνατότητες διαφοροποίησης των επενδύσεων για περαιτέρω μείωση των υφιστάμενων κινδύνων και αναζήτηση υψηλότερων αποδόσεων, σε αυτό το δρόμο κινούνται και οι προσπάθειες ενοποίησης των χρηματιστηριακών αγορών. Οι ενοποιημένες χρηματιστηριακές αγορές παρέχουν τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις να εισάγουν προς διαπραγμάτευση τις κινητές τους αξίες σε διάφορα χρηματιστήρια, επιζητώντας διεθνή αναγνώριση, κέρδη και νέες επιχειρηματικές συνεργασίες.

Η αλληλεπίδραση λοιπόν των εθνικών αγορών μέσα από το πρίσμα διεθνοποίησης των επενδύσεων, όπως το τελευταίο εκδηλώνεται μέσα από όλες τις προαναφερθείσες εξελίξεις, αποτελεί μια πραγματικότητα των τελευταίων δεκαετιών που συντελέστηκε ταχύτατα. Ακριβώς αυτός ο ρυθμός μεταβολής, δεν επέτρεπε στο οικονομικό σύστημα να ωριμάσει και να προετοιμαστεί ομαλά και συνειδητά ώστε να αποδεχτεί εύκολα αυτή την ομογενοποίηση. Αποτέλεσμα είναι, παρά τη στενή αλληλεπίδραση και αλληλεξάρτηση των αγορών να μην έχει απολεστεί το στοιχείο των εθνικών

² Saunders, Antony, and Cornett, Marcia Millon, 2003, Financial Institutions Management: A Risk Management Approach, McGraw-Hill, 4th Edition, Chapter 15

³ Leebaert, D., 1998, The Future of the Electronic Marketplace, The MIT Press, Chapter 2

ιδιομορφιών. Οι επιχειρήσεις δηλαδή δραστηριοποιούνται σε ένα διεθνές οικονομικό περιβάλλον με τα εθνικά τους όμως χαρακτηριστικά. Τα βήματα προς αυτή τη νομική κυρίως συνολοκλήρωση είναι αργά και δύσκολα, γίνονται όμως με αναγκαστικό χαρακτήρα. Η καθιέρωση Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, προκειμένου τα οικονομικά μεγέθη των εγχώριων και αλλοδαπών εταιρειών να είναι συγκρίσιμα και επικαιροποιημένα, καθώς και η θεσμοθέτηση και εφαρμογή Κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης, καταδυνάμεινουν αυτή την προσπάθεια. Σε αυτό ακριβώς το σημείο παρουσιάζεται ιδιαίτερο ενδιαφέρον, στο αν δηλαδή οι εθνικές κοινότητες θα μπορέσουν να προβούν σε συμβιβασμούς προκειμένου να δραστηριοποιηθούν επιτυχώς σε αυτό που ο Δημήτρης Μαρωνίτης καλεί “πλανητικό χωριό”, και με τι τρόπο θα επιτευχθεί αυτό.

1.2.2 Νέα επενδυτική κουλτούρα

Η αδυναμία των επενδυτών να παρακολουθήσουν τις ταχύτατες και σημαντικές αλλαγές που συντελέστηκαν από τις διαδικασίες παγκοσμιοποίησης της αγοράς, σε συνδυασμό με την ανάπτυξη των αγορών κεφαλαίου, έτσι όπως η τελευταία εκδηλώθηκε μέσα από την παροχή πλήθους εξειδικευμένων επενδυτικών προϊόντων και τη διεύρυνση των επιμέρους αγορών, έφερε στην επιφάνεια τις μορφές συλλογικών επενδύσεων.

Η έλλειψη ικανότητας επίτευξης υψηλών αποδόσεων με ταυτόχρονη μείωση των υφιστάμενων επενδυτικών κινδύνων, καθώς και τα υψηλά κόστη συναλλαγών που αντιμετώπιζε ο μεμονωμένος επενδυτής σε αντιδιαστολή με τις εξειδικευμένες γνώσεις των διαχειριστών κεφαλαίων που κατόρθωναν να κάνουν εφικτά τα ανωτέρω και μάλιστα με αισθητά χαμηλότερο κόστος, οδήγησαν τους επενδυτές σε αυτά τα σχήματα νέας επενδυτικής φιλοσοφίας, τις εταιρείες επενδύσεων. Με αυτό τον τρόπο, και μέσω της χρήσης σύγχρονων τεχνικών διαχείρισης χαρτοφυλακίου, η κλασική διασταύρωση πλεονασματικών – ελλειμματικών μονάδων γίνεται πιο οργανωμένα, καθώς ο επενδυτής απλά τοποθετεί τις αποταμιεύσεις του σε μια «δεξαμενή» αποταμιεύσεων και εμπιστεύεται την διαχείρισή τους σε επαγγελματίες. Η φιλοσοφία αυτή στηρίζεται στην διαφάνεια και την ενημέρωση έτσι ώστε κάθε κίνηση του διαχειριστή να είναι πλήρως αιτιολογημένη και προς το συμφέρον του επενδυτή. Τα διαθέσιμα προϊόντα του χώρου είναι πολλά, ώστε να ικανοποιείται το επενδυτικό προφίλ κάθε αποταμιευτή, ο οποίος ενδιαφέρεται να τοποθετήσει αποδοτικά ρευστά διαθέσιμα ή να βελτιώσει τις συνταξιοδοτικές του αποδοχές.

Οι οργανισμοί αυτοί διαχείρισης συλλογικών επενδύσεων οργανώθηκαν υπό τη μορφή εταιρειών και ανέπτυξαν κατάλληλα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης με γνώμονα τη διασφάλιση κανόνων προστασίας των επενδυτών και ιδιαίτερη έμφαση στην ενημέρωση των επενδυτών (μετόχων, μεριδιούχων, αποταμιευτών ανάλογα με την νομική μορφή του οργανισμού), ώστε οι τελευταίοι να είναι σε θέση να επιλέγουν τα κατάλληλα επενδυτικά μέσα έχοντας πλήρη γνώση των συνθηκών αλλά και της κατάστασης των επενδύσεών τους.

Ο ιδιαίτερος ρόλος των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων και των θεσμικών επενδυτών γενικότερα, τους προσδίδει τη δυνατότητα άσκησης ενός κοινωνικού ρόλου, εξυπηρετώντας το ευρύτερο συμφέρον της οικονομίας προστατεύοντας τους επενδυτές. Η οποιαδήποτε αρνητική οικονομική επίδραση σε μακροοικονομικό ή μικροοικονομικό επίπεδο είναι σαφές ότι θα είχε ιδιαίτερα αρνητικές συνέπειες στους επενδυτές, οι κραδασμοί όμως αυτών των επιδράσεων μέσα από τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων απορροφούνται ομαλά. Με αυτή την έννοια, οι θεσμικοί επενδυτές λειτουργούν και ως παράγοντες που περιορίζουν τις αρνητικές εξωγενείς επιδράσεις στις επενδύσεις και γενικά στην κεφαλαιαγορά, καθιστάμενοι βασικοί μοχλοί ανάπτυξής της.

Μια ακόμη βασική μεταβολή της επενδυτικής φιλοσοφίας είναι η τάση χρηματοδότησης των συντάξεων μέσω συνταξιοδοτικών οργανισμών που επενδύουν σε κινητές αξίες, καθιστάμενοι σημαντικού μεγέθους θεσμικοί επενδυτές. Τα συνταξιοδοτικά σχήματα μπορούν να διαδραματίσουν δύο βασικούς ρόλους ανάλογα με το θεσμικό καθεστώς του κράτους στο οποίο δραστηριοποιούνται⁴. Μπορούν να λειτουργήσουν είτε προσθετικά, με σκοπό τη βελτίωση των συνταξιοδοτικών αποδοχών των εργαζομένων στα κράτη εκείνα όπου τα συνταξιοδοτικά ταμεία δεν έχουν αποσυνδεθεί από το κράτος (ένα εκ των οποίων είναι και η Ελλάδα), είτε ως βασικοί παροχείς συνταξιοδοτικών αποδοχών στα κράτη εκείνα όπου υπάρχει σχετική αποσύνδεση. Η αύξηση των συμμετοχών των συνταξιοδοτικών οργανισμών στις εταιρείες επιδρά με τη σειρά της σημαντικά στη διαμόρφωση κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, όπως άλλωστε και η ανάπτυξη διασυνοριακών συνταξιοδοτικών σχημάτων στο επίπεδο πολυεθνικών εταιρειών.

⁴ Short H., and Keasy K., Institutional Shareholders and Corporate Governance in the United Kingdom, in ,Keasy K., Thompson S., and Wright M., 1997, Corporate Governance: Economic, Management, and Financial Issues, Oxford University Press

Οι δυνάμεις που δημιουργούνται από το σύνολο των μεταβολών που σκιαγραφήθηκαν στις προηγούμενες σελίδες προς την υιοθέτηση συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης καλύπτονται στην επόμενη παράγραφο.

1.3 Νέες τάσεις και αναγκαιότητα εταιρικής διακυβέρνησης

Όπως είναι ευνόητο από όλα τα παραπάνω, οι αλλαγές που συντελέστηκαν στον επιχειρηματικό και ευρύτερο επενδυτικό κόσμο τις τελευταίες τρεις δεκαετίες υπήρξαν ραγδαίες και πολλαπλές. Στις περισσότερες περιπτώσεις οι αλλαγές έλαβαν χώρα χωρίς την ύπαρξη ενός κατάλληλου θεσμικού πλαισίου, τόσο ενδοεταιρικά όσο και σε κρατικό επίπεδο. Επειδή όμως οι παρενέργειες των μεταβολών αυτών δύναται να είναι πολλαπλές και οδυνηρές για όλους τους εμπλεκόμενους φορείς, η ανάπτυξη ενός κατάλληλου θεσμικού πλαισίου – τυπικού ή συμβουλευτικού χαρακτήρα – καθίσταται απαραίτητη.

Η αλληλεπίδραση των αγορών και η ανάληψη επιχειρηματικών δραστηριοτήτων εκτός των στενών κρατικών συνόρων έχει δύο όψεις. Από τη μία πλευρά, η δραστηριοποιούμενη επιχείρηση οφείλει να μεταβάλει τη στρατηγική της και να προσαρμόσει τους εταιρικούς κανόνες της σε πρότυπα συμβατά με αυτά της χώρας στην οποία αποφασίζει να επεκταθεί. Η αναγκαιότητα αυτή δεν είναι απλά νομική, υπό την έννοια συμμόρφωσης στο εταιρικό δίκαιο τρίτων χωρών, αλλά και ουσιαστική. Οι άγραφοι τις περισσότερες φορές κανόνες διαφάνειας και ενημέρωσης των επενδυτών που ενδέχεται να είναι ελάχιστης σημασίας σε μία χώρα, μπορεί να οδηγήσουν σε απώλεια ακόμη και της εταιρικής φήμης και αξιοπιστίας αν δεν τηρηθούν σε μία τρίτη χώρα. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα της Ελλάδας⁵ κατά την διετία 1999 – 2000, όταν η φαινομενική άνθιση βασίστηκε στις παρυφές της παραπληροφόρησης και της χειραγώγησης της αγοράς από συγκεκριμένα κέντρα ελέγχου και επιχειρηματικά συμφέροντα. Το πρόβλημα της εν λόγω περιόδου ήταν ότι εξαιτίας του ισχύοντος θεσμικού πλαισίου καμία επίπτωση δεν υπήρξε στις προβληματικές εταιρείες. Αν λοιπόν μία εθνική επιχείρηση επιθυμεί να καταστεί διεθνώς και ουσιαστικά ανταγωνιστική, πρέπει να απορρίψει τέτοιες συμπεριφορές και να υιοθετήσει τους κανόνες εκείνους που θα διατηρήσουν την εμπιστοσύνη του

⁵ Για μια αναλυτική προσέγγιση των προβλημάτων της Ελληνικής Χρηματιστηριακής Αγοράς κατά την περίοδο 1999-2000, βλέπε: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση 1999, Ετήσια Έκθεση 2000. Στις εν λόγω εκθέσεις περιγράφονται αναλυτικά περιπτώσεις χειραγώγησης της αγοράς και παραπληροφόρησης των επενδυτών, που με άλλο θεσμικό πλαίσιο θα είχαν οδηγήσει σε φυλάκιση πολλών από τους εμπλεκόμενους φορείς.

επενδυτικού κοινού αλώβητη στο πρόσωπό της. Η προσπάθεια αυτή ξεκινά από την εφαρμογή ενός σύγχρονου συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης που δεν θα αφήνει περιθώρια παρεκτροπών.

Η άλλη όψη έχει να κάνει με τον ίδιο τον επενδυτή. Ο προσδιορισμός του πεδίου επενδύσεων δεν γίνεται πλέον αποκλειστικά με βάση γεωγραφικά κριτήρια. Ο επενδυτής δεν διστάζει να απευθυνθεί σε οποιαδήποτε αγορά που λειτουργεί εκτός του κράτους καταγωγής του, αν κρίνει ότι το ρυθμιστικό πλαίσιο που επικρατεί εκεί διασφαλίζει την διαφάνεια και την αξιοπιστία των επιλογών του, ταυτόχρονα με τις απαιτήσεις απόδοσης – κινδύνου του. Επιπλέον, ακριβώς λόγω του θεσμικού καθεστώτος, αν αντιληφθεί ότι χειραγωγείται ή παραπληροφορείται δύναται να παρέμβει στον τρόπο ενάσκησης της εξουσίας στην εταιρεία που έχει τοποθετήσει τα κεφάλαιά του μέσα από σωματεία και ενώσεις επενδυτών που δρουν αποτελεσματικά.

Η ανάπτυξη μιας νέας μορφής επενδυτικής φιλοσοφίας μέσα από τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων και τα συνταξιοδοτικά ταμεία, επιφέρει τεράστιες αλλαγές στο κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας των επιχειρήσεων. Οι θεσμικοί επενδυτές ενεργοποιούνται σε διάφορα επίπεδα, ένα εκ των οποίων είναι και η στάση τους ως προς τη συμμετοχή στη διαδικασία λήψης εταιρικών αποφάσεων. Η στάση του θεσμικού επενδυτή καθορίζεται με βάση το σύστημα διακυβέρνησης της εταιρείας στο κεφάλαιο της οποίας ο θεσμικός επενδυτής συμμετέχει. Βασικό λοιπόν μοχλό ανάπτυξης συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης αποτέλεσε το αυξημένο ενδιαφέρον των θεσμικών επενδυτών για την ενεργό συμμετοχή του στη διαδικασία λήψης εταιρικών αποφάσεων. Αυτή η συμμετοχή⁶ οδήγησε σε εξισορρόπηση των δυνάμεων που εκφράζουν η διοίκηση από τη μία πλευρά και οι μέτοχοι από την άλλη, με πρωτοβουλία παραγόντων της αγοράς και χωρίς νομοθετική ή κανονιστική παρέμβαση, βασίστηκε δηλαδή σε κανόνες αυτορύθμισης. Η εφαρμογή ενός συστήματος κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης αποτέλεσε και εξακολουθεί να αποτελεί βασικό κριτήριο επιλογής επενδύσεων σε κινητές αξίες από τους θεσμικούς επενδυτές. Το επιχείρημα αυτό δε ενισχύεται περαιτέρω από σχετική μελέτη της εταιρείας συμβούλων McKinsey, σύμφωνα με την οποία οι θεσμικοί επενδυτές είναι

⁶ Mallin Ch., The role of institutional investors in the corporate governance of financial institutions: The UK case, in, Balling M., Hennessy E. and O'Brien R., 1998, Corporate Governance: Financial Markets and Global Convergence, Kluwer Academic Publishers

διατεθειμένοι να καταβάλουν πρόσθετο premium⁷ έως και 19% για την απόκτηση μετοχών εταιρειών οι οποίες εφαρμόζουν ορθούς κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης. Το καταβαλλόμενο premium διακυβέρνησης από τους ισχυρούς μεμονωμένους επενδυτές κυμαίνεται⁸ από 17% έως 27% σε αντίστοιχες εταιρείες. Η καταβολή αυτής της υπεραξίας εδράζεται στην πεποίθηση βελτιωμένης εταιρικής αποδοτικότητας και μειωμένου κινδύνου, των εταιρειών που ακολουθούν ορθούς κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, στο μέτρο που αυτοί οι κανόνες λειτουργούν⁹ είτε ως αποτρεπτικό μέσο αρνητικών καταστάσεων είτε ως μέσο επιτυχούς και αποτελεσματικής διεύθυνσης αυτών. Σημαντική διάσταση δε στην επιλογή μετοχών με τέτοια χαρακτηριστικά – ψυχολογικής υφής - αποτελεί και το γεγονός ότι η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί κεντρικό αντικείμενο συζήτησης σήμερα σε όλους σχεδόν τους επενδυτικούς κύκλους.

Από όλα όσα αναφέρθηκαν παραπάνω, είναι σαφές ότι η εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα ζήτημα που γεννήθηκε ως έννοια μέσα από τις μεταβολές που συντελέστηκαν στον σύγχρονο επιχειρηματικό κόσμο, και θα εξακολουθήσει να τον απασχολεί όσο ο δρόμος του καπιταλιστικού συστήματος φαίνεται αδιέξοδος και τα περιθώρια επιτυχημένης εταιρικής παρουσίας στενεύουν. Μετά όμως τη γέννησή της, η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης – η οποία ορίζεται αναλύεται διεξοδικά στο επόμενο κεφάλαιο – απέκτησε αυτόνομη υπόσταση, και ενσωμάτωσε ζητήματα και προβλήματα ευρύτερης κοινωνικής σημασίας κάτω από ένα εντελώς νέο και διαφορετικό πρίσμα σκέψης και ανάλυσης.

1.4 Σχέσεις αντιπροσώπευσης και αναγκαιότητα θέσπισης συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης

Στην καρδιά των θεμάτων που συνδέονται με την έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης εδράζεται το γνωστό στη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία, πρόβλημα αντιπροσώπευσης. Το εν λόγω πρόβλημα ανακύπτει όταν δύο μέρη συμμετέχουν σε μια συμβατική σχέση, όπως αυτή εργοδότη – εργαζομένου, ή δανειστή δανειζόμενου. Το ιδιαίτερο εκείνο στοιχείο που χαρακτηρίζει ένα πρόβλημα αντιπροσώπευσης, είναι ότι το ένα εκ των δύο μερών, ο εντολέας (principal), δεν

⁷ Felton R. F., Hudnut A., and Van Heeckeren J., Putting a value on Corporate Governance, The McKinsey Quarterly, 1996 – no 4, page 170.

⁸ Monks R., 2000, Corporate Governance and Value: Appearance and Reality, EBF

⁹ Felton R. F., Hudnut A., and Van Heeckeren J., Putting a value on Corporate Governance, The McKinsey Quarterly, 1996 – no 4, page 171.

δύναται να ελέγξει άμεσα ή να προσδιορίσει τις ενέργειες του άλλου μέρους, του εντολοδόχου (agent). Τις περισσότερες φορές αυτή η αδυναμία ελέγχου προέρχεται από την ανώτερη πληροφόρηση που διαθέτει ο εντολοδόχος¹⁰, αν και η συνεργασία έχει ως σκοπό την αμοιβαία ωφέλεια των δύο μερών.

Η σχέση εντολέα – εντολοδόχου είναι ο παράγοντας εκείνος που ωθεί στην υιοθέτηση συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς η απόκλιση των σχετικών επιδιώξεων οδηγεί σε σύγκρουση συμφερόντων και καθιστά απαραίτητο τον σχεδιασμό συστημάτων που διασφαλίζουν τα συμφέροντα και τις επιδιώξεις του εντολέα. Η πλέον κλασσική ακαδημαϊκή εργασία στον χώρο των σχέσεων αντιπροσώπευσης είναι αυτή των Jensen και Meckling (1976), οι οποίοι διακρίνουν¹¹ τρεις βασικές κατηγορίες συγκρούσεων, εκείνες μεταξύ μετόχων και διοικητικών στελεχών, μετόχων και πιστωτών, μεγαλομετόχων και μικρομετόχων¹². Στις επιχειρήσεις οι μέτοχοι δρώντας ως εντολείς, αναθέτουν τη διοίκηση της εταιρείας στα διοικητικά στελέχη (management executives) που δρουν ως εντολοδόχοι, από τη σχέση αυτή δημιουργούνται οι συγκρούσεις συμφερόντων της πρώτης κατηγορίας. Επιπλέον, οι πιστωτές (ομολογιούχοι και πιστωτικά ιδρύματα) τοποθετώντας τα κεφάλαιά τους στην εταιρεία, ενεργούν ως εντολείς των μετόχων, τους οποίους εμπιστεύονται ως εντολοδόχους για την ορθή διαχείρισή τους προς το συμφέρον της εταιρείας. Εφόσον όμως η ορθή διαχείριση δεν αποτελεί πάντοτε τον κανόνα, δημιουργούνται οι συγκρούσεις της δεύτερης κατηγορίας. Τέλος, οι μικρομέτοχοι τοποθετούν τα κεφάλαια τους σε μία εταιρεία λειτουργώντας ως εντολείς των μεγαλομετόχων, που αν δεν αποτελούν οι ίδιοι τη διοικητική ομάδα της επιχείρησης, σε μεγάλο βαθμό την επιλέγουν, είναι σαφές όμως ότι τα συμφέροντά τους δεν ταυτίζονται.

Οι ομάδες που αλληλεπιδρούν στην σύγχρονη επιχείρηση αναφέρθηκαν παραπάνω. Διοικητικά στελέχη, πιστωτές, μικρομέτοχοι και μεγαλομέτοχοι, καθημερινά πρωταγωνιστούν σε ένα παιχνίδι ισχύος, σε ένα παιχνίδι που πολύ σπάνια αναδεικνύει μακροχρόνια μία ομάδα νικητή, μπορεί όμως βραχυχρόνια να κοστίσει την ίδια την ύπαρξη της εταιρείας. Στις ακόλουθες υποπαραγράφους αναφέρονται οι

¹⁰ Desmetz, H., and Kenneth L., 1985, The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, pages 1155-77

¹¹ Jensen, Michael C., and Meckling, William H., 1976, Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, pages 305-60

¹² Για μια αναλυτική παρουσίαση των εν λόγω συγκρούσεων στενά συνδεδεμένη με την ελληνική πραγματικότητα, βλέπε: Τραυλός, Νικόλαος, 2001, Η Ανάπτυξη Συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης στις Κεφαλαιαγορές, σελίδες 170-182, στον συλλογικό τόμο: Τάσεις – Η Ελληνική Οικονομία, 2001, EFG Eurobank Ergasias

συνηθέστερες μορφές σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ αυτών των ομάδων έτσι όπως τις έχει αποτυπώσει η σύγχρονη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία.

1.4.1 Μέτοχοι και Διοικητικά Στελέχη

Η πρώτη κατηγορία προβλημάτων αντιπροσώπευσης προκύπτει όταν τα διοικητικά στελέχη της εταιρείας δεν είναι ταυτόχρονα και ιδιοκτήτες της. Στην περίπτωση όπου αυτό δεν ισχύει, οι ιδιοκτήτες δηλαδή είναι τα διοικητικά στελέχη της εταιρείας τους, το πιθανότερο είναι η ασκούμενη διοίκηση να κινείται προς την κατεύθυνση μεγιστοποίησης της προσωπικής χρησιμότητας και απόλαυσης η οποία είναι συνυφασμένη με την εταιρική χρησιμότητα.

Όταν όμως (όπως συμβαίνει στις περισσότερες πολυμετοχικές επιχειρήσεις) η διοίκηση ασκείται από επαγγελματίες τεχνοκράτες, οι συνθήκες μεταβάλλονται. Οι επαγγελματίες αυτοί ενδέχεται να προβούν σε σειρά ενεργειών για μεγιστοποίηση της προσωπικής τους και σε καμία περίπτωση της εταιρικής ωφέλειας¹³. Συνηθέστερο παράδειγμα είναι η ανάλωση εταιρικών πόρων σε μη παραγωγικές υπηρεσίες και αγαθά (perquisites), όπως πολυτελή γραφεία, πρόσληψη γραμματέων διοίκησης, ταξίδια για προσωπικούς λόγους με εταιρικά μέσα (αυτοκίνητα, ελικόπτερα κ.ο.κ), πιστωτικές κάρτες, γενναιόδωρα πλάνα συνταξιοδότησης και αποζημίωσης σε περίπτωση απομάκρυνσης από τη εταιρεία. Επόμενη αιτία σύγκρουσης είναι η τάση πολλών διοικητικών στελεχών να αποστρέφονται τον κίνδυνο. Όπως είναι γνωστό από τη θεωρία της χρηματοοικονομικής, οι μέτοχοι ενδιαφέρονται μόνο για το τμήμα εκείνο του συνολικού κινδύνου της μετοχής που δεν είναι διαφοροποιήσιμο, τον συστηματικό δηλαδή κίνδυνο. Τα διοικητικά στελέχη από την άλλη πλευρά, λαμβάνουν τις αποφάσεις τους και προβαίνουν σε επιχειρηματικές ενέργειες με βάση την εκτίμησή τους για τον συνολικό κίνδυνο. Η απόκλιση αυτή μεταξύ του ποσοστού του συνολικού κινδύνου που διοικητικά στελέχη και μέτοχοι χρησιμοποιούν στις εκτιμήσεις τους, πηγάζει από τις διαφορετικές προσδοκίες που έχουν τα δύο αυτά εμπλεκόμενα μέρη από την επιχείρηση και την αποδοτικότητά της.

Οι μέτοχοι από τη μία πλευρά ενδιαφέρονται για την μεγιστοποίηση του εταιρικού πλούτου, που μεταφράζεται σε αύξηση της τιμής της μετοχής που διακρατούν (αυξημένα κεφαλαιακά κέρδη) ή σε διανομή υψηλότερου ποσοστού μερίσματος

¹³ Brigham, Eugene F., and Ehrhardt Michael C., 2002, Financial Management: Theory and Practice, South-Western Thomson Learning, 10th Edition, pages 19-24

(μερισματική απόδοση). Υπό αυτή την έννοια, και καθώς στο χαρτοφυλάκιο τους βρίσκονται μετοχές και άλλων εταιρειών με σκοπό τη διαφοροποίηση του κινδύνου, είναι πρόθυμοι να δουν την εταιρεία να αναλαμβάνει περισσότερο επικύνδινα επιχειρηματικά σχέδια από αυτά της συνήθους δραστηριότητάς της, αρκεί αυτά να εξασφαλίζουν μια ικανοποιητική αναμενόμενη μελλοντική απόδοση. Από την άλλη πλευρά, τα διοικητικά στελέχη ως επαγγελματίες των οποίων το μεγαλύτερο μέρος του προσωπικού πλούτου προέρχεται από τις αμοιβές τους από την επιχείρηση, έχουν κάθε λόγο να απορρίπτουν φαινομενικά αποδοτικά επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τον συνολικό κίνδυνο της εταιρείας και παράλληλα να αποδέχονται ζημιόγωνα επενδυτικά σχέδια που καταλήγουν σε μείωση του συνολικού κινδύνου, προκειμένου να εξασφαλίσουν τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα της θέση τους.

Τα διοικητικά στελέχη αφιερώνουν μεγαλύτερο μέρος του χρόνου τους και αναλύονται σε διαδικασίες λήψης αποφάσεων βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα¹⁴. Στο βαθμό που οι αμοιβές τους είναι συνδεδεμένες με τις πωλήσεις ή την κερδοφορία του προηγούμενου ή του τρέχοντος οικονομικού έτους, τα διοικητικά στελέχη έχουν σαφή κίνητρα να απορρίπτουν επενδυτικά σχέδια που έχουν αρνητική βραχυπρόθεσμη επίπτωση σε αυτές τις μεταβλητές παρότι ενδέχεται να συμβάλλουν καθοριστικά στην μακροχρόνια κερδοφορία της εταιρείας, και το αντίθετο, να προκρίνουν δηλαδή επενδυτικά σχέδια με μακροπρόθεσμες αρνητικές επιπτώσεις.

Είναι σαφές λοιπόν από όσα προηγήθηκαν, ότι υπάρχει μια ασυμμετρία στην ικανότητα μετόχων και στελεχών να έχουν σαφή εικόνα για την κατάσταση της εταιρείας. Σύμφωνα με σχετική μελέτη του Spence (1973)¹⁵ αν αυτού του είδους η ασυμμετρία υφίσταται, η επιχείρηση δύναται να παρέχει στοιχεία στον επενδυτή που θα την εξαλείψουν. Με άλλα λόγια, αν υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης δεν υπάρχει κανένας τρόπος για τον επενδυτή να αντιληφθεί την πραγματική λειτουργική κατάσταση της επιχείρησης. Η εμπειρική έρευνα έχει δείξει ότι οι επενδυτές βασίζονται στις πληροφορίες που τους παρέχονται από τις ίδιες τις επιχειρήσεις¹⁶ για

¹⁴ Τραυλός, Νικόλαος, 2002, Εταιρική Διακυβέρνηση: Έννοιες και Εμπειρικά Πορίσματα, Οικονομικός Ταχυδρόμος, σελίδες 67-69

¹⁵ Spence, M., 1973, Job Market Signaling, Quarterly Journal of Economics, pages 185-211

¹⁶ Για το εν λόγω θέμα υπάρχει σειρά δημοσιευμένων μελετών, οι πλέον κλασσικές είναι: Leland, H., and Pyle D., 1977, Information Asymmetry, Financial Structure and Financial Intermediation, Journal of Finance, pages 371-388. Ross, S. A., 1977, The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach, Bell Journal of Economics, pages 209-243. Bhattacharya, S., 1979, An Exploration of Nondissipative Dividend Signaling Structures, Journal of Financial and Quantitative Analysis, pages 667-668. Ambarish, R., John K., and Williams, J., 1987, Efficient Signaling with

τις επενδυτικές τους αποφάσεις. Στην πράξη, οι εταιρείες με καλή λειτουργική αποδοτικότητα συχνά αποκρύπτουν πληροφορίες από το κοινό, προκειμένου να προωθήσουν μια θετική εικόνα της επιχείρησης στο επενδυτικό κοινό. Για αυτούς ακριβώς τους λόγους, η ένταση των συγκρουόμενων συμφερόντων στελεχών και μετόχων, μειώνεται με την εφαρμογή κατάλληλων συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης. Στην παράγραφο 1.5 γίνεται αναφορά στους μηχανισμούς επίλυσης αυτών των συγκρούσεων.

1.4.2 Μέτοχοι και Πιστωτές

Η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μετόχων και πιστωτών στην σύγχρονη πολυμετοχική επιχείρηση είναι ένα ιδιαίτερα σημαντικό θέμα που έχει διερευνηθεί ποικιλοτρόπως από τη χρηματοοικονομική έρευνα. Όπως είναι γνωστό, οι επιχειρήσεις στην προσπάθειά τους να πετύχουν συγχρονισμό συναλλαγών, επενδυτικές επεκτάσεις και διαφοροποίηση της χρηματοοικονομικής τους δομής, χρησιμοποιούν δανεισμό, αντλούν δηλαδή κεφάλαια από πιστωτές. Οι πιστωτές αυτοί μπορεί να είναι κάτοχοι ομολογιακών τίτλων της επιχείρησης ή πιστωτικά ιδρύματα, ανεξάρτητα όμως από τη φύση τους, είναι οι φορείς εκείνοι που παρέχουν στην επιχείρηση τη δυνατότητα μόχλευσης.

Οι μέτοχοι της επιχείρησης, στην προσπάθειά τους να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις και με βάση τα όσα αναφέρθηκαν παραπάνω, πιάζουν για ανάληψη επενδυτικών στοιχείων υψηλού κινδύνου¹⁷. Η διοίκηση της εταιρείας όμως, στην προσπάθειά της να αντλήσει “φθηνά” κεφάλαια ενδέχεται να είχε παρουσιάσει στους πιθανούς πιστωτές της, επιχειρηματικό πλάνο με επενδύσεις μικρότερου κινδύνου, προκειμένου να αποφύγει την τιμολόγησή της με πρόσθετο ασφάλιστρο κινδύνου, ή στην χειρότερη των περιπτώσεων, την απόρριψη της χρηματοδότησής της. Με αυτό τον τρόπο, οι πιστωτές της εταιρείας δεν έχουν την σωστή εικόνα για τις εταιρικές της δράσεις με αποτέλεσμα να κινδυνεύει η τοποθέτησή τους.

Μία άλλη αιτία που οδηγεί σε σύγκρουση συμφερόντων μετόχων και πιστωτών είναι η ενδεχόμενη απόφαση της εταιρείας να προβεί σε πρόσθετο δανεισμό. Στην

Dividends and Investments, *Journal of Finance*, pages 321-344. Poitevin, M., 1990, Strategic Financial Signalling, *Internal Journal of Industrial Organization*, pages 499-518. Ravid, S. A., and Sarig, O. H., 1991, Financial Signaling by Committing to Cash Outflows, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pages 165-181.

¹⁷ Brigham, Eugene F., and Ehrhardt Michael C., 2002, *Financial Management: Theory and Practice*, South-Western Thomson Learning, 10th Edition, pages 19-24

περίπτωση εκείνη κατά την οποία ο δανεισμός αυτός γίνεται με στόχο τη χρηματοδότηση ενός πολλά υποσχόμενου - σε όρους απόδοσης - επενδυτικού σχεδίου θα γίνει με ευνοϊκούς όρους και δεν θα επηρεάσει αρνητικά την αρχική δανειακή τοποθέτηση. Στην περίπτωση όμως που ο δανεισμός σε όρους πανικού, για την αποφυγή μιας εξαγοράς ή για την κάλυψη λογιστικών σκανδάλων και παρατυπιών, θα γίνει υπό δυσχερείς όρους και θα είναι κακής ποιότητας. Στην περίπτωση αυτή, η πρόσθετη δανειακή επιβάρυνση της εταιρείας δημιουργεί προβλήματα στους ήδη υπάρχοντες πιστωτές της αφού¹⁸, υποβαθμίζει την ίδια την εταιρεία σε όρους κινδύνου – κάτι που οι παλαιοί πιστωτές δεν μπόρεσαν να το προβλέψουν και να το τιμολογήσουν – ενώ αυξάνει την δανειοδοτική βάση μεταφέροντας το σύνολο του κινδύνου μιας απόφασης στους πιστωτές και όχι σε αυτούς που την έλαβαν. Τέλος, η άρνηση των μετόχων να συνεισφέρουν επιπλέον κεφάλαια όταν η εταιρεία αντιμετωπίζει χρηματοδοτικές δυσχέρειες αποτελεί ακόμη μια αιτία σύγκρουσης συμφερόντων.

1.4.3 Μικρομέτοχοι και Μεγαλομέτοχοι

Στην Ελλάδα, όπως και σε πολλές από τις χώρες της Ηπειρωτικής Ευρώπης, της Ιαπωνίας και όχι μόνο, το ιδιοκτησιακό καθεστώς των εισηγμένων σε χρηματιστήρια εταιρειών είναι οικογενειακής μορφής, δεν προσομοιάζει δηλαδή με την κλασσική πολυμετοχική επιχείρηση των Ηνωμένων Πολιτειών και του Ηνωμένου Βασιλείου. Στις εταιρείες αυτές λοιπόν οι οποίες για διάφορους λόγους αποφασίζουν να εισάγουν τις κινητές τους αξίες σε οργανωμένα χρηματιστήρια, υφίσταται μια περίεργη συνύπαρξη. Οι ιδιοκτήτες της εταιρείας (μεγαλομέτοχοι) οι οποίοι ταυτόχρονα κρατούν και τα ηνία διοίκησής της, συνυπάρχουν με μια ομάδα μικρομετόχων¹⁹.

Αιτίες σύγκρουσης των δύο αυτών κατηγοριών μετόχων είναι η εκμετάλλευση των μικρομετόχων από τους μεγαλομετόχους, με την πραγματοποίηση καταχρηστικών συναλλαγών με επιχειρηματικά συμφέροντα που ελέγχουν αποκλειστικά οι δεύτεροι, και η κατάχρηση εξουσίας των μεγαλομετόχων, αναλώνοντας τους εταιρικούς πόρους

¹⁸ Μια ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα περίπτωση ατυχούς κατάληξης πρόσθετου δανεισμού για λόγους προστασίας είναι αυτής της εταιρείας RJR Nabisco. Το χρονικό περιγράφεται γλαφυρά στο: Breal, Richard A., and, Myers, Stewart C., 2003, Principles of Corporate Finance, McGraw Hill, pages 954-961.

¹⁹ Το πόσο μεγάλη ή μικρή είναι αυτή η ομάδα μικρομετόχων εξαρτάται από πλειάδα παραγόντων, όπως η ρευστότητα της αγοράς, η χρονική περίοδος εισαγωγής, η διασπορά της μετοχής, κ.α. Για μία εκτενή αναφορά σε αυτούς τους παράγοντες, βλέπε: Brickley, J., Coles J., and Jarell G., 1997, Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board, Journal of Corporate Finance, pages 189-220.

σε δραστηριότητες προσωπικής χροιάς και σκοπού. Τα προβλήματα αυτά μεγιστοποιούνται όταν η ομάδα των μεγαλομετόχων έχει απόλυτο έλεγχο της διοίκησης, ή των δικαιωμάτων ψήφου²⁰.

1.5 Μηχανισμοί Ελέγχου Προβλημάτων Αντιπροσώπευσης

Στην προηγούμενη ενότητα αναπτύχθηκαν τα συγκρουόμενα συμφέροντα μέσα σε έναν επιχειρηματικό οργανισμό, μέσα από τις διάφορες ομάδες που τα εκπροσωπούν. Η ακαδημαϊκή έρευνα και η επιχειρηματική πρακτική έχουν προτείνει μια σειρά από μηχανισμούς περιορισμού της έντασης αυτών των συγκρούσεων. Όλοι αυτοί οι μηχανισμοί έχουν μια ξεχωριστή σημασία σε μία συνθετική διάσταση, καθώς συνθέτουν το πλέγμα εφαρμογής κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης.

Οι μηχανισμοί αυτοί περιλαμβάνουν την διάρθρωση του Διοικητικού Συμβουλίου μιας εταιρείας, την ιδιοκτησιακή της δομή, το σύστημα αμοιβών των στελεχών, το νομικό πλαίσιο λειτουργίας, την αγορά εργασίας στελεχών καθώς και την αγορά επιχειρηματικού ελέγχου²¹. Η χρηματοοικονομική έρευνα έχει αναζητήσει τις σχέσεις αλληλεπίδρασης αυτών των μέτρων πολιτικής, καθώς και τους τρόπος επίδρασης τους στην λειτουργική αποδοτικότητα της επιχείρησης. Η εκτενής αναφορά όμως σε αυτά τα μέτρα καθώς και η επισκόπηση των εμπειρικών αποτελεσμάτων ξεφεύγει από τους σκοπούς αυτού του κεφαλαίου, αποτελεί όμως αντικείμενο αναφοράς επόμενων κεφαλαίων.

1.6 Σύνοψη Κεφαλαίου

Το πρώτο κεφάλαιο της παρούσης εργασίας παρουσιάζει μία ιδιαιτερότητα: δεν ξεκινά ορίζοντας με σαφήνεια το αντικείμενο της εταιρικής διακυβέρνησης, αλλά περιγράφει το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται ο σύγχρονος επιχειρηματικός οργανισμός, τις προκλήσεις, τα προβλήματα, και τις ανάγκες που δημιουργεί αυτό το περιβάλλον, εσωτερικό και εξωτερικό. Σκοπός αυτής της δομής είναι να κατασταθεί σαφές στον αναγνώστη ότι το αντικείμενο της εταιρικής διακυβέρνησης δεν είναι

²⁰ Κάτι τέτοιο μπορεί να γίνει εφικτό τόσο νομικά όσο και λογιστικά. Στην πρώτη περίπτωση υφίστανται δύο σειρές μετοχών με διαφορετικά δικαιώματα ψήφου, ενώ στη δεύτερη, η ομάδα των μεγαλομετόχων ασκεί τον έλεγχο πολλών θυγατρικών εταιρειών (συμμετοχές). Για μια αναλυτική προσέγγιση του λογιστικού θέματος και των παρενεργειών του στην Ελλάδα βλέπε: Αληφαντής, Γεώργιος Στ., 1998, *Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις: Νομοθεσία και Πρακτική*, Πάμισος.

²¹ Agrawal, Anup, and Knoeber, Charles R., 1996, *Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pages 377-395.

κάτι νέο, ένα συγκλονιστικό εύρημα στο χώρο της οικονομικής διανόησης. Είναι η απάντηση της χρηματοοικονομικής επιστήμης και της επιστήμης της διοίκησης των επιχειρήσεων σε προβλήματα που παρουσιάστηκαν και εξακολουθούν να υπάρχουν στους επιχειρηματικούς οργανισμούς.

Οι νέες τάσεις που παρουσιάζονται στον οικονομικό κόσμο, μεταβολές όπως η στενή αλληλεπίδραση των επιμέρους εθνικών αγορών και η διαμόρφωση μια νέας παγκόσμια επενδυτικής κουλτούρας, παρέχουν ευκαιρίες και δημιουργούν προβλήματα που πρέπει να αντιμετωπιστούν σε ένα ολοκληρωμένο πλαίσιο σκέψης και υλοποίησης, σε ένα πλαίσιο παγκόσμιας ισχύος και αποδοχής. Οι δυνάμεις που ασκούνται στη σύγχρονη πολυμετοχική εταιρεία διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο, όχι μόνο αναφορικά με τη δική της οικονομική βιωσιμότητα και εξέλιξη, αλλά σε σχέση με την βασική οικονομική αρχή της διάχυσης και άρτιας χρησιμοποίησης των οικονομικών πόρων ενός διεθνούς οικονομικού συστήματος. Τα συγκρουόμενα συμφέροντα μέσα στην εταιρεία, αποτελούν κινητήριο μοχλό δράσης όλων των εμπλεκόμενων φορέων προκειμένου να ισοσκελίσει ο ζυγός της εταιρικής δικαιοσύνης μέσα από το προαναφερθέν πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης.

Όλες αυτές λοιπόν οι σύγχρονες συγκλονιστικές εξελίξεις μπορούν να αντιμετωπιστούν αποδοτικά και αποτελεσματικά μέσα από ένα καθεστώς “εταιρικής διακυβέρνησης”, της έννοιας αυτής για την οποία πολύς λόγος έχει γίνει σε αυτό το πρώτο κεφάλαιο, χωρίς όμως να ορίζεται, σκόπιμα και συνειδητά. Στο επόμενο κεφάλαιο ορίζεται και στοιχειοθετείται η εν λόγω έννοια, ενώ παρουσιάζονται τα αποτελέσματα και οι επιδράσεις εφαρμογής της σε διάφορα μέρη του κόσμου. Τώρα όμως, είναι πιο εύκολο να αντιληφθεί ο αναγνώστης την ουσιαστική της δύναμη και αναγκαιότητα και να αποφύγει τον πειρασμό να αντιμετωπίσει το όλο θέμα ως ένα ακόμη πόρισμα της οικονομικής σκέψης. Είναι επιπλέον πιο εύκολο να κατανοήσει την χρησιμότητα των εμπειρικών (στατιστικών και οικονομετρικών) αποτελεσμάτων που παρουσιάζονται σε επόμενα κεφάλαια, καθώς αυτά δεν είναι τίποτε άλλο από απαντήσεις σε ερωτήματα που ήδη του έχουν γεννηθεί.

Κεφάλαιο 2

Η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης και τα βασικά θεωρητικά μοντέλα της

2.1 Εισαγωγή

Στο προηγούμενο κεφάλαιο έγινε χρήση του όρου εταιρική διακυβέρνηση σε αρκετές περιπτώσεις, χωρίς όμως ο όρος να έχει οριστεί με σαφήνεια. Σύμφωνα λοιπόν με τον ορισμό του ΟΟΣΑ²² (Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης), ο όρος Εταιρική Διακυβέρνηση περιλαμβάνει μια ομάδα σχέσεων μεταξύ της διοίκησης μιας εταιρείας, του διοικητικού της συμβουλίου, των μετόχων της, καθώς και των άλλων φορέων που αντιμετωπίζουν κινδύνους και έχουν συμφέροντα από τη σχέση τους με την εταιρεία (stakeholders). Επιπλέον, παρέχει τη δομή μέσα από την οποία τίθενται οι στόχοι μιας εταιρείας, και τις αποφάσεις αναφορικά με τα μέσα υλοποίησης αυτών των στόχων και παρακολούθησης της αποδοτικότητας έως την υλοποίησή τους²³. Η “καλή” εταιρική διακυβέρνηση θα πρέπει να παρέχει κατάλληλα κίνητρα στο διοικητικό συμβούλιο και τη διοίκηση μιας εταιρείας ώστε να επιδιώκουν εκείνους τους στόχους που είναι προς όφελος της εταιρείας και των μετόχων της, ενώ παράλληλα πρέπει να διασφαλίζει αποτελεσματικές διαδικασίες ελέγχου. Η ύπαρξη ενός αποτελεσματικού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης, τόσο εντός μιας μεμονωμένης εταιρείας όσο και μέσα στα ευρύτερα πλαίσια μιας οικονομίας, βοηθά προς την κατεύθυνση ανάπτυξης ενός υψηλού βαθμού εμπιστοσύνης που είναι απαραίτητος για την ορθή λειτουργία μιας καπιταλιστικής οικονομίας. Ως αποτέλεσμα αυτών των επιδράσεων, το κόστος κεφαλαίου είναι μικρότερο και οι επιχειρήσεις έχουν κίνητρα να χρησιμοποιήσουν πιο αποδοτικά τους διαθέσιμους πόρους, προωθώντας την ανάπτυξη.

²² OECD, 2004, Principles of Corporate Governance, OECD, pages 11-12

²³ Υπάρχουν διάφοροι εναλλακτικοί ορισμοί του αντικειμένου της Εταιρικής Διακυβέρνησης, πολλοί εκ των οποίων είναι αρκετά ευρύτεροι. Στην έκθεση της επιτροπής Cadbury για την εξέταση των χρηματοοικονομικών πτυχών εταιρικής διακυβέρνησης των εταιρειών του Ηνωμένου Βασιλείου, ο όρος αναφέρεται πολύ πιο γενικά στο σύστημα διοίκησης και ελέγχου μιας εταιρείας. Εναλλακτικά, ο όρος αναφέρεται στους τρόπους με τους οποίους οι χρηματοδότες μιας επιχείρησης επιτυγχάνουν μία εξασφαλισμένη απόδοση των κεφαλαίων τους σε λογικά πλαίσια.

Το θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης έχει απασχολήσει ιδιαίτερα την χρηματοοικονομική κοινότητα, τόσο σε ακαδημαϊκό όσο και σε επαγγελματικό επίπεδο. Μια πλούσια και αυξανόμενη ερευνητική αρθρογραφία αναπτύσσεται γύρω από το εν λόγω θέμα τα είκοσι τελευταία χρόνια. Μετά από την πρωτοποριακή μελέτη του Fama στην θεωρία της επιχείρησης²⁴ (1980), ακολούθησαν δύο μελέτες των Fama και Jensen²⁵ (1983) πάνω στη διακυβέρνηση. Επιπρόσθετες εργασίες πάνω στο αντικείμενο αναπτύχθηκαν σε δύο συμποσιακές εκδόσεις του Journal of Financial Economics, το 1988 και το 1990²⁶, από τους Jensen, Ruback και Warner. Ακολούθησε μια συνεχόμενη ροή από άρθρα, ενώ εκδόθηκαν βιβλία μελετών για την εταιρική διακυβέρνηση. Μια συνολική επισκόπηση για την εταιρική διακυβέρνηση και την αποτελεσματικότητα του διοικητικού συμβουλίου αναπτύχθηκε από τους John και Senbet (1998)²⁷, ενώ μια ακόμη ευρύτερη επισκόπηση του θέματος δημοσιεύθηκε ένα χρόνο πριν, από τους Shleifer και Vishny²⁸.

Διαπιστώνεται λοιπόν μια έντονη κινητικότητα στον ακαδημαϊκό χώρο αναφορικά με το αντικείμενο της εταιρικής διακυβέρνησης. Τι είναι όμως αυτό που κεντρίζει το ενδιαφέρον των ακαδημαϊκών για το υπό συζήτηση θέμα; Τίποτε περισσότερο από την πραγματικότητα και τις δυσάρεστες συνέπειες που αυτή έχει για το σύνολο της οικονομίας, όταν κάτι δεν πάει καλά. Από τα εταιρικά σκάνδαλα των δεκαετιών του '70 και του '80, έως την κατάρρευση της Ρωσικής οικονομίας το 1998, και τα τελευταία εταιρικά σκάνδαλα της Enron και της Parmalat²⁹, οι ακαδημαϊκοί αντελήφθησαν ότι σε καμία περίπτωση δεν μπόρεσαν να ανακαλύψουν και να καταστήσουν υλοποιήσιμη μια βιώσιμη λύση για την εξασφάλιση των επενδυτών και της οικονομίας στο σύνολό της, έτσι όπως ενδεχομένως να είχαν θεωρήσει στα τέλη

²⁴ Fama, E. F., 1980, Agency Problems and the Theory of the Firm, Journal of Political Economy, pages 288-307

²⁵ Fama, E. F., and Jensen, Michael C., 1983, Separation of Ownership and Control, The Journal of Law and Economics, pages 301-325, και, Fama, E. F., 1983, Agency Problems and Residual Claims, The Journal of Law and Economics, pages 327-349.

²⁶ Jensen, Michael C., and Warner, Jerold B., January/March 1988, Symposium on the Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders and Directors, Journal of Financial Economics και, Jensen, Michael C., and Ruback, Richard S., September 1990, Symposium on the Structure and Governance of the Enterprise, Journal of Financial Economics.

²⁷ John, Kose, and Senbet, Lemma W., 1998, Corporate Governance and Board Effectiveness, Journal of Banking and Finance, pages 371-403

²⁸ Shleifer, Andrei, and Vishny, Robert W., 1997, A survey of Corporate Governance, Journal of Finance, pages 737-783.

²⁹ Μία ενδιαφέρουσα έκδοση που συνδέει τα εταιρικά σκάνδαλα των δεκαετιών του '70 και του '80 με την αναγκαιότητα εταιρικής διακυβέρνησης είναι: Tricker, R. I., 1994, International Corporate Governance, Prentice-Hall. Για μια αναλυτική και γλαφυρή παρουσίαση του σκανδάλου της Enron, βλέπε: Thomas, William C., 2002, The Rise and Fall of Enron, Journal of Accountancy, pages 41-48.

της δεκαετίας του '80. Αναφορικά με αυτή την πεποίθηση, ο τέως Πρύτανης του Kellogg School of Business, Northwestern University, Donald P. Jacobs, σημειώνει σε παλαιά του συνέντευξη στο περιοδικό Business Week: “Το σκάνδαλο της Enron φέρνει στην επιφάνεια τις πιο συντριπτικές δομικές αλλαγές στη διακυβέρνηση που έχουν γίνει ποτέ. Νομίσαμε ότι είχε συντελεστεί μια τεράστια αύξηση της ποιότητας των διοικητικών συμβουλίων, αλλά η Enron μας ταρακούνησε για τα καλά από αυτή την πεποίθηση”. Αξίζει δε να σημειωθεί ότι το περιοδικό Business Week έχει καθιερώσει σε ετήσια βάση μια κατηγοριοποίηση των αμερικανικών επιχειρήσεων σε σχέση με τα διοικητικά τους συμβούλια. Ενδεικτικά παρατίθενται ορισμένα στοιχεία από τους πίνακες του περιοδικού για δύο από αυτές τις κατηγορίες, τα “χειρότερα συμβούλια” (worst boards), και την “αίθουσα της ντροπής” (Hall of Shame).

Πίνακας 2.1	
Ορισμένα από τα χειρότερα συμβούλια αμερικανικών επιχειρήσεων, σύμφωνα με αξιολόγηση του έτους 2002 από το περιοδικό Business Week	
THE WORST BOARDS	
APPLE	Founder Steve Jobs owns just two shares in the company. Recently departed director Larry Ellison had none and had missed more than 25% of meetings in the past five years. The CEO of Micro Warehouse, which accounted for nearly 2.9% of Apple's net sales in 2001, sits on the compensation committee. Since 2000, the board has awarded Jobs 27.5 million stock options and a \$90 million jet. There is an interlocking directorship—with Gap CEO Mickey Drexler and Jobs sitting on each other's boards.
GAP	Self-dealing includes contracts with the chairman's brother to build and remodel stores and a consulting deal with the chairman's wife. Slow to replace outgoing CEO Mickey Drexler as performance declined. Interlocking directorship with Drexler sitting on the Apple board, while Apple's Steve Jobs sits on Gap's. Two other directors sit on the Charles Schwab board, while Chuck Schwab sits on Gap's.
KMART	The board's woes include multiple investigations of company accounting, a \$501 million profit restatement, and a federal grand jury probe into pay practices. The board was passive as the company's performance deteriorated before a bankruptcy filing in January. Meanwhile, the board approved \$28 million in retention loans to 25 top executives.

Πίνακας 2.2	
Η “αίθουσα της ντροπής” των αμερικανικών επιχειρήσεων, σύμφωνα με αξιολόγηση του έτους 2002 από το περιοδικό Business Week	
THE HALL OF SHAME	
ENRON	Biggest governance failure in modern corporate history. The board twice waived its ethics guidelines to allow the CFO to participate in off-balance-sheet deals. Ignored warnings from auditors concerning “high-risk” accounting. Failed to follow up on allegations from whistle-blower Sherron Watkins. Directors disavowed responsibility for company failure under oath before Congress.
TYCO	Disgraced CEO Dennis Kozlowski and others are alleged to have illegally siphoned off more than \$100 million in corporate assets. An internal probe revealed that at least three directors or their companies for years received undisclosed Tyco payments for aircraft leases and legal services. To its credit, the board booted out director Frank Walsh after he refused to return \$20 million he received for facilitating the CIT Group merger. Tyco is suing Kozlowski to recover five years of income and severance. All nine Kozlowski-era directors are leaving next year.
WORLDCOM	The board signed off on financials that had overstated profits by \$7.1 billion since 2000. Clifford Alexander Jr., who left the board in January after missing half the meetings in 2001, is chairman of Moody's Investors Service, which didn't downgrade WorldCom bonds until April. Chairman Bert Roberts owns a company that was paid \$405,000 by WorldCom to provide air-transportation services. Since the bankruptcy filing in July, the board has added three independent directors and initiated a search for a permanent CEO.

Από τους παραπάνω πίνακες (2.1 και 2.2) διαπιστώνουμε, πόσο σημαντικό ζήτημα είναι για την αγορά η αποτελεσματικότητα του διοικητικού συμβουλίου, μέσα στα πλαίσια του ευρύτερου ορισμού της εταιρικής διακυβέρνησης, και πως αυτόνομα, μία ταξινόμηση όπως η παραπάνω³⁰ μπορεί να αποτελέσει πρόταση επενδυτικής κίνησης και να μεταβάλλει την εταιρική φήμη. Δεν θα ήταν λοιπόν δυνατό, για ένα τέτοιο θέμα που αριθμεί τα ίδια χρόνια ζωής με την πολυμετοχική επιχείρηση³¹ – χωρίς κανείς βέβαια να το έχει αντιληφθεί και ορίσει αυτόνομα – να μην απασχοληθεί η ακαδημαϊκή κοινότητα.

Όπως είναι ευνόητο από τα παραπάνω, το θέμα της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι ιδιαίτερα σημαντικό και συναρπαστικό, ενώ μπορεί να το αντιμετωπίσει κανείς από διάφορες οπτικές γωνίες εξαιτίας της ευρύτητας του. Η λειτουργία ενός επιχειρηματικού οργανισμού απαιτεί την παροχή και χρήση κεφαλαίων. Όπως αναπτύχθηκε και στο πρώτο κεφάλαιο, μόλις τα χρηματικά κεφάλαια παρασχεθούν, οι διοικούντες την εταιρεία ενδέχεται να έχουν συμφέροντα προς την εκμετάλλευση των μετόχων και των λοιπών φορέων δραστηριοποίησης στην εταιρεία. Πρόκειται για το γνωστό πρόβλημα διαχωρισμού ιδιοκτησίας και διοίκησης, γνωστό ως πρόβλημα αντιπροσώπευσης ή σχέση εντολέα – εντολοδόχου. Θεωρητικά, οι μέτοχοι εκλέγουν ένα διοικητικό συμβούλιο που αντιπροσωπεύει τα συμφέροντά τους, τα διοικητικά στελέχη όμως έχουν τη δυνατότητα να διαβρώσουν αυτή τη διαδικασία. Στο σημείο αυτό μπορούν να τεθούν μια σειρά από ερωτήματα που έχουν να κάνουν με την αποτελεσματικότητα χρήσης εξωτερικών μηχανισμών για το έλεγχο της διοίκησης, την κανονιστική χροιά των οργανωμένων χρηματιστηρίων σε σχέση με τις επιχειρήσεις που δεν είναι αποδοτικές, την χρησιμότητα της αγοράς εταιρικού ελέγχου (συγχωνεύσεις και εξαγορές) ως τον κατάλληλο μηχανισμό ρύθμισης θεμάτων εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς και την χρήση διαφορετικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης ως πιθανά καλύτερη λύση στα προβλήματα αντιπροσώπευσης.

Η δομή που ακολουθείται στο παρόν κεφάλαιο καλύπτει τα σημαντικότερα από αυτά τα ερωτήματα έτσι όπως έχουν αντιμετωπιστεί από τη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία. Στην επόμενη παράγραφο γίνεται αναφορά στις δύο βασικές γενικές

³⁰ Lavelle, Louis, October 7th, 2002, The Best and Worst Boards, Business Week, pages 104-114.

³¹ Αξίζει να σημειωθεί στο σημείο αυτό, πως στις ιστορικές προσεγγίσεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης, μπορεί κανείς να βρει πλούτο αναφορών από την Αρχαία Ελληνική Φιλοσοφία και τα θεατρικά έργα του Σαίξπηρ (Ο Έμπορος της Βενετίας), ως τον Πλούτο των Εθνών του Άνταμ Σμιθ.

κατηγορίες συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης, την εξωτερική θεωρία (Shareholder Theory of Corporate Governance) και την εσωτερική θεωρία (Stakeholder Theory of Corporate Governance), καθώς και στην έντονη κριτική που τα συστήματα αυτά έχουν δεχτεί. Στη συνέχεια, μέσα από τον πρίσμα των συστημάτων που έχουν περιγραφεί σε γενικούς όρους, παρουσιάζονται τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζονται στις Ηνωμένες Πολιτείες, την Ευρώπη και την Ασία και η αποδοτικότητα τους σε διάφορα επίπεδα μέσα από σειρά εμπειρικών μελετών, και εμφανίζεται η σταδιακή σύγκλισή τους σε μια κοινή λογική.

2.2 Θεωρητικά Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Στη χρηματοοικονομική θεωρία, η βασική διάκριση των μοντέλων εταιρικής διακυβέρνησης είναι μεταξύ αυτών στα οποία η εξουσία θεμελιώνεται στους κανόνες της αγοράς (market oriented model) και αυτών όπου η εξουσία έχει ως βάση την επιρροή των τραπεζών (bank oriented model). Στο πρώτο από αυτά τα μοντέλα η άντληση χρηματοδοτικών κεφαλαίων γίνεται μέσω της αγοράς ενώ ο επενδυτής φέρει τον κίνδυνο της επένδυσης του. Στο δεύτερο μοντέλο, η παρέμβαση των τραπεζικών ιδρυμάτων εκδηλώνεται με τη διοχέτευση πόρων από τις πλεονασματικές (νοικοκυριά) στις ελλειμματικές μονάδες (επιχειρήσεις). Οι εταιρείες χρηματοδοτούνται κυρίως από τις τράπεζες, οι οποίες ενεργούν ως ενδιάμεσοι μεταξύ του αποταμιευτικού κοινού και των εταιρειών, παρέχοντας πίστωση ή κατέχοντας σημαντικό ποσοστό μετοχών των εταιρειών και διασφαλίζοντας ευρείας κλίμακας υπηρεσίες προς επενδυτές και εταιρείες³². Αποτέλεσμα αυτής της παρέμβασης των τραπεζών είναι η ύπαρξη μεγάλων χρεών των εταιρειών προς τις τράπεζες. Η διάκριση μεταξύ των δύο μοντέλων, το πρώτο από τα οποία εφαρμόζεται στις Ηνωμένες Πολιτείες ενώ το δεύτερο στην Ευρώπη (ιδίως στη Γερμανία), δικαιολογείται από τη διάκριση του κλάδου των τραπεζικών υπηρεσιών από τον αντίστοιχο των επενδυτικών υπηρεσιών στον τομέα των κινητών αξιών. Η διάκριση αυτή καθιερώθηκε στις Η.Π.Α το 1933³³, ενώ στην Ευρώπη ισχύει η αρχή του universal banking. Αναλυτικά, τα δύο αυτά συστήματα θεμελιώνονται στις ακόλουθες παραγράφους.

³² Sheikh, S., and Reew W., 1995, *Corporate Governance and Corporate Control*, Cavendish Publishing

³³ Η σχετική υφιστάμενη νομοθεσία είναι η πράξη Glass – Steagal (The Glass-Steagal Act of 1933)

2.2.1 Εξωτερικό Σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης (Shareholder Model)

Οι υποστηρικτές του “Εξωτερικού Μοντέλου” θεωρούν τους μετόχους ως εντολείς, σύμφωνα με τα συμφέροντα των οποίων θα πρέπει να λειτουργεί η εταιρεία, παρά το γεγονός ότι βασίζονται σε άλλους για την πραγματική διοίκηση της εταιρείας. Σύμφωνα με τις απόψεις τους, όταν οι εταιρείες λειτουργούν με στόχο τη μεγιστοποίηση του πλούτου του μετόχου, επεκτείνεται η αποδοτικότητα του οικονομικού συστήματος στο σύνολό του και όχι μόνο τα συμφέροντα των μετόχων. Η καθαρή αξία της επιχείρησης (residuals), θεωρείται ως ανταμοιβή των μετόχων για τις κρίσιμες οικονομικές λειτουργίες που παρέχουν³⁴. Ειδικότερα, οι αποδόσεις των μετόχων αντιμετωπίζονται ως κίνητρα προκειμένου οι επενδυτές να αναλαμβάνουν κίνδυνο και να έχουν υπομονή (risk bearing and waiting, Fama & Jensen [1983]).

Οι μέτοχοι μιας εταιρείας έχουν αξιώσεις στην καθαρή της περιουσία καθώς φέρουν τον κίνδυνο αυτής (residual risk bearers). Ως επενδυτές κινητών αξιών, οι μέτοχοι είναι τα μοναδικά μέλη του οικονομικού συστήματος που επενδύουν σε μια εταιρεία χωρίς καμία εγγύηση, χωρίς κανένα συμβόλαιο για την επίτευξη μιας συγκεκριμένης απόδοσης. Φέρουν λοιπόν τον κίνδυνο των ενδεχόμενων κερδών ή ζημιών της εταιρείας, και έχουν κάθε συμφέρον να επιδιώκουν την κατανομή των εταιρικών πόρων στις καλύτερες εναλλακτικές χρήσεις ώστε να επιτύχουν την μεγαλύτερη δυνατή αύξηση της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης. Από τη στιγμή που όλα τα εξωτερικά στην επιχείρηση εμπλεκόμενα μέρη (stakeholders) θα λάβουν τις συμβατικές τους αποδόσεις, η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων θα καταλήξει σε ανώτερη οικονομική αποδοτικότητα, όχι μόνο για την επιχείρηση, αλλά για το σύνολο του οικονομικού συστήματος.

Το εν λόγω σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης, υποθέτει ενδογενώς και θεμελιώνεται πάνω σε αυτή την υπόθεση, ότι οι μέτοχοι είναι τα πλέον κατάλληλα άτομα να φέρουν αυτόν τον “υπολειμματικό κίνδυνο”, που ούτε οι εργαζόμενοι, ούτε τα διοικητικά στελέχη μιας εταιρείας μπορούν να φέρουν. Βασικό πλεονέκτημα των μετόχων σύμφωνα με αυτή το πρίσμα σκέψης είναι ότι δεν συνδέονται με την εταιρεία. Μπορούν να διαφοροποιήσουν τα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια, διαμορφώνοντας τα έτσι ώστε να ελαχιστοποιούν τον κίνδυνο, εξαλείφοντας τον ειδικό κίνδυνο των εταιρειών του χαρτοφυλακίου τους και αντιμετωπίζοντας μόνο

³⁴ Fama, E. F., and Jensen, Michael C., 1983, Separation of Ownership and Control, The Journal of Law and Economics, pages 301-325

τον κίνδυνο αγοράς. Σύμφωνα με τους Fama και Jensen, η χρηματοοικονομική θεωρία της ανάληψης κινδύνου βασίζεται στον “διαχωρισμό των στελεχών που λαμβάνουν αποφάσεις από αυτούς που αναλαμβάνουν τον κίνδυνο της εταιρείας”³⁵. Ο διαχωρισμός αυτός επιτρέπει την καλύτερη δυνατή κατανομή του κινδύνου στην οικονομία της αγοράς, συνοδεύεται όμως από ένα σημαντικό κόστος, που παρουσιάζεται με τη μορφή κινήτρων εντός του οργανισμού. Οι Fama και Jensen (1983) γράφουν: “...ο διαχωρισμός και η εξειδίκευση των στελεχών που λαμβάνουν αποφάσεις, από εκείνους που αναλαμβάνουν τους κινδύνους οδηγεί σε προβλήματα αντιπροσώπευσης μεταξύ των εντολοδόχων διευθυντών και των μετόχων. Αυτό είναι ένα πρόβλημα διαχωρισμού ιδιοκτησίας και ελέγχου, που έχει απασχολήσει ιδιαίτερα τους μελετητές της επιχείρησης”. Το πρόβλημα διακυβέρνησης της σύγχρονης επιχείρησης, όπως το αντιλαμβάνονται οι θεωρητικοί της χρηματοοικονομικής, είναι ότι οι μέτοχοι που φέρουν τον υπολειμματικό κίνδυνο δεν έχουν καμία εξασφάλιση αναφορικά με το ότι οι εντολοδόχοι τους – τα διοικητικά στελέχη – θα δράσουν με γνώμονα τα συμφέροντά τους. Τα κόστη που δημιουργούνται από την επιλογή των στελεχών να δράσουν προς τα προσωπικά τους συμφέροντα, καθώς και τα έξοδα που δημιουργούνται για την παρακολούθηση και τον έλεγχο των στελεχών, ώστε να αποτραπούν κινήσεις προσωπικής ωφέλειας, περιγράφονται ως κόστη αντιπροσώπευσης.

Η βασική απασχόληση των θεωρητικών της χρηματοοικονομικής είναι να ανακαλύψουν και να ελέγξουν εμπειρικά τους μηχανισμούς εκείνους που απαλείφουν αυτά τα προβλήματα και μειώσουν ή εξαλείφουν τα κόστη αντιπροσώπευσης. Την τελευταία εικοσαετία, έχει αναπτυχθεί μία σημαντικού μεγέθους και ποιότητας αρθρογραφία πάνω στα παραπάνω ζητήματα, και οι μηχανισμοί επίλυσης που έχουν προταθεί είναι πολλοί. Μία πρόταση είναι η χρήση συμβολαίων με στόχο τη δημιουργία άμεσων κινήτρων για τους διοικούντες να ενεργούν προς όφελος των μετόχων. Αποδείχθηκε όμως ότι η λύση αυτή δεν οδηγεί στην καλύτερη δυνατή κατανομή κινδύνου³⁶. Έτσι, επιστρατεύθηκαν άλλοι μηχανισμοί για την

³⁵ Fama, E. F., and Jensen, Michael C., 1983, Separation of Ownership and Control, The Journal of Law and Economics, page 303

³⁶ Για μια σειρά εμπειρικών μελετών πάνω στα αναφερόμενα ζητήματα βλέπε: Murphy, K., 1985, Corporate Performance and Managerial Remuneration, Journal of Accounting and Economics, pages 11-42. Baker, G., Jensen, M., and Murphy, K., 1988, Compensation and Incentives: Practice vs. Theory, Journal of Finance, pages 593-616. Jensen, M., and Murphy, K., 1990, Performance Pay and Top Management Incentives, Journal of Political Economy, 225-264. Hart, O., 1995, Corporate Governance: Some Theory and Implications, Economic Journal, pages 678-698. Agrawal, Anup, and

διακυβέρνηση των επιχειρηματικών οργανισμών (ορισμένα παραδείγματα σχετικών προτάσεων προέρχονται από τους: Jensen and Ruback³⁷ [1983], Jensen³⁸ [1986], Scharfstein³⁹ [1988], Grossman and Hart⁴⁰ [1988], Jensen⁴¹ [1988], Morck, Shleifer and Vishny⁴² [1989], Agrawal, and Knoeber [1996]) , μηχανισμοί οι οποίοι έχουν να κάνουν με το διοικητικό συμβούλιο (board of directors), τις συγκρούσεις αντιπροσώπων (proxy fights), τους μεγαλομετόχους (large shareholders), τις επιθετικές εξαγορές (hostile takeovers), τη χρηματοοικονομική δομή (corporate financial structure), τη χρήση εξωτερικών διευθυντών (outside directors), και την πολιτική δανεισμού της εταιρείας (debt policy). Η θεωρία αυτή όπως και ο βασικός πολέμιος της που αναπτύσσεται στην επόμενη παράγραφο δέχθηκαν σφοδρή κριτική, στοιχεία της οποίας παρέχονται στην συνακόλουθη υποπαράγραφο 2.2.3.

Συναρτώντας την παρούσα παράγραφο με την παράγραφο 1.4 του πρώτου κεφαλαίου μπορεί κανείς να σημειώσει ότι, κύριο χαρακτηριστικό των εξωτερικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης είναι η ύπαρξη μεγάλων και υψηλής ρευστότητας κεφαλαιαγορών. Τα μετοχικά κεφάλαια των εταιρειών παρουσιάζουν μεγάλη διασπορά. Οι μέτοχοι, κάνοντας χρήση των δικαιωμάτων ψήφου, έχουν τη δυνατότητα να εκλέγουν το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας και να ψηφίζουν για σημαντικά ζητήματα. Ωστόσο, στην πράξη, η δυνατότητα παρακολούθησης και ελέγχου της εκτελεστικής διοίκησης από τους μετόχους είναι περιορισμένη. Η μεγάλη διασπορά του μετοχικού κεφαλαίου των εταιρειών, θέτει τους μετόχους αντιμέτωπους με το πρόβλημα του "ελεύθερου επιβάτη" (free rider problem). Με μικρό μερίδιο στην εταιρεία, κανένας μέτοχος δεν θα είναι διατεθειμένος να αναλάβει το έργο της συστηματικής παρακολούθησης και ελέγχου των αποφάσεων της εκτελεστικής διοίκησης, καθώς το κόστος μιας τέτοιας διαδικασίας (που επωμίζεται μόνος του) θα υπερβαίνει το προσδοκώμενο όφελος (το οποίο διαμοιράζεται pro rata σε όλους τους

Knoeber, Charles R., 1996, Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pages 377-395.

³⁷ Jensen, M., and Ruback, R., 1983, The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics*, pages 5-50

³⁸ Jensen, M., 1986, Agency Cost of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, pages 323-329

³⁹ Scharfstein, D., 1988, The Disciplinary Role of Takeovers, *Review of Economic Studies*, pages 185-199

⁴⁰ Grossman, S., and Hart, O., 1988, One Share, One Vote and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, pages 175-202.

⁴¹ Jensen, M., 1988, Takeovers: Their Causes and Consequences, *Journal of Economic Perspectives*, pages 21-48

⁴² Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R., 1989, Alternative Mechanisms of Corporate Control, *American Economic Review*, pages 842-852

μετόχους της εταιρείας). Η αδυναμία των μετόχων να παρακολουθούν αποτελεσματικά τη λειτουργία της εκτελεστικής διοίκησης, καθιστά την κεφαλαιαγορά ως τον κυριότερο μηχανισμό πειθαρχίας της τελευταίας. Έτσι, όταν η αυτή δεν επιτυγχάνει αποτελεσματικά τα συμφέροντα των μετόχων, αυτοί με τη σειρά τους επιλέγουν τη μαζική έξοδο από τη μετοχή της εταιρείας, επιφέροντας άμεση πτώση της τιμής της και δίδοντας με αυτό τον τρόπο σήμα προς την εκτελεστική διοίκηση να μεταβάλει τις πολιτικές της και να τις ευθυγραμμίσει με τέτοιες που να προάγουν τα συμφέροντα τους. Παράλληλα, οι επιχειρήσεις εκτίθενται στην απειλή των (επιθετικών) εξαγορών.

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

2.2.2 Εσωτερικό Σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης (Stakeholder Model)

Εναλλακτικά στο εξωτερικό μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης, αναπτύχθηκε και θεμελιώθηκε ο βασικός του πολέμιος, το εσωτερικό σύστημα⁴³. Το εν λόγω σύστημα χαρακτηρίζεται από συγκεντρωμένη ιδιοκτησία, πολυσυμμετοχικές ή πυραμιδοειδείς τοποθετήσεις, μακροπρόθεσμος πιστός επενδυτής και σχετικά μικρή σημασία της κεφαλαιαγοράς και την αγοράς εταιρικού ελέγχου. Ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών είναι πολύ πιο περιορισμένος απ' ό,τι στο εξωτερικό σύστημα. Κεντρικό χαρακτηριστικό των εσωτερικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης είναι ότι παρέχουν τη δυνατότητα στους μετόχους να ασκήσουν τον έλεγχο τους με μικρό σχετικά κόστος. Οι "ισχυροί" μέτοχοι έχουν τόσο το κίνητρο όσο και τη δύναμη να ελέγχουν και να παρακολουθούν τις αποφάσεις της εκτελεστικής διοίκησης. Το πρόβλημα του "εντολέα-εντολοδόχου", ως η συγκρουσιακή σχέση μεταξύ των

⁴³ Για μια εκτενή επισκόπηση αρθρογραφίας στο εν λόγω θέμα, βλέπε: Kelly, G., Kelly, D., and Gamble, A., 1997, Stakeholder Capitalism, Basingstoke: Macmillan.

"αδύναμων" μετόχων και της "ισχυρής" εκτελεστικής διοίκησης, όπου συναντάται στα εξωτερικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, μεταβάλλεται σε σύγκρουση των "ισχυρών" μεγαλομετόχων με τους "αδύναμους" μετόχους μειοψηφίας.

Οι μεγαλομέτοχοι έχουν αναπτύξει και άλλες στενές σχέσεις με την εταιρεία, πέρα της τροφοδότησης της με πιστωτικά κεφάλαια (αν πρόκειται για τράπεζα), έχοντας τη δυνατότητα να επικοινωνούν άμεσα μεταξύ τους και να συναποφασίζουν για τον τρόπο παρακολούθησης και ελέγχου της εκτελεστικής διοίκησης. Αυτή η διαδικασία αναδύεται από ένα πλαίσιο όπου κυριαρχεί το στοιχείο της συναίνεσης παρά της σύγκρουσης. Οι περιπτώσεις επιθετικών εξαγορών είναι περιορισμένες. Μεγάλα μερίδια μετοχών είναι συγκεντρωμένα στους ιδρυτές της εταιρείας, σε τράπεζες ή σε άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα οποία λόγω των μακροχρόνιων δεσμών τους με την εταιρεία, συντάσσονται σχεδόν πάντα με την εκτελεστική διοίκηση, παρά με τα σχέδια όσων προτίθενται να προβούν σε κινήσεις επιθετικών εξαγορών.

2.2.3 Κριτική στα Βασικά Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Τόσο το εξωτερικό όσο και το εσωτερικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης που περιγράφησαν παραπάνω, αντιμετωπίζονται με δυσπιστία από ένα μέρος της ακαδημαϊκής κοινότητας το οποίο ασκεί οξεία κριτική στις εν λόγω θεωρίες.

Το μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης του μετόχου, όπως αναφέρθηκε και προθύστερα, στοιχειοθετείται πάνω στην λογική της αποζημιωτικής απόδοσης του μετόχου για την μοναδική δραστηριότητα που αναλαμβάνει, της ανάληψης δηλαδή κινδύνου και της αναμονής (risk bearing and waiting, Fama & Jensen [1983]). Η κριτική των πολέμιων του μοντέλου αυτού εδράζεται ακριβώς πάνω σε αυτό το στοιχείο που θεωρείται δεδομένο. Σύμφωνα με την άποψη αυτών, οι θεωρητικοί της χρηματοοικονομικής "...είναι ένοχοι για την παροχή μιας ερμηνείας της διανομής (των κερδών), τελείως αποκομμένη από την ερμηνεία της παραγωγής, ωσάν το εισόδημα να δημιουργήθηκε από μόνο του. Αναλύουν τους λόγους για τους οποίους οι επενδυτές επιζητούν αποδόσεις για τα αξιόγραφα που διακρατούν, χωρίς να έχουν ποτέ αναρωτηθεί γιατί μια τέτοια απόδοση να θεωρείται αναμενόμενη στην οικονομία. Χωρίς μια ερμηνευτική θεωρία του γιατί μια επένδυση αναμένεται να δημιουργήσει μια απόδοση κεφαλαίου με επιτοκιακή μορφή, δίνουν την εντύπωση πως ο προσδιορισμός του επιτοκίου βασίζεται αποκλειστικά στις ψυχογονητικές

αντιδράσεις αυτών που κρατούν τα αξιόγραφα.” (Seager⁴⁴ [1912]). Με άλλα λόγια, αμφισβητείται η σημαντικότητα της υπηρεσίας που παρέχουν οι μέτοχοι στο οικονομικό σύστημα και συνεπώς, το είδος της απόδοσης που διεκδικούν.

Πέρα όμως από τα θεωρητικά προβλήματα, οι αντίπαλοι την εν λόγω θεωρία εντοπίζουν και προβλήματα στην εμπειρική εφαρμογή του εξωτερικού μοντέλου διακυβέρνησης. Αναπαράγοντας τις φράσεις του Berle: “...ο αγοραστής μιας μετοχής δεν συνεισφέρει αποταμιεύσεις σε έναν επιχειρηματικό οργανισμό με σκοπό να συνεισφέρει στην αύξηση της παραγωγής και των λειτουργιών του. Απλά εκτιμά την πιθανότητα αύξησης της αξίας των μετοχών της εταιρείας. Η συνεισφορά του σε οποιαδήποτε άλλο πλιν του εαυτού του, είναι απλά η διατήρηση ρευστότητας για άλλους μετόχους που επιθυμούν να ρευστοποιήσουν τις τοποθετήσεις τους. Σαφέστατα δεν μπορεί και δεν θέλει να παράσχει διοικητικές ή επιχειρηματικές προσπάθειες ή υπηρεσίες.” (Berle⁴⁵ [1968]). Οι επενδυτές-μέτοχοι λοιπόν όπως τη δεκαετία του '60 έτσι και σήμερα, επενδύουν τα κεφάλαιά τους στα αξιόγραφα που εκδίδονται από επιτυχημένες εταιρείες, εταιρείες οι οποίες έχουν ήδη προβεί σε επιτυχής παραγωγικές επενδύσεις. Μια ικανοποιητική αρθρογραφία πάνω στο θέμα παρέχει την απαραίτητη εμπειρική θεμελίωση των παραπάνω ισχυρισμών⁴⁶.

Όσον αφορά το εσωτερικό μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης, η κύρια κριτική που του ασκείται έχει να κάνει με την ανάγκη υιοθέτησης ενός ευρύτερου φάσματος υποθέσεων αναφορικά με τη δημιουργία και την διανομή του πλούτου σε μια εταιρεία. Χαρακτηριστικότερο παράδειγμα αποτελεί η αντίληψη πως τα απτά στοιχεία στα οποία οι μέτοχοι υποθετικά τοποθετούν τα κεφάλαιά τους, δεν είναι τα μοναδικά με αξία στην επιχείρηση. Τα ανθρώπινα στοιχεία συντελούν επίσης στη δημιουργία αξίας στην επιχείρηση⁴⁷. Άρα, και οι εργαζόμενοι σε μια εταιρεία επενδύουν στα δικά τους ανθρώπινα στοιχεία και φέρουν ένα μέρος του κινδύνου της επιχείρησης, κινδύνου του οποίου παύουν πλέον αποκλειστικοί φορείς να είναι οι μέτοχοι.

⁴⁴ Seager, H., 1912, The Impatience Theory of Interest, American Economic Review, pages 835-837.

⁴⁵ Berle, A., 1968, Property, Production and Revolution: A Preface to the Revised Edition, preface to *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt,

⁴⁶ Για μια αναλυτική θεμελίωση των ισχυρισμών αυτών εναντίον των δύο βασικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης και την πρόταση ενός νέου μοντέλου, βλέπε: O'Sullivan, M., 2000, *Contests for Corporate Control*, Oxford University Press.

⁴⁷ Blair, M., 1995, *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twentieth-First Century*, Brookings Institution

2.2.4 Άλλα Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Προκειμένου η εν λόγω ενότητα να είναι ολοκληρωμένη, κρίνεται απαραίτητη η παρουσίαση των σημαντικότερων άλλων μοντέλων εταιρικής διακυβέρνησης, τα οποία εδράζονται στα γενικά πλαίσια των συστημάτων που αναπτύχθηκαν παραπάνω. Μία εξαιρετική εργασία πάνω στη συγκριτική παρουσίαση των βασικών συμπερασμάτων έχει παρουσιαστεί στον πολύ πρόσφατο συλλογικό τόμο “Corporate Governance: An International Review⁴⁸”, η οποία αποτελεί μια πολύ καλή αρθρογραφική ανασκόπηση και την πηγή του πίνακα που ακολουθεί.

Πίνακας 2.3		
Βιβλιογραφική Ανασκόπηση Μοντέλων Εταιρικής Διακυβέρνησης		
Πηγή: Ho, Chi-Kun, 2005, Corporate Governance and Corporate Competitiveness: an international analysis, pages 211-253, in “Corporate Governance: An International Review”, 2005		
Μοντέλο	Στόχος Μοντέλου	Συμπεράσματα & Εξηγήσεις
Behavioural Agency Model - Wiseman and Gomez-Mejia (1998)	To define executive risk-bearing and risk-taking behaviors in relation to loss aversion and loss minimization, and devise propositions of enhancing corporate governance.	Positively framed problems increase risk-bearing, which in turn has a negative effect on risk-taking. Risk-bearing results from threats to future base pay and anticipated adjustments to that pay. To the extent that future base pay is insulated from the threat of loss, agent risk-bearing is reduced and agents may be more willing to pursue contingent pay through riskier strategic choices.
Finance Model - Shleifer and Vishny (1997)	To deal with the agency problem: the fundamental question is how to assure suppliers of finance to corporations of getting a return on their investment.	Successful corporate governance systems in the US, Germany and Japan deal with opportunistic managerial behaviors by combining significant legal protection of investors and concentrated ownership (large shareholdings, takeovers, bank finance).
- Demirag <i>et al.</i> (1998)	To identify the financial systems and corporate governance structures that resist short-term pressures from the market and encourage long-term investment decisions.	Short-term pressures appeared to present major obstacles to US managers in managing R&D projects; and they coped with them by improving communication channels with institutional owners; taking a long-term perspective on R&D investments, and using long-term performance measures in determining their R&D budgets and projects.

⁴⁸ Ho, Chi-Kun, 2005, Corporate Governance and Corporate Competitiveness: an international analysis, pages 211-253, in “Corporate Governance: An International Review”, 2005, Blackwell Publishing

Μοντέλο	Στόχος Μοντέλου	Συμπεράσματα & Εξηγήσεις
Stewardship Model - Davis et al. (1997)	To monitor managers as stewards or caretakers of organizational interests, which is involvement and long-term oriented, and aims to maximize performance.	Managers whose needs are based on growth, achievement and self-actualization and who are intrinsically motivated may gain greater utility by accomplishing organizational rather than personal agenda. Managers in situations with collective culture and lower power distance are more likely to identify with their organizations, commit to organizational values and to serve organizational ends.
- Tricker (1994)	Two main functions of the board of directors: conformance and performance.	The conformance roles are past and present oriented, providing accountability, monitoring and supervision; and the performance roles are future oriented, including strategy formulation and policymaking.
- Keasey and Wright (1997)	Two dimensions of corporate governance: stewardship and entrepreneurship.	The stewardship dimension deals with issues about fund misappropriations by, and controlling the behaviors of, non-owner managers; and entrepreneurship dimension deals with reallocation of economic resources in new combination involving both innovations and corporate restructuring, about correctly motivating managerial behaviors towards improving the business.
Stakeholder Model - Buchholz (1992)	To allow participation of a wider constituent groups (with economic and/ or social stakes in corporate activities) in the governance process, assuring that their interests are taken into account in corporate decision making.	Give shareholders increased rights to participate in important decisions. More outside directors to alleviate concern boards are too subservient to management. Institute industrial democracy with participation of institutional investors, and co-determination scheme to allow workers participating in management. Reinforce federal statutes over issues such as insider trading, hostile takeover.
- Donaldson and Preston (1995)	To define stakeholders (through the actual or potential harms or benefits that they experience or anticipate experiencing as a result of the firm's actions or inactions); and explore the justifications and responsibility of directors and managers as trustees for the stakeholders.	Descriptive justifications: survey regarded it as unethical management behavior to focus solely in the interest of shareowners; statutes have extended the range of permissible concern by boards to non-shareowner constituencies. Instrumental justifications: success in satisfying multiple stakeholder interests constitutes the ultimate test of corporate performance, with monitoring devices that reduce information asymmetry, and enforcement mechanisms including law, exit and voice, and emphasis of fairness. Normative justifications: a pluralistic theory of property rights supports various groups a moral interest or stake in the affairs of the corporation.

Μοντέλο	Στόχος Μοντέλου	Συμπεράσματα & Εξηγήσεις
Political Model - Pound (1992)	To define a political approach that active shareholders muster voting support from dispersed shareholders to change corporate policy.	Active and informed institutional investors use mechanisms such as shadow management committees, independent director slates and outside experts to exert their ideas to their target corporations. Competitive marketplace will discipline and eliminate bad behaviours that promote short-termism or politicise every management issue or push non-economic agendas. Management should build relationship with this long-term constituency, and institute formal mechanisms for obtaining the investors' views, with the objective of creating a political capital that leads to greater stability.
- Schwab and Thomas (1998)	To define the role play of labour activism.	Labour unions with large pension funds become the most aggressive institutional investors attempting to hold management more accountable, to maximise return on capital and to push for changes in corporate governance. The activities serve to align the shareholder and worker interests, and have long-term profound effects on corporate governance.
Participative Model - Collier and Esteban (1999)	To address the contextual and organisation limitations of other models (finance, stewardship, stakeholder and political) so as to adapt to the changing world.	Organisations should adopt participative, flexible and open systems and processes in order to adapt to changes. The governance model is cybernetic: responsive, adaptive by continuous differentiation and continually learning; and promote freedom and creativity to produce emergent patterns of good governance and to form the basis of the ethical quality of participative governance.
Strategic Leadership Model - Charan (1998)	Board brings its collective knowledge and experience to the tasks of improving company performance and building competitive strength.	Board may achieve effective group process, and forge alliances between directors and CEOs, by open dialogue, using structure advantageously, recruiting talented directors, cultivating multiple perspective, assuring

Μοντέλο	Στόχος Μοντέλου	Συμπεράσματα & Εξηγήσεις
		information needs, ensuring learning, CEO evaluation and succession planning.
- Davies (1999)	<p>Key foundations for strategic leadership are:</p> <ul style="list-style-type: none"> •effective board of directors; •shared strategic direction; and •strong strategic management process. 	<p>Competences of directors: strategic perception, decision-making, analytical and communication skill, effective interaction, ability to plan, delegate, appraise and develop others, achievement through risk taking, resilience, integrity, independence.</p> <p>Board strategic leadership: establish a vision and values which set the target and tone of the company; decide strategy through a process involving people who have to deliver it; involve stakeholders and develop stakeholder value as well as shareholder value. Strategic management processes: board and business units contributing plans and strategies, monitoring of implementation, and empowerment. Additional reporting on: views on quality of governance, validation of long-term health, competences and knowledge base, progress towards purpose, audit of processes and shareholder value.</p>
- Simons (1995)	To develop a system of controls to cope with the growth of empowerment.	Communicate core values and mission; specify and enforce rules of the game; build and support clear targets; open organisational dialogue to encourage learning.
-Forbes and Milliken (1999)	To develop a model of board process assuring strategic decision-making effectiveness.	Board effort norms (ensuring preparation, participation and analysis), cognitive conflict (leveraging differences of perspective), presence and use of knowledge and skills will be positively related to board task performance. Board cohesiveness will be related in a curvilinear manner to board task performance; and will be less likely to detract from board task performance when the board has a high level of cognitive conflict. Job-related diversity on the board will be

Μοντέλο	Στόχος Μοντέλου	Συμπεράσματα & Εξηγήσεις
		positively related to the presence of functional area knowledge and skills and cognitive conflict on the board.
Policy Governance Model - Carver (1999)	To clearly and on behalf of the owners spell out expectations staff are to meet, as well as clarify parameters within which staff decision-making may proceed unfettered by board intervention.	Policy governance boards exercise authority only as a group. Such boards establish expectations (the "ends") and boundaries on management's means, designate delegates - holding the CEO strictly accountable for meeting the expectations, and ensure expectations are met - evaluating with data about exact demands it has given. Also establish what is needed from each board member, appropriate guidelines and self-evaluation process.

2.3 Σύνοψη Κεφαλαίου

Στο κεφάλαιο αυτό αρχικά ορίστηκε το αντικείμενο του όρου εταιρική διακυβέρνηση, υιοθετώντας τον ευρύτερο ορισμό του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης. Στη συνέχεια έγινε μία σύντομη ιστορική αναδρομή στις καταλυτικές ακαδημαϊκές εργασίες που αποτέλεσαν τον κινητήριο μοχλό ανάπτυξης της σκέψης πάνω στο θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς και στη προβληματική διαμόρφωση του εταιρικού τοπίου – μέσα από εταιρικά σκάνδαλα και παρατυπίες – που καθιστά αναγκαία την θεσμοθέτηση και εφαρμογή αποδοτικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης. Τέλος, παρουσιάστηκαν οι δύο βασικές κατηγορίες μοντέλων διακυβέρνησης – το εξωτερικό και το εσωτερικό μοντέλο – καθώς και η κριτική που τους ασκείται, ενώ το κεφαλαίο έκλεισε με μια περιεκτική ανασκόπηση αρθρογραφίας πάνω σε άλλα – πιο ειδικά – μοντέλα εταιρικής διακυβέρνησης. Στο επόμενο κεφάλαιο σκιαγραφούνται βασικά στοιχεία από την εφαρμογή συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης στα βασικά οικονομικά κέντρα του πλανήτη.

Κεφάλαιο 3

Εμπειρίες από την εφαρμογή συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης σε διεθνές επίπεδο

3.1 Εφαρμογή Συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης

Στο προηγούμενο κεφάλαιο επιχειρήθηκε μία αναλυτική, θεωρητικού χαρακτήρα προσέγγιση των δύο βασικών θεωρητικών μοντέλων εταιρικής διακυβέρνησης, του εξωτερικού (Shareholder's or Outsider's Model) και του εσωτερικού (Stakeholder's or Insider's Model), ενώ έγινε και μια καταγραφή των κυριότερων εναλλακτικών και εξειδικευμένων συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης που έχει προτείνει η σύγχρονη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία. Μια απλή όμως θεωρητική επισκόπηση ενός τέτοιου ζητήματος, δεν έχει τίποτε να προσφέρει στον σύγχρονο επενδυτικό κόσμο. Για αυτό ακριβώς, κρίνεται σκόπιμο και αναγκαίο να υπάρξει μία αναφορά στην εφαρμογή και τα αποτελέσματα συστημάτων διακυβέρνησης διαχρονικά, στις τρεις κυρίαρχες οικονομικά ηπείρους, την Αμερική, την Ευρώπη, και την Ασία.

Όπως ήδη παρουσιάστηκε, τα μοντέλα αυτά εδράζονται σε μια πλατιά βάση διαφοροποίησης, μία βάση η οποία εκτείνεται από τα συστήματα αυτορύθμισης, στα απόλυτα νομικά θεσμοθετημένα συστήματα. Διαχρονικά, η κατάσταση αυτή – σε όρους γεωγραφικής κατανομής – μεταβάλλεται. Χώρες που πριν από μερικά χρόνια επέτρεπαν την αυτόνομη εταιρική ρύθμιση στις σχέσεις μετόχων, εκτελεστικής διοίκησης και λοιπών εμπλεκόμενων φορέων στην επιχείρηση, σήμερα έχουν περάσει στο άλλο άκρο ή να λειτουργούν σε μία σύνθετη υβριδική κατάσταση, και το αντίστροφο. Κινητήριος μοχλός αυτών των αλλαγών είναι πάντοτε η επιχειρηματική πραγματικότητα και οι προκλήσεις του μέλλοντος. Χαρακτηριστικότερο παράδειγμα αυτής της αλλαγής είναι οι Ηνωμένες Πολιτείες, που από ένα σύστημα απόλυτης αυτορύθμισης, πέρασαν σε μία νέα φάση, υβριδικής διακυβέρνησης, μετά την πρόσφατη νομοθετική πράξη των Sarbanes-Oxley.

Ποια είναι όμως τα κυριότερα χαρακτηριστικά των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζονται στις επιχειρήσεις των τριών ηπείρων που προαναφέρθηκαν; Πώς μεταβλήθηκαν διαχρονικά και ποια είναι η αποτελεσματικότητά τους ως προς τους φορείς μίας εταιρείας αλλά και της

οικονομίας στο σύνολό της; Οι απαντήσεις που προτάθηκαν σε αυτά τα ερωτήματα, ορισμένα εκ των οποίων εξ ορισμού παραμένουν αναπάντητα εξαιτίας της αστάθμητης μεταβλητότητας της ανθρώπινης φύσης, επιχειρείται να σκιαγραφηθούν στο υπόλοιπο μέρος του δεύτερου κεφαλαίου της παρούσης εργασίας, αρχής γεννωμένης από της Ηνωμένες Πολιτείες.

3.2 Η Περίπτωση των Ηνωμένων Πολιτειών

Ο όρος “Εταιρική Διακυβέρνηση” στις Η.Π.Α, γενικά χρησιμοποιείται για την περιγραφή των σχέσεων που αναπτύσσονται μεταξύ της εκτελεστικής διοίκησης μιας εταιρείας με ευρεία μετοχική βάση, του διοικητικού της συμβουλίου και των μετόχων της. Τα τελευταία πενήντα πέντε χρόνια έχουν συντελεστεί ριζικές αλλαγές στον τομέα της εταιρικής διακυβέρνησης στις Η.Π.Α, σε τέτοιον βαθμό που να δικαιολογείται η έκφραση, εταιρική επανάσταση.

Ο καλύτερος τρόπος να γίνουν αντιληπτές αυτές οι ριζοσπαστικές αλλαγές είναι μέσα από μια διαχρονική προσέγγιση του θέματος, με σημείο έναρξης το 1950. Η χρονική περίοδος αυτή παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, καθώς οι διοικήσεις των εταιρειών αναπαύονταν στις δάφνες μιας πολύ θετικής εικόνας που είχε σχηματίσει για αυτές η κοινή γνώμη, εικόνας που είχε τις βάσεις της στην αυξημένη αποδοτικότητα των εταιρειών και στην πολύτιμη συνεισφορά της βιομηχανίας στην αμερικάνικη μεταπολεμική κοινωνία, ενώ ταυτόχρονα είχε ήδη συντελεστεί η μεταβολή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος της μεγάλης πλειοψηφίας των εταιρειών, από τους ιδρυτές – ιδιοκτήτες στο μοντέλο της πολυμετοχικής επιχείρησης και τα επαγγελματικά διοικητικά στελέχη. Μέχρι και το 1950, τα πορίσματα της μελέτης των Adolf Berle και Gardiner Means (Berle and Means⁴⁹ [1932]) για το πολυμετοχικό μοντέλο της επιχείρησης και τις σχέσεις που αναπτύσσοντας σε αυτό, είχαν ισχύ ενώ κυριάρχησαν στην θεωρητική ανάλυση της εταιρείας για πολλές δεκαετίες.

Στους επιχειρηματικούς οργανισμούς του 1950, κανείς μέτοχος σε καμία από τις διακόσιες μεγαλύτερες πολυμετοχικές εταιρείες των Η.Π.Α δεν κατείχε μεγαλύτερο από ένα ελάχιστο μέρος εταιρικών μετοχών. Στη σύγχρονη ορολογία, αυτό δημιουργούσε και επέτεινε το πρόβλημα του “ελεύθερου επιβάτη” (free-rider problem). Κανείς από τους μεμονωμένους μετόχους δεν θα ήταν πρόθυμος να επενδύσει τον απαραίτητο χρόνο και την συνεπακόλουθη προσπάθεια για να ελέγξει

⁴⁹ Berle, A., and Means, G., 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan

την εκτελεστική διοίκηση της εταιρείας, καθώς το ενδιαφέρον τους ήταν μικρό, ενώ αν το έπρατταν και άλλοι μέτοχοι θα επωφελούνταν από τις δικές τους προσπάθειες (free-riders). Μέσα από αυτό το πρίσμα, η απόκριση των μετόχων που ήταν δυσαρεστημένοι με τη διοίκηση της εταιρείας ήταν απλά η εξάσκηση του “κανόνα της Wall-Street”, η πώληση δηλαδή των μετοχών που κατείχαν.

Η διάρθρωση της μετοχική ομάδας έτσι όπως περιγράφηκε, ενίσχυε την πεποίθηση της εκτελεστικής διοίκησης ότι στο μεγαλύτερο μέρος των περιπτώσεων οι μέτοχοι θα ενέκριναν τις αποφάσεις της, ενώ η δύναμή της στην εκλογή διοικητικών στελεχών ήταν και θα παρέμενε θεωρητική. Όπως λοιπόν σημειώνουν οι Berle και Means, οι αποφάσεις αναφορικά με την τοποθέτηση εσωτερικών και εξωτερικών διευθυντών ήταν αποκλειστικά στα χέρια του Διευθύνοντος Συμβούλου (στο εξής για συντομία CEO) ή στη καλύτερη περίπτωση η όλη διαδικασία τελούσε υπό την αιγίδα του, ενώ ταυτόχρονα η διαδικασία λήψης αποφάσεων εντός του διοικητικού συμβουλίου δυναστεύονταν από αυτό, εξαιτίας μιας σειράς παραγόντων: (i) ο CEO είχε τη δύναμη να ελέγχει την επαγγελματική εξέλιξη των εσωτερικών διευθυντών, ελαχιστοποιώντας την πιθανότητα εκείνοι να αγνοήσουν τις επιλογές και τις επιθυμίες του, (ii) το 1950 οι εξωτερικοί διευθυντές, σπανίως αμφισβητούσαν τις επιλογές του CEO, καθώς γνώριζαν ότι αυτό σήμαινε τη μη επαναπρότασή τους για εκλογή κατά το επόμενο έτος, (iii) ο CEO ήλεγχε τη ροή πληροφοριών προς το διοικητικό συμβούλιο ενώ καθόριζε την ημερήσια διάταξη των εταιρικών συναντήσεων, (iv) ο CEO ήταν πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου και υπερίσχυε σε όλες τις συναντήσεις, καθώς οποιαδήποτε αρνητική τοποθέτηση μπορούσε να κριθεί εκτός ημερήσιας διάταξης, (v) οι συναντήσεις του διοικητικού συμβουλίου ήταν λίγες, και στο μεσοδιάστημα, όλες οι αρμοδιότητές του ασκούνταν από μία εκτελεστική επιτροπή, αποτελούμενη κατά κύριο λόγο από τον CEO και ορισμένους εσωτερικούς διευθυντές της απολύτου εμπιστοσύνης του.

Σε ένα τέτοιο περιβάλλον, μια αντικειμενική κρίση της απόδοσης της εταιρείας και του CEO που θα κατέληγε σε πρόταση αντικατάστασής του, ήταν αν όχι αδύνατη, τουλάχιστον δύσκολη. Ακόμη και στις εταιρείες εκείνες όπου οι CEO αναγνώριζαν τα όριά τους, και ανακοίνωναν τα πλάνα αποχώρησής τους, επέβαλαν ουσιαστικά τη διάδοχο κατάσταση⁵⁰. Εύκολα λοιπόν διαπιστώνει κανείς, πως σε εκείνη τη χρονική

⁵⁰ Mace, M., 1971, Directors: Myths and Reality, Journal of Finance, 184-190. Στη μελέτη του αυτή, ο καθηγητής Mace, καταλήγει στην άποψη ότι τα διοικητικά συμβούλια την εν λόγω χρονική περίοδο,

περίοδο η συμμετοχή του διοικητικού συμβουλίου στη διαδικασία διακυβέρνησης της εταιρείας κάθε άλλο παρά ουσιώδης ήταν. Είναι βέβαια σαφές ότι υπήρχαν και οι εξαιρέσεις, σε αυτόν τον κατά τα άλλα, γενικό κανόνα. Η κατάσταση που περιγράφηκε παραπάνω όμως μεταβλήθηκε ριζικά μέσα στις επόμενες δεκαετίες, με την αλλαγή αυτή να οφείλεται σε τέσσερις βασικούς παράγοντες: (i) την ανάπτυξη του ρόλου των θεσμικών επενδυτών, (ii) την ανάπτυξη της αγοράς των συγχωνεύσεων και εξαγορών, (iii) τα εταιρικά και πολιτικά σκάνδαλα που ήρθαν στην επιφάνεια, (iv) το ολοένα και αυξανόμενο ενδιαφέρον πολλών οικονομικών και κοινωνικών φορέων για την εταιρική διακυβέρνηση.

3.2.1 Η ανάπτυξη του ρόλου των θεσμικών επενδυτών

Οι θεσμικοί επενδυτές γενικά ορίζονται ως οργανισμοί επαγγελματικής διαχείρισης μεγάλων χαρτοφυλακίων. Στις Η.Π.Α, είδη τέτοιων επενδυτών είναι τα συνταξιοδοτικά ταμεία (πολιτειών, δήμων, εταιρειών, οργανισμών κτλ), οι εταιρείες επενδύσεων ανοιχτού και κλειστού τύπου, οι ασφαλιστικές εταιρείες, οι χρηματιστηριακές εταιρείες και διάφορα άλλα επενδυτικά σχήματα.

Οι Berle και Means, στην μελέτη τους που αναφέρθηκε νωρίτερα, είχαν αγνοήσει τον ρόλο των θεσμικών επενδυτών, κάτι διόλου παράλογο, αφού το 1950 οι θεσμικοί επενδυτές στο σύνολό τους κατείχαν λιγότερο από το 10% όλων των υπο διαπραγμάτευση μετοχικών τίτλων. Η ανάπτυξη όμως του ρόλου τους στις επόμενες δεκαετίες ήταν δραματική και οφείλοντας σε σειρά παραγόντων. Ορισμένοι από αυτούς τους παράγοντες ήταν, ο αυξημένος πλούτος στο σύνολο της αμερικανικής κοινωνίας, η μακρά περίοδος πληθωρισμού στην μεταπολεμική Αμερική που κατέστησε τις παραδοσιακές επενδύσεις σταθερής απόδοσης μη ελκυστικές, οι αλλαγές στην ομοσπονδιακή φορολογική νομοθεσία που ωθούσε τους εργοδότες και τα εργατικά σωματεία να δημιουργούν εκπίπτοντα συνταξιοδοτικά αποταμειωτικά σχήματα, η χαλάρωση της επενδυτικής νομοθεσίας⁵¹, η αυξημένη δημοσιότητα των ασφαλειών ζωής που οδήγησε τις ασφαλιστικές εταιρείες σε μεγάλες μετοχικές

δεν έθεταν σκοπούς, εταιρικές στρατηγικές, ευρείες πολιτικές ή δύσκολες ερωτήσεις στις εταιρικές συνεδριάσεις. Περιορίζονταν στην παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών προς την εκτελεστική διοίκηση της εταιρείας και την απόλυτη πειθαρχία προς αυτή όταν συζητούσαν θέματα πολιτικής της εταιρείας ή υπερασπίζονταν αποφάσεις.

⁵¹ Πριν το 1992 νομικοί περιορισμοί του SEC δεν επέτρεπαν στους θεσμικούς επενδυτές συμμετοχές μεγαλύτερες από ένα ορισμένο ποσοστό ενώ περιόριζαν τη δυνατότητά τους να συμβουλευτούν και να δρουν συνεργατικά με τις επιχειρήσεις των οποίων κατείχαν μετοχές. Το 1992 το πρόβλημα αυτό επιλύθηκε από την ίδια την SEC.

τοποθετήσεις, καθώς και η διογκούμενη δημοσιότητα του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η απεικόνιση της ανάπτυξης του θεσμού των συλλογικών επενδύσεων σε όρους αριθμών είναι πράγματι εντυπωσιακή. Το 1960, οι συνολικές τοποθετήσεις θεσμικών επενδυτών σε μετοχικούς τίτλους, αντιπροσώπευε το 12,6% του συνόλου των κεφαλαιαγορών των Η.Π.Α. Το ποσοστό αυτό έγινε 19,4% δέκα χρόνια μετά, 47,2% το 1980, και 48,5% το 1996, με τη συνολική αξία των επενδύσεων από 672,6 εκατομμύρια δολάρια το 1970, να ανέρχεται στα 11,1 τρισεκατομμύρια δολάρια στα τέλη του 1996. Με βάση επένδυσης τις 1000 μεγαλύτερες εταιρείες των Η.Π.Α, το ποσοστό κατοχής των θεσμικών επενδυτών διαμορφώθηκε στο 60% στα τέλη του 1997, σε σχέση με 46,6% το 1987.

Είναι εμφανές ότι, με τόσο μεγάλη συγκέντρωση δικαιωμάτων ψήφου, η εκτελεστική διοίκηση μιας εταιρείας σήμερα αναγνωρίζει ότι η απόσυρση της καλής πίστης μεγάλων θεσμικών επενδυτών είναι ουσιαστική για την ίδια τη βιωσιμότητα του διοικητικού σχήματος. Οι μεγάλοι αυτοί οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων τις περισσότερες φορές επικοινωνούν απευθείας με την εταιρική διοίκηση για θέματα που τους απασχολούν ή προκειμένου να παράσχουν συμβουλές. Επιπλέον έχουν αναπτύξει κατάλληλο λογισμικό, ώστε να παρακολουθούν τις εταιρείες που συμπεριλαμβάνουν στα χαρτοφυλάκιά τους. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα του New York State Retirement Fund, που παρακολουθεί την χρηματοοικονομική απόδοση 900 εταιρειών ετησίως και προβαίνει σε συστάσεις διακυβέρνησης σε εκείνες που δεν αποδίδουν όπως αναμενόταν.

3.2.2 Η ανάπτυξη της αγοράς των συγχωνεύσεων και εξαγορών

Οι πρώτες προσφορές επιθετικών εξαγορών στις Η.Π.Α έγιναν τη δεκαετία του 1960. Οι επίδοξοι αγοραστές, αναζητώντας τον έλεγχο μεγάλων πολυμετοχικών επιχειρήσεων ανακάλυψαν ότι μπορούν να απευθυνθούν απευθείας στα οικονομικά ή εγωιστικά συμφέροντα των μετόχων, χωρίς την ανάγκη σχηματισμού ομάδων ελέγχου (proxies) ή επικοινωνίας με την “ανίκανη” εκτελεστική διοίκηση. Η διαδικασία αυτή αρχικά λάμβανε χώρα μέσω προσφοράς μετρητών⁵² (cash tender

⁵² Σε μία κλασική προσφορά μετρητών, ο επίδοξος αγοραστής προσφερόταν να αγοράσει με μετρητά το σύνολο ή ένα στρατηγικό ποσοστό των υπό διαπραγμάτευση μετοχών μιας πολυμετοχικής εταιρείας, σε μια τιμή σημαντικά μεγαλύτερη από την αγοραία τους. Οι πηγές των χρημάτων ήταν τόσο ίδια όσο και δανειακά κεφάλαια. Για μια ενδελεχή ανάλυση του θέματος, βλέπε: Weston, F., Siu, J., and Johnson, B., 2001, Takeovers, Restructuring and Corporate Governance, Prentice Hall, Chapter 1, pages 1-15.

offer), ενώ αργότερα μέσω μοχλευμένων εξαγορών⁵³ (leveraged buyouts). Οι εξελίξεις αυτές σήμαναν το τέλος της κραταιής έως τότε άποψης της εκτελεστικής διοίκησης περί απόλυτου ελέγχου της εταιρείας λόγω αδυναμίας των μετόχων να παρέμβουν ουσιαστικά.

Πλέον βέβαια, οι επιθετικές προσφορές εξαγορών δεν αποτελούν ένα τόσο καλοζυγισμένο βέλος στη φαρέτρα των επίδοξων αγοραστών, που επιζητούν την απομάκρυνση μιας μη αποδοτικής εκτελεστικής διοίκησης, καθώς τα στελέχη της τελευταίας ανακάλυψαν τους τρόπους και τα μέσα που τους διασφαλίζουν, με κύριο τρόπο τα λεγόμενα “χάπια δηλητηρίου⁵⁴” (poison pills). Έτσι, οι επιθετικές εξαγορές στις Η.Π.Α κατέστησαν πλέον χαλαρές διαπραγματεύσεις, οι οποίες χρησιμεύουν μόνο ως σημείο έγερσης προσοχής για το άνοιγμα των διαδικασιών συζητήσεων.

3.2.3 Εταιρικά και πολιτικά σκάνδαλα

Μέσα στη δίνη των πολιτικών σκανδάλων του 1973, που οδήγησαν στην παραίτηση του Προέδρου Νίξον, ανακαλύφθηκε ότι ορισμένες εταιρείες είχαν κάνει παράνομες προσφορές στην προεκλογική εκστρατεία του. Σε μία περίπτωση μάλιστα, αρκετές εκατοντάδες χιλιάδες δολάρια σε μετρητά, παραδοθήκαν μυστικά απευθείας στο Λευκό Οίκο από στέλεχος εταιρείας του Fortune 500. Δωροδοκίες σε πολιτικά πρόσωπα άλλων χωρών, είδαν επίσης το φως της δημοσιότητας. Μετά από αυτές της εξελίξεις, η SEC έδωσε μια περίοδο αμνηστίας στις επιχειρήσεις ώστε να κλείσουν τις υποθέσεις τους χωρίς να ασκηθούν διώξεις. Μετά από αυτές τις εξελίξεις, εκατοντάδες πολυμετοχικές επιχειρήσεις διερεύνησαν τις δικές τους περιπτώσεις παράνομων ή αμφισβητούμενων συναλλαγών, χωρίς όμως να αποφευχθεί η καταστροφή – σε πολλές περιπτώσεις – της δημόσια εικόνας τους. Τα γεγονότα αυτά οδήγησαν στην κοινή τότε αντίληψη ότι οι εσωτερικές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης ήταν ανεπαρκείς και αδύναμες, αναπτύσσοντας μια γενική θέληση προς ένα επαναπροσδιορισμό των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης και

⁵³ Μία μοχλευμένη εξαγορά είναι μία πρόταση εξαγοράς στην οποία το μεγαλύτερο μέρος των απαιτούμενων μετρητών, συγκεντρώνεται από δάνεια που χρησιμοποιούν ως κάλυμμα τα στοιχεία ενεργητικού της εξαγοραζόμενης εταιρείας, αν η εξαγορά καταστεί επιτυχής. Για μια ενδελεχή ανάλυση του θέματος, βλέπε: Weston, F., Siu, J., and Johnson, B., 2001, *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, Prentice Hall

⁵⁴ Ένα poison pill, ενεργοποιεί μια ανοσοποιητική διαδικασία άμυνας του επιχειρηματικού οργανισμού ώστε να αποφύγει την εξαγορά. Τη στιγμή εκείνη κατά την οποία η διοίκηση αντιλαμβάνεται γεγονότα που ενδέχεται να οδηγήσουν σε προσφορά επιθετικής εξαγοράς, η εταιρεία δανείζεται ή εκδίδει μετοχές τις οποίες παρέχει στους εναπομείναντες μετόχους σε τιμή ευκαιρίας. Με τον τρόπο αυτό διαχέει την ιδιοκτησία σε τέτοιο σημείο που ο επιτιθέμενος δεν έχει συμφέρον να πραγματοποιήσει την εξαγορά.

ενδεχομένως μιας νομοθετικής επιβολής τους. Ορατό αποτέλεσμα αυτής της διαδικασίας ήταν η έναρξη ενός τεράστιου προγράμματος για το θέμα από το Αμερικανικό Ινστιτούτο Νόμου, που τελικά κατέληξε στην έκδοση μιας μελέτης με ιδιαίτερη επιρροή, των Βασικών Αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης.

3.2.4 Αυξανόμενο ενδιαφέρον για την εταιρική διακυβέρνηση

Πέρα από το ενδιαφέρον του Αμερικανικού Ινστιτούτο Νόμου, ο συνδυασμός του συνόλου των γεγονότων που περιγράφησαν παραπάνω κινητοποίησε σειρά παραγόντων της κοινωνίας και της αγοράς, διαμορφώνοντας τις συνθήκες για την έναρξη μιας σοβαρής συζήτησης για την εταιρική διακυβέρνηση.

Μέσα από τους παράγοντες της αλλαγής που αναφέρθηκαν στις παραπάνω υποπαραγράφους, τα πράγματα από το 1970 έως σήμερα έχουν μεταβληθεί δραματικά. Τα διοικητικά συμβούλια σήμερα είναι σαφώς μικρότερα απ' ό,τι ήταν πενήντα πέντε χρόνια πριν. Ο αριθμός των εσωτερικών διευθυντών στις εταιρείες έχει μειωθεί αισθητά, μπορεί να έχουν αρκετούς εσωτερικούς διευθυντές, αλλά η καθαρή πλειοψηφία στο διοικητικό συμβούλιο ανήκει στους εξωτερικούς. Η ημερήσια διάταξη των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου δεν είναι πλέον κάτω από τον αποκλειστικό έλεγχο του CEO. Οι ανεξάρτητοι (εξωτερικοί) διευθυντές επιλέγονται συνήθως από τις τάξεις παλαιών ή συνταξιοδοτημένων CEO's, καθώς έχουν μεγάλη σχετική εμπειρία. Όλες οι εταιρείες έχουν επιτροπές εσωτερικού ελέγχου που στελεχώνεται αποκλειστικά από ανεξάρτητους διευθυντές. Σημαντικές δραστηριότητες που τη δεκαετία του 1950 εκτελούνταν αποκλειστικά και μόνο από τον CEO, τώρα διεκπεραιώνονται από επιτροπές του συμβουλίου που συχνά απαρτίζονται κυρίως ή αποκλειστικά από ανεξάρτητα μέλη. Η μισθοδοσία, τα bonus, το συνταξιοδοτικό πλάνο και άλλες εταιρικές παροχές προς τον διευθύνοντα σύμβουλο και τα ανώτερα στελέχη μιας εταιρείας είναι αντικείμενο της επιτροπής αποζημιώσεων, ενώ, μια σειρά άλλων επιτροπών έχουν δημιουργηθεί για να αντιμετωπίζει πολλά δημόσια θέματα, που σε προηγούμενες δεκαετίες ήταν αποκλειστικό προνόμιο του CEO.

Το χαρακτηριστικότερο δείγμα της μεταβληθείσας σχέσης μεταξύ διοικητικών συμβουλίων και διευθυντών παρουσιάστηκε κατά της διάρκειας της περιόδου ύφεσης των τελών της δεκαετίας του '80, αρχών δεκαετίας του '90. Σε αυτή τη χρονική περίοδο, ένας μεγάλος αριθμός CEO's, μεγάλων και ευρέως γνωστών πολυμετοχικών

επιχειρήσεων υπέβαλλε την παραίτησή του κατόπιν απαιτήσεως θεσμικών επενδυτών, κατόχων μεγάλου μέρους των εταιρικών μετοχών. Είναι σημαντικό όμως, κα αντιληφθεί κανείς ότι, οι αθροιστικές επιπτώσεις όλων των παραπάνω σημαντικών αλλαγών στην σύγχρονη εταιρική διακυβέρνηση δεν μεταβάλλουν ούτε αποδυναμώνουν την ισχύ της εκτελεστικής διοίκησης να λειτουργεί και να ελέγχει μία εταιρεία, πράγμα που αποδείχθηκε με τα τελευταία μεγάλα εταιρικά σκάνδαλα (Enron, TYCO κτλ).

3.2.5 Εμπειρικές μελέτες και σημαντικά πορίσματα

Η χρηματοοικονομική αρθρογραφία έχει ασχοληθεί σε πολλά από τα προαναφερθέντα θέματα και τις επιπλοκές τους στις Η.Π.Α. Οι Campbell, Gillan και Niden⁵⁵ [1999], ανέλυσαν τον τρόπο με τον οποίο οι μέτοχοι χρησιμοποίησαν τη στρατηγική των proxy fights ως εσωτερικό μηχανισμό ελέγχου, κατά το 1997. Τα εμπειρικά ευρήματα καταδεικνύουν ότι μόνο το 43,3% όλων των προτάσεων οδήγησε σε διαδικασία ψηφοφορίας, ενώ όταν οι προτάσεις είχαν να κάνουν με θέματα εταιρικής διακυβέρνησης, το 49,2% των προτάσεων ενεκρίνετο ενώ το 35,2%, είτε αποσύρονταν είτε απορρίπτονταν. Σχετικά με το ρόλο του διοικητικού συμβουλίου, οι Morck, Shleifer και Vishny⁵⁶, [1989], παρείχαν στοιχεία που έδειξαν ότι, σε περιόδους υπό-αποδοτικότητας της επιχείρησης σε μία υγιή αγορά, είναι πολύ πιο εύκολο για το διοικητικό συμβούλιο να αξιολογήσει την ανώτατη διοίκηση από ότι σε περιόδους προβληματικές για το σύνολο του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρεία.

Σε σχέση με τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου, ο Weisback⁵⁷ [1988] έλεγξε την υπόθεση πως εξωτερικοί και εσωτερικοί διευθυντές δρουν διαφορετικά στην αξιολόγηση της ανώτατης διοίκησης, και βρήκε πως σε εταιρείες των οποίων τα διοικητικά συμβούλια κυριαρχούνται από εξωτερικούς διευθυντές, είναι πολύ πιο πιθανό να απομακρύνουν τον CEO τους, απ'ότι εκείνα στα οποία κυριαρχούν οι εσωτερικοί διευθυντές. Στο ίδιο θέμα, οι Rosenstein και Wyatt⁵⁸ [1990], εξέτασαν την

⁵⁵ Campbell, C. J., Gillan, S. J., and Niden C. M., 1999, Current Perspectives on Shareholders Proposals: Lessons from the 1997 Proxy Season, *Financial Management*, pages 89-98

⁵⁶ Morck, R., Shleifer A., and Vishny R., 1989, Alternative Mechanisms for Corporate Control, *American Economic Review*, pages 293-315

⁵⁷ Weisbach, M., 1988, Outside Directors and CEO Turnover, *Journal of Financial Economics*, pages 431-460.

⁵⁸ Rosenstein, S., and Wyatt J., 1990, Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth, *Journal of Financial Economics*, pages 175-191

επιρροή της ανακοίνωσης διορισμού ενός εξωτερικού διευθυντή από μία εταιρεία. Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι μια τέτοια κίνηση τείνει να αυξάνει τον μετοχικό πλούτο. Στην ίδια γραμμή κινήθηκαν και οι Borokovich, Parrino και Trapani⁵⁹ [1996], σχετικά με το ρόλο των εξωτερικών διευθυντών και την επιλογή CEO. Βρήκαν μια μονότονα θετική σχέση μεταξύ του ποσοστού εξωτερικών διευθυντών και της πιθανότητας ένας από αυτούς να διοριστεί CEO. Στοιχεία από τις χρηματιστηριακές αποδόσεις του διαστήματος γύρω από την ανακοίνωση διαδοχής δείχνουν ότι η αγορά κρίνει πιο θετικά την τοποθέτηση ενός εξωτερικού διευθυντή ως CEO, παρά ενός εσωτερικού. Ως προς την αξιολόγηση ενός διοικητικού συμβουλίου, οι Millstein και MacAvoy⁶⁰ [1998], εξέτασαν την υπόθεση ότι, καλή διακυβέρνηση αυξάνει τις πιθανότητες καλής εταιρικής απόδοσης. Μέσα από τη μεθοδολογία που ανέπτυξαν, πράγματι παρέχονται στοιχεία οπου στηρίζουν αυτή την υπόθεση. Παρόμοια αποτελέσματα βρέθηκαν και από τους Seward και Walsh⁶¹ [1996], στη μελέτη τους αναφορικά με 78 εθελούσια εταιρικά spin-off στην περίοδο 1972 έως 1987.

Ένα άλλο ζήτημα που εξετάστηκε από την χρηματοοικονομική αρθρογραφία ήταν η κατοχή μετοχικού κεφαλαίου από τα διοικητικά στελέχη ως μέτρο καλύτερης εταιρικής διακυβέρνησης και βελτίωσης της εταιρικής απόδοσης. Στην εργασία των Morck, Shleifer και Vishny⁶² [1988], η αποδοτικότητα – μετρημένη από το Tobin's q – συσχετίζεται με τη διοίκηση ή με άλλη διατύπωση, με τα ποσοστά ιδιοκτησία των εσωτερικών διευθυντών. Όσο η συγκέντρωση ιδιοκτησίας αυξανόταν από το 0% στο 5%, η αποδοτικότητα εμφανιζόταν βελτιωμένη, στην κλίμακα 5% έως 25%, η αποδοτικότητα μειωνόταν, ενώ πάνω από 25% αυξανόταν αργά. Την εργασία αυτή, ακολούθησε σειρά άλλων μελετών (McConnell & Servaes [1990], Cho [1998], Bristow [1998]). Το πιο ενδιαφέρον συμπέρασμα ήταν αυτό της μελέτης του Bristow, σύμφωνα με το οποίο, πέρα από τους παράγοντες που εξέτασαν οι άλλοι ερευνητές, άλλες οικονομικές μεταβλητές, όπως οι σχετικοί ρυθμοί ανάπτυξης σε έναν κλάδο, οι διαφορές προσφοράς-ζήτησης μεταξύ των κλάδων, οι κινήσεις των τιμών των

⁵⁹ Borokovich, K., Parrino R., and Trapani, T., 1996, Outside Directors and CEO Selection, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pages 337-355

⁶⁰ Millstein, I. M., and MacAvoy, P. W., 1998, The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation, *Columbia Law Review*, pages 1283-1321

⁶¹ Seward, J. K., and Walsh, J. P., 1996, The Governance and Control of Voluntary Spin-Offs, *Strategic Management Journal*, pages 25-39

⁶² Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R., 1989, Alternative Mechanisms of Corporate Control, *American Economic Review*, pages 842-852

μετοχών και άλλοι παράγοντες, επηρεάζουν άμεσα τη σχέση ιδιοκτησίας – αποδοτικότητας.

Η σχέση μεταξύ ιδιοκτησίας διοικητικών στελεχών και ομολογιακών αποδόσεων μελετήθηκε από τους Bagnani, Milonas, Saunders και Travlos⁶³ [1994]. Χρησιμοποιώντας την ανάλυση τριών επιπέδων των Morck, Shleifer και Vishny, η εμπειρική τους μελέτη δε βρήκε καμία συσχέτιση μεταξύ ομολογιακών αποδόσεων και ιδιοκτησίας στην κλίμακα 0%-5%, μία θετική σχέση στην επόμενη κλίμακα 5%-25%, και μία μικρή αρνητική σχέση στην τελευταία κλίμακα. Πολλές ακόμη μελέτες συμπληρώνουν το παζλ της εταιρικής διακυβέρνησης στις Η.Π.Α, το θέμα όμως παραμένει ανεξάντλητο και δεν παρέχει τη δυνατότητα εξαγωγής εύκολων και αβίαστων συμπερασμάτων σε καμία περίπτωση.

Στην παρούσα παράγραφο απλά επιχειρήθηκε μια επισκόπηση των πιο σημαντικών μελετών που ερεύνησαν διάφορες πτυχές της εταιρικής διακυβέρνησης στις Η.Π.Α. Το πλέον σημαντικό ζήτημα σε σχέση με τη διακυβέρνηση αυτή τη στιγμή στις Ηνωμένες Πολιτείες, είναι το κατά πόσο η νομοθετική πράξη Sarbanes-Oxley, ως μέτρο ανάγκης στον ξέσπασμα των εταιρικών σκανδαλών του 2002-2004, πραγματικά επιτυγχάνει τον σκοπό της, της προστασία δηλαδή των επενδυτών. Είναι πολύ νωρίς όμως για να εξάγει κανείς ασφαλή συμπεράσματα, ενώ η αρθρογραφία βρίσκεται ακόμη στα πρώτα της επίπεδα, καθώς ο όγκος των εμπειρικών δεδομένων είναι πολύ μικρός.

3.3 Η Περίπτωση της Ευρώπης

Το θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης έχει απασχολήσει σε τοπικό επίπεδο πολλές ευρωπαϊκές χώρες. Η συζήτηση γύρω από το ρόλο και τον έλεγχο των πολυμετοχικών εταιρειών έχει εξελιχθεί σε βασικό θέμα της εθνικής ατζέντας σειράς ευρωπαϊκών κρατών ως αποτέλεσμα της αυξανόμενης επενδυτικής ενεργητικότητας, των ιδιωτικοποιήσεων, της ενοποίησης και σύγκλισης των εθνικών αγορών καθώς και της αυξανόμενης εμφάνισης περιστατικών κακής εταιρικής διοίκησης και εξαπάτησης. Πολλά μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης έχουν δημιουργήσει επίσημες και άτυπες ομάδες διαβουλεύσεων για τον μέλλον της εταιρικής διακυβέρνησης στη γηραιά ήπειρο. Ακολουθώντας το παράδειγμα του Ηνωμένου Βασιλείου, επιτροπές εργασίας

⁶³ Bagnani, E. S., Milonas, N. T., Saunders, A., and Travlos N. G., 1994, Managers, Owners and the Pricing of Risky Debt: An Empirical Analysis, *Journal of Finance*, pages 453-477

στη Γαλλία, την Ολλανδία, το Βέλγιο, την Ιταλία, την Ισπανία και την Ελλάδα, έχουν προβεί στην έκδοση προτάσεων αυτορύθμισης, σχεδίων νομοθετικών ρυθμίσεων ή βρίσκονται στη διαδικασία ολοκλήρωσης αυτών.

Τα τελευταία τριάντα χρόνια, οι ευρωπαίοι νομοθέτες αντιμετωπίζουν προβλήματα στη διαδικασία ομογενοποίησης των κανόνων εταιρικού ελέγχου. Η δυσκολία αυτή, πρωτίστως οφείλεται στις διαφωνίες μεταξύ των κρατών μελών. Κάθε κράτος-μέλος πιστεύει ότι οι ιδιαιτερότητες του δικού του επιχειρηματικού και ευρύτερου οικονομικού περιβάλλοντος δεν ελήφθησαν υπόψη – τουλάχιστον στη σωστή τους διάσταση – από τους νομοθέτες των Βρυξελλών, και αναπόφευκτα θα τις απωλέσουν σε αυτή την διαδικασία ομοιογένειας. Η διαλεκτική αυτή που αναπτύσσεται γύρω από το θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση συμβάλλει καθοριστικά στη διαδικασία ολοκλήρωσης της σε ευρύτερο επίπεδο, ενώ φανερώνει την επιμονή των κρατών-μελών στον σεβασμό των εθνικών τους παραδόσεων και νοοτροπιών ή σε μία διαφορετική βάση, τον αγώνα ορισμένων από αυτά να κυριαρχήσουν σε αυτή τη νέα ευρωπαϊκή εποχή που τείνει – με πολλές δυσκολίες – να διαμορφωθεί. Πρόσφατο άλλωστε είναι το παράδειγμα ακινητοποίησης των διαδικασιών εγκρίσεων του επόμενου πακέτου κοινοτικών κονδυλίων, ως αποτέλεσμα διαφωνιών μέσα στη Ένωση μεταξύ των δύο κυρίαρχων πόλων εξουσίας, του Αγγλοσαξονικού και του Γερμανο-Γαλλικού.

Στις επόμενες παραγράφους επιχειρείται μία παρουσίαση των κύριων εξελίξεων που οδηγούν στην αναγκαιότητα εφαρμογής συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης, των συζητήσεων που έχουν αναπτυχθεί πάνω στο θέμα τόσο σε εθνικό επίπεδο όσο και σε επίπεδο ένωσης, καθώς και σημαντικών εμπειρικών ευρημάτων της ακαδημαϊκής έρευνας. Η περίπτωση της Ελλάδας παρουσιάζεται αναλυτικά στο τρίτο κεφάλαιο της παρούσης εργασίας, σημειώνεται δε ότι στον όρο “Ευρώπη”, περιλαμβάνονται τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης των 15 που έχουν ώριμες οικονομικά συνθήκες και δεν χαρακτηρίζονται ως αναδυόμενες αγορές.

Η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ένωση γίνεται αντιληπτή με διαφορετικό τρόπο από τη μία χώρα στην άλλη, ενώ ορισμένες φορές αναφέρεται σε διαφορετικά ζητήματα, για διαφορετικά άτομα και οργανισμούς ανάλογα με τις επικρατούσες συνθήκες. Οι προτεραιότητες που τίθενται σε συζήτηση αναφορικά με τις σχέσεις εκτελεστικής διοίκησης και μετόχων ποικίλλουν, ενώ η ένταση και η φύση αυτών των προτεραιοτήτων είναι επίσης διαφορετικές, ανάλογα με τη χώρα στην οποία

διεξάγεται η εν λόγω συζήτηση. Στην περίπτωση του Ηνωμένου Βασιλείου για παράδειγμα, η συζήτηση γύρω από την εταιρική διακυβέρνηση που κατέληξε στην υιοθέτηση των πορισμάτων της εκθέσεως Cadbury το 1992, ξεκίνησε και δρομολογήθηκε με βάση μια αυξανόμενη ανησυχία αναφορικά με την επάρκεια χρηματοοικονομικού ελέγχου και λογιστικών πρακτικών, και μια σαφή δυσαρέσκεια σχετικά με τις αμοιβές των μελών της εκτελεστικής διοίκησης. Στην Γερμανία από την άλλη πλευρά, το ενδιαφέρον εστιάστηκε στην αποτελεσματικότητα ελέγχου της διοίκησης, με συχνότερο θέμα αντιπαράθεσης την επιρροή των τραπεζικών ιδρυμάτων στις εταιρείες μέσα από τη διαδικασία της συμμετοχής σε ψηφοφορίες με πληρεξουσιότητα (proxy voting) και την κατάληψη θέσεων στο διοικητικό συμβούλιο μιας εταιρείας. Στη Γαλλία, το ενδιαφέρον επικεντρώνεται στην δραστηριοποίηση μίας “άρχουσας τάξης” ανώτατων στελεχών που διευθύνουν μεγάλους επιχειρηματικούς οργανισμούς ως βασιλείς και ανακυκλώνονται σε αυτές τις θέσεις, χωρίς στην πραγματικότητα να είναι υπόλογοι στα διοικητικά συμβούλια των εταιρειών και τις γενικές συνελεύσεις των μετόχων τους.

Σε προηγούμενη παράγραφο έγινε εκτενής αναφορά στα εσωτερικά και εξωτερικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης. Μέσα στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, οι διαφορές δεν είναι τόσο μεγάλες ώστε να δύναται κανείς να μιλήσει για εφαρμογή διαφορετικών συστημάτων παρά μόνο διαφορετικού βαθμού. Καθένα από τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης της ηπειρωτικής Ευρώπης, έχει σε ένα διαφορετικό βαθμό κάποια στοιχεία από το εξωτερικό σύστημα. Ορισμένες χώρες είναι πολύ κοντά στο Αγγλικό σύστημα αλλά ταυτόχρονα πολύ μακριά σε όρους ανάπτυξης των χρηματοοικονομικών τους αγορών. Από την άλλη πλευρά, χώρες όπως η Ολλανδία, η Σουηδία και η Ελβετία που θεωρείται ότι έχουν πολύ κλειστά συστήματα, έχουν ένα σχετικά μεγάλο αριθμό εισηγμένων εταιρειών σε οργανωμένα χρηματιστήρια με υψηλές μάλιστα κεφαλαιοποιήσεις. Το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης της Γερμανίας φαίνεται να τείνει στο εσωτερικό μοντέλο, χωρίς αυτό πάντα να ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα⁶⁴.

Από όσα αναφέρθηκαν λοιπόν παραπάνω, είναι εμφανές ότι για τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης πρέπει να αποφεύγονται γενικές κατηγοριοποιήσεις και

⁶⁴ Το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης της Γερμανίας συνήθως θεωρείται όμοιο με αυτά των ανεπτυγμένων χωρών της Ασίας, με κύριο χαρακτηριστικό του τον έντονο και εμφανή παρεμβατισμό των τραπεζών. Τόσο οι δομές της οικονομίας όμως, όσο και των αγορών είναι σε πολύ μεγάλο βαθμό διαφορετικές, για αυτό δεν θα πρέπει να γίνεται απόλυτη ταύτιση. Για το θέμα αυτό, βλέπε: Edwards, J., and Fischer, K., 1994, *Banks, Finance and Investments in Germany*, Cambridge University Press

συγκρίσεις, καθώς οι διαφορές που εμφανίζουν οι οικονομίες και οι αγορές τους δεν καθιστούν κάτι τέτοιο επιτρεπτό. Στις ακόλουθες υποπαραγράφους, παρουσιάζονται συνοπτικά όλα εκείνα τα βασικά σημεία διαφοροποίησης των ευρωπαϊκών οικονομιών (καθώς και ιστορικά στοιχεία επ' αυτών), που πρέπει να υπερκεραστούν αν θέλει να μιλάει κανείς για γενικευμένο ευρωπαϊκό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης.

3.3.1 Διαφορές στις αγορές κεφαλαίου

Οι αγορές κεφαλαίου αποτελούν έναν από τους βασικότερους τρόπους χρηματοδότησης επενδύσεων. Παρά την ολοένα και αυξανόμενη τάση της διεθνοποίησης η οποία αναλύθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο και την πορεία προς την ενοποίηση και ολοκλήρωση των ευρωπαϊκών αγορών, το σχετικό μέγεθος των χρηματιστηριακών αγορών στα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, διαφέρει ακόμη σε σημαντικό βαθμό. Η διαφορά αυτή εκφράζεται τόσο σε όρους κεφαλαιοποίησης όσο και όρους αριθμού εισηγμένων εταιρειών σε οργανωμένα χρηματιστήρια⁶⁵. Οι χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης είναι χαρακτηριστικά παραδείγματα αγορών με χαμηλή κεφαλαιοποίηση και αριθμό εισηγμένων, με εξαίρεση ορισμένες χώρες – παραδείγματα είναι η Ολλανδία, η Σουηδία και η Ελβετία – τα επίπεδα των οποίων είναι πολύ υψηλότερα και τείνουν σε αυτά της Αγγλίας και των Η.Π.Α.

3.3.2 Διαφορές στην αγορά εταιρικού ελέγχου

Πέρα από τις διαφορές στις κεφαλαιοποιήσεις και τον αριθμό των εισηγμένων, οι αλλαγές εταιρικής ιδιοκτησίας επίσης διαφοροποιούνται ανάμεσα στα κράτη-μέλη της ένωσης. Στην περίπτωση λειτουργίας μια ανοιχτής χρηματιστηριακής αγοράς, με μεγάλο αριθμό εισηγμένων εταιρειών και διαπραγματεύσιμων μετοχών, η αναμενόμενη πιθανότητα εξαγορών θα είναι επίσης μεγάλη. Σε τέτοιου τύπου αγορές, η “απειλή” εξαγορών, διασφαλίζει τη σύγκλιση συμφερόντων μεταξύ μετόχων και εκτελεστικής διοίκησης. Αν οι μετοχές κινηθούν αρνητικά, οι μέτοχοι θα πουλήσουν αυξάνοντας τον κίνδυνο μιας ενδεχόμενης επιθετικής εξαγοράς, η οποία κατά πάσα πιθανότητα θα σημάνει – αν είναι επιτυχής – το τέλος των στελεχών της παλαιάς εκτελεστικής διοίκησης. Σε πιο κλειστές αγορές από την άλλη πλευρά, οι εξαγορές θα

⁶⁵ Για μία σχετική με το θέμα μελέτη βλέπε: Lannoo, K., 1999, A European Perspective on Corporate Governance, *Journal of Common Market Studies*, pages 269-294

είναι λιγότερες και οι ιδιοκτησιακές αλλαγές πιο περιορισμένες, ή θα λαμβάνουν χώρα μέσω άλλων εργαλείων.

Η αναλογία αυτή που διατυπώθηκε στην παραπάνω παράγραφο, παρατηρείται έως ένα συγκεκριμένο βαθμό και στα δεδομένα που προέρχονται από την δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών στα μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Την πενταετία 1990-1995, οι πλέον δραστήριες εταιρείες στο πεδίο των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι η αγγλικές και οι γαλλικές, ενώ ακολουθούν οι γερμανικές και οι ολλανδικές, σύμφωνα με επίσημα στοιχεία της Commission που παρατίθενται και στον ακόλουθο πίνακα.

Πίνακας 3.1

Μέσο Μεριδίο Διεθνικών Συγχωνεύσεων & Εξαγορών Κρατών-Μελών της EU-15 (1990-95)
Πηγή: Commission Report, 1996

	Αυστρία	Βέλγιο	Δανία	Γερμανία	Ελλάδα	Ισπανία	Γαλλία	Ιρλανδία	Ιταλία	Λουξ/ργο	Ολλανδία	Πορτο/λία	Φινλανδία	Σουηδία	Αγγλία
Εταιρεία Στόχος	1.3	5.0	3.9	25.5	0.4	8.1	13.8	0.9	6.9	0.6	7.5	1.2	3.1	4.5	17.5
Αγορά-στρια Εταιρεία	1.7	2.9	4.8	14.4	0.1	1.5	18.5	2.9	4.3	1.0	9.1	0.1	4.0	8.2	26.5
Ισοζύγιο	-0.4	-2.1	0.9	-11.1	-0.3	-6.6	4.7	2.0	-2.6	0.4	1.6	-1.1	0.9	3.7	9.0

Αν επιχειρηθεί μία κατάτμηση των παραπάνω στοιχείων με βάση την εθνική προέλευσης της εταιρείας στόχο στις εξαγορές, η Γερμανία φαίνεται να διαδραματίζει πρωταγωνιστικό ρόλο. Πράγματι, οι γερμανικές εταιρείες αποτέλεσαν πολύ συχνότερα τον στόχο διεθνικών εξαγορών παρά τον υποκινητή. Το φαινόμενο αυτό μπορεί να ερμηνευθεί από σειρά αιτιών, με κυρίαρχη ανάμεσα σε αυτές τη διαδικασία ιδιωτικοποιήσεων των εταιρειών της Ανατολικής Γερμανίας μετά την πτώση του τείχους του Βερολίνου. Βέβαια οι Franks και Mayer⁶⁶ [1990], διαπιστώνουν την ύπαρξη αυτής της τάσης πριν από το 1990. Αρνητικό ισοζύγιο στη σχέση εταιρειών που εξαγοράζουν – εταιρειών που εξαγοράζονται παρατηρείται επίσης σε άλλα έξι κράτη μέλη, συμπεριλαμβανομένων των τεσσάρων χωρών της Μεσογείου, ενώ το

⁶⁶ Franks, J., and Mayer, C., 1990, Capital Markets and Corporate Control: A Study of France, Germany and the UK, IFA Working Paper, pages 127-190, London Business School

καλύτερο ισοζύγιο επιτυγχάνεται στο Ηνωμένο Βασίλειο, της Γαλλία και την Σουηδία.

3.3.3 Διαφορές στη μετοχική δομή

Το βασικό στοιχείο ερμηνείας των διαφοροποιήσεων που παρουσιάζονται στις χώρες τη ένωσης, αναφορικά με τη σημασία των χρηματιστηριακών αγορών, είναι η κεφαλαιακή δομή των εταιρειών που εδράζονται και λειτουργούν σε αυτές. Σύμφωνα με τα επίσημα στοιχεία της Commission, η χρήση ιδίων κεφαλαίων διαφέρει σημαντικά μεταξύ των εταιρειών των διαφόρων κρατών. Ένα βήμα παραπέρα όμως από αυτή την γενική – και κατά τα άλλα χρήσιμη – διαπίστωση, μπορεί να διαπιστώσει κανείς διαφορές σε καθαυτή τη μετοχική δομή των εταιρειών. Έτσι, υπάρχουν εταιρείες των οποίων οι μετοχές ανήκουν σε πολύ μεγάλο ποσοστό σε άλλες επιχειρήσεις που δεν χρειάζεται να καταφύγουν σε δοκιμασμένες μεθοδολογίες της αγοράς για να ασκήσουν έλεγχο, ενώ από την άλλη πλευρά υπάρχουν εταιρείες με μεγάλη διασπορά και εμπορευσιμότητα στα χαρτοφυλάκια θεσμικών επενδυτών.

Πίνακας 3.2						
Η Μετοχική Δομή σε Εταιρείες Επιλεγμένων Χωρών (% Συνόλου)						
Πηγή: Lannoo (1995)						
	1990	1992	1993	1993	1992	1992
Financial institutions	22	23	11.3	59.3	31.2	48.0
of which:						
Banks	10		9.9	0.6	0.3	26.7
Pension funds/insurers	12		0.8	51.5	23.9	17.2
Others (unit trusts)			0.6	7.2	7.0	4.1
Households	17	34	33.9	19.3	48.1	22.6
Private companies	42	21	23.0	4.0	14.1	24.8
Public authorities	5	2	27.0	1.3		0.7
Foreign investors	14	20	4.8	16.3	6.6	3.9

Ο παραπάνω πίνακας είναι ενδεικτικός⁶⁷ αυτής της πραγματικότητας. Οι μεγαλύτεροι ιδιοκτήτες μετοχών στο Ηνωμένο Βασίλειο είναι οι θεσμικοί επενδυτές (κατέχουν το 59% των μετοχών όλων των εισηγμένων εταιρειών το 1993), ενώ στη συνέχεια ακολουθούν τα νοικοκυριά και οι βιομηχανίες. Στη Γερμανία η κατάσταση είναι

⁶⁷ Lannoo, K., 1995, Corporate Governance in Europe, Centre for European Policy Studies, Working Party Report No. 14

διαμορφωμένη αντίστροφα. Η βιομηχανία είναι ο μεγαλύτερος κάτοχος μετοχών (42%), ενώ ακολουθούν οι θεσμικοί επενδυτές και τα νοικοκυριά. Αυτό που αξίζει να σημειωθεί είναι η άνοδος του ποσοστού ιδιοκτησίας των θεσμικών επενδυτών στο σύνολο των επιλεγμένων χωρών, γεγονός που δεν προξενεί ιδιαίτερη εντύπωση αν λάβει κανείς υπόψη του όλα όσα ανεφέρθησαν σε προηγούμενη παράγραφο για την περίπτωση των Ηνωμένων Πολιτειών.

3.3.4 Διαφορές στα δικαιώματα ελέγχου των μετόχων

Πέρα από τις διαφορές στη δομή και τη συγκέντρωση των μετοχών, στοιχεία που ενδέχεται να περιορίζουν το ρόλο που διαδραματίζει η αγορά στην άσκηση εταιρικού ελέγχου, μία άλλη διαφοροποίηση παρουσιάζεται στις διαδικασίες που βρίσκονται σε ισχύ σε κάθε χώρα – μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης (EU-15) και περιορίζουν την άσκηση ελέγχου των μετόχων στις μεγάλες πολυμετοχικές εταιρείες. Χαρακτηριστικά παραδείγματα τέτοιων διαδικασιών είναι οι σχηματισμοί πολλαπλών ή ανώτατων δικαιωμάτων ψήφου (multiple or capped voting arrangements), καθώς και οι σχηματισμοί διοικητικών συμβουλίων που λειτουργούν ανεξάρτητα από την έγκριση των μετόχων.

Στην πρώτη περίπτωση, της ύπαρξης δηλαδή διαφοροποιημένων – σταθμισμένων – δικαιωμάτων ψήφου, ο έλεγχος μπορεί να περιέλθει στα χέρια αυτών που κατέχουν τα μεγαλύτερα ποσοστά δικαιωμάτων ψήφου και όχι κεφαλαίου. Πρακτικές τέτοιου τύπου είναι κοινές σε εταιρείες των Σκανδιναβικών χωρών, της Γαλλίας και της Ολλανδίας. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα της Γαλλίας⁶⁸, όπου το διπλό δικαίωμα ψήφου μπορεί να θεσμοθετηθεί ως μέρος του καταστατικού μιας υπό ίδρυση εταιρείας και παύει να ισχύει αυτόματα όταν γίνεται προσπάθεια επιθετικής εξαγοράς. Επιπλέον, σε πολλές χώρες της EU-15 υπάρχουν μετοχές χωρίς δικαιώματα ψήφου (στη χώρα μας γνωστές ως προνομιούχες) καθώς και περιορισμοί σε ανώτατο αριθμό ψήφων ανά μέτοχο. Τέλος, δομή διοικητικού συμβουλίου που λειτουργεί ανεξάρτητα από την έγκριση των μετόχων υφίσταται μόνο σε μία χώρα μέλος, την Ολλανδία.

Στις παραπάνω υποπαραγράφους παρουσιάστηκε η στατική εικόνα, η υφιστάμενη δηλαδή κατάσταση που προβάλλει εμπόδια στη διαδικασία υιοθέτησης ακόμη και ενός

⁶⁸ Groenewegen, J., 2000, European Integration and Changing Corporate Governance Structures: The Case of France, *Journal of Economic Issues*, pages 471-479

ενιαίου συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης. Όπως όμως και στην περίπτωση των Η.Π.Α, έτσι και στην Ευρωπαϊκή Ένωση, οι δυνάμεις της αλλαγής ενισχύονται. Οι μεταβολές εκδηλώνονται κυρίως μέσα από τέσσερα επίπεδα. Πρώτο είναι η ανάπτυξη του ρόλου των θεσμικών επενδυτών, όπως και στις Η.Π.Α. Αξίζει εδώ να σημειωθεί ότι σύμφωνα με έρευνα της συμβουλευτικής εταιρείας McKinsey (Global Investor Opinion Survey [2002]) το 15% των θεσμικών επενδυτών της Ευρώπης, θεωρούν ότι η εταιρική διακυβέρνηση μιας εταιρείας είναι πιο σημαντική από ότι τα χρηματοοικονομικά της αποτελέσματα, ενώ το 22% θα ήταν πρόθυμο να πληρώσει ένα επιπλέον 19% premium για μια εταιρεία με αποδεδειγμένα καλή εταιρική διακυβέρνηση⁶⁹. Βασικό ρόλο εν συνεχεία διαδραματίζει ο ακτιβισμός, η ουσιαστική δηλαδή ενεργοποίηση των μετόχων χάρη στη συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών. Έπειτα, οι ιδιωτικοποιήσεις πολλών κρατικών οργανισμών και η μετατροπή τους σε πολυμετοχικές εταιρείες, είναι μία επικρατούσα και ισχυρή τάση σε ολόκληρη σχεδόν την Ευρωπαϊκή Ένωση που επιδρά ουσιαστικά σε ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης. Τέλος η σύγκλιση και ολοκλήρωση των κεφαλαιαγορών, με αναρκτήριο σημείο την Οικονομική και Νομισματική Ένωση (EMU) και το ενιαίο ευρωπαϊκό νόμισμα, το ευρώ, από το 2002, εξαλείφει πολλούς από τους κινδύνους που αντιμετώπιζε μια εθνική επιχείρηση και ταυτόχρονα επιτρέπει την διεθνή δραστηριοποίηση και συμμετοχή επενδυτών-μετόχων.

3.3.5 Εθνικές συζητήσεις και πορίσματα επί της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η προσέγγιση της Ευρωπαϊκής Ένωσης στο θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης προέρχεται από την ανάγκη δημιουργίας μίας – πραγματικά – κοινής αγοράς. Μέσα από αυτό το πρίσμα και σε μία αγορά που δεν περιορίζεται από οικονομικά σύνορα και φραγμούς, οι εταιρείες πρέπει να έχουν τη δυνατότητα ελεύθερης διασυνοριακής μετακίνησης, χωρίς ανάγκη προσαρμογής του κανονιστικού τους πλαισίου λειτουργίας. Αν και μία τέτοια εξέλιξη φαντάζει ακόμη μακρινή, σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες, οι μεταβολές στην ευρύτερη χρηματοοικονομική και ειδικότερα μετοχική τους δομή, έχουν εγείρει συζητήσεις γύρω από την καταλληλότητα των εθνικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης και έχουν καταλήξει στη δημιουργία επιτροπών με σκοπό την εξαγωγή πορισμάτων για το εν λόγω θέμα. Κυρίαρχα παραδείγματα τέτοιων προσπαθειών είναι η επιτροπή Cadbury στο Ηνωμένο

⁶⁹ McKinsey & Company, July 2002, Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance, Key Findings, Exhibits 1, 3 and 4.

Βασίλειο, η επιτροπή Vienot στη Γαλλία και η επιτροπή Peters στην Ολλανδία. Παρά το γεγονός ότι οι προσπάθειες αυτές ήταν οι εναρκτήριες σε μία διαρκή διαδικασία που συνεχίζεται έως και σήμερα, μία συγκριτική παρουσίαση των πορισμάτων και των συνθηκών κάτω από τις οποίες εξήχθησαν αυτά τα πορίσματα παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για την δυνατότητα ενοποίησης των εθνικών κανονισμών σε ένα θεσμοθετημένο ευρύτερο ευρωπαϊκό πλαίσιο.

3.3.5.1 Η έκθεση Cadbury στο Ηνωμένο Βασίλειο

Το Χρηματιστήριο του Λονδίνου (LSE-London Stock Exchange), προβληματισμένο σχετικά με τα πρότυπα των χρηματοοικονομικών αναφορών και το βαθμό ανεξαρτησίας των διοικητικών συμβουλίων, σύστησε το 1991 μία επιτροπή με σκοπό τη διερεύνηση του ρόλου των εκτελεστικών και μη-εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου στις εταιρείες, υπό τον Sir Adrian Cadbury⁷⁰, διευθύνοντα σύμβουλο (CEO) της αυτοκρατορίας παραγωγής ζαχαρωτών Cadbury's. Οι συστάσεις της επιτροπής περιελήφθησαν στον “Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς⁷¹” που ήρθε στη δημοσιότητα ένα χρόνο περίπου μετά. Παρά το γεγονός ότι η εφαρμογή του κώδικα είναι εθελοντική, η αναφορά στον Κώδικα είναι μέσα στις απαραίτητες προϋποθέσεις για την εισαγωγή και διαπραγμάτευση μετοχικών αξιών στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου. Οι εισηγμένες βρετανικές εταιρείες, είναι υποχρεωμένες να παρουσιάζουν τον βαθμό συμβατότητας τους με τον Κώδικα στις ετήσιες αναφορές τους και να ερμηνεύουν τις αιτίες πιθανής απόκλισης από τις διατάξεις του. Η πρακτική αυτή ανταποκρίνεται στην παράδοση αυτορύθμισης των εταιρικών θεμάτων που έχει αναπτυχθεί στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Οι κύριες συστάσεις της ομάδας Cadbury αφορούσαν τη δομή του διοικητικού συμβουλίου και τις διαδικασίες αναφορών. Η επιτροπή εξέφρασε μια σαφή προτίμηση για τη διάκριση του ρόλου διευθύνοντος συμβούλου και προέδρου μιας εταιρείας, ενώ τόνισε την σημαντικότητα του ανεξάρτητου – εξωτερικού στοιχείου στο διοικητικό συμβούλιο. Σύμφωνα με τον Κώδικα, ένα σημαντικό μέρος των μη-εκτελεστικών διευθυντών πρέπει να είναι πραγματικά ανεξάρτητο από την εκτελεστική διοίκηση και υψηλού βεληγεκούς, ικανό να παρέχει ανεξάρτητες συμβουλές, να αμείβεται ανάλογα με τον χρόνο που δαπανά στο διοικητικό

⁷⁰ Dahya, J., McConnell J., and Travlos N., 2002, The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover, *Journal of Finance*, pages 461-483

⁷¹ Cadbury Report, 1992, Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, London: GEE

συμβούλιο και να διορίζεται με τυπικές, διαφανής διαδικασίες. Οι αμοιβές των εκτελεστικών μελών Δ.Σ θα πρέπει να είναι δημόσια γνωστές και να επανακαθορίζονται από μία επιτροπή αμοιβών. Ο Κώδικας επιπλέον απαιτούσε το διορισμό μιας επιτροπής ελέγχου από το Δ.Σ, υποχρεωμένη στην εκτέλεση προκαθορισμένων διαδικασιών, καθώς και την ενεργό συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών μέσω των δικαιωμάτων ψήφου τους.

Η συζήτηση για την εταιρική διακυβέρνηση στο Ηνωμένο Βασίλειο δεν έληξε με το πόρισμα της επιτροπής Cadbury. Η δυσαρέσκεια που είχε προκληθεί με το επίπεδο αμοιβών των διοικητικών στελεχών οδήγησε στη σύσταση της επιτροπής Greenbury το 1995, με σκοπό την παροχή συστάσεων επί του θέματος των αμοιβών. Τέλος, το 1998 η επιτροπή Hampel επικαιροποίησε και ενοποίησε τις δύο προηγούμενες εκθέσεις. Δεν είναι σαφές το αν η διαδικασία της αυτορύθμισης θα παραμείνει κυρίαρχο στοιχείο του αγγλικού εταιρικού περιβάλλοντος, η αν θα υπάρξουν νομοθετήματα στην περιοχή της εταιρικής διακυβέρνησης. Κατά κοινή ομολογία όμως, η διαδικασία αυτορύθμισης είναι προτιμότερη για όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά⁷².

3.3.5.2 Η ένθεση Vienot στη Γαλλία

Η επιτροπή Vienot στη Γαλλία συστήθηκε από την Ομοσπονδία Γάλλων Εργοδοτών (CNPF). Κινητήριοι μοχλός για τη σύστασή της ήταν η αυξανόμενη ανησυχία για το ρόλο της αγοράς εταιρικού ελέγχου (συγχωνεύσεις και εξαγορές) ως αποτέλεσμα της παγκοσμιοποίησης και των ιδιωτικοποιήσεων, και την ανάγκη αντίδρασης για τη διατήρηση της ανταγωνιστικότητας των γαλλικών εταιρειών. Πρόσθετος – αν και αφανής – λόγος επίσης ήταν η γενικά επικρατούσα αντίληψη ότι τα Δ.Σ των γαλλικών εταιρειών δεν έδιναν την απαιτούμενη σημασία στους μετόχους και τις διαδικασίες εταιρικού ελέγχου.

Οι προτάσεις της επιτροπής δεν περιλάμβαναν θεμελιώδεις μεταβολές στο χαρακτήρα του γαλλικού συστήματος, αντιθέτως, αποτελούσαν την αιτιακή βάση του. Η έκθεση έδινε βάρος στον κοινωνικό ρόλο των επιχειρήσεων, την συνολική υπευθυνότητα του Δ.Σ έναντι των μετόχων και την προτεραιότητα των εταιρικών συμφερόντων, χωρίς

⁷² Οι πρόσφατες νομοθετικές ρυθμίσεις της κυβέρνησης των Η.Π.Α (SOX) έχουν προκαλέσει μεγάλη δυσαρέσκεια σε παράγοντες της αγοράς, ενώ η κανονιστική του ισχύ ως στοιχείο που συμβάλλει στην καλύτερη εταιρική απόδοση έχει δεχθεί οξεία κριτική από τους ακαδημαϊκούς. Για μία ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα μελέτη πάνω στο θέμα κρατική κανονικοποίηση ή αυτορύθμιση, βλέπε: Romano, R., 2004, The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance, Yale Law School Working Paper No.297

να θεωρεί απαραίτητες κάποιες νομικές μεταρρυθμίσεις. Αντιμετωπίζοντας με ικανοποίηση την ευελιξία του γαλλικού νομικού συστήματος, οι μόνες συστάσεις που έκανε αφορούσαν ένα πλέγμα κανόνων επιχειρησιακής ηθικής για τα μέλη της εκτελεστικής διοίκησης. Οι καταληκτικές της προτάσεις ήταν ότι όλες οι εισηγμένες εταιρείες, πρέπει να έχουν τουλάχιστον δύο ανεξάρτητα μέλη στο Δ.Σ τους, μία ειδική επιτροπή αμοιβών, μία ειδική επιτροπή εσωτερικού ελέγχου (όπως άλλωστε και στην έκθεση Cadbury), χωρίς όμως σε καμία περίπτωση να θίγεται η ταυτόχρονη ιδιότητα CEO και προέδρου του Δ.Σ. Τα πορίσματα της εν λόγω έκθεσης δεν έγιναν αποδεκτά δίχως αντιδράσεις και κριτική, καθώς και αντιπροτάσεις⁷³.

3.3.5.3 Η έκθεση Peters στην Ολλανδία

Η αιτία σύστασης της επιτροπής Peters ήταν παρόμοια με αυτή της γαλλικής επιτροπής, αν ασχοληθεί με την εξέταση της αναγκαιότητας αλλαγών στο σύστημα ολλανδικής εταιρικής διακυβέρνησης σε σχέση με τις τάσεις παγκοσμιοποίησης των αγορών και ενίσχυσης του ρόλου των θεσμικών επενδυτών. Επιπλέον, να εξετάσει την ισχύ της κραταιής έως τότε αντίληψης ότι οι ολλανδικές εταιρείες ήταν απόρθητες σε διαδικασίες επιθετικών εξαγορών.

Η πρωτοβουλία σύστασης της επιτροπής ήρθε από το Ολλανδικό χρηματιστήριο και τις εισηγμένες σε αυτό εταιρίες. Η έκθεση δεν πρότεινε καμία αλλαγή στο ισχύον νομοθετικό πλαίσιο διατηρώντας το अपαρχαιωμένο καθεστώς ενός πανίσχυρου Δ.Σ ή της αντίστοιχης εποπτικής επιτροπής σε συνδυασμό με το Δ.Σ, σε ορισμένες κατηγορίες εταιριών. Σημείωσε απλά ότι ο ρόλος της εποπτικής επιτροπής πρέπει να είναι αντίστοιχος με αυτό των μη-εκτελεστικών μελών του Δ.Σ, ενώ το ίδιο το Δ.Σ θα έπρεπε να αναλογιστεί τη χρησιμότητα δημιουργίας ανεξάρτητων επιτροπών αμοιβών, διορισμού και ελέγχου όπως στις περιπτώσεις των δύο προαναφερθέντων επιτροπών της Αγγλίας και της Γαλλίας. Η έκθεση καταλήγει με την απαρίθμηση σαράντα περίπου συστάσεων, στις οποίες οι εισηγμένες εταιρίες πρέπει ετησίως να παρουσιάζουν το βαθμό συμβατότητας τους.

Αν και οι προσπάθειες αυτές δεν είναι οι μοναδικές στο χώρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η περιγραφή και σύγκρισή τους είναι ενδεικτική της διαφορετικής νοοτροπίας που υπάρχει στα κράτη-μέλη της ένωσης αναφορικά με το θέμα της

⁷³ Ο Γάλλος γερουσιαστής Marini, πρότεινε το 1996 τον εκσυγχρονισμό του εταιρικού νομικού συστήματος της Γαλλίας, τονίζοντας τη διάκριση CEO και προέδρου Δ.Σ, η οποία δεν είχε αναφερθεί και διασαφηνιστεί στην έκθεση Vienot.

εταιρικής διακυβέρνησης. Οι εν λόγω διαφορές συνοψίζονται στον ακόλουθο πίνακα (3.3)⁷⁴, και καθιστούν απόλυτα σαφή τη δυσκολία που θα συναντήσει η Ένωση στην ομογενοποίηση των αρχών και νομοθετημάτων εταιρικής διακυβέρνησης στα μέλη της.

Πίνακας 3.3 Σύγκριση Βασικών Σημείων των Εκθέσεων Cadbury, Vienot, Peters Πηγή: Lannoo (1999)			
<i>Publication</i>	<i>Cadbury (UK)</i>	<i>Vienot (France)</i>	<i>Peters (The Netherlands)</i>
<i>Date</i>	<i>December 1992</i>	<i>July 1995</i>	<i>June 1997</i>
Initiator(s)	London Stock Exchange (LSE), industry	French employers' federation (CNPF)	Listed corporations, Dutch stock exchange
Board structure	CEO*Chairman, Exceptions must be justified	CEO=Chairman (PDG) (but not for Marini)	CEO-Chairman
	Majority of non-executive directors must be truly independent, and a minimum of three	At least two independent directors	Supervisory board to be independent from management board
	Executive pay to be disclosed, approved by a remuneration committee	Create remuneration and selection committees	Directorships should be limited
	Need for a selection committee (Hampel)	'Directors' Charter'	Remuneration and selection committees to be considered
		Collective responsibility of the board	Co-option of supervisory board can be kept
AGM (Annual General Meeting)	Institutional investors should exercise their voting rights, and make sure that the Code is respected (the latter is addition from Hampel)	(Not discussed)	Limitations on voting rights can, for the time being, be kept in place
Reporting	Need for audit committee	Need for audit committee	Need for audit committee
	Directors to state that business is a going concern, to report on internal control procedures	Directors to state that internal control procedures are going on	Management board must inform supervisory board of internal control procedures
Result	Cadbury Code (updated in Hampel Code)	(Nothing tangible)	Peters Code
Disclosure	Annual report	(Nothing explicit)	Annual report
Enforcement	LSE, part of listing rules	Not discussed: securities commission (COB)?	To be determined after 1998 annual report season
Method	Self-regulation	Self-regulation	Self-regulation
Follow-up	Greenbury(1995)on executive pay; Hampel (1998) consolidated both	Proposals by Senator P. Marini	

⁷⁴ Lannoo, K., 1999, A European Perspective on Corporate Governance, Journal of Common Market Studies, page 286

3.3.6 Εμπειρικές μελέτες και σημαντικά πορίσματα

Ο αριθμός των εμπειρικών μελετών αποκλειστικά και μόνο για την περίπτωση της Ευρώπης είναι περιορισμένος, και συνήθως εστιάζονται στην επίδραση των μεταρρυθμίσεων συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης που έχουν προταθεί στη λειτουργική αποδοτικότητα των επιχειρήσεων που τις υιοθετούν και την αντίδραση της χρηματιστηριακής τιμής των επιχειρήσεων που ανακοινώνουν υιοθέτηση κανόνων βέλτιστης εταιρικής διακυβέρνησης. Για τα υπόλοιπα στοιχεία του ευρύτατου αντικειμένου της διακυβέρνησης, οι μελέτες έχουν κυρίως απαρχή τις Ηνωμένες Πολιτείες, εξαιτίας όμως της γενικότητας των εξεταζόμενων θεμάτων έχουν ισχύ σε όλες τις χώρες.

Οι Dahya, McConnell and Travlos⁷⁵ [2002] μελέτησαν την επίδραση της υιοθέτησης του Κώδικα Cadbury στη λειτουργία των επιχειρήσεων του Ηνωμένου Βασιλείου. Οι συγγραφείς, θέτουν προς διερεύνηση την υπόθεση πως η σχέση ανάμεσα σε μη εθελούσιες αποχωρήσεις (απολύσεις) ανωτάτων διευθυντικών στελεχών και σε εταιρική αποδοτικότητα θα είναι ισχυρότερη στην εποχή μετά την έκδοση του Κώδικα. Πράγματι, τα αποτελέσματα της έρευνας, βασισμένα σε ένα τυχαίο δείγμα 460 εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου (1989-1995), καταλήγει μεταξύ άλλων, στα εξής συμπεράσματα: (i) Παρατηρείται αύξηση στις μη εθελούσιες αποχωρήσεις ανωτάτων διευθυντικών στελεχών μετά την έκδοση του Κώδικα, ιδιαίτερα στις εταιρίες που συμμορφώθηκαν με τις βασικές υποδείξεις του Κώδικα, (ii) Στις επιχειρήσεις που υιοθέτησαν τις βασικές προτάσεις του Κώδικα, κυρίως σε όσες αυξήθηκε το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, παρατηρείται αύξηση του συντελεστή συσχέτισης ανάμεσα σε αποχωρήσεις ανωτάτων στελεχών και εταιρική αποδοτικότητα.

Οι Dahya and McConnell⁷⁶ [2003] εξέτασαν την επίδραση της υιοθέτησης του Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς στο διορισμό νέου CEO. Τα ευρήματα τους δείχνουν πως είναι περισσότερο πιθανόν να προσληφθεί εξωτερικός διευθύνων σύμβουλος στις επιχειρήσεις που έχουν αυξήσει τον αριθμό μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου, σαν αποτέλεσμα της υιοθέτησης του Κώδικα Βέλτιστης

⁷⁵ Dahya, J., McConnell J., and Travlos N., 2002, The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover, *Journal of Finance*, pages 461-483

⁷⁶ Dahya, J., and McConnell J., 2003, Outside Directors and Corporate Boards Decisions, Working Paper, Purdue University

Συμπεριφοράς Cadbury. Επιπλέον, οι McKnight, Millonas and Travlos⁷⁷ [2004] εξέτασαν την επίδραση της υιοθέτησης του Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς στη λειτουργική αποδοτικότητα των επιχειρήσεων που τον υιοθέτησαν. Τα κυριότερα ευρήματα έχουν ως ακολούθως: Πρώτον, καταγράφεται μια θετική σχέση ανάμεσα στην εταιρική απόδοση, μετρούμενη με το δείκτη "q" (MV/BV), και στην υιοθέτηση του Κώδικα. Δεύτερον, δεν βρέθηκε διαφορά στην εταιρική απόδοση ανάμεσα στις εταιρίες που διαχώρισαν τις θέσεις του προέδρου Δ.Σ. και CEO και σε εκείνες που διατήρησαν το ίδιο πρόσωπο και στις δύο θέσεις.

Τέλος, οι Bauer, Guenster and Otten⁷⁸ [2003], εξετάζουν αν η καλή εταιρική διακυβέρνηση οδηγεί σε υψηλότερες μετοχικές αποδόσεις και αυξάνει την εταιρική αξία στην Ευρώπη, με στοιχεία του FTSE Eurotop 300. Τα αποτελέσματα καταδεικνύουν μια θετική συσχέτιση η οποία γίνεται αισθητά μικρότερη όταν οι μεταβλητές προσαρμοστούν με τις διαφορές των χωρών. Επιπρόσθετα, φαίνεται να υπάρχει μία αρνητική συσχέτιση μεταξύ προτύπων εταιρικής διακυβέρνησης και δεικτών αποδοτικότητας με βάση την κερδοφορία.

3.4 Η περίπτωση της Ασίας

Η Ασία είναι μία γεωγραφική περιοχή με μεγάλες διαφοροποιήσεις σε όρους οικονομικής ανάπτυξης και θεσμικών πλαισίων. Το κατά κεφαλήν ΑΕΠ κυμαίνεται από \$1,000 στην Ινδία και την Ινδονησία, έως \$30,000 στο Χόνγκ-Κονγκ και την Σιγκαπούρη. Υπάρχουν σημαντικές ομοιότητες μεταξύ των εθνικών οικονομιών με σημαντικότερη τη διατήρηση του οικογενειακού ιδιοκτησιακού καθεστώτος στις εταιρείες και τις συναλλαγές που βασίζονται σε προσωπικές σχέσεις και επαφές⁷⁹. Οι μελέτες που έχουν γίνει για την εταιρική διακυβέρνηση στην Ασία, δείχνουν ότι ο συνδυασμός της ιδιοκτησιακής δομής και του νομοθετημένου συστήματος δικαιωμάτων ιδιοκτησίας ουσιαστικά καθορίζει τα κίνητρα, την εφαρμοζόμενη πολιτική και την απόδοση της εκτελεστικής διοίκησης και των εταιρειών τους.

⁷⁷ McKnight P., Milonas, N., and Travlos, N., 2004, The Cadbury Corporate Reforms and Corporate Performance, Work in Progress

⁷⁸ Bauer, R., Guenster, N., and Otten, R., 2003, Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance, Journal of Asset Management, pages 91-104

⁷⁹ Rajan, R. G., and Zingales, L., 1998, Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis, Journal of Applied Corporate Finance, pages 40-48

Μέσα από αυτό το πρίσμα, είναι ιδιαίτερα σημαντικό να γίνει μια περιγραφή του ιδιόμορφου ιδιοκτησιακού σχήματος των ασιατικών επιχειρήσεων, των λόγων που οδηγούν σε αυτό και των επιδράσεών του στη συμπεριφορά της εκτελεστικής διοίκησης, των μετόχων και των ευρύτερων πολιτικών που ακολουθεί μία εταιρεία. Στη συνέχεια γίνεται αναφορά στους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης που βρίσκουν εφαρμογή στην περίπτωση της Ασίας και σε ορισμένα δομικά χαρακτηριστικά της ασιατικής οικονομίας και κοινωνικής κουλτούρας που επιδρούν καταλυτικά στα εφαρμοζόμενα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης.

3.4.1 Το ιδιόμορφο Ιδιοκτησιακό Καθεστώς των Ασιατικών Επιχειρήσεων

Σε αντίθεση με τις πρακτικές μετοχικής διασποράς που εφαρμόζονται στις Η.Π.Α και σε πολλές από τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, σε μία τυπική ασιατική εταιρεία το σύνολο σχεδόν των μετοχών της βρίσκεται στα χέρια ενός ή περισσοτέρων μελών μιας οικογένειας. Στις περισσότερες περιπτώσεις η εταιρεία συνδέεται άμεσα με έναν όμιλο επιχειρήσεων που επίσης ελέγχεται από την ίδια οικογένεια και περιλαμβάνει σειρά δημόσιων και ιδιωτικών εταιρειών. Ο απόλυτος έλεγχος των εταιρειών του ομίλου από την “διοικούσα οικογένεια”, επιτυγχάνεται μέσα από σταυροειδείς συμμετοχές και πυραμδικά μετοχικά σχήματα που ενδέχεται να είναι ιδιαίτερα σύνθετα⁸⁰. Επιπλέον, τα δικαιώματα ψήφου της οικογένειας, σε πολλές εταιρείες, υπερβαίνουν τα δικαιώματα κεφαλαίου της. Αξίζει δε στο σημείο αυτό να σημειωθεί ότι η έκταση της πολιτικής των σταυροειδών συμμετοχών και πυραμδικών μετοχικών σχημάτων που αναφέρθηκε λίγο παραπάνω διαφέρει μεταξύ των εταιρειών των διαφόρων ασιατικών οικονομιών. Ενώ τέτοιου τύπου πολιτικές είναι συνηθισμένες στην Κορέα και την Ταϊβάν, στην Ταϊλανδή⁸¹ το 80% των εταιρειών δεν ακολουθεί αυτό το παράδειγμα. Πέρα από την οικογενειακή ιδιοκτησία, σημαντικό χαρακτηριστικό πολλών ασιατικών οικονομιών είναι ο έλεγχος ενός σημαντικού τμήματος των εισηγμένων εταιρειών από το κράτος, με

⁸⁰ Τα χαρακτηριστικά αυτά επιβεβαιώνονται από σχετική μελέτη σε 2980 εισηγμένες εταιρείες, εννέα ασιατικών οικονομιών, για μία ενδελεχή ανάλυση βλέπε: Claessens, S., Djankov, J. P., Fan, H., and Lang, H. P., 2002, Disentangling the Incentive and Entrenchment Effect of Large Shareholdings, *Journal of Finance*, pages 2741-2771

⁸¹ Wiwattanakantang, Y, 2001, Controlling Shareholders and Corporate Value: Evidence from Thailand, *Pacific-Basin Finance Journal*, pages 323-362.

χαρακτηριστικότερα παραδείγματα την Σιγκαπούρη και φυσικά την Κίνα⁸², καθώς και από πιστωτικά ιδρύματα, όπως συμβαίνει στην περίπτωση της Ιαπωνίας.

Εύκολα λοιπόν μπορεί να παρατηρήσει κανείς μία έντονη συγκέντρωση της ιδιοκτησίας στην περίπτωση της Ασίας. Οι λόγοι αυτής της συγκέντρωσης, έτσι όπως έχουν καταγραφεί μέχρι σήμερα από τη σχετική βιβλιογραφία, εδράζονται στο σημαντικό ρόλο των παραδόσεων και των ηθών, στα κοινωνικά πρότυπα και νόρμες καθώς και στο νομικό καθεστώς. Οι αιτίες αυτές καθορίζουν την ίδια τη δομή των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας και εν τέλει των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης, ενώ είναι πολύ βαθιά ριζωμένες στην ιστορία και τη φιλοσοφία του ασιατικού λαού.

Ο βαθμός συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας για τον οποίο ο λόγος, εξαρτάται από την ισορροπία μεταξύ της κρατικής (νομοθετικής) και της ιδιωτικής (αυτορρυθμιζόμενης) επιβολής δικαιωμάτων ιδιοκτησίας. Αν και η έννοια αυτή φαίνεται ασαφής, είναι εύκολη στη κατανόησή της. Τόσο το κράτος όσο και οι ίδιες οι εταιρείες έχουν τη δυνατότητα να επιβάλλουν δικαιώματα ιδιοκτησίας. Στις οικονομίες όπου η λειτουργία αυτή δεν είναι επιτυχής από το κράτος, ο ρόλος των μετόχων θα είναι ιδιαίτερα ουσιώδης. Χωρίς να βασίζονται στο κράτος, οι μεγάλοι μέτοχοι έχουν τη δύναμη και τα κίνητρα να διαπραγματευτούν και να επιβάλλουν εταιρικά συμβόλαια με διάφορους εμπλεκόμενους φορείς (stakeholders), πιστωτές, διευθυντές, μετόχους μειοψηφίας, εργαζόμενους, προμηθευτές και άλλους. Η κατάσταση αυτή είναι προτιμητέα από όλα τα μέρη καθώς τα οφέλη αυτής της κεντροποιημένης ιδιοκτησίας διαχέονται σε όλους μέσα από την αυξημένη εταιρική απόδοση. Σύμφωνα λοιπόν με τα παραπάνω, οι Shleifer και Vishny [1997], διατυπώνουν την άποψη ότι, τα οφέλη της κεντροποιημένης ιδιοκτησίας είναι μεγαλύτερα σε λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες, όπου τα ιδιοκτησιακά δικαιώματα δεν είναι σαφώς προσδιορισμένα, και δεν προστατεύονται από κατάλληλες νομοθετικές ρυθμίσεις. Η άποψη αυτή επιβεβαιώνεται και εμπειρικά⁸³ από τους La Porta, Lopez-De-Silanes και Shleifer [1999].

Η Ασία πράγματι, υπάγεται σε αυτή την κατηγορία οικονομιών, όπου η ανύπαρκτη σχεδόν κρατική επιβολή δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, σε συνδυασμό με τη χαμηλή ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών αγορών και την διαφθορά, τείνει να οδηγεί στην

⁸² Xu, X. N., and Wang, Y., 1999, Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies, *China Economic Review*, pages 75-98.

⁸³ La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes and Shleifer A., 1999, Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, pages 471-518.

συγκέντρωση της ιδιοκτησίας γύρω από οικογένειες. Επιπλέον, μέσα από αυτό το οικογενειακό καθεστώς, η ασυμμετρία πληροφόρησης ελαχιστοποιείται και τα προβλήματα καθυστερήσεων μειώνονται, σε σημείο η επιχείρηση να θεωρείται πιο εύλικτη. Η μετοχική συγκέντρωση αυτή όμως, μεταβάλλει και το κλασικό πρόβλημα αντιπροσώπευσης, από πρόβλημα μετόχων-εκτελεστικής διοίκησης σε πρόβλημα μεγαλομετόχου-μικρομετόχων (μετόχων μειοψηφίας), και δημιουργεί δύο βασικά αποτελέσματα: το αποτέλεσμα “οχύρωσης”, και το αποτέλεσμα “ευθυγράμμισης”.

Η απόκτηση του ουσιαστικού ελέγχου μίας εταιρείας δίνει τη δυνατότητα στον ιδιοκτήτη της, όχι απλά να αποφασίσει τον τρόπο διοίκησης της εταιρίας, αλλά και τον τρόπο διανομής των κερδών μεταξύ των μετόχων. Έτσι, παρά το γεγονός ότι οι μικρομέτοχοι έχουν απαιτήσεις ανάλογες της συμμετοχής τους στο κεφαλαίο της εταιρείας, είναι αβέβαιοι ως προς τις πράξεις του “οχυρωμένου” ιδιοκτήτη, ο οποίος με σειρά μεθόδων μπορεί να τους αποστερήσει τα δικαιώματα τους προς δικό του όφελος (Entrenchment Effect). Το πρόβλημα αυτό μπορεί να αντιμετωπιστεί αποφασιστικά μόνο με το διαχωρισμό εκτελεστικής διοίκησης και ιδιοκτησίας ή με το αποτέλεσμα ευθυγράμμισης⁸⁴ (alignment effect), σύμφωνα με το οποίο, η αύξηση της κεφαλαιακής συμμετοχής του μετόχου στην εταιρεία βελτιώνει την ευθυγράμμιση συμφερόντων μεταξύ μεγαλομετόχου και μικρομετόχων.

Ένα τελευταίο αλλά βασικό χαρακτηριστικό αρκετών ασιατικών οικονομιών – πρωτίστως της Κίνας – είναι η περίπτωση κατά την οποία μεγαλομέτοχος είναι το κράτος. Τα ζητήματα ιδιοκτησίας και αξίας της εταιρείας στην περίπτωση αυτή περιπλέκονται. Εννοιολογικά, το κράτος δεν είναι ο δεσπόζων ιδιοκτήτης, αλλά ο αντιπρόσωπος των πραγματικών ιδιοκτητών που είναι οι πολίτες. Η σχέση αντιπροσώπευσης κράτους και πολιτών γεννά σημαντικά ερωτήματα αναφορικά με τα κίνητρα του κράτους να συντελέσει στη μεγιστοποίηση της αξίας των εταιρειών που ελέγχει, εξαιτίας πολιτικών συμφερόντων, φαινόμενων διαφθοράς και λοιπών παραγόντων που δημιουργούν διάσταση συμφερόντων κράτους και πολιτών. Πέραν τούτου, ο έλεγχος των “κρατικών” εταιρειών ενδέχεται να γίνεται από διαφορετικούς κρατικούς οργανισμούς με διαφορετικά κίνητρα, ενώ όταν η χώρα στην οποία εδράζονται οι κρατικά ελεγχόμενες εταιρείες είναι σοσιαλιστική – όπως η Κίνα –

⁸⁴ Gomes, A., 2000, Going Public without Governance: Managerial Reputation Effects, Journal of Finance, pages 615-646

πρέπει να ληφθούν υπόψη αρκετοί άλλοι καταλυτικοί παράγοντες πριν την εξαγωγή οποιουδήποτε συμπεράσματος.

3.4.2 Βασικοί Μηχανισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ασία

Κυρίαρχος σκοπός των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης που έχουν τεθεί σε λειτουργεί στην Ασία, είναι η το δυνατόν μεγαλύτερη προστασία των δικαιωμάτων των μικρομετόχων, μέσα στα πλαίσια μιας πιθανής εκμετάλλευσής τους από τους μεγαλομετόχους που κατέχουν τον εταιρικό έλεγχο. Οι υφιστάμενες τεχνικές αποφυγής αυτού του κινδύνου δύνανται να προέλθουν είτε από τους ίδιους τους μετόχους, μέσω της απευθείας παρακολούθησης και ελέγχου, είτε από την εταιρεία, μέσω της εθελούσιας παρακολούθησης και υιοθέτησης μηχανισμών ελέγχου που μειώνει τις ανασφάλειες των μικρομετόχων. Η δεύτερη περίπτωση είναι σε κάθε περίπτωση η καλύτερη για την εταιρεία, καθώς μειώνοντας τις ανασφάλειες και τους φόβους των μικροεπενδυτών μπορεί να επιτύχει αύξηση της τιμής της μετοχής της και καλύτερη πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση.

Ο πρώτος βασικός μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης στην Ασία, είναι όπως προαναφέρθηκε η εξάσκηση απευθείας ελέγχου από τους “μετόχους μειοψηφίας”. Κάτι τέτοιο είναι εφικτό όταν οι μικρομέτοχοι διατηρούν την ιδιότητά τους σε μακροχρόνια βάση, παραμένει όμως ασαφές το κατά πόσο αποτελεσματικοί μπορεί να είναι οι τελευταίοι προκαλώντας τους πανίσχυρους μεγαλομετόχους που έχουν στα χέρια τους τον έλεγχο της επιχείρησης. Οι Chung και Kim⁸⁵ [1999] μέσα από σχετική μελέτη τους, βρίσκουν ότι τα ασφάλιστρα ψήφου (voting premiums) στην χρηματιστηριακή αγορά της Κορέας αθροίζουν σε ένα ποσοστό ίσο με 10% της συνολικής αξίας των μετοχών. Επιπλέον, τα εν λόγω premium σχετίζονται θετικά με τον αριθμό των πακέτων μετοχών που διακρατούνται από τους μικρομετόχους, φανερώνοντας ότι οι μικρομέτοχοι μπορούν να επηρεάσουν τις αποφάσεις των μεγαλομετόχων όταν συλλογικά διακρατούν ένα σημαντικό πακέτο μετοχών της εταιρείας.

Στην κατεύθυνση αυτή αλλά με διαφορετική διαδρομή, καταλήγει και ένας άλλος μηχανισμός δημιουργίας κινήτρων για τη βελτίωση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης. Καθώς η ζήτηση κεφαλαίων αυξάνεται, οι επιχειρήσεις πρέπει να

⁸⁵ Chung, K. H., and Kim J. K., 1999, Corporate Ownership and the Value of a Vote in an Emerging Market, *Journal of Corporate Finance*, pages 35-54

δείξουν μεγαλύτερο βαθμό υπευθυνότητας στις απαιτήσεις των θεσμικών επενδυτών που τις χρηματοδοτούν. Όταν η ιδιοκτησία είναι έντονα συγκεντρωμένη όπως στην περίπτωση της Ασίας και η εταιρεία αντιμετωπίζει προβλήματα αντιπροσώπευσης μεταξύ μικρομετόχων και μεγαλομετόχων, ενδέχεται να είναι σκόπιμη η πρόσκληση θεσμικών επενδυτών να συμμετάσχουν στο κεφάλαιο της εταιρείας ώστε η τελευταία να “δανειστεί” τη φήμη της και να αυξήσει την αξιοπιστία της στις τάξεις των μικρομετόχων. Βέβαια, ο βαθμός στον οποίο η είσοδος των θεσμικών επενδυτών θα βελτιώσει την εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα αμφιλεγόμενο θέμα, με αντικρουόμενα εμπειρικά πορίσματα που σκιαγραφούνται σε επόμενη παράγραφο.

Το γεγονός ότι η φύση του προβλήματος αντιπροσώπευσης στην Ασία διαφοροποιείται από τις Η.Π.Α και την Ευρώπη, αποδυναμώνει την ισχύ των συμβατικών μεθόδων διακυβέρνησης, όπως η αγορά εταιρικού ελέγχου και η οργάνωση του διοικητικού συμβουλίου. Πράγματι, οι επιθετικές εξαγορές αποτελούν ένα σπάνιο φαινόμενο στην Ασία, σε αντίθεση με τις συγχωνεύσεις που γίνονται εξαιτίας των προβλημάτων αντιπροσώπευσης που προαναφέρθηκαν. Οι Bae, Kang και Kim⁸⁶ [2002] σε μία σχετική μελέτη τους, παρουσιάζουν δεδομένα που στηρίζουν την υπόθεση συγχωνεύσεων εξαιτίας προβλημάτων αντιπροσώπευσης. Οι επιχειρηματικοί όμιλοι της Κορέας (τα γνωστά chaebol) χρησιμοποιούν τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές ως ένα μέσο ελέγχου και εκμετάλλευσης των μικρομετόχων προς ίδιων όφελος. Όταν μία εταιρεία που ανήκει σε ένα chaebol προβεί σε μία εξαγορά, η τιμή της μετοχής της κατά μέσο όρο μειώνεται, αλλά ο δεσπόζων μέτοχος της εταιρείας κερδίζει καθώς η εξαγορά αυξάνει την αξία άλλων εταιρειών στον όμιλο (tunneling hypothesis).

Πέρα από την αδύναμη αγορά εταιρικού ελέγχου, τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου στην Ασία κρίνονται εξίσου αναποτελεσματικά. Τα διοικητικά συμβούλια τις περισσότερες των περιπτώσεων κυριαρχούνται από εσωτερικούς-εκτελεστικούς διευθυντές και δύσκολα συναντά κανείς εξωτερική παρουσία. Στην Κίνα, οι περισσότερες θέσεις μελών Δ.Σ καταλαμβάνονται από πολιτικούς ή πολιτικά-ελεγχόμενους παράγοντες, η οποίοι χρησιμοποιούν την κυβερνητική τους εξουσία για να επηρεάσουν τόσο τις αγορές όσο και τις εταιρείες στις οποίες δραστηριοποιούνται. Αποτέλεσμα είναι η ύπαρξη αγορών που βασίζονται στις διαπροσωπικές σχέσεις, στις

⁸⁶ Bae, K. H., Kang J. K., and Kim J. M., 2002, Tunneling or Value Addition? Evidence from Mergers by Korean Business Groups, *Journal of Finance*, pages 2695-2740.

οποίες οι εταιρείες ωφελούνται από τις “πολιτικού χαρακτήρα” παρεχόμενες υπηρεσίες. Επιπλέον, σε αυτού του τύπου τις αγορές η ζήτηση για επαγγελματικά στελέχη (τεχνοκράτες) είναι χαμηλή, καθώς άτομα με τέτοιες ιδιότητες ενδέχεται να αποκαλύψουν στοιχεία που δεν πρέπει, και να θέσουν σε κίνδυνο τις δραστηριότητες των εταιρειών στις οποίες απασχολούνται. Η εμπειρική έρευνα δείχνει ότι – όσο και αν φαίνεται περίεργο – υπάρχει μια μορφή ελέγχου της απόδοσης της εκτελεστικής διοίκησης, καθώς όταν η εταιρική αποδοτικότητα είναι χαμηλή η πιθανότητα αποπομπής του CEO είναι μεγαλύτερη⁸⁷.

3.4.3 Ειδικά Θέματα Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ασία

Μετά από αυτή την σύντομη επισκόπηση των πλέον δραστικών μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης στην Ασία, είναι αναγκαίο πριν την παρουσίαση διάφορων ουσιαστικών εμπειρικών ευρημάτων, να γίνει μία σύντομη περιγραφή ορισμένων βασικών παραγόντων της επιχειρηματικής πραγματικότητας στην Ασία που επιδρούν άμεσα στα υφιστάμενα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης. Οι παράγοντες αυτοί ονομαστικά είναι: (i) η οργάνωση των εταιρειών κάτω από μεγάλους ομίλους, (ii) η εταιρική διαφοροποίηση, (iii) η εταιρική διαφάνεια, (iv) τα αίτια και τα αποτελέσματα της κρίσης στην Ασία, και, (v) ο ρόλος των τραπεζών και λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

3.4.3.1 Οργάνωση εταιρειών σε ομίλους επιχειρήσεων (Groups & Conglomerates)

Η οργάνωση σε ομίλους επιχειρήσεων είναι μία ιδιαίτερα δημοφιλής τακτική στην Ασία. Σχεδόν το 70% των εισηγμένων εταιρειών σε οργανωμένα χρηματιστήρια σε εννέα οικονομίες της Ασίας⁸⁸, είναι οργανωμένες με αυτό τον τρόπο. Ένας όμιλος επιχειρήσεων μπορεί να περιγραφεί ως ένας επιχειρηματικός οργανισμός, όπου ένας αριθμός εταιρειών συνδέεται μέσω σταυροειδών δικαιωμάτων ιδιοκτησίας και μετοχικών πυραμίδων. Ειδικά στην Ασία, η διοίκηση και ο έλεγχος αυτών των ομίλων ασκείται από οικογένειες. Σε σχέση με τις αυτόνομες – μεμονωμένες εταιρείες, οι όμιλοι επιχειρήσεων προβαίνουν σε πολύ μεγαλύτερη χρήση των κεφαλαιαγορών. Μέσα από τις εσωτερικές χρηματοοικονομικές τους αγορές, οι

⁸⁷ Για μία ιδιαίτερα αποκαλυπτική σχετική μελέτη βλέπε: Campbell, T. L., and, Keys P.Y., 2002, Corporate Governance in South Korea: the Chaebol Experience, *Journal of Corporate Finance*, pages 373-391. Αξιοσημείωτο είναι ότι η σχέση χαμηλής εταιρικής απόδοσης και αποπομπής του διευθύνοντος συμβούλου, η οποία γενικά χαρακτηρίζεται ισχυρή, εξασθενίζει στην περίπτωση εκείνη κατά την οποία η εταιρεία είναι μέλος επιχειρηματικού ομίλου.

⁸⁸ Claessens, S., Djankov S., and Lang L. H., 2000, The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics*, pages 81-112

όμιλοι μπορούν να διανείμουν κεφάλαια στις εταιρείες τους παρέχοντας σαφή οικονομικά πλεονεκτήματα και οφέλη στις τελευταίες, ιδιαίτερα όταν η εξωτερική χρηματοδότηση είναι περιορισμένη και αβέβαιη. Επιπλέον, η εμπειρική έρευνα έχει δείξει ότι η είσοδος σε τέτοιους ομίλους (conglomeration) είναι μία άριστη στρατηγική διοικήσεων που θέλουν να ελαχιστοποιήσουν την πιθανότητα ρευστοποίησης της εταιρείας από τις τράπεζες.

Ακολουθώντας την τάση καλών εταιρειών να εισέρχονται σε μεγάλους ομίλους, μία “κακή εταιρεία” μειώνει το βαθμό πληροφόρησης της τράπεζας αναφορικά με την παραγωγικότητα και την αποδοτικότητα της εταιρείας, και με αυτό τον τρόπο μειώνει την πιθανότητα ρευστοποίησής της, τουλάχιστον για το χρονικό διάστημα εκείνο κατά το οποίο ο όμιλος εμφανίζει ικανοποιητικά μεγέθη. Πρέπει να σημειωθεί βέβαια ότι η σύνθετη δομή ιδιοκτησίας και σχέσεων σε έναν όμιλο εταιρειών, συνήθως διογκώνει τα προβλήματα διοίκησης και αντιπροσώπευσης, και καταλήγει στην άσκοπη ανάλωση και διανομή εταιρικών πόρων. Τα εμπειρικά αποτελέσματα αναφορικά με τα οφέλη και τα κόστη ενός τέτοιου σχηματισμού είναι αντικρουόμενα και σε καμία περίπτωση δεν επιτρέπουν την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων.

3.4.3.2 Εταιρική διαφοροποίηση δραστηριοτήτων (Corporate Diversification)

Οι ασιατικές επιχειρήσεις είναι ιδιαίτερα γνωστές για την έντονη διαφοροποίηση των δραστηριοτήτων τους. Σύμφωνα με τους Khana και Palepu⁸⁹ [1997], μία στενά προσδιορισμένη επιχειρησιακή στρατηγική μπορεί να μην είναι αποδοτική στις αναδυόμενες αγορές. Αντίθετα, η δημιουργία εσωτερικών αγορών ενδέχεται να καταστεί αποδοτική καθώς η ανάπτυξη των εξωτερικών αγορών είναι χαμηλή και δεν επιτρέπει την άριστη διαχείριση των εταιρικών πόρων. Μια θεωρητική προσέγγιση του ζητήματος κάνει λόγο για καλύτερη απόδοση διαφοροποιημένων επιχειρήσεων σε περιόδους χρηματοοικονομικών κρίσεων, συμπέρασμα που δεν φαίνεται να επιβεβαιώνεται από τα εμπειρικά πορίσματα της περιόδου της “Ασιατικής Γρίπης”. Μία εξήγηση αυτής της παρέκκλισης ίσως να βρίσκεται στα αυξημένα προβλήματα διοίκησης και αντιπροσώπευσης που δημιουργούνται σε αυτές τις εταιρείες.

3.4.3.3 Εταιρική διαφάνεια

Οι δημόσιες επιχειρήσεις της Ασίας χαρακτηρίζονται από χαμηλά επίπεδα διαφάνειας και ποιότητας γνωστοποίησης στοιχείων, με κυρίαρχη αιτία αυτής της κατάστασης τις

⁸⁹ Khanna, T., and Palepu K., 1997, Why Focused Strategy May Be Wrong in Emerging Markets, Harvard Business Review, issue 75, pages 41-51

σαθρές δομές σχημάτων εταιρικής διακυβέρνησης. Την διαπίστωση αυτή επιβεβαιώνουν και τα εμπειρικά πορίσματα, σημειώνοντας ότι οφείλεται σε προβλήματα αντιπροσώπευσης και διαπροσωπικού τύπου συναλλαγές. Τα αποτελέσματα κερδοφορίας παρέχουν μικρότερο βαθμό πληροφόρησης όταν οι μεγαλομέτοχοι κατέχουν πολλά δικαιώματα ψήφων, ειδικά όταν τα τελευταία υπερβαίνουν την κεφαλαιακή τους συμμετοχή, ενώ η εμπιστοσύνη στην αξιοπιστία τους χάνεται καθώς οι επενδυτές θεωρούν ότι “διαμορφώνονται κατά τις προθέσεις” των μεγαλομετόχων. Λύση στα ως άνω περιγραφόμενα προβλήματα εταιρικής διαφάνειας μπορεί να δοθεί μέσα από τη χρήση διεθνών κανόνων διαφάνειας και την υιοθέτηση των διεθνών λογιστικών προτύπων (IAS), αν και οι προσπάθειες που ακολούθησαν την ασιατική κρίση, σε αυτό το πεδίο, δεν φαίνεται να απέδωσαν καρπούς. Σημαντικό θέμα τέλος, είναι ότι η εταιρική διαφάνεια των ασιατικών επιχειρήσεων συνδέεται στενά με τις μετοχικές αποδόσεις και τον όγκο συναλλαγών σύμφωνα με σχετικές εμπειρικές μελέτες.

3.4.3.4 Η χρηματοοικονομική κρίση της Ασίας

Σύμφωνα με το θεωρητικό πλαίσιο που διαμόρφωσαν οι Rajan και Zingales [1998], τα χρηματοοικονομικά συστήματα που βασίζονται στις διαπροσωπικές σχέσεις, όπως στην πλειοψηφία των χωρών της Ασίας, έχουν καλά αποτελέσματα όταν η επιβολή της τήρησης των εταιρικών συμβολαίων είναι χαμηλού βαθμού και τα διαθέσιμα κεφάλαια χρηματοδότησης είναι περιορισμένα. Στην περίπτωση όμως μεγάλου μεγέθους κεφαλαιακών εισροών (“Ασιατικές Τίγρεις”), η λειτουργία τέτοιων συστημάτων παρουσιάζει προβλήματα.

Το παραπάνω πρόβλημα σε συνδυασμό με τις αδύναμες νομοθετικές ρυθμίσεις εταιρικής διακυβέρνησης αποτέλεσαν τους παράγοντες κλειδιά στην κατακόρυφη πτώση των ασιατικών χρηματιστηρίων το 1997. Η κρίση επηρέασε αρνητικά τις επενδυτικές δυνατότητες των εταιρειών, παρέχοντας στους μεγαλομετόχους τα κατάλληλα κίνητρα για την εκμετάλλευση των μετόχων μειοψηφίας⁹⁰, των μικρομετόχων. Επιπλέον, κατά τη διάρκεια της κρίσης, οι σωρευτικές μετοχικές αποδόσεις των εταιρειών στις οποίες τα ανώτατα μέλη της εκτελεστικής διοίκησης είχαν υψηλά επίπεδα δικαιωμάτων εξουσίας και ελέγχου, είναι 10 – 20% χαμηλότερες από εκείνες των υπολοίπων εταιρειών.

⁹⁰ Lemmon, M. L., and Lins K. V., Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis, Journal of Finance.

3.4.3.5 Ο ρόλος των τραπεζών και οι χρηματοοικονομικές δομές

Η διαπροσωπική και στενή σχέση με τραπεζικούς ομίλους είναι ένα ακόμη χαρακτηριστικό που μαζί με τον οικογενειακό έλεγχο, αποτελεί αναπόσπαστο στοιχείο της ασιατικής εταιρική χρηματοοικονομικής, στοιχείο το οποίο όπως και όλα όσα έχουν αναφερθεί έως τώρα διαδραματίζει καίριο στη διαμόρφωση του πλέγματος εταιρικής διακυβέρνησης. Το κατά πόσο η σχέση αυτή είναι ωφέλιμη ή όχι για τις εταιρείες και τις τράπεζες αποτελεί σαφέστατα αντικείμενο συζήτησης. Γενικά όμως, η τραπεζική χρηματοδότηση με αυτό τον τρόπο μπορεί να είναι ωφέλιμη τόσο για τον δανειστή όσο και για τον δανειζόμενο, καθώς μειώνεται ο βαθμός ασυμμετρίας στην πληροφόρηση των δύο μερών σε σχέση με τη χρηματοδότηση μέσω αδιαφανών και παράνομων δραστηριοτήτων⁹¹. Ταυτόχρονα βέβαια, ενδέχεται να οδηγήσει σε λανθασμένες αναλώσεις εταιρικών κεφαλαίων⁹², και γενικότερες προβληματικές καταστάσεις μεταξύ δανειζόμενων και πιστωτών.

3.4.4 Εμπειρικές μελέτες και σημαντικά πορίσματα

Αν και το μεγαλύτερο μέρος των εμπειρικών μελετών παρουσιάστηκε στις παραπάνω παραγράφους ως αναπόσπαστο στοιχείο των θεωρητικών τοποθετήσεων, επειδή το θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ασία και των πυχών της έχει μελετηθεί σε μεγάλο βαθμό, αξίζει να σημειωθούν τα πορίσματα κάποιων ενδιαφερουσών εμπειρικών μελετών.

Σχετικά με τη σχέση ιδιοκτησίας και εταιρικής αποδοτικότητας, η Joh⁹³ [2003] εξετάζοντας ένα δείγμα 5800 εισηγμένων και μη εταιρειών στην Κορέα πριν την κρίση, βρίσκει ότι η λογιστική αποδοτικότητα συναρτάται θετικά με τη συγκέντρωση ιδιοκτησίας και αρνητικά με τη σχέση ελέγχου-ιδιοκτησίας. Οι αρνητικές σχέσεις εμφανίζονται εντονότερες στις περιόδους χαμηλού ρυθμού ανάπτυξης του ΑΕΠ, καταδικνεύοντας ότι τα προβλήματα αντιπροσώπευσης είναι εντονότερα όταν οι οικονομικές συνθήκες δεν είναι ευνοϊκές. Επιπλέον, τα κέρδη σχετίζονται αρνητικά με τις επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις (του ομίλου) και θετικά στην αντίθετη περίπτωση.

⁹¹ Diamond, D. W., 1984, Financial Intermediation and Delegated Monitoring, Review of Economic Studies, pages 393-414

⁹² Bolton, P., and Scharfstein D. S., 1996, Optimal Debt Structure and the Number of Creditors, Journal of Political Economy, pages 1-25.

⁹³ Joh, S. W., Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis, Journal of Financial Economics, pages 486-512

Σε σχέση με το ρόλο των θεσμικών επενδυτών στην Ασία, οι Sarkar και Sarkar⁹⁴ [2000], δεν βρίσκουν στοιχεία που να υποστηρίζουν ότι οι θεσμικοί επενδυτές (κυρίως οι εταιρείες Αμοιβαίων Κεφαλαίων) είναι ενεργοί σε θέματα διακυβέρνησης. Παρόλαυτά, η εταιρική απόδοση φαίνεται να σχετίζεται θετικά με την ιδιοκτησία των εκτελεστικών στελεχών διοίκησης και των πιστωτικών ιδρυμάτων. Τέλος, όσον αφορά το θέμα της διαφάνειας, οι Fan και Wong⁹⁵ [2002] υποστηρίζουν ότι οι εταιρίες με την καλύτερη αποδοτικότητα μπορεί να είναι εκείνες με τα πιο αδύναμα συστήματα διακυβέρνησης. Οι εταιρείες αυτές δεν επιθυμούν να καταστούν περισσότερο διαφανείς, καθώς με αυτό τον τρόπο θα επιτύγχαναν κατά κύριο λόγο την πρόσθετη χρηματοδότησή τους από τις χρηματοοικονομικές αγορές, πράγμα που δεν αποτελεί το σκοπό τους. Οι μέτοχοι λοιπόν – χωρίς να εξαιρούνται και οι θεσμικοί επενδυτές – φαίνεται να επιθυμούν εξίσου αυτή την κατάσταση αδιαφάνειας, είτε λόγω σκοπιμοτήτων συνεργασίας με καθαυτή την υπό εξέταση εταιρεία είτε για λόγους πολιτικής.

3.5 Σύνοψη Κεφαλαίου

Στο τρίτο αυτό κεφάλαιο της παρούσης εργασίας, παρουσιάστηκαν ορισμένες πτυχές των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης που ακολουθούνται διεθνώς. Επιπλέον εξετάστηκαν τα υφιστάμενα προβλήματα και οι ευκαιρίες που παρουσιάζονται στις τρεις πιο ενεργές οικονομικά ηπείρους του πλανήτη, την Αμερική (Η.Π.Α), την Ευρώπη (EU) και την Ασία. Τα συμπεράσματα που μπορεί να εξάγει κανείς από όλα τα παρατιθέμενα στοιχεία είναι σημαντικά τόσο σε επίπεδο οικονομίας, όσο και σε συγκριτικό επίπεδο, μεταξύ των συστημάτων και των χωρών που τα εφαρμόζουν.

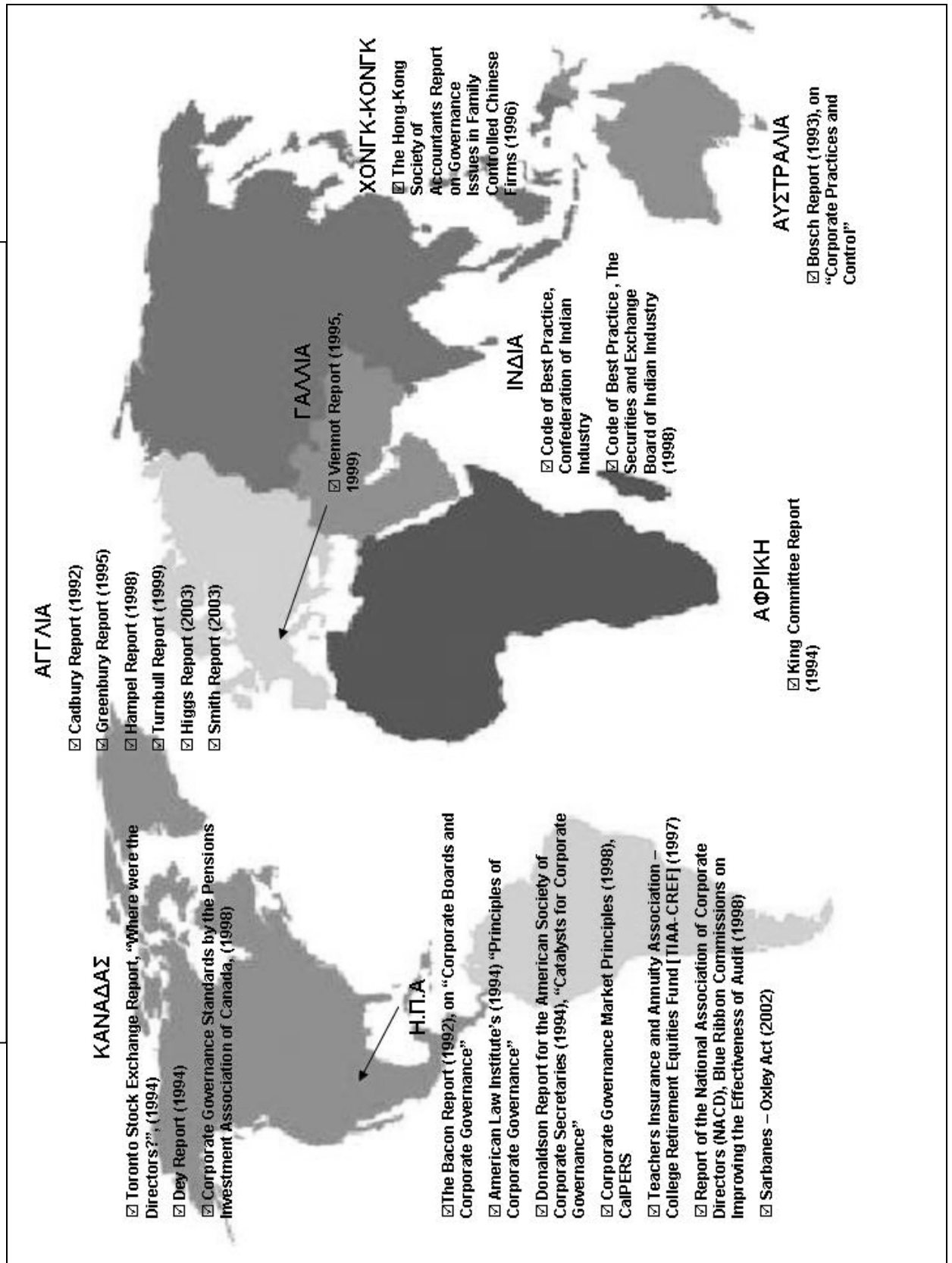
Κλείνοντας όμως αυτό το κεφάλαιο, είναι σημαντικό να τονιστεί ότι οι προσπάθειες και οι έρευνες προς βελτίωση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης, όπως και τα προβλήματα άλλωστε, δεν σταματούν σε αυτά που περιγράφησαν. Στην επόμενη σελίδα, ο παγκόσμιος χάρτης περιλαμβάνει τις πιο σημαντικές διεθνείς πρωτοβουλίες μεταρρύθμισης των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης, ενδεικτικό της παγκόσμιας κατανόησης της σημαντικότητας του ζητήματος και της συλλογικής προσπάθειας αντιμετώπισης των προκλήσεων που δημιουργεί.

⁹⁴ Sarkar, J., and Sarkar S., 2000, 'Large Shareholder Activism in Corporate Governance in Developing Countries: Evidence from India', *International Review of Finance*, pages 161-194

⁹⁵ Fan, J. P. H., and Wong T. J. 2002, 'Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia', *Journal of Accounting and Economics*, pages 401-425.

Σχήμα 3.1

Ορισμένες Διεθνείς Πρωτοβουλίες Μεταρρύθμισης των Συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης



Κεφάλαιο 4

Εταιρική Διακυβέρνηση: Η Ελληνική Πραγματικότητα Το χρονικό μιας προσπάθειας σύγκλισης στα διεθνή πρότυπα κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης

4.1 Εισαγωγή

Τα έντονα προβλήματα που αντιμετώπισε η ελληνική κεφαλαιαγορά την τριετία 1999-2001 μπορούν να αποδοθούν σε μία σειρά παραγόντων – από πολιτικές παρεμβάσεις και χειραγώγηση της αγοράς, έως ανωριμότητα των επενδυτών και οικονομική απληστία - ανάλογα με το οπτικό πρίσμα του καθενός. Είναι σαφές η κατακρύμνηση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών δεν οφείλεται μοναδικά σε κάποιον από αυτούς τους παράγοντες, αλλά σε έναν συνδυασμό στον οποίο η βαρύτητα του καθενός έχει να κάνει πολύ περισσότερο με ιδιοσυγκρατικά και ψυχολογικά χαρακτηριστικά του κάθε ατόμου, παρά με αντικειμενικού τύπου γενικόλογες ερμηνείες. Η καλύτερη δυνατή θεώρηση του ζητήματος όμως, είναι η αντιμετώπισή του ως προβλήματος εταιρικής διακυβέρνησης, ή ακριβέστερα, ως αποτυχία εφαρμογής συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης. Συγκεκριμένες καταχρήσεις εξουσίας από την πλευρά των εισηγμένων εταιρειών με συνδυασμό με το ρευστό πολιτικό κλίμα στοιχειοθέτησαν μια επικίνδυνη κατάσταση, με αποτελέσματα που είναι πλέον γνωστά σε όλους.

Οι μεταρρυθμίσεις και τα μέτρα με σκοπό την επενδυτική προστασία και την αύξηση της διαφάνειας στην αγορά, θεωρούνται βασικά στοιχεία στην προσπάθεια αποκατάστασης της κατεστραμμένης αξιοπιστίας του θεσμού της οργανωμένης χρηματιστηριακής αγοράς στο επενδυτικό κοινό. Σύμφωνα με τους La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, και Vishny⁹⁶ [1999], όταν τα δικαιώματα των μετόχων μειωρηφίας προστατεύονται μέσω της επιβολής κανονισμών και νόμων, εκείνοι είναι πρόθυμοι να χρηματοδοτήσουν τις εταιρείες, συμβάλλοντας ενεργά στην ανάπτυξη των αγορών κεφαλαίου. Ακόμη και να υπάρχουν σημαντικές διαφοροποιήσεις του

⁹⁶ La Porta, R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., and Vishny R., 1999, Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics* pages 1-25

κανονιστικού και νομικού πλαισίου μεταξύ των χωρών, καταγράφεται εμπειρικά μια σθεναρή θετική σχέση ανάμεσα στην αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση και τον υψηλό βαθμό προστασίας των επενδυτών. Με αυτό τον τρόπο, η επενδυτική προστασία επηρεάζει και την πραγματική οικονομία, επιταχύνοντας τους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης.

Η περίπτωση της Ελλάδας συναρτάται στενά με όσα αναφέρθηκαν παραπάνω. Μετά την άνοδο ήρθε η πτώση, και πλέον έφτασε η στιγμή – έστω και πολύ καθυστερημένα – όλοι οι συντελεστές του ελληνικού επιχειρηματικού κυκλώματος να αναζητήσουν και να εφαρμόσουν εκείνες τις μεθόδους που θα ωθήσουν το επενδυτικό κοινό να ανακτήσει την πίστη και το ενδιαφέρον του στην ελληνική κεφαλαιαγορά. Στο τέταρτο κεφάλαιο λοιπόν της παρούσης εργασίας, σκιαγραφούνται τα προβλήματα που αντιμετώπισε η ελληνική κεφαλαιαγορά εξαιτίας ελλειπών ρυθμίσεων για την εταιρική διακυβέρνηση και οι λύσεις που προτάθηκαν για την αποκατάσταση της εταιρικής πίστης μέσω κανόνων και νομοθετικών ρυθμίσεων, καθώς και κάποια ειδικά θέματα που πρέπει να ληφθούν υπόψη σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα.

4.2 Επισκόπηση της Κατάστασης στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά

Η τελευταία δεκαετία έχει υπάρξει το πλέον “ενεργό” χρονικό διάστημα στην ιστορία της ελληνική κεφαλαιαγοράς σε όρους εξελίξεων, μεταρρυθμίσεων, ενδιαφέροντος και προβλημάτων. Μέσα σε αυτό το διάστημα εγκαινιάστηκαν δύο νέες αγορές, το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (Χ.Π.Α) που έδωσε την δυνατότητα χρησιμοποίησης νέων εργαλείων κερδοσκοπίας και αντιστάθμισης στους επενδυτές, και η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (ΝΕ.Χ.Α) στην οποία μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις μπορούν να αντλούν χρηματοδοτικά κεφάλαια. Παράλληλα, τέθηκε σε λειτουργία το νέο ηλεκτρονικό σύστημα διαπραγμάτευσης αξιών “ΟΑΣΗΣ”, επεκτείνοντας τις δυνατότητες αποτελεσματικών και διάφανων συναλλαγών, ενώ ενισχύθηκαν ο ρόλος και οι αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, εποπτικού οργάνου της κεφαλαιαγοράς. Οι κανονιστικές δραστηριότητες της τελευταίες ήταν ευρύτατες και πολλαπλές, ενώ στράφηκαν κυρίως γύρω από ζητήματα όπως η προστασία των επενδυτών, η διαφάνεια της αγοράς, η προστασία και βελτίωση των συστημάτων συναλλαγών και εκκαθάρισης, η δημιουργία κώδικα οδηγιών προς όλα

τα εμπλεκόμενα στην αγορά μέρη, καθώς και η ευρύτερη διασφάλιση της ομαλότητας στην κεφαλαιαγορά.

Όμως, παρά όλες τις προαναφερθείσες θετικές εξελίξεις, η ελληνική κεφαλαιαγορά βρέθηκε στη δίνη ενός κύκλου αυτοεπιβεβαιούμενων προσδοκιών το δεύτερο κυρίως εξάμηνο του 1999. Στα τέλη του 1999 ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΓΔΧΑΑ) παρουσίασε μία ετήσια άνοδο της τάξεως του 102,2%. Εξαιτίας της ανόδου των τιμών των μετοχών των εισηγμένων εταιρειών, η συνολική κεφαλαιοποίηση του Χ.Α.Α αυξήθηκε σε ετήσια βάση κατά 194,7%, από €67,024,8 εκατομμύρια το 1998 σε €197,537 εκατομμύρια το 1999, ενώ η συνολική αξία των συναλλαγών έφτασε κατά το ίδιο έτος τα €173,027 εκατομμύρια. Την περίοδο εκείνη πολλές εταιρείες έσπευσαν να χρηματοδοτηθούν από την αγορά, είτε με την εισαγωγή τους σε αυτή, είτε με τη πραγματοποίηση αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου. Η αύξηση των αντληθέντων κεφαλαίων μεταξύ 1997 και 1999 άγγιζε το ασύλληπτο ποσοστό, 3,022,5%. Όλα αυτά τα στοιχεία εμφανίζονται στον πίνακα 4.1 της επόμενης σελίδας.

Τα προαναφερθέντα δεδομένα δημιούργησαν τις απαραίτητες συνθήκες ώστε ένα μαζικό κύμα ιδιωτών και θεσμικών επενδυτών να κάνει την είσοδό του στην αγορά, κυρίως μέσω τοποθετήσεων σε μετοχές εταιρειών μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης, προκαλώντας μια ραγδαία αύξηση των τιμών των μετοχών και της ρευστότητας της αγοράς κατά το τελευταίο εξάμηνο του 1999. Η ψεύτικη εικόνα της ευδαιμονίας και του εύκολου πλουτισμού που φάνηκε επιτέλους να είναι εφικτός για ένα μεγάλο μέρος του ελληνικού πληθυσμού, οδήγησε στην περαιτέρω αύξηση της ζήτησης στην αγορά, ωθώντας τις τιμές των μετοχών σε ακόμη υψηλότερα επίπεδα. Ενώ η κλασική θεωρία αποτίμησης μετοχικών τίτλων θεωρεί την τρέχουσα τιμή μιας μετοχής ως την προεξοφλημένη αξία των μελλοντικών ροών της, η διαρκής άνοδος των τιμών του ελληνικού χρηματιστηρίου ήταν αδικαιολόγητη και μη διατηρήσιμη. Πρόσθετοι όμως επενδυτές τοποθετούνταν καθημερινά με στόχο την κερδοσκοπία, βέβαιοι πως θα υπάρξει και νέα αύξηση των τιμών των μετοχών. Ο κύκλος αυτός των αυτόεκπληρούμενων προφητειών, κατέληξε σε μία σημαντική απόκλιση μεταξύ αγοραίων τιμών και τιμών ισορροπίας (τιμών δηλαδή που δικαιολογούνταν από τα θεμελιώδη μεγέθη των εταιρειών), και όπως όλοι οι κύκλοι έφθανε σταδιακά στο τέλος του.

Πίνακας 4.1

Στοιχεία για τις εξελίξεις της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς (1995-2005)
 Πηγή: Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 1955-2002

Έτος	Ποσοστιαία Ετήσια Μεταβολή ΓΔΧΑΑ(%)	Αριθμός Εισηγμένων Εταιρειών στο Χ.Α.Α		Κεφαλαιοποίηση Χ.Α.Α		Όγκος Συναλλαγών Χ.Α.Α		Αντιληθέντα Κεφάλαια από Δημόσιες Εγγραφές		Αντιληθέντα Κεφάλαια από Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου		Καθάρá Κέρδη (Μ.Φ) των εταιρειών του Χ.Α.Α	
		Αριθμός	% Ετήσια Μεταβολή	Ποσόν (εκ. €)	% Ετήσια Μεταβολή	Ποσόν (εκ. €)	% Ετήσια Μεταβολή	Ποσόν (εκ. €)	% Ετήσια Μεταβολή	Ποσόν (εκ. €)	% Ετήσια Μεταβολή	Ποσόν (εκ. €)	% Ετήσια Μεταβολή
1995	5.2	212	9.3%	11,814.8	12.5%	4,140.1	11.4%	66.4				1,072.4	5.2%
1996	2.1	232	9.4%	17,446.2	47.7%	5,849.3	41.3%	326.1	391.1%	130.5		2,008.4	87.3%
1997	58.5	244	5.2%	28,793.3	65.0%	17,081.4	192.0%	59.0	-81.9%	1,475.3	1,030.5%	2,144.6	6.8%
1998	85.1	267	9.4%	67,024.8	132.8%	41,708.1	144.2%	1,157.2	1,861.4%	1,418.8	-3.8%	2,640.2	23.1%
1999	102.2	309	15.7%	197,537.0	194.7%	173,027.0	314.9%	1,842.3	59.2%	8,128.0	472.9%	6,109.5	131.4%
2000	-38.8	342	10.7%	117,956.3	-40.3%	101,675.8	-41.2%	2,557.9	38.8%	8,682.9	6.8%	5,558.0	-9.0%
2001	-23.5	353	3.2%	96,949.5	-17.8%	40,529.8	-60.1%	1,075.6	58.0%	427.0	-95.1%	4,300.0	-22.6%
2002	-32.5	350	-0.9%	65,759.7	-47.4%	24,771.0	-38.9%						

Αφού δεν απέμεινε κανείς σχεδόν επενδυτής να τοποθετηθεί σε ακόμη υψηλότερα επίπεδα τιμών, μία φάση αυτοτροφοδοτούμενου πανικού άρχισε να γεννάται και σύντομα να εδραιώνεται στις συνειδήσεις των επενδυτών, φάση η οποία εκδηλώθηκε με τη διενέργεια μαζικών ρευστοποιήσεων. Οι έντονα αρνητικές αποδόσεις της ελληνικής κεφαλαιαγοράς από το 2000 έως το 2002, οφείλονται σε μεγάλο βαθμό στην προαναφερθείσα κερδοσκοπική διαδικασία. Ο ΓΔΧΑΑ σημείωσε μία πτώση (σε ετήσια βάση) της τάξης του 38,8% το 2000, ενώ το 2001 η ετήσια πτώση ήταν 23,5%, και 32,5% το 2002, την ίδια κατεύθυνση ακολούθησαν ο όγκος συναλλαγών και η συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Πολλές είναι οι περιπτώσεις κερδοσκοπικής φούσκας που έχουν παρατηρηθεί διαχρονικά στις παγκόσμιες αγορές. Αυτό που καθιστά το εν λόγω φαινόμενο πολύπλοκο είναι οι κοινωνικές του επιπτώσεις, τόσο κατά την διάρκεια σχηματισμού της φαντασίας της “άενης ευημερίας” που προσφέρει η φούσκα, όσο και όταν όλα όσα οι επενδυτές πίστεψαν ως δεδομένα αποδειχτούν μία ουτοπία.

Πέρα από τις εξελίξεις που περιγράφηκαν παραπάνω και δημιούργησαν μεγάλου μεγέθους στρεβλώσεις στην αγορά, το απαρχαιωμένο νομοθετικό πλαίσιο περί των ανωνύμων εταιρειών του 1920 (Νόμος 2190/1920) δεν ήταν πια δυνατόν να ρυθμίζει τα θέματα εταιρικού ενδιαφέροντος, και λειτουργίας. Με κινητήριο μοχλό λοιπόν αυτές τις σημαντικές εξελίξεις, η συζήτηση που ήδη από το 1998 είχε ξεκινήσει στην Ελλάδα για το θέμα των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης έγινε πιο έντονα και σύντομα οδήγησε σε εξελίξεις, τόσο η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όσο και το κράτος αποφάσισαν να λάβουν ενεργούς ρόλους εισάγοντας κανόνες, νομοθετικές ρυθμίσεις και κώδικες αρχών. Σκοπός της δέσμης αυτής των μέτρων, ήταν η προστασία των επενδυτών από χειραγώγηση της αγοράς, η βελτίωση της διαφάνειας της αγοράς και η θεσμοθέτηση κατάλληλης επιχειρησιακής ηθικής.

4.3 Το Χρονικό της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα

Όπως έχει καταστεί σαφές, από το πρώτο κιάλας κεφάλαιο της παρούσης εργασίας, το είδος των διαφόρων μορφών διακυβέρνησης που αναπτύσσονται σε μια εταιρεία, προσδιορίζει σε μεγάλο βαθμό το αποτέλεσμα των οικονομικών επιδόσεων και προοπτικών της. Το μέγεθος και η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου (ο διαχωρισμός της θέσης του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου από αυτή του διευθύνοντος συμβούλου, η αναλογία των εκτελεστικών προς τα μη εκτελεστικά

μέλη, ο αριθμός των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών), η ύπαρξη μηχανισμών που να διασφαλίζουν ότι τα δικαιώματα των μετόχων, και δη των μετόχων μειοψηφίας, προστατεύονται αποτελεσματικά, η επαρκής αποκάλυψη πληροφοριών από την εταιρεία, ο βαθμός κοινωνικής υπευθυνότητας που επιδεικνύει, αποτελούν παραμέτρους που σε μεγάλο βαθμό προσδιορίζουν το είδος και την ποιότητα των σχέσεων και διαδικασιών που αναπτύσσονται στο εσωτερικό μιας εταιρείας, μεταξύ των διαφόρων μερών (μέτοχοι, διοικητικό συμβούλιο, διευθυντικά στελέχη, λοιπά ενδιαφερόμενα μέρη). Αποτελούν ταυτόχρονα κρίσιμους παράγοντες στη διαδικασία λήψης απόφασης από τους επενδυτές, κυρίως τους θεσμικούς.

Η προσέγγιση που ακολουθείται σε παγκόσμιο επίπεδο προκειμένου να καταστεί εφικτή η υιοθέτηση και εφαρμογή συστημάτων εταιρικής είναι, είτε η αυτορύθμιση είτε η νομοθετική παρέμβαση του ίδιου του κράτος, όπως άλλωστε επισημάνθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο. Η διαδρομή της ελληνικής κεφαλαιαγοράς πέρασε και από τα δύο επίπεδα, ενώ διήρκεσε τέσσερα περίπου χρόνια. Στις επόμενες υποπαραγράφους περιγράφονται οι βασικότεροι σταθμοί αυτής της διαδρομής.

4.3.1 Οι Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Η συζήτηση γύρω από το ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα ξεκίνησε το 1998 με πρωτοβουλία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και της Α.Σ.Υ.Κ Α.Ε (Ανάπτυξη Συστημάτων Υποστήριξης Κεφαλαιαγοράς Α.Ε), που από κοινού διενήργησαν μία σχετική μελέτη. Ένα χρόνο αργότερα, τον Απρίλιο του 1999 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, εκφράζοντας το ενδιαφέρον της για την θεμελίωση αποτελεσματικών πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης στις ελληνικές επιχειρήσεις σύστησε την “Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα”. Η επιτροπή αυτή απαρτιζόταν από δεκαεπτά μέλη, μεταξύ των οποίων ακαδημαϊκούς, νομικούς, κρατικούς υπαλλήλους, επιχειρηματικούς εκπροσώπους και στελέχη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Τον Οκτώβριο του 1999, η επιτροπή προχώρησε στη δημοσίευση ενός κειμένου υπό τον τίτλο: “Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της⁹⁷”. Η βάση για την δημιουργία αυτού του κώδικα αρχών ήταν

⁹⁷ Για μια αναλυτική επισκόπηση και σχολιασμό του κειμένου αυτού, βλέπε: Mertzanis, H. V., 2001, Principles of Corporate Governance in Greece, Corporate Governance: An International Review, pages 89-100, καθώς και το πρωτότυπο κείμενο: Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, 1999, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

οι διεθνώς εφαρμοσμένες και αποδεκτές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης, ενώ οι κανόνες και οι αρχές που διατυπώθηκαν συναρτώνταν άμεσα με τις “Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης⁹⁸” του Ο.Ο.Σ.Α. Ο ελληνικός κώδικας περιλάμβανε σαράντα τέσσερις συστάσεις, οργανωμένες σε επτά βασικές κατηγορίες:

- *Τα δικαιώματα και οι υποχρεώσεις των μετόχων.* Σύμφωνα με το εν λόγω κείμενο “Οι πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να προστατεύουν τα δικαιώματα των μετόχων”.
- *Η ισότιμη μεταχείριση των μετόχων.* Σύμφωνα με το κείμενο “Οι πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει εγγυώνται την ισότιμη μεταχείριση όλων των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων των μειοψηφούντων και αλλοδαπών μετόχων. Όλοι οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν την ευκαιρία αποτελεσματικής αντιμετώπισης της παραβίασης των δικαιωμάτων αυτών”.
- *Ο ρόλος των συνεργαζόμενων με την εταιρεία και των φορέων με νόμιμα συμφέροντα στην εταιρεία.* Σύμφωνα με το κείμενο “Οι πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να αναγνωρίζουν τα δικαιώματα των συνεργαζόμενων και όσων έχουν νόμιμα συμφέροντα προς την επιχείρηση, όπως αυτά καθορίζονται από την ισχύουσα νομοθεσία, και να ενθαρρύνουν την ενεργή συνεργασία μεταξύ των επιχειρήσεων και αυτών στη δημιουργία πλούτου, θέσεων εργασίας και τη βιωσιμότητα των υγιών χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων”.
- *Διαφάνεια, γνωστοποίηση πληροφοριών και έλεγχος.* Σύμφωνα με το κείμενο “Οι πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να εγγυώνται την έγκαιρη, πλήρη και λεπτομερή γνωστοποίηση πληροφοριών για όλα τα υλικά ζητήματα που σχετίζονται με την επιχείρηση, συμπεριλαμβανόμενης της χρηματοοικονομικής κατάστασης, της απόδοσης, του ιδιοκτησιακού καθεστώτος καθώς και της διακυβέρνησης της επιχείρησης”.
- *Το Διοικητικό Συμβούλιο.* Σύμφωνα με το κείμενο “Οι πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να εγγυώνται την στρατηγική καθοδήγηση της επιχείρησης, την αποτελεσματική παρακολούθηση της διοίκησης από το Δ.Σ και την ευθύνη του Δ.Σ έναντι της επιχείρησης και των μετόχων”.
- *Τα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.*

⁹⁸ OECD, 1999, Principles of Corporate Governance, OECD

- *Τα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη.*

Μέσα στο 2000, ο εν λόγω εθελοντικός κώδικας μεσουρανούσε στον επιχειρηματικό κόσμο. Την ίδια στιγμή, τα υπουργεία Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών, και Ανάπτυξης, σύστησαν μία νομοθετική επιτροπή (υπό τον καθηγητή Εμπορικού Δικαίου του Πανεπιστημίου Αθηνών, Νικόλαο Ρόκκα) στο θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης. Ακολούθησε μία θερμή συζήτηση επί της προτεινόμενης τροποποίησης του εταιρικού δικαίου μεταξύ του Συνδέσμου Ελλήνων Βιομηχάνων (Σ.Ε.Β) και του Ελληνικού Κράτους, καθώς ο ΣΕΒ εναντιωνόταν στις περισσότερες από τις προτεινόμενες τροποποιήσεις και δήλωνε πως οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης έπρεπε να υιοθετηθούν σε εθελοντική βάση. Δύο χρόνια αργότερα, ο νόμος ήταν πλέον πραγματικότητα.

4.3.2 Ο Κώδικας 5/204/2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Μία πολύτιμη συνεισφορά στην βελτίωση της διαφάνειας και της παρουσίασης εταιρικών στοιχείων των εισηγμένων στο Χ.Α.Α εταιρειών κατά τη διάρκεια του 2000, ήταν η θέση σε ισχύ του κώδικα 5/204/2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Ο εν λόγω κώδικας θέτει κανόνες συμπεριφοράς για τις εισηγμένες εταιρείες και καθορίζει τα καθήκοντα και τις υποχρεώσεις μεγαλομετόχων, μελών Δ.Σ, εκτελεστικής διοίκησης και άλλων φυσικών ή νομικών προσώπων που σχετίζονται σε αυτούς. Σε γενικές γραμμές, η κάθε εταιρεία επιβάλλεται να διασφαλίζει την άμεση παροχή πληροφοριών ή γνωστοποίηση γεγονότων που έχουν να κάνουν με την κύρια δραστηριότητά της, δεν είναι δημοσίως προσβάσιμες, και ενδέχεται να προκαλέσουν σημαντικές διακυμάνσεις στην τιμή της μετοχής τους. Επιπρόσθετα, ο κώδικας προσδιορίζει την οργάνωση, τις δομές και τους μηχανισμούς εσωτερικού ελέγχου που είναι αναγκαίοι για την καλύτερη εξυπηρέτηση των μετόχων και των επενδυτών εν γένει. Στόχος είναι η απαλοιφή κάθε είδους αβεβαιότητας σε σχέση με τα εταιρικά τεκτονόμενα και η αποφυγή κερδοσκοπικών κινήσεων από εσωτερικά στελέχη των εταιρειών ή άλλα άτομα που έχουν εσωτερική πληροφόρηση. Ο κώδικας αυτός περιείχε δύο πρωτοποριακούς κανόνες που παρουσιάζονται ακολούθως.

4.3.2.1 Απαιτήσεις εκθέσεων και υποχρεώσεις συναλλαγών

Σύμφωνα με σχετικό άρθρο του κώδικα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, οι εισηγμένες εταιρείες είναι υποχρεωμένες να ανακοινώνουν άμεσα στο επενδυτικό κοινό μία σειρά γεγονότων και ενεργειών. Ειδικότερα τα γεγονότα και οι ενέργειες αυτές

περιλαμβάνουν: (i) Εταιρικές αποφάσεις που σχετίζονται με ουσιώδης αλλαγές στην επιχειρηματική δραστηριότητα της εταιρείας, τα περιουσιακά της στοιχεία και την κεφαλαιακή της δομή. Παραδείγματα τέτοιων δραστηριοτήτων είναι ο τερματισμός σημαντικών συνεργασιών ή επιχειρηματικών συμμαχιών, οι αναλογίες ιδίων και ξένων κεφαλαίων καθώς και η κερδοφορία. (ii) Εταιρικές αποφάσεις ή συμφωνίες αναφορικά με τη συμμετοχή σε συγχώνευση, την αποχώρηση από συγχώνευση ή διαδικασία εξαγοράς, την αγορά και κατοχή μετοχών που ανταποκρίνονται τουλάχιστον στο 5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας στο οποίο, η εισηγμένη εταιρεία, ή τα μέλη του διοικητικού της συμβουλίου, ή οι μέτοχοί της κατέχουν τουλάχιστον το 10%. (iii) Εταιρικές αποφάσεις για μεταβολές της σύνθεσης του Δ.Σ ή της ανώτατης εκτελεστικής διοίκησης, για την διανομή και πληρωμή μερισμάτων και νέων εκδόσεων μετοχών, και τέλος για τη διανομή, την εγγραφή, την παραίτηση από τα συνεπαγόμενα δικαιώματα και την μετατροπή μετοχών. (iv) Εταιρικές αποφάσεις για αλλαγές σε σημαντικά στοιχεία (όπως επενδυτικά πλάνα) που αναφέρονταν στην ετήσια έκθεση της εταιρείας ή στο πιο πρόσφατο ενημερωτικό της φυλλάδιο, συμπεριλαμβανομένων τυχόν δεσμεύσεων για χρήση κεφαλαίων που αντλήθηκαν από την αγορά.

Επιπλέον, ο κώδικας θέτει σε ισχύ συγκεκριμένες υποχρεώσεις προ-ανακοίνωσης συναλλαγών. Οι μέτοχοι της εταιρείας που κατέχουν τουλάχιστον το 10% οποιασδήποτε κατηγορίας μετοχών (κοινές ή προνομιούχες) και σκοπεύουν να αγοράσουν σε διάστημα το πολύ τριών μηνών μετοχές της ίδιας κατηγορίας σε επιπλέον ποσοστό της τάξεως του 5% του μετοχικού της κεφαλαίου, πρέπει να ανακοινώνουν την συναλλαγή. Κυρίως πρέπει να ανακοινώνουν τον όγκο και την χρονική περίοδο της συναλλαγής καθώς και την επενδυτική εταιρεία μέσω της οποίας αυτή θα πραγματοποιηθεί και τους εγγυητές της σχετικής πρόθεσης. Τελευταία αλλά ιδιαίτερα σημαντική είναι η απαίτηση του κώδικα, αναφορικά με την έκδοση ετησίας έκθεσης πεπραγμένων και αναλυτικής κατάστασης χρηματοροών. Η κατάσταση χρηματοροών πρέπει να είναι δομημένη σύμφωνα με τις απαιτήσεις των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IAS).

4.3.2.2 Εσωτερικός έλεγχος και υποχρεώσεις εξυπηρέτησης επενδυτών

Οι εισηγμένες εταιρείες είναι υποχρεωμένες να συστήσουν τμήμα εσωτερικού ελέγχου. Ο κώδικας προσδιορίζει τους όρους και τις συνθήκες κάτω από τις οποίες θα διασφαλιστεί η ανεξαρτησία του τμήματος. Ο προϊστάμενος του τμήματος θα

διορίζεται από το διοικητικό συμβούλιο, θα αναφέρεται σε αυτό και για την επιλογή του θα λαμβάνονται υπόψη τα κατάλληλα προσδιοριζόμενα κριτήρια. Τα καθήκοντα και οι υποχρεώσεις του τμήματος εσωτερικού ελέγχου συνοψίζονται στα εξής δύο: (i) την παρακολούθηση της συμβατότητας της εταιρείας με τις υποχρεώσεις που τίθενται από τους κανόνες, και τις δεσμεύσεις που περιγράφονται στα ενημερωτικά φυλλάδια και τα επιχειρηματικά πλάνα της εταιρείας, και (ii) την παρακολούθηση της νομιμότητας των αμοιβών και πρόσθετων ωφελημάτων των μελών της εκτελεστικής διοίκησης από τις σχέσεις και συναλλαγές της εταιρείας με συνδεδεμένες ή άλλες εταιρείες. Ο κώδικας επιπλέον απαιτεί την παροχή έκθεσης επί της αποτελεσματικότητας και αποδοτικότητας του τμήματος εσωτερικού ελέγχου, από εξωτερικό ανεξάρτητο ελεγκτικό οργανισμό.

Όσον αφορά το ζήτημα της εξυπηρέτησης του επενδυτικού κοινού, οι εισηγμένες εταιρείες είναι υποχρεωμένες να σχηματίσουν ένα τμήμα εξυπηρέτησης επενδυτών, με ευθύνη την παροχή πληροφοριών αναφορικά με τα εταιρικά πεπραγμένα, την εξάσκηση των δικαιωμάτων των μετόχων, την πορεία της επιχείρησης και την πορεία των χρηματοοικονομικών της στοιχείων.

4.3.3 Οι Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης του Σ.Ε.Β

Τον Αύγουστο του 2001, ο Σύνδεσμος Ελλήνων Βιομηχάνων (Σ.Ε.Β) παρουσίασε τις “Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης” για όλες τις εταιρείες και για τις εισηγμένες στην ελληνική κεφαλαιαγορά, επισημαίνοντας ότι η εφαρμογή τους ήταν σε εθελοντικό – προαιρετικό επίπεδο. Κύριες συστάσεις του ήταν η δημιουργία συμβουλευτικών επιτροπών αποτελούμενες από μη εκτελεστικά μέλη και η υλοποίηση του εσωτερικού ελέγχου από ένα συγκεκριμένο άτομο ή τμήμα. Δεν αντιμετώπισαν καθόλου το θέμα της ίσης μεταχείρισης των μετόχων και των δικαιωμάτων των συνδεδεμένων με την εταιρεία φορέων, καθώς και μετόχων, ενώ δεν έκαναν λόγο για θέματα που αφορούσαν το διοικητικό συμβούλιο.

4.3.4 Ο Νόμος 3016/2002 για την Εταιρική Διακυβέρνηση

Η μεγαλύτερη εταιρική είδηση στην Ελλάδα το 2002 ήταν η ψήφιση του νέου νόμου για την εταιρική διακυβέρνηση. Ο νόμος 3016/2002 “για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις”, βασίστηκε στο αρχικό σχέδιο της επιτροπής Ρόκκα και δημοσιεύθηκε τον Μάιο του 2002, εισάγοντας θεμελιώδεις υποχρεώσεις εταιρικής διακυβέρνησης με σκοπό την επιβολή της διαφάνειας στην

αγορά και την ανάταση της πίστης των επενδυτών στο θεσμό της κεφαλαιαγοράς. Οι βασικές απαιτήσεις του νόμου σκιαγραφούνται στις ακόλουθες υποπαραγράφους.

4.3.4.1 Σύνθεση διοικητικού συμβουλίου

Σύμφωνα με το Άρθρο 1 του νόμου 3016: “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”. Σε συνέχεια το Άρθρο 2 αναφέρει: “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 εποπτεία 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. Μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να υπάρχουν δύο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη κατά την έννοια του άρθρου 4 του νόμου αυτού ή σε περίπτωση πενταμελούς Δ.Σ. ένα μέλος. Η ύπαρξη ανεξαρτήτων μελών δεν είναι υποχρεωτική, όταν στο διοικητικό συμβούλιο συμμετέχουν ως μέλη εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων”. Τέλος το Άρθρο 4 καθορίζει τις σχέσεις των ανεξάρτητων μελών Δ.Σ με την εταιρεία αναφέροντας “Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου πρέπει να μην έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρία ή με συνδεδεμένα με αυτή πρόσωπα”, ερμηνεύοντας τις περιπτώσεις που συμβαίνει κάτι τέτοιο αμέσως μετά.

4.3.4.2 Αμοιβές μη εκτελεστικών μελών Δ.Σ

Η αμοιβή και οι τυχόν λοιπές αποζημιώσεις των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου καθορίζονται σύμφωνα με τον κ.ν. 2190/1920 και είναι ανάλογες με το χρόνο που διαθέτουν για τις συνεδριάσεις του και την εκπλήρωση των καθηκόντων που τους ανατίθενται σύμφωνα με τον νόμο αυτό. 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.

4.3.4.3 Εσωτερικός Έλεγχος

Η οργάνωση και λειτουργία εσωτερικού ελέγχου αποτελεί προϋπόθεση για την εισαγωγή των μετοχών ή άλλων κινητών αξιών σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Η διενέργεια εσωτερικού ελέγχου πραγματοποιείται από ειδική υπηρεσία της

εταιρίας, στην οποία απασχολείται τουλάχιστον ένα φυσικό πρόσωπο πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης. 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.

4.3.4.4 Αύξεις Μετοχικού Κεφαλαίου

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. Σημαντικές αποκλίσεις στη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων από αυτή που προβλέπεται στο ενημερωτικό δελτίο και στις αποφάσεις της γενικής συνέλευσης ή του διοικητικού συμβουλίου, μπορούν να αποφασιστούν έγκυρα από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας με πλειοψηφία των 3/4 των μελών του. Το διοικητικό συμβούλιο υποχρεούται να ενημερώσει την επόμενη γενική συνέλευση, που θα συγκληθεί μετά τη λήψη της απόφασής του, σχετικά με το νέο προορισμό της χρήσης των κεφαλαίων, καθώς και το λόγο της απόκλισης.

4.3.5 Θέσπιση Ποιοτικών Κριτηρίων από το Χ.Α.Α

Ένα μήνα μετά την δημοσίευση του νόμου 3016/2002, το Χ.Α.Α ανακοίνωσε μία σειρά από ποιοτικά κριτήρια που καλύπτουν την εταιρική διακυβέρνηση, την διαφάνεια και την επικοινωνία με τους επενδυτές. Τα κριτήρια αυτά αποτελούν το αποτέλεσμα μιας μελέτης του Τμήματος Έρευνας και Ανάπτυξης του Χ.Α.Α, ενώ έλαβαν την τελική τους μορφή με τη συνεργασία αντιπροσώπων των εισηγμένων εταιρειών. Η εφαρμογή αυτών των κριτηρίων είναι προαιρετική, και λειτουργούν προσθετικά των νομοθετικά ρυθμιζόμενων υποχρεώσεων των εισηγμένων. Τα εν λόγω κριτήρια είναι τα ακόλουθα:

- Θεμελίωση και λειτουργία εταιρικής ιστοσελίδας που θα καλύπτει τις τέσσερις βασικές περιοχές: οργάνωση εταιρείας, εταιρικό προφίλ, χρηματοοικονομικά στοιχεία και στοιχεία μετοχών.
- Οργάνωση από ένα Τμήμα Επενδυτικών Σχέσεων road shows και άλλων δραστηριοτήτων.
- Χαρακτηριστικά εταιρικής διακυβέρνησης
- Συντελεστή ελεύθερης διακύμανσης (free float ration) 25% για την κύρια και 20% για την παράλληλη αγορά

Καθεμία από τις παραπάνω τέσσερις ομάδες κριτηρίων, που καλύπτεται από ένα σχετικό ερωτηματολόγιο, αντιπροσωπεύει συστάσεις που συνεισφέρουν στην πιο αποτελεσματική επικοινωνία των εισηγμένων εταιρειών με το επενδυτικό κοινό. Αν και η υιοθέτηση των κριτηρίων αυτών βρίσκεται στη διακριτική ευχέρεια των εταιρειών, το Χ.Α.Α δημοσιεύει σε τακτά χρονικά διαστήματα πίνακα με τις εταιρείες που τα υιοθετούν.

Η ιστορική αυτή αναδρομή ουσιαστικά στην αντιμετώπιση του θέματος της εταιρικής διακυβέρνησης από την ελληνική επιχειρηματική αγορά φαίνεται εύκολα στον ακόλουθο πίνακα (4.2).

Πίνακας 4.2 Το «ημερολόγιο» της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα	
Ημερομηνία	Δραστηριότητα Εταιρικής Διακυβέρνησης
1998	Το Χ.Α.Α διεξάγει μελέτη στο θέμα της Εταιρικής Διακυβέρνησης
Απρίλιος 1999	Δημοσιεύονται οι Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης του Ο.Ο.Σ.Α
Οκτώβριος 1999	Δημοσιεύεται το κείμενο «Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα», υπό την εποπτεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς
2000	Τα υπουργεία Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών, και Ανάπτυξης, συστήνουν νομοθετική επιτροπή (επιτροπή Ρόκκα) στο θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης
Νοέμβριος 2000	Δημοσιεύεται ο Κώδικας 5/204/2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς
Αύγουστος 2001	Δημοσιεύονται οι Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης του Σ.Ε.Β
Μάιος 2002	Ψηφίζεται ο νόμος 3016/2002 “για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις”,
Ιούλιος 2002	Το Χ.Α.Α ανακοινώνει μία σειρά από ποιοτικά κριτήρια που καλύπτουν την εταιρική διακυβέρνηση, την διαφάνεια και την επικοινωνία με τους επενδυτές

4.4 Μεθοδολογία Κατάταξης Εισηγμένων Εταιρειών στο Χ.Α.Α με Κριτήρια Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η κατάταξη των εισηγμένων εταιρειών σε οργανωμένα χρηματιστήρια με βάση κριτήρια εταιρικής διακυβέρνησης είναι ένα ιδιαίτερα ενδιαφέρον ζήτημα που έχει απασχολήσει τη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία. Οι Xanthakis και Tsipouri⁹⁹ [2004], ανέπτυξαν μία μεθοδολογία κατάταξης των εισηγμένων εταιρειών του Χ.Α.Α με κριτήρια εταιρικής διακυβέρνησης, σε ένα δείγμα 120 εισηγμένων εταιρειών. Σημειώνεται δε ότι η εν λόγω μελέτη αποτελεί τη μοναδική ελληνική προσπάθεια «μέτρησης» της εταιρικής διακυβέρνησης, ενώ αντίστοιχες μεθοδολογίες έχουν αναπτυχθεί και δοκιμαστεί σε αρκετές άλλες χώρες. Η μοναδικότητα αυτής της προσπάθειας καθιστά απαραίτητη μια συνοπτική παρουσίαση της.

Η ανάπτυξη αυτού του συστήματος κατάταξης είχε σύμφωνα με τους συγγραφείς τους εξής βασικούς σκοπούς: (i) την παραγωγή δεδομένων και αποτελεσμάτων που να καταστούν χρήσιμα για τις σχετικές αρχές, όπως το Χ.Α.Α και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, (ii) την παροχή ενός ανεξάρτητου και αξιόπιστου εργαλείου για όλους τους επενδυτές που πιστεύουν ότι μία διεξοδική εξέταση των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης θα οδηγήσει μακροχρόνια σε αυξημένη μετοχική αξία, και (iii) την παροχή μιας περιεκτικής και συγκεκριμένης κατάταξης σχετικά με όλα τα κριτήρια εταιρικής διακυβέρνησης για κάθε εταιρεία.

Η εκτίμηση της συμπεριφοράς των επιχειρήσεων σε όρους εταιρικής διακυβέρνησης έγινε με τη χρήση πέντε βασικών κριτηρίων, (i) τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των μετόχων (π.χ σεβασμός στην αρχή μία μετοχή-μία ψήφος, μέθοδοι εναντίον των εξαγορών, περιορισμοί δικαιωμάτων ψήφου κ.α), (ii) τη διαφάνεια, την αποκάλυψη πληροφοριών και τον έλεγχο (π.χ ποσότητα και ποιότητα των πληροφοριών που δημοσιοποιούνται, λογιστικά πρότυπα και έλεγχος, πληροφορίες για τις κινήσεις των μεγαλομετόχων της εταιρείας κ.α), (iii) το διοικητικό συμβούλιο, τα είδη των μελών του, οι σχέσεις και οι αμοιβές τους, (iv) τις αμοιβές των μελών της εκτελεστικής διοίκησης, και τέλος (v) τη δέσμευση της εταιρείας σε πολιτικές εταιρικής διακυβέρνησης, την κοινωνική της ευθύνη και τον ρόλο των λοιπών συνδεδεμένων με την επιχείρηση φορέων.

⁹⁹ Tsipouri, L., and Xanthakis, M., 2004, Can Corporate Governance be Rated? Ideas based on the Greek experience, *Corporate Governance: An International Review*, pages. 16-28

Τα πέντε αυτά κριτήρια συντέθηκαν από ένα σύνολο 37 μερικών δεικτών, ενώ το τελικό αποτέλεσμα της μελέτης βασίστηκε σε προσωπικές συνεντεύξεις με τους αρμοδίους 120 εισηγμένων εταιρειών που αθροιστικά κατά την περίοδο διεξαγωγής της μελέτης (2001) αποτελούσαν το 85% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χ.Α.Α. Τα κύρια συμπεράσματα που προέκυψαν από την εν λόγω έρευνα ήταν τα εξής:

- Η συστηματική αξιολόγηση της εταιρικής διακυβέρνησης είναι εφικτή στην Ελλάδα, τόσο σε επίπεδο μεθοδολογίας όσο και σε επίπεδο ενδιαφέροντος των εισηγμένων εταιρειών
- Οι εταιρείες επέδειξαν ιδιαίτερο ενδιαφέρον στην σύγκριση των αποτελεσμάτων τους, με τα αντίστοιχα καλύτερα αποτελέσματα καθώς και τον μέσο όρο. Με την έννοια αυτή προέκυψε δευτερευόντως και ένα εργαλείο «επιπέδου αναφοράς» (benchmarking).
- Η ελληνική κεφαλαιαγορά σε γενικές γραμμές δείχνει να είναι αρκετά συμβατή με τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης με βάση τη μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε
- Οι εταιρείες με χαμηλό βαθμό συμβατότητας με τους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης θα αντιμετωπίσουν προβλήματα μείωσης της ζήτησης των μετοχών τους, ανεξάρτητα από την κερδοφορία τους
- Η πολιτική εταιρικής διακυβέρνησης είναι μία δυναμική διαδικασία. Μία καλή θέση στην κατάταξη σε μία συγκεκριμένη στιγμή δεν σημαίνει μακροπρόθεσμο εφησυχασμό και ασφάλεια.

Εκτός από τα συμπεράσματα, από τη μελέτη προέκυψαν και χρήσιμες που αναφέρονται πιο κάτω ως αποτέλεσμα της αξιολόγησης, της σύγκρισης με διεθνείς πρακτικές και των απόψεων των επιχειρήσεων που συζητήθηκαν στη διάρκεια των συνεντεύξεων που έγιναν. Οι συστάσεις αυτές ήταν που είχαν αποδέκτες τόσο τις αρμόδιες αρχές όσο και τις επιχειρήσεις, ενώ οι πλέον σημαντικές αφορούσαν: (i) την αξιοποίηση των δυνατοτήτων των νέων τεχνολογιών για τη διευκόλυνση χρήσης των δικαιωμάτων των μετόχων μειοψηφίας, (ii) την διασαφήνιση / βελτίωση του συστήματος δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών, (iii) την αναβάθμιση δημοσιογραφικής κάλυψης των εισηγμένων εταιρειών, (iv) τον εξορθολογισμό των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου, (v) την χρήση διαδικτύου ως μηχανισμού ενημέρωσης των μετόχων, (vi) τη συστηματική δημοσιοποίηση εταιρικών γεγονότων,

(vii) την εξήγηση αποκλίσεων στόχων από ανακοινωθέντα, (viii) τη δομή και κριτήρια σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου, (ix) την ενεργοποίηση του διοικητικού συμβουλίου και συλλογικών φορέων για θέματα εταιρικής κοινωνικής υπευθυνότητας, και τέλος (x) διερεύνηση περιπτώσεων και συγκυριών για σχέσεις εσωτερικών με εξωτερικούς ελεγκτές.

Οι μετοχές του δείκτη FTSE-ASE 20 φαίνεται σύμφωνα με την εν λόγω μελέτη να έχουν την καλύτερη αξιολόγηση σε σχέση με τους υπόλοιπους δείκτες του Χ.Α.Α, επιτυγχάνοντας τη μεγαλύτερη βαθμολογία. Ο πίνακας 4.3 παρουσιάζει τη συνολική βαθμολογία που επέτυχαν σύμφωνα με τα κριτήρια της μελέτης των Xanthakis και Tsiouri.

Πίνακας 4.3						
Αξιολόγηση επιπέδου εταιρικής διακυβέρνησης, Συνολικά αποτελέσματα (άριστα=100)						
Πηγή: Tsiouri, L., and Xanthakis, M., 2004, Can Corporate Governance be Rated? Ideas based on the Greek experience, Corporate Governance: An International Review, pages. 16-28						
Δείκτες εταιρικής διακυβέρνησης	Σύνολο εταιρειών	FTSE/ ASE-20	FTSE/ ASE Mid-40	FTSE/ASE Mid 80	ΓΔΤ ΧΑΑ	Δείγμα τυχαίων
Βασικά δικαιώματα των μετόχων	90.9%	94.3%	91.6%	90.8%	92.8%	80.0%
Διαφάνεια, γνωστοποίηση πληροφοριών και έλεγχος	71.9%	82.6%	72.3%	69.2%	75.3%	64.6%
Διοικητικό συμβούλιο	67.3%	78.9%	70.3%	62.5%	71.2%	66.3%
Διευθύνων σύμβουλος και εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη	71.8%	78.2%	71.7%	70.6%	75.0%	64.8%
Δέσμευση εταιρικής διακυβέρνησης, κοινωνική υπευθυνότητα και η σχέση με τους έχοντες νόμιμα συμφέροντα στην εταιρεία	30.4%	46.4%	31.2%	27.8%	35.1%	6.0%
Συνολικός δείκτης εταιρικής διακυβέρνησης	70.3%	79.7%	71.5%	67.9%	73.7%	63.2%

Στην κατηγορία "Τα βασικά δικαιώματα των μετόχων" το αποτέλεσμα για όλες τις κατηγορίες δεικτών είναι υψηλό και δεν παρουσιάζει σημαντικές αποκλίσεις. Η έλλειψη σημαντικής διαφοροποίησης στο αποτέλεσμα προκύπτει από την εφαρμογή ενιαίων πρακτικών προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων, τις οποίες επιβάλλει ο

νόμος. Διαφοροποίηση εντοπίζεται ως προς την ύπαρξη αυτόνομου τμήματος εξυπηρέτησης των μετόχων, όπου οι εταιρείες του FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid-40 παρουσιάζουν απόκλιση σε σχέση με αυτές του Small Cap-80 και του δείγματος των τυχαίων εταιρειών. Απόκλιση εντοπίζεται και ως προς τη χρήση του Διαδικτύου, όπου και πάλι οι εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης παρουσιάζουν υψηλότερο επίπεδο προσαρμογής. Στην κατηγορία "Διαφάνεια, γνωστοποίηση πληροφοριών και έλεγχος" οι εταιρείες του δείκτη FTSE/ASE-20 παρουσιάζουν καλύτερο αποτέλεσμα σε σχέση με αυτές του FTSE/ASE Mid-80 και του δείγματος των τυχαίων εταιρειών. Η διαφορά διευρύνεται, όταν συγκρίνεται με τις εταιρείες του δείκτη Small Cap-80. Για τις εταιρείες του ΓΔΤ του ΧΑΑ το αποτέλεσμα είναι χαμηλότερο από αυτό του δείκτη FTSE/ASE-20, αλλά υψηλότερο από αυτό του δείκτη FTSE/ASE Mid-40. Σημαντική απόκλιση προκύπτει κυρίως λόγω της μη κατάρτισης των οικονομικών καταστάσεων και με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ) από τις μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης εταιρείες. Στην κατηγορία "Το διοικητικό συμβούλιο" οι εταιρείες του FTSE/ASE-20 παρουσιάζουν το καλύτερο αποτέλεσμα, και ακολουθούν οι εταιρείες του ΓΔΤ του ΧΑΑ, οι εταιρείες του δείκτη FTSE/ASE Mid-40, οι εταιρείες του δείκτη Small Cap-80 και οι εταιρείες του τυχαίου δείγματος. Στην κατηγορία "Ο διευθύνων σύμβουλος και τα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη" οι εταιρείες του δείκτη FTSE/ASE-20 παρουσιάζουν την υψηλότερη προσαρμογή, και ακολουθούν με μικρή απόκλιση οι εταιρείες του ΓΔΤ του ΧΑΑ. Τέλος, το επίπεδο προσαρμογής των εταιρειών των δεικτών FTSE/ASE Mid-40 και Small Cap-80 κινείται στα ίδια περίπου επίπεδα και αποκλίνει σαφώς από αυτό των εταιρειών του FTSE/ASE-20. Το χαμηλότερο αποτέλεσμα εντοπίζεται στις εταιρείες του τυχαίου δείγματος. Τέλος, στην κατηγορία " Δέσμευση εταιρικής διακυβέρνησης, κοινωνική υπευθυνότητα και η σχέση με τους έχοντες νόμιμα συμφέροντα στην εταιρεία" το επίπεδο προσαρμογής είναι χαμηλό για όλους του δείκτες. Ωστόσο, οι εταιρείες του δείκτη FTSE/ASE-20 και του ΓΔΤ του ΧΑΑ παρουσιάζουν καλύτερο επίπεδο προσαρμογής από αυτές του FTSE/ASE Mid-40, του Small Cap-80 και του δείγματος των τυχαίων εταιρειών με σημαντική μάλιστα απόκλιση.

4.5 Σύνοψη Κεφαλαίου – Προτάσεις για Περαιτέρω Διερεύνηση

Στο τέταρτο αυτό κεφάλαιο παρουσιάστηκαν συνοπτικά οι εξελίξεις στην ελληνική κεφαλαιαγορά τα τελευταία έξι χρόνια, εξελίξεις που επιτάχυναν τις διαδικασίες υιοθέτησης αποτελεσματικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης, εξαιτίας των

δυσάρεστων επιπτώσεων που οι πρώτες είχαν στο επενδυτικό κοινό αλλά και την γενικότερη κατάσταση της οικονομίας. Με μία πορεία που διήρκεσε από το 1998 έως το 2002, το καθεστώς της αυτορύθμισης και εθελοντικής συμμόρφωσης στα προτεινόμενα πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης έγινε νομοθετική πράξη του ελληνικού κράτους, προκαλώντας έντονες αντιδράσεις. Το τελευταίο μέρος του κεφαλαίου παρουσιάζει τη μοναδική δημοσιευμένη μελέτη που υπάρχει για την εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα. Με βάση την έλλειψη δεδομένων και σε πολλές περιπτώσεις την απροθυμία των επιχειρηματικών οργανισμών να παράσχουν πληροφορίες για τα εν λόγω ζητήματα, η εκπόνηση αυτής της μελέτης αποτέλεσε ένα ιδιαίτερα δύσκολο όσο και σημαντικό πόνημα, που μόνο με τη βοήθεια και τα μέσα του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών κατέστη εφικτό.

Πολλά είναι τα θέματα που μένουν προς διερεύνηση σε παγκόσμιο αλλά κυρίως ελληνικό επίπεδο στο πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης. Η αναγκαιότητα διαχωρισμού των ευθυνών στα ανώτατα κλιμάκια της εταιρείας, ενώ συστήνεται από αρκετούς διεθνείς κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης, δέχεται σημαντική κριτική από την επιχειρηματική κοινότητα, ενώ στη διεθνή βιβλιογραφία το ζήτημα παραμένει ανοικτό. Η δραστηριοποίηση των επιχειρηματικών μονάδων σε ολοένα πιο σύνθετο και αβέβαιο περιβάλλον καθιστά αναγκαία τη διερεύνηση των διαφόρων μεθόδων διαχείρισης των κινδύνων μέσα σε ένα ευρύτερο πλαίσιο από το αμιγώς χρηματοοικονομικό.

Η μελέτη των δικαιωμάτων των μετόχων μειοψηφίας σε χώρες παρόμοιου επιχειρηματικού περιβάλλοντος με αυτό της Ελλάδας, θα συμβάλει στον εντοπισμό πεδίων όπου κρίνεται αναγκαία η προσαρμογή, καθώς οι διεθνείς επενδυτές θα αξιολογούν εναλλακτικούς εθνικούς μηχανισμούς δικαιωμάτων μειοψηφίας και θα επιλέγουν εταιρείες εισηγμένες σε χρηματιστήρια, των οποίων το θεσμικό πλαίσιο εγγυάται αποτελεσματική προστασία και εξασφάλιση. Η ύπαρξη διαδικασίας διαδοχής στην ηγεσία της εταιρείας αποτελεί ζήτημα κρίσιμο, που σχετίζεται με τις προοπτικές και τη βιωσιμότητα της επιχείρησης. Στο πλαίσιο αυτό απαιτείται περαιτέρω διερεύνηση των χαρακτηριστικών που προσδιορίζουν τη διαδοχή σε μια εταιρεία, όπως οι ιδιοκτησιακές σχέσεις, η κατανομή εξουσιών μεταξύ των ανωτάτων στελεχών κλπ.

Μεγάλη διάρκεια παραμονής μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο ενδέχεται να επηρεάσει την ανεξάρτητη κρίση τους, καθώς δημιουργούνται

μακροχρόνιοι δεσμοί με την επιχείρηση. Επιπλέον, στερεί από την επιχείρηση νέα μέλη, τα οποία θα φέρουν καινούργιες ιδέες και πρακτικές και θα στηρίζουν τις απόψεις τους σε παραστάσεις και εμπειρίες έξω από την επιχείρηση. Από την άλλη, είναι δύσκολος ο αποκλεισμός από το διοικητικό συμβούλιο αποδεδειγμένα ικανών μελών με μόνο το επιχείρημα της χρονικής διάρκειας. Μπορεί επιπλέον ο χρόνος προσαρμογής των νέων μελών στην εταιρεία να είναι μεγάλος, ανάλογα με τη φύση της δραστηριότητας της εταιρείας και την εμπειρία του μέλους. Στο πλαίσιο αυτό, απαιτείται διερεύνηση των πρακτικών που υιοθετούνται στο εξωτερικό και μελέτη συγκεκριμένων περιπτώσεων εταιρειών που ακολουθούν τη μία ή την άλλη πρακτική.

Χρειάζεται παραπέρα διερεύνηση των δυνατοτήτων που παρέχονται στα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου, να έχουν πρόσβαση σε αποφάσεις της εκτελεστικής διοίκησης. Τέλος, στο σύνολο του πλαισίου αυτού, χρησιμοποιώντας και την εμπειρία και γνώση του Ελληνικού Δικτύου Επιχειρήσεων για την Κοινωνική Ευθύνη, θα πρέπει να γίνει συστηματική διερεύνηση της έννοιας, της ανάγκης ή μη υιοθέτησης ενιαίων καλών πρακτικών για τις επιχειρήσεις (με αναφορά ίσως στην Πράσινη Βίβλο που διατύπωσε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή), των μεθοδολογιών αξιολόγησης (κάνοντας επισκόπηση και του τι γίνεται στο εξωτερικό) και της δυνατότητας ανάπτυξης θεσμικού πλαισίου για τη λειτουργία θεσμικών μορφών επένδυσης που θα επενδύουν σε κοινωνικά υπεύθυνες εταιρείες (με τη παροχή π.χ. κινήτρων φορολόγησης κλπ.).

Στο εξωτερικό και σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες, η μελέτη των εν λόγω ζητημάτων έχει προχωρήσει σε ένα ικανοποιητικό ζήτημα. Το γεγονός αυτό είναι ενδεικτικό της προσπάθειας που πρέπει να καταβληθεί και στην Ελλάδα προκειμένου η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης να γίνει απαίτηση του επενδυτή και αυτονόητη υποχρέωση της επιχείρησης. Σε αυτή την προσπάθεια όμως είναι απαραίτητη και καθοριστικής σημασίας η συμμετοχή του επενδυτή, είτε μικρομετόχου είτε θεσμικού, ώστε να μην παρατηρούνται φαινόμενα όπως αυτά που στα οποία η ελληνική αγορά έχει συνηθίσει, κενές αίθουσες γενικών συνελεύσεων και συμμετοχή στην ελληνική κεφαλαιαγορά μόνο με σκοπό την αποκόμιση κεφαλαιακών βραχυπροθέσμων κερδών.

Κεφάλαιο 5

Εταιρική Διακυβέρνηση και Αποδοτικότητα Επενδύσεων στην Ελλάδα: Μία Εμπειρική Προσέγγιση

5.1 Εισαγωγή

Στο τελευταίο αυτό κεφάλαιο της παρούσας εργασίας επιχειρείται μία εμπειρική ανάλυση της αποδοτικότητας επενδύσεων σε εταιρείες που ακολουθούν κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης και οι μετοχές τους είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Όπως επισημάνθηκε και νωρίτερα, η ελληνική αρθρογραφία στο εν λόγω θέμα είναι ουσιαστικά ανύπαρκτη και περιορίζεται μόνο στο βαθμό συμβατότητας των εισηγμένων στο Χ.Α.Α εταιρειών με συγκεκριμένα πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης. Κάτι τέτοιο είναι απόλυτα αναμενόμενο και λογικό, αν αναλογιστεί κανείς τη δυσκολία άντλησης ποιοτικών αλλά και ποσοτικών στοιχείων από τις ίδιες τις επιχειρήσεις, γεγονός που ερμηνεύεται μέσα από την ιδιότυπη ιδιοσυγκρασία οικογενειοκρατίας και μυστικισμού, που δυστυχώς ακόμη και σήμερα δεν έχει ξεπεραστεί από τους Έλληνες επιχειρηματίες.

Ανάλογες μελέτες έχουν γίνει σε πολλές χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης¹⁰⁰, εξετάζοντας μια σειρά από παράγοντες που συνδέονται με τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης. Ένας από αυτούς τους παράγοντες είναι και η εταιρική αποδοτικότητα, εκφρασμένη σε όρους απόδοσης της μετοχής της εταιρείας. Η εμπειρική μελέτη που παρουσιάζεται στις επόμενες σελίδες, συνδέεται στενά με αυτή την πτυχή της εταιρικής διακυβέρνησης, από μία διαφορετική όμως, πιο εφαρμοσμένη σκοπιά.

5.2 Σκοπός της Εμπειρικής Μελέτης

Η εμπειρική εφαρμογή που παρουσιάζεται στις επόμενες σελίδες έχει στόχο τη διερεύνηση της "παροχής ψήφου εμπιστοσύνης" από τους επενδυτές, στις εταιρείες της ελληνικής κεφαλαιαγοράς οι οποίες πιστοποιημένα εφαρμόζουν συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης. Σύμφωνα με τη σχετική αρθρογραφία, η εφαρμογή συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης συνδέεται με αυξημένη αποδοτικότητα της

¹⁰⁰ Οι πιο σημαντικές από τις εν λόγω μελέτες καλύφθηκαν στο τρίτο κεφάλαιο της παρούσης εργασίας

εφαρμόζουσας εταιρείας. Η πρόταση αυτή της οποίας η θεωρητική ισχύς είναι δεδομένη, επιβεβαιώνεται σε αρκετές περιπτώσεις και από την εμπειρική έρευνα, όπως άλλωστε αναλυτικά παρουσιάστηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο. Η αυξημένη εταιρική αποδοτικότητα μεταφράζεται σε όρους βελτιωμένων μετοχικών αποδόσεων, και σταθερότητας σε περιόδους κρίσεων, καθώς υπάρχει εμπιστοσύνη στις ικανότητες των στελεχών της εταιρείας και τις διαδικασίες που θα εφαρμόσει η τελευταία εν όψει προβληματικών καταστάσεων. Βάση αυτών των χαρακτηριστικών, οι επενδυτές πρέπει να προτιμούν τις μακροχρόνιες τοποθετήσεις σε τέτοιες εταιρείες, αφού θα πετύχουν σχετικά καλύτερες αποδόσεις από αντίστοιχες σε ιδίου κινδύνου αξιόγραφα.

Βασισμένη σε αυτή την τελευταία πρόταση – υπόθεση, η εμπειρική ανάλυση του παρόντος κεφαλαίου χρησιμοποιώντας απλές τεχνικές διαχείρισης χαρτοφυλακίου, προσπαθεί να διαπιστώσει αν πράγματι ο Έλληνας επενδυτής που θα αποφασίσει να επενδύσει σε ένα τέτοιο παθητικό χαρτοφυλάκιο εταιρειών που υιοθετούν συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, θα επιτύχει σε ένα μακροπρόθεσμο χρονικό διάστημα τριών ετών, καλύτερες αποδόσεις από την αγορά που στην περίπτωση του Χ.Α.Α προσεγγίζεται (αν και εσφαλμένα¹⁰¹) από τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη Τιμών, ή άλλων χαρτοφυλακίων, υψηλής, μέσης και χαμηλής κεφαλαιοποίησης και αγοραίας αξίας. Πράγματι, μέσα από τη διαδικασία που αναλύεται παρακάτω, φαίνεται οι πιστοποιημένες ως την εφαρμογή κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης εταιρείες, να παρουσιάζουν κατά μέσο όρο καλύτερες αποδόσεις από όλα τα προαναφερθέντα χαρτοφυλάκια. Δεν πρέπει όμως να προκύπτουν αβίαστα εύκολα συμπεράσματα, καθώς πολλά προβλήματα και ειδικές συνθήκες της ελληνικής κεφαλαιαγοράς καθιστούν τέτοιου τύπου γενικεύσεις απαγορευτικές.

5.3 Μεθοδολογία Μελέτης και Δεδομένα

Όπως έχει ήδη αναφερθεί σε προηγούμενο κεφάλαιο, η ψήφιση του νόμου 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση αποτέλεσε ένα ορόσημο στην πορεία και την εξέλιξη της συζήτησης του θέματος στην Ελλάδα. Δύο μήνες αργότερα, τον Ιούλιο του 2002, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ανακοίνωσε μία σειρά από ποιοτικά κριτήρια που

¹⁰¹ Για μία ανάλυση πάνω στο θέμα της μεροληψίας του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και άρα της ακαταλληλότητας του ως μέτρο προσημείωσης της αγοράς, βλέπε: Φίλιππας, Νικόλαος, 2000, Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον, Globus Invest, σελίδες 71-80

καλύπτουν την εταιρική διακυβέρνηση, την διαφάνεια και την επικοινωνία με τους επενδυτές. Με βάση αυτά τα ποιοτικά κριτήρια, το X.A.A δημοσιεύει σε τακτά χρονικά διαστήματα έναν πίνακα στον οποίο παρουσιάζονται οι εταιρείες εκείνες που συμμορφώνονται στα κριτήρια που εκείνο έχει θεσπίσει διαχρονικά, από την έναρξη του θεσμού της αξιολόγησης (27/06/2002) έως και σήμερα.

Προκειμένου να ελεγχθεί η υπόθεση της αυξημένης απόδοσης των μετοχών των εταιρειών εκείνων που εφαρμόζουν πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης, χρησιμοποιήθηκε ένα αντιπροσωπευτικό δείγμα 300 εισηγμένων στο X.A.A εταιρειών κατά την περίοδο 01.01.2002 – 31.12.2004. Για τις μετοχές αυτές αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων DataStream στοιχεία τιμών με εβδομαδιαία συχνότητα (157 παρατηρήσεις), στοιχεία αγοραίας αξίας (market value) με μηνιαία συχνότητα (36 παρατηρήσεις), στοιχεία του αριθμού των διαπραγματεύσιμων μετοχών των εισηγμένων εταιρειών, καθώς και στοιχεία του λόγου P/BV επίσης με μηνιαία συχνότητα (36 παρατηρήσεις).

Από το δείγμα αυτό, και χρησιμοποιώντας τεχνικές διαχείρισης χαρτοφυλακίου¹⁰² δημιουργήθηκαν 4 χαρτοφυλάκια. Το πρώτο χαρτοφυλάκιο (CGP) δημιουργήθηκε από τις 26 μετοχές οι οποίες εμφανίστηκαν στον πίνακα αξιολόγησης ποιοτικών κριτηρίων του X.A.A από την πρώτη ημέρα δημοσίευσής του (27/06/2002), χωρίς να αναπροσαρμόζεται διαχρονικά, με την προσθήκη των νέων μετοχών που εμφανίζονταν στον πίνακα. Ουσιαστικά δημιουργήθηκε ένα παθητικό χαρτοφυλάκιο σταθμισμένο με βάση το λόγο της μέσης χρηματιστηριακής αξίας των διαπραγματεύσιμων μετοχών κάθε εταιρείας, προς το σύνολο της μέσης χρηματιστηριακής αξίας όλων των μετοχών που συναπαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο. Ο λόγος για τον οποίο προτιμήθηκε η δημιουργία ενός παθητικού από ένα αναπροσαρμόζόμενο χαρτοφυλάκιο, ήταν η θέληση να προκύψουν εμπειρικά πορίσματα σε σχέση με την αρχική υπόθεση για τις εταιρείες εκείνες που εφαρμόζαν πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης ακόμη και πριν από την υποχρεωτική νομοθετική επιβολή τους. Είναι σαφές ότι οι πρώτες 26 εταιρείες που εμφανίστηκαν στον πίνακα αξιολόγησης του X.A.A δεν οργάνωσαν σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης σε χρονικό διάστημα ενός μήνα, αλλά από εταιρική κουλτούρα και φιλοσοφία, ήδη λειτουργούσαν με βάση σχετικούς κανόνες τουλάχιστον ένα έτος νωρίτερα. Οι

¹⁰² Elton, E. J., Gruber, M. J., Brown, S. J., and Goetzman W. N., 2003, Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, Wiley, Chapter 4

εταιρίες του χαρτοφυλακίου CGP (Corporate Governance Portfolio) καθώς και οι σχετικές σταθμίσεις τους φαίνονται στον ακόλουθο πίνακα (5.1).

Πίνακας 5.1
Σύνθεση Χαρτοφυλακίου Εταιρικής Διακυβέρνησης
(Corporate Governance Portfolio-CGP)

A/A	Επωνυμία Εταιρείας	Σχετικό Βάρος στο Χαρτοφυλάκιο	A/A	Επωνυμία Εταιρείας	Σχετικό Βάρος στο Χαρτοφυλάκιο
1	ALPHA BANK	13,386%	14	HELLENIC EXCHANGES HLDG	1,011%
2	ATHENS MEDICAL	0,587%	15	IASO	0,808%
3	BANK OF PIRAEUS	5,626%	16	IKTINOS HELLAS	0,125%
4	COCA-COLA HLC.BT.	13,004%	17	LAMBRAKIS PRESS	0,920%
5	COSMOTE MOBILE TELECOM.	12,851%	18	LAVIPHARM CR	0,218%
6	DELTA HOLDINGS	0,858%	19	MINOAN LINES	0,443%
7	EFG EUROBANK ERGASIAS	16,303%	20	MLS MULTIMEDIA	0,195%
8	ELGEKA CR	0,216%	21	MOCHLOS	0,442%
9	EMPORIKI BK.OF GREECE	6,108%	22	NATIONAL BK.OF GREECE	17,230%
10	FHL MNFG.TRDG.COMPANY	0,247%	23	S&B INDUSTRIAL MRLS.	0,683%
11	FORTHNET	0,375%	24	THEMELIODOMI	0,342%
12	FOURLIS HOLDING	0,477%	25	TITAN CEMENT CR	4,938%
13	GERMANOS	2,242%	26	UNISYSTEMS INFO SYSTEMS	0,366%

Από τις εναπομένουσες 274 εταιρείες, αφαιρέθηκαν όλες εκείνες που διέκοψαν τη δραστηριότητά τους ή τέθηκαν υπό αναστολή μέσα στο χρονικό διάστημα 01.01.2002 – 31.12.2004, συνολικά 33 εταιρείες, προκειμένου να μην παρουσιαστούν προβλήματα έλλειψης δεδομένων στο στάδιο της επεξεργασίας. Οι 241 εταιρείες του δείγματος που απέμειναν, κατετάγησαν σε αύξουσα σειρά με βάση το συντελεστή P/BV, ενώ λόγω ακραίων τιμών του δείγματος υπολογίστηκε η διάμεσος και το δείγμα χωρίστηκε σε δύο μέρη με κρίσιμη τιμή την $P/BV=1,4483$. Το καθένα από αυτά τα μέρη του δείγματος επανακατετάγει αυτή τη φορά με βάση την αγοραία αξία (market value) των μετοχών με αύξουσα σειρά.

Από αυτή την επεξεργασία στοιχείων, δημιουργήθηκαν τα υπόλοιπα 3 χαρτοφυλάκια. Το πρώτο από αυτά περιλαμβάνει τις 40 πρώτες μετοχές του πρώτου μέρους του δείγματος, εταιρείες δηλαδή με υψηλό δείκτη P/BV και υψηλό MV (HMV Portfolio). Το δεύτερο περιλαμβάνει τις 34 τελευταίες μετοχές του δεύτερου μέρους του δείγματος, εταιρείες δηλαδή με χαμηλό δείκτη P/BV και MV (MMV Portfolio). Τέλος το τρίτο, απαρτίζεται από 39 μετοχές γύρω από τη διάμεση τιμή, τις 20

τελευταίες του πρώτου και τις 19 τελευταίες του δευτέρου μέρους του δείγματος (LMV Portfolio). Προτιμήθηκε η κατασκευή τριών χαρτοφυλακίων, παρά ενός συνολικού, ανεξαρτήτως θεμελιωδών μεγεθών, καθώς η σύγκριση με το χαρτοφυλάκιο CGP θα οδηγούσε σε περιορισμένης ερμηνευτικής ικανότητας πορίσματα. Επιπλέον, η μεθοδολογία αυτή προτείνεται και από τους Alves και Mendez¹⁰³ [2004], ως δεύτερο στάδιο της μελέτης τους για την περίπτωση της Πορτογαλίας. Η σύνθεση των τριών χαρτοφυλακίων για τα οποία έγινε λόγος φαίνεται στους επόμενους πίνακες (5.2, 5.3, 5.4).

Πίνακας 5.2
Σύνθεση Χαρτοφυλακίου Υψηλής Αγοραίας Αξίας
(HMVP)

A/A	Επωνυμία Εταιρείας	Σχετικό Βάρος στο Χαρτοφυλάκιο	A/A	Επωνυμία Εταιρείας	Σχετικό Βάρος στο Χαρτοφυλάκιο
1	A-B VASSILOPOULOS	0,644%	21	IONIAN HOTEL	0,581%
2	AGRI.BANK OF GREECE	5,681%	22	J & P AVAX	1,726%
3	AKTOR	2,540%	23	JUMBO	0,742%
4	ALUMINIUM OF GREECE	1,805%	24	KARELIA TOBACCO	0,637%
5	ASTIR PALACE VOU	0,977%	25	M J MAILIS	1,205%
6	BABIS VOVOS	2,422%	26	METKA	0,936%
7	BANK OF ATTICA	1,490%	27	MOTOR OIL	3,558%
8	CHIPITA INTERNATIONAL	0,740%	28	MYTILINEOS HLDGS	0,725%
9	CROWN HELLAS CAN	0,596%	29	NBG REAL ESTATE DEV	1,588%
10	DUTY FREE SHOPS CR	2,502%	30	NOTOS COM HOLDINGS	0,777%
11	ELAIS OLEAGINOUS	0,902%	31	OPAP	15,715%
12	ELBISCO HOLDING	0,933%	32	OTE-HELLENIC TELC.	25,542%
13	ETHNIKI GREEK GEN IN CO	0,133%	33	PHOENIX METROLIFE	1,948%
14	FOLLI-FOLLIE	2,685%	34	PIRAEUS PORT AUTHORITY CR	1,135%
15	FRIGOGLASS	0,535%	35	PLAISIO COMPUTERS	0,698%
16	GOODYS	0,923%	36	SEX FORM	0,812%
17	HALCOR METAL PROC.	0,880%	37	SIDENOR METAL PROC.	1,196%
18	HERACLES	2,552%	38	TELETYPOS	0,640%
19	HYATT REGENCY HOTEL	2,641%	39	TERNA	1,021%
20	INTRALOT INTGRTD.SYS.& SVS.	2,567%	40	VIOHALCO CB	4,671%

¹⁰³ Alves, C., and Mendes V., 2004, Corporate Governance Policy and Company Performance: The Portuguese Case, Corporate Governance: An International Review, pages 209-301

Πίνακας 5.3
Σύνθεση Χαρτοφυλακίου Μέσης Αγοραίας Αξίας
(MMVP)

A/A	Επωνυμία Εταιρείας	Σχετικό Βάρος στο Χαρτοφυλάκιο	A/A	Επωνυμία Εταιρείας	Σχετικό Βάρος στο Χαρτοφυλάκιο
1	AEGEK CR	1,272%	21	HELLENIC TECHNODOMIKI	4,553%
2	ALPHA LEASING	1,831%	22	IMAKO MEDIA	0,168%
3	ATHENS WATER SUPPLY & SEWERAGE SA	4,535%	23	INTRACOM	6,474%
4	ATTICA HOLDINGS	2,666%	24	KREKA	0,098%
5	BANK OF GREECE	7,589%	25	LAMDA DEVELOPMENT	1,742%
6	CHATZIKRANIOTIS MILLS	0,080%	26	LANAKAM CB	0,104%
7	DELTA ICE CREAM	1,428%	27	MATHIOS	0,207%
8	DIONIC	0,155%	28	MODA BAGNO	0,160%
9	E PAIRIS	0,105%	29	MULTIRAMA	0,194%
10	EGNATIA BANK CR	1,979%	30	N GALIS YOUTH CENTERS	0,060%
11	ELVAL	2,179%	31	NATIONAL INVESTMENT CO	1,858%
12	ELVE	0,188%	32	PAPERBACK-TSOUKARIDIS	0,179%
13	EUROCONSULTANTS	0,117%	33	PIRAEUS LEASING	1,436%
14	FINTEXPOR	0,111%	34	PUBLIC POWER	31,710%
15	FITCO	0,233%	35	STELIOS KANAKIS	0,128%
16	FLR MLS C SARANTOPOULOS	0,109%	36	TECHNICAL OLYMPIC	3,889%
17	GENERAL HELLENIC BANK	2,048%	37	TECHNICAL PUBS.	0,129%
18	HELLENIC INVESTMENT CO.	2,495%	38	TRIA ALPHA CR	0,055%
19	HELLENIC PETROLEUM	16,278%	39	UNIBRAIN	0,156%
20	HELLENIC SUGAR IND.	1,301%			

Πίνακας 5.4
Σύνθεση Χαρτοφυλακίου Χαμηλής Αγοραίας Αξίας
(LMVP)

A/A	Επωνυμία Εταιρείας	Σχετικό Βάρος στο Χαρτοφυλάκιο	A/A	Επωνυμία Εταιρείας	Σχετικό Βάρος στο Χαρτοφυλάκιο
1	ACTIVE	1,384%	19	LEVEDERIS CR	1,501%
2	ALSIDA CR	1,510%	20	MAXIM-PERTSINIDIS	2,532%
3	BIOSSOL CR	2,815%	21	MESOHORITIS BROTHERS	3,012%
4	CORFIL CR	1,628%	22	MICROLAND	1,780%
5	DUROS	2,314%	23	MINERVA KNITWEAR	3,007%
6	ELEFTHERI TILEORASI	3,787%	24	MOYSIKOS OIKOS FILIPPOS NAKAS ABEETE	3,927%
7	ELFICO	1,935%	25	PARNASSOS ENTERPRISES	3,090%
8	EMPORIKOS DESMOS CR	2,543%	26	PLIAS CONSUMER GOODS CB	6,727%
9	ETMA RAYON CR	3,136%	27	SATO	4,158%
10	EURODYNAMIC CLDS END FD	2,938%	28	TASOGLOU-DELONGHI	3,302%
11	G LEVENTAKIS TEX	3,028%	29	VARANGIS	1,864%
12	GENER	3,635%	30	VIS-CONTAINER CR	2,604%

13	HAIDEMENOS	3,200%	31	VIVERE ENTERTAINMENT	9,747%
14	HELLATEX SYNTHETIC YARNS	1,739%	32	VOGIATZOGLU SYSTEMS	3,197%
15	IDEAL GROUP CR	2,527%	33	XYLEMBORIA CR	0,583%
16	IKONA & IHOS	2,250%	34	ZAMPA	2,903%
17	INTERINVEST CB	2,518%			
18	KARMOLEGOS	3,179%			

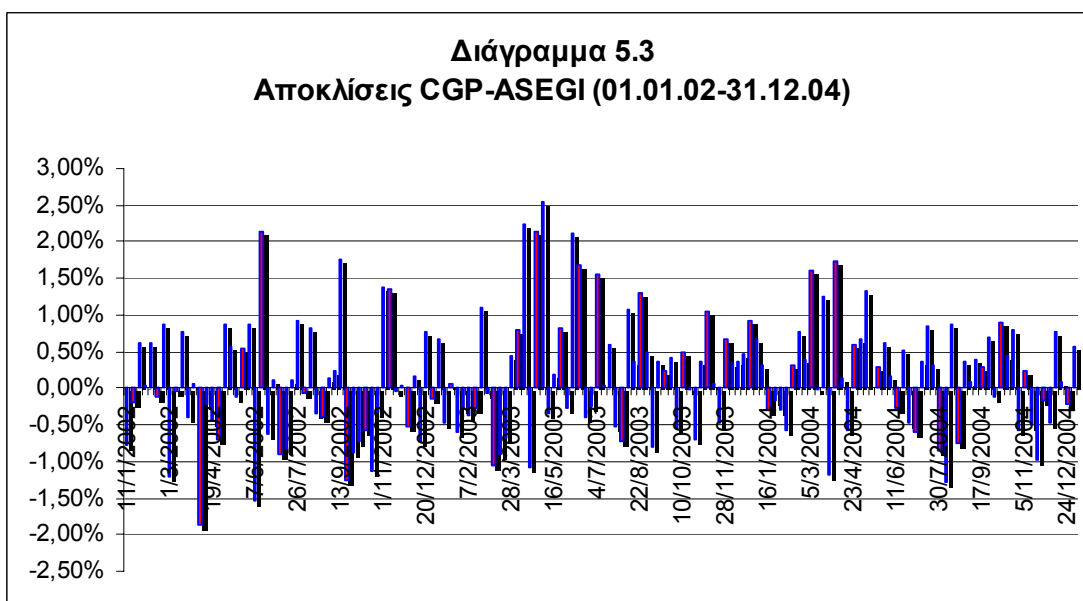
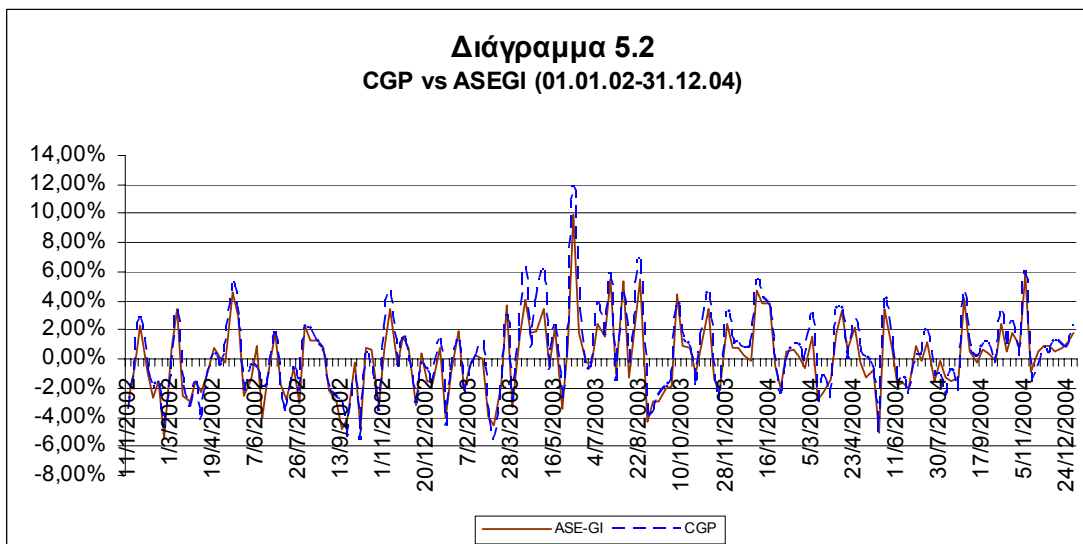
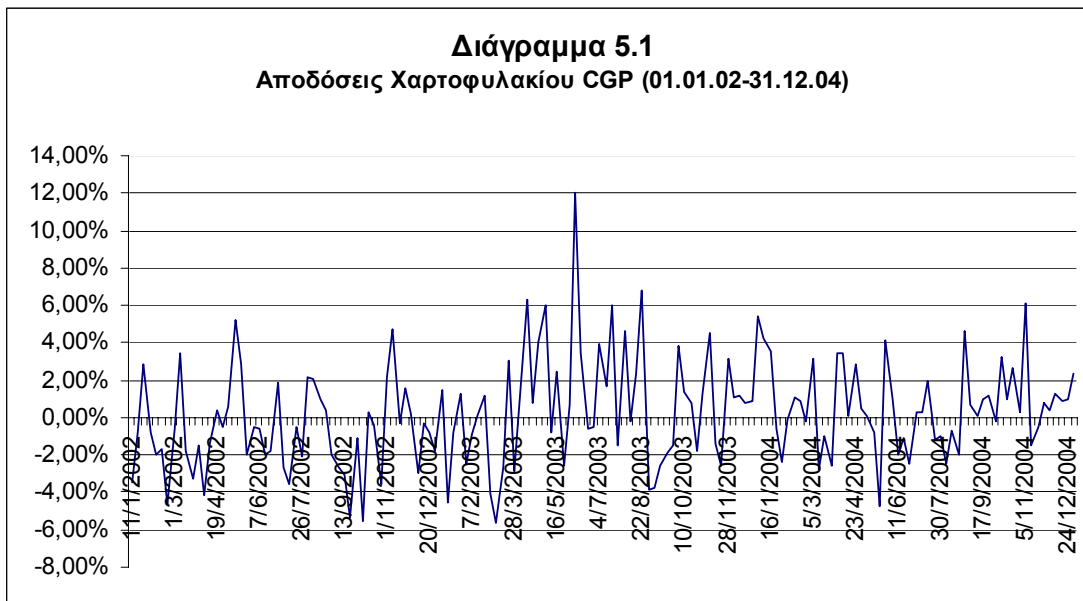
Μετά από τη δημιουργία των 4 αυτών χαρτοφυλακίων, υπολογίστηκαν αρχικά οι κεφαλαιακές αποδόσεις κάθε μετοχής (σύνολο 156 υπολογισθείσες αποδόσεις ανά μετοχή για διάστημα τριών ετών και 140 μετοχές) και του Γ.Δ.Χ.Α.Α από το γνωστό τύπο της χρηματοοικονομικής, $R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$, όπου P_t και P_{t-1} , είναι η τιμή της

μετοχής κατά της χρονικές περιόδους t και $t-1$ αντίστοιχα, ενώ R_t είναι η απόδοση της μετοχής κατά την χρονική στιγμή t .

Στη συνέχεια και με τη χρήση της γνωστής σχέσης του Markowitz, $R_p = \sum w_i R_i$, όπου w_i είναι το σχετικό βάρος – συντελεστής στάθμισης – κάθε μετοχής και R_i η απόδοση κάθε μετοχής i στο χαρτοφυλάκιο την χρονική στιγμή t , υπολογίστηκαν οι εβδομαδιαίες αποδόσεις καθενός από τα 4 χαρτοφυλάκια. Τέλος και προκειμένου να διαπιστωθεί ο συστηματικός κίνδυνος κάθε χαρτοφυλακίου στην τριετία, έγιναν παλινδρομήσεις με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS) στο υπόδειγμα της αγοράς, $R_i = a + b \cdot R_m + u_i$ με ανεξάρτητη μεταβλητή το Γ.Δ.Χ.Α.Α (R_m), καθώς και οι συνεπακόλουθοι στατιστικοί έλεγχοι. Τα εμπειρικά ευρήματα λοιπόν αυτής της διαδικασίας φαίνονται και περιγράφονται στην ακόλουθη παράγραφο.

5.4 Εμπειρικά Αποτελέσματα

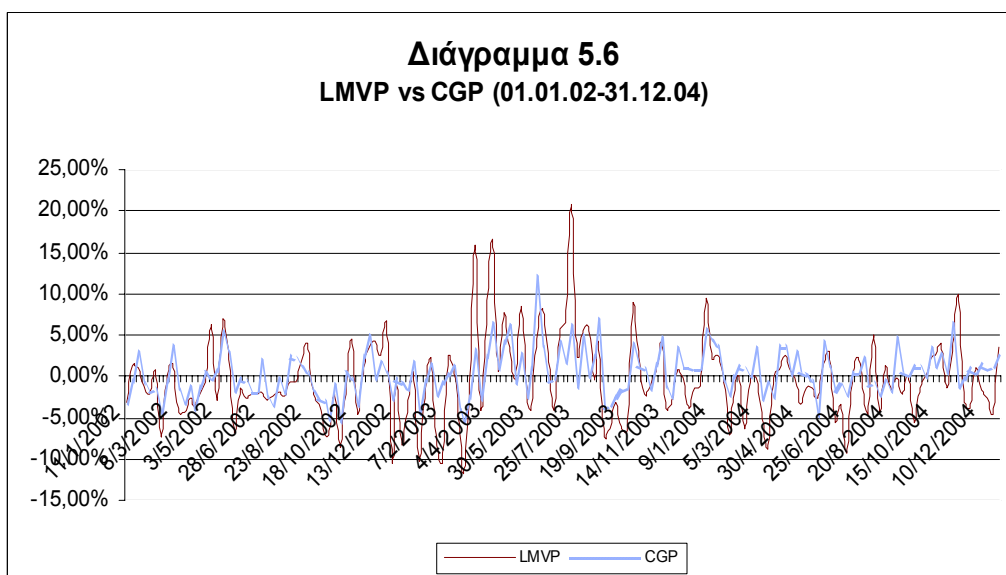
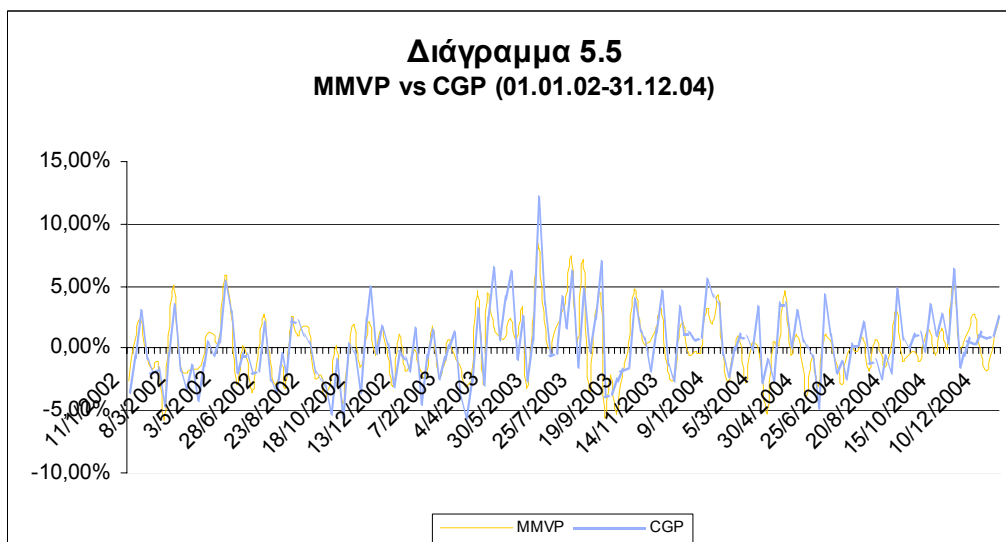
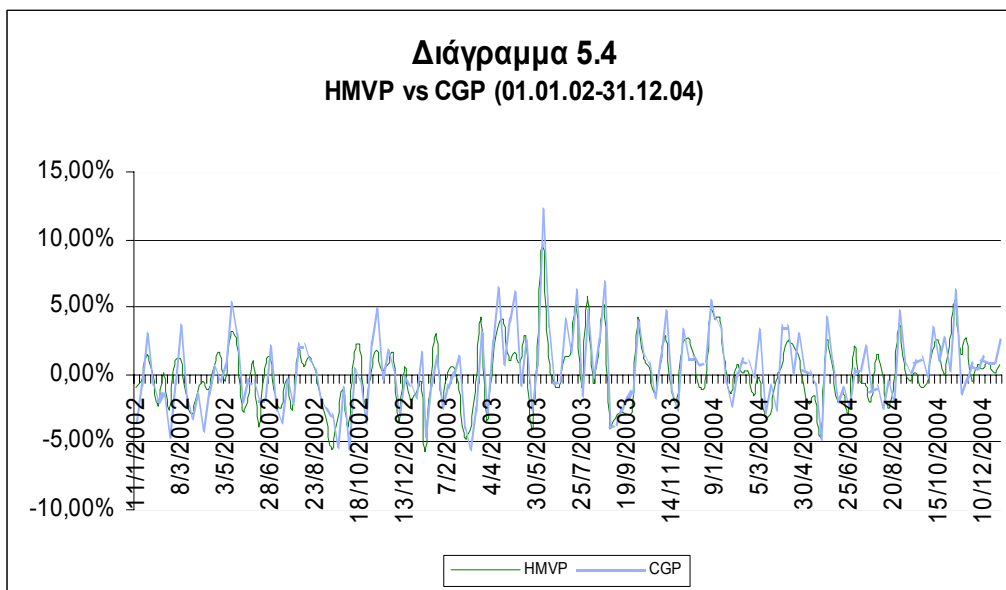
Στα εμπειρικά αποτελέσματα παρουσιάζονται οι συγκρίσεις μεταξύ καθενός από τα σχηματισθέντα χαρτοφυλάκια HMVP, MMVP, και LMVP με το χαρτοφυλάκιο εταιρικής διακυβέρνησης CGP, μέσα στη χρονική περίοδο των 156 εβδομάδων του δείγματος. Η διαδικασία αυτή καθίσταται πολύ πιο εύκολη μέσα από την παράλληλη οπτική επισκόπηση των ευρημάτων που φαίνονται στα επόμενα διαγράμματα. Στο τέλος της παραγράφου παρουσιάζεται ένας πίνακας που συνοψίζει τα ευρήματα αυτής της εμπειρικής ανάλυσης, ενώ οι σχολιασμοί ακολουθούν τις διαγραμματικές παρουσιάσεις.



Στο διάγραμμα 5.1, παρουσιάζεται η πορεία των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου CGP κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Με μέση εβδομαδιαία απόδοση 0,2106%, το χαρτοφυλάκιο (μπλε διακεκομμένη γραμμή) όπως μπορεί να διαπιστώσει εύκολα κανείς και από το διάγραμμα 5.2 ανθίσταται ικανοποιητικά στις περιόδους πτωτικής αγοράς (bear market) ενώ σημειώνει καλύτερες αποδόσεις στις περιόδους ανοδικής αγοράς (bull market) σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη του Χ.Α.Α (κόννηκη συνεχής γραμμή). Κάτι τέτοιο άλλωστε ήταν αναμενόμενο και από το συντελεστή συστηματικού του κινδύνου, ίσο με 1,0738, που σημαίνει ότι σε μία άνοδο της αγοράς κατά 10%, η αξία του εν λόγω χαρτοφυλακίου θα αυξηθεί κατά 10,7% κατά μέσο όρο. Η σημαντικότητα του συντελεστή β επαληθεύεται και από την υψηλή τιμή του t-test (42,765), ενώ ποσοστό 92% περίπου της μεταβλητότητάς του ερμηνεύεται από την μεταβλητότητα του Γενικού Δείκτη, σύμφωνα με το προσαρμοσμένο R^2 .

Το χαρτοφυλάκιο εταιρικής διακυβέρνησης φαίνεται να διαφέρει ελαφρά από τον Γ.Δ.Χ.Α.Α και έτσι είναι. Μεγάλο μέρος των εταιρειών που το συναπαρτίζουν ανήκει και στο Γενικό Δείκτη, τα συνδυασμένα οφέλη όμως από τη διαφοροποίηση με την προσθήκη και άλλων εταιρειών που δεν ανήκουν στον τελευταίο είναι εμφανή. Η μέση εβδομαδιαία απόκλιση των αποδόσεων CGP και Γ.Δ.Χ.Α.Α, που παραστατικά φαίνεται ανά εβδομάδα στο διάγραμμα 5.3, αγγίζει το 0,15% και είναι χαρακτηριστικό μίας σημαντικής παρατήρησης. Ο επενδυτής κερδίζει περίπου 1/6 της ποσοστιαίας μονάδας σε εβδομαδιαία απόδοση, αν συνθέσει το χαρτοφυλάκιο του με κριτήρια εταιρικής διακυβέρνησης (αν φυσικά υποθεθεί ότι δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών) σε σχέση με την τοποθέτηση των κεφαλαίων του σε ένα Δεικτοποιημένο Α/Κ. Το επιπλέον αυτό ποσοστό θα μπορούσε να χαρακτηριστεί και ως “πριμ” εταιρικής διακυβέρνησης.

Από την άλλη πλευρά, είναι λογικό το επιπλέον αυτό ποσοστό να ερμηνευθεί ως το κόστος μίας πρόσθετης γραφειοκρατικής διαδικασίας στην οποία το Α/Κ δεν μπαίνει, οπότε ο αυτόνομος επενδυτής αποζημιώνεται για την “μικρότερης κλίμακας” παθητική διαχείριση που κάνει. Στον πραγματικό κόσμο των συναλλαγών όμως, αυτή η μικρή ποσοστιαία διαφορά εξανεμίζεται – ίσως σε πολλές περιπτώσεις να γίνεται και αρνητική – με την προσθήκη του κόστους συναλλαγών.



Στη διπλανή σελίδα παρουσιάζονται τα πλέον ουσιαστικά διαγράμματα της εμπειρικής αυτής μελέτης. Πρόκειται για τα συγκριτικά διαγράμματα των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου εταιρικής διακυβέρνησης (CGP), με καθένα από τα τρία χαρτοφυλάκια που δημιουργήθηκαν έτσι όπως περιγράφηκε νωρίτερα (HMVP, MMVP, LMVP). Ο ακόλουθος πίνακας συντελεί ουσιαστικά στην ερμηνεία τους.

Πίνακας 5.5							
Συνοπτικά Στοιχεία Εμπειρικών Ευρημάτων							
Δείγμα: 156 παρατηρήσεις με εβδομαδιαία συχνότητα της περιόδου 01.01.02-31.12.04							
Χαρτοφυλάκια	Μέση Απόδοση	Μέση Απόκλιση Αποδόσεων από CGP	Συντελεστής b	Τυπικό Σφάλμα	t-Test	R ²	R ² adj
CGP	0,2106%	-	1,0738	0,0251	42,7650	0,9223	0,9218
HMVP	0,0409%	0,1696%	0,9079	0,0293	31,0381	0,8622	0,8613
MMVP	0,0916%	0,1190%	0,9028	0,0361	24,9819	0,8021	0,8008
LMVP	-0,5094%	0,7200%	1,3851	0,1173	11,8099	0,4753	0,4718

***Το δείγμα αποτελείται από 156 εβδομαδιαίες παρατηρήσεις της περιόδου 01.01.02-31.12.04

*Ο συντελεστής b μετράει την μεταβλητότητα κάθε χαρτοφυλακίου ως προς το χαρτοφυλάκιο της αγοράς, εδώ προσομοιώνεται από τον Γ.Δ.Χ.Α.Α

**Ο στατιστικός έλεγχος έγινε με επίπεδο εμπιστοσύνης 95%

Όπως είναι σαφές και από τον παραπάνω πίνακα, σε όλες τις περιπτώσεις, το χαρτοφυλάκιο CGP παρουσιάζει μέση απόδοση μεγαλύτερη, από 0,1190% έως και 0,72%, σε σχέση με τα υπόλοιπα χαρτοφυλάκια στην περίοδο των τριών ετών που μελετώνται. Ο συστηματικός κίνδυνος του είναι σχεδόν όμοιος με αυτόν του χαρτοφυλακίου της αγοράς, καθώς τείνει στο 1, ενώ οι συντελεστές συστηματικού κινδύνου των υπολοίπων χαρτοφυλακίων κυμαίνονται, χαρακτηρίζοντας το χαρτοφυλάκιο LMVP επιθετικό, και τα υπόλοιπα δύο αμυντικά. Μεγάλο μέρος της μεταβλητότητας του LMVP οφείλεται σε παράγοντες οι οποίοι δεν είναι δυνατόν να ερμηνευθούν από τη μεταβλητότητα των αποδόσεων της αγοράς, κάτι που στα άλλα χαρτοφυλάκια συμβαίνει σε πολύ μικρότερο βαθμό.

Αν αυτή η ποσοστιαία διαφοροποίηση του CGP από τα HMVP, MMVP και LMVP οφείλεται σε κατανόηση εκ μέρους των επενδυτών της εφαρμογής αποδοτικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης από τις εταιρείες του CGP, τότε – όπως άλλωστε προαναφέρθηκε – μπορεί να ονομαστεί πριμ εταιρικής διακυβέρνησης και ελλείψει κόστους συναλλαγών, να χαρακτηριστεί ως η δίκαιη αποτίμηση και ανταμοιβή της αγοράς σε αυτές τις εταιρείες. Κατά συνέπεια, θα μπορούσε να ισχυριστεί κανείς ότι πράγματι, η τοποθέτηση σε εταιρείες που υιοθετούν

αποδεδειγμένα πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης, οδηγεί μακροχρόνια σε καλύτερες αποδόσεις. Για να γίνει όμως κάτι τέτοιο όμως με ασφάλεια και σιγουριά, μάλλον πρέπει να παρέλθουν αρκετά χρόνια, και να υπάρξει εκτεταμένη εμπειρική έρευνα στους λόγους δημιουργίας αυτού του πριμ, καθώς και κάτι ακόμη σημαντικότερο: διαμόρφωση επενδυτικής παιδείας του Έλληνα αποταμιευτή. Η σύσταση χαρτοφυλακίων όπως το LMVP υπήρξε σύνηθες φαινόμενο της ελληνικής πραγματικότητας κατά την περίοδο 1999 – 2001, όταν η ελληνική αγορά βυθίστηκε σε ένα άνευ προηγουμένου τέλμα, και ενδέχεται να ξαναγίνει πραγματικότητα κάποια στιγμή στο μέλλον. Επειδή η θεωρία του οικονομικού κύκλου δεν πέθανε όπως κάποιοι ισχυρίστηκαν, η δυνατότητα που έχουν οι επενδυτές δεν είναι να σταματήσουν την επανάληψή του, αλλά να παραδειγματιστούν από τα λάθη του παρελθόντος.

5.5 Σύνοψη Κεφαλαίου και Τελικά Συμπεράσματα

Είναι φανερό, ότι η καλή εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να αποτελέσει ένα κρίσιμο συστατικό στην οικοδόμηση μιας υγιούς αγοράς και στην προσέλκυση μακροχρόνιων επενδυτικών κεφαλαίων. Οι ελληνικές επιχειρήσεις για να μπορέσουν να διακριθούν στο διεθνές ανταγωνιστικό περιβάλλον οφείλουν να αναδιαρθρώσουν τις εσωτερικές δομές οργάνωσης και λειτουργίας τους, με βάση διεθνώς αποδεκτές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης. Οι όποιες αλλαγές και προσαρμογές, πέρα από νομοθετικές ρυθμίσεις, οφείλουν να προωθηθούν από τις ίδιες τις επιχειρήσεις για το δικό τους συμφέρον. Σε κάθε περίπτωση, από τη στιγμή που οι επιχειρήσεις αποφασίζουν να αντλήσουν κεφάλαια από το χρηματιστήριο και να αποκτήσουν μέτοχο μειοψηφίας, είναι υποχρεωμένες να προστατεύουν αποτελεσματικά τα δικαιώματα των μετόχων, δημιουργώντας τους κατάλληλους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης.

Ο τρόπος με τον οποίο οι επιχειρήσεις εξασκούν τις δραστηριότητες τους, όποια και αν είναι η δομή ιδιοκτησίας τους, διαφέρει από εταιρία σε εταιρία. Οι επιχειρήσεις, είτε αυτές είναι οικογενειακές, είτε έχουν τη μορφή του μεγάλου και σχετικά απρόσωπου οικονομικού οργανισμού είτε είναι κρατικές λειτουργούν μέσα στα όρια που ορίζονται από τους νόμους και τους κανονισμούς, από τις εντολές και την καθοδήγηση εκείνων που τις κατέχουν ή τις χρηματοδοτούν ή τις διοικούν και από τις προσδοκίες εκείνων που εξυπηρετούν. Η φύση αυτών των ορίων διαφέρει από χώρα

σε χώρα και αλλάζει με την πάροδο του χρόνου. Αυτός είναι και ο λόγος που δεν έχει υπάρξει ένα μοναδικό, γενικά εφαρμοζόμενο μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης.

Θα μπορούσε κανείς να ισχυριστεί ότι στα πλαίσια της παγκοσμιοποιημένης πλέον οικονομίας οι διεθνείς επενδυτικοί οργανισμοί και οι αγορές κεφαλαίων οδηγούν στη σύγκλιση κάποιων πρακτικών διακυβέρνησης σε παγκόσμια κλίμακα. Αλλά τα πρότυπα που θέτουν εφαρμόζονται κυρίως στις επιχειρήσεις στις οποίες πραγματοποιούνται αυτές οι επενδύσεις ή χρηματοδοτήσεις. Αυτά τα πρότυπα θέτουν το στόχο, αλλά η πλειονότητα των επιχειρήσεων εμφανίζεται να μην μπορούν να τον φθάσουν. Για το λόγο αυτό χρειάζεται στενή συνεργασία κράτους και ιδιωτικού τομέα, χρειάζεται αμοιβαία εμπιστοσύνη, χρειάζεται διαφάνεια. Ο ρόλος που καλείται να παίξει η εταιρική διακυβέρνηση είναι η εξισορρόπηση μεταξύ των οικονομικών και κοινωνικών στόχων, μεταξύ των προσωπικών, ατομικών και ευρύτερων επιχειρηματικών στόχων παράλληλα προς τη συμμόρφωση των στόχων αυτών προς τις γενικότερες επιδιώξεις και στόχους της τοπικής ή ευρύτερης κοινότητας μέσα στην οποία δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις αλλά και της κοινωνίας στο σύνολο της.

Βρισκόμαστε σε μια εποχή όπου τόσο ο ιδιωτικός όσο και ο δημόσιος τομέας βρίσκονται μπροστά σε προκλήσεις για αλλαγές συμπεριφοράς και όρων του παιχνιδιού. Αυτές οι αλλαγές όμως δεν πρέπει να γίνουν υπό το πρίσμα και στην προοπτική ενός βραχυπρόθεσμου ορίζοντα αλλά να στοχεύουν σε μεσοπρόθεσμο κυρίως δε μακροπρόθεσμο αποτελέσματα. Οι αλλαγές που φέρνει η εταιρική διακυβέρνηση και κατ' επέκταση η κοινωνική ευθύνη των επιχειρήσεων θα χρειαστούν μία συντονισμένη προσπάθεια μεταξύ όλων των παικτών στην οικοδόμηση συναίνεσης, την ανταλλαγή εμπειριών, την κατανόηση και την διάθεση των αναγκαίων πόρων, όπου απαιτείται. Και επειδή οι αλλαγές και αναδιαρθρώσεις συνήθως φέρνουν αποτελέσματα σε μεσοπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη βάση, κατά τη διάρκεια της μεταβατικής περιόδου εφαρμογής είναι κρίσιμο να υπάρχει αμοιβαία διάθεση κατανόησης και συνεργασίας σε επίπεδο σχεδιασμού και ευελιξίας αναπροσαρμογών κάθε φορά που θα κριθεί αναγκαίο ή επιβεβλημένο.

Η εμπειρική ανάλυση του παρόντος κεφαλαίου καθίσταται σημαντική για έναν βασικό λόγο, δείχνει ότι υπάρχουν ελληνικές επιχειρήσεις που αντιλαμβάνονται ταχύτατα τις επερχόμενες αλλαγές και φροντίζουν να προσαρμόζονται στα νέα δεδομένα. Είναι σαφές ότι υπάρχει μία αιτιώδης σχέση μεταξύ εφαρμογής

συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης και απόδοσης, απόδοσης που είναι εξίσου σημαντική τόσο για την επιχείρηση όσο και για τους μετόχους. Αυτό που απαιτείται είναι – όπως άλλωστε προαναφέρθηκε – μία αγαστή συνεργασία θεσμικών οργάνων, επιχειρήσεων και ακαδημαϊκής έρευνας προκειμένου να αποκαλυφθούν οι παράγοντες αυτής της αιτιώδους σχέσης. Τα θεσμικά όργανα οφείλουν να διασφαλίσουν μία διαρκή ροή πληροφοριών προς τον ακαδημαϊκό χώρο, ο οποίος με την επεξεργασία τους μπορεί να καταλήξει σε χρήσιμα πορίσματα, τα οποία με τη σειρά τους δύνανται να χρησιμοποιηθούν προς το όφελος της επιχείρησης. Το θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης είναι αρκετά νέο στην Ελλάδα, και κατά την άποψη αρκετών επιχειρηματικών κέντρων άνευ σημασίας. Αν όμως πρώτοι οι επενδυτές κατανοήσουν τα πρόσθετα οφέλη που μπορούν να προσποριστούν χρηματοδοτώντας “καλές” εταιρείες σε όρους εταιρικής διακυβέρνησης, τότε το μέσο πριμ της τάξης του 0,17% – 0,70% είναι σαφές ότι θα γίνει πολύ μεγαλύτερο και θα αποτελέσει σημαντικό βήμα προς την βελτίωση καθαυτού του σύγχρονου οικονομικού συστήματος.

ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΗ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ - ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

A1. Ελληνική Αρθρογραφία

Τραυλός, Νικόλαος, 2001, Η Ανάπτυξη Συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης στις Κεφαλαιαγορές, σελίδες 170-182, στον συλλογικό τόμο: Τάσεις – Η Ελληνική Οικονομία, 2001, EFG Eurobank Ergasias

Τραυλός, Νικόλαος, 2002, Εταιρική Διακυβέρνηση: Έννοιες και Εμπειρικά Πορίσματα, Οικονομικός Ταχυδρόμος, σελίδες 67-69

A2. Ελληνική Βιβλιογραφία

Αληφαντής, Γεώργιος Στ., 1998, Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις: Νομοθεσία και Πρακτική, Πάμισος

Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, 1999, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση 1999-2004

Φίλιππας, Νικόλαος, 2000, Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον, Globus Invest, σελίδες 71-80

B1. Ξένη Αρθρογραφία

Agrawal, Anup, and Knoeber, Charles R., 1996, Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pages 377-395

Alves, C., and Mendes V., 2004, Corporate Governance Policy and Company Performance: The Portuguese Case, *Corporate Governance: An International Review*, pages 209-301

Ambarish, R., John K., and Williams, J., 1987, Efficient Signaling with Dividends and Investments, *Journal of Finance*, pages 321-344

Bae, K. H., Kang J. K., and Kim J. M., 2002, Tunneling or Value Addition? Evidence from Mergers by Korean Business Groups, *Journal of Finance*, pages 2695-2740

Bagnani, E. S., Milonas, N. T., Saunders, A., and Travlos N. G., 1994, Managers, Owners and the Pricing of Risky Debt: An Empirical Analysis, *Journal of Finance*, pages 453-477

Baker, G., Jensen, M., and Murphy, K., 1988, Compensation and Incentives: Practice vs. Theory, *Journal of Finance*, pages 593-616

- Bauer, R., Guenster, N., and Otten, R., 2003, Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance
- Berle, A., and Means, G., 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan
- Bhattacharya, S., 1979, An Exploration of Nondissipative Dividend Signaling Structures, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pages 667-668
- Bolton, P., and Scharfstein D. S., 1996, Optimal Debt Structure and the Number of Creditors, *Journal of Political Economy*, pages 1-25
- Borokhovich, K., Parrino R., and Trapani, T., 1996, Outside Directors and CEO Selection, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pages 337-355
- Brickley, J., Coles J., and Jarell G., 1997, Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board, *Journal of Corporate Finance*, pages 189-220
- Campbell, C. J., Gillan, S. J., and Niden C. M., 1999, Current Perspectives on Shareholders Proposals: Lessons from the 1997 Proxy Season, *Financial Management*, pages 89-98
- Campbell, T. L., and Keys P.Y., 2002, Corporate Governance in South Korea: the Chaebol Experience, *Journal of Corporate Finance*, pages 373-391
- Chung, K. H., and Kim J. K., 1999, Corporate Ownership and the Value of a Vote in an Emerging Market, *Journal of Corporate Finance*, pages 35-54
- Claessens, S., Djankov S., and Lang L. H., 2000, The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics*, pages 81-112
- Claessens, S., Djankov, J. P., Fan, H., and Lang, H. P., 2002, Disentangling the Incentive and Entrenchment Effect of Large Shareholdings, *Journal of Finance*, pages 2741-2771
- Dahya, J., and McConnell J., 2003, Outside Directors and Corporate Boards Decisions, Working Paper, Purdue University
- Dahya, J., McConnell J., and Travlos N., 2002, The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover, *Journal of Finance*, pages 461-483
- Desmetz, H., and Kenneth L., 1985, The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, pages 1155-77
- Diamond, D. W., 1984, Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies*, pages 393-414
- Fama, E. F., 1980, Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, pages 288-307
- Fama, E. F., and Jensen, Michael C., 1983, Separation of Ownership and Control, *The Journal of Law and Economics*, pages 301-325

- Fama, E. F., 1983, Agency Problems and Residual Claims, *The Journal of Law and Economics*, pages 327-349
- Fan, J. P. H., and Wong T. J. 2002, Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia, *Journal of Accounting and Economics*, pages 401-425
- Felton R. F., Hudnut A., and Van Heeckeren J., 1996, Putting a value on Corporate Governance, *The McKinsey Quarterly*, page 170
- Franks, J., and Mayer, C., 1990, Capital Markets and Corporate Control: A Study of France, Germany and the UK, IFA Working Paper, pages 127-190, London Business School
- Gomes, A., 2000, Going Public without Governance: Managerial Reputation Effects, *Journal of Finance*, pages 615-646
- Groenewegen, J., 2000, European Integration and Changing Corporate Governance Structures: The Case of France, *Journal of Economic Issues*, pages 471-479
- Grossman, S., and Hart, O., 1988, One Share, One Vote and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, pages 175-202
- Hart, O., 1995, Corporate Governance: Some Theory and Implications, *Economic Journal*, pages 678-698
- Ho, Chi-Kun, 2005, Corporate Governance and Corporate Competitiveness: an international analysis, pages 211-253, in "Corporate Governance: An International Review", 2005, Blackwell Publishing
- Jensen, M., 1986, Agency Cost of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, pages 323-329
- Jensen, M., 1988, Takeovers: Their Causes and Consequences, *Journal of Economic Perspectives*, pages 21-48
- Jensen, M., and Murphy, K., 1990, Performance Pay and Top Management Incentives, *Journal of Political Economy*, 225-264
- Jensen, M., and Ruback, R., 1983, The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics*, pages 5-50
- Jensen, Michael C., and Meckling, William H., 1976, Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, pages 305-60
- Jensen, Michael C., and Ruback, Richard S., September 1990, Symposium on the Structure and Governance of the Enterprise, *Journal of Financial Economics*

Jensen, Michael C., and Warner, Jerold B., January/March 1988, Symposium on the Distribution of Power Among Corporate Mangers, Shareholders and Directors, *Journal of Financial Economics*

Joh, S. W., Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis, *Journal of Financial Economics*, pages 486-512

John, Kose, and Senbet, Lemma W., 1998, Corporate Governance and Board Effectiveness, *Journal of Banking and Finance*, pages 371-403

Khanna, T., and Palepu K., 1997, Why Focused Strategy May Be Wrong in Emerging Markets, *Harvard Business Review*, issue 75, pages 41-51

La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes and Shleifer A., 1999, Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, pages 471-518

La Porta, R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., and Vishny R., 1999, Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics* pages 1-25

Lannoo, K., 1999, A European Perspective on Corporate Governance, *Journal of Common Market Studies*, pages 269-294

Lavelle, Louis, October 7th, 2002, The Best and Worst Boards, *Business Week*, pages 104-114

Leland, H., and Pyle D., 1977, Information Asymmetry, Financial Structure and Financial Intermediation, *Journal of Finance*, pages 371-388

Lemmon, M. L., and Lins K. V., Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis, *Journal of Finance*.

Mallin Ch., The role of institutional investors in the corporate governance of financial institutions: The UK case, in, Balling M., Hennessy E. and O'Brien R., 1998, *Corporate Governance: Financial Markets and Global Convergence*, Kluwer Academic Publishers

McKnight P., Milonas, N., and Travlos, N., 2004, The Cadbury Corporate Reforms and Corporate Performance, *Work in Progress*

Mertzanis, H. V., 2001, Principles of Corporate Governance in Greece, *Corporate Governance: An International Review*, pages 89-100

Millstein, I. M., and MacAvoy, P. W., 1998, The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation, *Columbia Law Review*, pages 1283-1321

Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R., 1989, Alternative Mechanisms of Corporate Control, *American Economic Review*, pages 842-852

Murphy, K., 1985, Corporate Performance and Managerial Remuneration, *Journal of Accounting and Economics*, pages 11-42

Poitevin, M., 1990, Strategic Financial Signalling, *Internal Journal of Industrial Organization*, pages 499-518

Rajan, R. G., and Zingales, L., 1998, Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis, *Journal of Applied Corporate Finance*, pages 40-48

Ravid, S. A., and Sarig, O. H., 1991, Financial Signaling by Committing to Cash Outflows, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pages 165-181

Rosenstein, S., and Wyatt J., 1990, Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth, *Journal of Financial Economics*, pages 175-191

Ross, S. A., 1977, The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach, *Bell Journal of Economics*, pages 209-243

Sarkar, J., and Sarkar S., 2000, Large Shareholder Activism in Corporate Governance in Developing Countries: Evidence from India', *International Review of Finance*, pages 161-194

Scharfstein, D., 1988, The Disciplinary Role of Takeovers, *Review of Economic Studies*, pages 185-199

Seward, J. K., and Walsh, J. P., 1996, The Governance and Control of Voluntary Spin-Offs, *Strategic Management Journal*, pages 25-39

Shleifer, Andrei, and Vishny, Robert W., 1997, A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, pages 737-783

Short H., and Keasy K., Institutional Shareholders and Corporate Governance in the United Kingdom, in ,Keasy K., Thompson S., and Wright M., 1997, *Corporate Governance: Economic, Management, and Financial Issues*, Oxford University Press

B2. Ξένη Βιβλιογραφία

Berle, A., and Means, G., 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan

Blair, M., 1995, *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twentieth-First Century*, Brookings Institution

Brealy, Richard A., and, Myers, Stewart C., 2003, *Principles of Corporate Finance*, McGraw Hill

Brigham, Eugene F., and Ehrhardt Michael C., 2002, *Financial Management: Theory and Practice*, South-Western Thomson Learning, 10th Edition

Elton, E. J., Gruber, M. J., Brown, S. J., and Goetzman W. N., 2003, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, Willey

Kelly, G., Kelly, D., and Gamble, A., 1997, Stakeholder Capitalism, Basingstoke: Macmillan.

Krugman, Paul, 1999, The Return of Depression Economics, The MIT Press

Monks R., 2000, Corporate Governance and Value: Appearance and Reality, EBF

O'Sullivan, M., 2000, Contests for Corporate Control, Oxford University Press.

OECD, 1999, Principles of Corporate Governance, OECD

OECD, 2004, Principles of Corporate Governance, OECD

Saunders, Anthony, and Cornett, Marcia Millon, 2003, Financial Institutions Management: A Risk Management Approach, McGraw-Hill, 4th Edition

Sheikh, S., and Reew W., 1995, Corporate Governance and Corporate Control, Cavendish Publishing

Tricker, R. I., 1994, International Corporate Governance, Prentice-Hall.

Weston, F., Siu, J., and Johnson, B., 2001, Takeovers, Restructuring and Corporate Governance, Prentice Hall