

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ:
ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΣ
ΕΛΕΓΧΟΣ: ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Αθανάσιος – Γεώργιος Α. Κίτσος

Πτυχιούχος του Τμήματος Οικονομικής Επιστήμης του
Πανεπιστημίου Πειραιώς

Υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα στη Διοίκηση
Επιχειρήσεων – Ολική Ποιότητα

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Αφιερώνεται στην Οικογένεια μου

Σημαντικοί όροι (keywords): εταιρική διακυβέρνηση, σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης, διοικητικό συμβούλιο, σύνθεση διοικητικού συμβουλίου, μη εκτελεστικά μέλη, ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη, επιτροπή εσωτερικού ελέγχου, εσωτερικός έλεγχος, εξωτερικός έλεγχος

ΠΕΡΙΛΗΨΗ (Abstract)

Στην παρούσα εργασία γίνεται μία προσπάθεια διερεύνησης των ευρημάτων της διεθνούς βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας αναφορικά με την εταιρική διακυβέρνηση (corporate governance) και το ρόλο που αυτή διαδραματίζει ως μηχανισμός υπέρβασης των συγκρούσεων συμφερόντων και βελτίωσης των δυνατοτήτων εξωτερικής χρηματοδότησης μίας πολυμετοχικής επιχείρησης, λαμβάνοντας υπόψη τις ευκαιρίες και τους κινδύνους που αναδύονται στο σύγχρονο πολύπλοκο επιχειρηματικό περιβάλλον. Η εφαρμογή ορθών αρχών εταιρικής διακυβέρνησης αποβλέπει στην επίλυση των προβλημάτων που δημιουργούνται, όταν σε μια επιχείρηση, ο έλεγχος των καθημερινών υποθέσεων επιτελείται από διαφορετικά πρόσωπα από αυτά που χρηματοδοτούν την εταιρική δραστηριότητα, τα οποία και απέχουν από τον καθημερινό βίο της επιχείρησης. Από τα παραπάνω, γίνεται κατανοητό ότι η σημασία της εταιρικής διακυβέρνησης για την αύξηση της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων, των οποίων η μετοχική βάση διεθνοποιείται, αντανάκλα τόσο στην ποιοτική αναβάθμιση του τρόπου εσωτερικής λειτουργίας και οργάνωσης με ζητούμενο την βελτίωση των διαδικασιών λήψεως των εταιρικών αποφάσεων που μεταφράζεται σε άμβλυνση των συγκρούσεων συμφερόντων, όσο και στην βελτίωση των όρων άντλησης των απαιτούμενων εξωτερικών κεφαλαίων για την χρηματοδότηση των παραγωγικών και επενδυτικών τους σχεδίων.

Σε πρώτη φάση επιχειρείται ένας ενδελεχής εννοιολογικός προσδιορισμός της εταιρικής διακυβέρνησης και των μηχανισμών της, οι οποίοι αποσκοπούν να οριοθετήσουν το πλαίσιο δράσης και συμπεριφοράς των διευθυντικών στελεχών που, όντας αυτονομημένα από τους μετόχους, δύνανται να προβούν σε υιοθέτηση καταχρηστικών μεθόδων εταιρικής διαχείρισης και να βλάψουν τα συμφέροντα των μετόχων. Κατόπιν, γίνεται εισαγωγή στην γεωγραφία των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά αυτών ανάλογα με την χώρα στην οποία εφαρμόζονται. Τον κύριο άξονα προβληματισμού της παρούσας εργασίας αποτελεί ο ρόλος του διοικητικού συμβουλίου ως μηχανισμός άσκησης διοίκησης, αλλά και εποπτείας του ανωτάτου management. Γίνεται εκτενής αναφορά στη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου και στο πως επιδρά στη βελτίωση των διαδικασιών διακυβέρνησης αλλά και στην εταιρική απόδοση. Η θετική επίδραση στη χρηματιστηριακή τιμή τη μετοχής και σε άλλα μεγέθη μέτρησης της εταιρικής απόδοσης, όταν η πλειοψηφία του διοικητικού συμβουλίου απαρτίζεται από ανεξάρτητα μέλη, δεν έχει τεκμηριωθεί εμπειρικά σε ικανοποιητικό βαθμό. Το μόνο που μπορεί να εξαχθεί ως συμπέρασμα από την αυξημένη συμμετοχή εξωτερικών μελών είναι η βελτίωση της ποιότητας αποφάσεων για θέματα που αφορούν εξαγορές και συγχωνεύσεις και αντικατάσταση του διευθύνοντος συμβούλου (CEO) λόγω φτωχών επιδόσεων, δηλαδή κακής αξιοποίησης των επιχειρησιακών πόρων. Δεύτερο

κεντρικό άξονα, αποτελεί ο ρόλος του εσωτερικού ελέγχου στην εταιρική διακυβέρνηση και πως η ποιότητα του μπορεί να επιδράσει θετικά πάνω στις διαδικασίες διακυβέρνησης και διαχείρισης κινδύνου μέσα από την αποτελεσματική αλληλεπίδραση με όλους τους φορείς που συνθέτουν το πολυδιάστατο πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης. Όπως αποδεικνύεται από τη σύγχρονη διεθνή εταιρική πρακτική, η εφαρμογή ορθών αρχών εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί αναγκαιότητα και η σημασία τους για την επιβολή διαφάνειας και αξιοπιστίας στις σχέσεις με όσους έχουν νόμιμα συμφέροντα από την εταιρική λειτουργία είναι καθολικά αποδεκτή μετά και τα πρόσφατα εταιρική σκάνδαλα στις Η.Π.Α. και στην Ευρώπη. Η έρευνα καταλήγει με μία ολοκληρωμένη προσέγγιση των διεθνών εξελίξεων πάνω στο συγκεκριμένο ζήτημα, αλλά και των θεσμικών μεταβολών που έλαβαν χώρα σε επίπεδο ελληνικής πραγματικότητας για να καταδειχθεί πόσο αναγκαία είναι η αφύπνιση των αρμόδιων κυβερνητικών αρχών και των φορέων της αγοράς απέναντι σε φαινόμενα αδιαφάνειας, κακής κατανομής των επενδυτικών πόρων και φαλκίδευσης των συμφερόντων όλων των συμμετεχόντων στην εταιρική λειτουργία.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Ευχαριστίες.....	i
Κατάσταση Πινάκων- Κατάσταση Διαγραμμάτων	ii

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή

1.1 Γενικά.....	1
1.2 Γιατί είναι επίκαιρη η εταιρική διακυβέρνηση;.....	6
1.3 Σκοπός της εργασίας	7
1.4 Δομή και περιεχόμενο της εργασίας.....	8

Κεφάλαιο 2: Η εξέλιξη της εταιρικής διακυβέρνησης και οι μηχανισμοί της

2.1 Πρόβλημα αντιπροσώπευσης και θεωρία επιχείρησης.....	11
2.2 Εταιρική διακυβέρνηση και θεωρία αντιπροσώπευσης	17
2.3 Πηγές συγκρούσεων συμφερόντων	19
2.4 Οι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης	23
2.4.1 Εσωτερικοί μηχανισμοί	24
2.4.1.1 Διοικητικό Συμβούλιο	24
2.4.1.2 Αμοιβές εκτελεστικών στελεχών	26
2.4.1.3 Συγκεντρωμένη ιδιοκτησία.....	30
2.4.1.4 Δανεισμός.....	33
2.4.2 Εξωτερικοί μηχανισμοί.....	36
2.5 Νομική προστασία των επενδυτών	39
2.6 Βιβλιογραφία 2 ^{ου} κεφαλαίου	46

Κεφάλαιο 3: Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

3.1 Γενικά.....	49
3.2 Το Ευρωπαϊκό Μοντέλο: Η περίπτωση της Γερμανίας	56
3.2.1 Η συμμετοχή των εργαζομένων.....	57
3.2.2 Ο ρόλος των τραπεζών	59
3.3 Το Ευρωπαϊκό Μοντέλο: Η περίπτωση της Γαλλίας	61
3.4 Το Ιαπωνικό Μοντέλο	63

3.5 Το Αγγλοσαξονικό Μοντέλο: Η περίπτωση των Η.Π.Α.	66
3.5.1 Οι θεσμικοί επενδυτές.....	68
3.5.2 Το κίνημα των εξαγορών	72
3.6 Ανακεφαλαίωση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης	73
3.7 Σύγκλιση των εθνικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης.....	74
3.8 Βιβλιογραφία 3 ^{ου} κεφαλαίου	77

Κεφάλαιο 4: Το Διοικητικό Συμβούλιο, η σύνθεσή του και η εταιρική απόδοση

4.1 Γενικά.....	80
4.2 Αρμοδιότητες διοικητικού συμβουλίου σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ	86
4.3 Η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου	89
4.3.1 Ανεξάρτητα μέλη και ασύμμετρη πληροφόρηση	95
4.4 Σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου και προστασία των συμφερόντων των μετόχων	97
4.4.1 Ανεξάρτητα μέλη και διανομή μερίσματος	99
4.5 Αμοιβές των ανεξάρτητων μελών.....	100
4.6 Επιτροπή εσωτερικού ελέγχου.....	103
4.7 Επιτροπή εταιρικής διακυβέρνησης και αξιολόγησης υποψηφιοτήτων μελών Δ.Σ. και στελεχών.....	106
4.8 Επιτροπή αμοιβών.....	107
4.9 Βιβλιογραφία 4 ^{ου} κεφαλαίου	109

Κεφάλαιο 5: Ο ρόλος του εσωτερικού ελέγχου στην εταιρική διακυβέρνηση

5.1 Γενικά.....	112
5.2 Σκοπός και πεδίο εφαρμογής του εσωτερικού ελέγχου.....	118
5.3 Σχέση λειτουργίας εσωτερικού ελέγχου και εταιρικής διακυβέρνησης.....	121
5.3.1 Σχέση εσωτερικού ελέγχου με επιτροπή εσωτερικού ελέγχου	123
5.3.2 Σχέση εσωτερικού ελέγχου με εκτελεστικό management	125
5.3.3 Σχέση εσωτερικού ελέγχου με εξωτερικό έλεγχο	127
5.4 Βιβλιογραφία 5 ^{ου} κεφαλαίου	130

Κεφάλαιο 6: Σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις στην εταιρική διακυβέρνηση

6.1 Γενικά.....	132
6.2 Η περίπτωση της Enron.....	137
6.2.1 Λογιστικές ατασθαλίες και εταιρίες ειδικού σκοπού	140
6.2.2 Εσωτερικός και εξωτερικός έλεγχος	142
6.2.3 Προβλήματα αντιπροσώπευσης και διευθυντικός καιροσκοπισμός.....	144
6.3 Επισκόπηση του Sarbannes-Oxley Act (2002).....	147
6.4 Οι εξελίξεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση	150
6.4.1 Ο κώδικας Cadbury	160
6.4.2 Επιτροπή Vienot.....	162
6.5 Η εταιρική διακυβέρνηση στις αναδυόμενες αγορές.....	164
6.6 Βιβλιογραφία 6 ^{ου} κεφαλαίου	166

Κεφάλαιο 7: Εταιρική διακυβέρνηση και ελληνική πραγματικότητα

7.1 Γενικά.....	168
7.2 Ανάλυση των εξελίξεων της ελληνικής κεφαλαιαγοράς την περίοδο 1999-2004	175
7.3 Το ιδιοκτησιακό καθεστώς των ελληνικών εισηγμένων εταιριών....	178
7.4 Το θεσμικό πλαίσιο για την εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα ..	182
7.4.1 Ο νόμος για την εταιρική διακυβέρνηση.....	185
7.5 Εμπειρικές έρευνες για την εταιρική διακυβέρνηση.....	188
7.6 Βιβλιογραφία 7 ^{ου} κεφαλαίου	192

Κεφάλαιο 8: Συμπεράσματα- Προτάσεις για έρευνα 194 |

<u>Βιβλιογραφία</u>	198
----------------------------------	-----

Ευχαριστίες

Επιθυμώ να εκφράσω τις θερμές ευχαριστίες μου στον Επιβλέποντα Καθηγητή της εργασίας αυτής, τον Καθηγητή του τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. Χρήστο Καζαντζή, για την πολύτιμη συνεισφορά και συνδρομή του στην ανάπτυξη και ολοκλήρωση αυτής της διπλωματικής εργασίας.

Επίσης, δε θα μπορούσα να παραλείψω να ευχαριστήσω θερμά το σύνολο των καθηγητών του μεταπτυχιακού προγράμματος στη Διοίκηση Επιχειρήσεων – Ολική Ποιότητα, καθώς οι γνώσεις και οι εμπειρίες που έλαβα από αυτούς κατά τη διάρκεια των σπουδών μου, αποτελούν έναν ανεκτίμητης αξίας οδηγό για το ξεκίνημα της σταδιοδρομίας μου.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου για τη συμπαράσταση και υποστήριξη που μου παρείχε σε όλη αυτή την προσπάθεια.

Κατάσταση Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1.1: Ποσοστό επενδυτών που πληρώνουν premium για καλή εταιρική διακυβέρνηση	2
Διάγραμμα 3.1: Κεφαλαιοποίηση των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων ως % του ΑΕΠ	63

Κατάσταση Πινάκων

Πίνακας 2.1 Νομικές Οικογένειες	42
Πίνακας 2.2 Νομική προέλευση και προστασία επενδυτών	44
Πίνακας 3.1 Επίπεδο διασποράς μετοχών σε Ευρώπη και Η.Π.Α.	54
Πίνακας 3.2 Αριθμός εργαζομένων και μέγεθος εποπτικού συμβουλίου... ..	58
Πίνακας 3.3. % Μετοχών νοικοκυριών και οργανισμών στις Η.Π.Α. (1952-1996).....	69
Πίνακας 3.4 Σύγκριση συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης	73
Πίνακας 6.1 Αναγνωρισμένοι Κώδικες Εταιρικής Διακυβέρνησης στις χώρες μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης των 15	155
Πίνακας 6.2 Αντικειμενικοί στόχοι των Κωδίκων Εταιρικής Διακυβέρνησης ανά κράτος-μέλος	157
Πίνακας 6.3 Σύγκριση των εκθέσεων Cadbury και Vienot.....	163
Πίνακας 7.1 Εξελίξεις χρηματιστηριακών μεγεθών κατά την περίοδο 1999-2004	178
Πίνακας 7.2 Επίπεδο διασποράς ελληνικών εισηγμένων εταιριών	181
Πίνακας 7.3 Αξιολόγηση επιπέδου διακυβέρνησης: Συνολικά αποτελέσματα.....	189

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή

1.1 Γενικά

Η εταιρική διακυβέρνηση (corporate governance, όπως είναι η διεθνής ονομασία του όρου) είναι ένα ζήτημα που αποκτά συνεχώς αυξανόμενο ερευνητικό ενδιαφέρον τις τελευταίες δύο δεκαετίες και ακολουθεί με γρήγορους ρυθμούς την ανάπτυξη που γνώρισε η μελέτη των θεωριών management τον προηγούμενο αιώνα. Το αυξημένο αυτό ερευνητικό ενδιαφέρον και ο γόνιμος διάλογος που έλαβε και λαμβάνει χώρα σε ακαδημαϊκές κοινότητες προηγμένων οικονομικά χωρών λειτούργησαν καταλυτικά στην δημιουργία ενός αξιόλογου θεωρητικού υποβάθρου πάνω στην εταιρική διακυβέρνηση που χωρίς αμφιβολία στηρίχθηκε εν πολλοίς και στην πρακτική εμπειρία των ερευνητών.

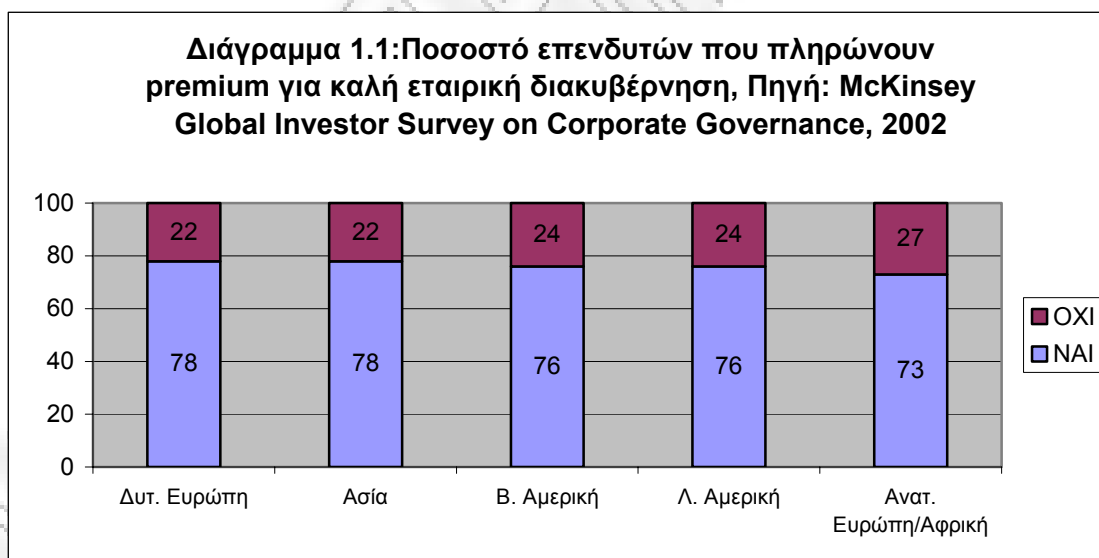
Σύμφωνα με τον Ν. Καραμούζη¹, η σωστή εταιρική διακυβέρνηση ερμηνεύεται ως «εταιρική ευνομία», δηλαδή εφαρμογή ορθών αρχών που διέπουν τις σχέσεις μεταξύ της Διοίκησης της εταιρίας, των μετόχων, του διοικητικού συμβουλίου και άλλων ενδιαφερομένων μερών (εμποτικές αρχές, κυβερνήσεις, καταθέτες τραπεζών, κ.τ.λ.) με μοναδική συνεισφορά την παροχή ασπίδας προστασίας στους μετόχους.

Κύριο ζητούμενο, δηλαδή από την υιοθέτηση βέλτιστων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης είναι η προάσπιση των συμφερόντων και των δικαιωμάτων των μετόχων και των πιστωτών της εταιρίας και η θεμελίωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών, οι οποίοι σύμφωνα με πρόσφατες έρευνες² συμπεριλαμβάνουν στα κριτήρια λήψης των επενδυτικών τους αποφάσεων την ποιότητα διακυβέρνησης και το βαθμό προστασίας που απολαμβάνουν στα διάφορα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης και είναι πρόθυμοι να πληρώσουν ένα premium (υψηλότερη τιμή) ακόμα και για μετοχές εταιριών αναδυόμενων αγορών όπως η Λατινική Αμερική, η Ασία και η Ανατολική Ευρώπη (διάγραμμα 1.1). Πιο συγκεκριμένα, η εταιρική διακυβέρνηση

¹ Από την ομιλία του κ. Ν. Καραμούζη στο «Συνέδριο για την Εταιρική Διακυβέρνηση και Διεθνή Εταιρία», Νοέμβριος, 2005

² Την έρευνα που πραγματοποίησε το 2002 η McKinsey (2002 Global Investor Opinion survey) σε 200 θεσμικούς επενδυτές που διαχειρίζονται 2 τρις USD παγκοσμίως

περιγράφει την ενδεικνυόμενη αποτελεσματικότητα και διαφάνεια των διοικητικών λειτουργιών μιας εταιρίας προς όφελος των μετόχων της και του κοινωνικού της περιβάλλοντος μέσα στα όρια που διαγράφει το εκάστοτε νομικό, θεσμικό και ρυθμιστικό πλαίσιο. Όπως γίνεται εύκολα αντιληπτό από μια πρώτη διερεύνηση οι κανόνες ορθής και ποιοτικής εταιρικής διακυβέρνησης μπορούν να αποτελέσουν ένα σημαντικό συστατικό στοιχείο για υγιή ανάπτυξη και επέκταση των επιχειρήσεων σε μακροχρόνια βάση, για αποτελεσματικότερη λειτουργία των αγορών χρήματος και κεφαλαίου αλλά και για οικονομική ανάπτυξη. Οι σύγχρονες πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης, όπως αποτυπώνονται στην πληθώρα κωδίκων βέλτιστης πρακτικής που έχουν εκδοθεί σε όλον τον κόσμο και αποτελούν προϊόν ενδελεχούς διερεύνησης και προβληματισμού πάνω στην εσωτερική λειτουργία και οργάνωση των πολυσύνθετων επιχειρησιακών οντοτήτων, καλούνται να διαδραματίσουν το ρόλο του οδηγού, είτε δια της εθελοντικής είτε μέσω της καταναγκαστικής οδού, για καλύτερη διοίκηση και οργάνωση, περισσότερη διαφάνεια και συνειδητοποίηση, καθώς και περαιτέρω ανάπτυξη του κοινωνικού προσώπου αυτών των επιχειρησιακών οντοτήτων.



Τα παραπάνω επιδιωκόμενα αποτελέσματα από την εφαρμογή ορθών αρχών εταιρικής διακυβέρνησης στηρίζονται στην αναγνώριση, από την πλευρά του φορέα ενάσκησης επιχειρηματικής δραστηριότητας, της θεμελιώδους σημασίας που έχει για τον ίδιο η καλύτερη και αποδοτικότερη διαχείριση των σχέσεων με όσους παράγοντες αναμειγνύονται και έχουν νόμιμο συμφέρον

από τη λειτουργία της επιχείρησης (stakeholders). Στους παράγοντες αυτούς περιλαμβάνονται οι μέτοχοι-επενδυτές, τα πιστωτικά ιδρύματα, οι πελάτες, οι προμηθευτές, η κοινότητα εντός της οποίας η επιχείρηση αναπτύσσει την δραστηριότητα της, οι διάφοροι επιχειρησιακοί συνεργάτες και φυσικά το κράτος. Η ανάπτυξη των σχέσεων με τους παραπάνω παράγοντες προϋποθέτει, ότι οι φορείς που ασκούν τη διοίκηση της εταιρίας (management) λαμβάνουν σοβαρά υπόψη τους τα συμφέροντα των stakeholders κατά την διαδικασία λήψεως των εταιρικών αποφάσεων, καθώς η εμπειρία έχει αποδείξει ότι η μακροπρόθεσμη αφοσίωση στα συμφέροντα των ομάδων αυτών μπορεί να ενισχύσει την κερδοφορία και την οικονομική αξία της εταιρίας.

Οι εμπλεκόμενοι στη λειτουργία της επιχείρησης φορείς, μέσω των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης που αποτυπώνονται στα διάφορα συστήματα και προβλέπουν διάφορες μορφές συμμετοχής τους στις εσωτερικές δομές της εταιρίας, έχουν την δυνατότητα να προασπίσουν τα συμφέροντα τους και μέσω των δικαιωμάτων ψήφου που κατοχυρώνει το εκάστοτε νομικό σύστημα να γίνουν μέτοχοι στη διαδικασία λήψεως των εταιρικών αποφάσεων.

Τα προβλήματα όμως σε κάθε εταιρία δημιουργούνται από το γεγονός ότι τα συμφέροντα των stakeholders όχι μόνο δεν ταυτίζονται αλλά και μία στοιχειώδης ευθυγράμμιση τους καθίσταται δυσχερής στο σημερινό, πολύπλοκο επιχειρησιακό περιβάλλον. Το αποτέλεσμα της παραπάνω ανυπαρξίας ταύτισης συμφερόντων των διάφορων stakeholders καταλήγει τις περισσότερες φορές σε δυναμικές συγκρούσεις συμφερόντων (conflicts of interests) που μειώνουν σε μεγάλο βαθμό την ποιότητα των εταιρικών αποφάσεων που λαμβάνονται και κατ' επέκταση οδηγούν σε φθίνουσα εταιρική απόδοση, ενώ θέτουν σε κίνδυνο την εταιρική επιβίωση.

Η πιο γνωστή και πιο επώδυνη για την εταιρία μορφή σύγκρουσης συμφερόντων είναι αυτή μεταξύ των μετόχων επενδυτών και των διευθυντών ή managers της εταιρίας. Οι μέτοχοι επενδυτές είναι αυτοί που κατέχουν κάποιο μερίδιο ιδιοκτησίας από την εταιρία και αποτελούν τη βασικότερη πηγή χρηματοδότησης της, ενώ οι managers είναι επιφορτισμένοι με τη λήψη των συγκεκριμένων αποφάσεων καθημερινής διοίκησης της εταιρείας στα πλαίσια όμως πάντα της στρατηγικής που χαράσσει το Διοικητικό Συμβούλιο- μόνο αρμόδιο για να καθορίζει την γενική πορεία της εταιρείας. Οι περιπτώσεις

σύμφωνα με τις οποίες οι managers σκεφτόμενοι με ιδιοτέλεια υιοθετούν μέσω της διοικητικής τους πρακτικής πολιτικές και συμπεριφορές που αποβαίνουν σε βάρος των συμφερόντων των μετόχων και δύνανται να βλάψουν το συμφέρον της εταιρίας είναι πολλές και καταγράφονται στην διεθνή βιβλιογραφία, ενώ θα γίνει εκτενής διερεύνηση και στην παρούσα εργασία.

Οι διευθυντικές συμπεριφορές (managerial behavior) όμως δεν μπορούν να παραμένουν ανεξέλεγκτες και πρέπει να υποβάλλονται σε εντατικό έλεγχο ώστε να επιτυγχάνεται μείωση των συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ μετόχων και managers σε βαθμό που όλες οι εταιρικές αποφάσεις που λαμβάνονται από την πλευρά των managers να επιτυγχάνουν την διασφάλιση της ικανοποίησης του βασικότερου συμφέροντος ενός μέσου μετόχου μιας εισηγμένης εταιρίας, που δεν είναι άλλος από την μεγαλύτερη δυνατή αύξηση της αξίας των μετοχών του. Εξάλλου, η αρχή της αποφυγής της σύγκρουσης συμφερόντων αποτελεί την αρχή στην οποία στηρίζεται όλη η θεωρία περί εταιρικής διακυβέρνησης και οι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης, εσωτερικοί ή εξωτερικοί, όπως θα παρουσιασθεί σε άλλο τμήμα της εργασίας, έχουν ως σκοπό να οριοθετήσουν τα πλαίσια δράσης και συμπεριφοράς των managers και να αναβαθμίσουν το επίπεδο διοίκησης, οργάνωσης και διαφάνειας της εταιρίας δικαιολογώντας την ύπαρξη και λειτουργία τους ακριβώς στην παραπάνω αρχή.

Ένας από τους σημαντικότερους μηχανισμούς της εταιρικής διακυβέρνησης που αποσκοπεί στον έλεγχο των ενεργειών και αποφάσεων των διοικούντων και στην προστασία των συμφερόντων των μετόχων επενδυτών είναι το Διοικητικό Συμβούλιο (Board of Directors). Είναι αλήθεια ότι η ακαδημαϊκή έρευνα ανέπτυξε σημαντικές θεωρητικές και πρακτικές διαστάσεις σε τομείς της διοίκησης όπως το marketing, η οργάνωση, η στρατηγική, η χρηματοοικονομική και η παραγωγή. Όμως, πολύ λίγη προσοχή δόθηκε στον στρατηγικό ρόλο που καλείται να διαδραματίσει το διοικητικό συμβούλιο στη σύγχρονη εταιρία. Ο συγκεκριμένος τομέας ερευνητικού ενδιαφέροντος έχει πολλά περιθώρια ανάπτυξης ακόμα αφού η εμπειρική έρευνα που έχει συσσωρευτεί τα τελευταία χρόνια δεν έχει αποφέρει μία ομοιογένεια αποτελεσμάτων ως προς τις κύριες υποθέσεις που τίθενται αναφορικά με τον αν το μέγεθος και η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου επιδρούν στην

βελτίωση της εταιρικής απόδοσης, είτε αυτή εκφράζεται ως καθαρή αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής, είτε ως απλή αύξηση των μεγεθών πωλήσεων και κερδοφορίας.

Η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου, οι πρακτικές του, το μέγεθος και ο ρόλος του ως συλλογικού οργάνου διοίκησης της εταιρίας αποτελούν τα συνθετικά ενός εκ των κυρίων αξόνων προβληματισμού της παρούσας μελέτης, τόσο σε επίπεδο διεθνούς εμπειρίας, όσο και σε επίπεδο ελληνικής πραγματικότητας.

Βασικές καθοδηγητικές γραμμές για τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου εταιριών των οποίων οι κινητές αξίες (μετοχές ή ομολογίες) είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές, δίδονται κυρίως από τον Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (OECD Principles, 2004) αλλά και από τις προτάσεις του Sir Adrian Cadbury (Cadbury Recommendations, 1992) για την κεφαλαιαγορά του Ηνωμένου Βασιλείου. Στις Η.Π.Α. το τοπίο διαμορφώνεται υπό το πρίσμα των αυστηρών και ιδιαίτερα απαιτητικών ρυθμίσεων που θεσμοθετούνται βάσει του νόμου των Sarbannes-Oxley (2002) και έρχονται ως μια ηχηρή απάντηση στα ερωτήματα περί εταιρικής διακυβέρνησης που έθεσε η χιονοστιβάδα των χρηματοοικονομικών σκανδάλων με πιο αντιπροσωπευτική την κατάρρευση του ενεργειακού ομίλου της Enron (2001). Η ελληνική έννομη τάξη εισάγει κάποιες ρυθμίσεις για την σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου μέσω του νόμου 3016/2002 περί εταιρικής διακυβέρνησης, ενώ ο ίδιος νόμος εγκαινιάζει το θεσμό των ανεξάρτητων μελών, ο οποίος είναι γνωστός σε πολλές έννομες τάξεις. Σήμερα η συμμόρφωση με το νέο θεσμικό πλαίσιο αλλά και η υιοθέτηση αρχών που έχουν εθελοντικό χαρακτήρα είναι επιτακτική για τις εισηγμένες εταιρίες που φιλοδοξούν να προσελκύσουν το ενδιαφέρον των θεσμικών και ιδιωτών επενδυτών και να επιβάλλουν όρους χρηστής διοίκησης στην καθημερινή τους λειτουργία. Όπως θα φανεί από την παρούσα εργασία, στη νέα εποχή της παγκοσμιοποίησης και της υψηλής τεχνολογίας, εταιρίες που δεν εφαρμόζουν συγκροτημένες πολιτικές εταιρικής διακυβέρνησης και δεν πείθουν τα ενδιαφερόμενα για την εταιρική λειτουργία μέρη για τη διαφάνεια των ακολουθούμενων πρακτικών εκτελεστικής διοίκησης κινδυνεύουν να βιώσουν δραματική αύξηση του λειτουργικού τους κόστους και η μετοχή τους να περιέλθει στα αζήτητα.

1.2 Γιατί είναι επίκαιρη η εταιρική διακυβέρνηση;

Η ταχύτατη παγκοσμιοποίηση της οικονομίας που πυροδοτήθηκε από την κατάρρευση της Σοβιετικής Ένωσης και του λεγόμενου «υπαρκτού σοσιαλισμού» και η συνακόλουθη επικράτηση του μοντέλου της ανοικτής αγοράς με ελεύθερο ανταγωνισμό και σε οικονομίες που δεν ανήκουν στο δυτικό προηγμένο οικονομικά κόσμο, έθεσαν και θέτουν νέες προοπτικές ανάπτυξης και κερδοφορίας για τις εταιρίες που διακατέχονται από εξωστρέφεια και αναζητούν επιμόνως νέες επενδυτικές διεξόδους για τα κεφάλαια τους. Η διεθνοποιημένη επιχείρηση είναι πλέον μία πραγματικότητα και η εμφάνιση της και σε κράτη που ακολουθούσαν μέχρι πρότινος το μοντέλο της κεντρικά διευθυνόμενης οικονομίας είναι αρκετά ισχυρή, σε σημείο που ο άλλοτε πανίσχυρος παραδοσιακά κρατικός έλεγχος σε επιχειρήσεις στρατηγικής σημασίας να εξασθενεί και η συμμετοχή του ιδιωτικού κεφαλαίου, είτε εγχωρίου είτε ξένου σ' αυτές τις επιχειρήσεις, αργά αλλά σταδιακά να διογκώνεται. Οι αλλαγές αυτές στα ιδιοκτησιακά καθεστώτα συνθέτουν ένα μαζικό ρεύμα ιδιωτικοποιήσεων που δεν παρατηρείται μόνο στις αναπτυσσόμενες οικονομίες.

Το αίτημα των ιδιωτικοποιήσεων υπαγορεύεται από τις εξελίξεις στην παγκόσμια οικονομία που χαρακτηρίζονται από κυβερνητικές πολιτικές που αποβλέπουν στη συρρίκνωση του δημοσίου τομέα διαφόρων οικονομιών μέσω προγραμμάτων αποκρατικοποιήσεων προς ανακούφιση των δημοσιονομικών τους μεγεθών και αύξηση της αποτελεσματικότητας των επιχειρήσεων, της κερδοφορίας και της απασχόλησης. Η δομή διακυβέρνησης των νέων εταιριών, που πέρασαν το στάδιο μετάβασης από τον κρατικό στον ιδιωτικό έλεγχο, είναι το ερώτημα που ταλανίζει τις οικονομίες και τις κυβερνήσεις που δεν έχουν προσαρμοστεί πλήρως με τη νέα οικονομική πραγματικότητα και ζητεί επίλυση ώστε να διασφαλιστεί η βιωσιμότητα των εταιριών μέσω διασφάλισης ξένων κεφαλαίων και να μην περιπέσουν σε πτώχευση.

Οι εταιρίες των αναδυόμενων αγορών πρέπει να αναπτύξουν στο εγγύς μέλλον αυστηρές και αξιόπιστες αρχές εταιρικής διακυβέρνησης που θα τους επιτρέψουν να καταστούν ανταγωνιστικοί τόποι προσέλκυσης κεφαλαίων από

θεσμικούς επενδυτές³. Αυτή η τάση αναμένεται να ενταθεί τα επόμενα χρόνια ενώ τα παραδείγματα εταιριών αναδυόμενων αγορών που εφαρμόζουν σωστές αρχές εταιρικής διακυβέρνησης, αντί αδιαφανών διοικητικών πρακτικών και διαδικασιών αυξάνονται συνεχώς. Η περίπτωση της ρώσικης πετρελαϊκής εταιρίας Sibneft είναι χαρακτηριστική όταν αναφερόμαστε σε μια οικονομία που αδυνατεί ακόμα και σήμερα να απαλλαγεί από τις δυνάμεις της διαφθοράς, της αδιαφάνειας και του έντονου κρατικού παρεμβατισμού που μαστίζουν την ιδιωτική επιχειρηματική πρωτοβουλία και δραστηριοποίηση. Η αύξηση του κόστους χρηματοδότησης τροφοδοτείται επιπλέον από τη τραυματισμένη εμπιστοσύνη των επενδυτών προς την κακή διαχειριστική πολιτική και τη στρεβλή εφαρμογή των λογιστικών προτύπων από μεγάλες πολυεθνικές εταιρίες που οδήγησαν στην αποκάλυψη σημαντικών σκανδάλων, θέτοντας την χρηστή εταιρική διακυβέρνηση και τα υποσυστήματα της στο προσκήνιο των διαβουλεύσεων όλων των παραγόντων που επιθυμούν ταχεία ανάκαμψη των μηχανισμών της αγοράς και αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών προς όφελος της ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας που θα επιταχυνθεί από άνετη πρόσβαση των επιχειρήσεων σε χαμηλού κόστους επενδυτικά κεφάλαια.

1.3 Σκοπός της εργασίας

Σκοπός της εργασίας αυτής είναι να διερευνήσει την εταιρική διακυβέρνηση και να συνεισφέρει στην ανάδειξη της ως ένα μοντέρνο πεδίο ακαδημαϊκού και ερευνητικού ενδιαφέροντος που τα περιθώρια περαιτέρω προβληματισμού σε εμπειρικό κυρίως επίπεδο είναι πλούσια. Σε μια εποχή κυριαρχίας πανίσχυρων και αστρονομικά αμειβομένων διευθυντικών στελεχών, η εταιρική διακυβέρνηση και ο πιο σημαντικός μηχανισμός της, το Διοικητικό Συμβούλιο, φαντάζουν ισχυρά αντίδοτα θεραπείας προβλημάτων εταιρικής απόδοσης, εταιριών που έχουν να επιδείξουν ένα παραδοσιακά ανταγωνιστικό πρόσωπο στην αγορά. Μέσα από την βιβλιογραφική προσέγγιση που ακολουθεί, επιχειρείται μια συνολική επισκόπηση της συμβολής της εταιρικής διακυβέρνησης στην εταιρική απόδοση, χωρίς όμως να παραγνωρίζεται σε κανένα σημείο της ανάλυσης το γεγονός ότι παράμετροι, όπως η

³ Newell and Wilson, (2002)

επιχειρησιακή στρατηγική, οι ηθικές αξίες και η εταιρική κουλτούρα μπορούν να διαδραματίσουν εξίσου, ή και πιο σημαντικό ρόλο στον επηρεασμό και τη διαμόρφωση της εταιρικής απόδοσης.

1.4 Δομή και περιεχόμενο της εργασίας

Η διπλωματική αυτή εργασία αποτελείται από οκτώ συνολικά θεματικές ενότητες μέσα από τις οποίες επιχειρείται μια βαθιά εννοιολογική προσέγγιση του όρου «εταιρική διακυβέρνηση» με έμφαση στην επίδραση που ασκεί στην αποτελεσματικότητα της διαδικασίας λήψεως των εταιρικών αποφάσεων και στην εταιρική απόδοση, όπως και αν αυτή αποτιμάται. Αναλύονται και συζητούνται πολύ σημαντικά θέματα που η ερευνητική και πρακτική εμπειρία τα καθιστά ιδιαίτερα επίκαιρα και στην Ελλάδα, όπου η ευαισθητοποίηση των εταιριών, εισηγμένων και μη, γύρω από την εταιρική διακυβέρνηση συνεχώς αυξάνεται σε συνδυασμό με την ταχύτατη ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και την τάση εξωστρέφειας που επιδιώκεται από τις οικονομικές πολιτικές των τελευταίων ετών. Πιο αναλυτικά η δομή της διπλωματικής εργασίας έχει ως εξής:

Στο πρώτο κεφάλαιο, που αποτελεί την εισαγωγή της εργασίας, αναπτύσσεται μια γενικότερη προβληματική γύρω από την εταιρική διακυβέρνηση και επεξηγούνται συνοπτικά κάποιοι λόγοι που την καθιστούν έναν αποφασιστικής σημασίας παράγοντα για την χρηματοδότηση των εταιριών στο σύγχρονο επιχειρηματικό περιβάλλον, καθώς και κάποια σημαντικά διδάγματα περί εταιρικής διακυβέρνησης που προέκυψαν από τα χρηματοοικονομικά σκάνδαλα που έπληξαν τις κεφαλαιαγορές των Ηνωμένων Πολιτειών και έφτασαν στην κορύφωση τους με την δραματική κατάρρευση του πρωτοπόρου του ενεργειακού κλάδου των Η.Π.Α., την Enron. Το πρώτο κεφάλαιο κλείνει με μία περιγραφή της μεθοδολογίας της ανάλυσης που θα ακολουθήσει, του σκοπού, της δομής και του περιεχομένου της εργασίας.

Στο δεύτερο κεφάλαιο επιχειρείται μια ενδελεχής εννοιολογική προσέγγιση του όρου «εταιρική διακυβέρνηση». Επίσης, κρίνεται σκόπιμο να γίνει μια ιστορική αναφορά στην εταιρική διακυβέρνηση και να εξεταστεί με ενδελεχή τρόπο το ζήτημα του διαχωρισμού ελέγχου και ιδιοκτησίας μιας εταιρίας σε συνδυασμό με όλες τις μορφές σύγκρουσης συμφερόντων που αναδύονται από έναν

τέτοιο διαχωρισμό. Το δεύτερο κεφάλαιο κλείνει με μια σύντομη εισαγωγή στους εσωτερικούς και εξωτερικούς μηχανισμούς της εταιρικής διακυβέρνησης.

Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται μια συγκριτική ανάλυση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης. Η κύρια έμφαση δίδεται στη σύγκριση μεταξύ του Αγγλοσαξονικού, με κύριους εκπροσώπους τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής και το Ηνωμένο Βασίλειο και του Ευρωπαϊκού συστήματος, με κύριους εκφραστές τη Γερμανία και τη Γαλλία, ενώ επισημαίνονται οι κύριες ιδιαιτερότητες αναφορικά με την ιδιοκτησιακή δομή των εταιριών στα δύο αυτά κύρια συστήματα. Ανάμεσα στα δύο παραπάνω συστήματα παρεμβάλλεται το Ιαπωνικό μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης. Το κεφαλαίο κλείνει με έναν σύντομο προβληματισμό πάνω στη σταδιακή σύγκλιση των συστημάτων που ενσωματώνεται στο γενικότερο πλαίσιο της παγκοσμιοποίησης των αγορών και επιτάσσει ομοιομορφία στο τρόπο λειτουργίας και οργάνωσης των εταιριών.

Στο τέταρτο κεφάλαιο ερευνάται ο στρατηγικός ρόλος του διοικητικού συμβουλίου ως ενός εκ των σημαντικότερων εσωτερικών μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης. Τα θέματα που αναλύονται αφορούν τη σύνθεση του, το μέγεθος και το ρόλο των ανεξάρτητων μελών ως θεσμού εποπτείας των εκτελεστικών στελεχών και φορέα προστασίας των συμφερόντων των μετόχων. Το τέταρτο κεφάλαιο κλείνει με μία αναφορά στα χαρακτηριστικά των επιτροπών του διοικητικού συμβουλίου, την επιτροπή εσωτερικού ελέγχου, την επιτροπή εταιρικής διακυβέρνησης και υποψηφιοτήτων και την επιτροπή αμοιβών.

Στο πέμπτο κεφάλαιο της διπλωματικής εργασίας, επιχειρείται μία εξέταση του εσωτερικού ελέγχου κατά το βαθμό που αυξάνει τη σημασία της εταιρικής διακυβέρνησης και συνδέεται με αυτήν στη σύγχρονη πραγματικότητα μετά και το ξέσπασμα των λογιστικών και ελεγκτικών σκανδάλων και την δραματική κατάρρευση επιχειρησιακών γιγάντων στις Η.Π.Α. το 2001.

Στο έκτο κεφάλαιο δίνεται μία ιδέα των διεθνών εξελίξεων γύρω από την εταιρική διακυβέρνηση που έχει σαν κεντρικό σημείο αναφοράς το νόμο Sarbannes-Oxley που ρυθμίζει τις υποχρεώσεις χρηματοοικονομικής πληροφόρησης των εταιριών εισηγμένων στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE). Επίσης, εξετάζεται η διακυβέρνηση στην Ευρωπαϊκή Ένωση και η

ευαισθητοποίηση των παραγόντων της αγοράς που αποτυπώνεται στην έκδοση μιας πληθώρας κωδίκων βέλτιστης πρακτικής με αφετηρία τον κώδικα Cadbury (1992), αλλά και στις προσπάθειες θέσπισης ενός ενιαίου ευρωπαϊκού κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης στα πλαίσια της ολοκλήρωσης της εσωτερικής αγοράς. Το έκτο κεφάλαιο κλείνει με μία εξέταση των τελευταίων εξελίξεων από το μέτωπο των αναδυόμενων οικονομιών που η εταιρική διακυβέρνηση μετά την κρίση της περιόδου 1997-1998 κρίνεται ως μείζονος σημασίας ζήτημα για την επαναπροσέγγιση ξένων επενδυτικών κεφαλαίων.

Στο έβδομο κεφάλαιο δίνεται μία εικόνα των εξελίξεων στο πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα. Η έμφαση θα δοθεί στο ρόλο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ως θεσμού εποπτείας της αρμονικής λειτουργίας της αγοράς, καθώς και στις συστάσεις αυτής για την εταιρική διακυβέρνηση των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Στη συνέχεια εξετάζεται η επικαιρότητα της εταιρικής διακυβέρνησης για τις ελληνικές εταιρίες οι οποίες χαρακτηρίζονται από έντονα συγκεντρωτική ιδιοκτησία και οικογενειακό χαρακτήρα. Το κεφάλαιο κλείνει με μία παρουσίαση του νομοθετικού πλαισίου όπως αυτό διαμορφώνεται μετά την ψήφιση του νόμου 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση.

Στο όγδοο κεφάλαιο παρατίθενται τα συμπεράσματα από την εκπόνηση αυτής της διπλωματικής εργασίας καθώς και προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.

Κεφάλαιο 2: Η εξέλιξη της εταιρικής διακυβέρνησης και οι μηχανισμοί της

2.1 Πρόβλημα αντιπροσώπευσης και θεωρία της επιχείρησης

Η θεωρία της εταιρικής διακυβέρνησης και η εμπειριστατωμένη διερεύνηση των προβλημάτων της εσωτερικής λειτουργίας των σύγχρονων μορφών νομικής εταιρικής οργάνωσης πηγάζουν από το μετασχηματισμό της ακαδημαϊκής σκέψης και των πορισμάτων της διεθνούς εμπειρικής έρευνας αναφορικά με το ρόλο της εταιρίας ως θεσμικής, νομικής και κοινωνικής οντότητας. Η μεγιστοποίηση των εταιρικών κερδών και η ελαχιστοποίηση του κόστους παραγωγής χαρακτηρίζεται πλέον ως μία ιδιαίτερα απλοϊκή προσέγγιση αιτιολόγησης της συμπεριφοράς της σύγχρονης επιχείρησης. Αιτία για την παραπάνω μεταστροφή του προβληματισμού και την εγκατάλειψη των νεοκλασικών ιδεών αποτελεί η συνειδητοποίηση της διόγκωσης της πολυπλοκότητας των επιχειρήσεων και της αυξανόμενης διαφοροποίησης των επιχειρησιακών στόχων των εμπλεκομένων στη λειτουργία τους. Επίσης, μία ακόμα από τις υποθέσεις της νεοκλασικής θεωρίας περί άρτιας λειτουργίας των μηχανισμών της αγοράς και συγκεκριμένα του μηχανισμού των τιμών, δεν τυγχάνει να αποδεικνύεται ικανός παράγοντας εξισορρόπησης της διευθυντικής συμπεριφοράς (managerial behavior) με τις συνθήκες μεγιστοποίησης των κερδών στους μεγάλους οργανισμούς που υπαγόρευε η οριακή θεωρία και τα διάφορα ρεύματα των μαρτζιναλιστών.

Η διερεύνηση και δικαιολόγηση του ιδεατού μοντέλου εσωτερικής οργάνωσης των επιχειρήσεων βρέθηκε στο προσκήνιο του ερευνητικού ενδιαφέροντος των βιομηχανικών οικονομολόγων που προσπάθησαν με αυτόν τον τρόπο να εξηγήσουν τα κίνητρα της διευθυντικής συμπεριφοράς και να θέσουν ένα καινούργιο θεωρητικό πλαίσιο ερμηνείας των διάφορων μορφών ιδιοκτησιακής δομής. Σε κεντρικούς άξονες προβληματισμού και επανεξέτασης της θεωρίας της επιχείρησης αναδεικνύονται ο διαχωρισμός ιδιοκτησίας και ελέγχου, η κατανομή των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας (property

rights), οι τρόποι άσκησης της εταιρικής διακυβέρνησης και η εταιρική κοινωνική ευθύνη.

Ένας από τους πρώτους που ασχολήθηκαν με την εσωτερική δομή της εταιρίας ήταν ο Coase στο περίφημο άρθρο του "The Nature of the Firm" (1937) που αποτελεί και την αιχμή της θεωρίας του συναλλακτικού κόστους (transaction cost theory). Ο Coase υπογράμμισε πως στα πλαίσια μιας ομαδικής παραγωγικής δραστηριότητας υφίσταται το δίλημμα αν πρέπει να χρησιμοποιηθούν οι μηχανισμοί των τιμών της αγοράς για την τέλεση της ή αν πρέπει να ανατεθεί η συγκεκριμένη δραστηριότητα προς διεκπεραίωση σε εσωτερικούς πόρους. Η σύγκριση του εναλλακτικού κόστους των δύο επιλογών θα καθορίσει και τη συμπεριφορά της επιχείρησης ως προς την ολοκλήρωση της δραστηριότητας εντός ή εκτός των διοικητικών και λειτουργικών «συνόρων» της (Coase, 1937, όπως αναφέρεται στο Jensen και Meckling, 1976). Αν, για παράδειγμα, η ανάθεση κάποιας ομαδικής παραγωγικής δραστηριότητας σε άλλη επιχείρηση συνεπάγεται υψηλά κόστη για την επιχείρηση, τότε ενδείκνυται η οργάνωση των εσωτερικών πόρων εντός των ορίων της επιχείρησης ώστε να υπάρξει ισχυρότερο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.

Σύμφωνα με τους Alchian και Demsetz (1972), μεγαλύτερη σημασία από την προσφυγή στους μηχανισμούς των τιμών της αγοράς για οργάνωση της ομαδικής παραγωγικής διαδικασίας, έχει η αποτελεσματική διαχείριση του κόστους παρακολούθησης της εργασίας που φέρνουν εις πέρας τα μέλη της ομάδας κάθε ένα ξεχωριστά και η ακριβής καταγραφή και μέτρηση της οριακής παραγωγικότητας του κάθε μέλους. Το κόστος αυτό, σύμφωνα πάντα με τους Alchian και Demsetz, είναι χαμηλότερο από το κόστος αναζήτησης και σύναψης συνεργασίας με άλλη επιχείρηση. Απώτερος στόχος από την παρακολούθηση των εντολοδόχων-εργαζομένων (agents) είναι η μείωση των παραλείψεων κατά την εκτέλεση των καθηκόντων τους και η αύξηση της παραγωγικότητάς τους. Για να είναι αποτελεσματική η παρακολούθηση θα πρέπει ο επόπτης της ομαδικής δραστηριότητας να διακατέχεται από ισχυρά κίνητρα, που σύμφωνα με τους Alchian και Demsetz, θα πρέπει να είναι κίνητρα ιδιοκτησίας, δηλαδή αξίωσης απόδοσης στον ίδιο του υπολοίπου

των κερδών που προκύπτει από τα συνολικά κέρδη της ομάδας εργασίας. Η συμπεριφορά του προς τα μέλη της ομάδας είναι καθοδηγητικής φύσεως και έχει το δικαίωμα παύσης της συμμετοχής κάποιου μεμονωμένου μέλους της ομάδας αν διαπιστώσει, ότι δεν συνεισφέρει στην αύξηση της παραγωγικότητας της ομάδας, ενώ είναι ο μόνος αρμόδιος για την διαπραγμάτευση των όρων του συμβολαίου με το κάθε μέλος της ομάδας ξεχωριστά. Η βάση συμβατικών ρυθμίσεων οργάνωση και ο συντονισμός των εισροών σε μια ομαδική διαδικασία παραγωγής συντελεί στην «γέννηση» της κλασικής καπιταλιστικής εταιρίας που, σύμφωνα με τους Alchian και Demsetz, ακολουθεί τα ακόλουθα χαρακτηριστικά: α) παρακολούθηση της παραγωγικής διαδικασίας στην οποία συμμετέχουν περισσότεροι του ενός ιδιοκτήτες παραγωγικών συντελεστών από κάποιον επόπτη (ιδιοκτήτη), β) απόδοση στον επόπτη του υπολοίπου των κερδών με τη σύμφωνη γνώμη των μελών της ομάδας εργασίας, γ) ορισμός του δικαιούχου του υπολοίπου ως κοινού συμβαλλόμενου κατά τις διαπραγματεύσεις των συμβολαίων με τους κατόχους των παραγωγικών συντελεστών, δ) δικαίωμα του δικαιούχου του υπολοίπου να μεταβάλλει τη σύνθεση των παραγωγικών συντελεστών που συμμετέχουν στην παραγωγική διαδικασία και ε) το δικαίωμα του δικαιούχου-ιδιοκτήτη να μεταβιβάζει τα δικαιώματα ιδιοκτησίας που αναφέρθηκαν παραπάνω κατά τη βούληση του.

Οι Jensen και Meckling (1976) εμβάθυναν ακόμα περισσότερο στις απόψεις των Alchian και Demsetz, προσφέροντας μία διαφορετική θεώρηση πάνω στη θεωρία της επιχείρησης και στην εξήγηση των διευθυντικών συμπεριφορών. Κατά την άποψη τους, η επιχείρηση σαν μία νομική και θεσμική οντότητα πρεσβεύει ένα πλέγμα συμβατικών ρυθμίσεων μέσα στο οποίο οι αντικρουόμενοι στόχοι των διάφορων εμπλεκόμενων μονάδων, δηλαδή των συντελεστών παραγωγής έρχονται σε ισορροπία κατά αντιστοιχία με τη συμπεριφορά των δυνάμεων της αγοράς. Επιπρόσθετα, η επιχείρηση μπορεί να χαρακτηριστεί και από την ύπαρξη μίας σειράς διαιρετών δικαιωμάτων ιδιοκτησίας των περιουσιακών της στοιχείων και των παραγόμενων χρηματικών ροών, τα οποία μπορούν να μεταβιβασθούν ελεύθερα στην αγορά χωρίς να απαιτείται προηγουμένως η άδεια κάποιου άλλου συμβαλλόμενου μέρους. Σύμφωνα με τους Jensen και Meckling (1976), η

κατανομή των διάφορων διαιρετών δικαιωμάτων γίνεται δυνατή μέσω της σύναψης των συμβολαίων και μόνο βάσει των περιεχομένων αυτών καθορίζονται οι συμπεριφορές των managers και των άλλων μεμονωμένων ατόμων που σχετίζονται με τον οργανισμό.

Στις σύγχρονες επιχειρήσεις διασκορπισμένης μετοχικής βάσης, όπου η ιδιοκτησία διαχωρίζεται από τον έλεγχο, οι Jensen και Meckling αναγνωρίζουν, ότι η θεωρία εντολέα-εντολοδόχου, ή αλλιώς θεωρία αντιπροσώπευσης (agency theory) έχει άριστη εφαρμογή. Σύμφωνα με το δικό τους ορισμό, σχέση αντιπροσώπευσης υφίσταται όταν βάσει συμβολαίου ο κατέχων δικαιώματα ιδιοκτησίας εντολέας (principal) αναθέτει σε ένα άλλο πρόσωπο, τον εντολοδόχο-αντιπρόσωπο (agent), την εξουσία λήψεως κάποιων αποφάσεων για λογαριασμό του (εντολέα). Αν και οι δύο πλευρές αρέσκονται στη μεγιστοποίηση της συνάρτησης ατομικής χρησιμότητας τους, τότε είναι σχεδόν βέβαιο πως ο αντιπρόσωπος θα υιοθετήσει συμπεριφορές και δράσεις που δεν θα είναι προς όφελος του εντολέα με αποτέλεσμα να δημιουργείται το κόστος αντιπροσώπευσης (agency cost) αυτής της συμβατικής σχέσης. Ο εντολέας για να περιορίσει τέτοιου είδους συμπεριφορές που λειτουργούν μειωτικά για τον πλούτο του (welfare) αναλαμβάνει ένα κόστος παρακολούθησης του αντιπρόσωπου ενώ παράλληλα εγκαθιδρύει ένα μηχανισμό κινήτρων ώστε ο αντιπρόσωπος να ενθαρρυνθεί να ευθυγραμμίσει τις ενέργειες του με τα συμφέροντα του εντολέα. Οι σχετικές παράμετροι των κινήτρων αλλά και της χρονικής διάρκειας της σχέσης μεταξύ εντολέα και εντολοδόχου προβλέπονται από το συμβόλαιο το οποίο συνάπτουν τα δύο συμβαλλόμενα μέρη. Εκτός αυτού, στο συμβόλαιο θα πρέπει να προκαθορίζεται ο τρόπος συμπεριφοράς του εντολοδόχου κατά την αντιμετώπιση όλων των πιθανών μελλοντικών καταστάσεων ώστε να εκμηδενίζονται οι πιθανότητες λήψεως δυσμενών για τον εντολέα αποφάσεων και να εξαλείφονται τα κόστη αντιπροσώπευσης. Μία τέτοια υπόθεση όμως δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα και πόσο μάλλον στην εταιρική πραγματικότητα, όπου ως εντολέας αναδεικνύεται ο μέτοχος της εταιρίας ή βασικός επιχειρηματίας που μη διαθέτοντας τα απαιτούμενα κεφάλαια αναλαμβάνει να συγκεντρώσει κεφάλαια από άλλους επενδυτές χρησιμοποιώντας το χρηματοπιστωτικό σύστημα και τους

μηχανισμούς της κεφαλαιαγοράς, ενώ ως αντιπρόσωπος εκλαμβάνεται ο manager, στον οποίο εκχωρείται το δικαίωμα λήψεως των εταιρικών αποφάσεων με κριτήριο την προάσπιση των συμφερόντων των μετόχων.

Αντίθετα, τα συμβόλαια τα οποία συνάπτονται στην εταιρική πρακτική είναι ατελή (incomplete contracts) καθώς δεν μπορούν να προβλεφθούν στην πράξη όλες οι διαφορετικές μελλοντικές καταστάσεις και να καθοριστούν εκ των προτέρων οι ενδεδειγμένες συμπεριφορές των συμβαλλομένων μερών αλλά και αν ήταν δυνατόν να συμβεί κάτι τέτοιο το συναλλακτικό κόστος μίας τέτοιας διαδικασίας θα ήταν τέτοιο που δε θα επέτρεπε στις δύο πλευρές να συνάψουν μία τέλεια σύμβαση. Σύμφωνα με τον Hart (1995), σε μία πραγματικότητα στην οποία επικρατούν ατελή συμβόλαια και κόστη αντιπροσώπευσης, ο σαφής καθορισμός των δομών διακυβέρνησης (governance structure) είναι απαραίτητος, καθώς μπορεί να λειτουργήσει ως ένας μηχανισμός λήψεως αποφάσεων, οι προδιαγραφές των οποίων και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους δεν έχουν περιληφθεί στο αρχικό συμβόλαιο. Με άλλα λόγια και πάντα σύμφωνα με τον Hart, η διακυβέρνηση κατανέμει τα ύστατα δικαιώματα ελέγχου ή λήψης αποφάσεων (residual control rights) που αφορούν τη χρήση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης με δεδομένο, ότι μία τέτοιους είδους χρήση δεν έχει προδιαγραφεί στο αρχικό συμβόλαιο.

Το πιο λογικό που θα μπορούσε να υποθέσει κανείς για μία τέτοια κατανομή θα ήταν τα δικαιώματα ελέγχου να κατευθύνονταν στα χέρια των εντολέων, δηλαδή των μετόχων που αναλαμβάνουν το κίνδυνο από τη μακροχρόνια δέσμευση των κεφαλαίων τους στην επιχειρηματική δραστηριότητα. Κάτι τέτοιο όμως δεν ισχύει καθώς οι μέτοχοι στην προσπάθειά τους να περιορίσουν το κίνδυνο αποκτούν μετοχικούς τίτλους που εκδίδονται από διάφορες εταιρίες και ως εκ τούτου το επενδυτικό τους χαρτοφυλάκιο είναι διαρθρωμένο κατά τρόπο που να επιτυγχάνεται ικανοποιητική διαφοροποίηση του κινδύνου. Το μειονέκτημα από αυτή τη διαφοροποίηση μεταφράζεται σε μειωμένο ενδιαφέρον ενασχόλησης με τα δρώμενα της κάθε εταιρίας του χαρτοφυλακίου τους ξεχωριστά (Fama, 1980). Το μειωμένο ενδιαφέρον των επενδυτών μπορεί να αιτιολογηθεί ως έλλειψη του απαιτούμενου χρόνου

ενημέρωσης για τα διάφορα θέματα που προκύπτουν κατά την καθημερινή εταιρική διαχείριση, ενώ οι δυνατότητες συμμετοχής στις διοικητικές δομές των διάφορων εταιριών μέσω των νομικά κατοχυρωμένων δικαιωμάτων ψήφου στις γενικές συνελεύσεις δεν αξιοποιούνται στο έπακρο και τηρείται συνήθως παθητική στάση. Εξαιρετικό ενδιαφέρον παρουσιάζει η περίπτωση κατά την οποία η ιδιοκτησιακή βάση της εταιρίας εμφανίζει μεγάλο επίπεδο διασποράς σε σημείο που οι πολυάριθμοι μικρομέτοχοι να παραμένουν τελείως αδρανείς και ανενημέρωτοι αναφορικά με τις διαδικασίες λήψεως των εταιρικών αποφάσεων και να προσδοκούν ότι κάποιος άλλος μεμονωμένος επενδυτής θα αναλάβει το κόστος παρακολούθησης και ελέγχου των αντιπροσώπων, ώστε να επιλυθεί το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης και εκείνοι να επωφεληθούν από αυτήν την εξέλιξη (free riders).

Σύμφωνα με τον Fama (1980), οι managers-εντολοδόχοι δεσμεύουν στην εταιρία το ανθρώπινο κεφάλαιο που διαθέτουν, έτσι όπως αυτό προσδιορίζεται από την αγορά εργασίας διευθυντικών στελεχών και η κύρια λειτουργία τους συνίσταται στην επίβλεψη των διαδικασιών σύναψης των συμβολαίων μεταξύ των παραγωγικών συντελεστών ώστε να διασφαλιστεί η βιωσιμότητα της εταιρίας. Από την επιτυχία ή αποτυχία αυτής της εποπτικής δραστηριότητας εξαρτάται η φήμη των managers στην ελεύθερη αγορά εργασίας και η απόσπαση καλύτερων αποδοχών στο μέλλον. Άρα συμπεραίνεται, ότι οι managers αξιολογούνται κατά την άσκηση της καθημερινής διοίκησης της εταιρίας από την ελεύθερη αγορά εργασίας, η οποία για να έχει πιο ολοκληρωμένη εικόνα των επιδόσεων των managers χρησιμοποιεί, σύμφωνα με τον Fama, τους μηχανισμούς των αγορών κεφαλαίου που αποτιμούν την αξία αγοράς των εταιριών τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή παρέχοντας μια επιπρόσθετη εκτίμηση αναφορικά με το ταλέντο και τις ικανότητες των διευθυντικών στελεχών να φέρουν σε πέρας με επαρκή τρόπο τις εποπτικές τους δραστηριότητες. Στο σημείο αυτό, πρέπει να υπογραμμισθεί, ότι οι managers δεν πρέπει σε καμία περίπτωση να αδιαφορούν για τις χρηματοπιστωτικές αγορές καθώς μεγάλη σημασία για την αξιολόγηση τους διαδραματίζει η αποτίμηση της αξίας των εταιριών τις οποίες διευθύνουν, η οποία αντικατοπτρίζεται στο ύψος της τιμής της μετοχής, για την οποία οι επενδυτές θα πληρώσουν μόνο στην περίπτωση που κρίνουν,

ότι ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν σήμερα από μία τέτοια αγορά μπορεί να αντισταθμιστεί μελλοντικά από τα οφέλη που θα εισπράξουν από την άνοδο της τιμής των κινητών αξιών (Fama, 1980).

2.2 Εταιρική διακυβέρνηση και θεωρία αντιπροσώπευσης

Όπως αναλύσαμε και στο προηγούμενο τμήμα του παρόντος κεφαλαίου και σύμφωνα με τη θεωρία εντολέα-εντολοδόχου, ή αλλιώς διαχωρισμού ελέγχου και ιδιοκτησίας και πάντα στο πλαίσιο μιας πραγματικότητας που επικρατούν ατελείς συμβατικές ρυθμίσεις (incomplete contracts), τα ύστατα δικαιώματα ελέγχου (residual control rights) των διαδικασιών λήψεως των εταιρικών αποφάσεων για τις μελλοντικές περιπτώσεις που δεν προβλέπονται από τα αρχικά συμβόλαια μεταξύ εντολέων και εντολοδόχων και που αφορούν την παραγωγική αξιοποίηση των περιουσιακών στοιχείων που εισφέρουν οι μέτοχοι καταλήγουν στα χέρια των managers, για το λόγο, ότι οι μέτοχοι ούτε την κατάλληλη εξειδίκευση διαθέτουν για τη λήψη τέτοιων αποφάσεων, ούτε η ενημέρωσή τους για τα τεκταινόμενα στο εσωτερικό της επιχείρησης είναι επαρκής που να δικαιολογεί την ανάληψη από μέρους τους τέτοιων δικαιωμάτων. Σε τελική ανάλυση, η τοποθέτηση των κεφαλαίων που εισφέρουν οι μέτοχοι στις διάφορες παραγωγικές και επενδυτικές χρήσεις βρίσκεται στην διακριτική ευχέρεια των managers. Από την άλλη πλευρά οι μέτοχοι έχουν κάθε λόγο να αναμένουν μακροπρόθεσμα ότι θα πάρουν πίσω τα κεφάλαια τους συν τις όποιες αποδόσεις ως ανταμοιβή για τον κίνδυνο που ανέλαβαν από τη μακροχρόνια δέσμευση των κεφαλαίων τους στην εταιρία.

Ο κυριότερος λόγος για να μην αισθάνονται οι μέτοχοι ασφαλείς για τις επενδύσεις τους, πέρα από τις όποιες οικονομικές ή πολιτικές συγκυρίες που επηρεάζουν το επιχειρηματικό κλίμα, είναι η διαχειριστική πολιτική που εφαρμόζουν οι managers και ενδέχεται να μην εναρμονίζεται με τα συμφέροντα των μετόχων που είναι συνήθως μακροχρόνιας φύσεως, όπως για παράδειγμα τα συμφέροντα των συνταξιοδοτικών ταμείων (pension funds). Σε αυτήν την περίπτωση, οι managers μπορούν να ακολουθήσουν μία καθαρά ωφελιμιστική προσέγγιση κατά την άσκηση των καθηκόντων τους θέτοντας το προσωπικό τους συμφέρον υπεράνω του συμφέροντος των

μετόχων επενδυτών. Η διάθεση αυτή μπορεί να μεταφράζεται σε αξιοποίηση της δύναμης που πηγάζει από τα δικαιώματα ελέγχου των αποφάσεων για προσπορισμό ιδίων οφελών. Μία μέθοδος που συναντάται στην εταιρική πρακτική είναι η καταχρηστική εκμετάλλευση των κεφαλαίων των μετόχων επενδυτών κατά τρόπο που να εξυπηρετεί τα βραχυχρόνια διευθυντικά συμφέροντα. Σύμφωνα με τους Shleifer και Vishny (1997), οι managers αρέσκονται στο να ιδρύουν ανεξάρτητες εταιρίες δικών τους προσωπικών συμφερόντων στις οποίες πωλούν το προϊόν της εταιρίας, την οποία διοικούν σε τιμές κατώτερες από αυτές που υπάρχουν στην αγορά. Το ίδιο συμβαίνει και με την πώληση άλλων περιουσιακών στοιχείων σε εταιρίες που τους ανήκουν σε τιμές επίσης χαμηλότερες από την αξία αυτών των στοιχείων. Άλλη μια επώδυνη μορφή εκμετάλλευσης των μετόχων από τους managers λαμβάνει χώρα στην περίπτωση που οι τελευταίοι αναπτύσσουν προστατευτικούς μηχανισμούς διατήρησης της θέσης τους ακόμα κι όταν δεν μπορούν πλέον να παραμείνουν ανταγωνιστικοί και να δημιουργήσουν αξία για την επιχείρηση (Shleifer and Vishny, 1989). Τα όρια σε αυτή την διακριτική ευχέρεια των managers θέτουν τα συμβόλαια αλλά το κυριότερο βάρος οριοθέτησης των δράσεων και των συμπεριφορών του management ανήκει στην εταιρική διακυβέρνηση και στους μηχανισμούς της (Shleifer and Vishny, 1997).

Σύμφωνα με τον ορισμό που έδωσαν οι Shleifer και Vishny (1997), η εταιρική διακυβέρνηση ασχολείται με τις μεθόδους με τις οποίες οι μέτοχοι επενδυτές που αναλαμβάνουν να εισφέρουν τα κεφαλαία τους και να χρηματοδοτήσουν τις εταιρίες, διασφαλίζουν τους εαυτούς τους ότι η επένδυσή τους θα έχει κάποια απόδοση. Ο ορισμός αυτός μπορεί να διατυπωθεί εναλλακτικά και να συμπεριλάβει στην έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης, όλους τους, νομικούς ή οικονομικούς, μηχανισμούς προστασίας των μετόχων και των πιστωτών μιας εταιρίας από τον καιροσκοπισμό και την καταχρηστική εκμετάλλευση των δικαιωμάτων ελέγχου των διαδικασιών λήψεως αποφάσεων που επιδεικνύουν οι managers. Στην ουσία, η εταιρική διακυβέρνηση και οι μηχανισμοί της καλούνται να περιορίσουν τα προβλήματα που δημιουργούνται τόσο από την σχέση αντιπροσώπευσης, όσο και από τα ατελή συμβόλαια που συνάπτονται στις σύγχρονες επιχειρήσεις όπου η χρηματοδότηση τους αναλαμβάνεται από

διαφορετικά πρόσωπα από αυτά που ελέγχουν τους μηχανισμούς λήψεως των εταιρικών αποφάσεων όσον αφορά την κατανομή των επιχειρησιακών πόρων.

Οι συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών αποτελούν το αντικείμενο υπέρβασης των ορθών πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης. Από την μία πλευρά οι managers αποσκοπούν στην εξασφάλιση παχυλών χρηματικών αμοιβών και αμοιβών σε είδος, ενώ διαθέτοντας καλύτερη εσωτερική πληροφόρηση μπορούν να καταχραστούν τα κεφάλαια των απληροφόρητων μικροεπενδυτών και να αποσπάσουν βραχυπρόθεσμα προσωπικά οφέλη από την άνοδο της τιμής της μετοχής. Εκτός αυτού, επιδιώκουν να εδραιώσουν το γόητρο τους στην ελεύθερη αγορά εργασίας με την αύξηση των πωλήσεων σε βραχυπρόθεσμη βάση χωρίς να δημιουργούν προϋποθέσεις για μακροχρόνια αναπτυξιακή στρατηγική που θα είναι προς όφελος των μετόχων. Οι μέτοχοι επενδυτές επιδιώκουν την μεγιστοποίηση του πλούτου τους που θα προέλθει από τη λήψη αποφάσεων που ίδιοι δεν μπορούν να επηρεάσουν. Πριν λοιπόν περιγράψουμε τους μηχανισμούς της εταιρικής διακυβέρνησης που προορίζονται για να ευθυγραμμίσουν τα συμφέροντα των διευθυντικών στελεχών με αυτά των μετόχων και να δώσουν μία μερική λύση στο πρόβλημα αντιπροσώπευσης, κρίνεται σκόπιμο να εξεταστεί η φύση των συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ των δύο πλευρών.

2.3 Πηγές των συγκρούσεων συμφερόντων

Η πιο σημαντική εμβάθυνση στη συγκρουσιακή κατάσταση που αναπτύσσεται μεταξύ των ανωτάτων εκτελεστικών στελεχών (ανώτατο management) και των μετόχων αφορά στον ορισμό των ίδιων συμφερόντων των δυο αντιμαχόμενων πλευρών και στα ιδιωτικά οφέλη που δύνανται να προκύψουν από την επιδίωξη και θωράκιση αυτών των συμφερόντων. Σε δεύτερο επίπεδο, ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι πηγές αυτών των συγκρούσεων συμφερόντων, καθώς από την ανάλυση των πηγών αυτών μπορούν να αναζητηθούν οι απαραίτητες λύσεις αλλά και οι μηχανισμοί εκείνοι εντός του εταιρικού περιβάλλοντος που θα γεφυρώσουν το χάσμα ανάμεσα στις δύο αντίρροπες δυνάμεις και θα μειώσουν τα κόστη αντιπροσώπευσης.

Το συμφέρον των απανταχού μετόχων μιας εισηγμένης πολυμετοχικής εταιρίας είναι κοινό και αδιαπραγμάτευτο και μετουσιώνεται σε αύξηση της αξίας των κοινών μετοχών που διατηρούν ώστε να μεγιστοποιηθεί ο πλούτος τους και να επιβραβευτούν οι επενδυτικές τους επιλογές μέσω επίτευξης ικανοποιητικών αποδόσεων. Από την άλλη πλευρά, τα συμφέροντα των managers είναι πιο πολύπλοκα και δεν περιορίζονται αποκλειστικά στην αύξηση της απόδοσης των μετοχικών τίτλων και των δικαιωμάτων προαίρεσης που περιλαμβάνονται στις αποδοχές τους. Οι managers μέσα από την τοποθέτηση μεγάλου μέρους του ανθρωπίνου κεφαλαίου που διαθέτουν στην εταιρία δεν αναζητούν μόνο οικονομικά οφέλη αλλά και την διάπλητη κοινωνική αναγνώριση που απορρέει από την ανταπόκριση στο μαζικό κοινωνικό αίτημα για υπεύθυνη επιχειρηματική συμπεριφορά που ισχυροποιείται στις κοινωνίες του δυτικού καπιταλισμού. Πιο συγκεκριμένα, δίνεται μεγάλη σημασία από τους managers στην απόκτηση του απαιτούμενου κύρους που μπορεί να προσδώσει η κατάληψη μιας ανάλογης θέσης στη κορυφή της διοικητικής πυραμίδας μιας σύγχρονης εταιρίας. Το κύρος αυτό εδραιώνεται σε μεγάλο βαθμό αν η εταιρία μέσα από τις διευθυντικές συμπεριφορές έχει αναπτύξει την κοινωνική της συνείδηση όπως αυτή προσδιορίζεται μέσα από τις αρχές εταιρικής κοινωνικής ευθύνης μεταξύ των οποίων περιλαμβάνονται ο σεβασμός στις αξίες των ανθρωπίνων δικαιωμάτων και της εργασίας, η προστασία του περιβάλλοντος από τις κάθε είδους εκροές της επιχειρησιακής δραστηριότητας, η παραγωγή ποιοτικών και ασφαλών για τη δημόσια υγεία προϊόντων κ.τ.λ.

Η συγκεκριμένη κατηγορία συμφέροντος από πλευράς ανωτάτων εκτελεστικών στελεχών είναι εκ πρώτης άποψης απόλυτα συμβατή με τη συνθήκη μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων. Η καταστρατήγηση όμως της συνθήκης επέρχεται όταν πραγματοποιούνται υπέρογκες δαπάνες με το πρόσχημα της ανάδειξης του κοινωνικού χαρακτήρα της εταιρίας που στην ουσία αποσκοπούν κατά κύριο λόγο στην προβολή και την ανάπτυξη ενός μηχανισμού δημοσίων σχέσεων προς εξυπηρέτηση ιδιωτικών οφελών των στελεχών, υπονομεύοντας κατ' αυτόν τον τρόπο την προαγωγή και πραγμάτωση του εταιρικού συμφέροντος. Η πραγματοποίηση αυτών των

δαπανών, αλλά και άλλου είδους δαπανών που παρεκτρέπονται του εταιρικού σκοπού με διευθυντική πρωτοβουλία, πηγάζει από την αναζήτηση από τους managers μεθόδων αύξησης της οικονομικής και πολιτικής δύναμης που απορρέει από την μακροήμευση στη συγκεκριμένη ανώτατη διευθυντική θέση με την επιβάρυνση όμως εξαιρετικά σημαντικού κόστους για τους χρηματοδότες και την εταιρία στο σύνολο της. Η τάση αυτή διατήρησης της δύναμης με κάθε κόστος γίνεται ακόμα πιο έντονη σε περιόδους αμφισβήτησης της αποτελεσματικότητας και της οργανωτικής και διοικητικής επάρκειας του ανωτάτου management με αποτέλεσμα να ελλοχεύει ο κίνδυνος αντικατάστασης του από μία νέα διοικητική ομάδα που θα μπορέσει να προσαρμοστεί καλύτερα στις μεταβαλλόμενες συνθήκες και να αντιμετωπίσει πιο αποδοτικά τις νέες επιχειρηματικές προκλήσεις. Όσο παραμένουν στις θέσεις τους οι αμφισβητούμενοι managers τόσο εντείνεται η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των τελευταίων και των μετόχων που βλέπουν την αξία αγοράς της εταιρίας να συρρικνώνεται ως συνέπεια των αδιέξοδων διευθυντικών συμπεριφορών.

Η παραπάνω πηγή συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ του ανωτάτου management και των μετόχων αποτελεί την πρώτη από τις τρεις βασικές αιτίες συγκρούσεων όπως ακριβώς καταγράφονται από τον Denis (2001). Η δεύτερη βασική γενεσιουργός αιτία, σύμφωνα με τον Denis (2001), αντανακλάται στο σχετικό μέγεθος του ρίσκου που αναλαμβάνουν οι μέτοχοι και οι managers κατά την τοποθέτηση της αντίστοιχης μορφής διατιθέμενου κεφαλαίου τους στην εταιρία. Από την μία πλευρά, οι μέτοχοι επενδυτές της εταιρίας διατηρούν στη κατοχή τους ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο επενδυτικών τίτλων (ομολογίες, μετοχές, αμοιβαία κεφάλαια) και το μερίδιο συμμετοχής τους στην ιδιοκτησιακή δομή μίας συγκεκριμένης εταιρίας αντιπροσωπεύει ίσως ένα μικρό ποσοστό στην τελική σύνθεση του χαρτοφυλακίου. Μέσα από αυτήν επενδυτική στρατηγική διαφοροποίησης ο μέτοχος επενδυτής επιτυγχάνει τον περιορισμό των κινδύνων που θα προέλθουν από μία αποτυχημένη εταιρική στρατηγική ή ένα μη αποδοτικό επενδυτικό πλάνο και ως εκ τούτου και το μετριασμό των επιπτώσεων που θα έχει η επέλευση αυτών των γεγονότων στην αξία του επενδυτικού του χαρτοφυλακίου. Ως απόρροια της στρατηγικής αυτής που εμπεριέχει την

ορθολογική διασπορά του κινδύνου, οι μέτοχοι επιθυμούν την υλοποίηση εκείνων των επενδυτικών σχεδίων που η καθαρά παρούσα αξία είναι θετική.

Από την άλλη πλευρά, οι managers συνδέουν το μεγαλύτερο μέρος του ανθρωπίνου και τμήμα του χρηματικού τους κεφαλαίου με την εταιρία με αποτέλεσμα να αντιμετωπίζουν πολύ μεγαλύτερο κίνδυνο από ενδεχόμενη αποτυχία κατά την ολοκλήρωση κάποιου επενδυτικού προγράμματος. Η παράμετρος αυτή τους αποστρέφει από την έγκριση επενδυτικών δαπανών υψηλού ρίσκου που είναι συμβατές με τα συμφέροντα και τη θεώρηση των μετόχων για αύξηση της αξίας των μετοχών τους και που αναμένεται να αποφέρουν στην εταιρία ικανοποιητικές μελλοντικές ταμειακές ροές και στους μετόχους αύξηση των μερισματικών αποδόσεων.

Η τρίτη βασική πηγή συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ μετόχων και managers έχει ως απαρχή τη θεωρία της ελεύθερης ταμειακής ροής (free cash flow) που ορίζεται από τον Jensen (1986) ως η ταμειακή ροή που δημιουργείται από την εταιρική δραστηριότητα καθ' υπέρβαση της ποσότητας εκείνης που απαιτείται για την χρηματοδότηση όλων των επενδυτικών σχεδίων με θετική καθαρά παρούσα αξία⁴. Οι τρόποι αξιοποίησης της ελεύθερης ταμειακής ροής αποτελούν σημείο τριβής ανάμεσα στους μετόχους και τους managers. Από την πλευρά του, το management οφείλει κατά προτεραιότητα να διεκπεραιώσει βάσει συμβατικών ρυθμίσεων τις εκκρεμότητες, αν αυτές υπάρχουν, με όλους τους πιστωτές της εταιρίας αποπληρώνοντας σημαντικό μέρος των δανειακών της υποχρεώσεων. Το υπόλοιπο τμήμα της ελεύθερης ταμειακής ροής μπορεί να αξιοποιηθεί για την χρηματοδότηση επεκτάσεων σε υπάρχουσες υποδομές που αναμένονται να αυξήσουν την παραγωγική δυναμικότητα της επιχείρησης και να συμβάλλουν στον εκσυγχρονισμό και στην ποιοτική αναβάθμιση των εταιρικών λειτουργιών προς όφελος των μετόχων. Βέβαια οι managers διατηρούν το δικαίωμα να προβούν σε τοποθέτηση της πλεονάζουσας ποσότητας χρήματος σε μη αποδοτικές δραστηριότητες καθώς και να διενεργήσουν ασύμφωρες συναλλαγές που συνιστούν κατασπατάληση της περιουσίας των μετόχων και

⁴ Jensen, (1986)

είναι επιζήμιες εν τέλει για το εταιρικό συμφέρον τροφοδοτώντας αποκλειστικά διευθυντικές ευκαιριακές συμπεριφορές. Η διάθεση αυτή από πλευράς εκτελεστικών στελεχών απορρέει από την επιθυμία τους να ενισχύσουν το πρεστίζ και την δύναμη επιρροής τους εντός και εκτός επιχειρησιακού περιβάλλοντος και να αυξήσουν βραχυχρονίως το μέγεθος των πωλήσεων μέσα από την υλοποίηση μη ελκυστικών για τους μετόχους επενδυτικών σχεδίων αδιαφορώντας για την μακροχρόνια αύξηση της οικονομικής αξίας της εταιρίας.

Η σύγκρουση συμφερόντων που πηγάζει από την παραπάνω διευθυντική συμπεριφορά αμβλύνεται ουσιαστικά αν παρθεί η απόφαση να πληρωθεί η ελεύθερη ταμειακή ροή στους μετόχους στους οποίους βάσει θεωρίας ανήκουν τα δικαιώματα ταμειακών ροών της επιχείρησης. Η επιστροφή αυτή επιτυγχάνεται είτε με τη μορφή μερισμάτων, ώστε οι μέτοχοι να έχουν την ευκαιρία να επενδύσουν σε εναλλακτικές μορφές επενδυτικών τίτλων προς μεγιστοποίηση της αποδόσεως του χαρτοφυλακίου τους είτε μέσω επαναγοράς μετοχών.

2.4 Οι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης

Στα πλαίσια της προσπάθειας συρρίκνωσης των συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ μετόχων επενδυτών και managers και της παράλληλης μείωσης του κόστους αντιπροσώπευσης, όπως αυτό καθορίστηκε σε προηγούμενο τμήμα του παρόντος κεφαλαίου, αναπτύσσονται πολυδιάστατοι μηχανισμοί ελέγχου της συμπεριφοράς και των δράσεων των managers αλλά και προστασίας των μετόχων. Απώτερος στόχος όλων των μηχανισμών είναι η κατά το δυνατόν σύγκλιση των συμφερόντων των managers και των μετόχων και η επικράτηση του εταιρικού συμφέροντος μεγιστοποίησης της οικονομικής αξίας της επιχείρησης ως μοναδικού γνώμονα για τη λήψη των εταιρικών αποφάσεων και εκπόνηση μόνο των επενδυτικών σχεδίων των οποίων η καθαρά παρούσα αξία των χρηματικών ροών τους είναι θετική.

Η κατηγοριοποίηση των μηχανισμών σε εξωτερικούς, εσωτερικούς και μηχανισμούς νομικής φύσεως, αν και όχι πάντα ευδιάκριτη, υποδεικνύει και τις προοπτικές εφαρμοσιμότητας και αποτελεσματικότητας τους εντός των

πλαισίων που διαμορφώνονται από τα ακολουθούμενα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης σε διάφορες χώρες του κόσμου. Τα διάφορα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης είναι αντικείμενο διερεύνησης του επόμενου κεφαλαίου, απλά στο σημείο αυτό θα διατυπωθούν τα κυρίαρχα χαρακτηριστικά των μηχανισμών που χρησιμοποιούνται για τον έλεγχο της δράσης των managers κατά την καθημερινή διοικητική λειτουργία μιας εταιρίας και η αντιστοίχιση των μηχανισμών αυτών με την κεντρική ιδέα των συστημάτων που υιοθετούνται από τις οικονομίες των διαφόρων κρατών θα είναι απολύτως εφικτή μετά και την ανάγνωση και του επόμενου κεφαλαίου. Οι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης που θα εξεταστούν στο παρόν τμήμα είναι:

- Εσωτερικοί μηχανισμοί
 - Διοικητικό Συμβούλιο
 - Αμοιβές εκτελεστικών στελεχών
 - Συγκεντρωμένη ιδιοκτησία
 - Δανεισμός
- Εξωτερικοί μηχανισμοί
 - Εξαγορές
- Νομική προστασία των επενδυτών

2.4.1 Εσωτερικοί μηχανισμοί

2.4.1.1 Διοικητικό Συμβούλιο

Το διοικητικό συμβούλιο (board of directors) αποτελεί την κορυφή της διοικητικής πυραμίδας κάθε σύγχρονης εταιρίας. Από μία θεωρητική σκοπιά μπορεί να χαρακτηριστεί ως μία ασπίδα προστασίας των συμφερόντων των μετόχων καθώς οι διαδικασίες διορισμού των μελών του διοικητικού συμβουλίου απορρέουν από την γενική συνέλευση των μετόχων. Ως εκ τούτου, τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου είναι εξουσιοδοτημένα να εκπροσωπούν τα συμφέροντα των μετόχων μέσω της εποπτείας που ασκούν στα μέλη του management και στις αποφάσεις που λαμβάνονται στα πλαίσια διαμόρφωσης της στρατηγικής πολιτικής της εταιρίας για την οποία είναι υπεύθυνο ως θεσμός το διοικητικό συμβούλιο. Οι αποφάσεις αυτές που καθορίζουν την πορεία της εταιρίας μπορεί να αφορούν την πρόσληψη ή

απόλυση κάποιου μέλους του management, τον καθορισμό των απολαβών των managers αλλά και τον εν γένει έλεγχο των δραστηριοτήτων των managers πάντα με κριτήριο τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων⁵.

Από την παραπάνω θεωρητική άποψη διαφαίνεται ότι το διοικητικό συμβούλιο αντιπροσωπεύει έναν πολύ αποτελεσματικό μηχανισμό προστασίας των μετόχων και επιπλέον αποτελεί μέσο ελέγχου του management, καθώς συνεισφέρει στη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης που πηγάζει από τη σχέση εντολέα και εντολοδόχου. Εκτός αυτού, η ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης αναβαθμίζεται από μία αποτελεσματική λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου και οι διαδικασίες διεκπεραίωσης των εταιρικών ζητημάτων με βάση το εταιρικό συμφέρον που έχουν υποχρέωση να εξυπηρετούν τα μέλη μπορούν να οδηγήσουν μακροπρόθεσμα σε βελτίωση της χρηματοοικονομικής απόδοσης της εταιρίας.

Στην εταιρική πρακτική, όμως, ο ρόλος του διοικητικού συμβουλίου ως μηχανισμού προστασίας των μετόχων επενδυτών δεν είναι απόλυτα αποσαφηνισμένος καθώς ένας αριθμός ικανών προϋποθέσεων που μπορεί να συντρέχουν έρχονται να αμφισβητήσουν την αποτελεσματικότητα της εποπτικής λειτουργίας του συγκεκριμένου μηχανισμού. Ο κύριος παράγοντας που εμποδίζει το διοικητικό συμβούλιο να προβαίνει σε αντικειμενική και ολοκληρωμένη επισκόπηση των ενεργειών του management είναι η συμμετοχή σ' αυτό εκτελεστικών στελεχών. Τα εκτελεστικά στελέχη είναι κατεξοχήν αρμόδια για τη λήψη των αποφάσεων καθημερινής διοίκησης της εταιρείας στα πλαίσια πάντα της στρατηγικής που χαράσσει το διοικητικό συμβούλιο. Όταν αυτά τα εκτελεστικά στελέχη συμμετέχουν στο διοικητικό συμβούλιο τότε ο ελεγκτικός χαρακτήρας του σαφώς αλλοιώνεται καθώς η σύμπτωση αυτή ιδιοτήτων στο ίδιο πρόσωπο εμποδίζει τον έλεγχο που πρέπει να πραγματοποιεί το διοικητικό συμβούλιο στην καθημερινή διοίκηση της εταιρείας, δηλαδή στα εκτελεστικά στελέχη (managers). Δεν πρέπει δηλαδή το ίδιο πρόσωπο να φέρει ταυτόχρονα την ιδιότητα του ελεγκτή και

⁵ Denis and McConnel, (2003)

του ελεγχόμενου για να αποφεύγεται η σύγκρουση συμφερόντων (conflict of interests).

Εξάλλου, στις περισσότερες χώρες του κόσμου τον πρώτο λόγο για τον διορισμό των μελών του διοικητικού συμβουλίου τον έχουν οι managers με αποτέλεσμα να προεξοφλείται εν πολλοίς η ανεπάρκεια του ως μηχανισμού αντικειμενικής παρακολούθησης και αξιολόγησης των διευθυντικών συμπεριφορών και να αποκτά καθαρά εικονικό χαρακτήρα. Τέλος, μία ακόμα παράμετρος που μειώνει ακόμα περισσότερο τις εποπτικές δυνατότητες του διοικητικού συμβουλίου μιας εταιρίας με διασκορπισμένη ιδιοκτησία είναι η σύμπτωση στο ίδιο πρόσωπο η ιδιότητα του διευθύνοντος συμβούλου (CEO) και του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου⁶.

Τα θέματα που αφορούν τη σύνθεση και το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, καθώς και την, ζωτικής σημασίας για την βελτίωση και σταθεροποίηση της εταιρικής απόδοσης αλλά και διαφάνειας των εταιρικών λειτουργιών, αναλογία των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών σε αυτό, αποτελούν αντικείμενο διερεύνησης του τέταρτου κεφαλαίου όπου θα επισκοπηθεί με διεξοδικό τρόπο η αποτελεσματικότητα του διοικητικού συμβουλίου ως μηχανισμού της εταιρικής διακυβέρνησης.

2.4.1.2 Αμοιβές εκτελεστικών στελεχών

Το ζήτημα της αμοιβής των εκτελεστικών στελεχών έχει συγκεντρώσει το ερευνητικό ενδιαφέρον αρκετών θεωρητικών του management και της διοίκησης των ανθρωπίνων πόρων. Μία πολύ σημαντική πτυχή του ζητήματος ερευνάται στα πλαίσια της βιβλιογραφίας που διαπραγματεύεται τις δομές εταιρικής διακυβέρνησης καθώς οι αμοιβές των διευθύνοντων συμβούλων (CEOs), αν προσδιοριστούν ορθά, αποτελούν ουσιαστικά έναν επιπρόσθετο μηχανισμό εξισορρόπησης των αντίρροπων δυνάμεων μέσα από τις οποίες μια εταιρία καλείται να συνεχίσει τη λειτουργία της και να δημιουργεί σταθερή αξία για το κοινωνικό σύνολο επιδιώκοντας το κέρδος. Εξάλλου, η σύγκρουση συμφερόντων που προκαλείται μεταξύ

⁶ Βλ κεφάλαιο 4^ο

μεγαλομετόχων και managers ενδέχεται να έχει ως κεντρικό άξονα τις υπέρμετρα, σύμφωνα με τους πρώτους, αποδοχές των τελευταίων που μπορούν να περιλαμβάνουν αλόγιστες χρεώσεις του λογαριασμού της εταιρίας για ίδιον ή οικογενειακό τους όφελος, πολυτελή αυτοκίνητα, γραφεία κ.τ.λ.

Ο CEO αποτελεί το ανώτατο εκτελεστικό στέλεχος που διατηρεί υπό την κατοχή του ανθρώπινο κεφαλαίο ικανό να του επιτρέψει μέσα από θεσμοθετημένες διαδικασίες επιλογής-εκλογής να προΐσταται της διευθυντικής ομάδας που είναι επιφορτισμένη με τη διαχείριση των καθημερινών υποθέσεων της εταιρίας. Το ανθρώπινο κεφάλαιο, το οποίο μπορεί να αποδοθεί ως ένα φάσμα πολυποίκιλων πρακτικών και τεχνικών γνώσεων και διοικητικών και οργανωτικών ικανοτήτων με έμφαση στην ικανότητα λήψης σημαντικών για την πρόοδο της εταιρίας αποφάσεων, επενδύεται από τον CEO στην εταιρία και αναλογεί στο αντίστοιχο χρηματικό κεφάλαιο που κατέχουν και επιλέγουν να επενδύσουν οι μέτοχοι στην ίδια εταιρία με την προσδοκία υψηλών αποδόσεων. Η ευδωση των προσπαθειών των ανώτατων εκτελεστικών στελεχών στο σύνολο τους δηλαδή η απόδοση της επένδυσης του ανθρώπινου κεφαλαίου αποτελεί την αμοιβή τους, η οποία ανάλογα με τις αντίστοιχες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης κάθε εθνικού οικονομικού συστήματος διαφέρει ως προς τη σύνθεση, δηλαδή τις συνιστώσες που την αποτελούν και αντιστοιχούν σε κίνητρα συγκεκριμένου χρονικού ορίζοντα και βέβαια το ύψος στο οποίο ανέρχονται οι αμοιβές των CEOs.

Το ύψος και η σύνθεση της αμοιβής, εκτός από τις όποιες διαφοροποιήσεις μεταξύ των εθνικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης, διαφέρουν και από εταιρία σε εταιρία εντός ενός οικονομικού συστήματος, απόρροια των ιδιομορφιών κάθε εταιρίας αλλά και της ιδιαίτερης πολιτικής που η κάθε μία εφαρμόζει αναφορικά με την αξιολόγηση και την ανταμοιβή του ανωτάτου προσωπικού. Εκτός της τελευταίας παραμέτρου, το ύψος της αμοιβής του διευθύνοντος συμβούλου επηρεάζεται σαφέστατα από την ιδιοκτησιακή δομή και αποτελεί σημείο τριβής στις σχέσεις του με τους μετόχους της εταιρίας. Οι τελευταίοι, αν κατέχουν ένα μεγάλο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου

(μεγαλύτερου του 5%) και είναι σε θέση να ασκούν αποτελεσματικά τις εποπτικές δραστηριότητες στο management, μπορούν να καθοδηγήσουν την αμοιβή των CEOs σε χαμηλότερα επίπεδα από τις αμοιβές που διαμορφώνονται σε εταιρίες με πιο διάσπαρτη μετοχική σύνθεση.

Στις εταιρίες που χαρακτηρίζονται από συγκεντρωμένη ιδιοκτησία το management της εταιρίας είναι συνήθως απόλυτα προσκείμενο στο βασικό μέτοχο της εταιρίας, ο οποίος ενδέχεται να είναι το κράτος, μία οικογένεια, ένα πιστωτικό ίδρυμα ή ένας μεμονωμένος επενδυτής, συνήθως ο ιδρυτής της. Τα περιθώρια χειραγώγησης των διαδικασιών προσδιορισμού των αποδοχών από μέρος των διευθυντικών στελεχών σε αυτές τις εταιρίες είναι περιορισμένα έως ανύπαρκτα και βάσει εμπειρικών ερευνών οι αποδοχές απαρτίζονται ως επί το πλείστον από μία μεταβλητή συνιστώσα που παίρνει τη μορφή stock options και δεσμεύει τους managers στο σχεδιασμό και την υλοποίηση διοικητικών ενεργειών προς επίτευξη των μακροπρόθεσμων εταιρικών στόχων που θα προκαλέσουν και την επιθυμητή άνοδο της τιμής της μετοχής της εισηγμένης.

Με την άνοδο της τιμής της μετοχής, οι managers ασκούν τα δικαιώματα προαίρεσης, ενώ επίσης μπορούν να επωφεληθούν σε περιόδους απρόβλεπτης χρηματιστηριακής άνθησης από σημαντική άνοδο της τιμής της μετοχής, δίχως η άνοδος αυτή να συναρτάται αντίστοιχα από εντυπωσιακά οικονομικά αποτελέσματα που να απορρέουν από την εφαρμογή από τους managers αποτελεσματικών πολιτικών εταιρικής διαχείρισης. Με βάση την παραπάνω θεώρηση εξαλείφονται τα προβλήματα εταιρικής διακυβέρνησης που προκύπτουν από τα κόστη αντιπροσώπευσης (agency costs), τις ατελείς συμβατικές ρυθμίσεις (incomplete contracts) και τις συγκρούσεις συμφερόντων (conflicts of interests) και ικανοποιείται το αξίωμα της μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων καθώς προασπίζονται στο ακέραιο τα συμφέροντα τους, όπως άλλωστε και αυτά των πιστωτών που επιζητούν υγιή οικονομικά αποτελέσματα για τις εταιρίες τις οποίες πιστοδοτούν. Η κυριαρχία των stock options στα συστήματα αμοιβών ανωτάτων στελεχών των σύγχρονων επιχειρήσεων ως δείγμα αναγνώρισης της σημασίας της εταιρικής διακυβέρνησης για την επικράτηση αρχών αποτελεσματικής διοίκησης

οφείλεται εκτός των άλλων και σε δύο ακόμα σημαντικούς παράγοντες: πρώτον δεν καταγράφονται ως έξοδο για την εκδότρια εταιρία και δεύτερον, συνεπάγεται μείωση φόρου για τον κάτοχο του δικαιώματος, όταν αυτός το ασκεί.

Στις εταιρίες με διασκορπισμένη μετοχική σύνθεση οι managers είναι οι απόλυτοι κυρίαρχοι ως προς τη διαμόρφωση των συνιστωσών των αποδοχών. Για αυτό το λόγο προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν τη σταθερή συνιστώσα των αποδοχών τους (μισθός και διάφορα bonus από την επίτευξη συγκεκριμένων ποσοτικών στόχων) και να ελαχιστοποιήσουν τη μεταβλητή που περιλαμβάνει μορφές κινήτρων (stock options) που συνδέονται με επίτευξη προκαθορισμένων μακροχρόνιων ποσοτικών εταιρικών στόχων και ως εκ τούτου εμπεριέχουν μεγάλο βαθμό ρίσκου για το κατά πόσο θα υλοποιηθούν⁷.

Συμπεραίνουμε λοιπόν από την παραπάνω ανάλυση, ότι η ιδιοκτησιακή δομή μίας εταιρίας επηρεάζει σημαντικά τη διαμόρφωση των αποδοχών του CEO αλλά και των εκτελεστικών στελεχών στο σύνολο τους και δίνει διαφορετική κάθε φορά σημασία στο πως η πολιτική αμοιβών μίας εταιρίας μπορεί να καταστεί ένας αποτελεσματικός μηχανισμός ευθυγράμμισης των συμφερόντων των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών. Εξίσου σημαντικός όμως είναι ο προβληματισμός που εγείρεται ως προς το υπέρογκο ύψος των απολαβών των εκτελεστικών στελεχών στις οικονομίες του αγγλοσαξονικού προτύπου εταιρικής διακυβέρνησης και στις μεθόδους αξιολόγησης των στελεχών ανάλογα και με την σημασία της συμβολής τους στη διαμόρφωση των εταιρικών δρωμένων και στην αύξηση της αξίας της εταιρίας, η οποία αμφισβητείται έντονα υπό το βάρος των πρόσφατων αποκαλύψεων εταιρικών σκανδάλων στις Η.Π.Α.

Δεν είναι επίσης λίγες οι περιπτώσεις στη διεθνή εταιρική πρακτική που τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη κερδοσκόπησαν εις βάρος του εταιρικού συμφέροντος και της εικόνας της εταιρίας τους στην κεφαλαιαγορά,

⁷ Parthiban, D., Kochhar, R. and Levitas, E. (1998)

πλήττοντας την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί ο CEO της εταιρίας Oracle Larry Ellison (2001) που ασκώντας δικαιώματα προαίρεσης ύψους 23 εκ. δολαρίων αποκόμιζε ασύλληπτα προσωπικά κέρδη της τάξεως των 706 εκ. δολαρίων και όλα αυτά λίγες εβδομάδες πριν τη δημοσίευση αρνητικών προβλέψεων κερδοφορίας της εταιρίας⁸.

2.4.1.3 Συγκεντρωμένη ιδιοκτησία

Η συγκεντρωμένη ιδιοκτησία αποτελεί το ιδιοκτησιακό καθεστώς που συναντάται στις περισσότερες χώρες του κόσμου. Στο σύστημα αυτό, ένα ικανό για άσκηση του εταιρικού ελέγχου πακέτο μετοχών, τελεί υπό τον έλεγχο ενός βασικού μετόχου. Ο μέτοχος αυτός μπορεί να είναι απλά ένας μεμονωμένος επενδυτής που δεν συνδέεται με τα μέλη της ανωτάτης διοίκησης ή ένας θεσμικός επενδυτής ή να είναι ο ίδιος ο ιδρυτής της εταιρίας και κάποια μέλη της οικογένειάς του. Επίσης, είναι δυνατόν να ελέγχει μια εταιρία μέσω πυραμοειδούς μορφής ή σταυροειδούς συμμετοχής. Ο μέτοχος αυτός μπορεί να ελέγχει ένα μερίδιο της τάξεως του 10% ή του 20% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου ενώ σε πολλές περιπτώσεις το εν λόγω μερίδιο μπορεί να υπερβαίνει το 51%, οπότε ο κύριος μέτοχος ασκεί τον πλήρη έλεγχο και διαμορφώνει με την εξουσία που του παρέχει το συγκεκριμένο μερίδιο τα εταιρικά δρώμενα. Ακόμα κι αν όμως ο μέτοχος κατέχει ποσοστό μικρότερο από 51% έχει κάθε λόγο να διακατέχεται από υψηλά κίνητρα ελέγχου των διαδικασιών λήψεως των εταιρικών αποφάσεων από την πλευρά του management καθώς και εξασφάλισης συνεχούς ροής πληροφοριών που διευκολύνουν ακόμα περισσότερο τον απρόσκοπτο και ολοκληρωμένο έλεγχο των διοικούντων.

Τα υψηλού επιπέδου κίνητρα εποπτείας του management που συναντώνται στους μεγάλους μετόχους μπορούν να μεταφραστούν και σε αυξημένη πίεση προς τους managers για υιοθέτηση πολιτικών που μεγιστοποιούν τον πλούτο των μετόχων όταν μάλιστα οι συγκεκριμένες μετοχές προσδίδουν στους

⁸ Byrne, John A., Lavelle, Louis, Byrnes, Nanette, Vickers, Marcia, Borrus (2002)

κατόχους τους αυξημένα δικαιώματα ψήφων⁹. Από την παραπάνω ανάλυση, συνάγεται ότι τα εξεταζόμενα κίνητρα δικαιολογούνται από το γεγονός, ότι τα οφέλη που δύνανται να προκύψουν για τους μεγαλομετόχους από την εποπτική τους δραστηριότητα υπερβαίνουν σημαντικά τα κόστη από την αντίστοιχη δραστηριότητα σε αντίθεση με τους μετόχους μειοψηφίας, οι οποίοι δεν μπορούν σε καμία περίπτωση να επωμιστούν το αυξημένο οικονομικό κόστος επιθεώρησης των οικονομικών δραστηριοτήτων των διευθυντικών στελεχών και αρκούνται να αναμένουν τα οφέλη από την εποπτική δραστηριότητα των μεγαλομετόχων που ενδέχεται να ικανοποιεί κάποια από συμφέροντα τους (free rider problem).

Η συγκεντρωμένη ιδιοκτησία συμβάλλει αποφασιστικά στη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης καθώς οι managers, υπό το κίνδυνο απώλειας της θέσεως τους και της δύναμής τους, υποχρεώνονται να ευθυγραμμίσουν τα συμφέροντα τους με αυτά των κύριων μετόχων της εταιρίας και να περιορίσουν τις όποιες ευκαιριακές συμπεριφορές που θα μπορούσαν να εκδηλώσουν στα πλαίσια του διαχωρισμού ελέγχου και ιδιοκτησίας, δηλαδή του διαχωρισμού διαχείρισης και ελέγχου των εταιρικών αποφάσεων. Από την άλλη πλευρά, οι βασικοί μέτοχοι κατοχυρώνοντας τα συμφέροντα τους περί μεγιστοποίησης του πλούτου των μετοχών τους και μεγιστοποίησης της κερδοφορίας, διαθέτουν την ισχύ επανάκτησης των κεφαλαίων τους ανά πάσα στιγμή.

Ο υπέρμετρος συγκεντρωτισμός των δικαιωμάτων ψήφου που αντιστοιχούν στις μετοχές στα χέρια μικρού αριθμού μετόχων επενδυτών είναι δυνατόν να επιφέρει εκτός από περιορισμό του κόστους αντιπροσώπευσης και βελτίωση της οικονομικής αξίας της εταιρίας όπως αποδεικνύεται από τους Morck, Shleifer και Vishny (1988). Στα πλαίσια αυτά γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι τα αποτελέσματα από την παραπάνω συγκέντρωση των δικαιωμάτων ψήφου και μετοχών εξασφαλίζουν σε πρώτη φάση την αφοσίωση και δέσμευση των διευθυντικών στελεχών για ανάληψη επενδυτικών και διοικητικών πρωτοβουλιών απόλυτα σύμφωνων με τη στοχοθέτηση από πλευράς

⁹ Shleifer and Vishny, (1997)

μετόχων. Πολλές εμπειρικές έρευνες έχουν αποδείξει εξάλλου πως στις εταιρίες που τα δικαιώματα ψήφου είναι συγκεντρωμένα στα χέρια λίγων μεγαλομετόχων, οι μη εθελούσιες αποχωρήσεις εκτελεστικών στελεχών είναι συχνότερες σε σχέση με τις εταιρίες με μεγάλη διασπορά ιδιοκτησίας, ένδειξη ότι οι μεγαλομέτοχοι καθίστανται πιο αποτελεσματικοί επόπτες των διευθυντικών συμπεριφορών και δράσεων.

Παρόλα αυτά, η εξεταζόμενη ιδιοκτησιακή δομή είναι δυνατόν να εντείνει τη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των μεγάλων μετόχων και των μετόχων μειοψηφίας. Οι τελευταίοι παρουσιάζονται αρκετές φορές να υπερασπίζονται συμφέροντα που δεν συμβαδίζουν με αυτά των μεγαλομετόχων και αν αυτή η έλλειψη ταύτισης συμφερόντων συνδυάζεται και με χαμηλή νομική προστασία των δικαιωμάτων τους, όπως αποτυπώνεται στις νομοθεσίες πολλών χωρών που υπάγονται ιδεολογικά στο ευρωπαϊκό μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης, τότε σαφώς αποθαρρύνονται από κάθε συμμετοχή στη διακυβέρνηση των εταιριών και αποστρέφονται από την περαιτέρω τοποθέτηση κεφαλαίων στις εν λόγω εταιρίες, οι οποίες αντιμετωπίζουν αυξανόμενο κόστος όσον αφορά την άντληση εξωτερικών κεφαλαίων μέσω των κεφαλαιαγορών. Η διαπίστωση αυτή δικαιολογεί εν πολλοίς και την υποτονική ανάπτυξη των χρηματιστηριακών αγορών αλλά και τη μειωμένη συμμετοχή τους στην χρηματοδότηση των παραγωγικών επενδύσεων εταιριών στις οικονομίες των κρατών της Κεντρικής Ευρώπης αλλά και της Μεσογείου, όπου η προστασία των επενδυτών είναι ασθενής και οι μετοχικοί τίτλοι που προσδίδουν υψηλά δικαιώματα ψήφου είναι διαπραγματεύσιμοι έναντι υψηλού premium¹⁰. Μία άλλη περίπτωση που επίσης μπορεί να αποβεί εις βάρος των μετόχων μειοψηφίας, παρατηρείται όταν οι μεγαλομέτοχοι απολαμβάνουν τέτοια δικαιώματα ψήφου που τους επιτρέπουν να επιδείξουν ένα είδος προτιμησιακής πολιτικής ως προς τη διανομή μερισμάτων.

Το σύστημα αυτό ιδιοκτησίας έρχεται σε αντίθεση με τη διασκορπισμένη ιδιοκτησία (dispersed ownership) που προϋποθέτει ευρεία διασπορά μετοχών σε πολλούς μετόχους μειοψηφίας και αποτελεί τη γενεσιουργό αιτία

¹⁰ Shleifer and Vishny, (1997)

προβλημάτων εταιρικής διακυβέρνησης. Τα αίτια της διασποράς εντοπίζονται στη δυνατότητα από πλευράς μεμονωμένου επενδυτή εύκολης ρευστοποίησης του μεριδίου του στη δευτερογενή αγορά ενώ παράλληλα επιτυγχάνει και διαφοροποίηση του κινδύνου διατηρώντας στο χαρτοφυλάκιο του μία ποικιλία επενδυτικών τίτλων. Σε μία τέτοια ιδιοκτησιακή δομή τα περιθώρια συνεργασίας των μικρομετόχων για ανάληψη συλλογικής πρωτοβουλίας και ενεργητική συμμετοχή στα εταιρικά όργανα, όπως είναι η γενική συνέλευση είναι απειροελάχιστα, ενώ τα κίνητρα ανάμειξης στα εταιρικά δρώμενα σε μεμονωμένη βάση δεν υφίσταται καθώς το κόστος παρακολούθησης και εποπτείας των διευθυντικών δράσεων κάθε εταιρίας στην οποία διαθέτουν κάποιο μερίδιο είναι δυσανάλογο σε σχέση με το μέγεθος της τοποθέτησής τους στην εταιρία αυτή.

2.4.1.4 Δανεισμός

Στην εταιρική διακυβέρνηση ο ρόλος του δανεισμού έχει ιδιαίτερη σημασία ως μηχανισμός ώθησης των managers προς υιοθέτησης επενδυτικών πολιτικών που πραγματικά προσθέτουν αξία στην υπάρχουσα περιουσιακή κατάσταση της εταιρίας και δημιουργούν τις προϋποθέσεις για τόνωση της κερδοφορίας και απόδοση ικανοποιητικού μερίσματος στις τάξεις των μετόχων. Πιο δημοφιλής δανειστική πρακτική των επιχειρήσεων είναι η σύναψη επιχειρηματικών δανείων με τις τράπεζες που θα χρηματοδοτήσουν παραγωγικές και επενδυτικές δραστηριότητες εφόσον βέβαια οι εταιρίες κριθούν από τα αρμόδια στελέχη των τραπεζών ή άλλων πιστωτικών ιδρυμάτων, ότι έχουν τέτοια πιστοληπτική ικανότητα (για την αξιολόγηση της οποίας απαιτείται εμπεριστατωμένη οικονομοτεχνική μελέτη) που θα τους επιτρέψει με συνέπεια να αποπληρώσουν το χρέος με τους όρους που θέτει η τράπεζα. Η εξόφληση του χρέους γίνεται βάσει μίας σειράς μελλοντικών πληρωμών σε προκαθορισμένα χρονικά διαστήματα. Αν η εταιρία δεν εμφανιστεί συνεπής στην πληρωμή κάποιας από τις δόσεις της δανειακής υποχρέωσης, τότε οι πιστωτές αποκτούν το δικαίωμα καταγγελίας της σύμβασης και μπορούν να προχωρήσουν στην κατάσχεση περιουσιακών στοιχείων (στην περίπτωση ενυπόθηκου δανείου) της εταιρίας αξίας ίσης με το μέγεθος των μη εξοφλημένων, βάσει του περιεχομένου της σύμβασης

δανείου, αξιώσεων τους. Αν η εταιρία συνεχίσει να κρίνεται ανίκανη να διεκπεραιώσει τις οφειλές της προς τους πιστωτές, τότε μπορεί να οδηγηθεί σε πτώχευση και τίθεται αυτομάτως υπό καθεστώς εκκαθάρισης. Μία πρόσθετη ευκολία που αντιμετωπίζουν οι πιστωτές μιας εταιρίας είναι η δυνατότητα άμεσου προσδιορισμού της αξίας του χρέους της εταιρίας απέναντι τους και των περιουσιακών στοιχείων που έχουν γραφτεί στους όρους του ενυπόθηκου δανείου. Αντίθετα, οι μέτοχοι επενδυτές είναι απασχολημένοι με την εύρεση της συνολική αξίας αγοράς της επιχείρησης στην οποία επενδύουν που δεν είναι μόνο συνάρτηση της αξίας των περιουσιακών της στοιχείων αλλά και της θέσης της στην αγορά στην οποία δραστηριοποιείται, των αναπτυξιακών της δυνατοτήτων, του βαθμού προστασίας των συμφερόντων των stakeholders και της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης που επιδεικνύει, έννοιες που δεν ποσοτικοποιούνται εύκολα.

Μία τέτοια εξέλιξη σαφώς και δεν είναι προς όφελος των managers που χάνουν τα δικαιώματα ελέγχου και το προνομιακό καθεστώς (αμοιβές, bonus) που απολάμβαναν μέχρι εκείνη τη στιγμή καθώς γίνεται μετάβαση των αντίστοιχων δικαιωμάτων στους πιστωτές. Με το φόβο αυτό, οι managers ιεραρχούν ως μέγιστη προτεραιότητα την ικανοποίηση όλων των δανειακών απαιτήσεων των πιστωτών στις συμφωνηθείσες καταληκτικές ημερομηνίες, παγώνοντας την εκτέλεση οποιωνδήποτε άλλων πληρωμών προς άλλα ενδιαφερόμενα μέρη συμπεριλαμβανόμενων και των μετόχων που αναμένουν την απονομή του μερίσματος με βάση τα αποτελέσματα κερδοφορίας της εταιρικής χρήσης. Εκτός αυτού, το πρόβλημα αντιπροσώπευσης μειώνεται, καθώς οι managers υπό το φόβο της πτώχευσης και της απώλειας ελέγχου αναζητούν εκείνες τις επενδυτικές ευκαιρίες που αποφέρουν θετική καθαρά παρούσα αξία συμβαδίζοντας έστω και κατά έμμεσο τρόπο με τα συμφέροντα των μετόχων¹¹.

Ο ρόλος των πιστωτών στην εταιρική διακυβέρνηση είναι αμφιλεγόμενος καθώς δεν επικρατεί ένας γενικός κανόνας αναφορικά με την ενεργοποίηση και εμπλοκή τους στις διοικήσεις των εταιριών που αντιμετωπίζουν δυσχέρειες

¹¹ Schleifer and Vishny, (1997)

αποπληρωμής των δανειακών τους χρεών. Η εμπλοκή αυτή ερμηνεύεται σε αυξημένα ποσοστά απομάκρυνσης διευθυντικών στελεχών υπό πτώχευση εταιριών που έχουν ανεπτυγμένες χρηματοδοτικές σχέσεις με τράπεζες (Schleifer and Vishny, 1997). Εξάλλου, σε κάποια χρηματοδοτικά συστήματα, όπως σε αυτό της Γερμανίας η δύναμη των τραπεζών είναι εδραιωμένη και μετουσιώνεται σε αυξημένη εκπροσώπηση των τραπεζών σε διοικητικά συμβούλια εταιριών και κατοχή σημαντικού μεριδίου δικαιωμάτων ψήφων στις γενικές συνελεύσεις. Η σημαντική αυτή ανάμειξη οφείλεται στο ευνοϊκό νομικό περιβάλλον που αντιμετωπίζουν οι πιστωτές, οι οποίοι διατηρούν τη δύναμη καθοδήγησης των χρηματοδοτήσεων προς συγκεκριμένους τομείς της οικονομίας. Το ίδιο σύστημα συναντάται και στην Ιαπωνία όπου η αποτελεσματικότητα του τραπεζικού τομέα αποδείχθηκε κινητήριο μοχλός για τη ραγδαία βιομηχανική ανάπτυξη της γιαπωνέζικης οικονομίας.

Το ζήτημα το οποίο τίθεται διεθνώς και αφορά τις επιχειρήσεις που βασίζονται στο χρέος εκτός από την έκδοση μετοχών για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους, είναι αυτό του βαθμού προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων και των πιστωτών. Από τη μία πλευρά, ο μέτοχος εισφέρει ένα κεφάλαιο το οποίο δεν μπορεί να του διασφαλίσει ότι θα του αποφέρει την αναμενόμενη απόδοση ενώ το ετήσιο μέρισμα είναι συνάρτηση των οικονομικών αποτελεσμάτων και των μεγεθών κερδοφορίας που αφήνει η εταιρική χρήση και δεν διανέμεται από το διοικητικό συμβούλιο σε υποχρεωτική βάση. Αν δεν ικανοποιούνται από τις αποφάσεις του management μπορούν να αναλάβουν συντονισμένη δράση και να ενώσουν τα δικαιώματα ψήφου τους ώστε να ασκήσουν τις κατάλληλες πιέσεις ή ακόμα και να απειλήσουν τα στελέχη του ανώτατου management σε περίπτωση που το μεγαλύτερο πακέτο των μετοχών βρίσκεται στα χέρια λίγων.

Από την άλλη πλευρά, η συλλογική αυτή πρωτοβουλία από την πλευρά των πολυάριθμων μικρομετόχων ή αυτών που διαθέτουν τις μετοχές που προσδίδουν τα περισσότερα δικαιώματα ψήφου δεν είναι βέβαιο ότι θα επιφέρει τα αναμενόμενα αποτελέσματα όταν τα δικαιώματα κυριότητας είναι διασκορπισμένα σε μεγάλο βαθμό. Επίσης, οι μέτοχοι συντονισμένα μπορούν να προσφύγουν στη δικαιοσύνη και να καταγγείλουν το management αν

υποπέσουν στην αντίληψη τους παραβιάσεις της εμπορικής νομοθεσίας και τήρηση διαδικασιών αδιαφάνειας και παροχής αναξιόπιστης χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, αλλά η νομική προστασία τους δεν μπορεί να θεωρηθεί αδιαπραγμάτευτη καθώς οι managers, κατέχοντας εμπιστευτικά και πιο αξιόπιστα αποδεικτικά στοιχεία λόγω της πλούσιας εσωτερικής πληροφόρησης, ενδέχεται να αντικρούσουν αποτελεσματικά τις κατηγορίες της ομάδας μετόχων.

Από την άλλη πλευρά, τα δικαιώματα των πιστωτών είναι σαφώς πιο ξεκαθαρισμένα από τα αντίστοιχα των μετόχων και κατ' αυτόν τον τρόπο απολαμβάνουν καλύτερης νομικής προστασίας. Οι πιστωτές αναμένουν σε συγκεκριμένες ημερομηνίες την επιστροφή μέρους των χρημάτων τους και αν δεν ικανοποιηθούν, μπορούν άμεσα να προσφύγουν στη δικαιοσύνη και να υπερασπίσουν τα δικαιώματα έχοντας στη διάθεση τους πολύ πιο τρανταχτά στοιχεία απόδειξης της παραβίασης των όρων της σύμβασης και πιθανών ρητρών που την συνοδεύουν. Σε αντίθεση με την περίπτωση των μικρομετόχων που ενδέχεται να χρειαστεί να συνεργαστούν και με τις ψήφους τους να επηρεάσουν κάποιες αποφάσεις της διοίκησης, στην περίπτωση των πιστωτών δεν απαιτείται ανάληψη συλλογικών πρωτοβουλιών για να διεκδικήσουν την επιστροφή των χρημάτων τους καθώς η εταιρία είναι υπεύθυνη για τα χρέη της απέναντι σε κάθε πιστωτή ξεχωριστά.

2.4.2 Εξωτερικοί μηχανισμοί

Σε αγορές που επικρατούσα μορφή ιδιοκτησίας είναι η διασκορπισμένη, ο ρόλος των μηχανισμών της αγοράς για εταιρικό έλεγχο είναι ιδιαίτερα σημαντικός για τον περιορισμό φαινομένων ευκαιριακής συμπεριφοράς και καιροσκοπισμού των διευθυντικών στελεχών. Ο περιορισμός αυτός επιτυγχάνεται υπό τις απειλές ενδεχόμενων εξαγορών ή υποβολής δημόσιας πρότασης εταιριών οι οποίες διέρχονται παρατεταμένη οικονομική κρίση και αντιμετωπίζουν το κίνδυνο να περιέλθουν σε πτώχευση. Η χαμηλού επιπέδου απόδοση των εταιριών, όπως καθρεπτίζεται στη φθίνουσα πορεία της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής τους, οφείλεται κατά κύριο λόγο στην διοικητική και οργανωτική ανεπάρκεια των μελών του management, που

αποτελεί ανασταλτικό παράγοντα για την εκμετάλλευση ευκαιριών ανάπτυξης που θα μπορούσαν να αξιολογηθούν και αξιοποιηθούν από μία πιο ικανή ομάδα διευθυντικών στελεχών. Εξυπακούεται, ότι η παραπάνω φθίνουσα πορεία μπορεί να είναι απόρροια κάποιας αρνητικής συγκυρίας που υπαγορεύεται από το γενικότερο επιχειρηματικό περιβάλλον και συνεπώς οι managers δεν μπορούν να μεταβάλλουν με τις ενέργειες τους τη δυσμενή για την εταιρία κατάσταση.

Το γεγονός αυτό αποτελεί την αφορμή για μεγάλες εταιρίες ενός κλάδου να υποβάλλουν πρόταση εξαγοράς στην προβληματική εταιρία-στόχο, η οποία εξαγορά μάλιστα υπό συνθήκες λαμβάνει και τη μορφή της εχθρικής εξαγοράς (hostile takeover). Τα οφέλη που αναμένεται να προκύψουν για τις πλειοδότες εταιρίες προέρχονται από την επιδίωξη τους για ανάληψη του εταιρικού ελέγχου και αντικατάσταση του υπάρχοντος διοικητικού σχήματος με ένα νέο, σαφώς πιο έμπειρο και πιο αποτελεσματικό. Απώτερος στόχος όλης αυτής της διαδικασίας είναι η συνδυασμένη αύξηση της αξίας των δύο εταιριών που θα προέλθει από την επικράτηση και επιβολή ορθολογικότερων αρχών διοίκησης και διαχείρισης των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας-στόχου.

Οι μηχανισμοί της αγοράς ως όχημα απομάκρυνσης των διευθυντικών στελεχών εξαιτίας εκδήλωσης συμπεριφορών που δεν αποσκοπούσαν στην εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων και οδηγούσαν στην υποβάθμιση της οικονομικής απόδοσης εταιριών αποτέλεσαν εφιαλτήριο για την έξαρση ενός άνευ προηγουμένου κύματος εξαγορών κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980 στις Η.Π.Α. Οι εξαγορές λάμβαναν τη μορφή προσφοράς από τους πλειοδότες (tender offer) στους κατόχους προνομιούχων μετοχών για αγορά ενός ποσοστού μετοχών σε τιμή σημαντικά υψηλότερη από την τρέχουσα τιμή αγοράς. Το management των εταιριών στόχων δεν εμπλεκόταν στις συγκεκριμένες συναλλαγές και δεν είχε περιθώρια για λήψη προστατευτικών μέτρων που θα μπορούσαν να αποτρέψουν την αποδοχή της πρότασης και την συνακόλουθη μεταβολή της σύνθεσης του μετά την επιτυχημένη έκβαση του εγχειρήματος της εξαγοράς.

Σύμφωνα με τους Mitchell και Mulherin (1996), το κύμα εξαγορών και ανοικοδομήσεων εταιριών που σημειώθηκε τη δεκαετία του 1980 στις Η.Π.Α. αποτέλεσε μία μορφή αντίδρασης των αγορών στις μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες που περιλάμβαναν την αλλαγή του ρυθμιστικού πλαισίου, τις μεταβολές στο κόστος των εισροών και τις σημαντικές καινοτομίες στις μεθόδους χρηματοδότησης που προκάλεσαν την διαφοροποίηση των βιομηχανικών δομών. Στην ίδια έρευνα σε δείγμα 1064 εταιριών από 51 βιομηχανικούς κλάδους, αξίας αγοράς που υπερβαίνει το 60% της αξίας των εισηγμένων εταιριών στα NYSE, AMEX και NASDAQ για τα έτη 1982-1989, το 23% αποτέλεσε στόχο εχθρικής εξαγοράς ενώ το 27% στόχο φιλικής εξαγοράς.

Στη σημερινή επιχειρηματική πραγματικότητα των Η.Π.Α. οι εξαγορές με την παραπάνω μορφή δεν εμφανίζουν σημάδια επιβίωσης καθώς οι προστατευτικές πολιτικές και μέθοδοι οχύρωσης των managers (management entrenchment) έχουν εδραιωθεί με αποτέλεσμα οι μηχανισμοί της αγοράς να μην εγγυώνται στους μετόχους την άμεση και έγκαιρη αντικατάσταση του αναποτελεσματικού management.

Στην Ευρώπη η στρατηγική των εξαγορών και των συγχωνεύσεων, όπως θα δούμε και στο επόμενο κεφάλαιο, δεν σημειώνει ιδιαίτερη άνθηση σε σχέση πάντα με τους αντίστοιχους ρυθμούς που παρατηρούνται στις Η.Π.Α. Η υποτονικού βαθμού προσφυγή στους μηχανισμούς της αγοράς για εταιρικό έλεγχο πηγάζει κυρίως από μία ευρέως διαδεδομένη και εδραιωμένη κουλτούρα και συνείδηση εντός του ευρωπαϊκού επιχειρηματικού, πολιτικού και κοινωνικού φάσματος εναντίον κάθε είδους κινήσεως εξαγοράς που τείνει να χαρακτηριστεί συνώνυμη με καταχρηστική υπέρβαση των ορίων που θέτει το καπιταλιστικό σύστημα και έντονο αντικοινωνικό αντίκτυπο. Επίσης, τα ιδιοκτησιακά καθεστώτα εντός της Ευρωπαϊκής Ηπείρου, όπως η σταυροειδής ιδιοκτησία εταιριών, καθιστά ιδιαίτερα δυσχερή τη διείσδυση σε αυτές μέσω εξαγορών, είτε φιλικών είτε εχθρικών, αλλοδαπών επενδυτών. Παρόλα αυτά, η διαπιστωμένη αναποτελεσματικότητα των εσωτερικών μηχανισμών να βελτιώσουν την εταιρική διακυβέρνηση ευρωπαϊκών εταιριών και ο συνεχιζόμενος κρατικός παρεμβατισμός σε μια παγκοσμιοποιημένη αγορά

όπως αυτή της Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά και η ακαμψία μεγαλομετόχων και managers στις διαπραγματεύσεις με αλλοδαπές αγοράστριες εταιρίες εγείρουν σοβαρές σκέψεις για την χάραξη μίας ενιαίας κατεύθυνσης, τόσο σε νομοθετικό όσο και σε θεσμικό επίπεδο ώστε να μηχανισμοί της αγοράς να καταστούν μία ισχυρή πηγή εξασφάλισης αποτελεσματικής εποπτείας των βασικών μετόχων και των managers που θα περιορίζει τα φαινόμενα συμπεριφορών μη μεγιστοποίησης της αξίας και καταστρατήγησης των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας των μετόχων μειοψηφίας.

2.5 Νομική προστασία των επενδυτών

Πάγια απαίτηση των επενδυτών ανά τον κόσμο αποτελεί η ενίσχυση του μηχανισμού προστασίας των δικαιωμάτων τους, γεγονός το οποίο αντικατοπτρίζεται και στα πορίσματα της έρευνας της McKinsey (2002) για τους θεσμικούς επενδυτές. Χωρίς εγγυημένη προστασία πάσης φύσεως, οι επενδυτές, τόσο οι ιδιώτες όσο και οι θεσμικοί, δεν εκδηλώνουν προθέσεις δέσμευσης των κεφαλαίων τους σε μια εταιρία που υπάγεται σε σύστημα που δε διαφυλάσσει τα δικαιώματά τους. Για να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους οι θεσμικοί επενδυτές και μάλιστα για μακροπρόθεσμο διάστημα, όπως π.χ. οι συνταξιοδοτικοί οργανισμοί, θα πρέπει να είναι πλήρως ενημερωμένοι για την ποιότητα των δικαιωμάτων που τους παρέχει το εκάστοτε θεσμικό πλαίσιο που ρυθμίζει το θεμελιώδες ζήτημα της προστασίας τους έναντι των ωφελιμιστικών συμπεριφορών που υιοθετεί σε διάφορες περιπτώσεις το management της εταιρίας.

Οι μέτοχοι ως κατέχοντες κάποιο μερίδιο του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας αποκτούν δικαίωμα ψήφου στις ετήσιες γενικές συνελεύσεις και μπορούν να το ασκήσουν οι ίδιοι ή μέσω αντιπροσώπου (proxy vote), όταν δεν τους επιτρέπει η γεωγραφική τους θέση χωρίς όμως να μειώνεται η βαρύτητα της ψήφου όταν την ασκεί ο αντιπρόσωπος. Επίσης, καθιερώνεται σε πολλές χώρες του ΟΟΣΑ ο θεσμός της ηλεκτρονικής ψήφου. Ανεξάρτητα από το μέγεθος της συμμετοχής τους στη μετοχική σύνθεση της εταιρίας, είτε πρόκειται δηλαδή για θεσμικούς επενδυτές με πολύ μεγάλο ύψους τοποθετήσεις είτε πρόκειται για μετόχους μειοψηφίας, η αντιμετώπιση τους ως προς την άσκηση του θεμελιώδους δικαιώματος της ψήφου στη τακτική γενική

συνέλευση θα πρέπει να είναι ισότιμη όπως επισημαίνουν και οι αναθεωρημένες αρχές εταιρικής διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ (2004) που αναγνωρίζουν, ότι είναι πιθανόν να δημιουργηθούν συγκρουσιακές καταστάσεις μεταξύ των θεσμικών και των ιδιωτών επενδυτών που ακολουθούν εκ διαμέτρου αντίθετες επενδυτικές πολιτικές και στρατηγικές. Στην ίδια διακήρυξη αρχών υπογραμμίζεται το δικαίωμα των μετόχων να ενημερώνονται με κάθε λεπτομέρεια για τα δικαιώματα ψήφου που απορρέουν από την μετοχική ιδιότητα, πριν προβούν στην αγορά των μετοχών, ενώ κάθε αλλαγή στα δικαιώματα ψήφου των μετοχών θα πρέπει να επικυρώνεται από τους μετόχους, οι οποίοι επηρεάζονται αρνητικά από αυτήν την αλλαγή. Άλλα δικαιώματα των μετόχων είναι η αποκάλυψη χρήσιμων πληροφοριών για την πορεία της επιχείρησης και για τους κινδύνους στους οποίους είναι εκτεθειμένη. Επίσης, έχουν δικαίωμα συμμετοχής στη διαδικασία λήψεως των πιο σημαντικών εταιρικών αποφάσεων, όπως είναι θέματα εξαγορών και συγχωνεύσεων, πώληση μεγάλης αξίας περιουσιακών στοιχείων, έκδοση ομολογιακού δανείου ή αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Η νομική προσέγγιση στην εταιρική διακυβέρνηση και πιο συγκεκριμένα η προστασία που παρέχεται στους εξωτερικούς επενδυτές έχει αποκτήσει σημαντικό ενδιαφέρον και μπορεί εν μέρει να αιτιολογήσει τη διαφορετικότητα των χρηματοοικονομικών συστημάτων εντός των οποίων δραστηριοποιούνται οι εταιρίες στις διάφορες χώρες, την ιδιοκτησιακή δομή, τις μερισματικές πολιτικές, την αποτελεσματικότητα της κατανομής των επενδυτικών πόρων καθώς και τη διαφορετικού επιπέδου ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών στις χώρες αυτές. Η ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών στις διάφορες χώρες αντανakλά και την ποσότητα αλλά και την ποιότητα ευκαιριών των εταιριών να αναζητήσουν εξωτερική χρηματοδότηση για συνέχιση και επέκταση των λειτουργιών τους. Η εξωτερική χρηματοδότηση έγκειται στο τρόπο με τον οποίο οι εταιρίες των διαφόρων χωρών αντλούν τα απαραίτητα κεφάλαια σε μία διαδικασία, όπου επιδιώκουν την επίτευξη όσο δυνατόν πιο ευνοϊκών όρων ώστε να μειώσουν το κόστος χρηματοδότησης και τον όγκο των εμφανιζόμενων στις δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις υποχρεώσεων τους. Έχουμε τις εταιρίες των χωρών που στηρίζουν τη χρηματοδότησή τους στις τράπεζες και σε άλλους πιστωτικούς οργανισμούς,

καθώς και τις εταιρίες των χωρών εκείνων οι οποίες στράφηκαν κυρίως στην έκδοση νέων μετοχών για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους. Στην πρώτη περίπτωση δηλαδή, έχουμε να κάνουμε με χρηματοδότηση που βασίζεται στο χρέος και ως εξωτερικοί επενδυτές εκλαμβάνονται οι πιστωτές, ενώ στη δεύτερη, σε χρηματοδότηση που βασίζεται σε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και ως εξωτερικούς επενδυτές έχουμε τους μετόχους, οι οποίοι ανεξάρτητα από το ποσοστό που κατέχουν δεν ανήκουν στην κλειστή ομάδα των εσωτερικών μετόχων (και ενίοτε μεγαλομετόχων) που έχουν τον έλεγχο της εταιρίας όταν η ιδιοκτησία είναι συγκεντρωμένη στα χέρια λίγων.

Όταν οι εξωτερικοί επενδυτές αναλαμβάνουν να χρηματοδοτήσουν μια εταιρία είναι αντιμέτωποι με τον κίνδυνο μη απόδοσης της επένδυσής τους εξαιτίας του γεγονότος ότι οι εσωτερικοί, είτε είναι μέτοχοι είτε managers, μπορούν να προβούν σε απαλλοτρίωση των κερδών προς εξυπηρέτηση ιδίων οφελών. Εκτός από την «κλοπή» των κερδών, μπορούν επίσης να αυθαιρετήσουν και με άλλους τρόπους, όπως ανέπτυξαν οι Jensen και Meckling (1976) για να εξηγήσουν τα προβλήματα αντιπροσώπευσης που δημιουργούνται, που περιλαμβάνουν κατασπατάληση των εταιρικών περιουσιακών στοιχείων ή την πώληση τους σε τιμές χαμηλότερες από αυτές της αγοράς (transfer pricing) σε ενδιάμεσες εταιρίες στις οποίες διατηρούν τον έλεγχο. Έτσι η επιστροφή των απαιτούμενων κεφαλαίων στους δικαιούχους τους δεν πραγματοποιείται καθώς οι ελεύθερες χρηματικές ροές προορίζονται για ιδιωτικά οφέλη. Ο μηχανισμός της εταιρικής διακυβέρνησης που διασφαλίζει την προστασία των δικαιωμάτων των εξωτερικών επενδυτών, μετόχων και πιστωτών είναι το νομικό σύστημα κάθε χώρας που καλείται να διαφυλάξει τα συμφέροντα των τελευταίων έναντι των πρακτικών απαλλοτρίωσης που ακολουθούν οι εσωτερικοί, managers και μεγαλομέτοχοι. Όταν η νομική προστασία των επενδυτών είναι ισχυρή και εφαρμοστέα από τα δικαστήρια και τα δικαιώματα, όπως τα δικαιώματα ψήφου στις γενικές συνελεύσεις για τους μετόχους ή τα δικαιώματα κατάσχεσης για τους πιστωτές τους, είναι άμεσα επαληθεύσιμα, τότε οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να χρηματοδοτήσουν τις εταιρίες. Αντίθετα, όταν η νομοθεσία δεν προστατεύει επαρκώς τα συμφέροντα των εξωτερικών επενδυτών, οι εσωτερικοί δεν έχουν λόγο να ξεπληρώσουν τους πιστωτές και να διανείμουν τα κέρδη με τη μορφή μερίσματος στους μετόχους και ως εκ

τούτου οι μηχανισμοί εξωτερικής χρηματοδότησης δεν λειτουργούν σωστά (La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. 2000).

Η διαφορετικότητα των νομικών συστημάτων και η διαφορετική διαβάθμιση της προστασίας των δικαιωμάτων των επενδυτών ανά χώρα προκύπτει από την υπαγωγή των διάφορων χωρών σε διαφορετικές νομικές οικογένειες. Η πρώτη νομική οικογένεια περιλαμβάνει τις χώρες του λεγόμενου εθιμικού ή αγγλοσαξονικού δικαίου, δηλαδή την Αγγλία και όλες τις πρώην αποικίες της και η δεύτερη και επικρατέστερη παγκοσμίως, τις χώρες του ρωμαϊκού δικαίου, όπως τη Γαλλία (πίνακας 2.1). Η γερμανική εμπορική νομοθεσία έχει τις ρίζες της επίσης στη ρωμαϊκή παράδοση, ενώ το δίκαιο των σκανδιναβικών χωρών έχει επηρεαστεί σε μικρότερο βαθμό από το ρωμαϊκό και εξετάζεται ως μία ξεχωριστή νομική οικογένεια που έχει υποστεί αρκετούς μετασχηματισμούς μετά την απεξάρτηση του από το σοβιετικό δίκαιο. Οι λόγοι για τους οποίους οι χώρες ανήκουν σε μία συγκεκριμένη νομική οικογένεια ποικίλουν από την οικειοθελή υιοθέτηση των συστημάτων αυτών, στην αναγκαστική επιβολή τους σε ορισμένες περιπτώσεις από παλιές αποικιακές δυνάμεις.

Πίνακας 2.1 Νομικές Οικογένειες

Χώρες εθιμικού ή αγγλοσαξονικού δικαίου (Common law)	Χώρες ρωμαϊκού δικαίου (Code or civil law)
Αγγλία	Γαλλία
Η.Π.Α.	Γερμανία
Αυστραλία	Λ. Αμερική
Καναδάς	Βέλγιο
Πολλές χώρες της Αφρικής	Δανία
Νοτιοδυτική Ασία	Ισπανία

Οι La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, και Vishny (1998) διερεύνησαν μέσω της κατάρτισης δεικτών τη δυναμική κάποιων νομικών κανόνων προστασίας των μετόχων και των πιστωτών σε 49 χώρες από όλο τον κόσμο, οι οποίες κατηγοριοποιήθηκαν με βάση τη νομική τους προέλευση: 21 χώρες που υπάγονται στην οικογένεια του γαλλικού δικαίου, 6 του γερμανικού (δεύτερη

υποκατηγορία του ρωμαϊκού δικαίου), 18 του αγγλοσαξονικού δικαίου και 4 της σκανδιναβικής παράδοσης. Το πρώτο σημαντικό συστατικό που χρησιμοποίησαν στην έρευνα τους αλλά δεν συμπεριλήφθηκε στο συνολικό δείκτη προστασίας των μετόχων ήταν η αρχή της «μίας μετοχής- μία ψήφου», η οποία εφαρμόζεται μόνο σε 11 χώρες του δείγματος. Τα πιο σημαντικά χαρακτηριστικά του νομικού συστήματος που συμπεριλήφθηκαν στην κατάρτιση του συνολικού δείκτη και αποτελούν ισχυρή ένδειξη αποτελεσματικής προστασίας των εξωτερικών μετόχων ήταν η δυνατότητα των μετόχων να συμμετέχουν στα ψηφίσματα των γενικών συνελεύσεων μέσω αλληλογραφίας, η μη δέσμευση των μετοχών πριν τη γενική συνέλευση και το ποσοστό μετοχών που πρέπει να διατηρεί ένας μέτοχος για να καλέσει έκτακτη γενική συνέλευση να είναι ίσο ή λιγότερο από 10%. Ο σχετικός μέσος δείκτης για τις χώρες που υπάγονται στην οικογένεια του αγγλοσαξονικού δικαίου ήταν 4, ενώ ακολούθησαν ο μέσος δείκτης των σκανδιναβικών χωρών με 3. Το χαμηλότερο μέσο δείκτη προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων εμφανίζουν οι χώρες του γαλλικού και του γερμανικού δικαίου με 2.33. Ανάλογος δείκτης καταρτίστηκε για την μέτρηση της προστασίας των πιστωτών και ο μέσος δείκτης για τις χώρες του αγγλοσαξονικού δικαίου ήταν υψηλότερος από τον αντίστοιχο δείκτη των χωρών που υπάγονται στις άλλες νομικές οικογένειες. Ο τελευταίος δείκτης που καταρτίστηκε αφορούσε την ποιότητα εφαρμογής των νόμων από τα δικαστήρια αλλά και ζητήματα που άπτονται της διαφθοράς, των λογιστικών προτύπων και των πολιτικών κινδύνων. Στην κλίμακα αυτή οι σκανδιναβικές χώρες προηγούνται τόσο από τις χώρες της γερμανικής όσο και της αγγλικής νομικής παράδοσης. Τα συνοπτικά αποτελέσματα της έρευνας φαίνονται στον πίνακα 2.2.

Πίνακας 2.2 Νομική προέλευση και προστασία επενδυτών

Νομική Οικογένεια/ Δείκτες	Αγγλοσαξονικό δίκαιο	Γαλλικό δίκαιο	Γερμανικό δίκαιο	Σκανδιναβικό δίκαιο
Δείκτης προστασίας των μετόχων	4	2.33	2.33	3
Δείκτης προστασία των πιστωτών	3.11	1.58	2.33	2
Δείκτης ποιότητας εφαρμογής	8.15	6.56	8.54	10

Πηγή: La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (1998) Law and Finance, *Journal of Political Economy*, Vol. 106, 1113-1150

Από τον παραπάνω συγκεντρωτικό πίνακα των αποτελεσμάτων της εμπειρικής έρευνας για την νομική προστασία των επενδυτών προκύπτει ολοφάνερα, ότι η νομική προέλευση αποτελεί κρίσιμο παράγοντα διαμόρφωσης του βαθμού προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων και των πιστωτών στις διάφορες χώρες. Οι χώρες των οποίων το νομικό σύστημα έχει τις ρίζες του στο εθιμικό ή αγγλοσαξονικό δίκαιο διασφαλίζουν πολύ ισχυρή νομική προστασία για τους εξωτερικούς. Αντίθετα, οι χώρες του γαλλικού δικαίου εμφανίζουν χαμηλότερους δείκτες προστασίας για τα δικαιώματα των εξωτερικών χρηματοδοτών. Στις χώρες με καλύτερη νομική προστασία και υψηλή ποιότητα εφαρμογής της κείμενης νομοθεσίας από τα δικαστήρια, τα προβλήματα αντιπροσώπευσης προκύπτουν από τη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ εξωτερικών μετόχων και managers και είναι αποτέλεσμα της διάσπαρτης μετοχικής σύνθεσης που υποδηλώνει εκτεταμένη συμμετοχή των μεμονωμένων επενδυτών στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και υψηλή ρευστότητα των κεφαλαιαγορών. Σε αυτές τις προστατευμένες αγορές, η ανάπτυξη των αγορών κεφαλαίων και των χρηματοπιστωτικών αγορών ενθαρρύνεται σε μεγάλο βαθμό με αποτέλεσμα να εμφανίζονται αύξηση του αριθμού των εισηγμένων (market breadth), αυξημένη αποτίμηση αξίας των εταιριών, μεγάλη ανάπτυξη των αγορών κινητών αξιών, υψηλότεροι ρυθμοί προτάσεων δημοσίων προσφορών (initial public offering) και υψηλή παραγωγικότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα¹². Τα χαρακτηριστικά αυτά

¹² La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (2000)

συμβάλλουν στην αριστοποίηση της κατανομής των πόρων σε πιο αποδοτικές χρήσεις, συμβάλλοντας κατ' αυτόν τον τρόπο στην οικονομική ανάπτυξη.

Στις χώρες του ρωμαϊκού δικαίου, η αδύναμη έως ανύπαρκτη προστασία των δικαιωμάτων των εξωτερικών μετόχων που συνήθως κατέχουν πολύ μικρά ποσοστά κυριότητας, επιτρέπει την ανάπτυξη ενός συγκεντρωτικού μοντέλου ιδιοκτησίας με τον μεγαλομέτοχο να ελέγχει τη συντριπτική πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου και να ασκεί τον πλήρη έλεγχο των δραστηριοτήτων του εταιρικού management. Σε αυτές τις χώρες η σύγκρουση συμφερόντων δεν εστιάζεται μεταξύ μετόχων και managers αλλά μεταξύ των εχόντων τον έλεγχο μετόχων και των μικρομετόχων, όπως άλλωστε συμβαίνει και στην Ελλάδα όπου ο χαρακτήρας των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών είναι οικογενειακός και η κείμενη νομοθεσία δεν ρυθμίζει το συγκεκριμένο ζήτημα. Επίσης η συγκεκριμένη παράλειψη, ορισμένες φορές σκόπιμου χαρακτήρα, πηγάζει από την έντονη παρουσία του κράτους ως βασικού μετόχου μεγάλων επιχειρήσεων στρατηγικής σημασίας για την ανάπτυξη των τοπικών οικονομιών.

2.6 Βιβλιογραφία 2^{ου} κεφαλαίου

Alchian, A. and Demsetz, H. (1972) Production, information costs, and economic organization, *The American Economic Review*, Vol. 62 (5), 777-795

Becht M., Bolton P. and Roell A., (2002), Corporate Governance and Control, ECGI - Finance Working Paper No. 02

Byrne, John A., Lavelle, Louis, Byrnes, Nanette, Vickers, Marcia, Borrus (2002) How to fix Corporate Governance, *Business Week*, May 6, Issue 3781

Core, J. E., Holthausen, R. W. and Larcker, D. F. (1999) Corporate Governance, chief executive officer compensation, and firm performance, *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, 371-406

Cuervo, A. (2002) Corporate Governance Mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 10, 84-93

Denis, K. D. and McConnel J. J. (2003) International Corporate Governance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38 (1), 1-36

Denis, K. D. (2001) Twenty-five years of corporate governance research...and counting, *Review of Financial Economics*, Vol. 10, 191-212

Fama, E. F. (1980) Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, Vol. 88 (21), 288-307

Fama, E. F. and Jensen M. C. (1983) Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, 301-325

Hart, O. (1995) Corporate Governance: Some theory and implications, *The Economic Journal*, 678-689

Jensen M. C. and Meckling W. H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 305-360

Jensen M. C. (1986) Agency Costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review*, Vol. 6, 323-329

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (1998) Law and Finance, *Journal of Political Economy*, Vol. 106, 1113-1150

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (2000) Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, 3-27

McKinsey Co. (2002) Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance: Key Findings, July

Mitchell, M. and Mulherin, H. (1996) The impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity, *Journal of Financial Economics*, 193-229

Morck, R., Schleifer, A. and Vishny, R. (1988) Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 293-315

OECD, (2004) Principles of Corporate Governance, OECD Publications Services

Parthiban, D., Kochhar, R. and Levitas, E. (1998) The Effect of Institutional Investors on the level and mix of CEO compensation, *Academy of Management Journal*, Vol. 41 (2), 200-208

Shleifer, A. and Vishny W. R. (1997) A survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, Vol. 52, 737-783

Shleifer, A. and Vishny W. R. (1989) Management entrenchment: The case of manager-specific investments, *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, 123-140

Tricker, B. (2005) Corporate Governance-a subject whose time has come, *Corporate Ownership and Control*, Vol. 2 (2), 11-19

Walsh, J. P. and Seward J. K. (1990) On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms, *Academy of Management Review*, Vol. 15, No. 3, 421-458

Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων, Νοέμβριος 2005, Συνέδριο για την Εταιρική Διακυβέρνηση και Διεθνή Εταιρία

Κεφάλαιο 3: Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

3.1 Γενικά

Στην παρούσα θεματική ενότητα εξετάζονται τα υπάρχοντα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης όπως αυτά αναπτύχθηκαν και εξελίχθηκαν κατά το δεύτερο μισό του 20^{ου} αιώνα και τα πρώτα έτη της νέας χιλιετίας. Δίνεται δηλαδή κυρίως έμφαση στο τρόπο με τον οποίο οι διάφορες οικονομίες μετά το Β' Παγκόσμιο Πόλεμο δημιούργησαν εξελικτικά τις προϋποθέσεις για τη διαμόρφωση ενός πλαισίου εντός του οποίου οι επιχειρήσεις και οι οργανισμοί θα μπορούσαν να διοικηθούν και να οργανωθούν εσωτερικά κατά τρόπο ώστε η κατανομή των παραγωγικών πόρων μέσω των επενδυτικών πρωτοβουλιών μεταξύ των διάφορων τομέων οικονομικής δραστηριότητας να είναι η άριστη και να μεγιστοποιείται το οικονομικό αποτέλεσμα και η κοινωνική ευημερία. Και τούτο διότι η εταιρική διακυβέρνηση και η διαδικασία λήψεως εταιρικών αποφάσεων, σχετικά με την ανάληψη επενδυτικών προγραμμάτων σε διάφορους τομείς επιχειρηματικής ενασχόλησης, επηρεάζει σύμφωνα με την οικονομική θεωρία τη διαμόρφωση του οικονομικού κλίματος, τη διάρθρωση του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος και τους δείκτες απασχόλησης.

Πώς όμως ορίζεται ένα σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης; Σύμφωνα με την Ahmadjian (2000), ένα σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης συνίσταται από μία ευρεία γκάμα αρχών και θεσμών, από λογιστικά πρότυπα και νομοθετήματα που αφορούν τη χρηματοοικονομική πληροφόρηση μέχρι θέματα που ρυθμίζουν τις αμοιβές των εκτελεστικών στελεχών, καθώς και το μέγεθος και τη σύνθεση των διοικητικών συμβουλίων των εταιριών. Ένα τέτοιο σύστημα προσδιορίζει τα πρόσωπα που έχουν την κυριότητα μιας εταιρίας και υπαγορεύει το θεσμικό πλαίσιο βάσει του οποίου η οικονομική απόδοση κατανέμεται μεταξύ των μετόχων, των εργαζομένων, των διευθυντικών στελεχών και των άλλων κατηγοριών των stakeholders. Η ίδια ερευνήτρια καταλήγει στο συμπέρασμα ότι το καθεστώς εταιρικής διακυβέρνησης ενός κράτους έχει θεμελιώδη σημασία και ευθύνεται για την οργάνωση μίας εταιρίας, το σύστημα των εργασιακών σχέσεων, τις εμπορικές σχέσεις και τη

διάρθρωση των κεφαλαιαγορών σε αυτό το κράτος. Σύμφωνα με την Ο' Sullivan (2000), ένα σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης διαδραματίζει προεξέχοντα ρόλο στο οικονομικό κύκλωμα και μπορεί να έχει σημαντικές επιπτώσεις στην απόδοση της οικονομίας στο σύνολο της. Η άποψη αυτή αναγνωρίζει τη σημαντικότητα της επιχείρησης για την κατανομή των πόρων στην οικονομία και μέσω του υιοθετούμενου συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης διαμορφώνεται το πλαίσιο υπό το οποίο λαμβάνονται οι επενδυτικές αποφάσεις, τα πρόσωπα τα οποία τις λαμβάνουν, τι είδους επενδυτικά σχέδια υλοποιούνται και πως η απόδοση των επενδύσεων κατανέμεται¹³.

Η συζήτηση γύρω από τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης εστιάζεται στον προσδιορισμό κάθε είδους παραγόντων που θεμελιώνουν τη διαφορετικότητα των διαφόρων εθνικών συστημάτων, αλλά και στις δυνατότητες γεφύρωσης της διαφορετικότητας αυτής στην εποχή της νέας οικονομίας και του παγκοσμιοποιημένου ανταγωνισμού που καθιστά εφικτές τις ελεύθερες ροές οικονομικών πόρων μεταξύ των εθνικών συνόρων. Όσον αφορά τους παράγοντες που δικαιολογούν τις διαφοροποιήσεις μεταξύ των εθνικών συστημάτων, εντοπίζουμε ένα πλέγμα νομικών, πολιτικών, κοινωνιολογικών και οικονομικών μεταβλητών που άλλοτε ενυπάρχει λόγω ιστορικών καταβολών και άλλοτε υπαγορεύεται από μία γενικότερη ιδεολογία και κουλτούρα που έχουν υιοθετήσει τα διάφορα κράτη.

Σύμφωνα με την παραπάνω προσέγγιση, είμαστε σε θέση να απεικονίσουμε τις δύο ακραίες τάσεις που συνθέτουν το πολυδιάστατο πεδίο της παγκόσμιας εταιρικής διακυβέρνησης αλλά και την οπτική γωνία πάνω στην οποία βασίζονται οι εν λόγω ακραίες τάσεις. Η μία θεώρηση (shareholder theory) ενσωματώνει στην ανάλυση της ένα μοντέλο που προσανατολίζεται αποκλειστικώς στην ικανοποίηση των συμφερόντων των μετόχων επενδυτών οι οποίοι αποτελούν την πιο σημαντική, για την εταιρία, πηγή άντλησης χαμηλού κόστους επενδυτικών κεφαλαίων. Η ικανοποίηση των συμφερόντων των μετόχων επέρχεται από τη βάση συμβολαίου δέσμευση των managers

¹³ Ο' Sullivan, (2000)

στην επίτευξη των εταιρικών στόχων μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων σε βάρος των όποιων προσωπικών τους φιλοδοξιών, που συνήθως μεταφράζονται ως απόκλιση από τους παραπάνω στόχους και υποσκάπτουν την κερδοφορία και την ανάπτυξη της εταιρίας.

Επίσης, η συμμετοχή των άλλων ομάδων stakeholders, όπως των εργαζομένων και των ενώσεων τους, είναι αποσπασματική έως ιδιαίτερα περιορισμένη καθώς αναλώνεται σε λήψη αποφάσεων χαμηλότερου επιχειρησιακού επίπεδου. Στη θεώρηση αυτή είναι φανερό η επίδραση του νεοκλασικού οικονομικού μοντέλου όπου οι επιχειρήσεις μέσα από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης, σε όλες τις αγορές των οικονομικών πόρων, επιτυγχάνουν την αριστοποίηση της οικονομικής απόδοσης τους. Το μοντέλο αυτό οργάνωσης (Αγγλοσαξονικό) ακολουθείται από τις Η.Π.Α. και γενικά από χώρες όπου η διασκορπισμένη μετοχική σύνθεση είναι η επικρατούσα μορφή ιδιοκτησιακής δομής και η αυξημένη μερισματική απόδοση είναι το κύριο ζητούμενο.

Στο σύστημα αυτό ο διαχωρισμός ελέγχου και ιδιοκτησίας, που αναλύσαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο, είναι περισσότερο κατανοητός καθώς τα κίνητρα για άμεση ενάσκηση ελέγχου από τους πολυάριθμους και γεωγραφικά διασκορπισμένους επενδυτές στις οικονομικές δραστηριότητες της εταιρίας είναι μειωμένα λόγω του αυξημένου οικονομικού κόστους που απαιτείται για συστηματική παρακολούθηση. Αντίθετα, τα συστήματα ελέγχου και εκδήλωσης αμφισβητήσεων προς τις δραστηριότητες των διευθυντικών στελεχών είναι εξωτερικής φύσεως (outsiders control systems) και παίρνουν την μορφή εξαγορών (takeovers) και εξόδου (exit) των επενδυτών μέσω της εκμετάλλευσης της μεγάλης ρευστότητας των αγορών κεφαλαίων, της ελεύθερης διακίνησης δικαιωμάτων ψήφου και ιδιοκτησίας, της απουσίας σταυροειδών σχημάτων ιδιοκτησίας αλλά και των βραχυχρόνιων προσδοκιών κέρδους από τις οποίες διακατέχονται οι ίδιοι οι επενδυτές. Οι μηχανισμοί της αγοράς εμφανίζονται στα συγκεκριμένα συστήματα να αποτελούν τους απόλυτους θεσμούς εποπτείας των δραστηριοτήτων των managers, καθώς μέσα από τις τιμές των μετοχών που διαμορφώνονται στις αποτελεσματικά οργανωμένες και υψηλού επιπέδου ρευστότητας αγορές κεφαλαίου

καθρεπτίζονται οι προσδοκίες και οι εκτιμήσεις του επενδυτικού κοινού αναφορικά με την πορεία των εταιριών που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο τους. Συνολικά, το εταιρικό δίκαιο αναγνωρίζει τρία ιεραρχικά επίπεδα διακυβέρνησης σ' αυτό το μοντέλο: τη γενική συνέλευση των μετόχων, το διοικητικό συμβούλιο και τα ανώτατα εκτελεστικά στελέχη.

Η δεύτερη θεωρία στηρίζεται στην προαγωγή από τους managers, κατά τη διαδικασία λήψεως των εταιρικών αποφάσεων, των συμφερόντων όλων των παραγόντων που αναμειγνύονται και έχουν συμφέρον από την εταιρική λειτουργία και όχι μόνο των μετόχων (stakeholder theory). Αυτή η άποψη λαμβάνει την επιχείρηση ως μία ολοκληρωμένη κοινωνική και οικονομική οντότητα που καλείται να υπηρετήσει τα ευρύτερα συμφέροντα των stakeholders, δηλαδή να προάγει το εταιρικό συμφέρον χωρίς αυτό να σημαίνει ότι δεν λαμβάνονται υπόψη τα συμφέροντα των μετόχων τα οποία σαφώς εξυπηρετούνται εφόσον δεν διαφοροποιούνται με το εταιρικό συμφέρον. Στους stakeholders περιλαμβάνονται οι προμηθευτές, οι πιστωτές, οι πελάτες, η τοπική κοινωνία, η κυβέρνηση και οι εργαζόμενοι.

Οι σχέσεις με τις παραπάνω ομάδες συμφερόντων είναι μακροχρόνιου χαρακτήρα και η άμεση ή έμμεση συμμετοχή τους στη διαδικασία λήψεως των εταιρικών αποφάσεων, καθώς και η βελτίωση της θέσεως τους από την λειτουργία και ανάπτυξη της επιχείρησης, συμβάλλει στη μακροχρόνια επιβίωση και ανάπτυξη της επιχείρησης. Η επιχείρηση, σύμφωνα με αυτή τη θεώρηση, προκαλεί μέσα από τη δραστηριοποίηση της και λόγω της αναμφισβήτητης δύναμης και επιρροής της, πολλαπλές επιδράσεις σε διάφορες πτυχές της κοινωνικής ζωής και ως εκ τούτου οφείλει να συνειδητοποιήσει και να εδραιώσει σε μακροχρόνια βάση ένα κοινωνικό πρόσωπο σύμφωνα με το οποίο θα σέβεται και θα προάγει τις αξίες της δικαιοσύνης και της ηθικής στις σχέσεις και στις συναλλαγές της με όλους τους stakeholders¹⁴.

¹⁴ Letza, Sun and Kirkbride, (2004)

Το μοντέλο οργάνωσης που σε γενικές γραμμές ακολουθείται από τα ευρωπαϊκά κράτη (Ευρωπαϊκό ή Ηπειρωτικό μοντέλο), εκτός του Ηνωμένου Βασιλείου, αναδεικνύει τη σημασία των εργαζομένων και των ενώσεων τους ως φορείς άσκησης διακυβέρνησης και κατοχής μεριδίου ιδιοκτησίας. Η συμμετοχή και ο αναβαθμισμένος ρόλος (employee involvement schemes) των εργαζομένων στη λήψη αποφάσεων ανώτερου οργανωσιακού και επιχειρησιακού επιπέδου των εταιριών αποτελούν βασικές πτυχές του πεδίου της εταιρικής διακυβέρνησης στη Γερμανία, όπου οι διαδικασίες συναπόφασης (codetermination) αλλά και κατάληψης θέσεων των εκπροσώπων εργαζομένων στο διοικητικό και εποπτικό συμβούλιο (supervisory board) σε συνάρτηση με το μέγεθος της εταιρίας και ανεξάρτητα από το ποσοστό ιδιοκτησίας που διατηρούν στην κατοχή τους αποτελούν, όπως θα αναλύσουμε, μια καθιερωμένη εταιρική πρακτική, πάντα επί τη βάση των προβλεπομένων από την κείμενη νομοθεσία. Ως προς τη μορφή εταιρικής ιδιοκτησίας, η συγκέντρωση των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας σε μεγάλους μετόχους (κυβερνήσεις, οικογένειες, τράπεζες) είναι συνέπεια και του κυρίαρχου ρόλου που διαδραματίζει το τραπεζικό σύστημα ως βασικού μέσου χρηματοδότησης και παροχής υπηρεσιών στις επιχειρήσεις.

Ο πίνακας 3.1 παρέχει μία ένδειξη για τις διαφορές στο ιδιοκτησιακό καθεστώς μεταξύ κρατών που είναι προσκολλημένα στο Ευρωπαϊκό μοντέλο και των Η.Π.Α. που ακολουθούν πιστά το Αγγλοσαξονικό μοντέλο. Για το 74% των εταιριών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης οι μεγάλοι μέτοχοι κατέχουν μερίδιο έως 10% του μετοχικού κεφαλαίου των εταιριών αυτών, ενώ αντίστοιχα στη Γερμανία το 64,3% των εισηγμένων ελέγχονται σε ποσοστό άνω του 50% του μετοχικού τις κεφαλαίου από έναν μεγαλομέτοχο. Από τα παραπάνω ευρήματα συνάγεται, ότι στο ευρωπαϊκό μοντέλο διακυβέρνησης ο διαχωρισμός ελέγχου και ιδιοκτησίας δεν είναι τόσο ευδιάκριτος όσο στην περίπτωση του αγγλοσαξονικού μοντέλου, καθώς οι μεγάλοι μέτοχοι ελέγχουν αποτελεσματικά μέσω των οικονομικών τους δυνάμεων τις δραστηριότητες του management και η σύγκρουση συμφερόντων μπορεί να εντοπιστεί μεταξύ των μετόχων πλειοψηφίας και των μετόχων μειοψηφίας.

Πίνακας 3.1 Επίπεδο διασποράς μετοχών σε Ευρώπη και Η.Π.Α.

Μερίδιο του μεγαλύτερου μετόχου	Ευρωπαϊκές Χώρες			Αγγλοσαξονικό
	Αυστρία (%)	Γερμανία (%)	Ολλανδία (%)	Η.Π.Α. (NYSE) (%)
0-5	0	1.1	10.2	52.8
5-10	0	1.9	11.7	21.1
10-25	14	14.5	13.9	20.9
25-50	18	18.3	24.8	3.5
50-75	54	25.5	19.7	1.5
75-90	8	17.5	6.6	0.2
90-95	6	5.7	5.1	0
95-100	0	15.6	8.0	0

Πηγή : Barca and Becht (2001)

Το πρώτο συμπέρασμα που προκύπτει από αυτή τη συνοπτική συγκριτική ανάλυση των δύο επικρατέστερων συστημάτων είναι μια εντελώς διαφορετική προσέγγιση της σημασίας και της οριοθέτησης της έννοιας της εταιρικής διακυβέρνησης. Στο Αγγλοσαξονικό πρότυπο η εταιρική διακυβέρνηση αντικατοπτρίζει την ευθύνη των managers για ανάπτυξη δράσεων που οδηγούν στη μεγιστοποίηση της αξίας των μετοχών και ως εκ τούτου κύριο μέλημα είναι η επίτευξη κερδών προς όφελος των απανταχού μετόχων.

Από την άλλη πλευρά, στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής νόρμας η έμφαση μέσω των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης δίδεται στην εταιρική κοινωνική ευθύνη (corporate social responsibility), δηλαδή στο πως η οικονομική δραστηριότητα της επιχείρησης θα αποφέρει το επιθυμητό κοινωνικό αποτέλεσμα για όλους τους εμπλεκόμενους στη λειτουργία της φορείς. Η διαφορά αντίληψης που εντοπίζεται στις προσεγγίσεις των δύο συστημάτων αναφορικά με τη φύση και το σκοπό της εταιρικής διακυβέρνησης, επισημαίνεται από τον Salacuse (2002), ο οποίος αναδεικνύει το γεγονός ότι στην Ευρώπη, η συζήτηση πάνω στην εταιρική διακυβέρνηση και την εταιρική κοινωνική ευθύνη είναι ενιαία σε αντίθεση με τον ευδιάκριτο διαχωρισμό των δύο θεμάτων που είναι αισθητός στις Η.Π.Α.

Η εξέταση που σχετίζεται με την σταδιακή μείωση της απόκλισης μεταξύ των συστημάτων παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον αν αναλογιστούμε ότι η επικρατούσα και πλέον λογική αντίληψη που απορρέει από τον αυξανόμενο

διεθνή ανταγωνισμό μεταξύ των επιχειρήσεων και τη διαφαινόμενη επιτυχή διεθνοποίηση των αγορών υποστηρίζει τη σύγκλιση των συστημάτων και την καθιέρωση και θέσπιση ενός ενιαίου υπερεθνικού κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης¹⁵. Στη άποψη αυτή συγκλίνει και το γεγονός ότι πολλές ευρωπαϊκές εταιρίες, στα πλαίσια των προσπαθειών διεύρυνσης των δυνατοτήτων πρόσβασης σε ξένα κεφάλαια που θα χρηματοδοτήσουν τις παραγωγικές τους δραστηριότητες, εισάγουν τις μετοχές τους προς διαπραγμάτευση στις αμερικάνικες χρηματιστηριακές αγορές και εναρμονίζονται με τις αυστηρές, της μετά Εηρον εποχής, απαιτήσεις της αμερικάνικης νομοθεσίας περί εταιρικής διακυβέρνησης, χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και προστασίας των επενδυτών.

Επίσης όσον αφορά τη σύγκλιση των δύο συστημάτων δε θα πρέπει να υποτιμηθεί το γεγονός ότι σε ένα σύστημα προσανατολισμένο προς τη μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων, όπως αυτό των Η.Π.Α., πολλές αποφάσεις ανάληψης επενδυτικών προγραμμάτων λαμβάνονται με βάση καθαρά κριτήρια κοινωνικής υπευθυνότητας προσεγγίζοντας εν πολλοίς τις αντιλήψεις του μοντέλου των ευρωπαϊκών κρατών περί ικανοποίησης των κοινωνικής και οικονομικής φύσεως αιτημάτων των stakeholders από τη λειτουργία της επιχείρησης, έστω κι αν αυτά εκφράζονται μέσω πιέσεων από εργατικές ενώσεις και συνδικάτα, περιβαλλοντικούς οργανισμούς και μη κυβερνητικές οργανώσεις¹⁶. Για το 2001 μάλιστα σύμφωνα με το Social Responsibility Investment Forum, αμερικάνικα επενδυτικά προγράμματα ύψους δύο τρις δολαρίων αξιολογήθηκαν και εγκρίθηκαν με βάση κοινωνικά κριτήρια.

Προς την κατεύθυνση της σύγκλισης των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης οι απόψεις των ακαδημαϊκών ερευνητών δίστανται ως προς τις δυνάμεις που την ενθαρρύνουν. Η μία πλευρά ενισχύει την άποψη των οικονομικών εξελίξεων ως οδηγό της προδιαγραφόμενης σύγκλισης, ενώ η άλλη επισημαίνει την σημαντικότητα του πολιτικού συστήματος ως διαμορφωτή των οικονομικών εξελίξεων.

¹⁵ Ο' Sullivan, (2003)

¹⁶ Salacuse, (2002)

3.2 Το Ευρωπαϊκό Μοντέλο: Η περίπτωση της Γερμανίας

Τα πιο αντιπροσωπευτικά χαρακτηριστικά του ευρωπαϊκού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης εντοπίζονται στις μεγάλες γερμανικές επιχειρήσεις. Η συγκεντρωμένη ιδιοκτησία και η σταυροειδής διασύνδεση μεταξύ των εταιριών ως δικλείδα ασφαλείας από εχθρικές εξαγορές και τη πιθανή διείσδυση ξένων θεσμικών επενδυτών, ο οικογενειακός χαρακτήρας των επιχειρήσεων, η συμμετοχή του κράτους στη διακυβέρνηση, ο κυρίαρχος ρόλος των τραπεζών στη διακυβέρνηση και τη χρηματοδότηση της δράσης των εταιριών, η μειωμένη σημαντικότητα της χρηματιστηριακής αγοράς σε σχέση με την αντίστοιχη πραγματικότητα των Η.Π.Α., καθώς και οι αρχές συναπόφασης που προβλέπονται από τη γερμανική νομοθεσία και που εμπλέκουν μια μερίδα των εργαζομένων στη λήψη στρατηγικών εταιρικών αποφάσεων, αποτελούν τους κύριους άξονες γύρω από τους οποίους διαγράφονται οι σύγχρονες εξελίξεις του γερμανικού συστήματος διακυβέρνησης.

Μεταπολεμικά η σκληρότερη ύφεση της γερμανικής οικονομίας που έλαβε χώρα κατά την επανένωση Ανατολικής και Δυτικής Γερμανίας έθεσε αμείλικτα ερωτήματα επιβίωσης για επιχειρήσεις βιομηχανικών κλάδων ζωτικής σημασίας για την εγχώρια οικονομία (αυτοκινητοβιομηχανίες) από άποψης εξαγωγών και απασχόλησης. Η ουσία των ερωτημάτων αφορούσε μια περιρρέουσα αντίληψη εντός του πολιτικού και οικονομικού συστήματος περί μεταστροφής των δομών διακυβέρνησης των μεγάλων γερμανικών εταιριών προς μία ιδεολογία που να ομοιάζει περισσότερο με αυτή του άκρως επιτυχημένου αμερικάνικου συστήματος οργάνωσης, καθώς το κύριο ζητούμενο κατά τις αρχές της δεκαετίας του '90 για την ενοποιημένη πια γερμανική οικονομία ήταν η ομαλή μετάβαση σε μία νέα περίοδο καπιταλισμού που θα χαρακτηριζόταν από σπουδαιότερη συμμετοχή των χρηματοοικονομικών αγορών στη χρηματοδότηση των εταιριών καθώς και στην αύξηση του αριθμού εισηγμένων και εκτός των άλλων σε πιο αυστηρή προσήλωση στα συμφέροντα των μετόχων (shareholder value).

Στην ουσία δηλαδή, η συζήτηση όλων των αρμόδιων φορέων απόληξε στη διαμόρφωση ενός πλαισίου μεταστροφής προς το αγγλοσαξονικό δόγμα

επίτευξης οικονομικής αποδοτικότητας και μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων ως κύριου και αδιαπραγμάτευτου σκοπού της διευρυμένης εταιρικής δραστηριότητας στη Γερμανία.

3.2.1 Η συμμετοχή των εργαζομένων

Η φιλοσοφία του γερμανικού συστήματος διακυβέρνησης στηρίζεται στον απόλυτο διαχωρισμό μεταξύ εκτελεστικής διοίκησης και εποπτικής λειτουργίας. Ο διαχωρισμός αυτός και η συνεπαγόμενη ουσιαστική ισχυροποίηση του ελέγχου του management επιτυγχάνεται δραστικά με τη συμμετοχή των εργαζομένων και των ενώσεων τους που μετουσιώνεται σε παροχή από μέρους τους συμβουλευτικών και εποπτικών στο management υπηρεσιών. Η άμεση αυτή συμμετοχή των εργαζομένων ενισχύει δίχως αμφιβολία τον κοινωνικό χαρακτήρα του γερμανικού μοντέλου οργάνωσης με το να αναδεικνύει το σημαντικό ρόλο που μπορεί να διαδραματίσει μια ομάδα των stakeholders στη διαμόρφωση της εταιρικής στρατηγικής, αλλά και τη μακροχρόνια δέσμευση της προς την κατεύθυνση εξυπηρέτησης των συμφερόντων των μετόχων επενδυτών. Οι αρχές της συναπόφασης, στις οποίες αναφερθήκαμε στο προηγούμενο τμήμα, βρίσκουν πεδίο εφαρμογής μέσω του δυαδικού συστήματος διακυβέρνησης που εφαρμόζεται, κατόπιν νομικής επιταγής από το 1976, πιο αντιπροσωπευτικά στις γερμανικές επιχειρήσεις που διατηρούν το δικαίωμα βάσει της νομικής τους μορφής να προβούν σε έκδοση μετοχικών τίτλων και ο αριθμός των εργαζομένων τους υπερβαίνει τους 2.000.

Στα πλαίσια του δυαδικού συστήματος, η εκπροσώπηση των εργαζομένων στα διοικητικά όργανα αυτών των εταιριών λαμβάνει χώρα με τη συμμετοχή τους στο εποπτικό συμβούλιο (supervisory board). Το εποπτικό συμβούλιο για τις εταιρίες με αριθμό εργαζομένων που υπερβαίνει τους 2.000 απαρτίζεται κατά το ένα ήμισυ από εργαζομένους της εταιρίας και κατά το άλλο από εκπροσώπους των μετόχων, οι οποίοι εκλέγονται από τη γενική συνέλευση και το μέγεθος του ποικίλει ανάλογα με τον αριθμό των εργαζομένων, όπως φαίνεται στον πίνακα 3.2. Ένας από τους εκπροσώπους των μετόχων καταλαμβάνει και τη θέση του προέδρου του εποπτικού

συμβουλίου. Για τη λήψη απόφασης σε περίπτωση ισοψηφίας, ο πρόεδρος διατηρεί το δικαίωμα μιας πρόσθετης ψήφου κάτι το οποίο και διασφαλίζει τον απόλυτο έλεγχο του εποπτικού συμβουλίου από τους μετόχους. Οι εργαζόμενοι που συμμετέχουν στις διαδικασίες του εποπτικού συμβουλίου λαμβάνουν επαρκή πληροφόρηση μέσω των συμβουλίων εργασίας που επίσης είναι καθιερωμένα δια νόμου για όλες τις παραγωγικές μονάδες με αριθμό εργαζομένων άνω των πέντε.

Πίνακας 3.2 Αριθμός εργαζομένων και μέγεθος εποπτικού συμβουλίου	
Αριθμός εργαζομένων	Μέγεθος εποπτικού συμβουλίου
2.000-10.000	12 θέσεις
10.000-20.000	16 θέσεις
Άνω των 20.000	20 θέσεις

Το εποπτικό συμβούλιο συνεδριάζει δύο ή τρεις φορές ετησίως και επιτελεί τρεις σημαντικές λειτουργίες στα πλαίσια των συμβατικών του σχέσεων με το εκτελεστικό ή διοικητικό συμβούλιο. Η πρώτη λειτουργία αφορά στην παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών προς τα εκτελεστικά στελέχη που απαρτίζουν το διοικητικό συμβούλιο και πιο συγκεκριμένα προς τον πρόεδρο αυτού. Οι υπηρεσίες αυτές μπορεί να αποτελέσουν ένα χρήσιμο οδηγό για το ανώτατο management για την ανάληψη διορθωτικών ενεργειών στις εταιρικές λειτουργίες και τη βελτίωση του στρατηγικού οράματος της εταιρίας. Η δεύτερη δραστηριότητα των μελών του εποπτικού συμβουλίου αφορά στην έγκριση των αποφάσεων που λαμβάνονται από το εκτελεστικό συμβούλιο. Η λειτουργία αυτή μπορεί υπό προϋποθέσεις να συντελέσει στην ποιοτική αναβάθμιση αποφάσεων που αφορούν θέματα επενδύσεων, καθορισμού αμοιβών, κ.τ.λ., ενώ παρέχει και ένα πλαίσιο αξιολόγησης των πρωτοβουλιών του εκτελεστικού συμβουλίου και ειδικότερα του προέδρου αυτού. Από την άλλη πλευρά, διατείνεται ότι η επικύρωση των αποφάσεων του management από το εποπτικό συμβούλιο καθίσταται μία ιδιαίτερα χρονοβόρος διαδικασία που δυσχεραίνει το εκτελεστικό έργο του management ως προς την ταχύτητα υλοποίησης των αποφάσεων. Η τρίτη και τελευταία λειτουργία του εποπτικού συμβουλίου αναφέρεται στην επισκόπηση της απόδοσης του εκτελεστικού συμβουλίου.

Η αμφιβολία που προβάλλεται αναφορικά με τον όγκο αρμοδιοτήτων του εποπτικού συμβουλίου έχει να κάνει με την ελλιπή σε σχέση με τα εκτελεστικά στελέχη δραστηριοποίηση και ενημέρωση των μελών του σχετικά με τα εταιρικά ζητήματα σε βαθμό που να δικαιολογεί μία ανάλογη ανάληψη αυτών των αρμοδιοτήτων. Από την άλλη πλευρά, το διοικητικό συμβούλιο αποτελούμενο μόνο από εκτελεστικά στελέχη πλήρους απασχόλησης είναι επιφορτισμένο με την προαγωγή όλων των θεμάτων καθημερινής λειτουργίας της εταιρίας και τη λήψη των στρατηγικών εταιρικών αποφάσεων.

Η παραπάνω νομοθετική ρύθμιση περί δυαδικού συστήματος έρχεται σε αντίθεση με την ισχύουσα κατάσταση που επικρατεί στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπου ο διαχωρισμός των εκτελεστικών και ελεγκτικών λειτουργιών δεν απαιτεί σε υποχρεωτική αλλά μόνο σε εθελοντική βάση τη δομή διακυβέρνησης που προβλέπει το δυαδικό σύστημα εσωτερικής οργάνωσης. Με βάση το μονιστικό σύστημα δεν υπάρχει καμία νομική υποχρέωση από πλευράς εταιριών να συμπεριλάβουν στα διοικητικά τους όργανα οποιαδήποτε μορφής εκπροσώπησης των εργαζομένων και των ενώσεων τους και ως εκ τούτου το διοικητικό συμβούλιο εκτός των εκτελεστικών του καθηκόντων ασκεί και τον απαιτούμενο έλεγχο στις οικονομικές δραστηριότητες του management, κάτι το οποίο στη θεωρία τουλάχιστον εξασφαλίζεται διαμέσου της ανεξαρτησίας ορισμένων μελών του, δηλαδή της έλλειψης οποιαδήποτε σχέσης τους με στελέχη του ανώτατου management. Σε αυτού του είδους τη μορφή οργάνωσης, η προοπτική άμεσης συμμετοχής των εργαζομένων στη διαδικασία λήψεως των εταιρικών αποφάσεων επαφίεται σε μη νομοθετικούς παραμέτρους και η όποια έμμεση συμμετοχή μέσω των εργασιακών συμβουλίων διαφέρει ουσιαστικά ως προς το γεγονός ότι περιορίζεται σε ζητήματα εργασιακής φύσεως και πληροφόρησης¹⁷.

3.2.2 Ο ρόλος των τραπεζών

Οι πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης στη Γερμανία έχουν προσελκύσει το ερευνητικό ενδιαφέρον αναφορικά με το ρόλο και το βαθμό συμμετοχής των

¹⁷ Lewis, Machold, Oxtoby and Ahmed (2004)

τραπεζών στη διακυβέρνηση των εταιριών και κατά πόσο αυτή η συμμετοχή αποδεικνύεται εμπειρικά να διαδραματίζει εξίσου σημαντικό ρόλο με τη συγκεντρωμένη μορφή ιδιοκτησίας που επικρατεί στις μεγαλύτερες γερμανικές εταιρίες, εισηγμένες και μη. Εξάλλου, το γερμανικό μοντέλο οργάνωσης υπάγεται σε εκείνη την κατηγορία συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης (bank-dominated) που αναπτύσσονται εντός ενός πλαισίου οικονομικού συστήματος που η συμμετοχή των τραπεζών στη χρηματοδότηση του επιχειρηματικού τομέα υπερέχει σε σχέση με την αντίστοιχη συμμετοχή των αγορών κεφαλαίου, η οποία είναι σαφώς εντονότερη και εμπειρικά τεκμηριωμένη σε συστήματα κρατών (capital-market dominated) με καλύτερα θεμελιωμένη την εμπιστοσύνη των επενδυτών, θεσμικών και μη, στους μηχανισμούς της αγοράς για εταιρικό έλεγχο.

Η πιο αξιόλογη ερευνητική προσπάθεια αποσαφήνισης του ρόλου των τραπεζικών οργανισμών στην εταιρική διακυβέρνηση 156 μεγάλων γερμανικών εταιριών, εισηγμένων ή μη, πραγματοποιήθηκε από τους Edwards και Nibler (2000). Συγκεκριμένα, σε πρώτο στάδιο διερευνήθηκε το μέγεθος της συμμετοχής των τραπεζών στη μετοχική σύνθεση των εταιριών του δείγματος και κατά πόσο κατέχουν σημαντικά μερίδια σε σχέση με τις υπόλοιπες κατηγορίες μετόχων. Το συμπέρασμα ήταν ότι οι τράπεζες αποτελούσαν τους μεγαλομετόχους και τους δεύτερους κατά σειρά κύριους μετόχους με ιδιαίτερα ικανοποιητικά υψηλά (άνω του 20%) ποσοστά μετοχών που προσδίδουν δικαιωμάτων ψήφου ανάμεσα σε μόλις 13 και 17 εισηγμένες εταιρίες αντίστοιχα, μέγεθος σαφώς πολύ μικρό σε σχέση με το μέγεθος του δείγματος, ενώ δεν καταγράφηκε καμία συμμετοχή τράπεζας ως μεγαλομετόχου σε μη εισηγμένη.

Το δεύτερο στάδιο της έρευνας απέδειξε ότι οι τράπεζες ελέγχουν το σημαντικότερο ποσοστό ψήφων δι' αντιπροσώπου σε 86 εισηγμένες εταιρίες και σε 4 μη εισηγμένες, χωρίς όμως το ποσοστό αυτό να είναι αρκετό ώστε να εξαχθεί το συμπέρασμα ότι η επίδραση του ελέγχου αυτού στις εταιρικές υποθέσεις είναι ουσιαστική σε επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης. Τέλος, μελετήθηκε η παρουσία εκπροσώπων των τραπεζικών οργανισμών στα εποπτικά συμβούλια των εταιριών ως μία ακόμα δίοδος για τις τράπεζες να

διαδραματίσουν ζωτικό ρόλο στην εταιρική διακυβέρνηση. Σε 22 από τις εισηγμένες και σε δύο από τις μη εισηγμένες εταιρίες του δείγματος η προεδρεία του συμβουλίου καταλαμβάνεται από εκπρόσωπο τράπεζας. Παρόλα αυτά, οι τράπεζες απέχουν κατά πολύ από το να συγκεντρώνουν διαμέσω των αντιπροσώπων τους την απόλυτη πλειοψηφία των θέσεων στα εποπτικά συμβούλια, καθώς μόνο σε μία εταιρία του δείγματος το ποσοστό αυτό υπερβαίνει το 25% του συνολικού αριθμού θέσεων του εποπτικού συμβουλίου.

Η έρευνα αυτή ενισχύει την άποψη, ότι η συγκεντρωμένη ιδιοκτησία που αποτελεί και κύριο χαρακτηριστικό του ευρωπαϊκού συστήματος, διαδραματίζει πιο αποφασιστικό ρόλο σε σχέση με αυτό των τραπεζών στη εταιρική διακυβέρνηση των μεγάλων γερμανικών εταιριών και δικαιολογεί σε μεγαλύτερο βαθμό τη συντήρηση της αναπτυξιακής διαδικασίας τους όσο και αυτή της γερμανικής οικονομίας. Τέλος, εγείρονται σοβαρά ερωτήματα αναφορικά και με τον πολύ αργό ρυθμό ανάπτυξης της γερμανικής κεφαλαιαγοράς, όπως φανερώνει η οριακή αύξηση του αριθμού των εισηγμένων στην χρηματιστηριακή αγορά κατά τη δεκαετία του 1990.

3.3 Το Ευρωπαϊκό Μοντέλο: Η περίπτωση της Γαλλίας

Η δεύτερη πιο αντιπροσωπευτική περίπτωση εφαρμογής του Ευρωπαϊκού μοντέλου διακυβέρνησης είναι αυτή της Γαλλίας, έστω κι αν η διαδικασία μετασχηματισμού των οικονομικών, βιομηχανικών και κοινωνικών δομών της, που επιδρούν πάνω στη διαχρονική πορεία διαμόρφωσης του συστήματος διακυβέρνησης, βρίσκεται σε μία διαρκή εξέλιξη τα τελευταία τριάντα χρόνια λόγω των συνεχών εναλλαγών των κύριων πολιτικών δυνάμεων στην εξουσία. Μέχρι και τα μέσα της δεκαετίας του 1980, η κυριότητα των μεγαλύτερων γαλλικών βιομηχανικών επιχειρήσεων είχε περιέλθει μέσω μεγαλόπνων προγραμμάτων κοινωνικοποιήσεων στο κράτος. Πιο συγκεκριμένα, το κράτος κατείχε το 100% 13 εκ των 20 μεγαλύτερων βιομηχανικών επιχειρήσεων και επίσης πλειοψηφικά μερίδια σε πολλές άλλες¹⁸. Την οικονομική πολιτική της σοσιαλιστικής κυβέρνησης της εποχής

¹⁸ Ο' Sullivan (2003)

διαδέχθηκε αντίστοιχα μία πολιτική ιδιωτικοποιήσεων που υιοθέτησε η συντηρητική κυβέρνηση, η οποία όμως υπό το φάσμα σοβαρών επιχειρηματικών σκανδάλων, όπως της Carrefour και της Société Générale δεν κατόρθωσε να ολοκληρώσει το πρόγραμμά της.

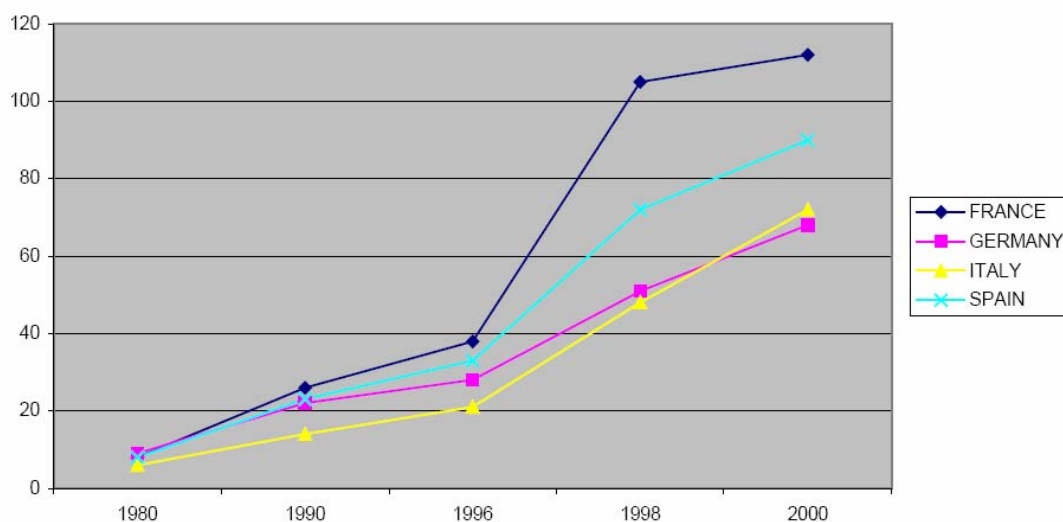
Η συζήτηση για την εταιρική διακυβέρνηση στην Γαλλία ξεκίνησε πριν από δέκα χρόνια και αντλεί ως κύρια ερείσματα φαινόμενα ανεξέλεγκτων διευθυντικών συμπεριφορών σε κορυφαίες εταιρίες αλλά και τον αυξημένο όγκο εξαγορών και συγχωνεύσεων που παρατηρήθηκε στις αρχές της δεκαετίας του 1990, ως ισχυρή ένδειξη σύγκλισης με το αγγλοσαξονικό μοντέλο οργάνωσης. Η τάση αυτή συνοδεύτηκε από μία σημαντική εξασθένηση του μέχρι τότε πανίσχυρου συστήματος σταυροειδούς ιδιοκτησίας και της αλυσιδωτής διασύνδεσης εταιριών και τη συνακόλουθη αξιοσημείωτη για τα ευρωπαϊκά δεδομένα εισχώρηση στην ιδιοκτησία γαλλικών εταιριών υψηλής κεφαλαιοποίησης του δείκτη CAC 40, ξένων θεσμικών (αμοιβαία κεφάλαια, συνταξιοδοτικοί οργανισμοί) και μη επενδυτών. Ο μετασχηματισμός του καπιταλιστικού συστήματος στη Γαλλία μπορεί να χαρακτηριστεί ως η απόρροια της ευσυνείδητης μεταβολής των επιχειρησιακών στρατηγικών των managers προς μία πιο εξωστρεφή συμπεριφορά που θα ανταποκρίνεται με πληρέστερο τρόπο στις απαιτήσεις και τα συμφέροντα των αμερικάνικης προέλευσης επενδυτών όσον αφορά τις πρακτικές του εταιρικού management. Αυτή η διάθεση μεταφράζεται και στη δραματική αύξηση της κεφαλαιοποίησης του γαλλικού χρηματιστηρίου ως ποσοστό του Α.Ε.Π. την τελευταία εικοσαετία (διάγραμμα 3.1) σε αντιπαράθεση μάλιστα με τα αντίστοιχα ποσοστά σε άλλες ανεπτυγμένες ευρωπαϊκές χρηματιστηριακές αγορές¹⁹.

Ο ιδεολογικός προσανατολισμός του γαλλικού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης στην προαγωγή της αξίας των μετόχων (shareholder value) και υιοθέτηση των εταιρικών πρακτικών του αγγλοσαξονικού συστήματος υπό τη σκιά των λογιστικών σκανδάλων που έπληξαν τις αμερικάνικες κεφαλαιαγορές θα πρέπει, δίχως αμφιβολία, να συνδυαστεί και από

¹⁹ Goyer, M. (2003)

εκτεταμένες θεσμικές μεταρρυθμίσεις για κατοχύρωση μεγαλύτερου βαθμού διαφάνειας στις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες και αναβάθμιση των μηχανισμών εποπτείας των κινήτρων απόδοσης των managers, σε ότι αφορά την απονομή των δικαιωμάτων προαίρεσης μετοχών (stock options). Ο έλεγχος αυτός υποβοηθά ώστε να μην καταλαμβάνονται οι CEO αλλά και τα άλλα ανώτατα εκτελεστικά στελέχη από συμπεριφορές εξυπηρέτησης βραχυχρόνιων προσωπικών συμφερόντων που υποσκάπτουν τα θεμέλια της μακροχρόνιας ανταγωνιστικής στρατηγικής της εταιρίας και της εμπιστοσύνης των επενδυτών στους μηχανισμούς της κεφαλαιαγοράς.

Διάγραμμα 3.1: Κεφαλαιοποίηση των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων ως % του ΑΕΠ



3.4 Το Ιαπωνικό Μοντέλο

Μία ενδιαφέρουσα εναλλακτική πρόταση στις δημοφιλείς δυτικές αντιλήψεις περί εταιρικής διακυβέρνησης προσφέρει η σημερινή ιαπωνική εταιρική πραγματικότητα που έχει τις ρίζες της από την εποχή του Β' Παγκοσμίου Πολέμου, μία ιστορική συγκυρία που είχε σαν συνέπεια να τεθεί η χώρα υπό αμερικανική κατοχή και να προβεί σε αναζήτηση μακροχρόνιων προοπτικών οικονομικής ανόρθωσης και επανάκτησης μιας ισχυρής θέσης στο διεθνές ανταγωνιστικό οικονομικό και επιχειρηματικό περιβάλλον. Οι προσπάθειες αυτές στηρίχθηκαν, στα χρόνια μετά το Β' Παγκόσμιο Πόλεμο, στην επιβολή από πλευράς κατοχικών δυνάμεων μέσω νομοθετικών ρυθμίσεων, ενός συστήματος διασκορπισμένης εταιρικής ιδιοκτησίας στα πρότυπα του

Αγγλοσαξονικού συστήματος. Οι νέες ρυθμίσεις αναιρούσαν το μέχρι και την περίοδο του πολέμου ευρέως διαδεδομένο ιδιοκτησιακό μοτίβο της συγκέντρωσης σε μεγάλους οικογενειακούς οίκους μέσω πυραμοειδούς μορφής (*zaibatsu*) και προέβλεπε την κατάσχεση των εταιρικών περιουσιακών στοιχείων από αυτές τις οικογένειες καθώς και την οριστική εκδίωξη των *managers* της προπολεμικής περιόδου²⁰.

Η μεταβίβαση των μετοχικών τίτλων σε χέρια μεμονωμένων επενδυτών είχε ως αποκλειστικό σκοπό την καθιέρωση της διάσπαρτης ιδιοκτησίας, εγχείρημα το οποίο τελικά δεν επετεύχθη. Η διάρκεια κατοχής αυτών των τίτλων ήταν μάλλον περιορισμένη καθώς οι κάτοχοι τους φρόντισαν με το άνοιγμα του Χρηματιστηρίου του Τόκιο το 1949 να προβούν σε άμεσες ρευστοποιήσεις αποστρεφόμενοι το μεγάλο κίνδυνο που εμπεριείχαν οι συγκεκριμένοι τίτλοι, ενώ οι πολύ χαμηλές τιμές τους στην πρώιμη μεταπολεμική περίοδο δημιουργούσαν ιδανικό έδαφος για εχθρικές εξαγορές²¹. Εκτός αυτού, δεν ελήφθη υπόψη ότι η απουσία επαρκούς λειτουργίας των μηχανισμών της αγοράς για εταιρικό έλεγχο, όπως οι εχθρικές εξαγορές και η σύνδεση αμοιβής εκτελεστικών στελεχών και οικονομικής απόδοσης, θα καθιστούσε αργά ή γρήγορα αυτό το σύστημα ιδιοκτησίας μη αποδοτικό και θα το οδηγούσε σε σταδιακή απαξίωση και κατάρρευση προς επικράτηση άλλης μορφής ιδιοκτησιακής δομής που θα συνέβαλε σε πιο αποτελεσματική εποπτεία και αξιολόγηση των δραστηριοτήτων του *management* και ως εκ τούτου στην αύξηση της αξίας αγοράς της εταιρίας.

Η νέα μορφή ιδιοκτησιακού καθεστώτος που επικράτησε μεταπολεμικά στην Ιαπωνία και διατηρείται μέχρι σήμερα, προβλέπει τη συμμετοχή των εταιριών στην ιδιοκτησία άλλων εταιριών (σταυροειδής συμμετοχή) και τη “σταθερή” και συγκεντρωμένη ιδιοκτησία ως καθοριστικούς παράγοντες ποιοτικής εταιρικής διακυβέρνησης με παράλληλη σημαντική μείωση των όποιων παρατηρούμενων φαινομένων εκδήλωσης οπορτουριστικών διευθυντικών συμπεριφορών. Εκτός αυτού στο μοντέλο αυτό, που παρουσιάζεται από

²⁰ Yafeh, (2000)

²¹ Yafeh, (2000)

διάφορες μελέτες να υπερέχει έναντι του αντίστοιχου αγγλοσαξονικού, αποδίδεται η επίτευξη υψηλού επιπέδου οικονομικών αποτελεσμάτων των ιαπωνικών εταιριών σε πολύ έντονα διεθνή ανταγωνιστικά περιβάλλοντα καθώς και η τροφοδότηση και συντήρηση μέχρι και σήμερα της ραγδαίας βιομηχανικής ανάπτυξης που έγινε συνώνυμο της μεταπολεμικής ιαπωνικής οικονομίας.

Μία ακόμα ειδοποιός διαφορά του πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης στην Ιαπωνία σε σχέση με τις Ηνωμένες Πολιτείες, είναι ο ρόλος που διαδραματίζει το τραπεζικό σύστημα. Ο ρόλος αυτός των τραπεζών, από μια ιστορική προσέγγιση, εντοπίζεται τόσο όσον αφορά στη χρηματοδότηση των εταιριών που στηρίζονται περισσότερο στην πίστωση για την υλοποίηση των χρηματοοικονομικών τους σχεδίων, όσο και στη διατήρηση ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου μετοχικών τίτλων εταιριών στις οποίες παρέχουν μεγάλου μεγέθους πιστώσεις. Στα πλαίσια του ιαπωνικού μοντέλου και μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1990 οι τράπεζες έφταναν στο σημείο να δημιουργούν με τις δανειολήπτριες εταιρίες, σταθερές και μακροχρόνιες σχέσεις (main- bank relationship) και να διατηρούν υψηλού επιπέδου κίνητρα εποπτείας των δραστηριοτήτων τους ελέγχοντας την πιστοληπτική τους ικανότητα προς αποφυγή κινδύνων μη ικανοποίησης των δανειακών υποχρεώσεων τους. Εκτός αυτού, αναπτυσσόταν ένας μηχανισμός παρέμβασης των τραπεζών στις δραστηριότητες αναδιοργάνωσης εταιριών με την αποπομπή του management αυτών που αντιμετώπιζαν χρηματοοικονομικές δυσχέρειες.

Οι αμφιβολίες αναφορικά με τον κεντρικό ρόλο των τραπεζών στην εταιρική διακυβέρνηση και την αποτελεσματική εποπτεία του management των εταιριών προήλθαν κατά τα τέλη της δεκαετίας του 1980 από μία μαζική άρση της εμπιστοσύνης των ιαπωνικών εταιριών που ανταγωνίζονταν στο διεθνές περιβάλλον προς το τραπεζικό σύστημα και τις χρηματοδοτικές υπηρεσίες που αυτό παρείχε. Η κρίση του ιαπωνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος που κορυφώθηκε καθ' όλη τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, ανέδειξε την ανεπάρκεια των τραπεζών να ασκήσουν αποτελεσματικό και αποδοτικό έλεγχο στις εταιρικές δραστηριότητες και επιβεβαίωσε περίτρανα ότι οι πιέσεις

του διεθνή ανταγωνισμού αποτελούσαν και αποτελούν τον πιο σημαντικό μηχανισμό εποπτείας των δραστηριοτήτων των ιαπωνικών εταιριών εξαγωγικού προσανατολισμού, συμπεριλαμβανομένων των εταιριών υψηλής τεχνολογίας (αυτοκινητοβιομηχανίες, βιομηχανίες ηλεκτρονικών) που ουδέποτε ανέπτυξαν σταθερές και μακροχρόνιες σχέσεις με κάποιον από τους μεγάλους τραπεζικούς οργανισμούς²².

Η δραματική πτώση της εμπιστοσύνης προς τις χρηματοδοτικές υπηρεσίες που αντιμετώπισαν οι τραπεζικοί οργανισμοί, τους ανάγκασε να επεκτείνουν δίχως ποσοτικούς φραγμούς και υπό την ασπίδα προστασίας και ανοχής των κρατικών ρυθμιστικών αρχών, την πιστωτική τους πολιτική σε επιχειρήσεις μη παραγωγικού και εμπορικού χαρακτήρα. Η προαναφερθείσα τακτική επιβίωσης αποδείχθηκε εκ των υστέρων προβληματική, οδηγώντας κορυφαίους τραπεζικούς οργανισμούς σε καταφανέστατη έλλειψη κεφαλαιακής επάρκειας και στην άμεση ανάγκη από πλευράς κρατικών αρχών για ανάληψη διαρθρωτικών ενεργειών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Είναι χαρακτηριστικό, ότι από τους 19 μεγάλους τραπεζικούς οργανισμούς κατά την περίοδο της κρίσης (1992) μόνο ένας διατήρησε ανέπαφη την ταυτότητα του, ενώ οι ανακατατάξεις στο τραπεζικό τομέα ώθησαν τις εταιρίες των οποίων οι βασικές τράπεζες (main banks) συμμετείχαν στα προγράμματα εξυγίανσης, να αναδιαμορφώσουν πλήρως τις στρατηγικές επιλογές τους²³.

3.5 Το Αγγλοσαξονικό Μοντέλο: Η περίπτωση των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής

Στη συνέχεια της συγκριτικής ανάλυσης των κυρίαρχων εθνικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης, που αναπτύχθηκαν και διαμορφώθηκαν μεταπολεμικά μέσα από τις όποιες εξελίξεις υπαγόρευσαν οι θεσμικές, οικονομικές και πολιτικές αλλαγές εντός των κορυφαίων βιομηχανικών οικονομιών του πλανήτη αλλά και των αλληλεπιδράσεων αυτών, συναντάμε και το αγγλοσαξονικό μοντέλο. Το μοντέλο αυτό αμφισβητήθηκε έντονα κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980 και βρέθηκε στη σκιά του ιαπωνικού

²² Yafeh, (2000)

²³ Seki, (2005)

συστήματος οργάνωσης που ευθυνόταν μεταξύ άλλων παραγόντων για την ολοκληρωτική επικράτηση των ιαπωνικών προϊόντων έναντι των αμερικανικών στις διεθνείς αγορές και αναδείκνυε την καινοτομία και την ποιότητα ως κυρίαρχα αποδεικτικά στοιχεία αποτελεσματικού management των ιαπωνικών εταιριών.

Το αγγλοσαξονικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης και η εξέλιξη του ταυτίζονται δικαίως ορισμένες φορές με το αμερικάνικο μοντέλο καθώς το αμερικάνικο κράτος ενσωματώνει όλα εκείνα τα χαρακτηριστικά της σύγχρονης οικονομικής υπερδύναμης που το καθιστούν αυτομάτως σημείο αναφοράς και πόλο σύγκλισης όλων των ανεπτυγμένων οικονομιών του δυτικού καπιταλισμού. Η ιδεολογία του αμερικάνικου συστήματος έγκειται στην αμέριστη υποστήριξη των συμφερόντων των μετόχων επενδυτών και στη δημιουργία αξίας (shareholder value) γι' αυτούς ως αποκλειστικό στόχο της εταιρικής δραστηριότητας, χωρίς να υπάρχει μέριμνα για τις υπόλοιπες ομάδες των stakeholders. Το μοντέλο της μεταπολεμικής αμερικάνικης επιχείρησης συνοψίζεται στα λεγόμενα των Berle και Means περί διαχωρισμού ιδιοκτησίας και ελέγχου. Οι μέτοχοι είναι μεμονωμένοι επενδυτές, πολυάριθμοι και διασκορπισμένοι γεωγραφικά και ως εκ τούτου εκδηλώνουν ελάχιστο ενδιαφέρον για τα εταιρικά δρώμενα ενώ ελλοχεύει και ο κίνδυνος η συγκεκριμένη ιδιοκτησιακή δομή να δημιουργήσει το λεγόμενο free-rider problem. Το μόνο όπλο που διαθέτουν έναντι πιθανής διαπίστωσης ανεπάρκειας των εκτελεστικών στελεχών ως προς την άσκηση των καθηκόντων τους είναι η έξοδος (exit), δηλαδή η ελεύθερη μεταβιβασιμότητα των μετοχών που διαθέτουν στην κεφαλαιαγορά.

Στο μοντέλο αυτό είναι έκδηλη η προσήλωση στους μηχανισμούς της αγοράς που ασκούν κατ' αποκλειστικότητα τον εταιρικό έλεγχο και επιδιώκουν την εναρμόνιση των συμφερόντων των μετόχων με αυτών των managers με διάφορους τρόπους ώστε να μεγιστοποιηθεί η κερδοφορία και η αποδοτικότητα. Ένας από αυτούς τους τρόπους είναι η λειτουργία μίας άρτιας και ενεργής ανταγωνιστικής αγοράς διευθυντικών στελεχών που επιβραβεύει τα επιτυχημένα στελέχη εφοδιάζοντας τα με προοπτικές ανάπτυξης καριέρας που χαρακτηρίζεται από μεγάλη κινητικότητα (career concerns). Η λειτουργία

της συγκεκριμένης αγοράς συμβάλλει με τη σειρά της στη διασφάλιση της υιοθέτησης από τους managers στρατηγικών μεγιστοποίησης του κέρδους και προτρέπει σε αντικατάσταση όσων κρίνονται αναποτελεσματικοί να δημιουργήσουν εταιρική αξία. Επίσης, ο παραπάνω μηχανισμός συνδυάζεται με τα συστήματα κινήτρων των στελεχών του ανώτατου management που περιλαμβάνουν αμοιβές που συνδέονται με την εταιρική απόδοση και τα οποία γνωρίζουν ραγδαία ανάπτυξη στην εταιρική πραγματικότητα των Ηνωμένων Πολιτειών. Το όλο σκηνικό που διαμορφώνεται με βάση τα παραπάνω έρχεται σε αντίθεση με το ιαπωνικό σύστημα και τις μορφές παρεμβατισμού που ασκούσαν στο εταιρικό management τα πιστωτικά ιδρύματα και οι μεγάλοι μέτοχοι, στοιχεία που απουσιάζουν από το αμερικανικό μοντέλο οργάνωσης. Όσον αφορά τα κίνητρα, η απονομή μετοχών και δικαιωμάτων προαίρεσης στους CEOs στις Η.Π.Α. υπερβαίνουν κατά πολύ τον αντίστοιχο όγκο κινήτρων βάσει απόδοσης σε Γερμανία και Ιαπωνία.

Στα επόμενα τμήματα αυτής της ενότητας αναλύονται κάποιες κυρίαρχες εξελίξεις που έλαβαν χώρα κατά τις τελευταίες δύο δεκαετίες και αποσαφηνίζουν το ρόλο των διάφορων θεσμών στο αμερικάνικο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης αλλά και διαφοροποιούν την εικόνα της σύγχρονης αμερικανικής εταιρίας από τα αξιώματα των Berle και Means που διατυπώθηκαν προπολεμικά. Αυτές οι εξελίξεις αφορούν την άνοδο των θεσμικών επενδυτών και του ακτιβισμού τους, το αυξανόμενο ποσοστό των νοικοκυριών που κατέφυγαν για την τοποθέτηση των αποταμιευτικών τους κεφαλαίων στις χρηματιστηριακές αγορές σε αντίθεση με αντίστοιχα ποσοστά σε αγορές άλλων ανεπτυγμένων οικονομιών και το κίνημα των εξαγορών κατά τη δεκαετία του 1980.

3.5.1 Οι θεσμικοί επενδυτές

Κινητήριος μοχλός μετεξέλιξης του μοντέλου εταιρίας που οραματίστηκαν οι Berle και Means και αντικατόπτριζε το τοπίο εταιρικής διακυβέρνησης στις Η.Π.Α. μέχρι και τη δεκαετία του 1960, σύμφωνα με την Ο' Sullivan (2000), ήταν η ριζική αναδιάρθρωση των χρηματοοικονομικών οργανισμών σε

συνάρτηση με την αλληλεπίδραση τους με τον πραγματικό τομέα της αμερικάνικης οικονομίας. Η κοινωνική ευημερία και η αύξηση του πλούτου των νοικοκυριών συντέλεσε στην αναζήτηση πιο επικερδών τοποθετήσεων για τις αποταμιεύσεις τους από αυτές που πρόσφεραν οι τραπεζικές καταθέσεις και τα κρατικά ομόλογα σε περίοδο μάλιστα ιδιαίτερα υψηλών πληθωριστικών πιέσεων, όπως η δεκαετία του 1970. Η άνοδος των θεσμικών επενδυτών, ιδίως των συνταξιοδοτικών οργανισμών και των εταιριών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, μεταφράζεται σε αυξημένα μερίδια χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών στο χαρτοφυλάκιο τους υπό την μορφή μετοχικών τίτλων. Η μεταστροφή αυτή είναι συνέπεια της εμπιστοσύνης των νοικοκυριών-μικροεπενδυτών στην διαχειριστική ικανότητα των θεσμικών επενδυτών, σε συνδυασμό βέβαια και με το χαμηλό κόστος της παροχής αυτών των επενδυτικών υπηρεσιών. Στον πίνακα 3.3 αποτυπώνεται ολοφάνερα με δεδομένα της τελευταίας πεντηκονταετίας η τάση αύξησης του μεριδίου μετοχών εισηγμένων εταιριών που περιλαμβάνουν οι συνταξιοδοτικοί οργανισμοί-pension funds (δημόσιοι και ιδιωτικοί) και τα αμοιβαία κεφάλαια στα διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια τους αλλά και η αντίστοιχη πτώση του ποσοστού κατοχής από μεμονωμένους επενδυτές.

Πίνακας 3.3. % Μετοχών νοικοκυριών και οργανισμών στις Η.Π.Α (1952-1996), εκτός της συνολικής αξίας (δισ. δολ.)

Έτος	Συνολική Αξία(δισ. δολ.)	Νοικο-κυριά	Ξένοι	Ασφαλ. Εταιρίες	Pension Funds	Αμοιβαία Κεφάλαια	Σύνολο Χρηματοοικ. Οργανισμών
1945	118	93.0	2.3	2.4	0.3	1.5	4.3
1950	143	90.2	2.0	3.3	0.8	3.2	7.4
1955	282	88.1	2.3	3.2	2.3	3.4	9.2
1960	420	85.6	2.2	3.0	4.0	4.7	12.1
1965	735	83.8	2.0	2.9	5.9	5.0	14.0
1970	841	68.0	3.2	3.3	9.2	5.2	28.5
1975	846	59.0	3.9	4.9	15.7	4.7	36.7
1980	1,514	59.6	4.9	5.2	17.7	3.1	35.2
1985	2,319	48.6	5.9	5.6	26.5	5.1	44.9
1990	3,537	51.2	6.9	4.6	17.2	7.1	41.5

1995	8,331	48.6	6.3	5.4	23.2	12.8	44.3
1996	10,062	45.7	6.5	5.5	15.6	15.0	46.9
1997	12,776	42.7	7.2	5.7	24.0	16.2	49.3

Πηγή: U.S. Board of Governors of the Federal Reserve, *Flow of Funds Accounts, Flows and Outstandings*, various years

Αυτή η εξέλιξη ομολογεί μία συγκέντρωση δικαιωμάτων ψήφου στους θεσμικούς επενδυτές που δικαιολογεί εν συνεχεία το νόμιμο δικαίωμα της ενεργοποίησης (voice) τους όσον αφορά την εκδήλωση ενδιαφέροντος για τη διαχείριση των πιο σημαντικών υποθέσεων της εταιρίας και την συμμετοχή στη λήψη αποφάσεων, όπως είναι ζητήματα επικείμενων εξαγορών και συγχωνεύσεων. Είναι εύλογο λοιπόν, να αναλαμβάνονται δραστικές και κάποιες φορές προληπτικές ενέργειες από την πλευρά των επενδυτών ώστε να προστατευτούν οι επενδύσεις τους από πιθανή υποτίμηση της αξίας της εταιρίας καθώς το δικαίωμα της εξόδου (exit), δηλαδή της μεταβιβασιμότητας του πακέτου των μετοχών στη χρηματιστηριακή αγορά, ενδέχεται να προκαλέσει ανεπανόρθωτους τριγμούς στην τιμή της μετοχής.

Αυτή η καινούργια πραγματικότητα που διαμορφώθηκε από τα μέσα της δεκαετίας του 1960 και έπειτα, αναιρεί τα όσα ισχυρίστηκαν οι Berle και Means και προϋποθέτει από το management την ανάληψη πρωτοβουλιών που να εναρμονίζονται έμπρακτα με τις αυστηρές συστάσεις των θεσμικών επενδυτών όσον αφορά τις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης σε εταιρίες όπου κατέχουν σημαντικό μερίδιο του μετοχικού τους κεφαλαίου, καθώς από αυτήν τη συμμόρφωση εξαρτάται και η απερίσπαστη συνέχιση της θητείας τους. Βέβαια, το παραπάνω λογικό επιχείρημα που ανακύπτει από τις εξελίξεις του αμερικάνικου συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης κατά τις τελευταίες τρεις δεκαετίες δεν επιβεβαιώνεται και από ισχυρές ενδείξεις ακτιβισμού από πλευράς των θεσμικών επενδυτών. Αυτή η έλλειψη κινήτρων αντικατοπτρίζεται στη μειωμένη προσέλευση για την άσκηση του δικαιώματος ψήφου των μετοχών που κατέχουν αλλά και στις βραχυχρόνιες τοποθετήσεις τίτλων στις οποίες επιδίδονται. Μία άλλη πιθανή εξήγηση είναι το γεγονός ότι πολλοί θεσμικοί επενδυτές διατηρούν επιχειρηματικές σχέσεις ή πρόκειται να συνάψουν τέτοιες με τις εταιρίες στις οποίες επενδύουν με αποτέλεσμα η

ενεργή συμμετοχή τους στις γενικές συνελεύσεις και η εναντίωση τους προς τις πρακτικές του ανωτάτου management να εμπεριέχει κίνδυνο για τη συνέχιση των συναλλαγών με την εταιρία.

Σε μία νομική προσέγγιση, το ρυθμιστικό πλαίσιο στις Η.Π.Α. περιόριζε παραδοσιακά τη συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών στην εταιρική διακυβέρνηση και κυρίως των τραπεζών που απαγορευόταν να μετέχουν απευθείας στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας σε αντίθεση με ότι συνέβαινε σε συστήματα όπως της Ιαπωνίας και της Γερμανίας, όπου ο ρόλος των τραπεζών στην άσκηση του εταιρικού ελέγχου ήταν ιδιαίτερα ενισχυμένος. Οι αμερικανικές κυβερνητικές και εποπτικές αρχές μόλις την περασμένη δεκαετία με μια σειρά αποφάσεων άρχισαν να ενθαρρύνουν την ενεργή ανάμειξη των θεσμικών επενδυτών στην εταιρική διακυβέρνηση μέσω της άσκησης ενεργούς εποπτείας και ανάπτυξης ευέλικτων μηχανισμών επικοινωνίας με το εταιρικό management, ενώ έθεσαν τέλος στους περιορισμούς ιδιοκτησίας που ίσχυε για τις τράπεζες (Gillian and Strarks, 2003).

Τον πιο ενεργό ρόλο στα εταιρικά πράγματα διαδραματίζουν τα συνταξιοδοτικά ταμεία (pension funds) που εφαρμόζουν μακροχρόνια επενδυτική στρατηγική και ενδιαφέρονται για τη μακροχρόνια απόδοση της εταιρίας στην οποία προσανατολίζονται να επενδύσουν καθώς επίσης δεν διατηρούν οποιαδήποτε επιχειρηματική σχέση με τις εταιρίες που πρόκειται να εντάξουν στο χαρτοφυλάκιο τους. Το ενδιαφέρον τους εκδηλώνεται ιστορικά από το 1987 με την έκδοση συστάσεων εταιρικής διακυβέρνησης για εταιρίες που έχουν χαμηλά επίπεδα απόδοσης. Σύμφωνα με τους Starks και Gillian (2000), για την περίοδο 1987-1994 υποβλήθηκαν σε 453 εταιρίες 2042 διακηρύξεις σχετιζόμενες με την εταιρική διακυβέρνηση εκ των οποίων οι 463 προέρχονταν από συνταξιοδοτικούς οργανισμούς, όπως το CalPERS, το New York pension fund και το TIAA-CREF. Η ίδια έρευνα αποδεικνύει εμπειρικά ότι οι ψήφοι των γενικών συνελεύσεων που συγκεντρώνουν οι διακηρύξεις διακυβέρνησης που εκδίδονται από θεσμικούς επενδυτές ή άλλους επενδυτικούς οργανισμούς υπερβαίνουν σε ποσοστιαία βάση τους ψήφους που συγκεντρώνουν οι αντίστοιχες προτάσεις των ιδιωτών επενδυτών, επισημαίνοντας ότι η ταυτότητα της εκδοτικής αρχής των προτάσεων αποτελεί

καθοριστικό παράγοντα διαμόρφωσης της βούλησης των άλλων μετόχων αναφορικά με τη δυνατότητα αυτών των προτάσεων να καταστούν αποτελεσματικό μέσο άσκησης πίεσης στο εταιρικό management για υιοθέτηση νέων πρακτικών άσκησης της εκτελεστικής διοίκησης.

3.5.2 Το κίνημα των εξαγορών

Μία ακόμα εξέλιξη του αμερικάνικου συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης που αναιρούσε τα όσα ευαγγελίζονταν οι Berle και Means ήταν η ανάπτυξη της στρατηγικής των εξαγορών. Η κίνηση αυτή έλαβε μεγάλες διαστάσεις τη δεκαετία του 1980 και είχε σαν κύρια αιτία, σύμφωνα με τον Jensen (1993), τα «παραπανίσια» αποθέματα δυναμικότητας των αμερικάνικών εταιριών τα οποία είχαν προκληθεί από την αλματώδη ανάπτυξη της τεχνολογίας, του ανταγωνισμού και των αγορών κεφαλαίου. Η εξέλιξη σε συνδυασμό με την αποτυχία των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου (εκτελεστική διοίκηση και διοικητικό συμβούλιο) έδωσε ώθηση στους managers να αναζητήσουν τρόπους εξάλειψης της επιπλέον δυναμικότητας μέσω κυρίως εχθρικών εξαγορών και leveraged buyouts, κινήσεις που συνήθως απαιτούσαν την λήψη μεγάλων δανείων για την υλοποίησή τους.

Η πιο τρανταχτή εξήγηση στο κύμα εξαγορών της δεκαετίας του 1980 δόθηκε από τον Donaldson (1994), ο οποίος απέδωσε τα αίτια στην άνοδο των θεσμικών επενδυτών και στην μεγαλύτερη διαθεσιμότητα πληροφόρησης στις αγορές κεφαλαίου, που όξυναν την πίεση στο management να μεγιστοποιήσει την αξία των μετόχων (shareholder value). Μέχρι τότε η υποτονική διείσδυση των θεσμικών επενδυτών στις χρηματοοικονομικές αγορές, η ιδιοκτησιακή διάρθρωση και οι πρακτικές διακυβέρνησης επέτρεπαν στο εταιρικό management μια ευελιξία στην άσκηση των καθηκόντων του που μπορούσε να οδηγήσει σε μη βέλτιστη κατανομή των παραγωγικών πόρων μέσω των επενδυτικών σχεδίων, καθώς και σε οργανωσιακό έλλειμμα και λανθασμένες προϊόντικές επιλογές. Η νέα πραγματικότητα της δεκαετίας αυτής εφοδίασε τους μετόχους μέσω της πληρέστερης λειτουργίας των κεφαλαιαγορών, με μηχανισμούς αποκαθήλωσης των ηγετικών στελεχών και αποκατάστασης της ιδεολογίας του shareholder value.

3.6 Ανακεφαλαίωση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης

Πίνακας 3.4 Σύγκριση συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης		
	Αγγλοσαξονικό	Ευρωπαϊκό
Χαρακτηριστικά συστήματος	Προσανατολισμένο στους μηχανισμούς της αγοράς για εταιρικό έλεγχο και βραχυχρόνιες σχέσεις, εξωστρέφεια, Μονιστικό σύστημα, έμφαση στην αξία των μετόχων (shareholder value)	Εσωτερική οριοθέτηση και μακροχρόνιες σχέσεις, Διαδικό σύστημα, έμφαση στην αξία των συμμετόχων (stakeholder value)
Συγκρούσεις συμφερόντων	Εξωτερικοί μέτοχοι-επαγγελματίες managers	Ελέγχοντες μέτοχοι-μικρομέτοχοι
Κεφαλαιαγορές	Ανεπτυγμένη, υψηλή ρευστότητα, συμμετοχή νοικοκυριών, δυνατότητα εξόδου (exit)	Υποτονική ανάπτυξη, χαμηλή ρευστότητα, φωνή (voice)
Χαρακτηριστικά Κυριότητας	Διάσπαρτη μετοχική σύνθεση, χαμηλά ποσοστά σταυροειδούς ιδιοκτησίας	Συγκεντρωμένη ιδιοκτησία, σταυροειδής ιδιοκτησία, πυραμοειδής ιδιοκτησία, οικογενειακός χαρακτήρας
Εξαγορές	Πολλές, εχθρικές	Λίγες, φιλικές
Τράπεζες	Ελάχιστη συμμετοχή και ασήμαντη στήριξη στο δανειακό χρέος	Υψηλή συμμετοχή και δανεισμός (bank-oriented)
Συμμετοχή εργαζομένων	Καμία συμμετοχή	Συμμετοχή των εργαζομένων στα εποπτικά συμβούλια-αρχές συναπόφασης (co-determination)
Αγορά εργασίας, Αμοιβές στελεχών, Κίνητρα	Πλήρης ανταγωνιστική αγορά, υψηλές αμοιβές, κίνητρα απόδοσης συνδεδεμένα με την απόδοση της εταιρίας (stock options)	Προστατευμένη αγορά στελεχών, σταθερές σχέσεις στελεχών-εταιρίας, πιο χαμηλές αμοιβές, χαμηλότερη σύνδεση αμοιβής και απόδοσης

Πηγή: Προσαρμογή από Nooteboom, B. (1999)

3.7 Σύγκλιση των εθνικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης

Η θεωρία της εταιρικής διακυβέρνησης βασίζεται στο διαχωρισμό μεταξύ ελέγχου και ιδιοκτησίας μιας «ανοικτής» εταιρίας και στην κατανομή της δύναμης λήψεως των εταιρικών αποφάσεων μεταξύ των παραγόντων που εμπλέκονται στην εταιρική λειτουργία. Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης χωρίζονται σε δύο κατηγορίες. Στην πρώτη κατηγορία περιλαμβάνονται το μοντέλο του shareholder value που έχει προέλευση τις Η.Π.Α. και το Ηνωμένο Βασίλειο. Στο σύστημα αυτό, το μοναδικό συμφέρον το οποίο αναγνωρίζεται και το οποίο πρέπει να ικανοποιηθεί από τους επαγγελματίες και πανίσχυρους από άποψης πληροφόρησης managers, είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρίας προς όφελος των πολυάριθμων και συνήθως ανεπαρκώς ενημερωμένων για τα εταιρικά πράγματα μετόχων. Στη δεύτερη κατηγορία κυριαρχεί το μοντέλο stakeholder όπου η επιχείρηση αποτελεί μία ευρεία κοινωνική συμμαχία με τους διάφορους stakeholders να απολαμβάνουν κάποιο είδος μερίσματος από τα κέρδη της εταιρίας. Σε αυτά τα συστήματα που επικρατούν στην Ηπειρωτική Ευρώπη και στην Ιαπωνία, οι ελέγχοντες τα εταιρικά πράγματα είναι λίγοι μεγαλομέτοχοι μεταξύ των οποίων και το κράτος, ενώ οι μικρομέτοχοι βιώνουν ένα καθεστώς αδιαφάνειας στη λειτουργία των κεφαλαιαγορών και η νομική τους προστασία έναντι των πανίσχυρων μεγαλομετόχων είναι εξαιρετικά ασθενής.

Στην διεθνή πρακτική έχει αποδειχθεί περίτρανα ότι κανένα από τα δύο συστήματα δεν μπορεί να χαρακτηριστεί ως ιδανικό και οι πρόσφατες εταιρικές αποτυχίες τόσο στην Ευρώπη όσο και στην Η.Π.Α. επιβεβαιώνουν απλά τον παραπάνω ισχυρισμό. Η συζήτηση για τη σύγκλιση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης δεν θα μπορούσε σε καμία περίπτωση να απομονωθεί από την αντίστοιχη για τη σύγκλιση των οικονομικών συστημάτων που λαμβάνει χώρα με δυναμική μορφή την τελευταία δεκαπενταετία με την κατάρρευση των κομμουνιστικών καθεστώτων και την εξάπλωση της παγκοσμιοποίησης. Η επικράτηση του ρεύματος της παγκοσμιοποίησης παρά τις όποιες κοινωνικές αντιδράσεις από το λαϊκό κίνημα και η ραγδαία ανάπτυξη της τεχνολογίας διευκόλυναν την ελεύθερη

κυκλοφορία του κεφαλαίου και την συνακόλουθη παγκοσμιοποίηση των αγορών κεφαλαίου. Εταιρίες από την Γερμανία και τη Γαλλία διέθεσαν μέρος των μετοχών τους προς διαπραγμάτευση σε χρηματιστηριακές αγορές των Η.Π.Α. για να αντλήσουν κεφάλαια αλλά και με την συναίσθηση υπαγωγής τους σε διαφορετικό νομικό καθεστώς (Sarbanes-Oxley Act, 2002) και διαφορετικές δομές διακυβέρνησης που προσεγγίζουν το μοντέλο του shareholder value. Οι εταιρίες του stakeholder model δεν μπορούν να αγνοήσουν τις συστάσεις της αγοράς και σταδιακά προσαρμόζονται στις νέες συνθήκες υιοθετώντας μια νέα κουλτούρα σε όλα τα επίπεδα οργάνωσης που δεν οριοθετείται στα στενά εθνικά πλαίσια αλλά αναγνωρίζει ως πεδίο εξέλιξης και ανάπτυξης της τη διεθνή αγορά. Τα δεσμά της αδιαφάνειας στην χρηματοοικονομική πληροφόρηση λύνονται σταδιακά με την καθιέρωση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, τα διοικητικά συμβούλια αποτελούνται από περισσότερους εξωτερικούς, οι managers υπόκειται στην πίεση της αγοράς εργασίας και τα συστήματα αμοιβών και κινήτρων είναι αντικείμενο δημόσιας αναφοράς για ενημέρωση κάθε ενδιαφερόμενου επενδυτή και εργαζομένου.

Η άνοδος των θεσμικών επενδυτών, συμπεριλαμβανομένων των συνταξιοδοτικών ταμείων (pension funds), την τελευταία δεκαετία στις Η.Π.Α. και η διείσδυση τους στις κεφαλαιαγορές των κρατών της Ηπειρωτικής Ευρώπης με την τοποθέτηση μεγάλων μεριδίων του επενδυτικού τους χαρτοφυλακίου σε εταιρίες γαλλικών και γερμανικών συμφερόντων αποτελεί ένα ακόμα στοιχείο σύγκλισης. Η ισχύς των συστημάτων σταυροειδούς ιδιοκτησίας και η ύπαρξη μετοχών πολλαπλών δικαιωμάτων αναγκαστικά περιορίζεται και σταδιακά εξαλείφεται καθώς η υποδοχή των κεφαλαίων των θεσμικών επενδυτών απαιτεί ένα ευέλικτο και ελκυστικό νομικό και φορολογικό πλαίσιο. Οι εταιρίες με τη σειρά τους και πιο συγκεκριμένα οι εκτελεστικές διοικήσεις τους υπό το πρίσμα του επενδυτικού ακτιβισμού και των άλλων μορφών συλλογικής δράσης που αναπτύσσουν τα pension funds και οι άλλοι ξένοι θεσμικοί, προσαρμόζουν τη συμπεριφορά τους προς τις νεοφερμένες αμερικανικής προέλευσης αρχές εταιρικής διακυβέρνησης. Σε όλα αυτά, προστίθεται και η άρση της προκατάληψης των νοικοκυριών απέναντι στη χρηματιστηριακή αγορά που έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση της ρευστότητας των κεφαλαιαγορών και την υιοθέτηση μιας νέας επενδυτικής

κουλτούρας από πλευράς μικροεπενδυτών όπως αντικατοπτρίζεται στην ανάπτυξη των εταιριών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων²⁴.

Οι πολιτικές δυνάμεις λαμβάνοντας υπόψη τα ερείσματα του διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος και υπό το βάρος των υπέρογκων δημοσιονομικών ελλειμμάτων προχωρούν σε ιδιωτικοποιήσεις και αποδυνάμωση των μονοπωλιακών καταστάσεων ώστε να ενισχύσουν τον ανταγωνισμό και να προσελκύσουν τα ξένα επενδυτικά κεφάλαια. Το θεσμικό πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης βρίσκεται σε μία φάση εκμοντερνισμού, τουλάχιστον σε ευρωπαϊκό επίπεδο, και η επιτυχία της σύγκλισης των συστημάτων περνά πλέον μέσα από την υπέρβαση των όποιων σημαντικών διαφορών σε θέματα παράδοσης, νομικής κουλτούρας και πολιτικού πολιτισμού.

²⁴ Jeffers, E. (2005)

3.8 Βιβλιογραφία 3^{ου} κεφαλαίου

Ahmadjan, C. (2000) Changing Japanese Corporate Governance, *The Japanese Economy*, Vol. 28 (6), 59-84

Barca, Fabrizio and Marco Becht (2001), *The Control of Corporate Europe*, The Control of Corporate Europe, Oxford: Oxford University Press.

Carati, G., and Rad,. A. T. (2000) Convergence of Corporate Governance Systems, *Managerial Finance*, Vol. 26 (10), 66-83

Donaldson, G. (1994) Corporate Restructuring, Harvard Business School Press

Edwards, J. and Nibler, M. (2000) Corporate Governance in Germany: The role of banks and ownership concentration, *Economic Policy*, Vol. 15 (31), 239-267

Gillian, S. L. and Starks, L. T. (2000) Corporate governance proposals and shareholders activism: the role of institutional investors, *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, 275-305

Gillian, S. L. and Starks, L. T. (2003) Corporate governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective, *Journal of Applied Finance*, Fall/Winter, 4-22

Goyer, M. (2003) The transformation of Corporate Governance in France, US-France Analysis Series, The Brookings Institution

Hamilton, Robert W. (2000) Corporate Governance in America 1950-2000: Major Changes But Uncertain Benefits, *Journal of Corporation Law*, Vol. 25 2, (3), 349-381

Hanazaki, M. and Horiouch A. (2000) Is Japan's financial system efficient?, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 16 (2), 61-73

Jeffers, E. (2005) Corporate Governance: Toward converging models?, *Global Finance Journal*, Vol. 16, 221-232

Jensen, M. (1993) The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*, Vol. 48, 831-880

Letza, S., Sun, X. and Kirkbride, J. (2004) Shareholding Versus Stakeholding: a critical review of corporate governance, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12 (3), 242-262

Lewis, T., Machold, S., Oxtoby, D. and Ahmed, P. K., (2004) Employee roles in governance: contrasting the UK and German experience, *Corporate Governance*, Vol. 4 (4), 16-28

Lubatkin, L., Lane, P., Collin, S. and Vary, P. (2005) Origins of Corporate Governance in the USA, Sweden and France, *Organization Studies*, Vol. 26 (6), 867-888

Nooteboom, B. (1999) Voice- and Exit-Based Forms of Corporate Control: Anglo-American, European, and Japanese, *Journal of Economic Issues*, Vol. 33 (4), 845-860

O'Sullivan, Mary A. (2003) The political economy of comparative corporate governance, *Review of International Political Economy*, Vol. 10 (1), 23-72

O'Sullivan, Mary A. (2000) Corporate Governance and Globalization, INSEAD Working Paper

Parthiban, D., Kochhar, R. and Levitas, E. (1998) The Effect of Institutional Investors on the level and mix of CEO compensation, *Academy of Management Journal*, Vol. 41 (2), 200-208

Plessis, J. (2003) The German Two-Tier Board and the German Corporate Governance Code

Salacuse, J. (2002) Corporate Governance, Culture and Convergence: Corporations American Style or with a European Touch?, Conference on “Transatlantic Perspectives on E.U – U.S Economic Relations: Convergence, Cooperation and Conflict”

Seki, T. (2005) Legal Reform and Shareholder Activism by Institutional Investors in Japan, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13 (3), 377-385

U.S. Board of Governors of the Federal Reserve, *Flow of Funds Accounts, Flows and Outstandings*, various years

Yafeh, Y. (2000) Corporate Governance in Japan: past performance and future prospects, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 16 (2), 74-84

Κεφάλαιο 4: Το Διοικητικό Συμβούλιο, η σύνθεση του και η εταιρική απόδοση

4.1 Γενικά

Το Διοικητικό Συμβούλιο αποτελεί το αποκλειστικό και νομικά θεσμοθετημένο εταιρικό όργανο εκπροσώπησης και εισαγωγής ασφαλιστικών δικλείδων προστασίας των συμφερόντων των μετόχων μιας, εισηγμένης ή μη, πολυμετοχικής εταιρίας και αποδεικνύεται κεντρικός μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης στις οικονομίες της αγοράς. Με άλλα λόγια αποτελεί το πιο ισχυρό εργαλείο «φρεναρίσματος» των πιθανών διευθυντικών ατασθαλιών, που υπαγορεύει η νεοκλασική οικονομική θεωρία περί αδυναμίας ευθυγράμμισης των συμφερόντων μετόχων και managers ως απόρροια του διαχωρισμού ελέγχου και κυριότητας μιας επιχείρησης, που έχουν στη διάθεση τους οι μέτοχοι. Το διοικητικό συμβούλιο επικράτησε σε πρώτο επίπεδο διεθνώς τόσο στους κερδοσκοπικούς όσο και στους μη κερδοσκοπικούς οργανισμούς επειδή επιβλήθηκε από την εμπορική νομοθεσία και απαιτήθηκε ως αρχή διακυβέρνησης από τις εποπτικές και ρυθμιστικές αρχές των χρηματιστηριακών αγορών. Σύμφωνα όμως με τους Hermanlin και Weisbach, η επιβίωση του διοικητικού συμβουλίου ως ενός ενδογενώς προσδιορισμένου θεσμού δεν έγκειται αποκλειστικά στις νομικές ή όποιες άλλες ρυθμιστικές απαιτήσεις, αλλά στις λύσεις που προσφέρει σε επίπεδο οργανωσιακής δομής, αντιμετώπισης των ατελών συμβατικών ρυθμίσεων και άμβλυνσης των προβλημάτων αντιπροσώπευσης εντός ενός οργανισμού.

Η ιδέα του διοικητικού συμβουλίου δεν είναι καινούργια στην οικονομική επιστήμη ως ρυθμιστικό εργαλείο των σχέσεων management και μετόχων αλλά έχει τις ρίζες της στην εποχή του Adam Smith (Πλούτος των Εθνών, 1776) που πρώτος συνέλαβε την ύπαρξη αναποτελεσματικότητας και αναξιοπιστίας του management στη διαχείριση μη ιδιόκτητων περιουσιακών στοιχείων. Η συνέχεια δόθηκε από τους Berle και Means 156 χρόνια αργότερα, όπου γίνεται λόγος για εξουσιοδοτημένη επιτροπή, η οποία

διορίζεται από το management, το οποίο μπορεί να υπαγορεύσει τη διάδοχη κατάσταση.

Από πλευράς νομικών υποχρεώσεων, το διοικητικό συμβούλιο εκλεγόμενο από την γενική συνέλευση των μετόχων οφείλει να υπηρετεί τα συμφέροντα τους και να προάγει το γενικό εταιρικό συμφέρον επιδιώκοντας διαρκώς την ενίσχυση της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της επιχείρησης, λαμβάνοντας υπόψη του κατά την άσκηση του πολυδιάστατου έργου του και όλες τις ειδικές εκτός των μετόχων ομάδες παραγόντων (stakeholders) που συνδέονται με την εταιρική λειτουργία και έχουν έννομο συμφέρον από αυτήν και οι καθημερινές απαιτήσεις όπως και τα προβλήματα τους διαμορφώνουν την ατζέντα συζήτησης σε μια συνεδρίαση του. Εκτός αυτού, τα μέλη του είναι επιφορτισμένα με την ανάδειξη των διαδικασιών επιλογής και διαδοχής του διευθύνοντος συμβούλου και υποχρεούνται να εγγυηθούν τη νομιμότητα των ακολουθούμενων διεργασιών και του συνολικού τρόπου λειτουργίας του, αποστρεφόμενα οποιοσδήποτε συμπεριφορές και πρακτικές συνιστούν καταστρατήγηση του νομικού κεκτημένου.

Σύμφωνα με αναφορά του Business Roundtable (1997), «το διοικητικό συμβούλιο πρέπει να διασφαλίζει ότι ένα αποτελεσματικό σύστημα ελέγχου υφίσταται και μεριμνά για την προστασία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας, διαχειρίζεται τους σημαντικότερους κινδύνους που αντιμετωπίζει η εταιρία, προετοιμάζει με αίσθημα ευθύνης και αξιοπιστίας τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις και τα λειτουργικά αποτελέσματα της εταιρίας, συμμορφώνεται με τις κρίσιμες εσωτερικές πολιτικές και εξουσιοδοτήσεις και εναρμονίζεται με τους νόμους και τις ρυθμίσεις που αναφέρονται σε αυτό». Η συνοπτική αυτή απαρίθμηση των θεσμικών υποχρεώσεων αποκτά ευρύτερη σημασία έπειτα από τις αποκαλύψεις των λογιστικών σκανδάλων στις Η.Π.Α. που σηματοδότησαν την αποτυχία του διοικητικού συμβουλίου να ανταποκριθεί στο ρόλο του ως μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης σε εταιρίες όπως η Enron και η WorldCom, αναδεικνύοντας την ανεξαρτησία του συμβουλίου ως απαραίτητη προϋπόθεση για την διασφάλιση της ποιότητας των οικονομικών καταστάσεων και της ειλικρινούς και υπεύθυνης καταγραφής και παρουσίασης

των κερδών από το management, ώστε να αποφευχθεί η ενδεχόμενη σκόπιμη παραπλάνηση των ενδιαφερομένων μερών (επενδυτών, χρηματιστηριακών αρχών, εργαζομένων, αναλυτών) αναφορικά με την πραγματική χρηματοοικονομική θέση της εταιρίας.

Η εμπειρική και θεωρητική διερεύνηση της σημασίας και του ρόλου που διαδραματίζει το διοικητικό συμβούλιο στο εταιρικό περιβάλλον και στη λήψη στρατηγικών, για το μέλλον και τη πρόοδο της εταιρίας, αποφάσεων έχει αποφέρει ευρείας ποικιλότητας αποτελέσματα που δεν συντελούν στη διαμόρφωση ενός ξεκάθਾਰου πλαισίου αναφορικά με την συμβολή του διοικητικού συμβουλίου και των ειδικών, ανάλογα με τις πρακτικές που ακολουθεί, προδιαγραφών του στην μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης, δηλαδή των προβλημάτων εταιρικής διακυβέρνησης και την ποιοτική αναβάθμιση της. Η συνεισφορά όμως των αποτελεσματικών πρακτικών εντός και εκτός των αιθουσών συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου είναι δυνατόν να επεκταθεί και να προσαρμόσει θετικά ορισμένους δείκτες χρηματοοικονομικής απόδοσης, όπως τη συμπεριφορά της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής, την αποδοτικότητα της επένδυσης (Return on investment-ROI), την μερισματική απόδοση και βέβαια τον πλούτο των μετόχων επενδυτών, έστω κι αν εμπειρικά οι παραπάνω υποθέσεις αποφέρουν αποτελέσματα που προσκρούουν σε αδυναμία ολοκληρωμένης ερμηνείας τους.

Από την πλευρά της επιστήμης του management, διερευνάται κατά πόσο το διοικητικό συμβούλιο συμμετέχει και εμπλέκεται στη διαμόρφωση της εταιρικής στρατηγικής και πολιτικής. Από αυτήν την οπτική γωνία το ενδιαφέρον επικεντρώνεται σε ζητήματα που αφορούν εξαγορές και συγχωνεύσεις και πώς τα μέλη του συμβουλίου είτε «εσωτερικά» είτε «εξωτερικά» προς την επιχείρηση αξιολογούν το διαθέσιμο πληροφοριακό υλικό και συμβάλλουν με τις ιδιαίτερες γνώσεις και εμπειρίες τους και τις τεχνικού χαρακτήρα συμβουλές τους στη λήψη αποφάσεων για την υλοποίηση τέτοιων σχεδίων που να είναι εναρμονισμένα με τις αξίες μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων. Από στρατηγικής απόψεως, το διοικητικό συμβούλιο αντιπροσωπεύει και ένα ισχυρό δίαυλο επαφής με

διάφορους τομείς που συγκροτούν το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, όπως π.χ. χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, τοπική κοινότητα, νομικό περιβάλλον κ.τ.λ. με αποτέλεσμα η σύνθεση του να δύναται προσδιοριστεί με βάση και τις ανάγκες της εταιρίας για ανάπτυξη και σύσφιξη των σχέσεων με τους παραπάνω τομείς καθώς και για άντληση των απαραίτητων κεφαλαίων με ευνοϊκούς όρους μέσω δανεισμού.

Όπως αναλύθηκε σε προηγούμενο τμήμα του παρόντος πονήματος, το διοικητικό συμβούλιο αποτελεί σύμφωνα με την θεωρία εντολέα-εντολοδόχου (agency theory) έναν εσωτερικό μηχανισμό ελέγχου και αξιολόγησης των οικονομικών δραστηριοτήτων του ανωτάτου management. Εκτός αυτού το διοικητικό συμβούλιο αντιπροσωπεύει ένα ισχυρό όργανο διασύνδεσης και διάυλου έμμεσης επικοινωνίας μεταξύ του ανωτάτου management, δηλαδή των καθημερινών διαχειριστών των εταιρικών υποθέσεων και των μετόχων, οι οποίοι χρηματοδοτούν την εταιρική δραστηριότητα και αναμένουν ορθολογική και χρηστή διαχείριση των κεφαλαίων τους από τους managers ώστε να επιτύχουν λογικές κεφαλαιακές αποδόσεις και αύξηση της αξίας του επενδυτικού τους χαρτοφυλακίου. Όπως το διοικητικό συμβούλιο ελέγχει τα διευθυντικά στελέχη και την ασκούμενη από αυτά διαχείριση και κατανομή των επιχειρησιακών και παραγωγικών πόρων, έτσι και το ίδιο υπόκειται στο έλεγχο των μετόχων, οι οποίοι το εξέλεξαν μέσω της γενικής συνέλευσης για να εξελιχθεί σε ασπίδα προστασίας των κεφαλαιακών τους απαιτήσεων έναντι της εταιρίας. Αν η διοικητική αρχή της εταιρίας αποδειχθεί αναξιόπιστη και έχει αναλωθεί σε επιζήμια για την πρόοδο της εταιρίας κατανομή των επιχειρησιακών πόρων και εις βάρος των συμφερόντων των μετόχων σύμφωνα με την κρίση του διοικητικού συμβουλίου, τότε μπορούν να ενεργοποιηθούν διαδικασίες αντικατάστασης του διευθύνοντος συμβούλου και μερίδας αναποτελεσματικών εκτελεστικών στελεχών αλλά και αναθεώρησης των όρων του υπάρχοντος συστήματος αμοιβών και κινήτρων.

Οι αμφιβολίες που εγείρονται σχετικά με την απρόσκοπτη και απερίσπαστη προάσπιση από πλευράς μελών του διοικητικού συμβουλίου των συμφερόντων των μετόχων πηγάζουν από την ύπαρξη συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ των εποπτικών, στο management, καθηκόντων που

βάσει νομοθετικού πλαισίου τα μέλη υποχρεούνται να ασκήσουν για την προαγωγή του εταιρικού συμφέροντος και των όποιων σχέσεων έχουν ή αναπτύσσουν κατά τη διάρκεια της θητείας τους με το ίδιο το management της εταιρίας και ειδικότερα με τον διευθύνοντα σύμβουλο (CEO). Η ανάπτυξη αυτών των σχέσεων, είτε σε προσωπικό είτε σε επαγγελματικό επίπεδο, αναμφισβήτητα περιορίζει την αντικειμενικότητα των κρίσεων των μελών πάνω στα εταιρικά δρώμενα και διαστρεβλώνει σημαντικά τη συγκρότηση και τη λειτουργία του συστήματος λήψεως των εταιρικών αποφάσεων σε βαθμό που να υποβαθμίζει τη ποιότητα τους. Για αυτούς τους λόγους, υποστηρίζεται ότι η θητεία των μελών του διοικητικού συμβουλίου και κυρίως των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να είναι περιορισμένη ώστε να μειώνονται οι πιθανότητες ανάπτυξης σχέσεων εξάρτησης με το management.

Η εξέταση του παρόντος κεφαλαίου επικεντρώνεται κατά κύριο λόγο στην επιζητούμενη από τους επενδυτές και τους μετόχους ανεξαρτησία και αντικειμενικότητα του διοικητικού συμβουλίου στην άσκηση των καθηκόντων ελέγχου και αξιολόγησης της απόδοσης του management και του διευθύνοντος συμβούλου (CEO), αλλά και την ενεργητική συμμετοχή των μελών του στις διαδικασίες στρατηγικού σχεδιασμού και λήψεως των εταιρικών αποφάσεων. Η ανεξαρτησία και αμεροληψία του διοικητικού συμβουλίου στη λήψη εταιρικών αποφάσεων αποκτά συνεχώς αυξανόμενη σημασία σε μια εποχή όπου οι θεσμικοί επενδυτές αναδεικνύονται πολύ ισχυροί παίκτες στις παγκοσμιοποιημένες αγορές κεφαλαίου, ενεργοποιούνται σταδιακά και θέτουν στη γνώση των εταιριών δικά τους αυστηρά πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης, βασική αρχή των οποίων είναι η αυξημένη αναλογία ανεξάρτητων - μη εκτελεστικών μελών (outside directors) στη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου και των επιτροπών αυτού. Η διεθνής εταιρική πρακτική στο μείζονος σημασίας ζήτημα της ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου καλείται μέχρι και σήμερα, και υπό το βάρος των πρόσφατων εταιρικών σκανδάλων σε Ευρώπη και Η.Π.Α., να δώσει ειλικρινείς απαντήσεις αναφορικά με το κατά πόσο η ανεξαρτησία που επιβάλλεται αυστηρά στις εισηγμένες από τα εκάστοτε νομοθετικά πλαίσια των διαφόρων κρατών και τις συστάσεις των ρυθμιστικών και εποπτικών αρχών των αντίστοιχων αγορών ακολουθείται από αυτές κατ' ουσία και όχι κατ' όνομα, καθώς από την

διασφάλιση αυτή συναρτάται σε μεγάλη έκταση και η ουσιαστική προστασία των συμφερόντων των μετόχων αλλά και των υπόλοιπων ενδιαφερομένων μερών.

Εκτός από τη σύνθεση αυξημένη προσοχή, όπως θα δούμε σε επόμενο τμήμα του κεφαλαίου, πρέπει να δοθεί και στην απαιτούμενη ευελιξία του συμβουλίου όπως αυτή ερμηνεύεται μέσα από τον περιορισμό του αριθμού των μελών του (board size) που βάσει εμπειρικών μελετών δημιουργεί τις προϋποθέσεις για πιο αποτελεσματικό έλεγχο των δραστηριοτήτων του management και ηπιότερη προσαρμογή σε δυσμενή ανταγωνιστικά περιβάλλοντα που αντιμετωπίζει η εταιρία κατά τη διάρκεια του επιχειρηματικού κύκλου. Επίσης αναλύεται με βάση τα ευρήματα της διεθνούς βιβλιογραφίας ο υποβοηθητικός στο διοικητικό συμβούλιο ρόλος της επιτροπής εσωτερικού ελέγχου (audit committee), της επιτροπής αμοιβών (compensation committee) και της επιτροπής αξιολόγησης υποψηφιοτήτων για προσλήψεις ανωτέρων στελεχών (nomination committee). Η συγκρότηση των επιμέρους επιτροπών αποσκοπεί στην μεταβίβαση συγκεκριμένων καθοριστικής σημασίας, εποπτικού χαρακτήρα, αρμοδιοτήτων από το συμβούλιο σε μικρότερες ομάδες με αποτέλεσμα την αύξηση του εύρους καθηκόντων των μη εκτελεστικών μελών και της ανεξαρτησίας των διαδικασιών διακυβέρνησης της εταιρίας, πάντα σύμφωνα με τις συστάσεις των ρυθμιστικών αρχών που επιλαμβάνονται των ζητημάτων εταιρικής διακυβέρνησης σε μια αγορά. Τέλος, τίθεται διεθνώς περαιτέρω προβληματισμός για τη δομή ηγεσίας του διοικητικού συμβουλίου, για το αν δηλαδή οι ιδιότητες του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου πρέπει να καταχωρούνται στο ίδιο πρόσωπο ή να υπάρχει σαφής διαχωρισμός των δύο ώστε να ενισχύεται το επίπεδο ανεξαρτησίας και κατοχύρωσης της διαφάνειας της λειτουργίας των εταιρικών οργάνων από την εκπροσώπηση στο συμβούλιο ενός ανεξάρτητου προέδρου και να αποφεύγεται ο υπερσυγκεντρωτισμός εξουσιών σε ένα πρόσωπο.

4.2 Αρμοδιότητες διοικητικού συμβουλίου σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ

Ένα γενικό πλαίσιο αρχών για τις αρμοδιότητες και τις υποχρεώσεις του διοικητικού συμβουλίου αποτελεί η έκθεση του ΟΟΣΑ (2004) για τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης στις χώρες μέλη του. Η έκθεση αναγνωρίζει ότι οι δομές και οι διαδικασίες διακυβέρνησης διαφέρουν ανάμεσα στις χώρες μέλη με αποτέλεσμα η προσπάθεια να επικεντρώνεται στην εισήγηση ενός πλαισίου γενικής εφαρμογής ανεξάρτητα από τη δομή του διοικητικού συμβουλίου που επιβάλλει η φιλοσοφία του εκάστοτε συστήματος. Όπως είδαμε και στο προηγούμενο κεφάλαιο, το γερμανικό σύστημα ακολουθεί τη δυαδική προσέγγιση (two-tier system) με τη παράλληλη λειτουργία του εποπτικού συμβουλίου που απαρτίζεται αποκλειστικά από μη εκτελεστικά μέλη και του διοικητικού συμβουλίου που συγκροτείται από εκτελεστικά μέλη, ενώ στις Η.Π.Α. το ενιαίο διοικητικό συμβούλιο (unitary system) που ο λειτουργικός του ρόλος είναι διπτός συντίθεται από εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη.

Κυρίαρχη υποχρέωση του διοικητικού συμβουλίου σύμφωνα με τις αρχές του ΟΟΣΑ, είναι η ανάληψη δράσεων με μοναδικό γνώμονα το συμφέρον της εταιρίας και αυτό των μετόχων χωρίς να παραμερίζεται η προστασία των δικαιωμάτων των εργαζομένων και του κοινωνικού συνόλου. Ειδικότερα, πρώτιστο καθήκον των μελών του διοικητικού συμβουλίου είναι να επιδεικνύουν πίστη στα συμφέροντα των μετόχων και αστείρευτο ενδιαφέρον για τις εταιρικές υποθέσεις υιοθετώντας συμπεριφορές που ένας μέσος συνετός άνθρωπος θα ασκούσε σε παρόμοιες συνθήκες. Παράδειγμα της παραπάνω αρχής αποτελεί η ίση και δίκαιη μεταχείριση των μετόχων από πλευράς συμβούλων, ανεξάρτητα ποια ομάδα μετόχων τους πρότεινε ως υποψηφίους ή αντιπαρατέθηκε στην εν λόγω υποψηφιότητα. Για να λειτουργήσει σε μια τέτοια βάση το συμβούλιο πρέπει να δράσει ορίζοντας κάποια δεδομένα πρότυπα ηθικής που θα συνοδεύουν την άσκηση της εταιρικής πολιτικής και θα δικαιολογούν τη λήψη αποφάσεων για εξυπηρέτηση των μακροχρόνιων συμφερόντων και δεσμεύσεων της εταιρίας. Η ανάγκη αυτή επιβάλλει στις εταιρίες τη θέσπιση ενός κώδικα ηθικής δεοντολογίας (Corporate Code of Conduct) που θα καλύπτει θέματα που αφορούν την

προστασία των δικαιωμάτων των εργαζομένων (υγιεινή, ασφάλεια και αξιοπρεπείς συνθήκες εργασίας), του περιβάλλοντος και γενικά όλων των stakeholders με έμφαση στο σεβασμό και στην ανάδειξη των σχέσεων με το κοινωνικό σύνολο σε βαθμό πέραν των νομικά επιτασσόμενων μέτρων. Η εφαρμογή και η επικοινωνία του κώδικα δεοντολογίας δεν πρέπει να λειτουργεί ως καταναγκαστική υποχρέωση για τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, αλλά πρέπει να εκλαμβάνεται ως η βάση μιας εταιρικής κουλτούρας που εγγυάται μακροχρόνια εταιρική επιτυχία.

Σε επίπεδο άσκησης της διοίκησης, το συμβούλιο πρέπει να επιτελεί τις παρακάτω σημαντικές λειτουργίες²⁵:

1. Κατάστρωση, σχεδιασμός και επικύρωση της εταιρικής στρατηγικής, καταρτισμός προγραμμάτων δράσης, πολιτικής κινδύνου, ετήσιων προϋπολογισμών, καθορισμός στόχων απόδοσης, εφαρμογή εποπτείας και έλεγχος των μεγάλων κεφαλαιακών δαπανών και αποφάσεις σχετικά με θέματα εξαγορών και συγχωνεύσεων. Προς συζήτηση πρέπει να είναι όλες οι εναλλακτικές λύσεις πριν από τη λήψη κάθε απόφασης, καθώς και η απαιτούμενη ανάλυση κόστους-ωφέλειας.
2. Εποπτεία της αποτελεσματικότητας των πρακτικών διακυβέρνησης της εταιρίας και διενέργεια αλλαγών ανάλογα με τις προβλεπόμενες συνθήκες. Στο σημείο αυτό παρακολουθείται στενά η απόδοση του διευθύνοντος συμβούλου και το μοντέλο διαχείρισης που χρησιμοποιεί για να εξυπηρετήσει το γενικό εταιρικό συμφέρον.
3. Επιλογή, αμοιβή, παρακολούθηση και όταν χρειάζεται αντικατάσταση εκτελεστικών στελεχών, καθώς και επίβλεψη του προγράμματος διαδοχής.
4. Ευθυγράμμιση των αμοιβών των μελών του διοικητικού συμβουλίου και των ανώτατων εκτελεστικών στελεχών με τα συμφέροντα των μετόχων και της εταιρίας.
5. Διασφάλιση μιας διαφανούς διαδικασίας ορισμού υποψηφιοτήτων και εκλογής νέων μελών του διοικητικού συμβουλίου.

²⁵ OECD Principles of Corporate Governance, (2004)

6. Διαχείριση και διευθέτηση των συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ management, μελών του διοικητικού συμβουλίου και μετόχων με έμφαση στην αποτροπή φαινομένων κατασπατάλησης των περιουσιακών στοιχείων και κατάχρησης διενέργειας συναλλαγών με συνδεδεμένα μέρη. Προς την κατεύθυνση αυτή, κινείται η ανάθεση αυτών των δραστηριοτήτων σε έναν εσωτερικό ελεγκτή που επιμελείται του συστήματος εσωτερικού ελέγχου της εταιρίας με έμφαση στη διασφάλιση ενός αποδεκτού ποιοτικού επιπέδου χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και χρήσης των εταιρικών περιουσιακών στοιχείων, και διατηρεί το δικαίωμα άμεσης πρόσβασης και αναφοράς των αποτελεσμάτων των εκθέσεων του στο διοικητικό συμβούλιο.
7. Διασφάλιση της αξιοπιστίας των λογιστικών και χρηματοοικονομικών συστημάτων της εταιρίας με έμφαση στη λειτουργία ανεξάρτητου ελέγχου, συστήματος διαχείρισης κινδύνου, οικονομικού και επιχειρησιακού ελέγχου και συμμόρφωση με τους νόμους και τα σχετικά πρότυπα. Συνίσταται η λειτουργία μίας επιτροπής εσωτερικού ελέγχου που θα είναι υπεύθυνη για τη διαχείριση των σχέσεων επικοινωνίας με τον εξωτερικό ελεγκτή και τη μελέτη και επισκόπηση των λογιστικών πρακτικών πάνω στις οποίες θα βασιστεί η σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων με την τελική ευθύνη διασφάλισης της αξιοπιστίας των σχετικών συστημάτων να βαρύνει αποκλειστικά το διοικητικό συμβούλιο.
8. Ανάπτυξη και επιθεώρηση της διαδικασίας επικοινωνίας με τους εξωτερικούς φορείς, όπως η λειτουργία γραφείου εξυπηρέτησης μετόχων επενδυτών. Μέσα από αυτήν την υπηρεσία, καθίσταται εφικτή η πλήρης και έγκυρη ενημέρωση των επενδυτών και όλων των ενδιαφερόμενων μερών σε ότι αφορά τις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης, την μετοχική απόδοση και άλλα ενδιαφέροντα στοιχεία αναφορικά με τη δραστηριοποίηση και τυχόν επέκταση της εταιρίας σε νέες αγορές.

4.3 Η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου

Η έννοια της ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου δεν είναι καινούργια στο διευρυμένο πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης. Τόσο στους σύγχρονους κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης που συστήνονται από διεθνείς οργανισμούς (ΟΟΣΑ), υπερεθνικές οικονομικές ενώσεις και χρηματιστηριακές αρχές (Ευρωπαϊκή Ένωση) προς οικειοθελή συμμόρφωση, όσο και στα νομοθετήματα που επιβάλλουν τις υποχρεώσεις εσωτερικής οργάνωσης και εξασφάλισης της αξιοπιστίας των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των εισηγμένων πολυμετοχικών εταιριών, η αριθμητική ισορροπία ανάμεσα στα εκτελεστικά μέλη και τα ανεξάρτητα-μη εκτελεστικά μέλη παρουσιάζεται ως η πλέον βέλτιστη πρακτική αποτελεσματικής εποπτείας του ανωτάτου management, ουσιαστικής προάσπισης των συμφερόντων των μετοχών και διασφάλισης συνέπειας όσον αφορά τις πιθανές πληρωμές σε πιστωτικά ιδρύματα. Αυτή η ανάγκη πηγάζει από τη διστακτικότητα εμπέδωσης του δυαδικού συστήματος και υπογραμμίζεται από τον κώδικα Cadbury (1992) που πιστοποιεί ως λύση αναβάθμισης των προτύπων εποπτείας και υπευθυνότητας, την αύξηση του αριθμού και της δύναμης των μη εκτελεστικών μελών που κατά προτίμηση πρέπει να προέρχονται εκτός τους εταιρικού περιβάλλοντος. Οι προτάσεις του Sir Adrian Cadbury για την κεφαλαιαγορά του Ηνωμένου Βασιλείου είχαν σκοπό να αφυπνίσουν τις εποπτικές αρχές και να επισημάνουν την ανάγκη επαναπροσδιορισμού των υποχρεώσεων υπευθυνότητας του διοικητικού συμβουλίου ως απάντηση σε μια σειρά εταιρικών σκανδάλων και αποτυχιών. Η πρόταση αυτή ενισχύθηκε από επιπλέον συστάσεις από τις επιτροπές Greenbury (1995) και Hampel (1998) για επαύξηση των αρμοδιοτήτων των μη εκτελεστικών μελών και συγκρότηση των επιτροπών αμοιβών και εσωτερικού ελέγχου κατά πλειοψηφία από τέτοια μέλη. Συγκεκριμένα, οι τρεις κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης συστήνουν έναν ελάχιστο αριθμό μη εκτελεστικών μελών στα διοικητικά συμβούλια και θίγουν τα ζητήματα της πρόσληψης, της αμοιβής και δημοσίευσης των προσόντων τους.

Πιο συγκεκριμένα, συνίσταται η πλειοψηφία του διοικητικού συμβουλίου να απαρτίζεται από μη εκτελεστικά ανεξάρτητα μέλη. Αν ισχύει αυτή η προϋπόθεση τα προβλήματα που δημιουργούνται κατά την αντιπροσώπευση των συμφερόντων των μετόχων (agency costs) μειώνονται αισθητά, καθώς η αριθμητική υπεροχή των ανεξάρτητων μελών του συμβουλίου μπορεί να τα καταστήσει πιο αξιόπιστους και συμμετοχικούς εκπροσώπους των μετόχων κατά τη διαδικασία λήψεως των εταιρικών αποφάσεων σε μια σειρά ζητημάτων σε σχέση με τα εκτελεστικά μέλη, που σαν εργαζόμενοι της εταιρίας είναι αυτοί που κατά προτεραιότητα πρέπει να υποβληθούν στον απαιτούμενο έλεγχο και την παρακολούθηση του εταιρικού οργάνου καθώς οι αντικειμενικοί τους στόχοι μέσα από την άσκηση της καθημερινής διοίκησης ενδέχεται να διαφοροποιούνται από τους αντίστοιχους των μετόχων. Εκτός από την παρακολούθηση και τον έλεγχο των διευθυντικών δράσεων, τα ανεξάρτητα μέλη για να χαρακτηριστούν επιτυχημένα θα πρέπει να ανταποκρίνονται στο ρόλο τους επιδεικνύοντας αξιοπρόσεχτο σεβασμό στις αρχές της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και της διευρυμένης εταιρικής διακυβέρνησης που περιλαμβάνει στην ατζέντα της την υπεράσπιση των συμφερόντων όλων των παραγόντων που αναμειγνύονται στην εταιρική λειτουργία (stakeholders) και αποσκοπεί στην προαγωγή της δημόσιας εικόνας της εταιρίας και την ανύψωση του ηθικού του ανθρώπινου παράγοντα.

Σύμφωνα με την πλούσια ακαδημαϊκή έρευνα για τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου, τα εσωτερικά μέλη του συμβουλίου διατηρούν το κίνητρο να ασκήσουν αυστηρό έλεγχο στα στελέχη του ανωτάτου management καθώς μέσα από την ανακάλυψη και ανάδειξη ατελειών και παραλείψεων στην άσκηση των καθηκόντων τους μπορούν να διεκδικήσουν με αυξημένες πιθανότητες την προώθηση τους σε αυτές τις ανώτατες διοικητικές θέσεις. Μέσα σ' αυτά τα πλαίσια του εσωτερικού ανταγωνισμού των εκτελεστικών στελεχών, τα ανεξάρτητα μέλη μπορούν να ενεργήσουν ως μια διαιτητική αρχή που να διασφαλίζει ότι αυτός ο ανταγωνισμός κατευθύνεται προς δράσεις απόλυτα συμβατές με τη συνθήκη μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων (Fama, 1980).

Από την άλλη πλευρά, τα εξωτερικά-ανεξάρτητα μέλη έχουν πολύ ισχυρότερα κίνητρα από τους συμβούλους, που είναι παράλληλα και εργαζόμενοι της εταιρίας, να αναλάβουν δράσεις επ' ωφελεία των μετόχων. Αυτή η διάθεση εξηγείται από τους Fama και Jensen (1983) ως μία ανάγκη των μελών να βελτιώνουν συνεχώς τις επιδόσεις τους και να επιτελούν το έργο τους με κύριο γνώμονα την εδραίωση της φήμης τους στην αγορά συμβούλων που μπορεί να επιδράσει θετικά στις πιθανότητες πρόσληψης τους και σε συμβούλια άλλων εταιριών, με άμεση συνέπεια την αύξηση των αμοιβών τους. Σε περίπτωση που η εταιρία διέρχεται οικονομική κρίση, τότε τα παραιτηθέντα από το συμβούλιο ανεξάρτητα μέλη δεν συγκεντρώνουν σοβαρές πιθανότητες να προσληφθούν σε συμβούλια οικονομικά υγιών εταιριών, λόγω μη επιτυχημένης προϋπηρεσίας σε ανάλογη θέση.

Ο σαφής όμως ορισμός της ανεξαρτησίας δεν είναι απόλυτα εφικτός, καθώς ένα ικανό πλήθος παραμέτρων και εμποδίων όπως θα διαπιστώσουμε σε επόμενες παραγράφους καθιστούν τον εννοιολογικό προσδιορισμό της ιδιαίτερα πολύπλοκο και την ουσιαστική ύπαρξη της μάλλον ουτοπική. Επίσης οι ερμηνείες που παραθέτουν οι διεθνείς κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης καθορίζουν ένα σύνολο γενικών προδιαγραφών που πρέπει να πληροί κάθε ανεξάρτητο μέλος, αφήνοντας στη διακριτική ευχέρεια των εταιριών να ακολουθήσουν δικούς τους πιο εξειδικευμένους ορισμούς που εξυπηρετούν κάθε φορά καλύτερα τους δικούς τους στόχους, όσον αφορά τα πρότυπα ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου και την εφαρμογή ορθών κανόνων διακυβέρνησης και χρηστής διοίκησης. Στο ίδιο μήκος κινούνται και οι αρχές ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου, όπως τις αντιλαμβάνονται και τις διακηρύσσουν οι θεσμικοί επενδυτές ως ισχυρό προαπαιτούμενο για την τοποθέτηση των αποταμιευτικών τους κεφαλαίων σε εταιρίες που ανταποκρίνονται και υιοθετούν με συνέπεια και πειθαρχία αυτές τις αρχές. Σύμφωνα με τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης του California Public Employees' Retirement System, ενός εκ των μεγαλύτερων pension funds στο κόσμο, η ανεξαρτησία του συμβουλίου αποτελεί θεμέλιο υπευθυνότητας και τα ανεξάρτητα συμβούλια αναγνωρίζονται εντός των Η.Π.Α. ως μια ισχυρότατη δομή διακυβέρνησης. Σύμφωνα με την ίδια διακήρυξη αρχών, η αριθμητική επικράτηση των ανεξάρτητων μελών δεν αποτελεί την μοναδική συνθήκη για

τη διασφάλιση της ανεξαρτησίας αλλά απαιτείται και η ενεργοποίηση της ηγεσίας του συμβουλίου που καλείται να κατοχυρώσει και να εδραιώσει την ανεξαρτησία, διαμορφώνοντας ένα διαφορετικό πλαίσιο αλληλεπίδρασης μεταξύ των συμβούλων και του management²⁶.

Το διοικητικό συμβούλιο απαρτίζεται, όπως προείπαμε από τα εκτελεστικά και τα μη εκτελεστικά μέλη. Τα τελευταία συγχέονται στη διεθνή πρακτική με τα ανεξάρτητα μέλη και ο ρόλος που διαδραματίζουν στην εταιρική διακυβέρνηση έχει αποτελέσει τον πυρήνα όλων των διεθνών συστάσεων που εν συνεχεία συγκροτούν και την προβληματική στην οποία βασίστηκαν όλοι οι εθνικοί νομοθέτες για την κατάρτιση των σχετικών νομοθετημάτων. Για να χαρακτηριστούν στην ουσία τους ως ανεξάρτητα θα πρέπει να είναι απαλλαγμένα από κάθε επαγγελματική, επιχειρηματική ή άλλου είδους σχέση με την εταιρία και τα εκτελεστικά της στελέχη (π.χ. οικογενειακή σχέση) που ενδέχεται να παρεμποδίζει την άσκηση αντικειμενικής και ανεξάρτητης κρίσης από μέρους τους²⁷. Για παράδειγμα το ανεξάρτητο μέλος δεν μπορεί να είναι ταυτόχρονα και εργαζόμενος της εταιρίας στο διοικητικό συμβούλιο της οποίας συμμετέχει, δηλαδή με άλλα λόγια να έχει συνάψει με την εταιρία κάποια έμμισθη σύμβαση ή να διατηρεί κάποιου άλλου είδους μισθωτή σχέση ή νομικό σύνδεσμο με αυτήν. Εξυπακούεται επίσης ότι τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου μιας εταιρίας δεν πρέπει να κατέχουν οποιαδήποτε θέση με εκτελεστικές αρμοδιότητες, όπως π.χ. του διευθύνοντος συμβούλου σε εταιρία που συνδέεται βάσει ιδιοκτησιακού καθεστώτος με την μητρική εταιρία (π.χ. σε όμιλο επιχειρήσεων με θυγατρικές).

Σύμφωνα με τον κώδικα Viennot (1995) στη Γαλλία, «ανεξάρτητο μέλος» θεωρείται αυτό που δεν έχει κανένα δεσμό συμφέροντος άμεσο ή έμμεσο με τη γενική διεύθυνση της εταιρίας, τους βασικούς μετόχους ή άλλους εμπορικούς συνεργάτες της εταιρίας (προμηθευτές, τραπεζικοί οργανισμοί). Αν έχει μετοχές στο όνομα της εταιρίας, αυτό το ποσοστό δεν θα πρέπει να είναι σημαντικό, να είναι κατ' ανάγκη απειροελάχιστο και η συμμετοχή του στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας να είναι όσο πιο συμβολική γίνεται ώστε να

²⁶ Calpers, (1997)

²⁷ Nowak and McCabe, (2003)

μην διαθέτει αποφασιστική ψήφο που να μπορεί να επηρεάσει ή να μπλοκάρει κάποια απόφαση στη γενική συνέλευση. Μία προσέγγιση στην έννοια του ανεξάρτητου μέλους δίνεται από γαλλικές επιχειρήσεις, όπου σημειώνεται κάθε φορά και μια ιδιαίτερη εστίαση. Η γαλλική εταιρία Elf εστιάζει στον ορισμό της την ανυπαρξία κάποιου συνδέσμου μεταξύ του μέλους με κάποιον από τους μέτοχους, δηλαδή ανεξαρτησία του ανεξάρτητου μέλους από τους μετόχους και από τις εταιρίες των οποίων η Elf είναι μέτοχος²⁸. Στο ίδιο μήκος κινείται και η Saint Gobain με έμφαση στο κεφάλαιο της εταιρίας ενώ η Eurotunnel εστιάζει στο να μην έχει το ανεξάρτητο μέλος καμία αρμοδιότητα καθημερινής διοίκησης και να μην αντιπροσωπεύει κανένα μέτοχο²⁹.

Η αντικειμενικότητα των κρίσεων των ανεξάρτητων μελών αποτελεί μια αφετηρία για αποτελεσματικό έλεγχο των επιδόσεων του διευθύνοντος συμβούλου και της ανώτατης ομάδας εκτελεστικών στελεχών. Στις δραστηριότητες τους περιλαμβάνεται η επιλογή των διευθυντικών στελεχών και του διευθύνοντος συμβούλου και η αξιολόγηση της απόδοσης τους, ώστε να διαπιστωθεί αν ακολουθείται πολιτική μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων. Από τα αποτελέσματα της αξιολόγησης προσδιορίζεται το ύψος της αμοιβής και τα κίνητρα που θα δοθούν για τη δέσμευση των στελεχών στην επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρίας. Πέρα από τον καθορισμό της αμοιβής και σε τι ποσοστό θα συνδέεται με την απόδοση, ενδέχεται να εντοπιστεί διοικητική και οργανωτική ανεπάρκεια του management και του διευθύνοντος συμβούλου με συνέπεια να τεθεί στο συμβούλιο το ερώτημα της απόλυσης τους ή της μείωσης των αποδοχών τους. Διαμέσου της ορθής και αμερόληπτης αξιολόγησης, κρίνεται και η αποτελεσματικότητα των ανεξάρτητων μελών στη διεκπεραίωση της εποπτικής λειτουργίας.

Εκτός από τα εποπτικά και ελεγκτικά στο management καθήκοντα τους, τα ανεξάρτητα μέλη καλούνται να αυξήσουν την αποδοτικότητα των εργασιών και του τρόπου λειτουργίας του συμβουλίου μέσω της ενεργούς συμμετοχής και εμπλοκής τους στις διαδικασίες λήψεως των στρατηγικών εταιρικών

²⁸ Parrat, F. (1999)

²⁹ Parrat, F. (1999)

αποφάσεων και της συμβολής τους στη βελτίωση της ποιότητας αυτών των διαδικασιών. Η συμμετοχή αυτή ερμηνεύεται ως παροχή χρήσιμων συμβουλευτικών υπηρεσιών στο management και στο διευθύνοντα σύμβουλο ώστε να αναβαθμιστεί ποιοτικά η διαδικασία του στρατηγικού σχεδιασμού και της οριοθέτησης των εταιρικών στόχων. Με άλλα λόγια τα ανεξάρτητα μέλη όπως άλλωστε και το διοικητικό συμβούλιο στο σύνολο του δεν πρέπει να έχουν διακοσμητικό χαρακτήρα επικυρώνοντας απλά τις αποφάσεις του διευθύνοντος συμβούλου και συμφωνώντας παθητικά σε κάθε διευθυντική πρόταση ώστε να δημιουργηθεί ένα καθεστώς ευνοιοκρατίας από πλευράς ανώτατης διοίκησης προς το μέρος τους με απώτερο στόχο την εξασφάλιση αύξησης της χρονικής διάρκειας της θητείας τους. Εξάλλου, δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις όπου ο διευθύνων σύμβουλος εμπλέκεται ενεργά και ελέγχει απόλυτα τις διαδικασίες ορισμού των υποψηφιοτήτων των νέων μελών με τις οποίες συμφωνεί κατά κανόνα η γενική συνέλευση των μετόχων.

Η ισορρόπηση του χρόνου που δαπανούν τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου για να επιτελέσουν το συμβουλευτικό και ελεγκτικό τους ρόλο αντανακλά και τις πιθανότητες απόλυσης του CEO της εταιρίας σε περίπτωση που η συμβουλευτική δραστηριότητα των μελών είναι σαφώς πιο έντονη από την αντίστοιχη εποπτική, η οποία δύναται να επιτελεσθεί εξίσου αποτελεσματικά σε περιβάλλοντα με ανεπτυγμένους τους εναλλακτικούς μηχανισμούς της αγοράς για εταιρικό έλεγχο. Προς την κατεύθυνση αυτή βαδίζει και η ισχυρή εξωτερική επίδραση που ασκούν οι θεσμικοί επενδυτές και τείνει να υποβαθμίσει σε σημαντικό βαθμό τη θεμελιώδη λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου³⁰. Σε γενικές γραμμές τα ανεξάρτητα μέλη για να μπορέσουν με το έργο τους να επιδράσουν αποφασιστικά στην απόδοση της εταιρίας, πρέπει να συντρέχουν οι εξής παράγοντες³¹:

- πρέπει να διαθέτουν τα απαραίτητα συνδυασμένα προσόντα και γνώσεις που θα τους επιτρέψουν να έχουν επίδραση
- το διοικητικό συμβούλιο και η εταιρία θα πρέπει να λειτουργεί με τρόπο που να αφήνει το περιθώριο στα μέλη να αναπτύσσουν την παρεμβατική τους δράση

³⁰ Demsetz, (1983)

³¹ Hliggs, (2003)

- να έχουν τα ίδια τα μέλη κίνητρα να αναδείξουν τις γνώσεις και τα προσόντα τους ώστε να γίνει αισθητή η παρουσία τους

4.3.1 Ανεξάρτητα μέλη και ασύμμετρη πληροφόρηση

Για την ολοκληρωμένη εκπλήρωση των καθηκόντων τους και την εποικοδομητική τους παρουσία κατά τη διάρκεια των συνεδριάσεων, τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου χρειάζονται να έχουν στην διάθεση τους όλες τις απαραίτητες πληροφορίες και την κατάλληλη ενημέρωση πάνω στα εταιρικά δρώμενα. Έχοντας ως δεδομένο ότι τα ανεξάρτητα μέλη ως «εξωτερικά» (outsiders) απέχουν από κάθε ανάμειξη στην καθημερινή λειτουργία της εταιρίας και απασχολούνται σε μερική βάση σ' αυτήν, είναι λογικό να στερούνται και ολοκληρωμένης ενημέρωσης πάνω στις εταιρικές υποθέσεις και στα προβλήματα που ανακύπτουν καθημερινά. Η φυσική παρουσία τους περιορίζεται αποκλειστικά στις συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου, οι οποίες είναι συνήθως μηνιαίες ή ενδέχεται να είναι και λιγότερο τακτικές.

Εκτός αυτού, τα μέλη έχουν συνήθως δραματικά περιορισμένο χρόνο να μελετήσουν και να αναζητήσουν το πληροφοριακό υλικό που τους είναι απαραίτητο καθώς ενδέχεται να κατέχουν θέσεις εκτελεστικών ή μη εκτελεστικών μελών σε διοικητικά συμβούλια άλλων εταιριών και επιπλέον υποχρεώσεις που συνθέτουν ένα ογκώδες φορτίο καθηκόντων καθιστώντας δυσχερή την αποτελεσματική διαχείριση του χρόνου ανάμεσα σε τόσες δραστηριότητες. Το αποτέλεσμα είναι να δημιουργείται ασύμμετρη πληροφόρηση σε σχέση με τα εκτελεστικά μέλη, αλλά και τα υπόλοιπα διευθυντικά στελέχη που είναι επιφορτισμένα σε καθημερινή βάση με την ενασχόληση με θέματα κατώτερου και ανώτερου διοικητικού και οργανωσιακού επίπεδου και ως εκ τούτου πολύ πιο επαρκώς πληροφορημένα και εφοδιασμένα για να υποστηρίξουν τις διαδικασίες λήψεως των εταιρικών αποφάσεων. Το κόστος της ασύμμετρης πληροφόρησης ανάμεσα στις δύο δυνάμεις εντός του συμβουλίου ερμηνεύεται σε αδυναμία από πλευράς ανεξάρτητων μελών να τεκμηριώσουν και να στοιχειοθετήσουν επαρκώς την επιχειρηματική τους κρίση. Συνάρτηση

του κόστους της ατελούς πληροφόρησης που λαμβάνουν τα ανεξάρτητα μέλη είναι η αυξανόμενη αβεβαιότητα στη στήριξη των επιχειρηματικών αποφάσεων και στην αξιολόγηση των πεπραγμένων του management, δηλαδή στην επιμελή εκπλήρωση του θεσμικού τους ρόλου, ενώ ενδέχεται η αδυναμία λήψης της κατάλληλης ενημέρωσης να οδηγήσει στη μείωση της ενδυνάμωσης τους.

Η ασύμμετρη πληροφόρηση εντείνεται από την μονοπωλιακή δύναμη διάθεσης κρίσιμων πληροφοριών από το διευθύνοντα σύμβουλο, ή άλλα ανώτατα εκτελεστικά στελέχη. Αυτή η γενική αίσθηση καλλιεργείται στα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη σύμφωνα με τους Nowak και McCabe (2003) και σε έρευνα που διεξήγαγαν με τη μέθοδο των συνεντεύξεων σε 45 συμβούλους εισηγμένων εταιριών στην Αυστραλία. Σύμφωνα με τα πορίσματα της έρευνας, τα ερωτηθέντα (στην πλειοψηφία τους μη εκτελεστικά) μέλη συγκλίνουν στο συμπέρασμα, ότι όσοι διατηρούν τον απόλυτο έλεγχο στη ροή των πληροφοριών, μπορούν να ακολουθήσουν πολιτικές επιλεκτικής πληροφόρησης στους «εξωτερικούς» και ενίοτε να αναλάβουν δράση σκόπιμης απόκρυψης και προσδιορισμού ενός επιθυμητού από τους ίδιους επιπέδου ποσότητας και ποιότητας του διατιθέμενου πληροφοριακού υλικού. Η ελεγχόμενη ροή πληροφοριών από το διευθύνοντα σύμβουλο και τους γενικούς διευθυντές επηρεάζει, σύμφωνα με τις αιτιάσεις των μελών, την αντικειμενικότητα των κρίσεων τους και τη δυνατότητα τους να υπεισέλθουν σε προχωρημένο επίπεδο λεπτομερειών σε θέματα διαμόρφωσης στρατηγικής και αξιολόγησης της αποδοτικότητας του management, που θα τους επιτρέψει να διαμορφώσουν μια εμπειριστατωμένη άποψη πάνω στα πεπραγμένα της εκτελεστικής διοίκησης.

Επιπρόσθετα, η ασύμμετρη πληροφόρηση διαταράσσει την εικόνα που έχουν τα ανεξάρτητα του management μέλη για την απόδοση του διευθύνοντος συμβούλου, με αποτέλεσμα να μη μπορούν να ανταποκριθούν επαρκώς στην κρίσιμη υποχρέωση τους και να αποφανθούν για το αν είναι κατάλληλος να συνεχίσει να διατηρεί το αξίωμα του. Η υπόθεση αυτή αναφέρεται στην έλλειψη πρόσβασης από τους εξωτερικούς συμβούλους σε πηγές πολύτιμης εσωτερικής, εμπειρέχουσας επιβαρυντικά για το διευθύνοντα σύμβουλο

στοιχεία οικονομικής διαχείρισης, πληροφόρησης που διατίθενται στους εσωτερικούς συμβούλους, οι οποίοι λόγω πιθανών υπηρεσιακών δεσμών τους με τον διευθύνοντα σύμβουλο δεν προτίθενται να προβούν σε ανάληψη πρωτοβουλιών απόλυσης του αν διαβλέπουν ότι τίθεται σε κίνδυνο και η δική τους θέση στη διοικητική ιεραρχία αλλά και στο συμβούλιο της εταιρίας.

Η πρακτική αυτή έχει ως άμεση συνέπεια, τα ανεξάρτητα μέλη να στηρίζουν και να τεκμηριώνουν τις αποφάσεις τους με βάση τα παραδοσιακά χρηματοοικονομικά μέτρα απόδοσης (return on investment, return on assets, κέρδη ανά μετοχή) τα οποία βάσει της στρατηγικής θεώρησης περί μέτρησης της αποδοτικότητας δεν είναι πάντα σε θέση να αντικατοπτρίζουν τις μακροχρόνιες προοπτικές και δυνατότητες της εταιρίας, παρέχουν στατική πληροφόρηση και ενδέχεται να υποκρύπτουν διευθυντικές ατασθαλίες υπό τη μορφή παραποίησης της αληθινής οικονομικής κατάστασης της εταιρίας μέσω των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων. Τα συμπεράσματα των εμπειρικών ερευνών πάνω στο ζήτημα αυτό συγκλίνουν ότι τα διοικητικά συμβούλια, στα οποία η πλειοψηφία ανήκει στα ανεξάρτητα μέλη, έχουν πιο πολλές πιθανότητες να αντικαταστήσουν το διευθύνοντα σύμβουλο με κάποιον εξωτερικό προς την επιχείρηση αν διαπιστώσουν φθίνουσα εταιρική απόδοση σε σχέση με τα συμβούλια όπου ποσοστιαία κυριαρχούν εκτελεστικά μέλη.

4.4 Σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου και προστασία των συμφερόντων των μετόχων

Η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου έχει συγκεντρώσει τις δύο τελευταίες δεκαετίες σημαντική προσοχή και η πρόοδος της ακαδημαϊκής έρευνας, τόσο σε θεωρητικό όσο και σε εμπειρικό επίπεδο, επικεντρώνεται στη διερεύνηση και αποκρυπτογράφηση των ποιοτικών χαρακτηριστικών των συμβούλων που απαιτούνται για να καταστήσουν πιο αποτελεσματικό το διοικητικό συμβούλιο και προπάντων να διαπιστωθεί, αν οι επιμέρους εξειδικεύσεις και ικανότητες τους μπορούν να συνεισφέρουν στην ουσιαστική προάσπιση των συμφερόντων των μετόχων και στον εμπλουτισμό της διαδικασίας διακυβέρνησης μιας πολυμετοχικής εταιρίας. Οι πεποιθήσεις που εκφράζονται

γύρω από αυτά τα ζητήματα έχουν ως βασικό άξονα προσέγγισης τη σχέση που υφίσταται μεταξύ του management της εταιρίας και των μελών εκείνων του συμβουλίου που προέρχονται εκτός των κόλπων του οργανισμού (outsiders) και ενδέχεται, είτε να είναι ολοκληρωτικά ανεξάρτητα, οπότε δεν συνδέονται καθ' οποιονδήποτε τρόπο με την εταιρία, είτε να ανήκουν στην λεγόμενη «γκρίζα περιοχή» (grey directors), δηλαδή να συνεργάζονται υπό κάποια μορφή με το management. Η ειδοποιός αυτή διαφορά, που ενδέχεται να είναι ιδιαίτερα σημαντική και να δημιουργεί διαφορετικές ισορροπίες για τις διαδικασίες λήψης των εταιρικών αποφάσεων από το συμβούλιο, δεν είναι εύκολα ευδιάκριτη και είναι πιθανόν να εγείρει αμφιβολίες αναφορικά με την αξιοπιστία των ερμηνειών των αποτελεσμάτων διάφορων εμπειρικών ερευνών.

Η προάσπιση των συμφερόντων των μετόχων από τη διευρυμένη παρουσία ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο επιτυγχάνεται μέσω υποστήριξης λήψης αποφάσεων για υλοποίηση επιχειρηματικών σχεδίων που αποσκοπούν στην αύξηση του πλούτου των μετόχων. Η ανησυχία που προβάλλεται σχετικά με την ολοκληρωτική αφοσίωση των ανεξάρτητων μελών στην ουσιαστική εκπλήρωση των αυξημένων υποχρεώσεων απέναντι στους μέτοχους στηρίζεται κατά πρώτο λόγο στο ευρύ φάσμα παράλληλων ενασχολήσεων τους που κατακερματίζει τα διαθέσιμα χρονικά περιθώρια για συνεπή και απρόσκοπτη παροχή ασπίδας προστασίας στα συμφέροντα των μετόχων. Η έλλειψη χρονικού διαστήματος δέσμευσης στην εταιρία, στο διοικητικό συμβούλιο της οποίας συμμετέχουν ως ανεξάρτητα μέλη επιτείνεται από την κατοχή θέσεων από τις οποίες απορρέουν εκτελεστικές αρμοδιότητες σε άλλες εταιρίες και οργανισμούς, κερδοσκοπικούς και μη. Σε δεύτερο επίπεδο, εντοπίζεται μια ιδιαίτερα ποικιλία αναφορικά με το επαγγελματικό υπόβαθρο των ανεξάρτητων μελών που δεν υποδεικνύει ότι προέρχονται απαραίτητως μόνο από το χώρο των επιχειρήσεων με επίκεντρο τον τραπεζικό τομέα και άλλους είδους χρηματοοικονομικές υπηρεσίες αλλά και από το χώρο της πολιτικής, της εκπαίδευσης, της νομικής, της τέχνης και της εκκλησίας.

Τα παραπάνω ποιοτικά κριτήρια χαρακτηρισμού των ανεξάρτητων μελών προσδιορίζουν, σύμφωνα με τους Lin, Peter και Young και την ένταση των κινήτρων εποπτείας στο management. Πάντα σύμφωνα με τους ίδιους ερευνητές, εξετάζεται μέσα από δείγμα 714 ανακοινώσεων προσλήψεων για μη χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, κατά πόσο η αλληλεπίδραση των κινήτρων παρακολούθησης και ελέγχου του management και της οξύτητας των προβλημάτων αντιπροσώπευσης που αντιμετωπίζει κατά περίπτωση η εταιρία μπορεί προσδιορίσει τα οφέλη και τα κόστη από το διορισμό συμβούλων που δεν ανήκουν στους κόλπους του οργανισμού (outsiders). Οι δύο παραπάνω προσδιοριστικοί παράγοντες και η παρουσία τους αυξάνει, σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, την αξία των εξωτερικών συμβούλων ως εποπτικά όργανα και η ανακοίνωση μίας πρόσθετης πρόσληψης αντιμετωπίζεται θετικά από τις αγορές κεφαλαίου με βάση την διαμόρφωση της τιμής της μετοχής. Η τάση αυτή ισχυροποιείται όταν η ιδιότητα του μετόχου της εταιρίας δεν είναι τόσο έντονη μεταξύ των μελών του συμβουλίου (low board ownership). Παρόλα αυτά, η παρουσία και μόνο σοβαρών προβλημάτων αντιπροσώπευσης δεν αποτελεί ικανή προϋπόθεση για αποκόμιση οφελών από τους μετόχους από την προσθήκη ανεξάρτητου μέλους στο διοικητικό συμβούλιο. Σύμφωνα με τα τελικά συμπεράσματα της έρευνας, ο νεοπροσλαμβανόμενος σύμβουλος θα πρέπει να διαθέτει αδιαμφισβήτητα κίνητρα εποπτείας που να αναγνωρίζονται εκ των προτέρων, και να ερμηνεύονται ως κατοχή απαραίτητου χρόνου, εξειδίκευσης και των επιπλέον κινήτρων που απαιτούνται για την αποτελεσματική διεκπεραίωση των καθηκόντων του³².

4.4.1 Ανεξάρτητα μέλη και διανομή μερίσματος

Η διανομή μερίσματος έχει πολύ μεγάλη σημασία για την εταιρική διακυβέρνηση. Πέρα από τη νομική σκοπιά που εξετάστηκε σε προηγούμενο τμήμα αυτής της εργασίας, εγείρεται ο προβληματισμός, αν η αυξημένη παρουσία των ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο συμβάλλει και κατά τη διάσταση του μερίσματος στην εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων για τακτική και ικανοποιητική απονομή του. Στις τάξεις των

³² Lin, S., Peter, F. P. and Young, S. (2003)

χρηματοοικονομολόγων, εκφράζεται η επιφύλαξη ότι η μη διανομή μερίσματος έπειτα από μια κερδοφόρα χρήση μπορεί να οδηγήσει σε τοποθέτηση της ελεύθερης ταμειακής ροής (χρήματα που ανήκουν στους μετόχους και έχουν απομείνει μετά την πληρωμή όλων των υποχρεώσεων της εταιρίας) σε μη επικερδείς επενδυτικές ευκαιρίες ή να τροφοδοτήσει μια αύξηση του όγκου των πωλήσεων που δεν αποδίδει τα αναμενόμενα αποτελέσματα προς όφελος των ιδιοκτητών. Επίσης, το οικονομικό πλεόνασμα που δημιουργείται μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τους managers για αποκόμιση ιδιωτικών οφελών και η μη παρακράτηση των κερδών στη ουσία τους απαλλάσσει από κάθε κίνητρο λήψης μη ώριμων επενδυτικών αποφάσεων και κατασπατάλησης της περιουσίας των μετόχων για ιδιοτελείς σκοπούς.

Η εμπειρική έρευνα δεν απαντά με σαφήνεια στο ερώτημα αν πράγματι η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου επηρεάζει τη μερισματική πολιτική. Σύμφωνα με τους Knapp, Belden και Fister σε δείγμα 524 επιχειρήσεων της λίστας Forbes 500 για τις μεγαλύτερες αμερικάνικες επιχειρήσεις με βάση την αξία αγοράς, τα έσοδα, τα κέρδη και τα στοιχεία του ενεργητικού για την περίοδο 1998-2000, υπογραμμίζεται η θετική συσχέτιση μεταξύ αριθμητικής υπεροχής ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο και του ύψους του διανεμόμενου μερίσματος.

4.5 Αμοιβές των ανεξάρτητων μελών

Οι αμοιβές των μελών των διοικητικού συμβουλίου συγκεντρώνουν ανάλογο ερευνητικό ενδιαφέρον με αυτό των αμοιβών των εκτελεστικών στελεχών καθώς το ύψος τους, η σύνθεσή τους αλλά και οι παράγοντες που τις διαμορφώνουν έχουν άμεση σημασία για την επίτευξη της επιζητούμενης ευθυγράμμισης των συμφερόντων των μετόχων με αυτά των συμβούλων. Η εύρεση κατάλληλων και αντικειμενικών πρακτικών και μεθόδων αξιολόγησης της απόδοσης των ανεξάρτητων μελών και ο συναρτούμενος προσδιορισμός των δομικών χαρακτηριστικών των αμοιβών τους αποτελούν καθοριστικούς παράγοντες διαμόρφωσης κινήτρων υιοθέτησης συμπεριφορών και δράσεων στα πλαίσια των εργασιών του διοικητικού συμβουλίου προς όφελος των συμφερόντων των μετόχων και του γενικότερου συμφέροντος μεγιστοποίησης

της οικονομικής αξίας της επιχείρησης μέσω της αποτελεσματικής και αμερόληπτης επίβλεψης του ανωτάτου management.

Όπως και στις αμοιβές των εκτελεστικών στελεχών, παρατηρείται κατά την τελευταία δεκαετία στις Η.Π.Α. μία έντονα αυξητική τάση στα μέσα ετήσια μεγέθη των αμοιβών των ανεξάρτητων μελών, μια τάση που φτάνει το 70% μόνο κατά την πενταετία 1995-2000, γεγονός που σε μια πρώιμη προσέγγιση μπορεί να ερμηνευτεί ως μια συντονισμένη προσπάθεια των εταιριών να προσελκύσουν τους πιο ποιοτικούς και πεπειραμένους συμβούλους μέσα από μία αγορά πολύ περιορισμένης δυναμικότητας και πολλών ισχυρών παικτών-εταιριών. Η άνοδος αυτή, όπως ερμηνεύεται από τις ελάχιστες στο αριθμό εμπειρικές έρευνες, συνοδεύεται και από έναν εύλογο προβληματισμό αναφορικά με την πιθανή συμβολή των ανεξάρτητων μελών στη διαμόρφωση αυτών των αμοιβών με την ανοχή των εκτελεστικών στελεχών που έχουν κάθε λόγο να αναμένουν από τα μέλη που απαρτίζουν την επιτροπή αμοιβών (compensation committee) και όπως υπαγορεύεται από τους κώδικες βέλτιστης πρακτικής πρέπει να είναι στην πλειοψηφία τους ανεξάρτητα, μία ανάλογη ευνοϊκή συμπεριφορά κατά τη διαμόρφωση και προετοιμασία των προς υποβολή για συζήτηση στο συμβούλιο προτάσεων για τις δικές τους αμοιβές. Αυτή η θέση αναμφισβήτητα αλλοιώνει τη διαφάνεια και την αξιοπιστία των διεργασιών του διοικητικού συμβουλίου και των επιμέρους επιτροπών του, δημιουργώντας ένα ιδιόρρυθμο καθεστώς αμοιβαίας ευνοιοκρατικής εξάρτησης μεταξύ management και ανεξάρτητων μελών που δεν συνάδει με την πολιτική της αδιάκοπης προάσπισης των συμφερόντων των μετόχων.

Αναφορικά με τη διάρθρωση του πακέτου των απολαβών των ανεξάρτητων μελών, επικρατεί η αντίληψη, όπως και στην περίπτωση των διευθυντικών στελεχών, ότι η σύνδεση αμοιβών και εταιρικής απόδοσης μέσω απονομής μετοχικών τίτλων και stock options δεσμεύει τους συμβούλους εφοδιάζοντας τους με μια επιπλέον σειρά κινήτρων για πιο ενεργητική υποστήριξη και προώθηση εκείνων των στρατηγικών πολιτικών και αποφάσεων που αναμένεται να έχουν θετική επίδραση στην μετοχική απόδοση της εταιρίας. Κατ' αυτόν τον τρόπο, η αμοιβή σε μετρητά (cash remuneration) για τα

ανεξάρτητα μέλη στις 200 μεγαλύτερες εταιρίες των Η.Π.Α. συνεχώς μειώνεται και δεν υπερβαίνει το 50% του συνολικού πακέτου αποδοχών που στο υπόλοιπο του συμπληρώνεται από μετοχικούς τίτλους και stock options³³.

Οι αμοιβές των μελών των διοικητικού συμβουλίου στη θεωρητική τους προσέγγιση στηρίζονται κατ' αναλογία στην ανάλυση για τις αμοιβές των εκτελεστικών στελεχών της διοίκησης και σύμφωνα με τους Davis και Stobaugh (1995) πρέπει να εκπληρώνουν του εξής σκοπούς:

- να συντελούν στην ευθυγράμμιση των συμφερόντων των συμβούλων με εκείνα των μετόχων
- να παρακινούν και να κατευθύνουν τις συμπεριφορές των μελών
- να καλύπτουν το βάρος των υποχρεώσεων των μελών και το ενδεχόμενο κίνδυνο που απορρέει από την άσκηση των καθηκόντων τους, ως συνέπεια του υπαρκτού και αναφαίρετου δικαιώματος των μετόχων να προσφύγουν στο δικαστήριο σε περίπτωση που αντιληφθούν παρατυπίες σε ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης από πλευράς διοικητικού συμβουλίου
- και να εξασφαλίζεται διαφάνεια αλλά και επαρκής δικαιολογητική βάση κατά τον καθορισμό και δημοσίευση των αμοιβών αυτών

Στο τομέα των προσδιοριστικών παραγόντων των αμοιβών των ανεξάρτητων μελών πέρα από τον αριθμό των συνεδριάσεων του συμβουλίου στις οποίες παρίστανται μπορούν να χρησιμοποιούν και άλλα ποσοτικά και ποιοτικά κριτήρια απόδοσης των μελών. Σύμφωνα με το μοντέλο παλινδρόμησης των Cordeiro, Veliyath και άλλων (2000) η αμοιβή των ανεξάρτητων μελών εμφανίζει θετική συσχέτιση με μια σειρά δεικτών που καταρτίζονται ανάλογα με την ένταση των υποχρεώσεων των συμβούλων και την συναρτούμενη από αυτούς καταβολή προσπάθειας για την ανταπόκριση σ' αυτές τις υποχρεώσεις. Εξαιρετικό ενδιαφέρον παρουσιάζει η θετική συσχέτιση μεταξύ αμοιβών και διαφοροποίησης ή αύξησης της πολυπλοκότητας των λειτουργιών της εταιρίας (π.χ. επέκταση προϊοντικού χαρτοφυλακίου) που ερμηνεύεται ως απαίτηση δαπάνης πρόσθετης προσπάθειας από τα μέλη

³³ Pearl Meyer and Partners Inc. (1996)

ώστε να ανταποκριθούν στο αυξημένο πλέον εύρος των στρατηγικών αποφάσεων που καλείται να λάβει το συμβούλιο μέσα από πιο σύνθετες διαδικασίες συντονισμού, συνεργασίας και επικοινωνίας ανάμεσα στα επιχειρησιακά στρώματα όπως υπαγορεύει η διαφοροποίηση των λειτουργιών. Στη ίδια προσέγγιση βασίζεται και η συσχέτιση αμοιβών και ρυθμού ανάπτυξης της εταιρίας, καθώς η διαχείριση της αναπτυξιακής διαδικασίας συνιστά αύξηση του βαθμού προσήλωσης των συμβούλων που έχουν να αντιμετωπίσουν πολύ σημαντικότερου διαμετρήματος προβλήματα ως συνέπεια της παραπάνω διαδικασίας.

Τέλος, στην ίδια έρευνα εξετάζεται και ρόλος της ιδιοκτησιακής δομής ως προσδιοριστικού παράγοντα των αμοιβών των ανεξάρτητων μελών. Μάλιστα εκφέρεται η άποψη, ότι η δραστηριοποίηση ενεργητικών θεσμικών επενδυτών και μεγαλομετόχων στην παρακολούθηση των συμπεριφορών και δράσεων των γενικών διευθυντών και των μελών του διοικητικού συμβουλίου έχει διπτού χαρακτήρα επίδραση στη διαμόρφωση των αμοιβών των ανεξάρτητων μελών. Αφενός, η ενεργητικότητα και το ενδιαφέρον των μετόχων αναγκάζει τα μέλη να είναι πιο συγκρατημένα όσον αφορά τις διαδικασίες διαμόρφωσης των αμοιβών επιδρώντας αρνητικά στο ύψος των αμοιβών και αφετέρου, η αυστηρή επιτήρηση από πλευράς θεσμικών επενδυτών αυξάνει τον κίνδυνο κατά την εκτέλεση του έργου τους να υποπέσουν σε άμεσα αντιληπτό παράπτωμα και τις πιθανότητες παραπομπής σε δίκη με αποτέλεσμα να απαιτούν αύξηση των αμοιβών τους.

4.6 Επιτροπή εσωτερικού ελέγχου

Η πρώτη επιτροπή του διοικητικού συμβουλίου που εξετάζεται στο παρόν κεφάλαιο είναι η επιτροπή εσωτερικού ελέγχου (audit committee). Η επιτροπή αυτή, όπως και οι υπόλοιπες επιτροπές του διοικητικού συμβουλίου δεν έχει εκτελεστικές αρμοδιότητες με την έννοια λήψεως εταιρικών αποφάσεων αλλά περιορίζεται στην ενίσχυση των εποπτικών μηχανισμών της εταιρίας μέσα από την παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών προς το εταιρικό management και το διοικητικό συμβούλιο. Ο ρόλος της επιτροπής εσωτερικού ελέγχου στην εταιρική διακυβέρνηση είναι πολύ σημαντικός. Με τη βοήθεια της επιτροπής

αυτής, το διοικητικό συμβούλιο είναι σε θέση να εγκαθιδρύσει όλους εκείνους του μηχανισμούς εσωτερικού ελέγχου που θα διασφαλίσουν την εφαρμογή διαφανών λογιστικών πρακτικών που θα οδηγήσουν στην κατάρτιση αξιόπιστων και ποιοτικών ετήσιων οικονομικών καταστάσεων, καθώς επίσης και την καλλιέργεια ενός κλίματος υγιούς συνεργασίας με τον εξωτερικό ελεγκτή των οικονομικών καταστάσεων³⁴. Κατ' αυτόν τον τρόπο, η επιτροπή πρέπει να ενδιαφέρεται και να εξασφαλίζει την ποιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης προς τους επενδυτές, καθώς και να βοηθάει το συμβούλιο σ' αυτήν την αποστολή ώστε να εξασφαλίζεται μία εικόνα αξιοπιστίας της εταιρίας απέναντι στους επενδυτές.

Η επιτροπή πρέπει να συντίθεται από μη εκτελεστικά μέλη που στην πλειοψηφία τους πρέπει να είναι ανεξάρτητα κάτι το οποίο σημαίνει ότι κανένα μέλος της διοίκησης ή του υπόλοιπου ανθρωπίνου δυναμικού της εταιρίας δεν πρέπει να είναι μέλος της επιτροπής, χωρίς βέβαια η διοίκηση να στερείται του δικαιώματος συνεργασίας με την επιτροπή και συμμετοχής άνευ δικαιώματος ψήφου στις συναντήσεις της επιτροπής³⁵. Επίσης, βάσει των ανωτέρω είναι απαραίτητο τα μέλη της επιτροπής να είναι εφοδιασμένα με γνώσεις χρηματοοικονομικής και λογιστικής επιστήμης ώστε να είναι σε θέση να ανταποκριθούν επαρκώς στα εποπτικά και συμβουλευτικά τους καθήκοντα που αφορούν την διαδικασία κατάρτισης των οικονομικών καταστάσεων. Πιο ειδικά, πρέπει να αξιολογούν τη χρηστότητα και την πιστότητα των μεθόδων που χρησιμοποιεί το διοικητικό συμβούλιο για να συντάξει τις ενοποιημένες καταστάσεις, καθώς επίσης και τις λειτουργίες που μπορεί να έχουν μια σημαντική μεταβολή στην οικονομική κατάσταση της εταιρίας. Εκτός αυτού τα μέλη της επιτροπής, ορμώμενα από την ανεξαρτησία τους, θα πρέπει να επιθεωρούν τις οικονομικές καταστάσεις, να υποβάλλουν ερωτήματα στο management σχετικά με τη διαφάνεια διαφόρων συναλλαγών, να αξιολογούν την ποιότητα των κερδών και να εκτιμούν τους κινδύνους υιοθέτησης μη νομότυπων λογιστικών μεθόδων (NACD, 2000).

³⁴ Combined Code, (2000)

³⁵ Combined Code, (2000)

Δεύτερη σημαντική αρμοδιότητα της επιτροπής είναι η συνεργασία με τους ορκωτούς ελεγκτές. Στα πλαίσια της αρμοδιότητας αυτής, τα μέλη της επιτροπής θα πρέπει καταρχήν να εξασφαλίζουν την ανεξαρτησία των ελεγκτών έναντι του διοικητικού συμβουλίου και την υπέρβαση των συγκρούσεων συμφερόντων σε περίπτωση που η ελεγκτική εταιρία παρέχει εκτός από ελεγκτικές και συμβουλευτικές υπηρεσίες, καθώς επίσης θα πρέπει να συνυπολογίζουν στις αποφάσεις τους και το ύψος των αμοιβών που θα καταβληθούν στον εξωτερικό ελεγκτή για την παροχή των υπηρεσιών αυτών. Η συνεργασία με τους εξωτερικούς ελεγκτές θα πρέπει να γίνεται με γνώμονα την βελτίωση της ποιότητας των οικονομικών καταστάσεων ώστε το management να διευκολύνεται στη λήψη της απόφασης σχετικά με τη δημοσίευση των καταστάσεων. Τέλος, η επιτροπή είναι επιφορτισμένη με την παροχή γνωμοδοτήσεων αναφορικά με την αξιολόγηση του έργου του εξωτερικού ελεγκτή και μπορεί να εκφέρει άμεσα γνώμη για το αν πρέπει να συνεχίσει τη θητεία του ή αν πρέπει να προσληφθεί άλλος ώστε να ενισχυθεί η αποτελεσματικότητα του χρηματοοικονομικού ελέγχου³⁶. Τρίτος πυλώνας αρμοδιοτήτων της επιτροπής εσωτερικού ελέγχου που θα συζητηθεί διεξοδικότερα στο επόμενο κεφάλαιο είναι η εποπτεία του εγκατεστημένου συστήματος εσωτερικού ελέγχου. Η επιτροπή θα πρέπει να επιθεωρεί τις αναφορές που υποβάλλονται από τα στελέχη της λειτουργίας του εσωτερικού ελέγχου, να ελέγχει την ανεξαρτησία και την αντικειμενικότητα αυτών των στελεχών κατά την άσκηση των ελέγχων στις διάφορες δραστηριότητες της εταιρίας και να επιβλέπει τις διαδικασίες στελέχωσης και αντικατάστασης του επικεφαλής της λειτουργίας εσωτερικού ελέγχου (Business Roundtable, 2002). Εν κατακλείδι, η επιτροπή με το έργο της θα πρέπει να διασφαλίσει την ανεξαρτησία και την αντικειμενικότητα του εσωτερικού ελέγχου και παράλληλα να διαβεβαιώσει ότι η δραστηριότητα του εσωτερικού ελέγχου είναι αποτελεσματική και σχεδιασμένη έτσι ώστε να προσθέτει αξία στις εταιρικές λειτουργίες με έμφαση στην ελαχιστοποίηση των κινδύνων που αφορούν την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων. Προς αυτήν κατεύθυνση αυτή, η επιτροπή πρέπει να αναλαμβάνει να συντονίσει το πλαίσιο της συνεργασίας μεταξύ των εσωτερικών και εξωτερικών ελεγκτών.

³⁶ Business Roundtable, May 2002

4.7 Επιτροπή εταιρικής διακυβέρνησης και αξιολόγησης υποψηφιοτήτων μελών Δ.Σ. και στελεχών

Η επιτροπή αξιολόγησης υποψηφιοτήτων μελών του διοικητικού συμβουλίου και στελεχών διοίκησης (nomination committee) επιτελεί μια πολύ σημαντική επιβοηθητική λειτουργία στο διοικητικό συμβούλιο και συντελεί στην αποτελεσματική του λειτουργία, ενώ οι αρμοδιότητες της έχουν διευρυνθεί σε βαθμό που είναι πλέον υπεύθυνη για τη διαμόρφωση των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης εντός της εταιρίας. Η κύρια αρμοδιότητα της είναι να αναγνωρίζει τα άτομα εκείνα που είναι εφοδιασμένα με τα απαραίτητα προσόντα ώστε να γίνουν μέλη του διοικητικού συμβουλίου σύμφωνα πάντα με τα κριτήρια που θέτει το ίδιο το συμβούλιο και να τεθούν ύστερα από πρόταση του τελευταίου στην κρίση των μετόχων κατά την ετήσια γενική συνέλευση³⁷. Στο ίδιο πλαίσιο, η επιτροπή μπορεί να προτείνει διάφορες εναλλακτικές συνθέσεις για τις υπόλοιπες επιτροπές του διοικητικού συμβουλίου. Αντίστοιχα για την καλύτερη και αποτελεσματικότερη διεκπεραίωση του ρόλου της θα ήταν δυνατόν να προβαίνει σε συστηματική αξιολόγηση των μελών του διοικητικού συμβουλίου με βάση την εν γένει παρουσία τους και τη συμμετοχή τους κατά τις συνεδριάσεις του οργάνου ώστε να εντοπίζονται τυχόν αρρυθμίες λειτουργίας και να γίνονται οι απαραίτητες εισηγήσεις βελτίωσης της απόδοσης ή και αντικατάστασης του μέλους. Στα πλαίσια του διπτού ρόλου που εξυπηρετεί η επιτροπή αξιολόγησης υποψηφιοτήτων, θα πρέπει να αναπτύσσει και να συστήνει ένα πλαίσιο αρχών εταιρικής διακυβέρνησης εφαρμόσιμο στην εταιρία, το οποίο θα γνωστοποιείται στους μετόχους, στο επενδυτικό κενό και στα άλλα ενδιαφερόμενα μέρη και να επιβλέπει τη διαδικασία αξιολόγησης του διοικητικού συμβουλίου και του management³⁸. Η επιτροπή αυτή διατηρεί το δικαίωμα κατά περίπτωση να αναθεωρεί τις προδιαγραφές των υποψηφίων και να διατυπώνει απόψεις κατά πόσο είναι δυνατή η δημιουργία συγκρούσεων συμφερόντων από την πρόσληψη κάποιου νέου μέλους. Σύμφωνα με το Business Roundtable, η επιτροπή πρέπει να εντάσσει στη

³⁷ Final Rules, New York Stock Exchange, (2003)

³⁸ Final Rules, New York Stock Exchange, (2003)

διαδικασία κατάρτισης προτάσεων για τις υποψηφιότητες νέων μελών και τους βασικούς μετόχους της εταιρίας.

Η επιτροπή υποψηφιοτήτων πρέπει να αποτελείται εξ ολοκλήρου από μη εκτελεστικά ή ανεξάρτητα μέλη, ώστε να διασφαλίζεται ότι οι διαδικασίες διακυβέρνησης είναι υπό τον έλεγχο του συμβουλίου και λειτουργούν προς το συμφέρον των μετόχων της εταιρίας, ενώ πρέπει να διασφαλίζουν ότι η πλειοψηφία των μελών του συμβουλίου διατηρεί ουσιαστική ανεξαρτησία από το management. Τέλος, στις αρμοδιότητες της εμπίπτει η επίβλεψη των διαδικασιών πληροφόρησης του συμβουλίου μέσω της εκτίμησης της ποιότητας των καναλιών που είναι υπεύθυνα για τη διοχέτευση και παροχή λεπτομερούς, έγκριτης και έγκαιρης πληροφόρησης προς τα μέλη αυτού.

4.8 Επιτροπή αμοιβών

Η επιτροπή αμοιβών (compensation committee) διαδραματίζει αποφασιστικό ρόλο κατά τη διαδικασία λήψης των εταιρικών αποφάσεων αναφορικά με θέματα αμοιβών και κινήτρων, παρόλα όλα αυτά ο χαρακτήρας της είναι καθαρά συμβουλευτικός. Κύρια αρμοδιότητα της είναι η προετοιμασία και υποβολή στο διοικητικό συμβούλιο προτάσεων που αφορούν την πολιτική αμοιβών της εταιρίας σε όλα τα διοικητικά επίπεδα, συμπεριλαμβανομένων και των εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου αναλογιζόμενη πάντα τα επίπεδα απόδοσης των στελεχών. Η παροχή αυτών των γνωμοδοτήσεων από πλευράς επιτροπής αμοιβών, όπως προαναφέρθηκε, δεν δεσμεύει το διοικητικό συμβούλιο, στο οποίο εναπόκειται η διαμόρφωση της πολιτικής αμοιβών της εταιρίας. Πέρα από την παραπάνω αρμοδιότητα, η επιτροπή πρέπει να διατυπώνει θέσεις που αφορούν τη συνολική δομή του προγράμματος κινήτρων και αμοιβών ανά κατηγορίες εργαζομένων ώστε να διασφαλίζεται ότι το παραπάνω πρόγραμμα ενδυναμώνει το μακροπρόθεσμο στρατηγικό πλάνο της εταιρίας, είναι σύμφωνο με την κουλτούρα της, και εξυπηρετεί τον αντικειμενικό στόχο της μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων³⁹.

³⁹ Business Roundtable, May 2002

Σύμφωνα με την παραπάνω θέση η επιτροπή πρέπει να είναι σε θέση να επιβλέπει την εφαρμογή της πολιτικής αμοιβών και του σχεδιασμού της, καθώς από αυτήν εξαρτάται και ο βαθμός διαφάνειας απέναντι στους μετόχους ώστε να αποφεύγονται οι υπερβολικές και δυσανάλογες με την εταιρική απόδοση αμοιβές προς τα διευθυντικά στελέχη και τα εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου, ενώ μείζονα προσοχή πρέπει να επιδεικνύεται στο ύψος των παροχών σε είδος. Επίσης, προς την κατεύθυνση της κατοχύρωσης διαφάνειας σε αυτήν την ευαίσθητη περιοχή ενδιαφέροντος για τους μετόχους και σε συνδυασμό με την αυξανόμενη χρήση των stock options στο μείγμα αμοιβής των στελεχών, πρέπει να αποφευχθεί κάθε πρόθεση να λειτουργήσουν κίνητρα με έμφαση σε βραχυχρόνιες μεταβολές της αξίας αγοράς, ενώ πρέπει να διασφαλίζεται και η αντιστοιχία της αμοιβής συμπεριλαμβανομένων των συνταξιοδοτικών δικαιωμάτων με τη συνολική απόδοση του management (Business Roundtable, May 2002).

4.9 Βιβλιογραφία 4^{ου} κεφαλαίου

Belden S., Fister, T. and Knapp, B. (2005) Dividends and Directors: Do Outsiders Reduce Agency Costs? , *Business and Society Review*, Vol. 110 (2), 171-180

Business Roundtable, (1997) The Business Roundtable statement on corporate governance stresses substance over form, *Business Roundtable*, September, 187-214

Business Roundtable, May 2002 Principles of Corporate Governance, 1-41

CALPERS, (1997) Corporate Governance Market Principles, *California Public Employees' Retirement System*, Agenda Item 14, June 16.

Clarke, Th. (1998) The contribution of non-executive directors to the effectiveness of corporate governance, *Career Development International*, Vol. 3/3, 118-124

Combined Code, (2000) Principles of Good Governance and Code of Best Practice, UK

Cordeiro, J., Veliyath, R, Erasmus E. J., and M. Tax (2000) An Empirical Investigation of the Determinants of Outside Director Compensation, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 8 (3), 268-279

Davis, M.L. and Stobaugh, R. (1995) Best Practices in Director Pay, *Directors and Boards*, Vol. 20, 16-19.

Demsetz, H. (1983) The monitoring of management Statement of the Business Roundtable on the American Law Institute's proposed principles of corporate governance and structure: Restatement and Recommendations. New York Business Roundtable.

Fama, E. F. (1980) Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, Vol. 88 (21), 288-307

Fama, E. F. and Jensen M. C. (1983) Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, 301-325

Fields, A.M. and Keys, P. Y. (2003) The Emergence of Corporate Governance from Wall St. to Main St.: Outside Directors, Board Diversity, Earnings Management, and Managerial Incentives to Bear Risk, *The Financial Review*, Vol. 38, 1-24

Final New York Stock Exchange Corporate Governance Rules, November 2003

Hermalin, B. E. and Weisbach, M. S. (2003) Board of Directors as an Endogenously determined Institution: A Survey of the Economic Literature, *Economic Policy Review*, 7-26

Higgs, D. (2003), *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, London: DTI

Johnson, J. L., Daily, C. M., Ellstrand, A. E. (1996) Board of Directors: A Review and Research Agenda, *Journal of Management*, Vol. 22 (3), 409-438

Keasy, K. and Hudson, R. (2002) Non executive directors and the Higg's consultation paper, 'Review of the role and effectiveness of the non executive directors', *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 10 (4), 361-371

Lawler, E. E., Benson, G. S., Finegold, D. L. and Conger, J. A. (2002) Corporate Boards: Keys to Effectiveness, *Organizational Dynamics*, Vol. 30 (4), 310-324

Lear, R. W. (1979) Compensation for outside directors, *Harvard Business Review*, November, 18-28

Lin, S., Peter, F. P. and Young, S. (2003) Stock Market Reaction to the Appointment Of Outside Directors, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 30 (4), 351-382

National Association of Corporate Directors (NACD), *Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Audit Committees: A Practical Guide* (Washington, DC: NACD, 2000).

Nowak, M. J. and McCabe M. (2003) Information Costs and the Role of the Independent Corporate Director, *Corporate Governance: International Review*, Vol. 11 (4), 300-307

OECD, (2004) Principles of Corporate Governance, OECD Publications Services

Parrat, F. (1999) *Le Gouvernement D' Enterprise*, Maxima, Paris

Pearl Meyer and Partners Inc. (1996) *Compensating the Outside Director: Cash to Equity Shift*, New York: Monograph.

Smith, A (1776) *An inquiry into the nature and causes of the Wealth of Nations*, New York: Modern Library

Vienot. M. (1995). "Le conseil d' administration des sociétés cotées". *Association Française des Entreprises Privées (AFEP) & Conseil National du Patronat Français (CNPF) document* (July), Paris.

Κεφάλαιο 5: Ο ρόλος του εσωτερικού ελέγχου στην εταιρική διακυβέρνηση

5.1 Γενικά

Οι παράγοντες που αναμειγνύονται στην εταιρική λειτουργία και έχουν νόμιμο συμφέρον από αυτήν απαιτούν από το εκτελεστικό management και το διοικητικό συμβούλιο την εφαρμογή γενικά αποδεκτών αρχών εταιρικής διακυβέρνησης. Εκτός αυτού, απαιτούν το σχεδιασμό ορθολογικών στρατηγικών διαχείρισης κινδύνου και συστημάτων εσωτερικού ελέγχου που θα προάγουν τη διαφάνεια, τη συνέπεια και την υπευθυνότητα σε μία εποχή όπου οι επιχειρήσεις διεθνοποιούνται και η τεχνολογική εξέλιξη επιταχύνει τον μετασχηματισμό τους σε πολύπλοκες οντότητες των οποίων ο λειτουργικός και χρηματοοικονομικός τους έλεγχος δεν πρέπει να θεωρείται αυτονόητος, αλλά πρέπει να επιτελείται μέσα από σαφώς αποτυπωμένες διαδικασίες, τη τήρηση των οποίων καλείται να εγγυηθεί το διοικητικό συμβούλιο και την εφαρμογή τους το εκτελεστικό management. Εξάλλου τα πρόσφατα λογιστικά και ελεγκτικά σκάνδαλα που είδαν το φως της δημοσιότητας ανέδειξαν την ανάγκη λήψης δραστικών μέτρων διάγνωσης και πρόληψης των φαινομένων κακοδιαχείρισης και απάτης, καθώς οι πρακτικές παραπλάνησης που χρησιμοποιήθηκαν εμπειρίαν υψηλό βαθμό εκλεπτυσμού και εμπειριστατωμένες τεχνικές δημιουργικής λογιστικής (απόκρυψη υποχρεώσεων, παραποίηση λογιστικών κερδών, κ.τ.λ.).

Οι σύγχρονες επιχειρήσεις αποτελούν, όπως προαναφέρθηκε πολύπλοκες οικονομικές οντότητες με πολυάριθμες λειτουργίες και δραστηριότητες και διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο προϊόντων και υπηρεσιών. Κατά την καθημερινή λειτουργία της επιχείρησης και με γνώμονα την επίτευξη των εταιρικών στόχων, διενεργείται μία πληθώρα συναλλαγών με διάφορα εξωτερικά προς την επιχείρηση μέρη, όπως είναι οι πελάτες, οι τράπεζες, οι προμηθευτές, οι κυβερνητικές αρχές, ενώ λαμβάνει χώρα και ένα πλήθος συναλλαγών σε ενδοεπιχειρησιακό επίπεδο, για παράδειγμα μεταξύ των εργαζομένων ενός τμήματος ή μεταξύ των εργαζομένων διαφορετικών

τμημάτων και διευθύνσεων. Ασφαλώς οι κίνδυνοι στους οποίους είναι εκτεθειμένη η επιχείρηση από την καθημερινή λειτουργία της είναι πολλοί και η εκδήλωσή τους, δηλαδή η μη έγκαιρη αντιμετώπιση τους που ενδέχεται να εμπεριέχει σκοπιμότητα ή να οφείλεται σε ακούσια παράλειψη, μπορεί να επηρεάσει την ομαλή διεξαγωγή των δραστηριοτήτων και να βλάψει τα συμφέροντα των παραγόντων που αναμειγνύονται στην εταιρική λειτουργία. Το εκτελεστικό management πρέπει σε κάθε περίπτωση να εκτιμήσει το μέγεθος του επερχόμενου κινδύνου και να αναλάβει τις κατάλληλες δράσεις αντιμετώπισης αλλά και να διασφαλίσει ότι τα εγκαθιδρυμένα συστήματα ελέγχου λειτουργούν αποτελεσματικά.

Η εταιρία για να διασφαλίσει την αποτελεσματική και ομαλή της λειτουργία εγκαθιδρύει κάποιους μηχανισμούς ελέγχου που σκοπό έχουν τον έλεγχο της νομιμότητας των διαδικασιών που ακολουθεί στην καθημερινή της λειτουργία και τον εντοπισμό τυχόν παράνομων συμπεριφορών ή γενικότερα συμπεριφορών που εντείνουν τις συγκρούσεις συμφερόντων εντός του εταιρικού περιβάλλοντος. Οι μηχανισμοί αυτοί μπορεί να είναι εσωτερικοί ή εξωτερικοί. Στους εξωτερικούς περιλαμβάνεται η εποπτεία που ασκείται από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές των κεφαλαιαγορών για τις εταιρίες των οποίων οι κινητές αξίες είναι διαπραγματεύσιμες σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά, αλλά και για τις μη εισηγμένες ανώνυμες εταιρίες προβλέπεται από την κείμενη νομοθεσία η ύπαρξη συγκεκριμένων ελεγκτικών οργάνων της ανώνυμης εταιρίας. Η λειτουργία των εξωτερικών ελεγκτικών μηχανισμών έχει κυρίως προληπτικό και συνάμα κατασταλτικό χαρακτήρα με την επιβολή κυρώσεων για τις περιπτώσεις κατά τις οποίες οι εταιρίες δεν συμμορφώνονται με την υφιστάμενη νομοθεσία. Σε εσωτερικό επίπεδο ο έλεγχος της τήρησης της νομιμότητας αναλαμβάνεται από το διοικητικό συμβούλιο και τη γενική συνέλευση. Όσον αφορά τη γενική συνέλευση, οι δυνατότητες ολοκληρωμένου ελέγχου των λειτουργιών της εταιρίας είναι περιορισμένες και ελαχιστοποιούνται σε περίπτωση που η εταιρία εμφανίζει μεγάλο επίπεδο διασποράς στη μετοχική της βάση καθώς οι πολυάριθμοι και γεωγραφικά κατακερματισμένοι μέτοχοι δεν ενημερώνονται επαρκώς για τα εταιρικά πράγματα, δεν διαθέτουν τις κατάλληλες γνώσεις και εκδηλώνουν απροθυμία συμμετοχής στις δημοκρατικές διαδικασίες της γενικής συνέλευσης

και άσκησης των δικαιωμάτων ψήφου που απορρέει από την μετοχική ιδιότητα.

Σε επίπεδο διοικητικού συμβουλίου, η αρμοδιότητα διασφάλισης της νομιμότητας είναι δεδομένη και διερευνήθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, όπως άλλωστε και η υποχρέωση του να επιμελείται της οργάνωσης ενός πλήρους και αποτελεσματικού συστήματος εσωτερικού ελέγχου (internal audit) του οποίου ο επικεφαλής πρέπει να υποβάλει τη τελική έκθεση διαχείρισης του απευθείας προς το διοικητικό συμβούλιο και την επιτροπή εσωτερικού ελέγχου (audit committee). Η αμέσως και στενού χαρακτήρα επικοινωνία του εσωτερικού ελέγχου με την ανώτατη διοίκηση της εταιρίας και την επιτροπή εσωτερικού ελέγχου βάσει και του οργανογράμματος, χωρίς την ενδιάμεση παρέμβαση κάποιας άλλης διεύθυνσης προσδίδει κύρος και αντικειμενικότητα στο ελεγκτικό έργο με το οποίο έχει επιφορτιστεί, καθώς και αναγνώριση της σημασίας του για την ποιοτική αναβάθμιση των εταιρικών λειτουργιών από την ίδια την εκτελεστική διοίκηση. Μία υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου που είναι οργανωτικά ανεξάρτητη από τις άλλες υπηρεσίες και διευθύνσεις της εταιρίας, τις δραστηριότητες των οποίων πρέπει να ελέγξει και επανδρωμένη με στελέχη που διαθέτουν το απαιτούμενο εύρος των εξειδικευμένων γνώσεων όσον αφορά τις δομές και τις λειτουργίες της επιχείρησης, μπορεί να ενισχύσει σημαντικά το διοικητικό συμβούλιο και το management στο να φέρει εις πέρας τις παραπάνω υποχρεώσεις.

Στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης όλες οι εισηγμένες υποχρεούνται να διατηρούν ένα τμήμα εσωτερικού ελέγχου, το οποίο θα εφοδιάζει το management και την επιτροπή εσωτερικού ελέγχου με όλες τις τρέχουσες εκτιμήσεις αναφορικά με τους κινδύνους που διατρέχει η εταιρία από την υιοθέτηση συγκεκριμένων διαδικασιών διοίκησης, καθώς και ενός συστήματος εσωτερικού ελέγχου ολόκληρου του φάσματος των εταιρικών λειτουργιών⁴⁰. Επιπρόσθετα, η θέσπιση του Sarbanes-Oxley Act (2002) αναμφισβήτητα προκάλεσε βαθιές αλλαγές στο επιχειρηματικό περιβάλλον των εισηγμένων στις χρηματιστηριακές αγορές των Η.Π.Α. επιφέροντας μια ριζική

⁴⁰ Harrington, (2004)

αναδιάρθρωση των διαδικασιών και των αρμοδιοτήτων σε κάθε επίπεδο του οργανισμού καθιστώντας τον νόμο κυρίαρχο διαμορφωτή του τρόπου ενάσκησης της επιχειρηματικής δραστηριότητας για τις επερχόμενες δεκαετίες⁴¹. Σύμφωνα με τη section 404 καθιερώνεται η ευθύνη του management για τη λειτουργία και διατήρηση ενός επαρκούς συστήματος εσωτερικού ελέγχου και διαδικασιών έκδοσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων με παράλληλο προσδιορισμό των κινδύνων που δύναται να προκύψουν από αυτές τις διαδικασίες και τη ρύθμιση όποιων ατελειών. Η ετήσια αναφορά εσωτερικού ελέγχου θα πρέπει να περιέχει μία εκτίμηση της αποτελεσματικότητας τόσο της λειτουργίας του εσωτερικού ελέγχου όσο και των διαδικασιών έκδοσης. Παρατηρούμε δηλαδή, ότι η αποτελεσματική λειτουργία των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου δεν αρκεί καθώς το management υποχρεούται να επιδεικνύει και να πιστοποιεί περιοδικά με δημόσιες αναφορές σε τρίτα μέρη (διοικητικό συμβούλιο, τακτικός ελεγκτής, μέτοχοι) ότι πράγματι όλα αυτά συμβαίνουν.

Σύμφωνα με το Institute of Internal Auditors που εκπροσωπεί χιλιάδες επαγγελματίες εσωτερικούς ελεγκτές από 160 χώρες, ο εσωτερικός έλεγχος αποτελεί μία ανεξάρτητη, αντικειμενική, διαβεβαιωτική και συμβουλευτική δραστηριότητα σχεδιασμένη για να προσθέσει αξία και να επενεργήσει βελτιωτικά στις λειτουργίες του οργανισμού. Μέσω της επικοινωνιακής του λειτουργίας επιτελείται η υποβοήθηση του οργανισμού για να επιτύχει τους στόχους του μέσα από μία συστηματική και πειθαρχημένη θεώρηση αξιολόγησης και βελτίωσης της αποδοτικότητας της διαχείρισης κινδύνου, του ελέγχου και των διαδικασιών διακυβέρνησης⁴². Από τον παραπάνω ορισμό προκύπτει, ότι η οργανωσιακή υπόσταση του εσωτερικού ελέγχου στηρίζεται στους ακόλουθους τέσσερις ρόλους: α) εκτίμηση κινδύνου, β) διαβεβαίωση λειτουργίας συστημάτων εσωτερικού ελέγχου, γ) συμμόρφωση και δ) παροχή συμβουλευτικής υποστήριξης για τη βελτίωση της λειτουργικότητας του οργανισμού. Η συμβολή του εσωτερικού ελέγχου στα πλαίσια της εταιρικής διακυβέρνησης είναι θεμελιωμένη καθώς το διοικητικό συμβούλιο, ως κύριος εσωτερικός μηχανισμός διακυβέρνησης, έχει στη διάθεση του ένα

⁴¹ Deloitte & Touche LLP Internal Audit Professionals

⁴² Institute of Internal Auditors, "Defining Effectiveness,"

πολυτιμότερο εργαλείο για τη θωράκιση των συμφερόντων των μετόχων, των πιστωτών και των άλλων συμμετεχόντων στην εταιρική λειτουργία, βελτιώνοντας την αποτελεσματικότητα της εταιρικής διακυβέρνησης.

Η εταιρία και το διοικητικό συμβούλιο ειδικότερα, επιδιώκει μέσω των διαδικασιών του εσωτερικού ελέγχου, που συνήθως υπάγονται σε ξεχωριστή και ανεξάρτητη υπηρεσία, την ικανοποίηση τεσσάρων στόχων:

- βελτίωση της αποδοτικότητας των λειτουργιών και των διαδικασιών της εταιρίας και εκτίμηση των αποτελεσμάτων
- διασφάλιση της ποιότητας και της αξιοπιστίας των οικονομικών καταστάσεων που καταρτίζει το διοικητικό συμβούλιο και συμμόρφωση με τα ισχύοντα λογιστικά πρότυπα ώστε να απεικονίζουν την αληθινή οικονομική κατάσταση της εταιρίας και να αποτρέπεται η παραπλάνηση των ενδιαφερόμενων «εσωτερικών» και «εξωτερικών» χρηστών
- διαφύλαξη των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας
- τήρηση της νομοθεσίας και ελαχιστοποίηση των κινδύνων μη συμμόρφωσης με αυτήν

Όπως διαφαίνεται από αυτήν την πρώιμη προσέγγιση η λειτουργία του εσωτερικού ελέγχου μπορεί να χαρακτηριστεί ως ένα αναπόσπαστο κομμάτι του ελεγκτικού και εποπτικού ιστού μιας εταιρίας. Ως εκ τούτου, η παρουσία του στο διευρυμένο πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης κρίνεται επιτακτική ώστε να διασφαλιστεί η υψηλότερη δυνατή ποιότητα των οικονομικών καταστάσεων και η μέγιστη προστασία των συμφερόντων των μετόχων επενδυτών αλλά και των δυνητικών επενδυτών. Για παράδειγμα, ο ελεγκτής πρέπει να συνεργαστεί με την επιτροπή εσωτερικού ελέγχου και με βάση τη θεωρία αντιπροσώπευσης αποτελεί, μέσω αυτής της συνεργασίας, τμήμα του μωσαϊκού της εταιρικής διακυβέρνησης καθώς εποπτεύει την ποιότητα και την αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων⁴³.

Αυτή η θεώρηση εκβαθύνεται περισσότερο από την European Confederation of Institutes of Internal Auditing (ECIIA), σύμφωνα με την οποία μία ισχυρή

⁴³ Cohen, J., Krishnamoorthy, G., Wright, A. M. (2002)

διαδικασία διακυβέρνησης εξαρτάται από το επίπεδο συνεργιών μεταξύ των διαφόρων φορέων της εταιρικής διακυβέρνησης: τους μετόχους, το διοικητικό συμβούλιο, το εκτελεστικό management, τους ορκωτούς ελεγκτές και τους εσωτερικούς ελεγκτές. Η δυνατή και αμοιβαία σχέση συνεργασίας μεταξύ των διαφόρων συμμετεχόντων είναι αποφασιστικής σημασίας για τη δημιουργία και τη λειτουργία ενός αποτελεσματικού συστήματος λογαριασμών και ισοζυγίων που συνδυάζουν την εσωτερική αντίληψη της επιχείρησης με τις εξωτερικές εκτιμήσεις⁴⁴. Η σημασία του εσωτερικού ελέγχου πλέον διευρύνεται σε όλο και περισσότερους οργανισμούς στο δημόσιο και ιδιωτικό τομέα, καθώς τα οφέλη από την υιοθέτηση τέτοιων πρακτικών είναι ολοφάνερα στην καθημερινή λειτουργία των επιχειρήσεων, ενώ η προσθήκη αξίας για όσους εμπλέκονται στη διακυβέρνηση τεκμηριώνεται συνεχώς. Το νομοθετικό και ρυθμιστικό πλαίσιο και εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης ενθαρρύνει την ενσωμάτωση της δραστηριότητας του εσωτερικού ελέγχου (internal audit activity) και των υπηρεσιών (διαχείριση κινδύνου, εταιρική διακυβέρνηση, σχέσεις με τακτικό ελεγκτή) που αυτή καλύπτει, στο συμβουλευτικό και υποστηρικτικό χαρτοφυλάκιο του management. Η ανάγκη για συμμόρφωση με τις επιταγές του νόμου εκτόξευσαν και τη ζήτηση για το επάγγελμα και τις υπηρεσίες του εσωτερικού ελεγκτή, ο οποίος πρέπει να κατέχει μία ευρεία αντίληψη των διαδικασιών διακυβέρνησης και των, σε κάθε επίπεδο, αναγκών συμμόρφωσης της εταιρίας, σε συνδυασμό με ένα ολοκληρωμένο φάσμα γνώσεων πάνω στο χρηματοοικονομικό και λειτουργικό έλεγχο και τη διαχείριση κινδύνου, αλλά και δυνατότητες υποβολής στο management ουσιαστικών προτάσεων για οργανωσιακές αλλαγές στο σύστημα.

Το κεφάλαιο αυτό ασχολείται με τη φύση και το πεδίο εφαρμογής του εσωτερικού ελέγχου ως μία ανεξάρτητη και επαγγελματική δραστηριότητα που σχεδιάζεται ώστε να προσθέσει αξία στη διευρυμένη εταιρική λειτουργία. Η αναβαθμισμένη σημασία της υπηρεσίας του εσωτερικού ελέγχου στο διευρυμένο πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να δικαιολογηθεί από τη σπουδαιότητα και τη χρησιμότητα των διαβεβαιωτικού ή συμβουλευτικού

⁴⁴ European Confederation of Institutes of Internal Auditing, (2005)

χαρακτήρα πληροφοριακών πόρων που μπορεί να παρέχει στους εμπλεκόμενους με τη διακυβέρνηση φορείς και το σημείο αυτό αποτελεί τον κύριο άξονα ανάλυσης του παρόντος κεφαλαίου.

5.2 Σκοπός και πεδίο εφαρμογής του εσωτερικού ελέγχου

Η δραστηριότητα του εσωτερικού ελέγχου και η ανεπαρκής οργάνωση των συστημάτων του, ή η πλήρης περιθωριοποίηση από άλλα συνθετικά του εποπτικού ιστού της εταιρίας στάθηκε μοιραία για τους stakeholders μεγάλων πολυεθνικών όπου οι ελεγκτικοί τους μηχανισμοί δεν ήταν σε θέση να αναγνωρίσουν, να εκτιμήσουν και να μετριάσουν του κινδύνους από την εφαρμογή καταχρηστικών και ανήθικων λογιστικών πρακτικών. Η παταγώδης αποτυχία των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου σε επιχειρήσεις όπως η WorldCom, το σκάνδαλο της οποίας αποκαλύφθηκε από έναν εσωτερικό ελεγκτή που αποφάσισε να σπάσει τη σιωπή του και να δημοσιοποιήσει τα ολέθρια λογιστικά παραπτώματα της εταιρίας, καταδεικνύει τη σχετική απαξία και υποβάθμιση στην οποία είχε περιέλθει η συγκεκριμένη λειτουργία σε οργανωτικό επίπεδο στην προ-Sarbanes-Oxley εποχή. Τόσο η εταιρική διακυβέρνηση όσο και ο εσωτερικός έλεγχος έγιναν αντικείμενο της επικαιρότητας και των θεσμικών πρωτοβουλιών που ακολούθησαν για την αναστροφή του δυσμενούς επενδυτικού και επιχειρηματικού κλίματος χωρίς όμως πριν από το ξέσπασμα των σκανδάλων οι έννοιες αυτές να είναι άγνωστες στους εμπλεκόμενους φορείς των αγορών και των επιχειρήσεων. Απλά η σημασία τους για την επίλυση όλων των προβλημάτων που προέκυψαν και η συμβολή τους στη χρηματοοικονομική εξυγίανση των προβληματικών εταιριών αναγνωρίστηκε καθολικά και αποτέλεσε τη σημαία για την επικράτηση ηθικών συμπεριφορών και καλύτερης προστασίας των μετόχων επενδυτών.

Σήμερα ο εσωτερικός ελεγκτής έρχεται αντιμέτωπος με νέες προκλήσεις και ο αναβαθμισμένος ρόλος που πηγάζει από τις αυξημένες αρμοδιότητες του, που ρυθμίζονται από το ανανεωμένο ρυθμιστικό και κανονιστικό πλαίσιο, γεννά νέες προσδοκίες. Συνήθως τα νομοθετήματα των περισσότερων χωρών, εξαιρουμένων των Η.Π.Α., παρέχουν πολύ γενικές κατευθύνσεις

συμμόρφωσης αναφορικά με τις προδιαγραφές της λειτουργίας του εσωτερικού ελέγχου που περιορίζονται σε θέματα τήρησης του εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας, σε αντίθεση με όσα είναι εγκαθιδρυμένα για τον τακτικό εξωτερικό έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων από τον ορκωτό ελεγκτή. Η διεθνής επαγγελματική πρακτική του εσωτερικού ελέγχου βασίζεται στον ορισμό⁴⁵, στις αρχές, στους κώδικες ηθικής και στα διεθνή πρότυπα για τους εσωτερικούς ελεγκτές και τον εσωτερικό έλεγχο που έχει εκδώσει το Ινστιτούτο των Εσωτερικών Ελεγκτών, παράρτημα του οποίου στην ευρωπαϊκή περιφέρεια αποτελεί η Ευρωπαϊκή Ομοσπονδία Ινστιτούτων Εσωτερικών Ελεγκτών (ECIIA).

Όπως προαναφέρθηκε, μία μεγάλη πρόκληση για το διοικητικό συμβούλιο είναι να διασφαλίζει ότι το εκτελεστικό management επιμελείται της οργάνωσης ενός αποτελεσματικού συστήματος διαχείρισης κινδύνου και εσωτερικού ελέγχου. Το management από την πλευρά του έχει την ευθύνη αναγνώρισης, εκτίμησης, αξιολόγησης και εν τέλει αντιμετώπισης των κινδύνων που αναδύονται για την εταιρία στο επιχειρηματικό περιβάλλον, ενώ θα πρέπει να επιβεβαιώνει την ομαλή λειτουργία των διαδικασιών διαχείρισης κινδύνου και την ύπαρξη των κατάλληλων δικλείδων ασφαλείας για την ελαχιστοποίηση των κινδύνων. Για τη διεκπεραίωση των παραπάνω αρμοδιοτήτων, το management και το διοικητικό συμβούλιο δέχονται τις συμβουλευτικού και διαβεβαιωτικού χαρακτήρα εισηγήσεις των εσωτερικών ελεγκτών, οι οποίοι μέσα από τη συνολική εικόνα που διαθέτουν και έχουν αποκομίσει από το διαρκή και υψηλής ποιοτικής στάθμης έλεγχο των εσωτερικών λειτουργιών και των δραστηριοτήτων της εταιρίας καθώς και των τηρούμενων διαδικασιών και διεργασιών εντός των διάφορων λειτουργιών, δύνανται κατά τρόπο αντικειμενικό και ανεξάρτητο να επιβεβαιώσουν ή και να αμφισβητήσουν, αν εντοπιστούν σοβαρές παραλείψεις ή περιπτώσεις μη συμμόρφωσης, το βαθμό αποτελεσματικότητας και αποδοτικότητας των μηχανισμών που είναι εγκατεστημένοι για την προστασία της εταιρίας από πάσης φύσεως κινδύνους, είτε εσωτερικής είτε εξωτερικής προέλευσης, και μπορούν να απειλήσουν την επίτευξη των στρατηγικών στόχων της εταιρίας.

⁴⁵ Βλ. τμήμα 5.1

Το πεδίο εφαρμογής του εσωτερικού ελέγχου εκτείνεται σε όλες τις δραστηριότητες του οργανισμού και ο όγκος των εργασιών του βασίζεται στην εκτίμηση των κινδύνων που προκαλούνται από τις ταχύτατες και απρόβλεπτες αλλαγές του εξωτερικού περιβάλλοντος. Τέτοιοι κίνδυνοι σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Ομοσπονδία Ινστιτούτων Εσωτερικών Ελεγκτών (ECIIA) μπορούν να περιλαμβάνουν τα εξής:

- η χρηματοοικονομική πληροφόρηση ενδέχεται να είναι αναξιόπιστη, ατελής ή ανακριβής
- οι εταιρικές λειτουργίες μπορεί να είναι μη αποδοτικές και αναποτελεσματικές
- οι οικονομικοί πόροι της εταιρίας μπορεί να χάνουν την αξία τους ή να υφίστανται κακοδιαχείριση
- ο οργανισμός μπορεί να παραβιάζει τη νομοθεσία, το ρυθμιστικό πλαίσιο ή τις εσωτερικές πολιτικές
- η ηθική κουλτούρα του οργανισμού μπορεί να υποστηρίζει παράνομες ή ακατάλληλες συμπεριφορές

Οι συστάσεις και τα πορίσματα που περιλαμβάνονται στις εκθέσεις των εσωτερικών ελεγκτών αναφορικά με την αποτελεσματικότητα των διαδικασιών διακυβέρνησης, διαχείρισης κινδύνου και εσωτερικού ελέγχου, πρέπει να τεκμηριώνονται πλήρως με την επισύναψη και την προσκόμιση των απαραίτητων αντικειμενικών στοιχείων (έγγραφα, λογαριασμούς, βιβλία, τραπεζικοί λογαριασμοί, αρχεία και άλλα αποδεικτικά τεκμήρια), ενώ οι βελτιωτικές προτάσεις που καταθέτουν στα ανώτατα διοικητικά κλιμάκια δεν θα πρέπει να είναι γενικές και αόριστες και να στερούνται δυνατότητες άμεσης υλοποίησης, αλλά πρέπει να αγγίζουν τη ρίζα του προβλήματος και να αποτελούν τη βάση για ανάληψη από το management των απαιτούμενων διαρθρωτικών δράσεων. Το management και ο εσωτερικός ελεγκτής θα πρέπει να έχουν τακτικές συναντήσεις ώστε να συζητείται και να επισκοπείται το πρόγραμμα εφαρμογής των συστάσεων του εσωτερικού ελέγχου, ενώ ο εσωτερικός ελεγκτής θα πρέπει να αναφέρεται και στην επιτροπή του εσωτερικού έλεγχου για την παρακολούθηση και την πρόοδο των διαδικασιών

βελτίωσης. Μερικές από τις δραστηριότητες που αναλαμβάνει ο εσωτερικός έλεγχος, σύμφωνα με την ECIIA, είναι οι εξής:⁴⁶

- παροχή διασφάλισης στο διοικητικό συμβούλιο ότι οι κίνδυνοι του οργανισμού έχουν προσδιοριστεί και αντιμετωπίζονται σύμφωνα με τη συμφωνημένη πολιτική κινδύνου της εταιρίας
- επισκόπηση των δραστηριοτήτων που αναλαμβάνει το management για την εφαρμογή ηθικής πολιτικής στο σύνολο του οργανισμού
- παροχή επιβεβαίωσης ότι η διαδικασία προμηθειών περιλαμβάνει τους απαραίτητους ελέγχους διασφάλισης των συμφωνημένων επιπέδων ανταγωνιστικότητας, ποιότητας και μείωσης κόστους
- παροχή βοήθειας στο management για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας της επένδυσης (return on investment-ROI) για συγκεκριμένη χρονική περίοδο
- διεκπεραίωση εσωτερικού ελέγχου για συνθήκες συμμόρφωσης της εταιρίας με την εργατική νομοθεσία και τους κανονισμούς
- επικύρωση ότι όλα τα συμβόλαια αγορών και πωλήσεων είναι συμβατά με τις πολιτικές του οργανισμού
- διαβεβαίωση ότι μέτρα που σχετίζονται με την υγιεινή, την ασφάλεια και την περιβαλλοντική προστασία, σχεδιάζονται και λειτουργούν αποτελεσματικά στις διάφορες βιομηχανικές μονάδες
- γνωμοδότηση σχετικά με τη λειτουργικότητα της διαδικασίας διαχείρισης των παραπόνων των πελατών
- παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών στο management για τον σχεδιασμό και την υλοποίηση των διαδικασιών διαχείρισης κινδύνων

5.3 Σχέση λειτουργίας εσωτερικού ελέγχου και εταιρικής διακυβέρνησης

Η λειτουργία του εσωτερικού ελέγχου ορίζεται ως μία ανεξάρτητη, αντικειμενική και συμβουλευτική δραστηριότητα που είναι σχεδιασμένη έτσι ώστε να προσθέτει αξία και να βελτιώνει τις λειτουργίες του οργανισμού. Οι υπηρεσίες που προσφέρει ο ανεξάρτητος εσωτερικός έλεγχος απασχολούν εντόνως την εταιρική διακυβέρνηση και τους φορείς της καθώς αποτελούν

⁴⁶ European Confederation of Institutes of Internal Auditing, (2005)

πολύτιμο πόρο που θα συμβάλλει στη βελτίωση της ποιότητας της, της ποιότητας των οικονομικών καταστάσεων και στην αύξηση της εταιρικής απόδοσης. Για να μπορέσει η εταιρική διακυβέρνηση να προωθήσει τα συμφέροντα των διάφορων ομάδων των stakeholders θα πρέπει η λειτουργία του εσωτερικού ελέγχου να αποτελέσει αναπόσπαστο και ολοκληρωμένο συστατικό του δικτύου σχέσεων με τα μέρη που ευθύνονται για τις δομές και τις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης (Vallario, 2003). Από την άλλη πλευρά, η ποιότητα της λειτουργίας του εσωτερικού ελέγχου εξαρτάται από το είδος και την ποιότητα των σχέσεων που αναπτύσσει με τους άλλους τρεις ακρογωνιαίους λίθους της εταιρικής διακυβέρνησης, αν υποθεθεί ότι εσωτερικός έλεγχος αποτελεί τον έναν εξ αυτών (IIA, 2003). Πρόκειται για τον εξωτερικό ελεγκτή, το διοικητικό συμβούλιο και την επιτροπή εσωτερικού ελέγχου και το εκτελεστικό management. Μία πολύ καλή προσέγγιση του ρόλου της λειτουργίας του εσωτερικού ελέγχου στην εταιρική διακυβέρνηση δίνεται από το IIA: “Ο ρόλος του εσωτερικού ελεγκτή περιλαμβάνει την παρακολούθηση, την εκτίμηση και την αξιολόγηση των οργανωσιακών κινδύνων και ελέγχων. Επίσης επιμελείται την επιθεώρηση και επικύρωση των πληροφοριών και τη συμμόρφωση με τους εσωτερικούς κανονισμούς, την κείμενη νομοθεσία και τις διαδικασίες. Με τη συνδρομή του management και όλων των ελεγχόμενων, ο εσωτερικός ελεγκτής παρέχει στο διοικητικό συμβούλιο και στην επιτροπή εσωτερικού ελέγχου τις διαβεβαιώσεις ότι οι κίνδυνοι ελαχιστοποιούνται και η εταιρική διακυβέρνηση είναι ισχυρή και αποτελεσματική. Όπου υπάρχουν περιθώρια βελτίωσης εντός του οργανισμού οι εσωτερικοί ελεγκτές εισηγούνται συστάσεις για την ποιοτική αναβάθμιση των διεργασιών, των διαδικασιών και των πολιτικών.”

Ο εσωτερικός έλεγχος για να προσθέσει αξία στην εταιρική διακυβέρνηση και να συνεισφέρει στην βελτίωση της εταιρικής απόδοσης οφείλει να καταναίμει με ορθολογικό τρόπο τους διατιθέμενους πόρους ώστε να ικανοποιήσει τις διαφορετικές απαιτήσεις μεταξύ των παραπάνω φορέων ακόμα κι αν διαπιστώνεται σύγκρουση συμφερόντων κατά την κατανομή αυτών των πόρων. Ο εξωτερικός ελεγκτής βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στις υπηρεσίες του εσωτερικού ελέγχου και στην αποτελεσματικότητα της λειτουργίας όσον αφορά το κομμάτι της ποιότητας των λογιστικών καταστάσεων σαν ένα

πρόσθετο εργαλείο που θα ελαφρύνει τον όγκο των εργασιών του κατά τον τακτικό λογιστικό έλεγχο (IIA, 2003). Το management που αποτελεί το υποκείμενο του εσωτερικού ελέγχου (auditee) επιθυμεί την παροχή συμβουλών και προτάσεων αναφορικά με την αύξηση της αποδοτικότητας και της αποτελεσματικότητας των λειτουργιών, ενώ η επιτροπή εσωτερικού ελέγχου αναζητά από τη λειτουργία του εσωτερικού ελέγχου διαβεβαιωτικές υπηρεσίες που αφορούν τη διαφύλαξη των εταιρικών περιουσιακών στοιχείων, τη συμμόρφωση με την υφιστάμενη νομοθεσία και τους κανονισμούς και τη διασφάλιση της αποτελεσματικής λειτουργίας των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου (IIA, 2003).

5.3.1 Σχέση εσωτερικού ελέγχου με επιτροπή εσωτερικού ελέγχου

Η επιτροπή εσωτερικού ελέγχου (audit committee), όπως είδαμε και στο προηγούμενο κεφάλαιο, αποτελεί το συνδετικό κρίκο μεταξύ της λειτουργίας του εσωτερικού ελέγχου, του διοικητικού συμβουλίου και του εκτελεστικού management. Κύρια αρμοδιότητας της είναι η εποπτεία των διαδικασιών κατάρτισης των οικονομικών καταστάσεων και η διασφάλιση της ποιότητας τους μέσα από μία συντονισμένη προσπάθεια αποτροπής και εκμηδενισμού των περιπτώσεων απάτης που ενδέχεται να πλήξουν την εμπιστοσύνη και τις προσδοκίες του επενδυτικού κοινού και των αναλυτών απέναντι στην εταιρία. Είναι γεγονός ότι η λειτουργία μίας τέτοιας επιτροπής είναι υποχρεωτική για τις εισηγμένες βάσει του νομοθετικού πλαισίου για την ενίσχυση της εταιρικής διακυβέρνησης, αλλά και των κανονιστικών ρυθμίσεων που εισάγουν με διάφορες αποφάσεις οι χρηματιστηριακές και εποπτικές αρχές. Ο ρόλος της επιτροπής στην εταιρική διακυβέρνηση είναι πολύ σημαντικός και αναβαθμίζεται ακόμα περισσότερο αν η συνεργασία της με την λειτουργία του εσωτερικού ελέγχου είναι ποιοτική και περιλαμβάνει συνεχείς διαβουλεύσεις και ανταλλαγή χρήσιμου για την διαχείριση των κινδύνων πληροφοριακού υλικού. Οι αρμόδιες αρχές όμως επισημαίνουν ότι η επιτροπή εσωτερικού ελέγχου πρέπει να βρίσκεται σε συνεχή επικοινωνία με την υπηρεσία του εσωτερικού ελέγχου που διατηρεί η εταιρία.

Πιο συγκεκριμένα, ο εσωτερικός ελεγκτής πρέπει να έχει απευθείας πρόσβαση στον πρόεδρο της επιτροπής και να τον ενημερώνει για τις

τρέχουσες εκτιμήσεις των διαδικασιών διαχείρισης κινδύνου και των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου (SEC, 2003). Επίσης, ο εσωτερικός ελεγκτής πρέπει να συντάσσει ειδική αναφορά προς την επιτροπή όταν υποπέσουν στην αντίληψη του κατά την άσκηση των καθηκόντων του παράνομες συμπεριφορές και ανισορροπίες, οι οποίες συναντάνε την ανοχή του εκτελεστικού management και οι οποίες είναι πιθανόν να θέσουν σε κίνδυνο την ομαλή συνέχιση της εταιρικής δραστηριότητας. (IIA, 2005). Οι απαιτήσεις της επιτροπής από τη λειτουργία του εσωτερικού ελέγχου αφορούν κυρίως τη διασφάλιση της ανεξάρτητης και αντικειμενικής αξιολόγησης των λογιστικών μεθόδων και διαδικασιών συμπεριλαμβανομένων των λογιστικών ανακοινώσεων, ενώ και η ανάλυση κινδύνου που διενεργείται από τη λειτουργία εσωτερικού ελέγχου θα πρέπει να επικεντρώνεται στον εσωτερικό λογιστικό έλεγχο και στις λογιστικές ανακοινώσεις⁴⁷.

Για την οικοδόμηση μίας ποιοτικής σχέσης συνεργασίας ανάμεσα στους δύο αυτούς ακρογωνιαίους λίθους της εταιρικής διακυβέρνησης, εκτός από την βοήθεια που παρέχει ο εσωτερικός έλεγχος στην επιτροπή ελέγχου για την πληρέστερη εκπλήρωση των υποχρεώσεων της στο διευρυμένο πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης, απαιτείται και η αμέριστη συνεισφορά της επιτροπής στη λειτουργία του εσωτερικού ελέγχου ώστε η τελευταία να είναι πιο αποτελεσματική κατά τη διεκπεραίωση των πάσης φύσεως καθηκόντων της που επηρεάζουν την ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης. Κατ' αυτήν την έννοια, η επιτροπή θα πρέπει να εγγυάται στη λειτουργία του εσωτερικού ελέγχου ένα περιβάλλον υποστήριξης και αδιάκοπης και απεριόριστης πρόσβασης σε όλα τα έγγραφα τεκμηρίωσης και σε όσα άλλα στοιχεία απαιτούνται ώστε οι υποχρεώσεις του εσωτερικού ελέγχου που άπτονται της εταιρικής διακυβέρνησης (διαχείριση κινδύνου, διασφάλιση ελέγχου και επιβεβαίωση συμμόρφωσης) να εκπληρώνονται με αποτελεσματικό και αποδοτικό τρόπο (Gramling, Maletta, Schneider, and Church, 2004). Εκτός αυτού, η επιτροπή θα πρέπει να παρέχει στη λειτουργία του εσωτερικού ελέγχου την απαιτούμενη οργανωσιακή ανεξαρτησία ώστε οι διενεργούμενοι

⁴⁷ Institute of Internal Auditors, (2003)

έλεγχοι των εταιρικών λειτουργιών να απολαμβάνουν το μέγιστο βαθμό αντικειμενικότητας αλλά και την απεριόριστη πρόσβαση για άμεση επικοινωνία με το εκτελεστικό management και το διοικητικό συμβούλιο⁴⁸. Σ' αυτό το πλαίσιο διευκόλυνσης του έργου του εσωτερικού ελέγχου, η επιτροπή οφείλει να αξιολογεί τα αποτελέσματα των διενεργηθέντων ελέγχων αλλά και τη συνολική δυναμικότητα της λειτουργίας του εσωτερικού ελέγχου. Η αξιολόγηση αυτή λαμβάνει χώρα με την υποβολή στο διοικητικό συμβούλιο αιτιολογημένων εκθέσεων αποτελεσμάτων του ελεγκτικού έργου που ενδέχεται να περιλαμβάνει εισηγήσεις για αύξηση των απαιτούμενων κονδυλίων για τη συγκεκριμένη λειτουργία αν ο υφιστάμενος προϋπολογισμός κρίνεται ανεπαρκής, καθώς και σχέδιο ανάθεσης συγκεκριμένου τμήματος του ελεγκτικού έργου σε εξειδικευμένους εξωτερικούς συμβούλους⁴⁹. Εν κατακλείδι, για την ουσιαστική ποιοτική αναβάθμιση και ισχυροποίηση της εταιρικής διακυβέρνησης, η επιτροπή εσωτερικού ελέγχου συνίσταται να διευκολύνει και να ενθαρρύνει τη συνεργασία του εσωτερικού ελέγχου με τους εξωτερικούς ελεγκτές και το management.

5.3.2 Σχέση εσωτερικού ελέγχου με εκτελεστικό management

Το management αποτελεί παραδοσιακά τον κυριότερο φορέα διαμόρφωσης και ισχυροποίησης της εταιρικής διακυβέρνησης καθώς οι πολιτικές και οι συμπεριφορές που υιοθετεί κατά τη διαχείριση των καθημερινών υποθέσεων διοίκησης της εταιρίας προϋδεάζουν τις διάφορες ομάδες των stakeholders για το μερίδιο των δυνάμεων που θα τους κατανεμηθεί στα πλαίσια συμμετοχής τους στα εταιρικά πράγματα και προσδοκίας εκπλήρωσης των ιδιαίτερων συμφερόντων τους. Ο εσωτερικός έλεγχος από την άλλη πλευρά εξαρτάται από το management ως προς το αν η δράση του εντός της εταιρίας με τη μορφή ελέγχων σε όλο το φάσμα των εταιρικών δραστηριοτήτων θα μπορεί να χαρακτηρίζεται ως ανεξάρτητη, υπό την έννοια μη υπαγωγής του στην απόλυτη κηδεμονία του εκτελεστικού management που αποφασίζει ουσιαστικά για την τύχη της εταιρίας και χαράσσει δεσμευτικού χαρακτήρα στρατηγική για όλες τις άλλες λειτουργίες της εταιρίας (ανθρώπινοι πόροι, χρηματοοικονομική διοίκηση, προμήθειες κ.τ.λ.). Για να αποκτήσει η

⁴⁸ European Confederation of Institutes of Internal Auditing, (2005)

⁴⁹ European Confederation of Institutes of Internal Auditing, (2005)

λειτουργία του εσωτερικού ελέγχου κύρος, αναγνώριση και σεβασμό μέσα στην οργανωτική ιεραρχία της εταιρίας θα πρέπει βάσει του οργανογράμματος να αναφέρεται απευθείας στο διευθύνοντα σύμβουλο, στο πρόσωπο του οποίου συγκεντρώνονται το σύνολο των εκτελεστικών εξουσιών και ο απόλυτος έλεγχος του συστήματος λήψεως των εταιρικών αποφάσεων. Ανάμεσα στο διευθύνοντα σύμβουλο και στον επικεφαλής του εσωτερικού ελέγχου (chief audit executive) πρέπει να αναπτυχθεί μία σχέση αμοιβαίας εμπιστοσύνης ώστε να ικανοποιούνται τα συμφέροντα και των δύο πλευρών και κατ' επέκταση το συμφέρον της εταιρίας και των μετόχων που είναι άλλωστε και η βασική επιδίωξη από την εφαρμογή ορθών και χρηστών αρχών εταιρικής διακυβέρνησης.

Προς την παραπάνω κατεύθυνση, το management οφείλει να υποστηρίζει έμπρακτα την ανεξαρτησία του εσωτερικού ελέγχου εξασφαλίζοντας του σε πρώτο στάδιο τη διαθεσιμότητα και τη συνεργασία του προσωπικού της εταιρίας για ομαλότερη διευκόλυνση της διεξαγωγής των απαιτούμενων ελέγχων και μετέπειτα την απεριόριστη πρόσβαση σε κάθε είδους πληροφορικό υλικό (έγγραφα τεκμηρίωσης, βιβλία, προϋπολογισμοί, ισοζύγια κ.τ.λ.) που εμπλουτίζει και καθιστά πιο ολοκληρωμένη τη διαδικασία των ελέγχων σύμφωνα πάντα με την επαγγελματική εμπειρία και τις απαραίτητες εξειδικευμένες γνώσεις των εσωτερικών ελεγκτών. Εκτός αυτού, το management θα πρέπει να ενημερώνει τακτικά τον εσωτερικό έλεγχο αναφορικά με την πρόοδο εφαρμογής των πλάνων που σχεδιάστηκαν με βάση τις συστάσεις των εσωτερικών ελεγκτών για οργανωσιακές βελτιώσεις στους τομείς της διαχείρισης κινδύνου, των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και των άλλων διεργασιών, διαδικασιών και εσωτερικών πολιτικών του οργανισμού αλλά και να κρατά τη λειτουργία του εσωτερικού ελέγχου πληροφορημένη για σχέδια αλλαγών πρωτοβουλίας του management στους παραπάνω τομείς⁵⁰.

Το management αναμένει από τη λειτουργία του εσωτερικού ελέγχου την παροχή συμβουλών για το σχεδιασμό και την υποστήριξη των συστημάτων

⁵⁰ European Confederation of Institutes of Internal Auditing, (2005)

εσωτερικού ελέγχου αλλά και των διαδικασιών διαχείρισης κινδύνου καθώς και εμπειριστατωμένες και ανεξάρτητες εκτιμήσεις της αποτελεσματικότητας των διάφορων διεργασιών. Άρα, η σωστή αξιοποίηση του εσωτερικού ελέγχου μπορεί να αποδειχθεί ένας πολύτιμος πόρος υποστήριξης και άντλησης χρήσιμων συμβουλών για το εκτελεστικό management που βελτιώνει τα αντανεκλαστικά αντίδρασης του οργανισμού στους κινδύνους που αναδύονται στο συνεχώς μετασχηματιζόμενο επιχειρηματικό περιβάλλον και επηρεάζουν την πορεία επίτευξης των στρατηγικών στόχων με άμεσες επιπτώσεις στην ανταγωνιστικότητα της εταιρίας. Σύμφωνα με τα πρότυπα του Institute of Internal Auditors (Performance Standards 2060, 2003) η υπηρεσία του εσωτερικού ελέγχου πρέπει να υποβάλλει περιοδικά στο ανώτατο management έκθεση σχετική με τις δραστηριότητες, το σκοπό, τις αρμοδιότητες και τις επιδόσεις της σε σχέση με το πλάνο του εσωτερικού ελέγχου (internal audit plan), ενώ η σχετική έκθεση θα πρέπει να περιλαμβάνει ζητήματα κινδύνων, ελέγχων, εταιρικής διακυβέρνησης και οτιδήποτε άλλο χρειάζεται ή έχει απαιτηθεί από το management.

5.3.3 Σχέση εσωτερικού ελέγχου με εξωτερικό έλεγχο

Ο εξωτερικός έλεγχος αποτελεί ένα ακόμα κομμάτι που συνθέτει το παζλ της εταιρικής διακυβέρνησης. Η ενασχόληση του εξωτερικού ελεγκτή περιορίζεται στη διαμόρφωση γνώμης σχετικά με τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας και κατά πόσο αυτές εναρμονίζονται με τα υφιστάμενα λογιστικά πρότυπα καθώς η διακριτική ευχέρεια εφαρμογής τους από το management ενδέχεται να οδηγήσει σε παραβίαση των γενικά παραδεγμένων λογιστικών αρχών. Από την άλλη πλευρά η έννοια του εσωτερικού ελέγχου είναι πολύ ευρύτερη καθώς περιλαμβάνει τον έλεγχο όλου του φάσματος των εταιρικών λειτουργιών. Ο εξωτερικός ελεγκτής δεν διατηρεί σχέση εξαρτημένης εργασίας με την εταιρία τις οικονομικές καταστάσεις της οποίας ελέγχει, σε αντίθεση με τον εσωτερικό ελεγκτή ο οποίος είναι υπάλληλος αποκλειστικής απασχόλησης και αναμειγνύεται στα εταιρικά δρώμενα σε καθημερινή βάση οπότε και έχει πληρέστερη αντίληψη σχετικά με τις τηρούμενες από το management διαδικασίες προετοιμασίας και κατάρτισης των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων. Στην ουσία παρέχει τις ελεγκτικές του υπηρεσίες με βάση

κάποια συμφωνημένη αμοιβή και υπόκειται στις διατάξεις της κείμενης νομοθεσίας περί ελεγκτικών οργάνων των εταιριών κάθε νομικής μορφής. Στόχος της διενέργειας του εξωτερικού ελέγχου είναι η ποιότητα των οικονομικών καταστάσεων, δηλαδή του ισολογισμού και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης που σε τελική ανάλυση διαμορφώνουν το έξωθεν προφίλ αξιοπιστίας και φερεγγυότητας της εταιρίας έτσι όπως ακριβώς το αξιολογούν όλοι οι εξωτερικούς φορείς της εταιρικής διακυβέρνησης (επενδυτικοί κοινό, χρηματιστηριακοί αναλυτές), ενώ ενισχύουν τη συνεισφορά της εταιρικής διακυβέρνησης στην επίλυση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης και στην καλύτερη προάσπιση των συμφερόντων των μετόχων και των πιστωτών.

Δεν είναι τυχαίο το γεγονός, ότι τα τελευταία χρόνια οι βασικοί μέτοχοι εκδηλώνουν έντονο ενδιαφέρον αναφορικά με την πρόσληψη των πιο κατάλληλων βάσει προσόντων και επαγγελματικής εξειδίκευσης εξωτερικών ελεγκτών, καθώς από την ποιότητα του ελεγκτικού τους έργου και την συνεργασία τους με τους υπόλοιπους φορείς της εταιρικής διακυβέρνησης, όπως την επιτροπή εσωτερικού ελέγχου, διαβλέπουν μία ακόμα δυνατότητα αποτελεσματικής επόπτευσης των διαδικασιών που εφαρμόζει το management για την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων. Από την άλλη πλευρά και οι εξωτερικοί ελεγκτές για να δεχτούν την πρόταση συνεργασίας από την εταιρία-πελάτη λαμβάνουν υπόψη τους τις δομές και τις διαδικασίες διακυβέρνησης της εταιρίας δίνοντας μεγάλη έμφαση στο βαθμό ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου και κατά πόσο αυτό εποπτεύει αποτελεσματικά το management ώστε το τελευταίο να μην εφαρμόζει επιθετικές λογιστικές πρακτικές, ενώ δεύτερο ισχυρό κριτήριο για την αποδοχή της πρότασης είναι η ύπαρξη οργανωμένων συστημάτων εσωτερικού ελέγχου πάνω στα οποία μπορούν να βασιστούν για τη διεκπεραίωση του θεσμικού τους ρόλου (Cohen, Krishnamoorthy, Wright, 2004).

Η σχέση μεταξύ εσωτερικού και εξωτερικού ελεγκτή πρέπει να είναι μία σχέση συνεργασίας, αλληλοϋποστήριξης και αμοιβαίου σεβασμού διότι μέσα από μία τέτοιου είδους σχέση ισχυροποιούνται οι δομές διακυβέρνησης και ο οργανισμός είναι λιγότερο εκτεθειμένος σε ανεπιθύμητες καταστάσεις. Πρέπει

να γίνει κατανοητό, ότι επιμελής εκπλήρωση του εξωτερικού ελέγχου εξαρτάται άμεσα από την ποιότητα εργασίας που έχει επιτελεσθεί σε επίπεδο εσωτερικού ελέγχου καθώς τα αποτελέσματα του εσωτερικού ελέγχου αποτελούν πρώτη ύλη επεξεργασίας για τους εξωτερικούς ελεγκτές ώστε να συλλάβουν το νόημα των διαδικασιών κατάρτισης των οικονομικών καταστάσεων της εταιρίας αλλά και να βασίσουν τις μελλοντικές γνωμοδοτήσεις και αποφάσεις τους. Σε μερικές εκφάνσεις του χρηματοοικονομικού ελέγχου, οι εργασίες των δύο μορφών ελέγχου αναπόφευκτα συμπίπτουν και ως εκ τούτου μία καλά οργανωμένη λειτουργία εσωτερικού ελέγχου έχει την ευθύνη για τον καλύτερο συντονισμό των δραστηριοτήτων ελέγχου των δύο φορέων ώστε αφενός να μετριάζονται οι διπλές προσπάθειες με παράλληλο περιορισμό του κόστους και αφετέρου κάθε πτυχή του οργανισμού να ελέγχεται πλήρως και να μην υπάρχουν ακάλυπτες πλευρές⁵¹.

⁵¹ European Confederation of Institutes of Internal Auditing, (2005)

5.4 Βιβλιογραφία 5^{ου} κεφαλαίου

Cohen, J., Krishnamoorthy, G., Wright, A. M. (2002) Corporate Governance and the Audit Process, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 19 (4), 573-594

Cohen, J., Krishnamoorthy, G., Wright, A. M. (2004) The Corporate Governance Mosaic and Financial Reporting Quality, *Journal of Accounting Literature*, Vol. 23, 87-152

Deloitte & Touche LLP Internal Audit Professionals, Optimizing the Role of Internal Audit in the Sarbanes-Oxley Era

European Confederation of Institutes of Internal Auditing, "Internal Auditing in Europe", Position Paper, February 2005

Gramling, A. A., Maletta, M. J., Schneider, A. and Church, B. K. (2004) The role of the internal audit function in corporate governance: a synthesis of the extant internal auditing literature and directions for future research, *Journal of Accounting Literature*, Vol. 23, 194-244,

Harrington, C. (2004) Internal Audit's New Role, *Journal of Accountancy*, Vol. 198 (3)

Hermanson, D. R. and Rittenberg, L. E. (2003) Internal audit and organizational governance, Chap. In Research Opportunities in Internal Auditing, Institute of Internal Auditors Research Foundation

Institute of Internal Auditors, "Defining effectiveness", www.theiiaa.org/index.cfm?act=content.group&subcat_id=671

Institute of Internal Auditors (IIA), (2003) International Standards for the Professional Practice of Auditing

Sarbanes, P. and Oxley, M. (2002) Sarbanes-Oxley Act of 2002, Washington, DC: U.S. Congress

SEC Securities Act Release No. 48745. 2003. (November 4). www.sec.gov

Vallario, C. W. (2003) Internal Audit: Active ingredient in reform remix, *Financial Executive*, June, 26-28

Κεφάλαιο 6: Σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις στην εταιρική διακυβέρνηση

6.1 Γενικά

Η εταιρική διακυβέρνηση σύμφωνα με τον ορισμό του κώδικα Cadbury ορίζεται ως ένα σύστημα ή ένα σύνολο κανόνων βάσει του οποίου οι εταιρίες οργανώνονται και διοικούνται. Ο τρόπος με τον οποίο δομείται αυτό το σύστημα διακυβέρνησης ανά χώρα ή ήπειρο εξαρτάται από τις παραδόσεις, τις νόρμες και τις συμπεριφορές που αναπτύσσονται εντός κάθε οικονομικού ή νομικού συστήματος (Preda Report, 1999). Η σύγχρονη τάση στην εταιρική διακυβέρνηση δίνει μεγάλη έμφαση στην υπευθυνότητα της επιχείρησης απέναντι στο κοινωνικό σύνολο και τους συμμετόχους (stakeholders) στην εταιρική λειτουργία και δεν αναγνωρίζει μόνο τα συμφέροντα των μετόχων ως κεντρικό άξονα δόμησης ενός συστήματος αρχών διακυβέρνησης. Κατ' αυτόν τον τρόπο η ατζέντα της εταιρικής διακυβέρνησης περιλαμβάνει ζητήματα όπως:

- αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα των εταιρικών λειτουργιών
- έλεγχος, διαφάνεια και αξιοπιστία των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων, καθώς και γνωστοποίηση σχετικών με την πορεία της εταιρίας πληροφοριών
- συμμόρφωση με το νομοθετικό πλαίσιο και τις ρυθμιστικές διατάξεις των εποπτικών αρχών
- διαφύλαξη των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας

Ο διεθνής προβληματισμός πάνω στην εταιρική διακυβέρνηση που λαμβάνει χώρα ενεργά από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 μετουσιώνεται σε ένα συνεχώς διαμορφούμενο και αναθεωρούμενο θεσμικό πλαίσιο στην Ευρώπη και στις Η.Π.Α. Η ανησυχία για την αυξανόμενη ανάγκη νομικής και θεσμικής θωράκισης των συμφερόντων των μετόχων και των υπόλοιπων ομάδων των stakeholders που συνδέονται κατά έννομο τρόπο με τη λειτουργία της εταιρίας ήλθε ως επακόλουθο του ξεσπάσματος μιας σειράς λογιστικών και ελεγκτικών σκανδάλων και καταρρεύσεων γιγαντιαίων πολυεθνικών εταιριών με σημαντικό μερίδιο συνεισφοράς στην ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας,

στη βελτίωση του επιχειρηματικού κλίματος και στην εδραίωση της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού και της επιχειρηματικής τάξης προς τους μηχανισμούς χρηματοδότησης των διεθνών κεφαλαιαγορών. Εξάλλου οι όροι και οι πρακτικές χρηστής εταιρικής διακυβέρνησης προσελκύουν τους επενδυτές να πληρώσουν ένα premium για να αποκτήσουν δικαιώματα ψήφου σε εταιρίες που εφαρμόζουν με συνέπεια και πειθαρχία τέτοιες πρακτικές και η αποκάλυψη τέτοιων διαχειριστικών ατασθαλιών με κύριο χαρακτηριστικό τη δημιουργική και τεχνητή διόγκωση των εταιρικών κερδών, δεν μπορεί παρά να διαστρεβλώνει την ομαλή λειτουργία των αγορών και να δημιουργεί αναταράξεις και πανικό με τη μορφή μαζικών ρευστοποιήσεων μετοχικών τίτλων από τους απανταχού επενδυτές που διενεργούν στροφή τοποθέτησης των αποταμιευτικών τους κεφαλαίων προς άλλες επενδυτικές διεξόδους (ακίνητα, καταθέσεις όψεως) χαμηλότερου κινδύνου και σταθερής απόδοσης.

Το χρονοδιάγραμμα των πιο σημαντικών εξελίξεων στη διεθνή εταιρική διακυβέρνηση είναι πλούσιο και έχει ως απαρχή τις περιπτώσεις προβληματικών εταιριών όπως η Maxwell και η Polly Peck (1991) που είχαν ως αποτέλεσμα την ευαισθητοποίηση των παραγόντων της αγοράς του Ηνωμένου Βασιλείου που κορυφώθηκε με τη δημοσίευση του κώδικα βέλτιστης πρακτικής Cadbury από το όνομα του επικεφαλής της αρμόδιας επιτροπής, Sir Adrian Cadbury, που αποσκοπούσε να προτείνει λύσεις υψηλού επιπέδου ποιότητας όσον αφορά την ενημέρωση όσων εμπλέκονται στη λειτουργία των χρηματιστηριακών αγορών σε θέματα διακυβέρνησης, χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και εσωτερικής οργάνωσης των εισηγμένων, με έμφαση στις πρακτικές εποπτείας και ελέγχου των διευθυντικών συμπεριφορών από το διοικητικό συμβούλιο και στις αυξανόμενες πιέσεις αλλαγής από τους θεσμικούς επενδυτές. Τα ζητήματα όμως που αφορούν την εταιρική διακυβέρνηση αναδεικνύονται μέσα από μια δυναμική διαδικασία ζύμωσης και συνεχούς έρευνας και περισυλλογής για την βελτίωση του ποιοτικού επιπέδου διακυβέρνησης και την καλύτερη αποκωδικοποίηση των κανόνων που οριοθετούν τα πλαίσια δραστηριοποίησης των managers.

Η συνεχής προσπάθεια οδήγησε στη δημοσίευση και άλλων καθοδηγητικών αρχών βέλτιστης πρακτικής από διακεκριμένους εμπειρογνώμονες που έδωσαν το όνομα τους στους αντίστοιχους κώδικες, όπως του Greenbury (1995), Hampel (1997), Vienot (1995, 2001) ενώ υπήρξαν και πιο εξειδικευμένες επισκοπήσεις όπως του Myners (2001) για τους θεσμικούς επενδυτές και του Higgs (Higgs Review, 2003) για την αναβάθμιση του ρόλου των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου μετά τις εταιρικές αποτυχίες στις Η.Π.Α. Οι κώδικες αυτοί παρέχουν μία πρώτη τάξεως ευκαιρία στις επιχειρήσεις να στραφούν οικειοθελώς στην υιοθέτηση ορθών κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης και να ενισχύσουν την εικόνα αξιοπιστίας τους και τις δυνατότητες πρόσβασης και διεκδίκησης αξιόλογου μεριδίου από τις διεθνείς αγορές κεφαλαίου. Απαραίτητη προϋπόθεση για την ουσιαστική αλλαγή των εσωτερικών δομών διακυβέρνησης των εταιριών που θα δημιουργήσει μία προστιθέμενη αξία στις σχέσεις μετόχων και εκτελεστικής διοίκησης, δεν είναι απλά η κατά γράμμα συμμόρφωση τους προς το ισχύον θεσμικό και νομοθετικό πλαίσιο και τις καταναγκαστικού χαρακτήρα ρυθμίσεις που αυτό επιβάλλει πληρώντας κατά περίπτωση τις ελάχιστες απαιτήσεις. Κύριο μέλημα των επιχειρήσεων πρέπει να είναι η σύλληψη και η εφαρμογή του πνεύματος της εταιρικής διακυβέρνησης αναζητώντας και εμβαθύνοντας στη βούληση του προσώπου ή των πρόσωπων που είναι φορείς έμπνευσης των συγκεκριμένων εθελοντικού χαρακτήρα συστάσεων ή των νομοθετικών διατάξεων.

Στην Ελλάδα οι «Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης» υπό το συντονισμό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (CG Greece, 1999) ακολουθούν το υπόδειγμα των εθελοντικών κωδίκων βέλτιστης πρακτικής των ανεπτυγμένων οικονομιών της αγοράς της Ευρώπης και τις αρχές διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ (1999) και αποτέλεσαν βάση έμπνευσης του νόμου 3016/2002 περί εταιρικής διακυβέρνησης για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Προς την κατεύθυνση αυτή κινούνται πρόσφατα νομοθετικά ψηφίσματα του Ελληνικού Κοινοβουλίου που εισάγουν τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης και στις μη εισηγμένες Δημόσιες Επιχειρήσεις Κοινής Ωφέλειας (Δ.Ε.Κ.Ο.), με απώτερο στόχο της αύξηση της αποδοτικότητας τους και την μείωση του ύψους των

ζημιών που εμφανίζουν στις οικονομικές καταστάσεις και τροφοδοτούν το βαρύ δημοσιονομικό έλλειμμα.

Η πιο εντυπωσιακή και μεγαλύτερη για τα ιστορικά δεδομένα των Η.Π.Α. περίπτωση πτώχευσης ως συνέπεια βαθιά καταχρηστικών πρακτικών διοίκησης, ανύπαρκτης επιχειρηματικής δεοντολογίας και αναποτελεσματικών συστημάτων εσωτερικού ελέγχου αποτελεί αυτή της εταιρίας παραγωγής ενέργειας Enron (2001) που παρέσυρε στην καταστροφή χιλιάδες αποταμιευτές- συνταξιούχους που βάσιζαν το εισόδημα τους στην απόδοση της μετοχής, βύθισε τις διεθνείς κεφαλαιαγορές σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και έπληξε σε ανεπανάρθωτο βαθμό την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Τα μαθήματα εταιρικής διακυβέρνησης από την Enron, όπως και από άλλες εταιρίες, όπως η WorldCom, η Tyco και η Global Crossing είναι πολλαπλά και πάντοτε επίκαιρα σε επίπεδο λογιστικών και ελεγκτικών πρακτικών, ενώ η παντοδυναμία και αδιαφιλονίκητη τελειότητα του αμερικανικού μοντέλου εσωτερικής οργάνωσης έπαψε να θεωρείται αυτονόητη. Η απάντηση των αμερικανικών παραγόντων της αγοράς συμπεριλαμβανομένης της αμερικανικής επιτροπής κεφαλαιαγοράς (SEC) και της εκτελεστικής εξουσίας ήταν άμεση και είχε τη μορφή πολυδιάστατων νομοθετικών μεταρρυθμίσεων με κεντρικό στόχο τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας της εταιρικής διακυβέρνησης και την εξάλειψη των πιθανοτήτων επανεμφάνισης παρόμοιων φαινομένων καταχρηστικών διοικήσεων και ανήθικων και παράνομων λογιστικών και ελεγκτικών ενεργειών.

Η ρύθμιση και η θέσπιση του *Sarbanes-Oxley Act* του 2002 για τις εταιρίες των Η.Π.Α. ανοίγει ένα νέο κεφάλαιο συζητήσεων για την εταιρική διακυβέρνηση παγκοσμίως καθώς η συγκεκριμένη κίνηση προκάλεσε την ανάληψη μεταρρυθμιστικών πρωτοβουλιών και στην Ευρωπαϊκή Ένωση και ειδικότερα στο Ηνωμένο Βασίλειο προς αποφυγή γέννησης ζημιογόνων για το κοινωνικό σύνολο περιπτώσεων τύπου Enron. Παρόλα αυτά το νέο αυστηρό νομικό καθεστώς των Η.Π.Α. θέτει νέα ερωτήματα σχετικά με την αποτελεσματικότητα εφαρμογής των νέων διατάξεων στην αμερικάνικη εταιρική πραγματικότητα και με το κατά πόσο οι ασθένειες του παρελθόντος μπορούν να αντιμετωπιστούν με δραστικό τρόπο προσεγγίζοντας την ουσία

των αιτιών που οδήγησαν στην μακροσκελή σειρά λογιστικών και ελεγκτικών σκανδάλων.

Εν τω μεταξύ, το μαζικό ρεύμα ιδιωτικοποιήσεων που βρίσκεται σε εξέλιξη σε αναδυόμενες οικονομίες και σε τομείς οικονομικής δραστηριότητας παραδοσιακά κρατικά ελεγχόμενους, εγείρει νέο προβληματισμό αναφορικά με το κατάλληλο μοντέλο διακυβέρνησης και τη νέα εταιρική κουλτούρα που θα πρέπει επιβληθεί στις ιδιωτικοποιημένες εταιρίες, στις διοικήσεις και στους εργαζομένους τους αντίστοιχα ώστε η μετάβαση στη νέα εποχή του ελεύθερου ανταγωνισμού και της κυριαρχίας των θεσμικών επενδυτών στις διεθνείς αγορές να γίνει όσο δυνατόν πιο ομαλά με μοναδικό γνώμονα την αξιοποίηση των αναπτυξιακών δυνατοτήτων των νέων εταιριών. Η οικονομική κρίση στη Ρωσία και την Ανατολική Ασία έφερε στο προσκήνιο της ατζέντας των διαρθρωτικών αλλαγών για τις αναδυόμενες αγορές το ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης και της προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων. Η κρίση οδήγησε σε μια επανεκτίμηση του ασιατικού μοντέλου βιομηχανικής οργάνωσης και χρηματοδότησης που περιστρεφόταν γύρω από υψηλής συγκέντρωσης και ιεράρχησης βιομηχανικά σχήματα ελεγχόμενα από managers και μεγαλομετόχους, ενώ η ίδια διαδικασία ακολουθήθηκε και στη Ρωσία και σε άλλες οικονομίες υπό μετάβαση ώστε να ισχυροποιηθεί η μέχρι πρότινος αδύναμη προστασία των μικρομετόχων⁵².

Το κεφάλαιο αυτό ακτινογραφεί τις σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις στο πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης έτσι όπως αυτές κλιμακώνονται από απόψεως σπουδαιότητας από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 δίνοντας τη δέουσα προσοχή στους πιο σημαντικούς σταθμούς που συνοδεύονται από την ανάληψη διαρθρωτικών ενεργειών μείζονος σημασίας για τη διαμόρφωση του σχετικού θεσμικού πλαισίου. Κεντρικό ρόλο στη δομή της ανάλυσης του κεφαλαίου διαδραματίζει το σκάνδαλο της Enron και όλες οι διδακτικές προεκτάσεις του που αγγίζουν την επιστήμη και τις αρχές της διοίκησης των επιχειρήσεων και δημιουργούν μια νέα βάση ηθικής σκέψης σχετικά με την επιβεβλημένη επιχειρηματική δεοντολογία και σύνεση. Έπειτα επιχειρείται μια

⁵² Becht, Bolton and Röel (2002)

σύνομη επισκόπηση των κύριων παραμέτρων του Sarbanes-Oxley Act (2002) για το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και του αντίκτυπου που είχε στην εταιρική πραγματικότητα των Η.Π.Α. και αν μπορεί η νομοθετική αυτή πρωτοβουλία να σταθεί ικανή για τη βελτίωση των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και την πρόληψη μιας νέας περίπτωσης Enron.

Στη συνέχεια, δίνεται η εικόνα της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση και το εύλογο ενδιαφέρον που αναδύεται σε όλους τους κοινοτικούς παράγοντες και στα κράτη μέλη, κάτι το οποίο αποτυπώνεται στην πληθώρα των κωδίκων βέλτιστης πρακτικής μετά την υιοθέτηση του κοινού νομίσματος και τη δραματική μείωση του κόστους των διασυνοριακών συναλλαγών και της κίνησης κεφαλαίων εντός των κοινοτικών συνόρων. Οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις ωθούμενες από την ανάπτυξη της τεχνολογίας, το άκρως εξειδικευμένο και ποιοτικό εργατικό δυναμικό και το ευνοϊκό νομισματικό περιβάλλον αναζητούν τρόπους επέκτασης των δραστηριοτήτων τους και ενίσχυσης της θέσης τους στην κοινοτική αγορά προϊόντων και υπηρεσιών μέσω στρατηγικών συγχωνεύσεων γεγονός που αναδεικνύει την ανάγκη για τη θέσπιση ενός ενιαίου κώδικα βέλτιστης πρακτικής που θα θέτει και τις βάσεις για την ενοποίηση των ευρωπαϊκών κεφαλαιακών αγορών.

6.2 Η περίπτωση της Enron

Το σκάνδαλο της Enron έχει πολλούς ηθικούς αυτουργούς που μεσολάβησαν ώστε η εθνική οικονομία των Η.Π.Α. και οι διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές να βιώσουν μια ζοφερή πραγματικότητα που από κάθε άποψη θα μπορούσε να είχε αποφευχθεί αν δεν επενεργούσαν οι δυνάμεις του καιροσκοπισμού, της ηθικής αταξίας και των ψευδών προσδοκιών. Η Enron γιγαντώθηκε μέσα σε ελάχιστα χρόνια εμπλεκόμενη σε τομείς δραστηριότητας και σε αγορές μεγάλου επιχειρηματικού κινδύνου, όπως είναι η αγορά ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου. Αλλά και το ίδιο το μοντέλο στρατηγικής και ανάπτυξης της εταιρίας ήταν πολύπλοκο και εξαιρετικά ριψοκίνδυνο καθώς η εταιρία λειτουργούσε ως μεσάζων μεταξύ προμηθευτών και καταναλωτών και βασιζόταν σε συμφωνίες που προέβλεπαν μακροπρόθεσμα προκαθορισμένες τιμές χωρίς όμως να σημαίνει ότι η σύναψη των συμφωνιών αυτών

συνεπάγεται πραγματική αύξηση των εσόδων καθώς το χρονικό σημείο πραγματοποίησης και αναγνώρισης των εσόδων δεν είναι πάντα ξεκάθαρο. Με βάση το παραπάνω λογιστικό τέχνασμα, γινόταν πρόωρη αναγνώριση των εσόδων και αυξανόντουσαν τα δημοσιευμένα ενοποιημένα κέρδη ώστε η εταιρεία να φαίνεται χρηματοοικονομικά αξιόπιστη. Για να προστατευτεί από την έκθεση σε διακυμάνσεις των τιμών αγοράς και να εξασφαλίσει την τήρηση των συμβολαίων χρησιμοποίησε χρηματοοικονομικά παράγωγα (εργαλεία αντιστάθμισης κινδύνου), όπως swaps και προθεσμιακά συμβόλαια και ίδρυε τις λεγόμενες εταιρίες ειδικού σκοπού (special purpose entities)⁵³ ώστε να εφαρμόσει την βάσει εισηγήσεων της συμβουλευτικής εταιρίας McKinsey επεκτατική στρατηγική light-asset strategy. Όμως η αδυναμία της να παράγει αρκετές ταμειακές εισροές από τις λειτουργικές της δραστηριότητες και η είσοδος νέων ανταγωνιστών στην αγορά ενέργειας άρχισαν να αμφισβητούν την πρωτοκαθεδρία της Enron στο συγκεκριμένο κλάδο.

Τα ερωτήματα που κατά καιρούς είδαν το φως της δημοσιότητας και συγκέντρωσαν τη χλεύη των χρηματιστηριακών αναλυτών, είχαν να κάνουν με τις μακροπρόθεσμες προοπτικές βιωσιμότητας της εταιρίας και τη δυνατότητα της να δημιουργήσει σε τόσο σύντομο χρονικό διάστημα συγκριτικό πλεονέκτημα σε αγορές, παρεμφερών σε σχέση με την κύρια εξειδίκευση της ενεργειακών στοιχείων, στις οποίες η διαχείριση του κινδύνου ήταν κάτι άγνωστο για αυτήν ενώ και οι τεχνολογικές της δυνατότητες για την λειτουργία, για παράδειγμα μεγάλων σταθμών παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας έναντι των σαφώς πιο έμπειρων ανταγωνιστών ήταν εξαιρετικά περιορισμένες. Τα ίδια ερωτήματα συνόδευσαν και την ταχύτατη διαφοροποίηση των δραστηριοτήτων της σε αγορές εκτός των Η.Π.Α., όπως η Ινδία και η Κίνα, που δεν είχαν παρόμοια εμπειρία υποδοχής τόσο μεγάλων ξένων άμεσων επενδύσεων και δίχως αμφιβολία εξέθεταν την Enron σε έναν πρωτόγνωρο πολιτικό κίνδυνο με τον οποίο ήταν πιο εξοικειωμένοι οι ανταγωνιστές που θα εισέρχονταν μεταγενέστερα στις αναδυόμενες αγορές⁵⁴.

⁵³ Healy, P. M. and Palepu K. G. (2003)

⁵⁴ Healy, P. M. and Palepu K. G. (2003)

Δυστυχώς, η συνδυασμένη δράση και συγχρόνως αδράνεια πολλών θεσμικών και μη παραγόντων, συντέλεσε στο να επέλθει η θεαματική πτώχευση μίας εταιρίας, η μετοχής της οποία στα τέλη του 2000 διαμορφωνόταν στα επίπεδα των 83 δολαρίων σημειώνοντας αύξηση 56% και 87% τη διετία 1999-2000, τιμές πολλαπλάσιες σε σχέση με το σχετικά υποτονικό ρυθμό ανάπτυξης του δείκτη των εταιριών Standard & Poor's 500 (20% και -10% για τα δύο έτη) και με κεφαλαιοποίηση που υπερέβαινε τα 60 δις. δολάρια και έχοντας στην κατοχή της μια σειρά από τίτλους επιχειρηματικών διακρίσεων ως η πιο επιτυχημένη και καινοτομική επιχείρηση των Η.Π.Α. στις αρχές της νέας χιλιετίας. Επιπρόσθετα, οι προσδοκίες για τις μελλοντικές προοπτικές διατυπώνονταν από τους διεθνείς χρηματοοικονομικούς οίκους ως κάτι παραπάνω από ευοίωνες δημιουργώντας το πλέον πρόσφορο έδαφος τοποθέτησης αποταμιευτικών κεφαλαίων για χιλιάδες μικροεπενδυτές και τους πλέον περίβλεπτους θεσμικούς επενδυτές που έφθασαν να απαρτίζουν άνω του 50% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας, ανάμεσα εξ αυτών το California Public Employees' Retirement System, το TIAA-CREF Investment Management και το Morgan Stanley Investment Management.

Οι καταγεγραμμένες από έμπειρους αναλυτές του χρηματιστηρίου προβλέψεις δημιουργούσαν ένα αναπάντεχο κλίμα ευφορίας στις τάξεις των υψηλόβαθμων εκτελεστικών στελεχών σε βαθμό που να επιδιώκεται αποκλειστικά από το management η επίτευξη των προβλεπόμενων λογιστικών μεγεθών και η παρουσίαση τους μέσω των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων χωρίς όμως αντίστοιχα οι ακολουθούμενες λογιστικές και ελεγκτικές διαδικασίες να εγγυώνται αξιόπιστη και διαφανή χρηματοοικονομική πληροφόρηση για τους μετόχους, τους εργαζομένους και τις άλλες ομάδες των stakeholders. Όπως θα δούμε και στη συνέχεια της ανάλυσης, τα προβλήματα εταιρικής διακυβέρνησης και η συνολική ανεπάρκεια και αναποτελεσματικότητα του σχεδιασμού των ελεγκτικών μηχανισμών της επέτρεψαν στο management να οικοδομήσει ένα δικό του μηχανισμό οχύρωσης ώστε να δρα και να αποφασίζει ανεξέλεγκτα τοποθετώντας την εξυπηρέτηση βραχυπρόθεσμων οφελών σε βάρος της μακροπρόθεσμης βιωσιμότητας και κερδοφορίας της επιχείρησης

αναδεικνύοντας σιωπηρά τις ευκαιριακές συμπεριφορές και πρακτικές ως αναδυόμενη εταιρική κουλτούρα. Η πώση της Enron εξετάζεται στην παρούσα εργασία σε τρεις διαφορετικές διαστάσεις, η σύνθεση των οποίων δίνει κάποιες επιμέρους απαντήσεις για την κατάρρευση της εταιρίας:

- Λογιστικές ατασθαλίες και εταιρίες ειδικού σκοπού
- Εσωτερικός και εξωτερικός έλεγχος
- Προβλήματα αντιπροσώπευσης και διευθυντικός καιροσκοπισμός

6.2.1 Λογιστικές ατασθαλίες και εταιρίες ειδικού σκοπού

Η απόδοση των πεπραγμένων του management αποτυπώνεται στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, μέσα από τις οποίες διάφορες ομάδες χρηστών μεταξύ των οποίων τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, το επενδυτικό κοινό και οι μέτοχοι έχουν την ευκαιρία να αξιολογήσουν θετικά ή αρνητικά την χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρίας, να εκτιμήσουν τον πιστωτικό κίνδυνο δηλαδή την πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων των πιστούχων και να διαμορφώσουν μια αντίληψη για τις μελλοντικές προοπτικές ανάπτυξης της εταιρίας. Με άλλα λόγια, η παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων και η εμπειριστατωμένη και όχι επιφανειακή διερεύνηση τους καθώς και η ανίχνευση όλων των αναγκαίων πληροφοριών που αφορούν συναλλαγές που δεν συμπεριλήφθηκαν σε αυτές, αποτελεί ένα επιπλέον εργαλείο για τους εντολείς-μετόχους να αξιολογήσουν την απόδοση αλλά και την καταλληλότητα των εντολοδόχων-managers.

Τι γίνεται όμως όταν οι οικονομικές καταστάσεις δεν αντικατοπτρίζουν την πραγματική οικονομική κατάσταση της εταιρίας και εμφανίζουν αναληθή στοιχεία όπως π.χ. τεχνικώς διογκωμένα εταιρικά κέρδη και απόκρυψη σημαντικών στοιχείων κόστους και υποχρεώσεων, παραπλανώντας τις ενδιαφερόμενες ομάδες χρηστών οδηγώντας τους σε διαμόρφωση ψευδών αντιλήψεων και απόψεων και λήψη λανθασμένων επενδυτικών ή χρηματοδοτικών αποφάσεων; Η περιγραφή αυτή αρμόζει στην περίπτωση της Enron και των άλλων εταιρικών αποτυχιών, όπως της Global Crossing, της Tyco, της WorldCom κ.α. που οφείλουν την τραγική κατάληξη τους στη διαστρέβλωση της πραγματικής οικονομικής τους κατάστασης μέσω των

οικονομικών καταστάσεων, η οποία αν και δεν έγινε έγκαιρα αντιληπτή από τις ενδιαφερόμενες ομάδες χρηστών, δεν μπορούσε να συνεχιστεί επ' αόριστο προς όφελος των βραχυχρόνιων κερδοσκοπικών, διευθυντικών επιδιώξεων και εις βάρος του γενικού εταιρικού συμφέροντος που περικλείει τα συμφέροντα των μετόχων και των εργαζόμενων.

Τα ανώτατα εκτελεστικά στελέχη της Enron εκμεταλλεύτηκαν στο έπακρο την παρεχόμενη από τα λογιστικά πρότυπα ευελιξία και τις κατά περίπτωση αυθαίρετες και γενικής φύσεως απαιτήσεις τους, κάνοντας στην ουσία κατάχρηση της δυνατότητας επιλογών ανάμεσα σε διάφορες μεθόδους και τεχνικές για την παρουσίαση των οικονομικών της αποτελεσμάτων⁵⁵. Ένα από τα λογιστικά τεχνάσματα που χρησιμοποιήθηκαν ευρέως ήταν, όπως προαναφέραμε, η ίδρυση εταιριών ειδικού σκοπού (special purpose entities) η οποία ήταν αποδεκτή από τις λογιστικές αρχές των GAAP. Η ίδρυση τους αποσκοπούσε στην επίτευξη των λογιστικών στόχων της εταιρίας, καθώς μεταβιβάζοντας σε αυτές δραστηριότητες υψηλού χρηματοοικονομικού κινδύνου, οι οποίες εν τέλει δεν περιλαμβάνονταν στο ισολογισμό της ιδρύουσας εταιρίας (Off-Balance-Sheet Activities), δηλαδή της Enron και υπέκρυπταν από τις οικονομικές της καταστάσεις σημαντικά κόστη και υποχρεώσεις, ενώ αντίστοιχα παρουσιαζόταν παραπλανητικά βελτιωμένη ρευστότητα και υψηλότερα των πραγματικών καθαρά κέρδη. Για παράδειγμα μεταβιβάζονταν στις εταιρίες ειδικού σκοπού από τη Enron πάγια μειωμένης αξίας, ώστε να μειώνονται τα έξοδα αποσβέσεως από τις λογιστικές καταστάσεις και να αυξάνονται τα κέρδη ενώ παράλληλα η ιδρύουσα εταιρία επιτύγχανε μείωση του εμφανιζόμενου κινδύνου από την πώληση τέτοιων χαμηλής αξίας παγίων. Στη συνέχεια η εταιρία ειδικού σκοπού δανειζόταν μεγάλες ποσότητες χρήματος ώστε να χρηματοδοτήσει την αγορά των παγίων, χωρίς το χρέος να αποτελεί στοιχείο του ισολογισμού της ιδρύουσας εταιρίας. Εκτός αυτού η εταιρία ειδικού σκοπού δεν μπορούσε να κατηγοριοποιηθεί ως θυγατρική (δηλαδή τα περιουσιακά της στοιχεία και τα αποτελέσματα των λειτουργιών της να περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες καταστάσεις της ιδρύουσας εταιρίας), καθώς σύμφωνα με τις αρχές του

⁵⁵ Πάστρα, Π. , Οικονομικός Ταχυδρόμος, 1/3/2003, σελ. 70

Συμβουλίου Προτύπων Χρηματοοικονομικής Λογιστικής (Financial Accounting Standards Board) μόλις το 3% της εταιρίας ανήκε σε εξωτερικούς επενδυτές.

Με αυτές τις μεθόδους μετακύλισης του κινδύνου στις εταιρίες ειδικού σκοπού, η Enron βελτίωνε συνεχώς την πιστοληπτική της ικανότητα και ήταν σε θέση να προσελκύσει το επενδυτικό ενδιαφέρον αντλώντας τα απαιτούμενα κεφάλαια⁵⁶. Ο επιχειρηματικός συνεργάτης των εταιριών ειδικού σκοπού που άνηκε στην ανώτατη διοίκηση της ιδρύουσας εταιρίας, αποζημιωνόταν με επιπλέον μετοχές της Enron καθώς η αξία των παγίων υποβαθμιζόταν διαρκώς. Η προστασία της Enron έπαψε να υφίσταται όταν οι μετοχές της άρχιζαν να πέφτουν και οι 900 περίπου εταιρίες ειδικού σκοπού δεν μπορούσαν πλέον να ελαφρύνουν την Enron από το δυσβάσταχτο, ύστερα από σωρεία λογιστικών ατασθαλιών, χρηματοοικονομικό κίνδυνο με αποτέλεσμα να δημιουργηθεί αναμενόμενο έλλειμμα κατανόησης και δικαιολόγησης των εταιρικών κερδών καθώς και των επιχειρηματικών σκοπών από την ίδρυση των εταιριών ειδικού σκοπού. Η απότομη αλλαγή συμπεριφοράς και αντίληψης των παραγόντων της αγοράς προς την ποιότητα και την αξιοπιστία των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων ήταν αναπόφευκτη.

6.2.2 Εσωτερικός και εξωτερικός έλεγχος

Η προστασία των ενδιαφερόμενων ομάδων χρηστών των οικονομικών καταστάσεων από τυχόν δημοσίευση παραπλανητικών στοιχείων που ενδέχεται να πλήξουν τα συμφέροντα των stakeholders διασφαλίζεται από τους ορκωτούς ελεγκτές. Το έργο που καλούνται να διεκπεραιώσουν οι ορκωτοί ελεγκτές με απaráμιλλη αντικειμενικότητα, ανεξαρτησία και ανυπάκουη σε οποιαδήποτε μορφή εξωτερικής παρέμβασης ή ασκήσεως πίεσης, είναι να ελέγχουν ότι οι οικονομικές καταστάσεις ικανοποιούν πλήρως τις απαιτήσεις των παραδεγμένων λογιστικών αρχών και απεικονίζουν την αληθινή οικονομική κατάσταση της εταιρίας και να εντοπίζουν τυχόν ατασθαλίες ακούσιες ή εκούσιες⁵⁷. Η επιμελής επιτέλεση των καθηκόντων των εξωτερικών ελεγκτών εκτός από τη δημιουργία σημαντικής προστιθέμενης

⁵⁶ Arnold, B. and de Lange P. (2004)

⁵⁷ Πάστρα, Π. , Οικονομικός Ταχυδρόμος, 1/3/2003, σελ. 71

αξίας στις εταιρικές λειτουργίες και αύξηση της αποδοτικότητας τους, συμβάλλει στην αναβάθμιση της ποιότητας διακυβέρνησης της εταιρίας και στην ελαχιστοποίηση του κόστους αντιπροσώπευσης καθώς ο εξωτερικός έλεγχος πρεσβεύει έναν ακόμα ανεξάρτητο μηχανισμό εποπτείας των οικονομικών δραστηριοτήτων και συναλλαγών που διενεργεί το management, παρέχοντας προστασία των συμφερόντων των ιδιοκτητών που αντιμετωπίζουν αυξημένη ασύμμετρη πληροφόρηση λόγω της μη ενεργούς εμπλοκής τους στην άσκηση καθημερινής διοίκησης της εταιρίας. Η συνεισφορά του εξωτερικού ελέγχου στην κατοχύρωση της διαφάνειας και της αξιοπιστίας των οικονομικών καταστάσεων είναι αποφασιστικής σημασίας για την εύρυθμη λειτουργία των αγορών κεφαλαίου, καθώς οι συμμετέχοντες σε αυτές κατευθύνονται προς τη λήψη ορθών επενδυτικών αποφάσεων και η ποιότητα κατανομής των πόρων ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας αναβαθμίζεται⁵⁸.

Στην περίπτωση της Enron αποδείχθηκε περίτρανα ότι η ελεγκτική εταιρία Andersen που είχε αναλάβει τον έλεγχο της εταιρίας δεν ανταποκρίθηκε αποτελεσματικά στην αποκρυπτογράφηση και αποσαφήνιση των πολύπλοκου πλέγματος λογιστικών μεθόδων που χρησιμοποιούσε η εταιρία ώστε να κατασκευάζει αναληθή οικονομικά αποτελέσματα εις βάρος των συμφερόντων των μετόχων. Αυτό το οποίο εξετάζεται στην περίπτωση της Enron είναι αν τα αντικρουόμενα κίνητρα ή το έλλειμμα επαγγελματικής πείρας και κατάλληλης εκπαίδευσης οδήγησε τους ορκωτούς ελεγκτές της Andersen να εφαρμόσουν χαλαρές ελεγκτικές διαδικασίες και να μη αξιολογήσουν έγκαιρα και αντικειμενικά τη χρηματοοικονομική πολυπλοκότητα των συναλλαγών που ήταν σχεδιασμένες καθαρά για εξυπηρέτηση λογιστικών και όχι επιχειρηματικών στόχων και να παραβλέψουν τις ανορθόδοξες και επιθετικές λογιστικές πρακτικές που εφαρμόζε η εταιρία⁵⁹. Τα αντικρουόμενα κίνητρα πηγάζουν από τις διττού χαρακτήρα υπηρεσίες που παρείχε η Andersen στην Enron έναντι υπέρογκων αμοιβών, καθώς εκτός από τις ελεγκτικές παρείχε και συμβουλευτικές υπηρεσίες αυξάνοντας κατά αυτόν τον τρόπο τα κόστη αντιπροσώπευσης με παράλληλη μείωση της

⁵⁸ Sridharan, U. V., Caines, W. R., McMillan J. and Summers S. (2002)

⁵⁹ Healy, P. M. and Palepu K. G. (2003)

αντικειμενικότητας των κρίσεων των ορκωτών λογιστών. Μάλιστα η Andersen κέρδιζε περισσότερα χρήματα από τις συμβουλευτικές υπηρεσίες που παρείχε στην Enron παρά από το κύριο ρόλο της ως εξωτερικός και ανεξάρτητος ελεγκτής της ίδιας εταιρίας.

Εξίσου σημαντικό στοιχείο που αλλοίωσε την αντικειμενικότητα των εξωτερικών ελέγχων ήταν το γεγονός ότι στελέχη της Enron που υπηρετούσαν ως εσωτερικοί λογιστές ή ανώτατα στελέχη της διεύθυνσης χρηματοοικονομικών θεμάτων είχαν διατελέσει στο παρελθόν στελέχη της Andersen. Υποστηρίζεται μάλιστα ότι η Andersen εφοδίασε το management της Enron με όλες τις απαραίτητες τεχνικής και νομικής φύσεως συμβουλές για την ίδρυση και λειτουργία των εταιριών ειδικού σκοπού και οργάνωσε όλες εκείνες τις συναλλαγές μεταξύ της Enron και των εταιριών ειδικού σκοπού μέσω των οποίων θα γινόταν η απόκρυψη σημαντικών στοιχείων κόστους και του υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου που διέτρεχε η εταιρία και που θα έπρεπε, βάσει του επαγγελματικού τους καθήκοντος, να ανιχνεύσουν και να αποκαλύψουν οι ορκωτοί λογιστές της Andersen⁶⁰ προασπίζοντας τα συμφέροντα των μετόχων και αυξάνοντας τη σύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των τελευταίων και του management της εταιρίας.

6.2.3 Προβλήματα αντιπροσώπευσης και διευθυντικός καιροσκοπισμός

Η κατάρρευση της Enron έχει χαρακτηριστεί από πολλά πρόσφατα ευρήματα της διεθνούς βιβλιογραφίας ως η μεγαλύτερη αποτυχία της εταιρικής διακυβέρνησης να επιβάλλει αποτελεσματικούς μηχανισμούς εποπτείας των δραστηριοτήτων του management και γέννησε την ανάγκη για μια ευρείας έκτασης νομοθετική αλλαγή στην εταιρική πραγματικότητα των Η.Π.Α. και στις υποχρεώσεις συμμόρφωσης των εισηγμένων πολυμετοχικών εταιριών, όσον αφορά τη διασφάλιση της ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου και των μη εκτελεστικών μελών αλλά και την ριζική αναδιάρθρωση του τοπίου εταιρικής διακυβέρνησης και εκτός αμερικανικών συνόρων. Η παταγώδης αποτυχία της Enron δεν μπορεί να εντοπιστεί αποκλειστικά στις συγκρούσεις

⁶⁰ Arnold, B. and de Lange P. (2004)

συμφερόντων και στην αδυναμία υπερβάσεως τους αλλά σε ευρύτερα αίτια που αφορούν τους περιορισμούς πληροφόρησης και ανάληψης αποφασιστικής και σωτήριας σημασίας διορθωτικής δράσης από πλευράς του δεκαπενταμελούς διοικητικού συμβουλίου της. Εξάλλου, δεν μπορεί να σταθεί ο ισχυρισμός ότι έγινε φανερή κάποια σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των ανώτατων εκτελεστικών στελεχών της εταιρίας και της διάσπαρτης μετοχικής βάσης και πιο συγκεκριμένα των πολυάριθμων θεσμικών επενδυτών και των fund managers, ούτε διαπιστώθηκε κάτι αντίστοιχο και για την περίπτωση των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου.

Η ευθύνη του διοικητικού συμβουλίου συνίσταται στην αποτυχία ακριβούς εκτίμησης και θεώρησης της πολιτικής κινδύνου που αντιμετώπιζε η εταιρία και του ρόλου που διαδραμάτιζαν οι εταιρίες ειδικού σκοπού στη διενέργεια συναλλαγών που εξυπηρετούσαν τη στρατηγική light-asset strategy αλλά και της ιδιαίτερα πολύπλοκης χρηματοοικονομικής δομής. Εκτός αυτού τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου δεν προέβλεψαν εκ των προτέρων διαδικασίες αναζήτησης της κατάλληλης πληροφόρησης για την εκτίμηση του επιχειρηματικού κινδύνου στον οποίο ήταν εκτεθειμένη η εταιρία και υπ' ευθύνη τους δεν οργάνωσαν και επέβλεψαν τη λειτουργία ενός αποτελεσματικού συστήματος εσωτερικού ελέγχου που αποτελεί άλλωστε μια από τις θεμελιώδεις αρμοδιότητες ενός διοικητικού συμβουλίου⁶¹.

Το πιο απλό παράδειγμα ελλιπούς ή παραπλανητικής πληροφόρησης των μελών αποτελούσε η δράση ανώτατων εκτελεστικών στελεχών της Enron, όπως του διευθυντή χρηματοοικονομικών θεμάτων (Chief Financial Officer), στις εταιρίες ειδικού σκοπού, οι υπέρογκες απολαβές που αποσπούσαν νομίμως από αυτές τους τις δραστηριότητες και το γεγονός ότι δεν αποτέλεσαν ουδέποτε κάποιο σημείο αναφοράς για περαιτέρω διερεύνηση του ζητήματος⁶². Σε αυτή την κωλυσιεργία του διοικητικού συμβουλίου προστίθεται και ο εφησυχασμός των μελών του για τα υπεραυξημένα κέρδη και την γενικότερη ευημερία που παρουσίαζαν τα λογιστικά μεγέθη της εταιρίας δίχως να γεννιούνται στους κόλπους του συμβουλίου αμφιβολίες ή

⁶¹ Deakin, S. and Konzelmann S. J. (2004)

⁶² Deakin, S. and Konzelmann S. J. (2004)

ερωτηματικά αναφορικά με τη νομιμότητα δεκάδων ύποπτων συναλλαγών που οδήγησαν στη δημιουργία εικονικών οικονομικών δεδομένων και εκ των υστέρων στην πτώχευση της εταιρίας, γεγονός που υποδεικνυε εμμέσως πλην σαφώς την ανυπαρξία ενός υγιούς συστήματος επικοινωνίας του συμβουλίου με τα υπόλοιπα διοικητικά επίπεδα της εταιρίας.

Τα προβλήματα επικοινωνίας του διοικητικού συμβουλίου γίνονται εμφανέστερα αν λάβει κανείς υπόψη την έλλειψη υποτυπώδους εποπτείας του προγραμματισμού ανθρωπίνων πόρων και των σχεδίων απολύσεων που περιελάμβανε για τα στελέχη που δεν συμβιβάζονταν με τις ανάρμοστες ηθικά και νομικά λογιστικές πρακτικές του management και αξιολογούνταν με χαμηλές βαθμολογίες σύμφωνα με τη διαμορφωμένη κλίμακα αξιολόγησης του προσωπικού που ήταν βασισμένη στις εξής τέσσερις αξίες: Σεβασμός, Ακεραιότητα, Επικοινωνία και Τελειότητα. Αντίθετα, επιβραβεύονταν με παχιά πακέτα αμοιβών και πρόσθετων παροχών οι εργαζόμενοι που με τη συμπεριφορά τους διευκόλυναν και ήταν συμμετοχοί, με την απαιτούμενη μυστικότητα στις αμφιβόλου νομιμότητας δραστηριότητες των εταιριών ειδικού σκοπού και στις ύποπτες συναλλαγές που εξέθεταν την εταιρία σε μεγάλο χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Στην ουσία, δηλαδή η αξιολόγηση των εργαζομένων είχε ως βασικό άξονα τη συμβολή τους στην παραγωγή κερδών.

Στο τομέα των αμοιβών των εκτελεστικών στελεχών, τα stock options συγκροτούσαν το μεγαλύτερο μέρος τους αλλά η φιλοσοφία σχεδιασμού του όλου προγράμματος αμοιβών και κινήτρων απείχε συστηματικά από τους αντικειμενικούς σκοπούς των μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης, δηλαδή της μείωσης των συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ managers και μετόχων επενδυτών. Έχοντας αναλύσει σε προηγούμενο κεφάλαιο την χρησιμότητα των συγκεκριμένων προγραμμάτων και τα οφέλη που αποκομίζουν οι εταιρίες από τη χρήση τους, αρκεί να επισημάνουμε ότι η Επγον χρησιμοποίησε το συγκεκριμένο εργαλείο σε βαθμό που να υπερβαίνει τα όρια της κατάχρησης και να λειτουργεί ως ανασταλτικός παράγοντας για τη ανάληψη δράσεων που θα συντελέσουν στη δημιουργία μακροχρόνιας αξίας για τους μετόχους. Στις 31 Δεκεμβρίου 2000, η εταιρία είχε 96 εκατομμύρια μετοχές σε σχέδια stock options τα οποία μπορούσαν να ασκηθούν σε

βραχυχρόνια βάση. Ο σχεδιασμός αυτός λειτούργησε με τη μορφή ισχυρών κινήτρων για το διευθύνοντα σύμβουλο και τους γενικούς διευθυντές ώστε να αναζητήσουν θεμιτούς αλλά κυρίως αθέμιτους και αδιαφανείς τρόπους βραχυχρόνιας εκτίναξης της τιμής της μετοχής και δημιουργίας άριστων αλλά πρόσκαιρων εντυπώσεων στους κύκλους του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης και τρανής επιβεβαίωσης και των πλέον αισιόδοξων προβλέψεων των πεπειραμένων οικονομικών αναλυτών αναφορικά με τις τάσεις κερδοφορίας και ρευστότητας της εταιρίας.

6.3 Επισκόπηση του Sarbanes-Oxley Act (2002)

Η Sarbanes-Oxley Act (*Corporate Accountability Act*) αποτελεί αδιαμφισβήτητο το πιο σημαντικό νομοθέτημα που έχει θεσπιστεί στις Ηνωμένες Πολιτείες, στο χώρο του δικαίου των χρηματαγορών και του δικαίου των εταιρειών από το 1932, χρονιά ίδρυσης της Securities and Exchange Commission (SEC). Ψηφίστηκε σχεδόν ομόφωνα από το Κογκρέσο και την Αμερικανική Γερουσία στις 25 Ιουλίου 2002, υπό τη σκιά ενός εξαιρετικά βαρέως κλίματος, λόγω ιδίως της κατάρρευσης των εταιριών Enron και Worldcom. Η Sarbanes-Oxley Act αποτέλεσε και εξακολουθεί να αποτελεί αντικείμενο συζητήσεων και διαξιφισμών, ενώ επιπροσθέτως, πολλές από τις διατάξεις της θεωρήθηκαν και κατακρίθηκαν ως «υπερβολικής αυστηρότητας», ενώ παράλληλα δεν έλειψαν και εκείνοι, που χαρακτήρισαν τις νέες ρυθμίσεις που εισάγει ως «ακραίες». Από την άλλη πλευρά, η Sarbanes-Oxley Act αποτέλεσε την αφορμή για την έναρξη μιας μακράς συζήτησης σχετικά με την εφαρμογή της αμερικανικής νομοθεσίας εκτός συνόρων Η.Π.Α., δεδομένου ότι το πεδίο εφαρμογής της καλύπτει όλες τις εταιρείες, οι οποίες είναι καταγεγραμμένες στη SEC. Αυτό σημαίνει ότι οποιαδήποτε εταιρία, σε οποιοδήποτε άλλο κράτος και αν εδρεύει και από οποιοδήποτε εθνικό δίκαιο και αν διέπεται (κατά βάσει ανάλογα με την καταστατική της έδρα), εφόσον έχει μετοχές εισηγμένες μόνο ή και στην αμερικανική χρηματαγορά, ανεξαρτήτως «εθνικότητας», διέπεται από το δίκαιο που θεσπίζει η Sarbanes-Oxley Act (Για παράδειγμα, ελληνικές εταιρίες εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και άρα διεπόμενες και από

τις διατάξεις της Sarbanes-Oxley Act, είναι η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος και ο ΟΤΕ).

Η Sarbanes-Oxley Act έχει σαν βασική φιλοσοφία και ως πρωταρχικό σκοπό της να επαναφέρει και να επανεγκαθιδρύσει την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού στις χρηματαγορές, εμπιστοσύνη που κλονίστηκε σε τεράστιο, αν όχι σε ανεπανόρθωτο, βαθμό από τις σκανδαλώδεις καταρρεύσεις εταιρειών κολοσσών του αμερικανικού χρηματιστηρίου, με πρώτη ασφαλώς την εταιρία Enron. Και ο σκοπός αυτός είναι διάχυτος στη συντριπτική πλειοψηφία των διατάξεών της. Οι σημαντικότερες ρυθμίσεις της Sarbanes-Oxley Act αφορούν την πιστοποίηση των λογαριασμών- καταστάσεων από τον Chief Executive Officer και τον οικονομικό διευθυντή, την σύνταξη κώδικα ηθικής, τις συναλλαγές που αφορούν τις μετοχές της εταιρείας και την επιτροπή εσωτερικού ελέγχου (audit committee).

Σύμφωνα με την section 906 της Sarbanes-Oxley Act, ο Διευθύνων Σύμβουλος (CEO) και οι οικονομικοί διευθυντές υποχρεούνται να πιστοποιούν την ειλικρίνεια των καταστάσεων με τα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας. Αυτό σημαίνει ειδικότερα ότι τα πρόσωπα αυτά θα πρέπει να βεβαιώνουν ότι οι καταστάσεις και τα οικονομικά στοιχεία που παρουσιάζουν έχουν καταρτιστεί σε πλήρη συμφωνία με την νομοθεσία του αμερικανικού χρηματιστηρίου και ότι επιπλέον, οι ως άνω καταστάσεις απεικονίζουν με κάθε ειλικρίνεια την οικονομική κατάσταση της εταιρείας εν γένει και τα επιμέρους οικονομικά στοιχεία αυτής. Αξίζει να σημειωθεί ότι κατά την εν λόγω διάταξη, η δέσμευση των διευθυντών, όσον αφορά την ειλικρίνεια και την αλήθεια των στοιχείων που παρουσιάζονται από την εταιρεία, θα πρέπει να εμφανίζεται στο πάνω μέρος των καταστάσεων, ούτως ώστε να είναι εύκολα ορατή. Σε περίπτωση παράβασης της υποχρέωσης αυτής, δηλαδή σε περίπτωση που τα ως άνω πρόσωπα, εν γνώσει τους και ηθελημένα παρουσιάσουν στο επενδυτικό κοινό πληροφορίες που δεν ανταποκρίνονται στην πραγματική οικονομική κατάσταση της εταιρείας, η Sarbanes-Oxley Act απειλεί τους παραβάτες με ποινή φυλάκισης έως είκοσι χρόνια.

Κατά κύριο λόγο λοιπόν, επικεντρωμένη στην έννοια της διαφάνειας μέσω της όσο το δυνατόν ειλικρινέστερης και πληρέστερης πληροφόρησης των επενδυτών σχετικά με την οικονομική κατάσταση των εισηγμένων εταιρειών, την οποία ανάγει σε βασικό όρο για την επανεγκαθίδρυση της κλονισμένης εμπιστοσύνης στις χρηματαγορές (και δεδομένου ότι το «αμερικανικό corporate governance» θεωρεί ως βασική προτεραιότητα του την εξασφάλιση της διαφάνειας σε σχέση κυρίως με την απόφαση του «μελλοντικού» μετόχου μιας εταιρείας να επενδύσει σε αυτήν (investment decision)– επομένως ο τελευταίος επιβάλλεται να γνωρίζει τα πάντα για την εταιρεία, της οποίας μετοχές προτίθεται να αγοράσει – σε σχέση με το corporate governance των χωρών της ηπειρωτικής Ευρώπης που τάσσει ως πρωταρχική μέριμνα την προστασία των ήδη μετόχων της εταιρείας), η Sarbanes-Oxley Act, στη section 302, επιβάλλει και ορισμένες πρόσθετες πιστοποιήσεις, τις οποίες οφείλουν να πραγματοποιούν οι διευθυντές. Ειδικότερα, θα πρέπει αυτοί να βεβαιώνουν ότι έχουν εξετάσει τις ετήσιες και εξαμηνιαίες καταστάσεις, ότι αυτές δεν περιέχουν αντιφατικά στοιχεία, ότι κανένα σημαντικό γεγονός δεν έχει αποσιωπηθεί καθώς και ότι δεν υπάρχει σε αυτές καμία πληροφορία που θα μπορούσε να παραπλανήσει το επενδυτικό κοινό. Επιπλέον, σχετικά με το επίμαχο θέμα του εσωτερικού ελέγχου, θα πρέπει τα παραπάνω στελέχη της εταιρείας, μεταξύ άλλων, να βεβαιώνουν ότι είναι υπεύθυνα για την εγκαθίδρυση των μηχανισμών και τη λειτουργία των εσωτερικών ελέγχων, ότι έχουν προβεί στην αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας του εσωτερικού ελέγχου, και μάλιστα τουλάχιστον 90 μέρες πριν την κατάρτιση των καταστάσεων, και ότι έχουν ενσωματώσει στις καταστάσεις αυτές τα συμπεράσματά τους πάνω στην αποτελεσματικότητα του συστήματος εσωτερικού ελέγχου. Τέλος, θα πρέπει οι καταστάσεις να ενημερώνουν τους επενδυτές σχετικά με οποιαδήποτε σημαντική αλλαγή, κυρίως διορθωτική και βελτιωτική, στα συστήματα του εσωτερικού ελέγχου.

Εν συνεχεία, η section 406 της Sarbanes-Oxley Act απαιτεί από την SEC να υιοθετήσει κανόνες, οι οποίοι να υποχρεώνουν τις εταιρείες που είναι καταγεγραμμένες σε αυτή να ενημερώνουν σχετικά με το αν έχουν προβεί σε σύνταξη κώδικα ηθικής εφαρμοζόμενο στα μέλη της διοίκησης και σε αρνητική περίπτωση, να εκθέτουν τους λόγους για τους οποίους ο κώδικας ηθικής δεν

έχει καταρτιστεί και υιοθετηθεί. Αδιαμφισβήτητα όμως, ιδιαίτερης σημασίας και βαρύτητας είναι οι διατάξεις εκείνες οι οποίες αφορούν την επιτροπή εσωτερικού ελέγχου. Οι διατάξεις αυτές ρυθμίζουν ζητήματα τόσο σχετικά με τη σύνθεσή της, όσο και σχετικά με τη λειτουργία της. Η Sarbanes-Oxley Act καθιστά πλέον υποχρεωτική την ύπαρξη της επιτροπής εσωτερικού ελέγχου, η οποία πρέπει να αποτελείται από ανεξάρτητα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου (board of directors). Είναι επιφορτισμένη και υπεύθυνη για τις προσλήψεις, τις αμοιβές και την επίβλεψη των ελεγκτών της εταιρίας (auditors). Είναι επίσης αρμόδια για την επεξεργασία των παραπόνων και των καταγγελιών που αφορούν τα λογιστικά στοιχεία.

Αξίζει τέλος να σημειωθεί ότι η Sarbanes-Oxley Act προβλέπει τη σύσταση και δύο νέων ελεγκτικών αρχών: ένα οργανισμό ελέγχου των ορκωτών λογιστών, ο οποίος επιφορτίζεται με την ειδική αποστολή να επιβλέπει την τήρηση της αρχής της αποκλειστικότητας ως προς την πιστοποίηση των λογαριασμών (αφού απαγορεύεται στους ορκωτούς ελεγκτές να παρέχουν και συμβουλευτικές υπηρεσίες στην ίδια εταιρεία, της οποίας ελέγχουν τους λογαριασμούς) και την Public Company Accounting Oversight Board, η οποία έχει ως κύρια αποστολή να πλαισιώσει το επάγγελμα του ελεγκτή (auditor), και η οποία βρίσκεται, σύμφωνα με τις σχετικές διατάξεις, υπό τον άμεσο έλεγχο της SEC.

6.4 Οι εξελίξεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση

Η αποτυχία της Enron και οι τρανταχτές αδυναμίες του συστήματος χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και εταιρικής διακυβέρνησης των Η.Π.Α. που ήρθαν στην επιφάνεια προκάλεσαν το άνοιγμα ενός πολύπλευρου διαλόγου που κορυφώθηκε με τη θέσπιση του Sarbanes-Oxley Act, μια νομοθετική πρωτοβουλία που έθετε νέα βάση προβληματισμού στην Ευρώπη και στα θεσμικά της όργανα όσον αφορά την πρόληψη ανάλογων δυσμενών εξελίξεων με ανυπολόγιστες συνέπειες για το προφίλ οικονομικής και νομισματικής σταθερότητας της νέας υπερεθνικής οντότητας, το καθεστώς ελεύθερης κίνησης των παραγωγικών συντελεστών εντός των συνόρων της και το υπάρχον πλαίσιο λειτουργίας και εκσυγχρονισμού της εσωτερικής

αγοράς βάσει του Σχεδίου Δράσης για τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες (FSAP) που εκδόθηκε το 1999 από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Οι στόχοι της Επιτροπής από την ανάληψη διαρθρωτικών μέτρων σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης βάσει του σχεδίου δράσης για την εταιρική διακυβέρνηση (Μάιος, 2003), ήταν η ενίσχυση των δικαιωμάτων των μετόχων, η ενίσχυση της προστασίας των εργαζομένων και των πιστωτών, η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των Ευρωπαϊκών επιχειρήσεων, καθώς επίσης και η αύξηση της εμπιστοσύνης του κοινού προς τις χρηματαγορές.

Η πρόσφατη περίπτωση της Parmalat δεν μπορεί να απομονωθεί από τις διεθνείς εξελίξεις και να θεωρηθεί μία καθαρά ιταλική υπόθεση. Βέβαια η φύση και τα αίτια των ευρωπαϊκών σκανδάλων διαφέρουν από τα αντίστοιχα των εταιρικών σκανδάλων που είδαν το φως της δημοσιότητας στην άλλη άκρη του Ατλαντικού. Η τεχνική διόγκωση των κερδών ή αλλιώς earnings management είναι η πιο πιθανή αιτία εκδήλωσης σκανδάλου λόγω της διάσπαρτης μετοχικής σύνθεσης, ενώ σε οικονομίες με συγκεντρωμένες ιδιοκτησίες, όπως αυτές της Ευρωπαϊκής Ένωσης πλην του Ηνωμένου Βασιλείου, η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των εχόντων τον έλεγχο μετόχων και των μετόχων μειοψηφίας αποτελεί το κύριο πρόβλημα που προσπαθούν να αντιμετωπίσουν τα προγράμματα δράσης της Επιτροπής με σκοπό την πρόληψη φαινόμενων απαλλοτρίωσης των ιδιωτικών δικαιωμάτων ελέγχου και την περαιτέρω ενίσχυση των δικαιωμάτων των μετόχων στο εσωτερικό της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Η συζήτηση γύρω από την εταιρική διακυβέρνηση στην Ευρώπη είναι σχετικά πρόσφατη τόσο σε εθνικό επίπεδο όσο και σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η ανάγκη αναβάθμισης της ποιότητας των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης αναγνωρίζεται πλέον από όλα τα κράτη μέλη ως αποφασιστικός παράγοντας οικονομικής ανάπτυξης, ανταγωνιστικότητας και διαφανούς λειτουργίας των εισηγμένων εταιριών. Τα εταιρικά σκάνδαλα και οι συνέπειες του αναποτελεσματικού εταιρικού management δεν αποτελούν την μοναδική αιτία του αυξημένου ενδιαφέροντος για το ζήτημα αυτό. Η παγκοσμιοποίηση των αγορών είναι σε εξέλιξη, οι πιέσεις του ανταγωνιστικού περιβάλλοντος διογκώνονται και η ενιαία ευρωπαϊκή αγορά των 25 πλέον

κρατών μελών αποτελεί αντιπροσωπευτικό παράδειγμα αυτής της εξελικτικής διαδικασίας. Η σταδιακή εξαφάνιση των εθνικών συνόρων αποτελεί μια πρωτόγνωρη πραγματικότητα και η ανάγκη εναρμόνισης των νομοθετικών πλαισίων των κρατών μελών και σε επίπεδο δικαίου εταιριών είναι επιτακτική για τη διευκόλυνση των διασυνοριακών συναλλαγών και την αποτελεσματικότερη υλοποίηση της νέας εσωτερικής αγοράς μέσω της αναβάθμισης του ποιοτικού επιπέδου οργάνωσης και διακυβέρνησης των μεγάλων εταιριών που εξυπηρετούν τοπικές ανάγκες. Επιπλέον ερείσματα για την - σε πανευρωπαϊκή κλίμακα - ευαισθητοποίηση στο ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης είναι ο αμερικανικός προέλευσης ακτιβισμός των θεσμικών επενδυτών και οι πιέσεις που ασκούν για καλύτερη διακυβέρνηση, το αυξανόμενο ρεύμα ιδιωτικοποιήσεων, η δραματική αύξηση των εξαγορών και συγχωνεύσεων μεταξύ μεγάλων ευρωπαϊκών επιχειρήσεων, η αύξηση του ρυθμού εισαγωγών εταιριών στα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια αλλά και σε αμερικάνικες χρηματιστηριακές αγορές, εξελίξεις που επιταχύνουν τη διαδικασία σύγκλισης με το αγγλοσαξονικό μοντέλο και την κυριαρχία των μηχανισμών της αγοράς για τον έλεγχο των εταιριών.

Βέβαια για κάποια συστήματα διακυβέρνησης, όπως της Ελβετίας, της Σουηδίας και της Μεγάλης Βρετανίας η σύγκλιση με το αγγλοσαξονικό σύστημα είναι πιο κοντά σε σχέση με άλλα, όπως της Γερμανίας, της Γαλλίας και της Ιταλίας, γεγονός που υποδεικνύει ότι μια ενιαία κατηγοριοποίηση των πρακτικών των ευρωπαϊκών οικονομιών δεν είναι εφικτή καθώς οι διαφορές ανάμεσα τους, όσον αφορά τη σημασία της χρηματιστηριακής αγοράς σε κάθε οικονομία, την αγορά για εταιρικό έλεγχο, τη συγκέντρωση της ιδιοκτησίας και τα δικαιώματα των μετόχων είναι εμφανείς και προβάλλουν την ανάγκη για τη δημιουργία των προϋποθέσεων για την σταδιακή επικράτηση ενός ενιαίου πανευρωπαϊκού κανονιστικού πλαισίου θεμάτων διακυβέρνησης που θα επιταχύνει πρωτίστως τη διαδικασία σύγκλισης των συστημάτων διακυβέρνησης και εντός της Ευρωπαϊκής Ηπείρου. Σύμφωνα με τον Lannoo, οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης διαφέρουν ανάμεσα στα διάφορα κράτη μέλη, γεγονός που μπορεί να εξηγηθεί από τις διαφοροποιήσεις που σημειώνονται στην ιδιοκτησιακή δομή και στις οικονομικές και κοινωνικές παραδόσεις.

Σύμφωνα πάντα με τον Lannoo (1999), πρέπει να επέλθουν όλες οι απαραίτητες βελτιώσεις στις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης και να αναπτυχθεί ένας ενιαίος Ευρωπαϊκός Κώδικας Βέλτιστης Πρακτικής Εταιρικής Διακυβέρνησης κατά το πρότυπο των παγκόσμιων αρχών εταιρικής διακυβέρνησης που έχουν εκδοθεί από τον ΟΟΣΑ και μπορούν να αποτελέσουν σημαντική καθοδηγητική γραμμή για τους ασκούντες την εκτελεστική και νομοθετική εξουσία στην ανάπτυξη του κατάλληλου νομικού και ρυθμιστικού πλαισίου που θα αντικατοπτρίζει τις ιδιαίτερες κάθε φορά νομικές, κοινωνικές και οικονομικές συνθήκες χωρίς όμως η γενικότητα των αρχών να εγγυάται απόλυτη σύγκλιση εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η ανάγκη για την ανάπτυξη του ενιαίου ευρωπαϊκού πλαισίου απορρέει από την ύπαρξη μιας κοινής αγοράς, κοινού νομίσματος και ενιαίου νομικού πλαισίου. Από την άλλη πλευρά διατυπώνεται η άποψη ότι η αύξηση της αποτελεσματικότητας των εταιριών πρέπει να υποστηριχθεί με όρους κοινωνικούς.

Η παγκοσμιοποίηση των χρηματοοικονομικών αγορών και η αυξανόμενη δύναμη των θεσμικών επενδυτών τείνουν να προσαρμόσουν το πνεύμα των βέλτιστων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης σε άμεση συμφωνία με τις αρχές μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων, δηλαδή με τις αρχές του αγγλοσαξονικού μοντέλου προς το οποίο θα πρέπει να επιδιώκεται η σύγκλιση. Σύμφωνα με τον Rebérioux (2002), η μείωση όμως της κοινωνικής υπευθυνότητας της εταιρίας και η αποκλειστική προσήλωση στα συμφέροντα των μετόχων ενδέχεται να έχει αμφίβολα αποτελέσματα και να διαβρώσει το όραμα της εταιρίας. Σε αυτό το αναλυτικό πλαίσιο η σύγκλιση αυτή δεν είναι αναπόφευκτη και οι αλλαγές των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης δεν αποτελούν συνώνυμο μιας διαδικασίας σύγκλισης προς ένα άριστα σχεδιασμένο σύστημα⁶³. Αντίθετα, ο Rebérioux είναι υπέρ του να αναπτυχθεί μία νέα Ευρωπαϊκή Κοινωνική Ατζέντα με έμφαση στις αρχές εκδημοκρατισμού εντός του εργασιακού περιβάλλοντος στο πλαίσιο μίας νέας οικονομίας βασισμένης στη γνώση.

⁶³ Rebérioux, A. (2002)

Και ενώ ένα πλήθος μέτρων έχουν θεσπιστεί για την ίδρυση της ενιαίας εσωτερικής αγοράς και την εφαρμογή κοινής νομισματικής πολιτικής, υποδηλώνοντας τη διάθεση των κρατών μελών να προβούν σε γενναία εκχώρηση άλλοτε εθνικών αρμοδιοτήτων σε υπερεθνικό επίπεδο, η εταιρική διακυβέρνηση συνεχίζει να είναι αποκεντρωμένη σε εθνική κλίμακα και να αντανακλά τις παραδόσεις και την ιδιαίτερη κουλτούρα κάθε κράτους μέλους. Οι διαφοροποιήσεις στις πρακτικές διακυβέρνησης είναι αποτέλεσμα των επιμέρους νομικών διαφορών των κρατών μελών και η πρόοδος της εναρμόνισης των εθνικών νομοθεσιών πάνω στο συγκεκριμένο ζήτημα είναι εξαιρετικά περιορισμένη σε σχέση με την αντίστοιχη πρόοδο σε άλλους τομείς κοινοτικού ενδιαφέροντος, ενώ μια σειρά κοινοτικών οδηγιών πάνω στην εταιρική διακυβέρνηση έχουν μπλοκαριστεί εδώ και πολλά χρόνια με την προσπάθεια εκμοντερνισμού του ευρωπαϊκού δικαίου των εταιριών και ενίσχυσης της εταιρικής διακυβέρνησης να έχει ξεκινήσει από τη δεκαετία του 1970⁶⁴.

Ένα βήμα πρόοδου εναρμόνισης του δικαίου των εταιριών είναι ο κανονισμός 2157/2001 της συνόδου της Νίκαιας το 2000, που θεσμοθετεί οριστικά την Ευρωπαϊκή Ανώνυμη Εταιρία, ένα ενιαίο νομικό πλαίσιο εταιρικής οργάνωσης για τις επιχειρήσεις που ασκούν εμπορική δραστηριότητα εντός της κοινότητας. Ο κανονισμός έρχεται να επιταχύνει τη διαδικασία υλοποίησης της εσωτερικής αγοράς και τη συνακόλουθη βελτίωση της οικονομικής και κοινωνικής κατάστασης στο σύνολο της κοινότητας επιτρέποντας στις επιχειρήσεις των κρατών μελών να πραγματοποιήσουν διασυνοριακές συγχωνεύσεις και να μεταφέρουν την έδρα τους σε άλλο κράτος μέλος χωρίς προηγουμένως να διαλυθούν και να συσταθούν εκ νέου. Η αυξημένη κινητικότητα των νομικών προσώπων συντείνει στη δημιουργία πανίσχυρων οικονομικών ομίλων με ευέλικτες δομές εσωτερικής οργάνωσης και απαλλαγμένες από τα νομικά εμπόδια του παρελθόντος με μοναδικό κριτήριο την ενίσχυση της θέσης τους στη παγκόσμια ανταγωνιστική αγορά. Η θέσπιση της Ευρωπαϊκής Εταιρίας έχει πολλά πλεονεκτήματα με το κυριότερο ότι θα

⁶⁴ Lannoo, (1999)

υπάγεται σε ένα ενιαίο σύνολο αρχών και θα δίνεται η δυνατότητα υιοθέτησης ενός μοναδικού συστήματος διαχείρισης αντί να χρειάζεται η συμμόρφωση σε κάθε διαφορετική νομοθεσία, όπου βρίσκονται οι θυγατρικές της με μείωση των διοικητικών και νομικών εξόδων κατά 30 εκ. ευρώ κατ' έτος⁶⁵. Επίσης οι επιχειρήσεις θα έχουν την ευκαιρία να αναλαμβάνουν την αναδιοργάνωση των δραστηριοτήτων τους σε κοινοτικό επίπεδο.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επιλήφθηκε του ζητήματος της εταιρικής διακυβέρνησης σχετικά πρόσφατα (2002) αναθέτοντας τη συγκριτική μελέτη των εκδοθέντων εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης κωδίκων εταιρικής διακυβέρνησης στη νομική εταιρία Weil, Gotshal and Manges (WGM, 2002). Η μελέτη αναγνώρισε την έκδοση 35 κωδίκων ανάμεσα στα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης των 15 (πίνακας 6.1). Παρόλα αυτά, παρατηρείται ανισοκατανομή των κωδίκων ανάμεσα στα κράτη με το Ηνωμένο Βασίλειο να έχει εκδώσει 11 κώδικες, το Βέλγιο 4, η Γαλλία, η Γερμανία και η Ολλανδία από τρεις, η Ελλάδα, η Φιλανδία και η Δανία από δύο και τα υπόλοιπα κράτη από έναν με την Αυστρία και το Λουξεμβούργο να είναι τα μόνα κράτη μέλη που δεν έχουν εκδώσει κανένα κώδικα.

Πίνακας 6.1 Αναγνωρισμένοι Κώδικες Εταιρικής Διακυβέρνησης στις χώρες μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης των 15	
Χώρα	Κώδικας
Βέλγιο	<ul style="list-style-type: none"> • Recommendations of the Federation of Belgian Companies (1/1998) • Recommendations of the Belgian Banking & Finance Commission (1/1998) • Cardon Report (12/1998) • The Director's Charter (1/2000)
Γαλλία	<ul style="list-style-type: none"> • Viénot I Report (7/1995) • Hellebuyck Commission Recommendations (6/1998) • Viénot II Report (7/1999)
Γερμανία	<ul style="list-style-type: none"> • Berlin Initiative Code (June 2000) • German Panel Rules (July 2000) • Cromme Commission Code (draft, December 2001)
Δανία	<ul style="list-style-type: none"> • Danish Shareholders Association Guidelines (February 2000)

⁶⁵ Rebérioux, A. (2002)

	<ul style="list-style-type: none"> • Nørby Report & Recommendations (December 2001)
Ελλάδα	<ul style="list-style-type: none"> • Mertzanis Report (10/1999) • Federation of Greek Industries Principles (8/ 2001)
Ηνωμένο Βασίλειο	<ul style="list-style-type: none"> • Institute of Chartered Secretaries & Administrators Code (2/1991) • Institutional Shareholders Committee Statement of Best Practice (4/1991) • Cadbury Report (12/1992) • PIRC Shareholder Voting Guidelines (4/1994) • Greenbury Report (7/1995) • Hermes Statement (3/1997) • Hampel Report (1/1998) • Combined Code (7/1998) • Turnbull Report (9/1999) • NAPF Corporate Governance Code (6/2000) • AUTIF Code (1/2001)
Ιρλανδία	<ul style="list-style-type: none"> • IAIM Guidelines (March 1999)
Ισπανία	<ul style="list-style-type: none"> • Olivencia Report (February 1998)
Ιταλία	<ul style="list-style-type: none"> • Preda Report (October 1999)
Ολλανδία	<ul style="list-style-type: none"> • Peters Report (6/1997) • VEB Recommendations (1997) • SCGOP Handbook & Guidelines (8/2001)
Πορτογαλία	<ul style="list-style-type: none"> • Securities Market Commission Recommendations (11/1999)
Σουηδία	<ul style="list-style-type: none"> • Swedish Shareholders Association Policy (11/1999)
Φιλανδία	<ul style="list-style-type: none"> • Chamber of Commerce/Confederation of Finnish Industry & Employers Code (2/ 1997) • Ministry of Trade & Industry Guidelines (11/ 2000)
Πηγή: Weil, Gotshal and Manges (2002), Comparative study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States I-V, Holly, J. Gregory, Brussels	

Την έκδοση των παραπάνω κωδίκων έχουν αναλάβει διάφοροι οργανισμοί και επιτροπές μεταξύ των οποίων κυβερνήσεις, επιτροπές που έχουν συσταθεί από την κυβέρνηση του κράτους μέλους, ενώσεις διευθυντικών στελεχών, εποπτικές αρχές χρηματιστηριακών αγορών, ακαδημαϊκές ενώσεις, εργοδοτικές και βιομηχανικές ενώσεις, επιμελητήρια και διάφορων μορφών επενδυτικοί οργανισμοί. Η νομική βάση και οι μηχανισμοί συμμόρφωσης των διαφόρων κωδίκων διαφέρουν. Οι περισσότεροι εξ' αυτών ενθαρρύνουν την εθελοντική συμμόρφωση με τις πιο ουσιώδεις συστάσεις που εμπεριέχουν, ενώ άλλοι εγκαθιδρύουν ένα πλαίσιο υποχρεωτικής ενημέρωσης σε θέματα διακυβέρνησης που θα περικλείει εξηγήσεις για τους λόγους απόκλισης από

τις προτεινόμενες συστάσεις. Ένας από τους κώδικες παρέχει συμβουλές για τη συμμόρφωση με το παραπάνω πλαίσιο (Turnbull). Οι κώδικες που έχουν εκδοθεί από επενδυτικούς φορείς επικεντρώνονται στο να θέσουν τα κριτήρια διακυβέρνησης που θα προσμετρηθούν για τη διαμόρφωση του μετοχικού τους χαρτοφυλακίου και της επενδυτικής τους πολιτικής συμπεριλαμβάνοντας θέματα, όπως τα δικαιώματα ψήφου των μετόχων και το βαθμό προστασίας των δικαιωμάτων τους. Τέλος, δύο κώδικες ενεργούν συμβουλευτικά σχετικά με τις αμοιβές των εκτελεστικών στελεχών.

Ο πιο κοινός αντικειμενικός σκοπός των κωδίκων που αποτελούν προϊόν έκδοσης επιχειρηματικών φορέων είναι η ποιοτική αναβάθμιση του εποπτικού ρόλου που ασκεί το διοικητικό συμβούλιο, ενώ οι κώδικες που έχουν εκδοθεί με τη συμβολή επενδυτικών φορέων θέτουν ως κύριους στόχους τη βελτίωση της υπευθυνότητας των εταιριών απέναντι στους μετόχους, την υιοθέτηση δράσεων και συμπεριφορών που είναι συμβατές με την ενίσχυση της μακροχρόνιας αξίας των μετόχων και τη βελτίωση της εταιρικής απόδοσης. Αντίθετα, οι κυβερνητικές οργανώσεις μέσα από τις συστάσεις που εμπιρεύονται στους δικούς τους κώδικες αποβλέπουν στην αύξηση των δυνατοτήτων των εταιριών για ευκολότερη πρόσβαση στα διατιθέμενα επενδυτικά κεφάλαια των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών (Πίνακας 6.2).

Πίνακας 6.2 Αντικειμενικοί στόχοι των Κωδίκων Εταιρικής Διακυβέρνησης ανά κράτος-μέλος		
Εκδοτικός Αρχή	Κώδικας	Αντικειμενικός στόχος
Κυβερνητική αρχή	Recommendations of the Belgian Banking & Finance Commission (Βέλγιο)	Βελτίωση ποιότητας παρεχόμενης ενημέρωσης σε θέματα διακυβέρνησης στις χρηματιστηριακές αγορές
	Securities Market Commission Recommendations (Νοέμβριος 1999) (Πορτογαλία)	Βελτίωση εταιρικής απόδοσης και ανταγωνιστικότητας και πρόσβασης σε κεφάλαια
	Ministry of Trade & Industry Guidelines (Νοέμβριος 2000) (Φινλανδία)	Βελτίωση εταιρικής απόδοσης και ανταγωνιστικότητας και πρόσβασης σε κεφάλαια
Επιτροπή συστημένη από την Κυβέρνηση	Olivencia Report (Φεβρουάριος 1998) (Ισπανία)	Βελτίωση εταιρικής απόδοσης και ανταγωνιστικότητας και πρόσβασης σε κεφάλαια
	Mertzanis Report (Οκτώβριος 1999) (Ελλάδα)	Βελτίωση εταιρικής απόδοσης και ανταγωνιστικότητας και

		πρόσβασης σε κεφάλαια
	Nørby Report & Recommendations (Δεκέμβριος 2001) (Δανία)	Βελτίωση εταιρικής απόδοσης και ανταγωνιστικότητας και πρόσβασης σε κεφάλαια
	Cromme Commission Code (draft, Δεκέμβριος 2001) (Γερμανία)	Βελτίωση εταιρικής απόδοσης και ανταγωνιστικότητας και πρόσβασης σε κεφάλαια
Επιτροπή σχετιζόμενη με χρηματιστηριακή αγορά	Cardon Report (Δεκέμβριος, 1998) (Βέλγιο)	Βελτίωση εταιρικής απόδοσης και ανταγωνιστικότητας και πρόσβασης σε κεφάλαια
	Predda Report (Οκτώβριος, 1999) (Ιταλία)	Βελτίωση εταιρικής απόδοσης και ανταγωνιστικότητας και πρόσβασης σε κεφάλαια, βελτίωση παρεχόμενη πληροφόρησης σε θέματα διακυβέρνησης
Επιτροπή σχετιζόμενη με χρηματιστηριακή αγορά σε συνεργασία με κάποιον επιχειρηματικό φορέα	Cadbury Report (Δεκέμβριος, 1992) (Ηνωμένο Βασίλειο)	Βελτίωση της ποιότητας της εποπτικής θέσης του διοικητικού συμβουλίου και παρεχόμενης πληροφόρησης στις αγορές
	Peters Report (Ιούνιος, 1997) (Ολλανδία)	Βελτίωση της ποιότητας της εποπτικής θέσης του διοικητικού συμβουλίου
	Hampel Report (Ιανουάριος, 1998) (Ηνωμένο Βασίλειο)	Βελτίωση της ποιότητας της εποπτικής θέσης του διοικητικού συμβουλίου και παρεχόμενης πληροφόρησης στις αγορές
	Combined Code (Ιούλιος, 1998) (Ηνωμένο Βασίλειο)	Βελτίωση της ποιότητας της εποπτικής θέσης του διοικητικού συμβουλίου και παρεχόμενης πληροφόρησης στις αγορές
	Turnbull Report (Σεπτέμβριος, 1999) (Ηνωμένο Βασίλειο)	Βελτίωση της ποιότητας της εποπτικής θέσης του διοικητικού συμβουλίου
Επιχειρηματικός φορέας ή ακαδημαϊκή ένωση	Institute of Chartered Secretaries & Administrators Code (Φεβρουάριος, 1991) (Ηνωμένο Βασίλειο)	Βελτίωση της ποιότητας της εποπτικής θέσης του διοικητικού συμβουλίου
	Viénot I Report (Ιούλιος, 1995) (Γαλλία)	Βελτίωση της ποιότητας της εποπτικής θέσης του διοικητικού συμβουλίου
	Greenbury Report (Ιούλιος, 1995) (Ηνωμένο Βασίλειο)	Βελτίωση της ποιότητας της εποπτικής θέσης του διοικητικού συμβουλίου και παρεχόμενης πληροφόρησης στις αγορές
	Chamber of Commerce/Confederation of Finnish Industry & Employers Code (Φεβρουάριος, 1997) (Φινλανδία)	Βελτίωση της ποιότητας της εποπτικής θέσης του διοικητικού συμβουλίου
	Recommendations of the Federation of Belgian Companies (Ιανουάριος, 1998) (Βέλγιο)	Βελτίωση εταιρικής απόδοσης και ανταγωνιστικότητας και πρόσβασης σε κεφάλαια
	Viénot II Report (Ιούλιος 1999) (Γαλλία)	Βελτίωση της ποιότητας της εποπτικής θέσης του

		διοικητικού συμβουλίου
	Berlin Initiative Code (Ιούνιος, 2000) (Γερμανία)	Βελτίωση της ποιότητας της εποπτικής θέσης του διοικητικού συμβουλίου
	German Panel Rules (Ιουνίος, 2000) (Γερμανία)	Βελτίωση της ποιότητας της εποπτικής θέσης του διοικητικού συμβουλίου και αύξηση της υπευθυνότητας στους μετόχους/ αύξηση του πλούτου των μετόχων
	Federation of Greek Industries Principles (Αύγουστος, 2001) (Ελλάδα)	Βελτίωση εταιρικής απόδοσης και ανταγωνιστικότητας και πρόσβασης σε κεφάλαια
Επιτροπή διευθυντικών στελεχών	The Director's Charter (Ιανουάριος, 2000) (Βέλγιο)	Βελτίωση της ποιότητας της εποπτικής θέσης του διοικητικού συμβουλίου
Επιτροπές επενδυτών	Institutional Shareholders Committee Statement of Best Practice (Απρίλιος, 1991) (Ηνωμένο Βασίλειο)	Βελτίωση της ποιότητας της εποπτικής θέσης του διοικητικού συμβουλίου
	VEB Recommendations (1997) (Ολλανδία)	Αύξηση της υπευθυνότητας στους μετόχους/ αύξηση του πλούτου των μετόχων
	Hellebuyck Commission Recommendations (Ιούνιος, 1998; Ανανεώθηκε Οκτώβριος, 2001) (Γαλλία)	Αύξηση της υπευθυνότητας στους μετόχους/ αύξηση του πλούτου των μετόχων
	IAIM Guidelines (Μάρτιος, 1999) (Ιρλανδία)	Βελτίωση της ποιότητας της εποπτικής θέσης του διοικητικού συμβουλίου
	Swedish Shareholders Association Policy (Νοέμβριος, 1999) (Σουηδία)	Αύξηση της υπευθυνότητας στους μετόχους/ αύξηση του πλούτου των μετόχων
	Danish Shareholders Association Guidelines (Φεβρουάριος, 2000) (Δανία)	Αύξηση της υπευθυνότητας στους μετόχους/ αύξηση του πλούτου των μετόχων
	NAPF Corporate Governance Code (Ιούνιος, 2000) (Ηνωμένο Βασίλειο)	Αύξηση της υπευθυνότητας στους μετόχους/ αύξηση του πλούτου των μετόχων
	AUTIF Code (Ιανουάριος, 2001) (Ηνωμένο Βασίλειο)	Αύξηση της υπευθυνότητας στους μετόχους/ αύξηση του πλούτου των μετόχων
	SCGOP Handbook & Guidelines (Αύγουστος, 2001) (Ολλανδία)	Αύξηση της υπευθυνότητας στους μετόχους/ αύξηση του πλούτου των μετόχων
Σύμβουλοι επενδυτών	PIRC Shareholder Voting Guidelines (Απρίλιος 1994; Ανανεώθηκε Μάρτιος, 2001) (U.K.)	Αύξηση της υπευθυνότητας στους μετόχους/ αύξηση του πλούτου των μετόχων
Επενδυτές σε συνεργασία με διάφορα επενδυτικά σχήματα	Hermes Statement (Μάρτιος, 1997, Ανανεώθηκε Ιανουάριος, 2001) (Ηνωμένο Βασίλειο)	Αύξηση της υπευθυνότητας στους μετόχους/ αύξηση του πλούτου των μετόχων
Πηγή: Weil, Gotshal and Manges (2002), Comparative study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States I-V, Holly, J. Gregory, Brussels		

Η συγκριτική έρευνα καταλήγει ότι οι σημαντικότερες διαφορές των πρακτικών διακυβέρνησης των εταιριών που δραστηριοποιούνται στα κράτη μέλη πηγάζουν από τις αντίστοιχες διαφορές του εταιρικού δικαίου και της νομοθεσίας για τις κινητές αξίες που ισχύουν σε αυτά και όχι από τις συστάσεις των κωδίκων και τις κατευθυντήριες γραμμές που αυτοί προσφέρουν, καθώς οι ομοιότητες ανάμεσα στους διάφορους κώδικες είναι αξιοπρόσεχτες σε βαθμό που να μπορούν να λειτουργήσουν ως δυνάμεις προώθησης της σύγκλισης⁶⁶. Σύμφωνα με την ίδια έρευνα, η θέσπιση ενός πανευρωπαϊκού κώδικα βέλτιστης πρακτικής εταιρικής διακυβέρνησης δεν είναι ανέφικτη, αλλά η επιδιωκόμενη και επιζητούμενη συμφωνία των κρατών μελών και ο συγκερασμός σε ένα κείμενο πολλών “ανταγωνιστικών” προτάσεων που θα πρέπει να προσαρμόζονται με τη μεγάλη ποικιλομορφία νομικών παραμέτρων που ισχύει στα διάφορα κράτη μέλη, ενδέχεται να οδηγήσει στη σύνταξη ενός καθολικά αποδεκτού πλην όμως μη βέλτιστου πλαισίου συστάσεων για την εταιρική διακυβέρνηση που θα δίνει έμφαση σε βασικές μόνο αρχές κατά τα πρότυπα των αρχών του ΟΟΣΑ (1999)⁶⁷.

Εξάλλου η σύγκλιση μπορεί να επέλθει με την απρόσκοπτη λειτουργία των δυνάμεων της αγοράς και της αυτορρυθμιζόμενης οικονομίας. Σύμφωνα με τη μελέτη θα ήταν πολύ πιο αποδοτικό να επικεντρωθούν οι προσπάθειες της Επιτροπής σε ζητήματα όπως η μείωση των νομικών και κανονιστικών εμποδίων, στη συμμετοχή των μετόχων σε διασυννοιακή ψηφοφορία (“εμπόδια στη συμμετοχή”), ή στη μείωση των εμποδίων που περιορίζουν τη δυνατότητα των μετόχων να εκφέρουν κρίση για τη γενική διαχείριση των επιχειρήσεων (“εμπόδια στην πληροφόρηση”)⁶⁸. Στα ίδια αποτελέσματα κατέληξε και η έκθεση της ομάδας εμπειρογνομένων υψηλού επιπέδου για το εταιρικό δίκαιο που εξέτασε επίσης το ζήτημα της ενδεχόμενης ανάγκης ενός ευρωπαϊκού κώδικα και επιβεβαίωσε την άποψη, ότι δεν προκύπτει ανάγκη σύνταξης ενός πανευρωπαϊκού κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης.

⁶⁶ Weil, Gotshal and Manges (2002)

⁶⁷ Weil, Gotshal and Manges (2002)

⁶⁸ Weil, Gotshal and Manges (2002)

6.4.1 Ο κώδικας Cadbury

Η έκθεση της Επιτροπής Cadbury που αποτέλεσε αφετηρία έμπνευσης και ανάληψης πρωτοβουλιών σχετικών με την εταιρική διακυβέρνηση σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες, μεταξύ των οποίων και η Ελλάδα, εκδόθηκε το Δεκέμβριο του 1992 και οι συστάσεις της ήταν προαιρετικές, με τις εισηγμένες εταιρίες της κεφαλαιαγοράς του Ηνωμένου Βασιλείου να υποχρεούνται να γνωστοποιήσουν με δημόσια ανακοίνωση στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου την συμμόρφωση τους με τον κώδικα βέλτιστης πρακτικής ή να εξηγήσουν τους λόγους για την μη συμμόρφωση τους με αυτόν. Βέβαια, η εμπειρία απέδειξε ευρεία κλίμακας συμμόρφωση με τις συστάσεις της Επιτροπής από πλευράς των εισηγμένων εταιριών. Οι συστάσεις που εμπειρείχε ο κώδικας περιστρέφονταν γύρω από τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου και τις διαδικασίες ενημέρωσης προς όλες τις ενδιαφερόμενες ομάδες αναφορικά με το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης που ακολουθεί η κάθε εισηγμένη. Η έκθεση πρότεινε το διαχωρισμό του ρόλου του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου από αυτόν του διευθύνοντος συμβούλου, με τον πρόεδρο να αποτελεί το ένα από τα τρία κατ' ελάχιστον μη εκτελεστικά μέλη που πρέπει να συμμετέχουν στη σύνθεση του συμβουλίου και των επιμέρους υποεπιτροπών του και να διαδραματίζουν ουσιαστικό ρόλο στη λήψη των εταιρικών αποφάσεων δρώντας ανεπηρέαστα και αμερόληπτα, απαλλαγμένα από κάθε είδους δεσμό με το management και τους μεγαλομετόχους της εταιρίας. Εκτός από τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου, η έκθεση προέτρεπε τους θεσμικούς επενδυτές να είναι πιο ενεργητικοί επόπτες των δραστηριοτήτων του management των εταιριών για τις οποίες εκδηλώνουν επενδυτικό ενδιαφέρον και να ασκούν τα δικαιώματα ψήφου στις ετήσιες γενικές συνελεύσεις καθώς και να δημοσιοποιούν την επενδυτική τους πολιτική.

Η ουσιαστική επίδραση του κώδικα Cadbury στη λειτουργία των εισηγμένων βρετανικών επιχειρήσεων τεκμηριώνεται εμπειρικά από τους Dahya, McConnell και Travlos (2002) σε μια έρευνα βασισμένη σε τυχαίο δείγμα 460 εισηγμένων στο χρηματιστήριο του Λονδίνου για την περίοδο 1989-1995. Από

την έρευνα διαπιστώνεται ότι στις επιχειρήσεις του δείγματος και κυρίως σε αυτές που υιοθέτησαν τις συστάσεις του κώδικα βέλτιστης πρακτικής παρατηρείται αύξηση των μη εθελουσίων αποχωρήσεων ανώτατων εκτελεστικών στελεχών. Μάλιστα, αυτή η αύξηση σχετίζεται θετικά με την εταιρική αποδοτικότητα για τις εισηγμένες που ακολούθησαν τις συστάσεις και η θετική αυτή συσχέτιση με τη σειρά της είναι απόρροια της αυξημένης αναλογίας μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο των εταιριών αυτών, επιβεβαιώνοντας την άποψη ότι ο αντικειμενικός στόχος του κώδικα για ποιοτική αναβάθμιση του εποπτικού έργου του διοικητικού συμβουλίου μπορεί να ικανοποιηθεί μέσα από την υιοθέτηση των συστάσεων βέλτιστης πρακτικής εταιρικής διακυβέρνησης⁶⁹.

6.4.2 Επιτροπή Vienot

Στη Γαλλία η συζήτηση για την εταιρική διακυβέρνηση έχει ως αφετηριακό σημείο την έκθεση της Επιτροπής Cadbury στο γειτονικό Ηνωμένο Βασίλειο σε συνδυασμό με μια σειρά επιχειρηματικών σκανδάλων που προκάλεσαν βαθύτατο σκεπτικισμό αναφορικά με το ρόλο του διοικητικού συμβουλίου και της υπευθυνότητας του ανώτατου management απέναντι στους μετόχους που περιορίζονταν στην άσκηση αποτελεσματικής παρακολούθησης και ελέγχου εξαιτίας του πανίσχυρου συστήματος σταυροειδούς ιδιοκτησίας. Η έκδοση των συστάσεων Vienot (1995) από μία ανεπίσημη εργατική οργάνωση υπό τον πρόεδρο της Societe Generale είχε σαν σκοπό, όχι να επιβάλλει κάποια νομοθετική αλλαγή, αλλά να επιστήσει την δέουσα προσοχή για τον αυξανόμενη σημασία ρόλο των μηχανισμών της αγοράς για εταιρικό έλεγχο σαν αποτέλεσμα των ιδιωτικοποιήσεων και της παγκοσμιοποίησης που ενδέχεται να προκαλέσουν σημαντική αλλοίωση της γαλλικής εταιρικής κουλτούρας περί κοινωνικής αποστολής και συλλογικής ευθύνης των εταιριών, καθώς και να πλήξουν το πνεύμα της ανθρωποκεντρικής και κοινωνικής προσέγγισης του καπιταλισμού.

Η επιτροπή προειδοποιεί με έντονο τρόπο για την απενεργοποίηση του συστήματος σταυροειδούς ιδιοκτησίας και την συνεπαγόμενη πολλαπλή

⁶⁹ Dahya, J., McConnell, J. and Travlos, N. (2002)

συμμετοχή σε διοικητικά συμβούλια των συνδεδεμένων εταιριών, ενώ δεν δίνει απαντήσεις σχετικά με το διαχωρισμό του ρόλου του διευθύνοντος συμβούλου από τον πρόεδρο του διοικητικού συμβουλίου. Στις συστάσεις, οι οποίες είναι εθελοντικού χαρακτήρα και δεν αποτελούν νομική υποχρέωση των εισηγμένων, περιλαμβάνονται η πρόσληψη δύο ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο και η σύσταση των επιτροπών αμοιβών, αξιολόγησης υποψηφιοτήτων ανωτάτων στελεχών και εσωτερικού ελέγχου, με την τελευταία να διασφαλίζει ότι ακολουθούνται όλες οι διαδικασίες εσωτερικού ελέγχου⁷⁰. Η αδυναμία των συστάσεων της έκθεσης έγκειται στο ότι δεν συνθέτουν ένα κώδικα άμεσης εφαρμογής και υλοποίησης, όπως συμβαίνει με την περίπτωση του κώδικα Cadbury που επιβάλλει υποχρεώσεις συμμόρφωσης και αιτιολόγησης της μη συμμόρφωσης και ως εκ τούτου οι συστάσεις του να αποτελούν συνδετικό κρίκο με τους κανόνες εισαγωγής στη χρηματιστηριακή αγορά του Λονδίνου. Η απάντηση δόθηκε από τον γεροϋσιαστή Marini (1996), ο οποίος πρότεινε βαθιές νομοθετικές αλλαγές επιτρέποντας ένα μεγαλύτερο βαθμό συμβατικής ελευθερίας για το διοικητικό συμβούλιο, βελτίωση των διαδικασιών εσωτερικού ελέγχου, χωρισμό του ρόλου του διευθύνοντος συμβούλου από τον πρόεδρο του διοικητικού συμβουλίου και απλοποίηση του είδους των εκδοθέντων μετοχών⁷¹. Οι διαφορές των εκθέσεων των δύο επιτροπών, Cadbury και Vienot αποτυπώνονται στο παρακάτω πίνακα 6.3.

Πίνακας 6.3 Σύγκριση των εκθέσεων Cadbury και Vienot

Εκδοτική αρχή (Ημερομηνία)	Επιτροπή Cadbury (Ηνωμένο Βασίλειο, 1992)	Επιτροπή Vienot, (Γαλλία, 1995)
Εκδοτική αρχή	Χρηματιστήριο του Λονδίνου, βιομηχανία	Ένωση εργαζομένων (CNPF)
Δομή διοικητικού συμβουλίου	Διαχωρισμός CEO-προέδρου (οι εξαιρέσεις πρέπει να αιτιολογούνται), πλειοψηφία μη εκτελεστικών μελών, τουλάχιστον τρία, δημοσίευση καταστάσεων αμοιβών	Κανένας διαχωρισμός CEO-προέδρου, το λιγότερο δύο ανεξάρτητα μέλη, περιορισμός των πολλαπλών

⁷⁰ Lannoo, K. (1999)

⁷¹ Lannoo, K. (1999)

	αποδεκτές από την επιτροπή αμοιβών, επιτροπή επιλογής στελεχών (Hampel)	συμμετοχών στα διοικητικά συμβούλια, λειτουργία επιτροπών αμοιβών και επιλογής στελεχών, συλλογική ευθύνη συμβουλίου, επιχειρηματική ηθική για τους συμβούλους
Γενικές συνελεύσεις	Οι θεσμικοί επενδυτές πρέπει να ασκούν τα δικαιώματα ψήφου	Καμία αναφορά
Ανακοινώσεις	Ανάγκη για επιτροπή εσωτερικού ελέγχου, αναφορά διαδικασιών εσωτερικού ελέγχου	Ανάγκη για επιτροπή εσωτερικού ελέγχου, οι σύμβουλοι να διασφαλίζουν ότι οι διαδικασίες ελέγχου λειτουργούν
Αποτέλεσμα	Κώδικας Cadbury	Κανένας κώδικας
Εφαρμοσιμότητα	Χρηματιστήριο Λονδίνου, τμήμα των προδιαγραφών εισαγωγής	Δεν αναφέρεται, Αρμοδιότητα της Επιτροπής Κινητών Αξιών (Securities Commission)
Ανανέωση	Greenbury (1995), Hampel (1998)	Προτάσεις P. Marini

Πηγή: Lannoo, K. (1999) A European Perspective on Corporate Governance, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 37 (2), 269-2954

6.5 Η εταιρική διακυβέρνηση στις αναδυόμενες αγορές

Η εταιρική διακυβέρνηση προέκυψε ως μείζον ζήτημα στην Ασία λόγω της βαθιάς κρίσης των ασιατικών αγορών την περίοδο 1997-1998 προκαλώντας ένα τεράστιο πλήγμα στις αναδυόμενες οικονομίες της αχανούς ηπείρου. Η ιδιοκτησιακή δομή που επικρατεί στις περισσότερες χώρες της Ασίας είναι η συγκεντρωμένη ιδιοκτησία, όπου μία οικογένεια διατηρεί την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου σε μια ομάδα επιχειρήσεων (business group), τις οποίες ελέγχει μέσω ενός πολύπλοκου συστήματος πυραμοειδούς και σταυροειδούς ιδιοκτησίας με συνέπεια την υποβάθμιση των μηχανισμών εξωτερικής χρηματοδότησης. Η ένταση της συγκέντρωσης των ιδιοκτησιακών

δικαιωμάτων διαφέρει ανάμεσα στις διάφορες χώρες. Για παράδειγμα στη Κίνα, το μεγαλύτερο ποσοστό εισηγμένων ελέγχεται από το κράτος ενώ στην Ιαπωνία οι θεσμικοί επενδυτές που δεν έχουν σημαντικά μερίδια συμμετοχής σε άλλες ασιατικές αγορές και πιο συγκεκριμένα οι τράπεζες παίζουν το πιο σημαντικό ρόλο στη διακυβέρνηση. Η επικράτηση τέτοιων συστημάτων όπως αποδεικνύεται από διάφορες μελέτες οφείλεται στην αδυναμία των δικαστικών αρχών να επαληθεύσουν τα δικαιώματα ιδιοκτησίας ως συνέπεια του χαμηλού βαθμού προστασίας που παρέχει το νομικό πλαίσιο. Ένας άλλος παράγοντας που ευνοεί την ανάπτυξη τέτοιων συστημάτων ιδιοκτησίας είναι και η διαφθορά που αγγίζει τον ιδιαίτερα ευαίσθητο τομέα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης που οφείλεται στην αδιαφάνεια των συναλλαγών μεταξύ των εταιριών που ανήκουν σε ένα business group και επηρεάζουν την αξιοπιστία των λογιστικών απεικονίσεων δημιουργώντας εύλογες επιφυλάξεις στο επενδυτικό κοινό παρά και τη σχετική βελτίωση του επιπέδου εφαρμογής πιο αυστηρών λογιστικών κανόνων που ακολούθησε την ασιατική κρίση⁷².

Η κρίση της περιόδου 1997-1998 ήταν απρόβλεπτη και δημιούργησε ισχυρούς κλυδωνισμούς στις ασιατικές οικονομίες. Η μαζική και απότομη εκροή κεφαλαίων ως συνέπεια των καταχρηστικών πρακτικών κατανομής και χρησιμοποίησης των αντληθέντων κεφαλαίων από την πλευρά των business groups και του αδύναμου νομικού συστήματος προστασίας των μετόχων μειοψηφίας δε μπορούσε παρά να οδηγήσει σε πτώση των χρηματιστηριακών τιμών, υποτίμηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών και υπονόμευση της εμπιστοσύνης των θεσμικών επενδυτών.

⁷² Claessens S. and Fan, J. (2002)

6.6 Βιβλιογραφία 6^{ου} κεφαλαίου

Arnold, B. and de Lange P. (2004) Enron: an examination of agency problems, *Critical Perspectives on Accounting*, Vol. 15, 751-765

Cadbury Report (1992) Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (London: GEE)

Claessens S. and Fan, J. (2002) Corporate Governance in Asia: A Survey, *International Review of Finance*, Vol. 3(2), 71-103

Commission of the European Communities (2003a) *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament. Reinforcing the statutory audit in the EU* (Brussels: CEC).

Commission of the European Communities (2003b) *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament. Modernising company law and enhancing corporate governance in the European Union – a plan to move forward* (Brussels: CEC).

Dahya, J., McConnell, J. and Travlos, N. (2002) The Cadbury Committee, corporate performance and top management turnover, *Journal of Finance*, Vol. 57, 461-483

Deakin, S. and Konzelmann S. J. (2004) Learning from Enron, Corporate Governance: An International Review, Vol. 12 (2), 134-142

Dewing I. P. and Russel P. O. (2004) Accounting, Auditing and Corporate Governance of European Listed Countries: EU Policy Developments Before and After Enron, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 42 (2), 289-319

Healy, P. M. and Palepu K. G. (2003) The fall of Enron, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17 (2), 3-26

Lannoo, K. (1999) A European Perspective on Corporate Governance, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 37 (2), 269-2954

Preda Code (1999, 2002) *Codice di Autodisciplina* Milano: Borsa Italiana.

Rebérioux, A. (2002) European Style of Corporate Governance at the Crossroads: The Role of Worker Involvement, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 40 (1), 1111-34

Sarbanes, P. and Oxley, M. (2002) Sarbanes-Oxley Act of 2002, Washington, DC: U.S. Congress

Sridharan, U. V., Caines, W. R., McMillan J. and Summers S. (2002) Financial Transparency and Auditor Responsibility: Enron and Andersen, *International Journal of Auditing*, Vol. 6, 277-286

Thomas, C. W. (2002) The rise and fall of Enron, *Journal of Accountancy*, Vol. 193 (4), 41-53

Vienot. M. (1995). "Le conseil d' administration des sociétés cotées". *Association Française des Entreprises Privées (AFEP) & Conseil National du Patronat Français (CNPF) document* (July), Paris.

Weil, Gotshal and Manges (2002), Comparative study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States I-V, Holly, J. Gregory, Brussels

Πάτρα, Π. 1/3/2003, Η τέχνη της Λογιστικής: Έτσι είναι, αν έτσι νομίζεται, *Οικονομικός Ταχυδρόμος*, Αρ. φύλλου 9, σελ. 68-72

Κεφάλαιο 7: Εταιρική διακυβέρνηση και ελληνική πραγματικότητα

7.1 Γενικά

Στις μέρες μας η Ελλάδα μπορεί να χαρακτηριστεί σαν μία αναπτυσσόμενη χώρα. Η ανάπτυξη της συνδέεται στενά με μια πολιτική οικονομικής εξωστρέφειας που υπαγορεύεται από την ενεργό συμμετοχή της στους διεθνείς οργανισμούς και την ανάπτυξη ευέλικτων και αξιόπιστων μηχανισμών οικονομικής και πολιτικής διπλωματίας. Η Ελλάδα μπορεί και συμμετέχει ενεργά στο κατώφλι του 21^{ου} αιώνα στη διαμόρφωση του παγκόσμιου οικονομικού και πολιτικού χάρτη ενώ εκμεταλλευόμενη την στρατηγική γεωπολιτική της θέση διευρύνει το πεδίο των διεθνών εμπορικών της σχέσεων με άλλα ανεπτυγμένα κράτη.

Το πρώτο βήμα για τη στρατηγική ενσωμάτωση της χώρα μας στο παγκόσμιο δίκτυο των εμπορικών συναλλαγών λαμβάνει χώρα με την εισχώρηση στην ΕΟΚ (1981), οπότε και ανοίγουν τα σύνορα για τις πάσης φύσεως διασυνοριακές συναλλαγές και οικοδομούνται ευοίωνες προοπτικές ενίσχυσης των διεθνών σχέσεων της Ελλάδος με τις άλλες χώρες του περιβάλλοντος της ΕΟΚ. Οι κατάλληλες οικονομικές πολιτικές και το θεσμικό πλαίσιο που προωθούν τον ευρωπαϊκό προσανατολισμό και επιδιώκουν τη βελτίωση της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας θα οδηγήσουν στη Συνθήκη του Μάαστριχ και στην ενιαία αγορά που εμπεριέχει ελεύθερη κίνηση αγαθών, υπηρεσιών, κεφαλαίων και ανθρώπων (ανθρώπινης εργασίας). Η συνθήκη προβλέπει τη δημιουργία ενός πλαισίου σύγκλισης των ευρωπαϊκών οικονομιών, την υιοθέτηση ενός ενιαίου νομίσματος μέσω της δημιουργία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης και την εκχώρηση της εξουσίας άσκησης της νομισματικής πολιτικής από τις κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών στο νέο υπερεθνικό τραπεζικό φορέα, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα αρμοδιότητα της οποίας αποτελεί η θέσπιση και εφαρμογή μιας ενιαίας νομισματικής πολιτικής για τις χώρες μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η νέα ευρωπαϊκή πραγματικότητα αναμφισβήτητα συντέλεσε στην

κατακόρυφη αύξηση των μετακινήσεων κεφαλαίου ανάμεσα στα κράτη μέλη της νέας υπερεθνικής οντότητας. Τα αποτελέσματα από αυτές τις οικονομικές εξελίξεις για το σύνολο των κρατών ήταν θετικά καθώς μια σειρά από μακροοικονομικά μεγέθη σημείωσαν ιδιαίτερη πρόοδο. Πιο συγκεκριμένα από την εισροή κεφαλαιακών πόρων προκλήθηκε αύξηση ιδιωτικής κατανάλωσης, αύξηση δημοσιών και ιδιωτικών επενδύσεων, αύξηση της απασχόλησης και της ανταγωνιστικότητας, μεγέθυνση του οικονομικού αποτελέσματος και της οικονομικής ευημερίας, μια εξέλιξη που στηρίζεται σε ανάληψη οικονομικών δραστηριοτήτων που δεν συμβάλλουν απλά στη ευημερία των μακροοικονομικών μεγεθών, αλλά επενεργούν βελτιωτικά στο βιοτικό επίπεδο της κοινωνίας. Οι εξελίξεις αυτές δεν θα μπορούσαν να αφήσουν ανεπηρέαστη την ελληνική οικονομία που για τη διετία 2003-2004 κινήθηκε με ρυθμούς ανάπτυξης της τάξεως του 4%, δηλαδή πάνω από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Η αναπτυξιακή διαδικασία συντηρήθηκε εν πολλοίς από την πρόσβαση της χώρας μας στα διαρθρωτικά ταμεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης και τις γενναίες εισροές κοινοτικών πόρων που χρηματοδότησαν έργα υποδομής στρατηγικού χαρακτήρα σε συνδυασμό με την ραγδαία άνοδο των εργασιών του κατασκευαστικού κλάδου λόγω και της επιτάχυνσης της Ολυμπιακής προετοιμασίας.

Παρά τη διαφαινόμενη εξωστρέφεια της ελληνικής οικονομίας, η υποδοχή άμεσων ξένων επενδύσεων στην Ελλάδα παραμένει σε πολύ χαμηλά επίπεδα και η κύρια αιτία είναι το θεσμικό πλαίσιο και η κακή χρησιμοποίηση του, που αποθαρρύνει την εγχώρια επιχειρηματικότητα και αποστρέφει τους ξένους επενδυτές από το να σκεφτούν τη χώρα μας σαν μια σοβαρή εναλλακτική πρόταση τοποθέτησης των κεφαλαίων τους. Ο κρατικός παρεμβατισμός, οι άξονες της φορολογικής πολιτικής, το μακροχρόνιο επιτόκιο δανεισμού, τα κίνητρα και οι επιδοτήσεις των αναπτυξιακών νόμων και το μέγεθος της παραοικονομίας αποτελούν επιφανείς ανασταλτικούς παράγοντες προσέλκυσης ξένων επενδύσεων. Η πραγματικότητα αυτή επιβαρύνεται από την αύξηση των κρουσμάτων διαφθοράς στο δημόσιο τομέα, τη συντηρούμενη γραφειοκρατία και τη μη ύπαρξη ενός συγκροτημένου μηχανισμού προβολής των επενδυτικών ευκαιριών που αναδύονται στην

μετά-ολυμπιακή Ελλάδα, καθώς και της διαμόρφωσης κατάλληλης στρατηγικής προσέλκυσης ξένων άμεσων επενδύσεων.

Στο μέτωπο των δημοσιονομικών μεγεθών, είναι παραδεκτό ότι όλες οι οικονομίες που λειτουργούν σύμφωνα με τους νόμους της αγοράς και του ελεύθερου ανταγωνισμού προσπαθούν να περιορίσουν τη συμμετοχή του δημοσίου τομέα στη διαμόρφωση του ΑΕΠ μέσω της υλοποίησης μαζικών αποκρατικοποιήσεων, έτσι ώστε να μειωθούν τα δημοσιονομικά ελλείμματα και να αυξηθεί η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας με στόχο την προσέλκυση επενδύσεων και την δημιουργία νέων θέσεων εργασίας. Η Ελλάδα είναι μία από τις χώρες της Ένωσης που προσπαθεί να μειώσει το μεγάλο δημοσιονομικό έλλειμμα του 3-5% της διετίας 2003-2004, στο 2,6 τη διετία 2005-2006 ώστε να υπάρχει πλήρης εναρμόνιση με τις δεσμεύσεις που έχει αναλάβει στα πλαίσια Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης που υιοθέτησε το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του Άμστερνταμ (1997). Η χρήση μέτρων μη μόνιμου χαρακτήρα, καθώς και τα μεγάλα περιθώρια για αύξηση των φορολογικών εσόδων μέσω αποτελεσματικής καταπολέμησης της φοροδιαφυγής αποτελούν κάποιες από τις απαντήσεις που μπορούν να οδηγήσουν σε ήπια προσαρμογή των δημοσιονομικών μεγεθών με τις επιταγές της Ευρωπαϊκής Ένωσης και με το μικρότερο δυνατό κοινωνικό κόστος.

Οι προοπτικές της ελληνικής οικονομίας παραμένουν ευόινες και η αναπτυξιακή της δυναμική δεν αμφισβητείται για την ώρα. Το μεταρρυθμιστικό πρόγραμμα της ελληνικής κυβερνητικής πολιτικής που βρίσκεται σε εξέλιξη έχει να αντιμετωπίσει πολλές και σοβαρές προκλήσεις και αποσκοπεί στην ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας με έμφαση στην απασχόληση και το κοινωνικό κράτος. Στο μέτωπο της αγοράς εργασίας, το πρόγραμμα εθελούσιας εξόδου του ΟΤΕ, εφόσον εγκριθεί ως προς τις παραμέτρους του από τις αρμόδιες αρχές της Ευρωπαϊκής Ένωσης, πιστεύεται ότι θα συμβάλει στην προώθηση της ευελιξίας της αγοράς εργασίας και θα αποτελέσει παράδειγμα προς μίμηση και για τις άλλες εταιρίες δημοσίου συμφέροντος. Σημαντικές πρωτοβουλίες πρέπει να παρθούν για την αντιμετώπιση του ασφαλιστικού προβλήματος και τη μείωση

του κατακερματισμού του συστήματος, με την υποστήριξη της εισροής του κύματος των μεταναστών να αποτελεί οξυγόνο για τα επιβαρημένα ταμεία.

Σύμφωνα με τους αναλυτές της Moody's, η ιδιωτική κατανάλωση θα ενισχυθεί περαιτέρω λόγω της συμμετοχής των μεταναστών, ενώ στήριξη στην οικονομία θα δοθεί από τις νέες γεωπολιτικές συνθήκες που διαμορφώνονται στα Βαλκάνια και που αναμένεται να αυξήσουν την ελκυστικότητα του τουριστικού τομέα και να λειτουργήσουν ως αποτρεπτικός παράγοντας διενέργειας νέων αμυντικών δαπανών. Το μεγαλύτερο στοίχημα της κυβερνητικής πολιτικής παραμένει η αύξηση της αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα. Η αναδιάρθρωση του ευρύτερου και του στενού δημόσιου τομέα και η δραστική περικοπή της σπατάλης που συνδέεται με τη λειτουργία του και υπαγορεύεται από τα πορίσματα της πρόσφατης δημοσιονομικής απογραφής (2004) αναμένεται να συμβάλλει εκτός από τη μείωση του επιπέδου του δημοσίου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ, στην βελτίωση της λειτουργίας των θεσμών και της διαφάνειας και επιπρόσθετα να λειτουργήσει ευεργετικά για την επιβολή μιας νέας νοοτροπίας για τους δημόσιους λειτουργούς που θα παρακάμπτει το συντηρητισμό και θα αποτελεί εχέγγυο για αποτελεσματική άσκηση κρατικής εξουσίας που με τη σειρά της θα προωθήσει την επιχειρηματικότητα και την απασχόληση.

Για την προώθηση της επιχειρηματικότητας και τη συντήρηση της αναπτυξιακής δυναμικής της χώρας δεν απαιτείται μόνο η ανάληψη ριζοσπαστικών μεταρρυθμιστικών προγραμμάτων. Η εύρυθμη, διαφανής και αξιόπιστη λειτουργία των αγορών χρήματος και κεφαλαίου, η άρση της προκατάληψης του κοινωνικού συνόλου προς τα κίνητρα της επιχειρηματικής τάξης και η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού που δέχθηκε βαρύτατο πλήγμα λόγω της καθοδικής πορείας που ακολούθησαν οι αγορές κατά την περίοδο 1999-2000, αποτελούν προτεραιότητες από πλευράς της Πολιτείας για τη διαμόρφωση του κατάλληλου θεσμικού πλαισίου που θα προβλέπει διαφανείς δομές και πρακτικές διακυβέρνησης για τις εισηγμένες εταιρίες ώστε να αποφευχθούν φαινόμενα κακοδιαχείρισης και καταχρηστικής εκμετάλλευσης των αποταμιεύσεων των μικροεπενδυτών που παρατηρήθηκαν σε μεγάλη κλίμακα τη διετία 1999-2000 και προκάλεσαν τη

διάβρωση και την απαξίωση του θεσμού της κεφαλαιαγοράς. Σύμφωνα με τον πρώην υπουργό Οικονομίας και Οικονομικών κ. Ν. Χριστοδουλάκη, πέρα από την ένταση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και τη συνέχεια της οικονομικής ανάπτυξης, απαιτείται ένα νέο, αυστηρό, διαφανές και κατανοητό πλαίσιο για τη λειτουργία και τη λήψη αποφάσεων των εισηγμένων, ώστε να αποτραπούν παρόμοιες επιπόλαιες και ανεύθυνες πρακτικές και να ανοίξει ο δρόμος για την αντιστροφή της καθοδικής πορείας των αγορών και την άρση της επενδυτικής άπνοιας. Ένα νέο θεσμικό πλαίσιο κανόνων συμπεριφοράς για τις ελληνικές επιχειρήσεις είναι αναγκαίο για τη δημιουργία κατάλληλων προϋποθέσεων που μαζί με άλλες θεσμικές ανακατατάξεις θα συμβάλλουν στον εκσυγχρονισμό των υποδομών για τη συντήρηση της αναπτυξιακής διαδικασίας, τη σταδιακή ενσωμάτωση των επιχειρήσεων στο σύστημα διεθνών χρηματοοικονομικών συναλλαγών και την προσέλκυση επιχειρηματικής δραστηριότητας από το εξωτερικό.

Η ανάγκη για το άνοιγμα διαλόγου και τη θέσπιση ενός πλήρους ρυθμιστικού πλαισίου για την εταιρική διακυβέρνηση έγινε αισθητή και στην Ελλάδα όπου παρατηρείται αξιοσημείωτη κινητικότητα των αρμόδιων φορέων της αγοράς από το 1998, ενώ το εφελτήριο για εναργέστερη ενασχόληση υπήρξε η δραστηριοποίηση εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης και πιο συγκεκριμένα οι συστάσεις της Επιτροπής Cadbury (1992), αλλά και η δημοσιοποίηση και άλλων κωδίκων βέλτιστης πρακτικής εθελοντικής συμμόρφωσης. Κυριότεροι σταθμοί της εξέλιξης της συζήτησης για την εταιρική διακυβέρνηση στη χώρα μας ήταν η έκδοση των συστάσεων της Επιτροπής Εταιρικής Διακυβέρνησης το 1999, υπό το συντονισμό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και σε συνεργασία με άλλους παραγωγικούς και χρηματοοικονομικούς φορείς της αγοράς που είχαν εθελοντικό χαρακτήρα και αποτέλεσαν προάγγελο της νομοθετικής παρέμβασης της ελληνικής κυβέρνησης το 2002 με τη θέσπιση του νόμου 3016/2002 περί εταιρικής διακυβέρνησης. Η παραπάνω νομοθετική πρωτοβουλία αποσκοπούσε στον εκμοντερνισμό του ελληνικού δικαίου των εταιριών καθώς ήταν πασιφανές ότι οι πρακτικές διακυβέρνησης που πρέσβευε ο νόμος 2190/1920 δεν μπορούσαν να ανταποκριθούν επαρκώς στις σύγχρονες πρακτικές διακυβέρνησης όπως διαμορφώνονται στο σημερινό πολύπλοκο και διεθνοποιημένο επιχειρηματικό περιβάλλον με βάση

και τις συστάσεις μεγάλων υπερεθνικών οικονομικών οργανισμών (ΟΟΣΑ, Παγκόσμια Τράπεζα). Η μείωση του κόστους χρηματοδότησης και λειτουργίας των επιχειρήσεων μέσω της εισαγωγής διαπραγματεύσιμων μετοχών στο ελληνικό χρηματιστήριο και η προσέλκυση του απαιτούμενου επενδυτικού ενδιαφέροντος για την κάλυψη σημαντικών λειτουργικών και επενδυτικών αναγκών σαφώς απαιτεί μεγαλύτερη διαφάνεια των διαδικασιών εσωτερικής λειτουργίας και οργάνωσης, αποτελεσματικά συστήματα εσωτερικού ελέγχου, καλύτερη και πιο αξιόπιστη χρηματοοικονομική πληροφόρηση για τους επενδυτές και τα άλλα ενδιαφερόμενα μέρη και μεγαλύτερη προστασία των δικαιωμάτων ψήφου των μετόχων των εταιριών που διευρύνουν συνεχώς τη μετοχική τους βάση, πτυχές που δεν κάλυπτε το παρωχημένο νομικό πλαίσιο που ίσχυε τα τελευταία 80 χρόνια.

Οι ελληνικές επιχειρήσεις μελετώντας εξονυχιστικά τα διδάγματα που προέκυψαν από την αποκάλυψη των σκανδάλων σε μεγάλες αμερικανικές εταιρίες, όπως η Enron, η Tyco και η WorldCom και το κραχ του ελληνικού χρηματιστηρίου στις αρχές της δεκαετίας που διανύουμε, έχουν να αντιμετωπίσουν πολλές και σημαντικές προκλήσεις. Ο εκσυγχρονισμός του εσωτερικού τρόπου οργάνωσης και λειτουργίας τους αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για να μπορέσουν να αντεπεξέλθουν στις πιέσεις του εξωτερικού τους περιβάλλοντος που εξελίσσεται ραγδαία και εγείρει συνεχώς νέες απαιτήσεις εμπλουτισμού των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης για τις επιχειρήσεις που επιθυμούν να παραμείνουν ανταγωνιστικές και να διεκδικήσουν μεγαλύτερο μερίδιο από τη συνεχώς αυξανόμενη κινητικότητα των κεφαλαίων που επιβάλλει η παγκοσμιοποίηση των αγορών κεφαλαίου, το νέο πλαίσιο ανταγωνισμού, η πρόοδος των τεχνολογιών πληροφορικής και επικοινωνίας και η ενεργή συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών στα εταιρικά πράγματα.

Οι περισσότερες ελληνικές εταιρίες, μικρομεσαίες στην πλειοψηφία τους έχουν να διανύσουν ακόμα πολλά βήματα για να καρπωθούν σε ικανοποιητικό βαθμό τα οφέλη από την εφαρμογή ορθών αρχών και πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς η δομή και το σύστημα λήψεως των εταιρικών αποφάσεων παραμένουν προσωποπαγή και ο έλεγχος τους αν και

εισηγμένες δεν αποχαρακτηρίζεται ως οικογενειακός. Η σημασία του διοικητικού συμβουλίου και η ενεργή και απερίσπαστη συμμετοχή των ανεξάρτητων μελών σε αυτό παραγνωρίζεται ως μηχανισμός βελτίωσης της προσαρμοστικότητας της εταιρίας στις απρόβλεπτες εξωτερικές εξελίξεις που ενδέχεται να διαταράξουν τη διαδικασία στρατηγικού σχεδιασμού και να οδηγήσουν σε αδράνεια μεγάλο φάσμα των κρίσιμων εταιρικών λειτουργιών και διαδικασιών. Οι ελληνικές επιχειρήσεις, οικογενειακές στην πλειονότητα τους διοικούνται από τους ίδιους τους επιχειρηματίες και τα άλλα μέλη της οικογένειας τους ενώ το διοικητικό συμβούλιο απαρτίζεται από συγγενείς και φίλους της επιχειρηματικής οικογένειας με αποτέλεσμα να δημιουργείται ακαμψία και απροθυμία για την ανάληψη διαρθρωτικών πρωτοβουλιών για τον εκσυγχρονισμό του προεπιλεγμένου και αρεστού στην οικογένεια συστήματος λήψεως των εταιρικών αποφάσεων και της δημιουργία της απαραίτητης ευελιξίας αντίδρασης στα ερείσματα του πολύπλοκου και συνεχώς μεταβαλλόμενου εταιρικού περιβάλλοντος. Παρακάμπτεται, δηλαδή η ανάγκη για συμμετοχή στο διοικητικό συμβούλιο εξωτερικών προς την οικογένεια συμβούλων που με τις γνώσεις και τις εμπειρίες τους από το χώρο των επιχειρήσεων και της αγοράς μπορούν να συμβάλλουν στη διαμόρφωση πιο αντικειμενικών και υπεύθυνων επιχειρηματικών κρίσεων πάνω στα εταιρικά δρώμενα αλλά και στις προκλήσεις, τις ευκαιρίες και τους κινδύνους που αναδύονται από το επιχειρηματικό περιβάλλον.

Η απλή συμμόρφωση με το νομοθετικό πλαίσιο δεν αρκεί για την ενίσχυση της διαφάνειας, την εξασφάλιση της εταιρικής επιβίωσης και την εδραίωση της καλής εταιρικής φήμης, (goodwill) καθώς η εφαρμογή χρηστής εταιρικής διακυβέρνησης δεν αποτελεί ζήτημα ευθύνης της εκάστοτε πολιτικής εξουσίας, η οποία απλά υποχρεούται να διαμορφώσει τις κατάλληλες συνθήκες εποπτείας και ελέγχου και να διασφαλίσει την εύρυθμη λειτουργία των κεφαλαιαγορών. Απαιτείται ταχύτατη αλλαγή κουλτούρας και φιλοσοφίας από τις ίδιες τις εταιρίες που καλούνται να επαναπροσδιορίσουν τους εταιρικούς στόχους και να πλαισιώσουν την εταιρική διακυβέρνηση με ορθολογική αντιμετώπιση των κινδύνων και των ευκαιριών που ανακύπτουν, αποτελεσματική χρησιμοποίηση των παραγωγικών τους πόρων, αξιοποίηση του ανθρώπινου κεφαλαίου εντός της εταιρίας, υιοθέτηση ενός κώδικα

διοικητικής δεοντολογίας και ηθικής επιχειρηματικής συμπεριφοράς και προώθηση εξωστρεφούς συμπεριφοράς ώστε να καταστήσουν αισθητή την παρουσία τους στις διεθνείς αγορές προϊόντων και υπηρεσιών.

Στο παρόν κεφάλαιο επιχειρείται μία επισκόπηση των πιο σημαντικών εξελίξεων στο πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης σε επίπεδο ελληνικής πραγματικότητας. Κυρίαρχοι άξονες της ανάλυσης αποτελούν η μορφή ιδιοκτησιακής δομής που επικρατεί στις ελληνικές επιχειρήσεις, το θεσμικό πλαίσιο και οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης για τις εισηγμένες εταιρίες σύμφωνα με τις επιταγές της ελληνικής έννομης τάξης. Τέλος, γίνεται μια λεπτομερής παρουσίαση των πιο χρήσιμων και επίκαιρων εμπειρικών ερευνών που αφορούν τις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης στη χώρα μας και των πορισμάτων που προκύπτουν από αυτές ως πηγή περαιτέρω προβληματισμού και συζήτησης πάνω σε ένα αντικείμενο συνεχώς αυξανόμενου ενδιαφέροντος για την ελληνική εταιρική πραγματικότητα.

7.2 Ανάλυση των εξελίξεων της ελληνικής κεφαλαιαγοράς την περίοδο 1999-2004

Η εξεταζόμενη περίοδος 1999-2004 για την ελληνική κεφαλαιαγορά αντιστοιχεί στην πιο θερμή και πλούσια πενταετία εξελίξεων τόσο από απόψεως θεσμικών ανακατατάξεων, όσο και από απόψεως συνειδητοποίησης από πλευράς της ελληνικής παραγωγικής τάξεως περί της σπουδαιότητας της κεφαλαιαγοράς ως ενός αποτελεσματικού και χαμηλού κόστους μηχανισμού χρηματοδότησης των επενδυτικών σχεδίων των εισηγμένων και διευκόλυνσης της χρηματοοικονομικής τους αναδιάρθρωσης με καταφανέστατα οφέλη για την μεγέθυνση της εθνικής οικονομίας και την αύξηση των προσοδοφόρων επενδύσεων. Η πιο έντονη συναλλακτική δραστηριότητα καταγράφεται το 1999 με την ελληνική κεφαλαιαγορά να βιώνει έναν μεγάλο κύκλο υπερθέρμανσης και αυτοτροφοδοτούμενων προσδοκιών κατά το τρίτο τρίμηνο του έτους. Ο γενικός δείκτης τιμών του χρηματιστηρίου κλείνει στις 5.535 μονάδες ενισχυμένος κατά 102,2% σε σχέση με το τέλος του 1998 (2.737 μονάδες) με την αξία των συναλλαγών να παρουσιάζει αύξηση κατά 218,7% και να διαμορφώνεται στα 172.561 εκατ. ευρώ. Η χρονιά αυτή σε θεσμικό επίπεδο σημαδεύεται από τη δημοσιοποίηση από την Επιτροπή

Κεφαλαιαγοράς της Λευκής Βίβλου για την εταιρική διακυβέρνηση και του νόμου 2733/1999 περί θεσμοθέτησης λειτουργίας της Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς.

Η μαζική εισροή ρευστότητας στο ΧΑΑ δεν είχε συνέχεια για το έτος 2000. Η άνοδος της τιμής του πετρελαίου, η κάμψη των μεγαλύτερων χρηματιστηριακών αγορών και η διεθνής αρνητική συγκυρία προκάλεσαν κλυδωνισμούς στις διεθνείς κεφαλαιαγορές με την ελληνική κεφαλαιαγορά να επηρεάζεται έντονα από τις εξελίξεις. Ο κύκλος ανατιμήσεων και αυτοτροφοδοτούμενων προσδοκιών οδήγησε σε διαμόρφωση χρηματιστηριακών τιμών που δεν ανταποκρίνονταν στα μεγέθη κερδοφορίας των εισηγμένων με αποτέλεσμα να παρατηρηθεί κατά το τελευταίο τρίμηνο του έτους μία σταδιακή διόρθωση των χρηματιστηριακών αξιών λόγω εκτεταμένων ρευστοποιήσεων στα χαρτοφυλάκια των εγχωρίων και των ξένων θεσμικών επενδυτών. Ο γενικός δείκτης τιμών του χρηματιστηρίου έκλεισε στις 3.389 μονάδες, εμφανίζοντας σημαντική πτώση 38,8%, την μεγαλύτερη της περιόδου των τελευταίων είκοσι ετών και η αξία των χρηματιστηριακών συναλλαγών κυμάνθηκε στα 101.038 εκατ. ευρώ.

Το 2001, χρονιά μετατροπής του ΧΑΑ σε εταιρία υπαγόμενη στο νόμο 2190/1920, η επενδυτική δραστηριότητα παρέμεινε συγκρατημένη, ως απόρροια των ιδιαίτερα απαισιόδοξων εκτιμήσεων για την πορεία της παγκόσμιας οικονομίας, την περαιτέρω επιδείνωση του επιχειρηματικού κλίματος εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά και της περιόδου αποθέρμανσης του οικονομικού κύκλου που ακολούθησε μετά το 1999 και ερμηνεύεται ως συνέχεια της διόρθωσης των χρηματιστηριακών τιμών. Ο γενικός δείκτης συνέχισε την καθοδική του πορεία κλείνοντας στις 2.591,6 μονάδες μειωμένος κατά 23,5% σε σχέση με το 2000 με την αξία των συναλλαγών να εμφανίζονται μειωμένη κατά 60%. Το 2002 βρίσκει την παγκόσμια οικονομία να κλονίζεται από τις δυσμενείς συνέπειες των οικονομικών σκανδάλων στις Η.Π.Α. και την μείωση των επιχειρηματικών κερδών εντός της ζώνης του ευρώ, εξελίξεις που αναπόφευκτα επιβαρύνουν το επενδυτικό κλίμα στις διεθνείς αγορές συμπεριλαμβανομένης και της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, η οποία βιώνει αναιμική συναλλακτική

δραστηριότητα και έντονες διακυμάνσεις που προκαλούν έντονη αποστροφή στο αποταμιευτικό κοινό και τους θεσμικούς επενδυτές. Ο γενικός δείκτης υποχώρησε στις 1748,4 μονάδες, μειωμένος κατά 32,5% και η αξία των συναλλαγών διαμορφώθηκε στα 24.772,1 εκατ. ευρώ με απώλειες της τάξεως 38,9%.

Το 2003 είναι η πρώτη χρονιά μετά από τρία συναπτά έτη όπου σημειώνεται αξιόλογη ανάκαμψη όλων των χρηματιστηριακών μεγεθών. Η βελτίωση των επιχειρηματικών κερδών και η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας σε συνδυασμό με την μείωση των εντάσεων στο Περσικό κόλπο επέδρασαν θετικά και στα μεγέθη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς που γίνεται υποδοχέας έντονου επενδυτικού ενδιαφέροντος από ξένους και εγχώριους θεσμικούς επενδυτές που εστιάζεται σε μετοχικούς τίτλους του τραπεζικού κλάδου που παρουσιάζει σημαντική ενίσχυση της κερδοφορίας του. Ο γενικός δείκτης τιμών διαμορφώνεται 2.263,58 μονάδες ενισχυμένος κατά 29,46% σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Η αξία των συναλλαγών ανήλθε σε 34.902 εκατ. ευρώ, σημειώνοντας άνοδο 40,9% ενώ σημαντική άνοδος παρατηρείται και στην άντληση κεφαλαίων μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς με 378 εκατ. ευρώ το 2003 έναντι 353 εκατ. ευρώ το 2002.

Η ανοδική πορεία του ελληνικού χρηματιστηρίου συνεχίστηκε και το 2004. Οι θετικές χρηματιστηριακές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ και η αυξημένη παρουσία των ξένων θεσμικών στην ελληνική κεφαλαιαγορά αποτέλεσαν τις κύριες συνιστώσες διατήρησης ενός καλού επενδυτικού κλίματος με προοπτικές περαιτέρω ενίσχυσης του στο μέλλον. Η καθαρή εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό για τοποθετήσεις σε μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ αυξήθηκε κατά 53% και ανήλθε σε 3.240 εκατ. ευρώ, έναντι 2.240 εκατ. ευρώ το 2003 με τους ξένους επενδυτές να καταλαμβάνουν το 36% της κεφαλαιοποίησης του ΧΑΑ, εκ του οποίου το 24% αφορούσε θεσμικούς επενδυτές⁷³. Ο γενικός δείκτης τιμών έκλεισε στις 2786,18 μονάδες σημειώνοντας άνοδο 23,09%. Ελαφριά αύξηση παρουσίασαν τα αντληθέντα

⁷³ Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, (2004)

κεφάλαια μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς που διαμορφώθηκαν στα 476 εκατ. ευρώ ενώ ο όγκος των χρηματιστηριακών συναλλαγών κυμάνθηκε στα 35.717 εκατ. ευρώ.

Πίνακας 7.1 Εξελίξεις χρηματιστηριακών μεγεθών κατά την περίοδο 1999-2004 (σε εκατ. ευρώ)

Έτος	% μεταβολή Γ.Δ.Τ.	% μεταβολή FTSE-20	Αξία συναλλαγών	% μεταβολή	Αντληθέντα Κεφάλαια μέσω ΧΑΑ
1999	102,19	68,78	172.561,20		9.711
2000	-38,77	-32,96	101.038,60	-41,45	8.787
2001	-23,53	-26,76	41.543,90	-58,58	836
2002	-32,54	-39,54	24.772,10	-40,37	353
2003	29,46	35,43	34.902,80	40,90	378
2004	23,09	34,57	35.717,10	2,33	476

Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

7.3 Το ιδιοκτησιακό καθεστώς των ελληνικών εισηγμένων εταιριών

Ο χαρακτήρας των ελληνικών επιχειρήσεων είναι κατά βάση οικογενειακός, δηλαδή χαρακτηρίζεται από έντονη συγκέντρωση των ιδιοκτησιακών δικαιωμάτων σε μια οικογένεια που αποτελεί και την ιδρυτική αρχή της εταιρίας και παράλληλα εμπλέκεται και στη λήψη των εταιρικών αποφάσεων μέσω της πανίσχυρης συμμετοχής της στο διοικητικό συμβούλιο το οποίο κατά κανόνα απαρτίζεται από άλλα μέλη της οικογενείας και νομικούς συμβούλους, έχοντας στην ουσία εικονικό χαρακτήρα. Η άσκηση της εκτελεστικής διοίκησης αποτελεί αναφαίρετο κληρονομικό δικαίωμα που μεταβιβάζεται από γενιά σε γενιά παράλληλα με τα δικαιώματα κυριότητας με αποτέλεσμα να εξασφαλίζεται η ομαλότητα της διαδοχής, η σταθερότητα και η απρόσκοπτη συνέχεια της εταιρικής λειτουργίας. Το σύστημα αρχών, η κουλτούρα και το μοντέλο οργάνωσης και διοίκησης μίας οικογενειακής επιχείρησης έχει ζυμωθεί και εμπεδωθεί κατά τα διάφορα στάδια ανάπτυξης της εταιρίας μέχρι και την εισαγωγή της στην χρηματιστηριακή αγορά και την υπαγωγή της στο ισχύον ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο των αρχών της πολιτείας.

Τα πλεονεκτήματα που εντοπίζονται στη διακυβέρνηση μίας οικογενειακής επιχείρησης αφορούν την μείωση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης, καθώς το πρόσωπο που ηγείται του διοικητικού σχήματος της εταιρίας συμπίπτει με αυτό του μεγαλομετόχου ή αν δεν συμπίπτει αποτελεί έτερο μέλος της οικογένειας και ως εκ τούτου αποτρέπονται οι συγκρούσεις συμφερόντων που αποτελούν εκτεταμένο φαινόμενο των εταιριών με ευρεία διασπορά μετοχικής βάσης. Κατ' αυτόν τον τρόπο, η ενδοεπιχειρησιακή συνεργασία και επικοινωνία προάγεται σε βαθμό που να μη απαιτείται η ανάληψη κόστους που σχετίζεται με την εποπτεία και παρακολούθηση του management, καθώς τα συμφέροντα των μελών της οικογένειας είναι πλήρως ευθυγραμμισμένα και συμβατά με μία στρατηγική μακροχρόνιας ανάπτυξης ισχυρού ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος που δεν επιτρέπει υιοθέτηση ιδιοτελών και ωφελιμιστικών συμπεριφορών βραχυχρόνιου ορίζοντα. Εκτός αυτού, ο ανεπτυγμένος κώδικας ενδοεταιρικής επικοινωνίας και επιχειρηματικής συμπεριφοράς και η επικράτηση αλτρουισμού σε μία οικογενειακή επιχείρηση μειώνει την ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ του εντολέα και του εντολοδόχου που στην προκειμένη περίπτωση είναι μέλη της ίδιας οικογένειας (Schulze, Lubatkin, and Dino, 2003).

Από την άλλη πλευρά, στις οικογενειακές επιχειρήσεις αποθαρρύνεται η πρόσληψη επαγγελματιών managers που αντιλαμβάνονται με πιο ολοκληρωμένο τρόπο τα ερείσματα της νέας τεχνολογίας και του αυξανόμενου ανταγωνισμού και προωθούνται στα ανώτατα διοικητικά κλιμάκια και στη θέση του διευθύνοντος συμβούλου πρόσωπα του στενού ή ευρύτερου οικογενειακού περιβάλλοντος ή άτομα που πρόσκεινται σε αυτό, χωρίς να δίνεται ευκαιρία σε ανταγωνιστικά και ποιοτικά στελέχη της αγοράς εργασίας να διεκδικήσουν με αξιώσεις την κάλυψη όποιων κενών στη διοικητική ιεραρχία της επιχείρησης μέσα από συγκροτημένες, διαφανείς και αμερόληπτες διαδικασίες προσλήψεων (Mishra, Randøy and Jensen, 2001). Εκτός αυτού, στις εταιρίες που είναι εισηγμένες προκύπτουν φαινόμενα απαλλοτρίωσης των δικαιωμάτων των μικρομετόχων επενδυτών από τους μεγαλομετόχους, οι οποίοι έχουν ισχυρή και αδιαμφισβήτητη επιρροή πάνω στα εταιρικά περιουσιακά στοιχεία και μπορούν να δράσουν προς ίδιον όφελος μεταπουλώντας τα σε ενδιάμεσες εταιρίες που τελούν υπό τον

απόλυτο έλεγχο τους ή κάποιου άλλου οικογενειακού προσώπου. Στην προκειμένη περίπτωση η παραδοσιακή εξήγηση που παρέχει η θεωρία αντιπροσώπευσης για τη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των managers και μετόχων υποκαθίσταται από τη σύγκρουση μεταξύ των ισχυρών μεγαλομετόχων και των αδύναμων μετόχων μειοψηφίας και οι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να αναζητήσουν τρόπους επιβολής ισορροπίας στις σχέσεις των δύο αντιμαχόμενων δυνάμεων κυρίως μέσω της δημιουργίας του κατάλληλου ρυθμιστικού πλαισίου στήριξης και ενίσχυσης των δικαιωμάτων των μικρομετόχων. Το σκηνικό αυτό δυσχεραίνει την πρόσβαση μίας εισηγμένης οικογενειακής επιχείρησης σε μια αποτελεσματική και υψηλής ρευστότητας κεφαλαιαγορά και ως εκ τούτου αυξάνει το κόστος άντλησης των απαιτούμενων κεφαλαίων αφού οι μικροεπενδυτές δεν εμπιστεύονται τις πρακτικές διαχείρισης των αποταμιεύσεων τους από τους ανεξέλεγκτους μεγαλομετόχους των οικογενειακών επιχειρήσεων. Το πρόσφατο παράδειγμα της απαξίωσης του ελληνικού χρηματιστηρίου κατά τις αρχές της δεκαετίας κατέδειξε με τον πιο χαρακτηριστικό τρόπο τις αδυναμίες του συστήματος προστασίας των μικροεπενδυτών από τις ιδιοτελείς, ευκαιριακές και επιπόλαιες πρακτικές διαχείρισης των μεγαλομετόχων που εκμεταλλεύτηκαν με καταχρηστικό και ανεύθυνο τρόπο τη μαζική προσέλευση των αποταμιευτικών κεφαλαίων των μικροεπενδυτών.

Το επίπεδο διασποράς των μετοχών των εταιριών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών αντανακλάται στα γενικά συμπεράσματα της έρευνας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (2003). Σύμφωνα με την έρευνα, η γενικά παραδεκτή αρχή της εταιρικής διακυβέρνησης περί διαχωρισμού ελέγχου και ιδιοκτησίας που παραπέμπει σε ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές δεν έχει εφαρμογή στην περίπτωση των ελληνικών εισηγμένων που έχουν οικογενειακό χαρακτήρα και η διοίκηση συμπίπτει με την ιδιοκτησία⁷⁴. Οι 370 εισηγμένες αντιστοιχούν σε 974 βασικούς μετόχους, όταν σαν βασικός μέτοχος λαμβάνεται αυτός που κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 5% και το επίπεδο διασποράς της τάξεως του 47.22% χαρακτηρίζεται από την έρευνα από μέτριο ως χαμηλό (πίνακας 7.2). Η μεγαλύτερη διασπορά παρατηρείται

⁷⁴ Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Διεύθυνση Μελετών (2001)

για τις εταιρίες υψηλής κεφαλαιοποίησης (FTSE-20), ενώ όσο η χρηματιστηριακή αξία μειώνεται τόσο η συγκέντρωση των μετοχών στα χέρια των βασικών μετόχων αυξάνεται λόγω της πολιτικής αγοράς ιδίων μετοχών από τις επιχειρήσεις και τους βασικούς μετόχους-επιχειρηματίες⁷⁵. Στο μειωμένο επίπεδο διασποράς συμβάλλει και η αυξημένη συμμετοχή του κράτους στην ιδιοκτησία πολλών εταιριών κυρίως των υπηρεσιών δημοσίου συμφέροντος και του κλάδου των τραπεζών⁷⁶. Εξάλλου σύμφωνα με νεότερα στοιχεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, το επίπεδο διασποράς έχει διευρυνθεί ελαφρώς κυρίως λόγω της εφαρμογής εκτεταμένου προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων εταιριών δημοσίου συμφέροντος καθώς και διάθεσης σημαντικού αριθμού τραπεζικών μετοχών σε θεσμικούς επενδυτές⁷⁷. Ο οικογενειακός χαρακτήρας των ελληνικών εισηγμένων εταιριών και η ύπαρξη λίγων μεγαλομετόχων που ελέγχουν πλήρως τις αποφάσεις που λαμβάνει το εταιρικό management μπορεί να λεχθεί, ότι υποκαθιστά τους μηχανισμούς της αγοράς για εταιρικό έλεγχο, όπως είναι οι εχθρικές εξαγορές και τα κίνητρα απόδοσης των managers, όπως είναι η σχετικά περιορισμένη χρήση προγραμμάτων stock options. Επίσης, η αγορά στελεχών δεν εμφανίζει την κινητικότητα που παρατηρείται σε άλλες ανεπτυγμένες δυτικές οικονομίες.

Πίνακας 7.2 Επίπεδο διασποράς ελληνικών εισηγμένων εταιριών*

	Κύρια Αγορά	Παράλληλη Αγορά	NEXA	Σύνολο	FTSE-20	FTSE-40
% διασποράς	48.74	30.42	25.05	47.22	54.04	44.40
Κεφαλαιοποίηση (σε εκατ. Ευρώ)	91.500	8.204	46	99.750	55.411	15630
Αριθμός μεγάλων μετόχων	653	317	4	974	52	101
*Μεγάλοι μέτοχοι =>5%						
Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Διεύθυνση Μελετών (2001)						

⁷⁵ Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Διεύθυνση Μελετών (2001)

⁷⁶ Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Διεύθυνση Μελετών (2001)

⁷⁷ Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση, (2003)

7.4 Το θεσμικό πλαίσιο για την εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα

Η ραγδαία ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς στα τέλη της δεκαετίας του 1990 και οι διεθνείς εξελίξεις επιτάχυναν τη διαδικασία μετασχηματισμού των δομών διακυβέρνησης των ελληνικών εταιριών και τη διεύρυνση της μετοχικής τους βάσης. Το 1999, η Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση που συστάθηκε από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εξέδωσε τη Λευκή Βίβλο με τίτλο: «Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την Ενίσχυση της Αποτελεσματικότητας και του Ανταγωνιστικού Μετασχηματισμού της», με σκοπό τη βελτίωση της διαφάνειας στις ελληνικές επιχειρήσεις και ιδιαίτερα στις εισηγμένες, καθώς και την ενίσχυση του μηχανισμού ελέγχου των συμπεριφορών και των δράσεων των διευθυντικών στελεχών ώστε να επιτευχθεί ορθολογικότερη χρησιμοποίηση των παραγωγικών πόρων. Οι συστάσεις αποβλέπουν στην ικανοποίηση τριών βασικών αρχών: α) συνέπεια, β) διαφάνεια και γ) υπευθυνότητα. Θεμελιώδους σημασίας για την ενίσχυση της ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου, που αποτελεί ισχυρό πόλο αναφοράς για αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση, είναι η συμμετοχή σε αυτό μη εκτελεστικών μελών που να μην διατηρούν εμπορική ή άλλη σχέση με την εταιρία που θα μπορούσε να επηρεάσει την ανεξάρτητη κρίση τους.

Εκτός αυτού στην έκθεση της επιτροπής είναι ολοφάνεροι οι υπαιτιγμοί για τη δημιουργία ενός ρυθμιστικού πλαισίου που θα αποτελέσει τη βάση για αναβάθμιση των εταιρικών λειτουργιών και τη μείωση του κόστους χρηματοδότησης γεγονός που θα συμβάλει στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων και της εθνικής οικονομίας στο σύνολο της (Mertzanis, 2001). Η προσπάθεια εκδημοκρατισμού των ελληνικών εισηγμένων εταιριών είναι βασισμένη στην ενσωμάτωση βασικών χαρακτηριστικών του αγγλοσαξονικού μοντέλου στην ελληνική εταιρική πραγματικότητα και στις λύσεις των ιδιαίτερων προβλημάτων που βιώνει το ελληνικό επιχειρηματικό στερέωμα ώστε η Ελλάδα να διατηρήσει και να ενισχύσει την οικονομική της θέση εντός του έντονα ανταγωνιστικού περιβάλλοντος της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Mertzanis, 2001).

Οι συστάσεις της Επιτροπής διαρθρώνονται σε επτά θεματικές ενότητες που καλύπτουν τις διεθνώς παραδεκτές αρχές εταιρικής διακυβέρνησης. Οι σημαντικότερες από αυτές παρουσιάζονται στα επόμενα τμήματα του κεφαλαίου.

1. Δικαιώματα των μετόχων και ισότιμη μεταχείριση των μετόχων

Οι μέτοχοι έχουν το δικαίωμα ψήφου στις γενικές συνελεύσεις και η δυνατότητα τους πρέπει να διευκολύνεται με την παροχή έγκαιρης και έγκυρης ενημέρωσης πάνω στα εταιρικά δρώμενα ώστε να μπορούν να λάβουν αποφάσεις που αφορούν θεμελιώδεις αλλαγές στην επιχείρηση, όπως είναι εξαγορές, συγχωνεύσεις, αλλαγή καταστατικού, αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, διορισμός και ανάκληση μελών διοικητικού συμβουλίου κ.α. Εξίσου σημαντική είναι η ενθάρρυνση των θεσμικών επενδυτών να ασκούν τα δικαιώματα ψήφου και η αποθάρρυνση θεσμοθέτησης δικαιωμάτων πολλαπλής ψήφου.

2. Διαφάνεια, γνωστοποίηση πληροφοριών και έλεγχος

Η διαφάνεια εξασφαλίζεται μέσω της λεπτομερούς γνωστοποίησης πληροφοριών αναφορικά με τα χρηματοοικονομικά και λειτουργικά αποτελέσματα της εταιρίας, τις δομές και πολιτικές διακυβέρνησης της εταιρίας, τους στόχους, τις συναλλαγές ασυνήθιστου χαρακτήρα, όπως συναλλαγές επί παραγώγων προϊόντων κ.α., ενώ θα πρέπει η πρόσβαση σε τέτοια πληροφόρηση να είναι χαμηλού κόστους προς όλους τους ενδιαφερόμενους. Επίσης, ενθαρρύνεται η σύσταση της Επιτροπής Εσωτερικού Ελέγχου που θα πρέπει να περιλαμβάνει στη σύνθεση της τουλάχιστον τρία μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου και να απευθύνεται σε αυτό τακτικά.

3. Διοικητικό συμβούλιο και μη εκτελεστικά μέλη

Αναφορικά με το διοικητικό συμβούλιο, οι αρμοδιότητες του ορίζονται βάσει του νόμου 2190/1920 με τις όποιες μεταγενέστερες τροποποιήσεις. Στην έκθεση της Επιτροπής ενθαρρύνεται η κατανομή των εξουσιών μεταξύ διευθύνοντος συμβούλου και προέδρου του διοικητικού συμβουλίου ώστε ο

πρόεδρος να εποπτεύει τη λειτουργία του συμβουλίου. Καλή πρακτική θεωρείται όταν η πλειοψηφία των θέσεων του συμβουλίου καταλαμβάνεται από μη εκτελεστικά μέλη, ενώ τίθενται ως κριτήρια επαρκούς ανεξαρτησίας τα εξής: α) να μην κατέχουν διευθυντική θέση ή να είναι μέλη του διοικητικού συμβουλίου άμεσα ή έμμεσα συνδεδεμένης εταιρίας, β) να μην έχουν συγγένεια με άλλα εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου, γ) να μην ανήκουν στην ομάδα των μεγαλομετόχων της εταιρίας και δ) να μην έχουν άλλη σχέση με την επιχείρηση που μπορεί να επηρεάσει την ανεξάρτητη κρίση τους. Για τα μη εκτελεστικά μέλη υποστηρίζεται ότι δεν πρέπει να εκλέγονται για πολλές θητείες.

Για την αναβάθμιση της προστασίας των επενδυτών από φαινόμενα κακοδιαχείρισης από το εταιρικό management και αποκατάστασης της εμπιστοσύνης τους προς το ελληνικό χρηματιστήριο, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προέβη σε κανονιστική ρύθμιση των κανόνων συμπεριφοράς των εισηγμένων εταιριών. Με την υπ' αριθμόν 5/204/2000 απόφαση της Επιτροπής «Κανόνες συμπεριφοράς των εταιριών που έχουν εισαγάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και των συνδεδεμένων με αυτές προσώπων», κάθε εισηγμένη σε οποιαδήποτε αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών υποχρεούται να δημοσιεύσει έγκαιρα και με σαφή τρόπο που δεν επιδέχεται ερμηνείες, πληροφορίες που λόγω των επιπτώσεών τους στην περιουσιακή ή οικονομική της κατάσταση ή στη γενική πορεία των υποθέσεών της, ενδέχεται να επηρεάσουν την τιμή της μετοχής. Τέτοιες πληροφορίες περιλαμβάνουν τη λήψη αποφάσεων α) για την ουσιώδη μεταβολή της επιχειρηματικής δράσεως, β) για σύναψη ή λύση συνεργασιών, γ) για συμμετοχή σε διαδικασία συγχώνευσης, εξαγοράς ή διάσπασης, απόκτησης ή εκχώρησης μετοχών που αντιπροσωπεύουν ποσοστό τουλάχιστον 5% εταιρίας στην οποία συμμετέχει σε ποσοστό τουλάχιστον 10% η κύρια εταιρία, δ) για αλλαγή της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου και εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών, ε) για καταβολή και διανομή μερισμάτων, στ) για αλλαγή ουσιωδών στοιχείων στο Ενημερωτικό της Δελτίο και ζ) για οποιαδήποτε ουσιώδη αλλαγή στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας.

Επιπρόσθετα, κάθε εισηγμένη πρέπει να διαθέτει ένα τμήμα εσωτερικού ελέγχου το οποίο θα επιμελείται για την παρακολούθηση των εταιρικών λειτουργιών και θα αναφέρεται τακτικά στο διοικητικό συμβούλιο για την εφαρμογή του κανονισμού εσωτερικής λειτουργίας. Στις αρμοδιότητες του τμήματος περιλαμβάνεται η παρακολούθηση τήρησης των υποχρεώσεων που προβλέπονται στην παρούσα απόφαση και ελέγχεται αν τηρούνται οι δεσμεύσεις που καταγράφονται στα ενημερωτικά δελτία και στα επιχειρηματικά σχέδια για τη χρήση των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από το χρηματιστήριο. Επίσης, ελέγχεται η νομιμότητα των πάσης φύσεως παροχών προς τα εκτελεστικά στελέχη και τα άλλα μέλη της διοίκησης αναφορικά με τις αποφάσεις των αρμοδίων οργάνων της εταιρίας και οι σχέσεις και συναλλαγές της εταιρίας με τις συνδεδεμένες με αυτήν εταιρία καθώς επίσης και οι σχέσεις της εταιρίας με τις εταιρίες στις οποίες είναι μεριδιούχοι σε ποσοστό τουλάχιστον 10% μέλη του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας. Τέλος, κάθε εταιρία πρέπει να διαθέτει οργανωμένο τμήμα εξυπηρέτησης μετόχων, το οποίο θα έχει την ευθύνη για την άμεση και πλήρη ενημέρωση των μετόχων καθώς και την εξυπηρέτηση τους αναφορικά με την άσκηση των δικαιωμάτων ψήφου στις γενικές συνελεύσεις σύμφωνα με το νόμο και το καταστατικό της εταιρίας.

7.4.1 Ο νόμος για την εταιρική διακυβέρνηση

Την άνοιξη του 2002 ψηφίσθηκε από το Ελληνικό Κοινοβούλιο ο νόμος 3016/2002 «Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις», και αφορά όλες τις εταιρίες που οι κινητές τους αξίες αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Στην Ελλάδα η μέθοδος της αυτορρύθμισης (self-regulation) και των μηχανισμών διόρθωσης των ατελειών της αγοράς προς ένα καθολικά αποδεκτό και ευέλικτο πλαίσιο κανόνων διακυβέρνησης δε κρίθηκε αποφασιστικής σημασίας με αποτέλεσμα να ακολουθηθεί η νομοθετική οδός για ένα ζήτημα που απαιτεί σύμφωνα με τους νομικούς επιστήμονες και τους παράγοντες της αγοράς, μεγαλύτερη περιθώριο ανάληψης πρωτοβουλιών από τους ίδιους τους μηχανισμούς της αγοράς και όχι συγκεκριμένα μέτρα που για να

επιβληθούν και να εφαρμοστούν απαιτούν την υπαγωγή τους σε νομικά εξαναγκαστούς κανόνες και αυστηρό σύστημα επιβολής κυρώσεων⁷⁸.

Ο νόμος ρυθμίζει θέματα που αφορούν τη σύνθεση και τις υποχρεώσεις του διοικητικού συμβουλίου, την οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου, τις αρμοδιότητες της επιτροπής εσωτερικού ελέγχου και τις υποχρεώσεις σχετικά με τη δημοσιοποίηση πληροφοριών που αφορούν την χρησιμοποίηση των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Οι διατάξεις του νόμου είναι προσανατολισμένες προς τις αρχές του αγγλοσαξονικού μοντέλου περί ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρίας και προάσπισης του γενικού εταιρικού συμφέροντος. Προς την ίδια κατεύθυνση, ο νόμος ορίζει ότι τα μέλη του συμβουλίου υποχρεούνται να ενεργούν με μοναδικό γνώμονα την ενίσχυση του εταιρικού συμφέροντος και πρέπει να γνωστοποιούν στο ενιαίο συλλογικό όργανο τα ίδια συμφέροντα τους, τα οποία ενδέχεται να προκύψουν από τη διενέργεια συναλλαγών της εταιρίας που εμπίπτουν στα καθήκοντα τους ώστε να αντιμετωπιστούν έγκαιρα και αποτελεσματικά οι όποιες συγκρούσεις συμφερόντων που ενδέχεται να παρεμποδίσουν την ομαλή εφαρμογή των λαμβανομένων αποφάσεων.

1. Σύνθεση διοικητικού συμβουλίου

Ο νόμος επιβάλλει τη διάκριση μεταξύ εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του συμβουλίου με τα τελευταία να καταλαμβάνουν τουλάχιστον το 1/3 των θέσεων στο διοικητικό συμβούλιο. Τα εκτελεστικά μέλη απασχολούνται με τα καθημερινά θέματα διοίκησης της εταιρίας ενώ τα μη εκτελεστικά είναι επιφορτισμένα με την προαγωγή όλων των εταιρικών ζητημάτων, δηλαδή πέρα από τη συμμετοχή τους στη διαδικασία λήψεως των εταιρικών αποφάσεως παρακολουθούν και εποπτεύουν τα εκτελεστικά μέλη καθώς και την πρόοδο εφαρμογής των αποφάσεων της εκτελεστικής διοίκησης. Δύο από τα μη εκτελεστικά μέλη πρέπει να είναι ανεξάρτητα αν και η συγκεκριμένη ρύθμιση δεν έχει υποχρεωτικό χαρακτήρα καθώς τις θέσεις αυτές μπορούν να

⁷⁸ Μούζουλας, Σπ. (2002). Στην ίδια άποψη με τους νομικούς επιστήμονες συγκλίνει και η άποψη του Συνδέσμου Ελλήνων Βιομηχανιών (ΣΕΒ) που αντιτίθεται μέσω των δικών του Αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης στην υποχρεωτική υιοθέτηση της εταιρικής διακυβέρνησης μέσω νομοθετικής ρύθμισης από την πλευρά της πολιτείας.

καταλάβουν εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων. Ο νεοεισαχθείς στην ελληνική έννομη τάξη, θεσμός των ανεξάρτητων μελών έχει σκοπό να προσδώσει κύρος στις αποφάσεις που λαμβάνονται καθώς πρόκειται για πρόσωπα εξωτερικά προς την εταιρία με καμία σχέση εξάρτησης με το management και τους κύριους μετόχους ή με άλλα πρόσωπα συνδεδεμένα με την εταιρία ενώ σύμφωνα με τη διάταξη του νόμου δεν πρέπει να κατέχουν ποσοστό μεγαλύτερο του 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας⁷⁹. Η αντικειμενικότητα των απόψεων των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών αποβλέπει στην ενίσχυση του εταιρικού συμφέροντος χωρίς επηρεασμούς ψυχολογικού, επαγγελματικού, οικογενειακού ή οικονομικού χαρακτήρα σε πρόσωπα τα οποία σαφώς επηρεάζουν τις αποφάσεις της εταιρίας. Σε κάθε περίπτωση ο χαρακτηρισμός ενός μέλους ως ανεξάρτητος θα πρέπει να αιτιολογείται επαρκώς στις οικονομικές καταστάσεις και να υπόκειται στον έλεγχο του εσωτερικού ελεγκτή. Όσον αφορά τις αμοιβές των μη εκτελεστικών μελών, αυτές πρέπει να είναι συνάρτηση του χρόνου που διαθέτουν στις συνεδριάσεις και την εκπλήρωση των καθηκόντων τους και πρέπει να δημοσιεύονται στο προσάρτημα των ετήσιων λογιστικών καταστάσεων. Στην εισηγητική έκθεση του νόμου καθίσταται σαφές ότι ο έλεγχος και η διαφάνεια των αμοιβών των διοικούντων αποτελεί βασικό κριτήριο χρηστής εταιρικής διοίκησης.

2. Μηχανισμός εσωτερικού ελέγχου

Για την αποτελεσματικότερη προστασία των συμφερόντων των μετόχων, οι οποίοι στην σύγχρονη ανοικτή προς το επενδυτικό κοινό επιχείρηση της μεγάλης διασποράς στο μετοχικό κεφάλαιο απέχουν από τα καθημερινά πράγματα, απαιτείται ξεκάθαρος προσδιορισμός των δομών, των λειτουργιών και των αρμοδιοτήτων εντός της εταιρίας, ώστε να εξασφαλίζεται η επάρκεια του ελέγχου και της παρακολούθησης των διευθυντικών δράσεων από το διοικητικό συμβούλιο, αλλά και η εταιρία να λειτουργεί με βάση τις σαφώς καθορισμένες εσωτερικές πολιτικές. Αυτό επιτυγχάνεται με την κατάρτιση ενός εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας που κατά το ελάχιστο περιεχόμενο του θα προβλέπει τις αρμοδιότητες των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών μελών,

⁷⁹ Βλ. και κεφάλαιο 4^ο

διαδικασίες προσλήψεων διευθυντικών στελεχών και αξιολόγηση της απόδοσης τους, διαδικασίες παρακολούθησης των συναλλαγών των μελών του διοικητικού συμβουλίου με την εταιρία και τις μετοχές της και τις συναλλαγές μεταξύ συνδεδεμένων εταιριών.

Σύμφωνα με το νόμο θεσπίζεται για πρώτη φορά η λειτουργία ειδικής υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου για όσες εταιρίες εισάγουν τις μετοχές τους προς διαπραγμάτευση σε χρηματιστηριακές αγορές. Οι εσωτερικοί ελεγκτές διορίζονται από το διοικητικό συμβούλιο και εποπτεύονται από τα μη εκτελεστικά μέλη ενώ καθιερώνεται μια σειρά από ασυμβίβαστα, όσον αφορά τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και τα διευθυντικά στελέχη ώστε να διασφαλίζεται η ανεξαρτησία τους. Η διοίκηση είναι υποχρεωμένη να εφοδιάζει τους εσωτερικούς ελεγκτές με όλα τα απαραίτητα μέσα για την άρτια εκπλήρωση του έργου τους, ενώ αποτελεί υποχρέωση του διοικητικού συμβουλίου και των εργαζομένων να συνδράμουν στο έργο τους. Στις αρμοδιότητες της υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου περιλαμβάνεται κυρίως ο έλεγχος τήρησης του εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας και της συμμόρφωσης με τη νομοθεσία που ρυθμίζει τη λειτουργία της εταιρίας. Η υπηρεσία ενημερώνει το διοικητικό συμβούλιο για τα πορίσματα του διενεργούμενου ελέγχου και εκπροσωπείται στη γενική συνέλευση. Τέλος, είναι επιφορτισμένη κατά την άσκηση των καθηκόντων της με τον εντοπισμό συγκρούσεων συμφερόντων των μελών του συμβουλίου και των διευθυντικών στελεχών με το εταιρικό συμφέρον.

7.5 Εμπειρικές έρευνες για την εταιρική διακυβέρνηση

Το Κέντρο Μελετών και Εκπαίδευσης Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Αθηνών εκπόνησε έρευνα με τη μέθοδο του ερωτηματολογίου σε ανώτατα εκτελεστικά στελέχη για την αξιολόγηση του επιπέδου προσαρμογής των ελληνικών εισηγμένων που εκπροσωπούν το 86% της συνολικής κεφαλαιοποίησης στις βέλτιστες αρχές εταιρικής διακυβέρνησης σύμφωνα με τις αρχές του ΟΟΣΑ αλλά και τις αρχές του ελληνικού κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης. Η έρευνα αποτέλεσε ένα πολύτιμο εργαλείο για τις εταιρίες του δείγματος, για τους θεσμικούς επενδυτές και για τις εποπτικές και τις

άλλες αρμόδιες κρατικές αρχές ώστε να διαπιστωθούν κενά και αδυναμίες εφαρμογής του υφιστάμενου θεσμικού πλαισίου διακυβέρνησης και να καταδειχθεί πιθανή ανάγκη ανάληψης νέων νομοθετικών ή άλλων θεσμικών πρωτοβουλιών. Κύρια κριτήρια αξιολόγησης με σειρά σημαντικότητας και συντελεστή στάθμισης αποτέλεσαν τα εξής: α) Διαφάνεια, γνωστοποίηση πληροφοριών και έλεγχος, β) διοικητικό συμβούλιο, γ) βασικά δικαιώματα των μετόχων, δ) διευθύνων σύμβουλος και εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη και ε) δέσμευση στην εταιρική διακυβέρνηση και κοινωνική ευθύνη. Οι πέντε δείκτες που καταρτίστηκαν και τα επίπεδα προσαρμογής των εταιριών υψηλής, μεσαίας και χαμηλής κεφαλαιοποίησης αλλά και κάποιων τυχαίων εταιριών που επιλέχθηκαν φαίνονται στον πίνακα 7.3 που απεικονίζει τα εμπειρικά αποτελέσματα της έρευνας. Σύμφωνα με αυτά, ο βαθμός συμμόρφωσης με τις βέλτιστες πρακτικές είναι αρκετά ικανοποιητικός για τις εταιρίες του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης, ενώ αρκετά βήματα πρέπει να διανυθούν από τις εταιρίες που περιλαμβάνονται στις υπόλοιπες κατηγορίες του δείγματος. Ο τομέας της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και της δέσμευσης στην εταιρική διακυβέρνηση βρίσκεται ακόμα σε νηπιακό στάδιο διερεύνησης και προβληματισμού από τις εταιρίες, ενώ η ερευνητική ομάδα αναγνωρίζει το δυναμικό χαρακτήρα διαμόρφωσης συγκροτημένης πολιτικής για την εταιρική διακυβέρνηση σε συνδυασμό με τα μεγάλα περιθώρια βελτίωσης που έχουν οι εταιρίες σε όλους τους τομείς.

Πίνακας 7.3 Αξιολόγηση επιπέδου διακυβέρνησης: Συνολικά αποτελέσματα (άριστα=100)

Δείκτες εταιρικής διακυβέρνησης	Σύνολο εταιριών	FTSE/ASE-20	FTSE/ASE Mid-40	FTSE/ASE Small Cap-80	Γ.Δ.Τ. 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%	82,9%	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 ευθύνη	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%

Πηγή: Ξανθάκης, Μ., Τσιπούρη, Λ. και Σπανός, Λ. (2003)

Το 2005 το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών και ο διεθνής ελεγκτικός οίκος Grant Thornton διεξήγαγαν την έρευνα «Εταιρικής Διακυβέρνηση 2005» με στόχο τη σκιαγράφηση των πρακτικών διακυβέρνησης που εφαρμόζουν οι ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις. Οι επιχειρήσεις που ανταποκρίθηκαν στην έρευνα και συμπλήρωσαν τα σχετικά ερωτηματολόγια αντιπροσωπεύουν το 53% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χ.Α. και θεωρούνται αντιπροσωπευτικές του συνόλου. Οι ερωτήσεις που υποβλήθηκαν ήταν κατηγοριοποιημένες στις εξής θεματικές ενότητες: εταιρική διακυβέρνηση, διοικητικό συμβούλιο, ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη, αποδοχές διοικητικού συμβουλίου-διευθυντικών στελεχών, εσωτερική οργάνωση και κανονισμός λειτουργίας, εσωτερικός έλεγχος και σύστημα διαχείρισης κινδύνων και συμμετοχή μετόχων στη λήψη αποφάσεων. Η πρωταρχική διαπίστωση της έρευνας είναι, ότι οι εισηγμένες επιχειρήσεις ακολουθούν σε γενικές γραμμές το θεσμικό πλαίσιο και εφαρμόζουν τις διατάξεις του νόμου 3016/2002, όμως δεν συμμορφώνονται ως προς το πνεύμα της εταιρικής διακυβέρνησης που είναι άλλωστε και το κύριο ζητούμενο για την αύξηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών. Χαρακτηριστικό στοιχείο της μειωμένης σημασίας που αποδίδουν οι εισηγμένες εταιρίες στην εταιρική διακυβέρνηση είναι το γεγονός, ότι μόλις δύο στις δέκα επιχειρήσεις δημοσιοποιούν στους ενδιαφερόμενους έκθεση συμμόρφωσης με το θεσμικό πλαίσιο. Στη συνέχεια παρουσιάζονται μερικά από τα πιο ενδιαφέροντα πορίσματα της έρευνας σε σχέση με τις θεματικές ενότητες που αφορούν την εταιρική διακυβέρνηση των ελληνικών εισηγμένων:

- Σχεδόν όλες οι εταιρίες διαθέτουν ευέλικτα διοικητικά συμβούλια, καθότι δεν ξεπερνούν το μέγιστο αριθμό μελών που προτείνει η

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η πλειονότητα των εταιριών δεν διαχωρίζει τις ευθύνες στα ανώτατα κλιμάκια της διοίκησης και δεν τεκμηριώνει τη συγκεκριμένη πρακτική ενώ στις μισές εταιρίες ο Πρόεδρος είναι και βασικός μέτοχος. Επίσης παρατηρείται σχετική ανυπαρξία πρακτικών αξιολόγησης της απόδοσης των μελών του διοικητικού συμβουλίου και των επιτροπών καθώς και δημοσιοποίησης συγκεκριμένων διαδικασιών για τον ορισμό νέων μελών.

- Μόνο έξι στις δέκα εταιρίες εξασφαλίζουν την ανεξαρτησία των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών τους ενώ μόλις στο ένα τέταρτο των εταιριών εμφανίζεται εκπροσώπηση των μετόχων μειοψηφίας στο διοικητικό συμβούλιο
- Η συντριπτική πλειοψηφία των εταιριών (80%) δεν έχει συστήσει επιτροπή αμοιβών για τον έλεγχο της πολιτικής αμοιβών που χαράσσει το διοικητικό συμβούλιο. Παράλληλα, οι πέντε στις δέκα εταιρίες δεν δημοσιοποιούν ξεχωριστά τις αποδοχές των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου
- Το σύνολο εταιριών διαθέτει εγκεκριμένο εσωτερικό κανονισμό λειτουργίας, όμως μόνο μία στις τρεις εταιρίες τηρούν τα ελάχιστα προβλεπόμενα από το νόμο όσον αφορά το περιεχόμενο του κανονισμού
- Το 73% των εταιριών έχει συστήσει επιτροπή εσωτερικού ελέγχου αλλά μόνο μία στις δύο επιχειρήσεις μεγάλης και μεσαίας κεφαλαιοποίησης διαθέτει τον απαραίτητο αριθμό μη εκτελεστικών μελών στην επιτροπή, ώστε να διασφαλίζεται η ανεξαρτησία των εσωτερικών ελεγκτών
- Η πλειονότητα των επιχειρήσεων θεωρεί σκόπιμη τη διευκόλυνση της συμμετοχής των μετόχων στις γενικές συνελεύσεις αλλά μόνο το 65% των εταιριών προσφέρει στους μετόχους τη δυνατότητα να ψηφίζουν εν τη απουσία τους

7.6 Βιβλιογραφία 7^{ου} κεφαλαίου

Mertzanis, H. V. (2001) Principles of Corporate Governance in Greece, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 9 (2), 89-100

Mishra C. S., Randøy, T. and Jensen J. I. (2001) The Effect of Founding Family Influence on Firm Value and Corporate Governance, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 12 (3), 235-259

Schulze, W.S, Lubatkin, M. H. and Dino, R. N. (2003) Toward a theory of agency and altruism in family firms, *Journal of Business Venturing*, Vol. 18 (4), 473-490

Tsibanoulis, D. Corporate Governance Developments in Greece, Tsibanoulis and Partners

Αθανασίου, Λ. (2003) Εισαγωγή μη εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ. εισηγμένων εταιριών: Υποχρεώσεις και ευθύνη, *Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου*, σελ. 288

Έκθεση του Διοικητή της Τραπέζης της Ελλάδος (2002, 2003, 2004), Αθήνα

Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα υπό το συντονισμό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (1999), Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την Ενίσχυση της Αποτελεσματικότητας και του Ανταγωνιστικού Μετασχηματισμού της, Αθήνα

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση, (1999, 2000, 2001, 2002), Αθήνα

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (2001) Το επίπεδο Διασποράς Ιδιοκτησίας στις Ελληνικές Εισηγμένες Εταιρίες, Διεύθυνση Μελετών, www.hcmc.gr

Μούζουλας, Σπ. (Ιούνιος 2002) Εταιρική διακυβέρνηση: Σύντομες σκέψεις για το νέο νόμο, *Συνήγορος*, σελ. 174-175

Μούζουλας, Σπ. Εταιρική Διακυβέρνηση: Διεθνής Εμπειρία, Ελληνική Πραγματικότητα, εκδ. Α. Σάκκουλα, Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2003

Ξανθάκης, Μ., Τσιπούρη, Λ. και Σπανός, Λ. Εταιρική Διακυβέρνηση: Έννοιες και Μέθοδοι Αξιολόγησης, εκδ. Παπαζήση, Αθήνα, 2003

Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών και Grant Thornton (2005), Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης 2005, Αθήνα

Παμπούκης, Κ. (2003) Το γενικό εταιρικό συμφέρον ως ιδέα κεντρική στο θεσμό της εταιρικής διακυβέρνησης, *Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου*, σελ. 955

Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων, Νοέμβριος 2005, Συνέδριο για την Εταιρική Διακυβέρνηση και Διεθνή Εταιρία

Ρόκας, Ν. Κ., Εμπορικές Εταιρίες, 4^η Έκδοση, εκδ. Α. Σάκκουλας, Αθήνα, 2004

Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. Απολογισμός Χρήσεως 2004, Αθήνα

Χριστοδουλάκης, Ν. (2003) Ομιλία στην Ημερίδα του London Business School Greek Alumni Association “Εταιρική Επιβίωση και Εταιρική Διακυβέρνηση”

Κεφάλαιο 8: Συμπεράσματα - Προτάσεις για έρευνα

Στην εργασία αυτή προσεγγίσαμε βιβλιογραφικά την εταιρική διακυβέρνηση και τον αποφασιστικό ρόλο που διαδραματίζει στον εκσυγχρονισμό των συστημάτων εσωτερικής λειτουργίας και οργάνωσης των σύγχρονων «ανοικτών» επιχειρήσεων, όπου η ιδιοκτησία (χρηματοδότηση) διαχωρίζεται από την διοίκηση τους (έλεγχος). Είδαμε πως εταιρική διακυβέρνηση, εταιρική απόδοση και οικονομική ανάπτυξη είναι άρρηκτα συνδεδεμένες έννοιες και η ένταση της αλληλεπίδρασης τους εξαρτάται από τη νομική παράδοση και το οικονομικό μοντέλο μέσα στο οποίο αναπτύσσεται μία τέτοια σχέση. Επίσης, μέσα από την εργασία κατέστη σαφές πως οι συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στις διάφορες ομάδες εμπλεκόμενων στην εταιρική λειτουργία μπορούν να αμβλυνθούν με την παράλληλη και συντονισμένη δράση των μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης και την αλληλεπίδραση αυτών.

Οι προκλήσεις για την εταιρική διακυβέρνηση είναι πολλές, καθώς η βελτίωση της λειτουργικότητας των επιμέρους μηχανισμών, είτε αυτή προκληθεί μέσω της αυτορρύθμισης που επιβάλλουν οι μηχανισμοί της αγοράς είτε μέσω της ρυθμιστικής οδού, μπορεί να περιορίσει σε σημαντικό βαθμό τα φαινόμενα διευθυντικού καιροσκοπισμού που οδήγησαν στα πρόσφατα εταιρικά σκάνδαλα και να αποτελέσει ακρογωνιαίο λίθο για σεβασμό στους μετόχους και το κοινωνικό σύνολο και εταιρική επιβίωση σε ένα ταχέως εξελισσόμενο επιχειρηματικό περιβάλλον όπου η διαφάνεια, η αξιοπιστία, η διαχείριση κινδύνων και ο έλεγχος πρέπει να αποτελούν πρακτικές βέλτιστης συμπεριφοράς για τον φορέα ενάσκησης επιχειρηματικής δραστηριότητας και όχι απλά ανάγκες συμμόρφωσης με το εκάστοτε ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο.

Στη συνέχεια, ασχοληθήκαμε εκτενώς με τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης και την εξέλιξη τους μέσα στο χρόνο, αλλά και στην ανάγκη σταδιακής σύγκλισης τους στο διευρυμένο πλαίσιο που υπαγορεύει η παγκοσμιοποίηση των αγορών και η ραγδαία αύξηση της κινητικότητας του κεφαλαίου. Κύριος άξονας προβληματισμού της παρούσας εργασίας αποτέλεσε ο πολυδιάστατος ρόλος του διοικητικού συμβουλίου και η ζωτικής σημασίας συμβολή του στη διαμόρφωση της εταιρικής στρατηγικής, αλλά και

του ελέγχου των διευθυντικών συμπεριφορών για λογαριασμό των μετόχων. Βέβαια, όπως προαναφέρθηκε το διοικητικό συμβούλιο ασκεί και έντονη συμβουλευτική δραστηριότητα στο management, προσπαθώντας να το οδηγήσει στην υιοθέτηση ενός ξεκάθαρα πλαισίου δράσης και συμπεριφοράς που θα εναρμονίζεται με την υφιστάμενη εταιρική κουλτούρα και το κώδικα ηθικής και δεοντολογίας, ενώ θα έχει αποτελεσματική εφαρμογή σε όλα τα οργανωσιακά επίπεδα.

Σε επιμέρους παρατηρήσεις, μπορούμε να επικεντρώσουμε το ενδιαφέρον μας στις αμοιβές των εκτελεστικών στελεχών, οι οποίες καθορίζονται από το συμβούλιο και η διαδικασία καθορισμού τους πρέπει να είναι πλήρως διαφανής και να αιτιολογείται πλήρως η βάση στην οποία στηρίχθηκαν οι σχετικές αποφάσεις τους συμβουλίου. Η σχέση μεταξύ συμβουλίου και management πρέπει να είναι δημιουργικού χαρακτήρα, δηλαδή οι δύο πλευρές να επιτελούν τα θεσμικά τους καθήκοντα, δίχως να παρεμβαίνει η μία στο πεδίο ευθύνης της άλλης και να παρεμποδίζεται το ξεδίπλωμα των ιδιαίτερων ικανοτήτων των δύο δυνάμεων. Στον τομέα ηγεσίας του διοικητικού συμβουλίου, ο διευθύνων σύμβουλος πρέπει να υπόκειται στον έλεγχο ενός ανεξάρτητου «εξωτερικού» προέδρου που θα μπορεί ανά πάσα στιγμή να εγείρει ερωτήματα αναφορικά με την καταλληλότητα της ακολουθούμενης εταιρικής στρατηγικής και με ζητήματα επιδόσεων του διευθύνοντος συμβούλου. Οι επιτροπές του διοικητικού συμβουλίου αυξάνουν συνεχώς την επιρροή τους στη διαμόρφωση των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζει ο οργανισμός. Η παρουσία τους δεν θα πρέπει να αποσκοπεί αποκλειστικά στην ενίσχυση του εποπτικού ιστού της εταιρίας. Για παράδειγμα, η επιτροπή εσωτερικού ελέγχου πέρα από το πλήθος των αρμοδιοτήτων με τις οποίες είναι επιφορτισμένη πρέπει να λειτουργήσει επιπλέον ως ένας μηχανισμός δημιουργίας προστιθέμενης αξίας για την εταιρία, κατανοώντας τους κινδύνους που διατρέχουν οι εμπλεκόμενοι στην εταιρική λειτουργία και οι έχοντες συμφέροντα από την απόδοση αυτής. Όσον αφορά τον εσωτερικό έλεγχο, διαπιστώσαμε ότι η ποιότητα του και η δυνατότητα του να προσθέσει αξία στις εταιρικές λειτουργίες εξαρτάται άμεσα από την ποιότητα των σχέσεων που αναπτύσσει με τους άλλους φορείς που

εμπλέκονται στην εταιρική διακυβέρνηση, δηλαδή την επιτροπή εσωτερικού ελέγχου, τους εξωτερικούς ελεγκτές και το εκτελεστικό management.

Τα πρόσφατα εταιρικά σκάνδαλα στις Η.Π.Α. και η κρίση των χρηματοοικονομικών αγορών που τα ακολούθησε παγκοσμίως συνέβαλλαν στην ανάδειξη της εταιρικής διακυβέρνησης ως σανίδα σωτηρίας για την χρηματοοικονομική εξυγίανση των επιχειρήσεων, την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και την ανάκαμψη των κεφαλαιαγορών. Στην Ελλάδα, η εταιρική διακυβέρνηση απασχολεί τους φορείς της αγοράς και τις κυβερνητικές αρχές μετά την πτώση του χρηματιστηρίου το 2000. Αμφότερα τα φαινόμενα υποδηλώνουν πως όσο τα οικονομούντα άτομα παρακινούνται στη λήψη των αποφάσεων από το ατομικό τους συμφέρον μη δίνοντας τη δέουσα σημασία στους φορείς που εξαρτιούνται από την εταιρική απόδοση, τέτοια σκάνδαλα θα συνεχίσουν να έρχονται στο φως της δημοσιότητας και να δηλητηριάζουν τους δημοκρατικούς θεσμούς της διαφάνειας και της υπευθυνότητας εντός του εταιρικού περιβάλλοντος. Εξάλλου, η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί ένα από τα πολλά συστατικά που οδηγούν σε αυξημένη ανταγωνιστικότητα και η ορθή εφαρμογή της δεν μπορεί από μόνη της να προεξοφλήσει την εταιρική επιτυχία. Είναι σαφές όμως ότι η πειθαρχημένη εφαρμογή αρχών εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί παραδοχή από πλευράς διοικούντων ότι η εταιρία λειτουργεί με κανόνες διαφάνειας και σεβασμού των συμφερόντων όλων των εμπλεκόμενων ομάδων στην εταιρική λειτουργία.

Η εργασία αυτή φιλοδοξεί να αποτελέσει ένα εφαλτήριο πρόσθετου ερευνητικού ενδιαφέροντος για τους φοιτητές του Πανεπιστημίου Πειραιώς και ειδικότερα του τομέα της Διοίκησης των Επιχειρήσεων πάνω στο πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης και του εσωτερικού ελέγχου. Στην εποχή του διεθνοποιημένου ανταγωνισμού και της ραγδαίας ανάπτυξης των επιχειρήσεων, οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης οδηγούν σε προσέλκυση ξένου επενδυτικού ενδιαφέροντος για τις εταιρίες που τις εφαρμόζουν πιστά. Η ποιότητα των οικονομικών καταστάσεων και η έντιμη παρουσίαση των οικονομικών αποτελεσμάτων από τις διοικήσεις, η ενημέρωση των μετόχων, οι θεσμικοί επενδυτές και η ενεργοποίησή τους στα εταιρικά πράγματα, η

δραστηριότητα των αντισταθμιστικών ταμείων (hedge funds) και η αποτελεσματικότητα του κράτους ως μεγαλομετόχου και επιχειρηματία αποτελούν κάποιες από τις περιοχές που παρέχουν μεγάλα περιθώρια περαιτέρω διερεύνησης πάντα υπό το πρίσμα των λύσεων που προσφέρει η εταιρική διακυβέρνηση. Στα πλαίσια της ελληνικής πραγματικότητας οι κανόνες διακυβέρνησης των ζημιολόγων-μη εισηγμένων Δ.Ε.Κ.Ο., με αφορμή και την πρόσφατη νομοθετική μεταρρύθμιση για την εξυγίανση τους, θα πρέπει να βρεθούν στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος με προτάσεις για πιο υπεύθυνες διευθυντικές συμπεριφορές δηλαδή καλύτερη και αποδοτικότερη αξιοποίηση των χρημάτων των ελλήνων φορολογουμένων αλλά και πιο αυστηρή εποπτεία από την πλευρά των κρατικών αρχών.

Βιβλιογραφία

A. Ξενόγλωσση

- Ahmadjan, C. (2000) Changing Japanese Corporate Governance, *The Japanese Economy*, Vol. 28 (6), 59-84
- Alchian, A. and Demsetz, H. (1972) Production, information costs, and economic organization, *The American Economic Review*, Vol. 62 (5), 777-795
- Arnold, B. and de Lange P. (2004) Enron: an examination of agency problems, *Critical Perspectives on Accounting*, Vol. 15, 751-765
- Barca, F. and Becht, M. (2001), *The Control of Corporate Europe*, The Control of Corporate Europe, Oxford: Oxford University Press.
- Becht M., Bolton P. and Roell A., (2002), Corporate Governance and Control, ECGI - Finance Working Paper No. 02
- Belden S., Fister, T. and Knapp, B. (2005) Dividends and Directors: Do Outsiders Reduce Agency Costs? , *Business and Society Review*, Vol. 110 (2), 171-180
- Business Roundtable, May 2002 Principles of Corporate Governance, 1-41
- Business Roundtable, (1997) The Business Roundtable statement on corporate governance stresses substance over form, *Business Roundtable*, September, 187-214
- Byrne, John A., Lavelle, Louis, Byrnes, Nanette, Vickers, Marcia, Borrus (2002) How to fix Corporate Governance, *Business Week*, May 6, Issue 3781
- Cadbury Report (1992) Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (London: GEE)
- CALPERS, (1997) Corporate Governance Market Principles, *California Public Employees' Retirement System*, Agenda Item 14, June 16.
- Carati, G., and Rad,. A. T. (2000) Convergence of Corporate Governance Systems, *Managerial Finance*, Vol. 26 (10), 66-83
- Claessens S. and Fan, J. (2002) Corporate Governance in Asia: A Survey, *International Review of Finance*, Vol. 3(2), 71-103

- Clarke, Th. (1998) The contribution of non-executive directors to the effectiveness of corporate governance, *Career Development International*, Vol. 3/3, 118-124
- Cohen, J., Krishnamoorthy, G., Wright, A. M. (2002) Corporate Governance and the Audit Process, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 19 (4), 573-594
- Cohen, J., Krishnamoorthy, G., Wright, A. M. (2004) The Corporate Governance Mosaic and Financial Reporting Quality, *Journal of Accounting Literature*, Vol. 23, 87-152
- Combined Code, (2000) Principles of Good Governance and Code of Best Practice, UK
- Commission of the European Communities (2003a) *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament. Reinforcing the statutory audit in the EU* (Brussels: CEC).
- Commission of the European Communities (2003b) *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament. Modernising company law and enhancing corporate governance in the European Union – a plan to move forward* (Brussels: CEC).
- Cordeiro, J., Veliyath, R, Erasmus E. J., and M. Tax (2000) An Empirical Investigation of the Determinants of Outside Director Compensation, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 8 (3), 268-279
- Core, J. E., Holthausen, R. W. and Larcker, D. F. (1999) Corporate Governance, chief executive officer compensation, and firm performance, *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, 371-406
- Cuervo, A. (2002) Corporate Governance Mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 10, 84-93
- Dahya, J., McConnell, J. and Travlos, N. (2002) The Cadbury Committee, corporate performance and top management turnover, *Journal of Finance*, Vol. 57, 461-483
- Davis, M.L. and Stobaugh, R. (1995) Best Practices in Director Pay, *Directors and Boards*, Vol. 20, 16-19.
- Deakin, S. and Konzelmann S. J. (2004) Learning from Enron, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12 (2), 134-142

Deloitte & Touche LLP Internal Audit Professionals, Optimizing the Role of Internal Audit in the Sarbanes-Oxley Era

Dewing I. P. and Russel P. O. (2004) Accounting, Auditing and Corporate Governance of European Listed Countries: EU Policy Developments Before and After Enron, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 42 (2), 289-319

Demsetz, H. (1983) The monitoring of management Statement of the Business Roundtable on the American Law Institute's proposed principles of corporate governance and structure: Restatement and Recommendations. New York Business Roundtable.

Denis, K. D. and McConnell J. J. (2003) International Corporate Governance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38 (1), 1-36

Denis, K. D. (2001) Twenty-five years of corporate governance research...and counting, *Review of Financial Economics*, Vol. 10, 191-212

Donaldson, G. (1994) Corporate Restructuring, Harvard Business School Press

Edwards, J. and Nibler, M. (2000) Corporate Governance in Germany: The role of banks and ownership concentration, *Economic Policy*, Vol. 15 (31), 239-267

European Confederation of Institutes of Internal Auditing, "Internal Auditing in Europe", Position Paper, February 2005

Fama, E. F. (1980) Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, Vol. 88 (21), 288-307

Fama, E. F. and Jensen M. C. (1983) Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, 301-325

Fields, A.M. and Keys, P. Y. (2003) The Emergence of Corporate Governance from Wall St. to Main St.: Outside Directors, Board Diversity, Earnings Management, and Managerial Incentives to Bear Risk, *The Financial Review*, Vol. 38, 1-24

Final New York Stock Exchange Corporate Governance Rules, November 2003

Gillian, S. L. and Starks, L. T. (2000) Corporate governance proposals and shareholders activism: the role of institutional investors, *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, 275-305

- Gillian, S. L. and Starks, L. T. (2003) Corporate governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective, *Journal of Applied Finance*, Fall/Winter, 4-22
- Goyer, .M. (2003) The transformation of Corporate Governance in France, US-France Analysis Series, The Brookings Institution
- Gramling, A. A., Maletta, M. J., Schneider, A. and Church, B. K. (2004) The role of the internal audit function in corporate governance: a synthesis of the extant internal auditing literature and directions for future research, *Journal of Accounting Literature*, Vol. 23, 194-244,
- Hamilton, Robert W. (2000) Corporate Governance in America 1950-2000: Major Changes But Uncertain Benefits, *Journal of Corporation Law*, Vol. 25 2, (3), 349-381
- Hanazaki, M. and Horiouch A. (2000) Is Japan's financial system efficient?, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 16 (2), 61-73
- Hart, O. (1995) Corporate Governance: Some theory and implications, *The Economic Journal*, 678-689
- Harrington, C. (2004) Internal Audit's New Role, *Journal of Accountancy*, Vol. 198 (3)
- Healy, P. M. and Palepu K. G. (2003) The fall of Enron, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17 (2), 3-26
- Hermalin, B. E. and Weisbach, M. S. (2003) Board of Directors as an Endogenously determined Institution: A Survey of the Economic Literature, *Economic Policy Review*, 7-26
- Hermanson, D. R. and Rittenberg, L. E. (2003) Internal audit and organizational governance, Chap. In Research Opportunities in Internal Auditing, Institute of Internal Auditors Research Foundation
- Higgs, D. (2003), *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, London: DTI
- Institute of Internal Auditors, "Defining effectiveness", www.theiiaa.org/index.cfm?act=content.group&subcat_id=671
- Institute of Internal Auditors (IIA), (2003) International Standards for the Professional Practice of Auditing
- Jeffers, E. (2005) Corporate Governance: Toward converging models?, *Global Finance Journal*, Vol. 16, 221-232

- Jensen M. C. (1986) Agency Costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review*, Vol. 6, 323-329
- Jensen M. C. and Meckling W. H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 305-360
- Jensen, M. (1993) The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*, Vol. 48, 831-880
- Johnson, J. L., Daily, C. M., Ellstrand, A. E. (1996) Board of Directors: A Review and Research Agenda, *Journal of Management*, Vol. 22 (3), 409-438
- Keasy, K. and Hudson, R. (2002) Non executive directors and the Higg's consultation paper, 'Review of the role and effectiveness of the non executive directors ', *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 10 (4), 361-371
- Lannoo, K. (1999) A European Perspective on Corporate Governance, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 37 (2), 269-2954
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (2000) Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, 3-27
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (1998) Law and Finance, *Journal of Political Economy*, Vol. 106, 1113-1150
- Lawler, E. E., Benson, G. S., Finegold, D. L. and Conger, J. A. (2002) Corporate Boards: Keys to Effectiveness, *Organizational Dynamics*, Vol. 30 (4), 310-324
- Lear, R. W. (1979) Compensation for outside directors, *Harvard Business Review*, November, 18-28
- Letza, S., Sun, X. and Kirkbride, J. (2004) Shareholding Versus Stakeholding: a critical review of corporate governance, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12 (3), 242-262
- Lewis, T., Machold, S., Oxtoby, D. and Ahmed, P. K.,(2004) Employee roles in governance: contrasting the UK and German experience, *Corporate Governance*, Vol. 4 (4), 16-28
- Lin, S., Peter, F. P. and Young, S. (2003) Stock Market Reaction to the Appointment Of Outside Directors, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 30 (4), 351-382

- Lubatkin, L., Lane, P., Collin, S. and Vary, P. (2005) Origins of Corporate Governance in the USA, Sweden and France, *Organization Studies*, Vol. 26 (6), 867-888
- McKinsey Co. (2002) Global Investor Opinion Survey On Corporate Governance: Key Findings, July
- Mertzanis, H. V. (2001) Principles of Corporate Governance in Greece, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 9 (2), 89-100
- Mishra C. S., Randøy, T. and Jensen J. I. (2001) The Effect of Founding Family Influence on Firm Value and Corporate Governance, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 12 (3), 235-259
- Mitchell, M. and Mulherin, H. (1996) The impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity, *Journal of Financial Economics*, 193-229
- Morck, R., Schleifer, A. and Vishny, R. (1988) Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 293-315
- National Association of Corporate Directors (NACD), *Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Audit Committees: A Practical Guide* (Washington, DC: NACD, 2000).
- Newell, R. and Wilson, G. (2002) A premium for good governance, *McKinsey Quarterly*, Issue 3, 20-23
- Nooteboom, B. (1999) Voice- and Exit-Based Forms of Corporate Control: Anglo-American, European, and Japanese, *Journal of Economic Issues*, Vol. 33 (4), 845-860
- Nowak, M. J. and McCabe M. (2003) Information Costs and the Role of the Independent Corporate Director, *Corporate Governance: International Review*, Vol. 11 (4), 300-307
- OECD, (2004) Principles of Corporate Governance, OECD Publications Services
- O'Sullivan, Mary A. (2003) The political economy of comparative corporate governance, *Review of International Political Economy*, Vol. 10 (1), 23-72
- O'Sullivan, Mary A. (2000) Corporate Governance and Globalization, INSEAD Working Paper
- Parrat, F. (1999) *Le Gouvernement D' Enterprise*, Maxima, Paris

- Parthiban, D., Kochhar, R. and Levitas, E. (1998) The Effect of Institutional Investors on the level and mix of CEO compensation, *Academy of Management Journal*, Vol. 41 (2), 200-208
- Pearl Meyer and Partners Inc. (1996) *Compensating the Outside Director: Cash to Equity Shift*, New York: Monograph.
- Plessis, J. (2003) *The German Two-Tier Board and the German Corporate Governance Code*
- Preda Code (1999, 2002) *Codice di Autodisciplina* Milano: Borsa Italiana.
- Rebérioux, A. (2002) European Style of Corporate Governance at the Crossroads: The Role of Worker Involvement, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 40 (1), 1111-34
- Salacuse, J. (2002) Corporate Governance, Culture and Convergence: Corporations American Style or with a European Touch?, Conference on “Transatlantic Perspectives on E.U – U.S Economic Relations: Convergence, Cooperation and Conflict”
- Sarbanes, P. and Oxley, M. (2002) *Sarbanes-Oxley Act of 2002*, Washington, DC: U.S. Congress
- Schulze, W.S, Lubatkin, M. H. and Dino, R. N. (2003) Toward a theory of agency and altruism in family firms, *Journal of Business Venturing*, Vol. 18 (4), 473-490
- SEC Securities Act Release No. 48745. 2003. (November 4). www.sec.gov
- Seki, T. (2005) Legal Reform and Shareholder Activism by Institutional Investors in Japan, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13 (3), 377-385
- Shleifer, A. and Vishny W. R. (1997) A survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, Vol. 52, 737-783
- Shleifer, A. and Vishny W. R. (1989) Management entrenchment: The case of manager-specific investments, *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, 123-140
- Smith, A (1776) *An inquiry into the nature and causes of the Wealth of Nations*, New York: Modern Library
- Sridharan, U. V., Caines, W. R., McMillan J. and Summers S. (2002) Financial Transparency and Auditor Responsibility: Enron and Andersen, *International Journal of Auditing*, Vol. 6, 277-286

- Thomas, C. W. (2002) The rise and fall of Enron, *Journal of Accountancy*, Vol. 193 (4), 41-53
- Tricker, B. (2005) Corporate Governance-a subject whose time has come, *Corporate Ownership and Control*, Vol. 2 (2), 11-19
- Tsibanoulis, D. Corporate Governance Developments in Greece, Tsibanoulis and Partners
- U.S. Board of Governors of the Federal Reserve, *Flow of Funds Accounts, Flows and Outstandings*, various years
- Vallario, C. W. (2003) Internal Audit: Active ingredient in reform remix, *Financial Executive*, June, 26-28
- Vienot. M. (1995). "Le conseil d' administration des sociétés cotées". *Association Française des Entreprises Privées (AFEP) & Conseil National du Patronat Français (CNPF) document* (July), Paris.
- Walsh, J. P. and Seward J. K. (1990) On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms, *Academy of Management Review*, Vol. 15, No. 3, 421-458
- Weil, Gotshal and Manges (2002), Comparative study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States I-V, Holly, J. Gregory, Brussels
- Yafeh, Y. (2000) Corporate Governance in Japan: past performance and future prospects, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 16 (2), 74-84

B. Ελληνική

- Αθανασίου, Λ. (2003) Εισαγωγή μη εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ. εισηγμένων εταιριών: Υποχρεώσεις και ευθύνη, *Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου*, σελ. 288
- Έκθεση του Διοικητή της Τραπέζης της Ελλάδος (2002, 2003, 2004), Αθήνα
- Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα υπό το συντονισμό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (1999), Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την Ενίσχυση της Αποτελεσματικότητας και του Ανταγωνιστικού Μετασχηματισμού της, Αθήνα
- Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση, (1999, 2000, 2001, 2002), Αθήνα
- Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (2001) Το επίπεδο Διασποράς Ιδιοκτησίας στις Ελληνικές Εισηγμένες Εταιρίες, Διεύθυνση Μελετών, www.hcmc.gr

Μούζουλας, Σπ. (Ιούνιος 2002) Εταιρική διακυβέρνηση: Σύντομες σκέψεις για το νέο νόμο, *Συνήγορος*, σελ. 174-175

Μούζουλας, Σπ. Εταιρική Διακυβέρνηση: Διεθνής Εμπειρία, Ελληνική Πραγματικότητα, εκδ. Α. Σάκκουλα, Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2003

Ξανθάκης, Μ., Τσιπούρη, Λ. και Σπανός, Λ. (2003) Εταιρική Διακυβέρνηση: Έννοιες και Μέθοδοι Αξιολόγησης, Εκδόσεις Παπαζήση

Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών και Grant Thornton (2005), Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης 2005, Αθήνα

Παμπούκης, Κ. (2003) Το γενικό εταιρικό συμφέρον ως ιδέα κεντρική στο θεσμό της εταιρικής διακυβέρνησης, *Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου*, σελ. 955

Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων, Νοέμβριος 2005, Συνέδριο για την Εταιρική Διακυβέρνηση και Διεθνή Εταιρία Ρόκας, Ν. Κ., *Εμπορικές Εταιρίες*, 4^η Έκδοση, εκδ. Α. Σάκκουλας, Αθήνα, 2004

Πάτρα, Π. 1/3/2003, Η τέχνη της Λογιστικής: Έτσι είναι, αν έτσι νομίζεται, *Οικονομικός Ταχυδρόμος*, Αρ. φύλλου 9, σελ. 68-72

Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. Απολογισμός Χρήσεως 2004, Αθήνα

Χριστοδουλάκης, Ν. (2003) Ομιλία στην Ημερίδα του London Business School Greek Alumni Association “Εταιρική Επιβίωση και Εταιρική Διακυβέρνηση”