

Α.Τ.Ε.Ι. ΚΑΛΑΜΑΤΑΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗΣ



ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΘΕΜΑ:
Ο ΘΕΣΜΟΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΣΤΗΝ
ΕΛΛΑΔΑ



Επιβλέπων Καθηγητής:

Λυγγίτσος Αλέξανδρος
Καθηγητής Εφαρμογών

Συγγραφή:

Παπαφίλη Γεωργία (Α.Μ. 2005192)

ΚΑΛΑΜΑΤΑ

Νοέμβριος 2011

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....5	2.5 Οικονομική κρίση: Η εταιρική κοινωνική ευθύνη ευκαιρία για αλλαγή..... 103
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ: Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ.....6	ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ: Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ Ν. 3016/02 ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΗ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΓΙΑ ΤΙΣ Α.Ε.....104
1.1 Εταιρική Διακυβέρνηση - Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης.....8	3.1 Ιδιωτικό διεθνές δίκαιο.....106
1.2 Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης.....33	3.2 Η επικουρική εφαρμογή του ν. 3016/02 έναντι του ν. 2190/20.....106
1.3 Μοντέλα Εταιρικής Διακυβέρνησης.....38	3.3 Η εφαρμογή του ν. 3016/02 σε επιχειρήσεις ειδικής νομικής μορφής.....107
1.4 Αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης.....40	3.4 Προσανατολισμός του νόμου με αφετηρία την έννοια του εταιρικού συμφέροντος.....109
1.5 Προσδιοριστικοί παράγοντες της ισχυρής εταιρικής διακυβέρνησης.....49	3.5 Το γενικό εταιρικό συμφέρον.....111
1.6 Εταιρική διακυβέρνηση και επίδοση της επιχείρησης.....53	3.6 Ο μακροπρόθεσμος χαρακτήρας των στόχων της διοίκησης της Α.Ε.....112
1.7 Αξιολόγηση της εταιρικής διακυβέρνησης...56	3.7 Οι υποκατάστατοι του διοικητικού συμβουλίου.....114
1.7.1 Χρησιμότητα συστημάτων αξιολόγησης..57	3.8 Το αρμόδιο όργανο για την απονομή της ιδιότητας του εκτελεστικού, του μη εκτελεστικού και του ανεξάρτητου μέλους του Διοικητικού Συμβουλίου.....116
1.7.2 Μεθοδολογικά προβλήματα.....58	3.9 Η δυνατότητα συμπλήρωσης κενής θέσης μέλους του διοικητικού συμβουλίου από το συμβούλιο.....118
1.8 Η εξέλιξη της εταιρικής διακυβέρνησης μέσα στο χρόνο.....59	3.10 Η νομική φύση του εσωτερικού κανονισμού της εργασίας.....120
1.9 Η Ελληνική περίπτωση.....64	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ: Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....65	
2.1 Η Εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα.....79	
2.2 Δομή επιχειρήσεων, η δύναμη του "ψηφίζουν" και πυραμιδοειδή Όμιλοι.....82	
2.3 Σύγκριση των εκθέσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του ΣΕΒ.....96	
2.4 Εξελίξεις στις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης.....99	

3.11 Η κατάρτιση και το περιεχόμενο του εσωτερικού κανονισμού της εταιρίας.....	126
3.12 Εσωτερικός και εξωτερικός έλεγχος-Σύστημα εσωτερικού ελέγχου και εσωτερικής επιθεώρησης.....	129

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ: ΜΕΛΕΤΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ «ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟΝ ΚΑΙ ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟΝ ΚΕΝΤΡΟΝ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.».....

4.1 Ιστορικό-Παρουσίαση της εταιρίας.....	132
---	-----

4.2 Εταιρική κοινωνική ευθύνη.....	133
4.3 Διοίκηση της εταιρίας.....	137
4.4 Εσωτερικός έλεγχος.....	138
4.5 Επενδυτικές σχέσεις.....	140
4.6 Εταιρική Διακυβέρνηση.....	142

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο όρος «εταιρική διακυβέρνηση» περιγράφει τον τρόπο με τον οποίο οι εταιρείες διοικούνται και ελέγχονται. Η εταιρική διακυβέρνηση αρθρώνεται ως ένα σύστημα σχέσεων ανάμεσα στη διοίκηση της Εταιρείας, το διοικητικό Συμβούλιο, τους μετόχους και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη, συνιστά τη δομή μέσω της οποίας προσεγγίζονται και τίθενται οι στόχοι της Εταιρείας, προσδιορίζονται τα μέσα επίτευξης των στόχων αυτών και καθίσταται δυνατή η παρακολούθηση της απόδοσης της διοίκησης κατά την διαδικασία εφαρμογής των ανωτέρω.

Η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση διαδραματίζει ουσιαστικό και πρωτεύοντα ρόλο στην προώθηση της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων, ενώ η αυξημένη διαφάνεια που προάγει έχει ως αποτέλεσμα τη βελτίωση της διαφάνειας στο σύνολο της οικονομικής δραστηριότητας των ιδιωτικών επιχειρήσεων αλλά και των δημοσίων οργανισμών και θεσμών. Η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί πρόκληση για τον αναπτυσσόμενο κόσμο, ιδίως για τις πρώην κεντρικά σχεδιαζόμενες οικονομίες. Καθώς οι ιδιωτικοποιήσεις αποτελούν το βασικό μοχλό της διαδικασίας φιλελευθεροποίησής τους, έχει εξαιρετική σημασία οι αλλαγές στις εταιρίες να διασφαλίζουν τη δημιουργία υγιούς μετοχικής βάσης και να προκρίνουν πρακτικές διακυβέρνησης οι οποίες θα προσελκύουν μακροχρόνια επενδυτικά κεφάλαια.

Ειδικότερα στην Ελλάδα το πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης έχει αναπτυχθεί κυρίως μέσω της υιοθέτησης υποχρεωτικών κανόνων όπως ο ν. 3016/2002 που επιβάλλει την συμμετοχή μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων εκτελεστικών μελών στα Διοικητικά Συμβούλια ελληνικών εταιρειών των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, την θέσπιση και την λειτουργία μονάδας εσωτερικού ελέγχου και την υιοθέτηση εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας. Επιπλέον και άλλα πιο πρόσφατα νομοθετήματα ενσωμάτωσαν στο ελληνικό δίκαιο τις ευρωπαϊκές οδηγίες εταιρικού δικαίου, δημιουργώντας νέους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, όπως ο ν. 3693/2008 που επιβάλλει την σύσταση επιτροπών ελέγχου καθώς και σημαντικές υποχρεώσεις γνωστοποίησης όσον αφορά το ιδιοκτησιακό καθεστώς και τη διακυβέρνηση μίας εταιρείας και ο ν. 3884/2010 που αφορά σε δικαιώματα των μετόχων και πρόσθετες εταιρικές υποχρεώσεις γνωστοποιήσεων προς τους μετόχους κατά το στάδιο προετοιμασίας μίας γενικής

συνέλευσης. Τέλος ο πλέον πρόσφατος νόμος 3873/2010 ενσωμάτωσε στην ελληνική έννομη τάξη την υπ' αριθ. 2006/46/EC Οδηγία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, λειτουργώντας με τον τρόπο αυτό ως υπενθύμιση της ανάγκης θέσπισης Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης και αποτελώντας ταυτόχρονα τον θεμέλιο λίθο του.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ:

Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

1.1. Εταιρική Διακυβέρνηση - Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης

Εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα σύνολο διαδικασιών, κανόνων εθιμικού δικαίου, συνηθειών/πρακτικών, πολιτικών, νόμων και θεσμών που επηρεάζουν τον τρόπο με τον οποίο μία επιχείρηση διευθύνεται, διοικείται ή ελέγχεται. Η εταιρική διακυβέρνηση επιπλέον περιλαμβάνει (α) τις σχέσεις μεταξύ των πολλών εμπλεκόμενων παικτών (stakeholders), και (β) τους στόχους για την επίτευξη των οποίων διακυβερνάται η επιχείρηση. Οι βασικοί παίκτες είναι οι μέτοχοι, η διοίκηση (management) και το Διοικητικό Συμβούλιο. Άλλοι εμπλεκόμενοι είναι οι εργαζόμενοι, οι προμηθευτές, οι πελάτες, οι τράπεζες και λοιποί δανειστές, οι Ρυθμιστικές Αρχές της Αγοράς, και γενικότερα το εξωτερικό περιβάλλον και η κοινωνία. Η εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα πολύπλευρο ζήτημα. Μία σημαντική συνιστώσα της είναι ότι πρέπει να διασφαλίζει πως συγκεκριμένα πρόσωπα στον οργανισμό/επιχείρηση πρέπει να είναι υπόλογα απέναντι στους μετόχους της επιχείρησης και να υποχρεώνονται να τους ενημερώνουν σχετικά με τις πράξεις τους και τις αποφάσεις τους (κατά το παρελθόν και το μέλλον), τις οποίες πρέπει να δικαιολογούν, και να υφίστανται την τιμωρία σε περίπτωση παράβασης καθήκοντος ή κακοδιαχείρισης. Η εταιρική διακυβέρνηση ασχολείται με τους τρόπους με τους οποίους οι χρηματοδότες των εταιρειών, αυτοί που διαθέτουν και προμηθεύουν στις εταιρείες τα απαραίτητα κεφάλαια, εξασφαλίζουν στους εαυτούς τους μία ανταμοιβή για την επένδυσή τους.

Οι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης είναι οικονομικοί και νομικοί θεσμοί οι οποίοι μπορεί να αλλάζουν μέσω της πολιτικής διαδικασίας (διαδικασία εκλογών – επιλογή πολιτικών προγραμμάτων μέσω επιλογής και ψήφησης των κομμάτων που τα ευαγγελίζονται προεκλογικώς), μερικές φορές προς το καλύτερο. Κάποιος θα μπορούσε να διαμορφώσει την εικόνα ότι δεν θα έπρεπε να ανησυχούμε ή να δίνουμε μεγάλη σημασία γι' αυτή την πολιτική διαδικασία και την αναμόρφωση της διακυβέρνησης που προκύπτει από αυτήν. Διότι, μακροπρόθεσμα ο ανταγωνισμός της αγοράς θα εξανάγκαζε τις επιχειρήσεις να ελαχιστοποιήσουν το κόστος, και - ως μέρος αυτής της ελαχιστοποίησης - να υιοθετούν κανόνες, συμπεριλαμβανομένων των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης, δίνοντάς τους τη δυνατότητα να αντλούν εξωτερικά κεφάλαια στο χαμηλότερο κόστος. Σ' αυτήν την επαναστατική θεωρία της

οικονομικής αλλαγής (Alchian, 1950, Stigler, 1958), ο ανταγωνισμός θα αναλάμβανε να επιλύσει τα ζητήματα της εταιρικής διακυβέρνησης. Ενώ οι περισσότεροι συμφωνούν ότι ο ανταγωνισμός στις αγορές είναι πιθανόν η πιο ισχυρή δύναμη προς την κατεύθυνση της οικονομικής αποτελεσματικότητας στον κόσμο, υπάρχουν πολλοί που είναι σκεπτικοί και έχουν αμφιβολίες σχετικά με το κατά πόσον μπορεί από μόνος του να επιλύσει το πρόβλημα της εταιρικής διακυβέρνησης. Κάποιος θα μπορούσε να φανταστεί ένα σενάριο στο οποίο οι επιχειρηματίες ενοικιάζουν εργατικό/ανθρώπινο δυναμικό (labor) και κεφάλαιο (capital) στην spot αγορά κάθε λεπτό σε μία ανταγωνιστική τιμή, οπότε δεν θα είχαν απομείνει καθόλου διαθέσιμοι πόροι (ανθρώπινο δυναμικό και κεφάλαια) αχρησιμοποίητοι ώστε να μπορούν να τους κατευθύνουν προς δική τους χρήση (να τους εκμεταλλευτούν προς ίδιο όφελος). Αλλά στην πράξη, το κεφάλαιο παραγωγής είναι πολύ συγκεκριμένο (συγκεκριμένη ποσότητα διαθέσιμη) και αντλείται από τις επιχειρήσεις, και οι επιχειρηματίες δεν μπορούν να το ενοικιάζουν κάθε λεπτό. Ως αποτέλεσμα, οι άνθρωποι που διαθέτουν το κεφάλαιό τους στις επιχειρήσεις χρειάζεται να εξασφαλίζονται ότι θα λάβουν πίσω μέρος των κερδών (την απόδοση) που επιφέρουν στην επιχείρηση τα κεφάλαιά τους. Οι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης παρέχουν ακριβώς αυτή την εξασφάλιση. Ο ανταγωνισμός στην αγορά προϊόντων μπορεί να μειώσει τις αποδόσεις επί του παρασχεθέντος από τους επενδυτές κεφαλαίου και έτσι να μειώσουν το ποσό που οι μάνατζερ μπορούν πιθανώς να «απαλλοτριώσουν» και να αποστερήσουν από την επιχείρηση. Ωστόσο, δεν μπορεί να παρεμποδίσει τους μάνατζερ να «απαλλοτριώσουν» μέρος των κερδών της επιχείρησης στη χρονική φάση μετά την άντληση των κεφαλαίων. Η επίλυση αυτού του προβλήματος απαιτεί κάτι περισσότερο από τον ανταγωνισμό, και αυτό είναι ένα ευρύτερο σύνολο κανόνων και θεσμικών/νομοθετικών πλαισίων που απαρτίζουν την εταιρική διακυβέρνηση.

1.2 Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

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

Θεμελιώδης αναφορά του προβλήματος της εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί το πρόβλημα «εντολέα-εντολοδόχου», πως δηλαδή θα επιλέγονται οι ικανότεροι διαχειριστές της εταιρείας και κυρίως με ποιο τρόπο θα είναι αξιόπιστοι και θα λογοδοτούν στους ιδιοκτήτες της. Καθώς οι ιδιοκτήτες και οι διαχειριστές της εταιρείας μπορούν να έχουν διαφορετικά και αλληλοσυγκρουόμενα συμφέροντα, το σύστημα της εταιρικής διακυβέρνησης οφείλει να διασφαλίζει ότι τα συμφέροντα αυτά ευθυγραμμίζονται ώστε να επιτυγχάνεται το άριστο επίπεδο αποτελεσματικότητας και κερδοφορίας.

ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΠΡΟΣΑΝΑΤΟΛΙΣΜΕΝΑ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ - ΣΕ ΘΕΣΜΙΚΑ ΟΡΓΑΝΑ

Η κατάταξη των συγκεκριμένων συστημάτων διακυβέρνησης επικεντρώνεται κατά κύριο λόγο στους μηχανισμούς χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Τα συστήματα που είναι προσανατολισμένα στην αγορά έχουν ως πηγή χρηματοδότησης μεγάλο αριθμό επενδυτών και χαρακτηρίζονται από εξαγορές. Αντίθετα τα συστήματα που προσανατολίζονται σε θεσμικούς οργανισμούς χαρακτηρίζονται από την παρουσία τραπεζών και ιδρυμάτων που χρηματοδοτούν τις επιχειρήσεις και ασκούν σημαντική επιρροή και έλεγχο στις επιχειρήσεις

▪ Συστήματα διακυβέρνησης προσανατολισμένα στην αγορά

Το πρώτο, αναφέρεται στους μηχανισμούς της αγοράς. Χαρακτηρίζεται από επιχειρήσεις με ευρεία διασπορά των μετοχών, δραστήριο έλεγχο των εταιριών από την αγορά καθώς και καλά ανεπτυγμένες και ικανοποιητικά υψηλές ρευστοποιήσιμες αγορές, στις οποίες η ιδιοκτησία και τα δικαιώματα ελέγχου (control rights) ελεύθερα διαπραγματεύονται.

Συγκεκριμένα, το σύστημα βασίζεται στο ανταγωνιστικό πνεύμα που επικρατεί στην αγορά το οποίο θα αποτελέσει το κίνητρο για τις επιχειρήσεις να υιοθετήσουν τους πιο αποτελεσματικούς μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης, που θα τους επιτρέψει την επιβίωση τους αρχικά και την ανάπτυξη και ευημερία στη συνέχεια. Επομένως, λαμβάνοντας υπόψη το παραπάνω θα πρέπει να υπάρχει ανησυχία όσον αφορά τους μηχανισμούς διακυβέρνησης μιας επιχείρησης, αφού στην περίπτωση που αυτή δεν υιοθετεί ορθολογικούς μηχανισμούς ελέγχου και διοίκησης, θα είναι λιγότερο αποδοτική και μακροχρόνια θα αντικατασταθούν.

Η θέση αυτή προτείνει ότι το πρόβλημα μπορεί να λυθεί από τους συμμετέχοντες στην αγορά (μέσω σύνδεσης αμοιβής στελεχών με την απόδοση της επιχείρησης, αντικατάσταση του management κλπ) και όχι μέσω κρατικής παρέμβασης.

Τα συστήματα διακυβέρνησης με ανάλογο προσανατολισμό, συναντώνται κυρίως σε αγγλοσαξονικές χώρες και στις ΗΠΑ. Όλες οι παραπάνω χώρες έχουν ως βάση το κοινό δίκαιο (εθνικό) -common law-. Οι μεγάλες επιχειρήσεις σε αυτές τις χώρες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο και έχουν ως κοινό χαρακτηριστικό τη διασκορπισμένη ιδιοκτησία, με κύρια συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών, που αντιπροσωπεύουν τη βασική πηγή κεφαλαίου.

Οι τράπεζες παρέχουν κεφάλαια με βραχύ-μεσοπρόθεσμο χαρακτήρα, αλλά σε καμία περίπτωση δεν έχουν άμεσα συμφέροντα στην επιχείρηση και ούτε επιθυμούν να αναμειχθούν στη λήψη αποφάσεων. Η συμμετοχή των εργαζομένων στην επιχείρηση δεν αποτελεί στρατηγικής σημασίας θέμα, και επικεντρώνεται κυρίως σε θέματα δευτερευούσης σημασίας για την πορεία της εταιρία.

Για την επίλυση του προβλήματος εντολέα - εντολοδόχου αναπτύσσονται εσωτερικοί (μέσα στην επιχείρηση), και εξωτερικοί (στην αγορά) μηχανισμοί. Ουσιαστικά όλοι οι μηχανισμοί αποσκοπούν στην ευθυγράμμιση των συμφερόντων των managers με αυτά των μετόχων. Συγκεκριμένα περιλαμβάνουν:

- ✓ Σύνδεση αποζημίωσης των managers ανάλογα με την αποδοτικότητα της επιχείρησης.
- ✓ Αύξηση της αποζημίωσης των managers όταν η τιμή της μετοχής της επιχείρησης ξεπερνά κάποιο προκαθορισμένο όριο.
- ✓ Εποπτεία των managers από το Δ.Σ. για τη διασφάλιση.
- ✓ Αποτελεσματικό διοικητικό συμβούλιο, με ευθυγράμμιση των συμφερόντων ανάμεσα σε αυτό και τους μετόχους, περιλαμβάνοντας αύξηση της ευθύνης των μελών, χρήση πραγματικά ανεξάρτητων μελών, κλπ.
- ✓ Ισχυροποίηση των μετόχων και ιδιαίτερα των μεγαλομετόχων που αντιμετωπίζουν με άλλη αντίληψη την επιχείρηση, μέσω (ψήφων) για να μπορούν να απειλήσουν τη διεύθυνση (π.χ. με αντικατάσταση) αλλά και να

ασκούν επιρροή στους υπόλοιπους μετόχους, για να τους αφυπνίσουν από την παθητικότητα τους.

- **Συστήματα διακυβέρνησης προσανατολισμένα σε θεσμικά πλαίσια (ιδρύματα, οργανισμοί κλπ)**

Η δεύτερη άποψη θεωρεί, ότι η ελεύθερη αγορά δεν μπορεί από μόνη της να επιλύσει τις αποτυχίες που δημιουργούνται μέσα σε αυτή και επομένως ο κρατικός παρεμβατισμός είναι αναγκαίος. Το συγκεκριμένο σύστημα συναντάται κυρίως στη Γερμανία και γενικότερα στην ηπειρωτική Ευρώπη αλλά και στην Ιαπωνία. Στο συγκεκριμένο σύστημα η κυβέρνηση αναμειγνύεται ενεργά στην οικονομία με την άσκηση ορισμένης πολιτικής και διαμόρφωσης θεσμικού πλαισίου. Η στενή σχέση ανάμεσα στην κυβέρνηση και την βιομηχανία, βοηθά στη χάραξη μακροχρόνιων σχεδιασμών εξυπηρετώντας τα οφέλη των επιχειρήσεων αλλά και κυρίους εθνικούς σκοπούς.

Κύριο χαρακτηριστικό είναι η συμμετοχή των μεγάλων τραπεζών στη διοίκηση των επιχειρήσεων καθώς επίσης και στην άσκηση ελέγχου μέσω συμμετοχικών εταιριών, καταφανής απουσία εξαγορών, χαμηλά ρευστοποιήσιμες αγορές, στα οποία η ιδιοκτησία και τα δικαιώματα ελέγχου (control rights) δεν διαπραγματεύονται ελεύθερα. Ωστόσο, σημειώνεται, ότι η αποτελεσματικότητα και η δομή των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζεται άμεσα από πλήθος παραγόντων, ανάμεσα στους οποίους, η ανταγωνιστική αγορά, η δομή των κεφαλαιακών αγορών κλπ.

Όσον αφορά το πρόβλημα εντολέα εντολοδόχου στο σύστημα, υφίσταται εφόσον υπάρχει διαχωρισμός ανάμεσα σε ιδιοκτησία και έλεγχο. Σημειώνεται ότι το τραπεζοκεντρικό σύστημα αντιμετωπίζει αντίστοιχα προβλήματα με το σύστημα της αγοράς, με τη διαφορά ότι σε αυτό λείπουν οι εξωτερικοί μηχανισμοί ελέγχου, όπως οι καλά ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές.

Επομένως κάθε πιθανή επίλυση του προβλήματος θα πρέπει να είναι εσωτερική. Είναι εύκολα αντιληπτό ότι η συγκέντρωση των ψήφων σε τράπεζες και πιστωτικά ιδρύματα, καθώς και οι ενδοεταιρικές συμμετοχές καθιστούν τον επιχειρηματικό έλεγχο αναποτελεσματικό.

Το γενικό χαρακτηριστικό του συστήματος είναι η απουσία σύνδεσης της αμοιβής των ανώτατων στελεχών με την πορεία της μετοχής, αντίθετα η διεύθυνση λαμβάνει μια εκ των προτέρων συμφωνημένη αποζημίωση και επομένως έχει κάθε κίνητρο να

αναλαμβάνει χαμηλού ρίσκου projects μειώνοντας τον κίνδυνο σφάλματος περιορίζοντας αντίστοιχα και την απόδοση. Λαμβάνοντας υπόψη το παραπάνω, συμπεραίνεται ότι κάθε εποπτική δραστηριότητα θα πρέπει να προέλθει από το συμβούλιο/ τους μετόχους/ τις τράπεζες-ιδρύματα.

Το διοικητικό συμβούλιο, μπορεί να μην είναι κατάλληλα δομημένο για να ασκήσει την εποπτική λειτουργία. Αυτό δικαιολογείται ως εξής, η πλειοψηφία των μελών του συμβουλίου αποτελείται από αντιπροσώπους των τραπεζών και λοιπών ιδρυμάτων, επομένως το συμβούλιο αντιπροσωπεύει τα συμφέροντα των φορέων τους τα οποία είναι σταθερά προσανατολισμένα, σε σταθερές ταμειακές ροές και μείωση των απαιτήσεων. Βασικό χαρακτηριστικό των τραπεζών είναι η μείωση των κινδύνων και επομένως τα συμφέροντα τους ικανοποιούνται με την ήδη ακολουθούμενη πολιτική. Ας μην λησμονείται ότι, τα κόστη από παραλείψεις και λάθη δεν είναι ασήμαντα για μια τράπεζα καθώς η χρεοκοπία ενός πελάτη της, θα επηρεάσει άμεσα πολλές λειτουργίες της. Όσον αφορά τους μετόχους, ως μηχανισμός ελέγχου, δεν θεωρούν τις επενδύσεις τους ως ένα ενεργά διοικούμενο χαρτοφυλάκιο αλλά αντίθετα έχουν παθητική στάση, και οι managers αυτών των εταιριών δεν θα επιθυμούσαν με κανέναν τρόπο να ταράξουν το υφιστάμενο καθεστώς.

ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΠΡΟΣΑΝΑΤΟΛΙΣΜΕΝΑ: ΣΤΟΥΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ (SHAREHOLDERS) - ΣΤΟΥΣ STAKEHOLDERS

Η διάκριση των εταιριών μπορεί να γίνει με βάση δύο αντίθετες θέσεις -μοντέλα. Το πρώτο είναι το shareholder model. Στο συγκεκριμένο τύπο, η εταιρική διακυβέρνηση περιγράφει τη θέση της ανώτατης διοίκησης (senior management) προς τους μετόχους. Στο δεύτερο σύστημα (stakeholder model) , ο όρος εταιρική διακυβέρνηση χρησιμοποιείται για να περιγράψει το δίκτυο των επίσημων και ανεπίσημων σχέσεων που περιλαμβάνονται σε μια επιχείρηση. Σημειώνεται ότι η αδυναμία απόδοσης του όρου stakeholder στην ελληνική γλώσσα καθώς και για λόγους συντομίας και ομοιομορφίας θα χρησιμοποιούνται οι όροι shareholder και stakeholder αντίστοιχα. Στη συνέχεια , επιχειρείται να γίνει σύντομη αναφορά σε αυτά τα δύο μοντέλα και να διαπιστωθούν οι τυχόν ομοιότητες και διαφορές μεταξύ τους.

Shareholder model

Στο shareholder model, υπάρχουν δύο κεντρικές ομάδες συμμετεχόντων στις επιχειρήσεις οι managers και οι μέτοχοι. Οι μέτοχοι είναι οι ιδιοκτήτες των

κεφαλαίων της επιχείρησης, των οποίων οι αποδόσεις είναι άμεσα συναρτώμενες με την πορεία της επιχείρησης. Οι managers από την άλλη πλευρά είναι υπεύθυνοι για την ορθή καθημερινή λειτουργία της εταιρίας.

Βασικός στόχος των επιχειρήσεων, του συγκεκριμένου τύπου, είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετοχών της εταιρίας μέσω της μεγιστοποίησης των κερδών. Το κριτήριο βάσει του οποίου η απόδοση της επιχείρησης κρίνεται σε αυτό το μοντέλο μπορεί να θεωρηθεί ως η αξία της εταιρίας στην αγορά (market value). Οι managers και τα διευθυντικά στελέχη έχουν ως απόλυτη υποχρέωση να διασφαλίσουν ότι η επιχείρηση εξασφαλίζει τα συμφέροντα των μετόχων της.

Ωστόσο οι στόχοι του εντολέα (shareholder) και του εντολοδόχου (agent) διαφέρουν όταν υπάρχει διαχωρισμός ανάμεσα στην ιδιοκτησία και στον έλεγχο της επιχείρησης (principal agent problem). Συχνά οι managers, δεν ανέχονται όλα τα κόστη ή απολαμβάνουν όλα τα οφέλη των ενεργειών τους. Γι' αυτό τον λόγο, παρόλο που η βασική επιδίωξη των επενδυτών είναι η μεγιστοποίηση των αποδόσεων των επενδύσεων τους, οι managers ίσως να έχουν διαφορετικούς σκοπούς όπως είναι η αύξηση των αποδοχών τους, η αύξηση της αξίας των μετοχών της εταιρίας ή προσάρτηση αυτών σε επενδυτικά πλάνα.

Για την αντιμετώπιση του προβλήματος που δημιουργείται από τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και του ελέγχου (agent problem) υπάρχουν τρεις κυρίως μηχανισμοί.

Ο πρώτος αναφέρεται στην άμεση ευθυγράμμιση των οφελών των managers με αυτά των μετόχων (stock options, και άμεσος έλεγχος από το διοικητικό συμβούλιο). Ο δεύτερος μηχανισμός, αφορά τη νομική προστασία των μετόχων σχετικά με την απαλλοτρίωση των συμφερόντων τους από τους managers π.χ. με προστασία και επιβολή των δικαιωμάτων των μετόχων έναντι των εσωτερικών συναλλαγών. Τέλος μια τρίτη λύση για την αντιμετώπιση του προβλήματος ανάμεσα στον εντολέα και τον εντολοδόχο είναι οι έμμεσοι τρόποι επιχειρηματικού ελέγχου όπως αυτοί γίνονται από τις αγορές κεφαλαίου, εργασίας και ελέγχου (μέσω εξαγορών). Στην πραγματικότητα όμως οι μέτοχοι έχουν δύο κυρίως όπλα αντίδρασης στο πρόβλημα εντολέα- εντολοδόχου, τον έλεγχο και την έξοδο. Οι μηχανισμοί ελέγχου επιβλέπουν αρχικά την πιθανότητα κατάχρησης αρμοδιοτήτων και τη μη τήρηση πίστης και αφοσίωσης από την πλευρά των managers προς τους μετόχους για την εξυπηρέτηση ιδίων συμφερόντων. Επίσης άλλοι μηχανισμοί έχουν να κάνουν με την επιλογή από την πλευρά της διοίκησης, στελεχών που θα απαρτίσουν τη διεύθυνση της εταιρίας, την δυνατότητα αντικατάστασης της υπάρχουσας διεύθυνσης, τα δικαιώματα

μετόχων για την ανάληψη καθηκόντων και άλλα. Όσον αφορά, τους μηχανισμούς εξόδου, αναφέρονται στην ελεύθερη μεταβιβασιμότητα των μεριδίων ιδιοκτησίας, που επιτρέπουν στους μετόχους να πουλήσουν τις μετοχές τους και να αποχωρήσουν από την επιχείρηση. Αυτοί οι δυο τρόποι αντιδράσεις από την πλευρά των μετόχων, ενδυναμώνονται μέσω των μηχανισμών αγοράς τους οποίους διευκολύνει η αναποτελεσματικότητα του διαχωρισμού της ιδιοκτησίας από τον έλεγχο. Η αγορά όσον αφορά τον εταιρικό έλεγχο επιτρέπει δυσαρεστημένους μετόχους να χρησιμοποιούν μηχανισμούς ελέγχου όπως πληρεξούσια δικαιώματα ψήφου και συναινετικές νομικές διαδικασίες για να αντικαταστήσουν αδύνατους managers. Η ελεύθερη μεταβιβασιμότητα των μετοχών έχει συνεισφέρει στην ανάπτυξη ισχυρών, ρευστών (liquid) και λειτουργικά αποτελεσματικών αγορών μέσω της οποίας το μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να διαπραγματεύεται για σκοπούς που έχουν να κάνουν με σημαντικές αλλαγές στον έλεγχο της επιχείρησης.

Όσον αφορά τα δικαιώματα των άλλων συμμετεχόντων στην επιχείρηση (stakeholders), στο συγκεκριμένο μοντέλο διαφέρουν σημαντικά από αυτά των μετόχων. Συγκεκριμένα, τα δικαιώματα των εργαζομένων, των προμηθευτών, των πιστωτών, των πελατών και άλλων stakeholders είναι καθορισμένα με συμβόλαιο. Μια αιτία που εξηγεί την προαναφερθείσα λογική δίνει έμφαση στο γεγονός ότι σε μια πτώχευση ή ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, οι μέτοχοι έχουν απαιτήσεις στα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας- ωστόσο οι απαιτήσεις τους υλοποιούνται μόνο και αφού οι απαιτήσεις των υπολοίπων συμμετεχόντων έχουν ικανοποιηθεί.

Μια κριτική που έχει διατυπωθεί σχετικά με το shareholder model, αφορά τη υπονοούμενη παραδοχή ότι η σύγκρουση αφορά ισχυρά οχυρωμένους managers και αδύνατους και διασκορπισμένους μετόχους. Το γεγονός αυτό έχει οδηγήσει σε μια σχεδόν αποκλειστική επικέντρωση στην επίλυση των θεμάτων που αφορούν τον έλεγχο και τα προβλήματα ενδυνάμωσης του management, τα οποία είναι τα σημαντικότερα της εταιρικής διακυβέρνησης (στο ζήτημα εντολέα εντολοδόχου) με διασκορπισμένους μετόχους. Ωστόσο αξίζει να αναφερθεί ότι η κυρίαρχη εταιρική μορφή είναι αυτή που χαρακτηρίζεται από συγκεντρωτική ιδιοκτησία.

Ένας από τους βασικότερους λόγους για την εστίαση στον τύπο ιδιοκτησίας της εταιρίας (συγκεντρωτική ή διασκορπισμένη / αποκεντρωμένη) έχει να κάνει με την έλλειψη προστασίας των επενδυτών έναντι των managers. Η δυσκολία με την διασκορπισμένη ιδιοκτησία οφείλεται στην απροθυμία από την πλευρά των μετόχων

για ουσιαστικό έλεγχο στο management της εταιρίας , εξαιτίας της απουσίας ισχυρών κινήτρων. Οι μέτοχοι έχουν την δυνατότητα ελεύθερης επιλογής και ελπίζουν ότι άλλοι μέτοχοι θα κάνουν τον έλεγχο , αφού τα οφέλη που προκύπτουν από τον έλεγχο στο management διαμοιράζονται σε όλους τους μετόχους, ενώ αντίθετα τα κόστη από τον έλεγχο, επιμερίζονται μόνο σε αυτούς που τον διεξάγουν. Για τις κλειστές επιχειρήσεις το πρόβλημα είναι μεγαλύτερο από τις συμμετοχικές και πυραμιδοειδής ή άλλους μηχανισμούς που κυριαρχούν οι μέτοχοι και συνηθίζουν να ασκούν έλεγχο σε βάρος των μικροεπενδυτών. Σε αυτή τη περίπτωση η προστασία των μικροεπενδυτών είναι αμφισβητήσιμη. Άλλη κριτική, την οποία δέχεται το shareholder model, αναφέρεται στο γεγονός ότι η εστίαση για την επίλυση των προβλημάτων εταιρικής διακυβέρνησης είναι αρκετά επιφανειακή. Η προσέγγιση του shareholder model είναι ουσιαστικά επικεντρωμένη με την ευθυγράμμιση των ωφελειών των managers και των μετόχων και την διασφάλιση της ροής ξένων κεφαλαίων στην εταιρία.

Παρ' όλα αυτά, πρέπει να αναφερθεί ότι οι μέτοχοι δεν είναι οι μόνοι που επενδύουν σε μια επιχείρηση, γι' αυτό το λόγο στην αξιολόγηση των δυνατοτήτων, αδυναμιών και στην κατάταξη των διαφόρων συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης απαιτείται μια ευρύτερη ανάλυση στην οποία θα περιλαμβάνονται όλοι οι άμεσα ενδιαφερόμενοι (stakeholders) σε μια επιχείρηση.

Stakeholder model

Το stakeholder model, λαμβάνει υπόψη ευρύτερη άποψη της επιχείρησης. Σύμφωνα με το παραδοσιακό stakeholder μοντέλο, κάθε επιχείρηση είναι υπεύθυνη για ένα ευρύτερο σώμα ανθρώπων στην επιχείρηση εκτός από τους μετόχους. Στην κατηγορία των stakeholders, εκτός των μετόχων περιλαμβάνονται και άλλοι συνεργάτες με συμβόλαια , όπως οι εργαζόμενοι στην επιχείρηση, οι προμηθευτές, οι πελάτες οι πιστωτές και άλλοι θεσμοί, όπως τα μέλη της κοινωνίας στην οποία η εταιρία εδρεύει, και γενικότερα θα μπορούσε να θεωρηθεί ολόκληρη η κοινωνία. Το πρόβλημα με το παραδοσιακό stakeholder μοντέλο είναι, ότι θεωρείται δύσκολο αν όχι αδύνατο, να διασφαλισθεί ότι η εταιρία ικανοποιεί τους ευρύτερους αυτούς στόχους της.

Παρολ' αυτά, λαμβάνοντας υπόψη τη σπουδαιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης στην οικονομική απόδοση ενός οργανισμού, έχει γίνει εμφανές ότι οι επιχειρήσεις / οργανισμοί έχουν υποχρεώσεις σε ομάδες εκτός των μετόχων. Το γεγονός που χρήζει σημασίας είναι το αντίκτυπο των διαφόρων stakeholders που μπορεί να έχουν στην

απόδοση και αποτελεσματικότητα της επιχείρησης. Γι' αυτό το λόγο άλλωστε, απαιτήθηκε ο επαναπροσδιορισμός του μοντέλου stakeholder με έμφαση στον όσο το δυνατόν πιο "στενό" προσδιορισμό του όρου stakeholder.

Η νέα προσέγγιση του stakeholder μοντέλου είναι μια φυσική προέκταση του shareholder μοντέλου. Ουσιαστικά το νέο stakeholder μοντέλο, επικεντρώνεται στους συμμετέχοντες στα συγκεκριμένα κεφάλαια της επιχείρησης. Σύμφωνα με το μοντέλο, οι "καλύτερες" εταιρίες είναι αυτές στις οποίες ενεργό συμμετοχή στη διακυβέρνηση τους έχουν και οι προμηθευτές, πελάτες και οι εργαζόμενοι. Σε περίπτωση επενδύσεων το stakeholder model θα περιελάμβανε επενδύσεις σε υπαλλήλους / προμηθευτές κλπ. Γι' αυτό το λόγο είναι προς το συμφέρον των βασικών μετόχων (shareholders) να λαμβάνουν υπόψη και τους υπόλοιπους stakeholders και να προωθούν την ανάπτυξη μακροχρόνιων σχέσεων, πίστης και αφοσίωσης ανάμεσα σε αυτούς.

Επομένως η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης αποκτά την έννοια της εύρεσης ενός μηχανισμού ο οποίος θα ενθαρρύνει την ενεργή συμμετοχή όλων των stakeholders - για επενδύσεις- για την επιβίωση κατά πρώτο λόγο και την ανάπτυξη της επιχείρησης. Το όφελος που προκύπτει από το shareholder model, είναι ότι προσφέρει ευδιάκριτη καθοδήγηση στην προσπάθεια των managers για τον καθορισμό στόχων και στην εγκατάσταση μηχανισμών για την μέτρηση της αποδοτικότητας του management team μέσα στην επιχείρηση (κερδοφορία επιχείρησης). Ωστόσο μία κριτική που δέχεται το stakeholder model και προκαλεί τον φόβο στους συμμετέχοντες στη διαδικασία της εταιρικής διακυβέρνησης είναι, ότι οι managers πολύ πιθανόν να χρησιμοποιήσουν "stakeholder" αιτίες για να δικαιολογήσουν την άσχημη οικονομική εικόνα της επιχείρησης.

Από την άλλη πλευρά, το θετικό σημείο του μοντέλου stakeholder είναι η έμφαση στην αντιμετώπιση προβλημάτων συνδεδεμένα με ευκαιριακές συμπεριφορές καθώς και η ενθάρρυνση για άμεση και στενή συνεργασία ανάμεσα στους stakeholders για την διασφάλιση της μακροχρόνιας κερδοφορίας της επιχείρησης που δημιουργεί πρόσφορο έδαφος για την ανάπτυξη του.

**ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΠΡΟΣΑΝΑΤΟΛΙΣΜΕΝΑ: ΣΤΗ ΔΟΜΗ
ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (OUTSIDER- INSIDER SYSTEMS)**

Εταιρική Διακυβέρνηση : Δυνατότητες - Αδυναμίες και Οικονομική Ανάμξη.

Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης μπορούν να καταταχθούν με βάση τον βαθμό συγκέντρωσης ιδιοκτησίας και την ταυτότητα των βασικών μετόχων. Ενώ μερικά συστήματα χαρακτηρίζονται από ευρύ διασπορά - των μετοχών- της ιδιοκτησίας (outsider system) , άλλα χαρακτηρίζονται από συγκεντρωτική ιδιοκτησία (insider system), στα οποία ο έλεγχος της εταιρίας μπορεί να ασκείται είτε ατομικά, είτε από οικογένεια (family holding), είτε από θεσμικό επενδυτή ή άλλη επιχείρηση ενεργώντας ως συμμετοχική εταιρία ή μέσο σταυροειδών συμμετοχών.

Διεθνής σύγκριση της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας

Χώρα	Έτος	Αριθμός Εταιριών	Συγκέντρωση ιδιοκτησίας (% στα ίδια κεφάλαια)
Αυστρία	1996	600 μεγαλύτερες ανώνυμες εταιρίες, μη χρηματοπιστωτικά ιδρύματα	82,2 52,4
Βέλγιο	1995	60 μεγαλύτερες ανώνυμες εταιρίες 135 ανώνυμες εταιρίες 282.322	44.8
Γαλλία	1996	μεγαλύτερες ανώνυμες εταιρίες, μη χρηματοπιστωτικά ιδρύματα 680 ανώνυμες εταιρίες	66,2 57,9

Γερμανία	1996	402 ανώνυμες εταιρίες 4.173 μεγαλύτερες ανώνυμες εταιρίες	55,9
Ιταλία	1996	, μη χρηματοπιστωτικά ιδρύματα 214 ανώνυμες εταιρίες	61.1 48,0
Ολλανδία	1996	137 ανώνυμες εταιρίες	26,9
Ισπανία	1996	394 ανώνυμες εταιρίες	45,3
Ην. Βασίλειο	1992	189 ανώνυμες εταιρίες	14,4
Η.Π.Α.	1990	457 ανώνυμες εταιρίες 143 πετρελαϊκές	25.41
Ιαπωνία	1984	και βιομηχανικές εταιρίες	33. Γ

Ο πίνακας 1 παρουσιάζει την συγκέντρωση της ιδιοκτησίας σε ορισμένες από τις κυριότερες χώρες μέλη του ΟΟΣΑ (OECD). Όπως διαπιστώνεται από τα στοιχεία του πίνακα το ποσοστό συγκέντρωσης στην ιδιοκτησία των σημαντικότερων επιχειρήσεων στην ηπειρωτική Ευρώπη ποικίλλει από 40%-80%, σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, το Ην. Βασίλειο, την Ιαπωνία και την Ολλανδία όπου η συγκέντρωση στον έλεγχο των επιχειρήσεων είναι σαφώς χαμηλότερη.

Παρολ' αυτά, με την απουσία του συστήματος μία μετοχή μία ψήφος (one share - one vote), τα στοιχεία όσον αφορά την συγκέντρωση ιδιοκτησίας της επιχείρησης μπορούν είτε να υποτιμήσουν είτε να υπερτιμήσουν τον άμεσο έλεγχο των μετόχων πάνω στην επιχείρηση. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι κάθε χώρα έχει διάφορους νομικούς μηχανισμούς ώστε να επιτυγχάνεται διαχωρισμός της ιδιοκτησίας από τον έλεγχο (π.χ. δικαιώματα ψήφου). Η διασκορπισμένη ιδιοκτησία και το αντίστοιχο δικαίωμα ψήφου (voting power) συνδέεται με πολλούς μικρομετόχους, την απουσία μεγαλομετόχων καθώς και με το σύστημα μία μετοχή μία ψήφος (one share - one

vote). Σε αυτή τη περίπτωση, οι managers καταλήγουν με ουσιαστικά δικαιώματα ελέγχου και οι εξαγορές είναι πιθανές. Ωστόσο είναι πιθανόν, να υπάρχει διασκορπισμένη ιδιοκτησία και παράλληλα συγκεντρωμένο δικαίωμα ψήφου διάμεσου δύο τάξεων μετοχών, (προνομιούχες και μη μετοχές) ή έκδοση μετοχών με ελεύθερα δικαιώματα ψήφου. Αυτό δίνει τη δυνατότητα στην ύπαρξη μιας κατάστασης στην οποία συμμετέχουν ισχυροί μεγαλομέτοχοι (block holders) και αδύναμοι μικρομέτοχοι, σε αυτή τη περίπτωση οι εξαγορές επιχειρήσεων σπάνια λαμβάνουν χώρα. Επίσης, οι μικρομέτοχοι βρίσκονται σε αδύναμη θέση και στην περίπτωση που η ιδιοκτησία της επιχείρησης είναι συγκεντρωμένη και το δικαίωμα ψήφου είναι ευθυγραμμισμένο με το δικαιώματα ιδιοκτησίας, σε αυτή την κατάσταση και η θέση των managers, είναι ιδιαίτερα αδύνατη καθώς οι μεγαλομέτοχοι διατηρούν τα εναπομείναντα δικαιώματα ελέγχου πάνω στην επιχείρηση. Οι εξαγορές σε αυτή την περίπτωση είναι πιθανές αφού η ταμειακή ροή και το δικαίωμα ψήφου είναι ευθυγραμμισμένα.

Κατηγοριοποίηση Συστημάτων Βάσει Ιδιοκτησίας και Δικαιώματος Ψήφου

Διασκορπισμένο Δικαίωμα Ψήφου

Συγκεντρωμένο Δικαίωμα Ψήφου

Διασκορπισμένη

Ιδιοκτησία

- Πολλοί μικρομέτοχοι
 - Μια μετοχή / μία ψήφος
- Αποτέλεσμα:
- Ισχυροί managers.
- Αδύνατοι ιδιοκτήτες, οι εξαγορές είναι πιθανές

- Πολλοί μικρομέτοχοι
 - Το δικαίωμα ψήφου είναι συγκεντρωμένο
- κατά** κύριο λόγο στους ισχυρούς μεγαλομετόχους διάμεσου δύο τάξεων μετοχών, golden shares, κλπ
- Αποτέλεσμα:
- Ισχυροί Μεγαλομέτοχοι, αδύνατοι μικρομέτοχοι.
- Εξαγορές είναι αδύνατες

Συγκεντρωμένη

Ιδιοκτησία

- Μεγαλομέτοχοι
 - Η ισχύς της ψήφου ιδιοκτησίας αποδυναμώνεται εξαιτίας περιοριστικών όρων στη διαδικασία ψηφοφορίας
- Αποτέλεσμα:
- Ισχυροί managers.
- Αδύνατοι ιδιοκτήτες, οι εξαγορές είναι δύσκολες

- Μεγαλομέτοχοι
 - Δικαιώματα ψήφου ευθυγραμμισμένα με, τα δικαιώματα ιδιοκτησίας μέσω μιας μετοχής / μιας ψήφου ή μέσω μηχανισμών διαχωρισμού
- Αποτέλεσμα:
- Αδύνατοι managers.
- Αδύνατοι μικρομέτοχοι ιδιοκτήτες, ισχυροί μεγαλομέτοχοι οι εξαγορές είναι πιθανές;

Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης τα οποία συναντώνται στις χώρες του ΟΟΣΑ συνήθως κατατάσσονται στις τρεις παραπάνω κατηγορίες. Ο πίνακας 2 παρουσιάζει τα βασικά χαρακτηριστικά των συστημάτων με βάση το καθεστώς ιδιοκτησίας και το δικαίωμα ψήφου, επίσης παρουσιάζονται τα βασικά χαρακτηριστικά καθώς και τα κύρια αποτελέσματα που προκύπτουν όσον αφορά τη θέση που κατέχουν οι μέτοχοι- μεγάλοι και μικροί- οι managers καθώς και κατά πόσο είναι εφικτή η εξαγορά της

επιχείρησης. Σημειώνεται, ότι η συγκεντρωμένη ιδιοκτησία αλλά με διασκορπισμένο καθεστώς ψήφου μπορεί να επιτευχθεί μέσω μηχανισμών που περιορίζουν την δύναμη της ψήφου στους μεγαλομετόχους (με καταστρατήγηση της αρχής μια ψήφος μια μετοχή κλπ), το οποίο επιτυγχάνει να εμποδίσει τους μεγαλομετόχους από τον αποκλειστικό έλεγχο της επιχείρησης. Ωστόσο παρόλο που, το παρόν σύστημα παρέχει κάποιο είδος προστασίας στους μικρομετόχους

της εταιρίας από περιορισμούς δικαιωμάτων ψήφου, έχει και σημαντικά μειονεκτήματα από τη σκοπιά των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης. Αυτό το σύστημα παρουσιάζει όλα τα συμπερασματικά προβλήματα του ελέγχου που περιλαμβάνονται στο outsider system αλλά κανένα από τα πλεονεκτήματα του π.χ. χαμηλή ρευστότητα, υψηλό κόστος κεφαλαίου κλπ. Ενώ είναι πιθανόν μια επιχείρηση να επιλέξει το προαναφερθέν σύστημα ως ιδιοκτησιακό καθεστώς, αυτός ο τύπος διακυβέρνησης είναι μάλλον η εξαίρεση παρά ο κανόνας. Γι' αυτούς τους λόγους, ως σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης, αυτή η δομή δεν συναντάται συχνά.

Outsider System

Το outsider system είναι το τυπικό σύστημα που συναντάται κυρίως στις ΗΠΑ και στο Ην. Βασίλειο, το οποίο χαρακτηρίζεται από σχετικά ευρεία διασπορά μετοχών. Τα συστήματα αυτά δίνουν έμφαση στην ανάγκη για αξιοπιστία και συνεχής πληροφόρηση έτσι ώστε οι επενδυτές να έχουν πρόσβαση στη σωστή ενημέρωση για επενδυτικές αποφάσεις. Για αυτό το λόγο, έχει συσταθεί ιδιαίτερο νομικό πλαίσιο για την παροχή πληροφοριών και τη δημιουργία σχετικής ισότητας ανάμεσα στους επενδυτές όσον αφορά την πρόσβαση τους στην ενημέρωση. Για το σκοπό, απαιτείται η τακτική ενημέρωση της πορείας της επιχείρησης δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στην προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων και συγκεκριμένα των μικρομετόχων. Πλήρως επεξεργασμένοι κανόνες εμποδίζουν ομάδες μετόχων από επικοινωνία και ενημέρωση ανάμεσα τους δίχως να έχει προηγηθεί ενημέρωση προς όλους τους μετόχους.

Επιπλέον νομικά θεσμικά πλαίσια υποστηρίζουν τα δικαιώματα των μετόχων για έλεγχο στην επιχείρηση και σε πολλές περιπτώσεις το διοικητικό συμβούλιο και η διεύθυνση (management) της εταιρίας είναι κατηγορηματικώς υπόλογοι προς τους μετόχους.

Εφόσον η προστασία των μικροεπενδυτών είναι επίσης συνδεδεμένη με την ισχυρή χρηματαγορά, το πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης στις ΗΠΑ και στο Ην.

Βασίλειο προωθεί ενεργεί συμμετοχή και ανάληψη δραστηριοτήτων από το χρηματιστήριο. Επομένως, η μακροχρόνια χρηματοδότηση μέσω ιδίων κεφαλαίων και corporate bonds είναι ένα αναπόσπαστο χαρακτηριστικό του outsider system. Η δανειοδότηση από πιστωτικά ιδρύματα τείνει να είναι βραχυχρόνια διατηρώντας ωστόσο μακροχρόνιες σχέσεις με τον επιχειρηματικό κλάδο λαμβάνοντας υπόψη τον δείκτη συνολικού χρέους προς ίδια κεφάλαια. Ο έλεγχος της διεύθυνσης (management) της εταιρίας εξαρτάται και συντελείται από τις κεφαλαιουχικές αγορές. Για παράδειγμα, η αξία της μετοχής αναμφίβολα θα μειωθεί όταν η διεύθυνση (management) αποτυγχάνει να μεγιστοποιήσει την απόδοση των μετόχων εκθέτοντας την επιχείρηση στον κίνδυνο της εξαγοράς και στην αντικατάσταση της αναποτελεσματικής διεύθυνσης (management).

Στην πραγματικότητα, τόσο οι ρευστές χρηματαγορές, όσο και το αυστηρό θεσμικό πλαίσιο και η επαρκή πρόσβαση σε πληροφόρηση από την πλευρά των μετόχων -όλα κύρια χαρακτηριστικά του outsider system- είναι αναγκαία προκειμένου η αγορά να ασκήσει εταιρικό έλεγχο ως αποτελεσματικός και αξιόπιστος μηχανισμός. Μερικά από τα πλεονεκτήματα της διασκορπισμένης ιδιοκτησίας επομένως περιλαμβάνουν υψηλή ρευστότητα των μετοχών και καλύτερες μελλοντικές αξίες για τους επενδυτές. Επίσης οι τράπεζες έχουν περιορισμένο ρόλο στη συμμετοχή της εταιρίας και σε καμία περίπτωση δεν έχουν άμεσο ενδιαφέρον από τις επιχειρήσεις ούτε επιθυμούν να αναμειχθούν στη διοίκηση της εταιρίας.

Επίσης, άλλη μια σημαντική πτυχή μιας ενεργής κεφαλαιακής αγοράς, είναι ότι ενθαρρύνει καινοτομικές δραστηριότητες. Επιχειρηματικότητα και ανάπτυξη δυναμικών μικρο-μεσαίων επιχειρήσεων. Τα venture capitals είναι ενεργά στοιχεία στην υποστήριξη καινοτομικών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων. Ωστόσο από την άλλη πλευρά, το κίνητρο για τον έλεγχο της διεύθυνσης είναι ιδιαίτερα αδύνατο όταν η ιδιοκτησία είναι διασκορπισμένη, εξαιτίας της άρνησης του μετόχου να αναλάβει το κόστος του ελέγχου ευελπιστώντας ότι θα λάβει χώρα από άλλους.

Με την διασκορπισμένη ιδιοκτησία "έξοδος" αντί για "λόγος" είναι οι συνέπειες των μετόχων, καθώς σε περίπτωση που δεν είναι ικανοποιημένοι είναι πρόθυμοι να πωλήσουν τις μετοχές τους καθώς δεν έχουν κίνητρο ή τα μέσα για να ασκήσουν άμεσο έλεγχο στη διεύθυνση, ενώ οι managers καταλήγουν με αξιοσημείωτη διακριτή εξουσία και την δυνατότητα απόσπασης ιδίων ωφελειών.

Χαρακτηριστικό του συστήματος είναι ότι οι managers μπορούν να χρησιμοποιήσουν την εξουσία τους για να μεγιστοποιήσουν το μέγεθος της εταιρίας από ότι τα κέρδη,

να αποκρύψουν/ συσσωρεύσουν τις ταμειακές ροές από το να τις εξαφανίσουν με τη μορφή των μερισμάτων, να αποζημιώσουν τους ίδιους με υπερβολικά υψηλούς μισθούς ή να οχυρωθούν και να προστατεύσουν τους εαυτούς τους από έμμεσους μηχανισμούς επιχειρηματικού ελέγχου σε περίπτωση έλλειψης υπευθυνότητας της διεύθυνσης

Η εταιρική διακυβέρνηση καθώς και το νομικό και θεσμικό πλαίσιο που την περιβάλλει στο *outsider system* έχει αναπτυχθεί ως απάντηση στα ιδιαίτερα προβλήματα που προκύπτουν όχι μόνο εξαιτίας του διαχωρισμού ανάμεσα στην ιδιοκτησία και τον έλεγχο αλλά και στην σύγχυση που προκύπτει όσον αφορά το καθεστώς ιδιοκτησίας. Πολλές από τις αναμορφώσεις και πρακτικές του συστήματος βοηθούν στη μείωση της αδυναμίας ελέγχου, ενδυναμώνοντας την υπευθυνότητα της διεύθυνσης και ευθυγραμμίζοντας τους στόχους των *managers* όσο το δυνατόν με αυτούς των μετόχων. Στη συνέχεια παρατίθενται, ορισμένοι από τους κυριότερους παράγοντες που επηρεάζουν τα συγκεκριμένα συστήματα.

➤ Ρόλος των Θεσμικών Επενδυτών

Οι εμπορικοί οργανισμοί στις ΗΠΑ για μεγάλο χρονικό διάστημα είχαν περιορισμένη παρουσία εξαιτίας ισχυρών νομικών και κανονιστικών μηχανισμών δημιουργώντας ένα θρυμματισμένο οικονομικό κλάδο. Για παράδειγμα εξαιτίας των περιοριστικών όρων, από εμπορικούς νόμους, το συμμετοχικό κεφάλαιο είναι ιδιαίτερα χαμηλό.

Η νομοθεσία στις ΗΠΑ επίσης εμποδίζει τις τράπεζες να παρέχουν συμβουλευτικές υπηρεσίες. Ενδεικτικά αναφέρεται η περίπτωση που ο πελάτης μιας τράπεζας χρεοκοπήσει ή χάσει την φερεγγυότητα του, οι απαιτήσεις τις τράπεζας περιορίζονται αν μπορεί να αποδειχθεί ότι η τράπεζα άσκησε σημαντική επιρροή στις δραστηριότητες της επιχείρησης. Ενώ οι παραπάνω πρακτικές έχουν ενθαρρύνει τη διασκορπισμένη ιδιοκτησία στις ΗΠΑ, αποθαρρύνουν επίσης τις μακροχρόνιες σχέσεις ανάμεσα στους θεσμικούς επενδυτές και τον επιχειρηματικό κλάδο

Επομένως και σε σύγκριση με άλλες χώρες οι εμπορικές τράπεζες είχαν απλά ένα παθητικό ρόλο στον έλεγχο των εισηγμένων εταιριών.

Ωστόσο, η διασκορπισμένη ιδιοκτησία στο Ην. Βασίλειο κινείται με αυξητικούς ρυθμούς αλλά επίσης χαρακτηρίζεται και από την κυριαρχία των θεσμικών επενδυτών. Συγκεκριμένα από τη δεκαετία του '70, οι ΗΠΑ αλλά και το Ην. Βασίλειο έχουν εμφανίσει μια απότομη αύξηση στη συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο από

χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με ταυτόχρονη μείωση της ατομικής συμμετοχής στην άμεση ιδιοκτησία της επιχείρησης. Ξεκινώντας με λιγότερο από 10% στην μετοχική σύνθεση των επιχειρήσεων, έφθασαν στο 40% σήμερα και οι θεσμικοί επενδυτές έχουν γίνει οι μεγαλύτεροι ιδιοκτήτες. Την ίδια περίοδο, το ποσοστό συμμετοχής των μετοχών που ελέγχονται από πρόσωπα έχει σημειώσει αισθητή μείωση από 90% σε περίπου 50% στις ΗΠΑ και από 50% σε 20% αντίστοιχα στο Ην. Βασίλειο.

Οι αιτίες για την παραπάνω τάση μπορεί να αποδοθούν στα φορολογικά κίνητρα από την πλευρά των κυβερνήσεων για συλλογικά σχήματα καθώς και στην ευρεία ανάπτυξη των αμοιβαίων κεφαλαίων ως αποτέλεσμα των πλεονεκτημάτων της μεγάλης διασποράς ανάμεσα στη διεύθυνση και στα χαμηλά εκτελεστικά κόστη σχετικά με την άμεση ιδιοκτησία. Ένας επιπρόσθετος λόγος που εξηγεί το φαινόμενο έχει να κάνει με την αναδυόμενη τάση για τις εταιρίες να εκδίδουν μετοχές άμεσα στους θεσμικούς επενδυτές στη κύρια αγορά καθώς οι απαιτήσεις τους για χρηματοδότηση έχουν αυξηθεί τα τελευταία χρόνια.

Ο υψηλός βαθμός κατοχής μετοχών από τους θεσμικούς επενδυτές και τα συνταξιοδοτικά ταμεία είναι ο κυριότερος παράγοντας για τον τρόπο που ασκείται η εταιρική διακυβέρνηση στις ΗΠΑ και το Ην. Βασίλειο. Ενώ οι διαδικασίες για βαθύτερο έλεγχο στις επιχειρήσεις από την πλευρά των θεσμικών επενδυτών, διαφαίνεται ως βελτίωση στον τρόπο που οι επιχειρήσεις ασκούν εταιρική διακυβέρνηση στις ΗΠΑ και στο Ην. Βασίλειο, υπάρχει ακόμα έντονη φιλολογία γύρω από το ποιος θα ελέγχει τους θεσμικούς επενδυτές. Το υψηλό επίπεδο συγκέντρωσης μεταξύ των θεσμικών επενδυτών στο Ην. Βασίλειο εξυπηρετεί μόνο στη διόγκωση του προβλήματος.

➤ Ο Ρόλος Του Διοικητικού Συμβουλίου

Παράλληλα με τον έλεγχο στην επιχείρηση που ασκείται από τους θεσμικούς επενδυτές, άλλος ένας χαμηλού κόστους μηχανισμός ελέγχου, είναι το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας.

Το διοικητικό συμβούλιο κατέχει ένα σημαντικό ρόλο στην δομή της εταιρικής διακυβέρνησης και είναι ουσιαστικά υπεύθυνο για τον έλεγχο της διεύθυνσης και την επίτευξη ικανοποιητικής απόδοσης στους μετόχους, ενώ είναι υπόλογο και για τη προστασία της εταιρίας από συγκρούσεις συμφερόντων και την εξισορρόπηση των απαιτήσεων από κάθε ενδιαφερόμενη πλευρά μέσα σε αυτή. Το διοικητικό συμβούλιο

όταν κρίνεται αναγκαίο έχει την εξουσία να αντικαταστήσει την διεύθυνση (management) της επιχείρησης καθώς επίσης είναι υπεύθυνο για την καταβολή αποζημίωσης στα μέλη του, για τη συμμετοχή τους σε αυτό.

Ωστόσο για να μπορέσει το διοικητικό συμβούλιο να εκπληρώσει το ρόλο του - έλεγχο στη διεύθυνση της εταιρίας- θα πρέπει να υφίσταται κάποιος βαθμός ανεξαρτησίας ανάμεσα σε αυτό και τη διεύθυνση. Και ενώ έμφαση δίνεται, στο outsider system, στην έννοια της ανεξαρτησίας, στην πραγματικότητα το πιο σημαντικό πρόβλημα είναι ότι το διοικητικό συμβούλιο, όπως αντίστοιχα και η διεύθυνση μπορεί να οχρωθεί.

Αυτό μπορεί να συμβεί στην περίπτωση κατά την οποία τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου αμείβονται για τις υπηρεσίες τους, και είναι υπόλογοι τόσο για την επίβλεψη των ανωτάτων στελεχών όσο και την αποζημίωση των μελών του διοικητικού συμβουλίου. Το πρόβλημα που δημιουργείται έχει να κάνει με το εξής γεγονός : ενώ η αποζημίωση στο διοικητικό συμβούλιο προσελκύει υψηλών προσόντων μη εκτελεστικά μέλη, αυτό έχει ως αποτέλεσμα η συγκεκριμένη θέση να δημιουργεί κίνητρο για τα στελέχη να απασχοληθούν και σε μεγάλο αριθμό άλλων επιχειρήσεων και η κατάληξη αφορά την αποτελεσματικότητα αυτών αφού οι τόσες πολλές ενασχολήσεις μειώνουν την ικανότητα ελέγχου του διοικητικού συμβουλίου . Ως μη εκτελεστικά μέλη- αν και δεν υπάρχει ένας θεσπισμένος ορισμός - θεωρούνται εκείνα τα στελέχη που σε αντίθεση με τους υπόλοιπους συναδέλφους τους, δεν διατηρούν καμία διοικητική ή διευθυντική θέση στην επιχείρηση επιπρόσθετα με τον ρόλο τους ως μέλος του διοικητικού συμβουλίου. Τα μη εκτελεστικά στελέχη έχουν υποχρέωση να συμμορφωθούν με τα καθήκοντα της διοίκησης όπως αυτά ορίζονται από τον νόμο και τον εσωτερικό κανονισμό της επιχείρησης.

Στην περίπτωση, που ήταν δυνατόν με κάποιο υποθετικό κανονιστικό πλαίσιο η μείωση των συμμετοχών σε πολλά συμβούλια, το πρόβλημα εντολέα εντολοδόχου θα εξακολουθούσε να υπάρχει κυρίως λόγω της διασκορπισμένης ιδιοκτησίας (dispersed ownership) και του διαχωρισμού ελέγχου και ιδιοκτησίας ως επακόλουθο. Το διοικητικό συμβούλιο, θεωρητικά, θα έπρεπε να αντιπροσωπεύει και να διαφυλάττει τα συμφέροντα των μετόχων, στην πράξη γίνεται μέρος της διεύθυνσης της επιχείρησης. Εξαιτίας των προβλημάτων που προκύπτουν υπάρχει ακόμα η βαθιά η αντίληψη του συμβουλίου ως ένας αδύνατος μηχανισμός ελέγχου.

➤ Ο Ρόλος Των Μηχανισμών Της Αγοράς

Η απειλή της εξαγοράς της επιχείρησης μπορεί να ενεργήσει ως πειθαρχικός μηχανισμός και να μειώσει τα κίνητρα για ευκαιριακή συμπεριφορά της διεύθυνσης. Οι ΗΠΑ συγκεκριμένα έχουν μια δραστήρια αγορά για εταιρικό έλεγχο όπως διαπιστώνεται από τη συμμετοχή της στις εξαγορές και συγχωνεύσεις, περιλαμβάνοντας και τις "εχθρικές" εξαγορές (hostile take over).

Για παράδειγμα στα μέσα της δεκαετίας του 1980, η αξία των εξαγορών στις ΗΠΑ προσέγγισε περίπου το \$1 τρισ. Αντιπροσωπεύοντας το 40% της ετήσιας αγοράς κεφαλαίου (μέση ετήσια κεφαλαιοποίηση). Στο Ην. Βασίλειο την τελευταία δεκαετία υπήρξαν 200 περίπου εξαγορές και συγχωνεύσεις ανά έτος σε σύγκριση με 50 περίπου που έλαβαν χώρα στη Γερμανία την αντίστοιχη περίοδο. Σημειώνεται ότι μέχρι τώρα, ο επιχειρηματικός έλεγχος δεν αποτελεί αξιόλογο παράγοντα στο insider system, ωστόσο σταδιακά αυτό αλλάζει καθώς οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις ως δραστηριότητες αποτελούν σημαντικό σημείο αναφοράς στην αγορά.

Ταυτόχρονα η ένταση των συγχωνεύσεων και εξαγορών δεν αποτελεί από μόνο του ισχυρό μηχανισμό αγοράς. Οι εξαγορές μπορούν να είναι αποτέλεσμα επιτακτικής ανάγκης για αύξηση του μεγέθους στην αγορά καθώς και από επιθυμία αύξησης της απόδοσης. Γι' αυτό το λόγο δεν είναι πάντα ορθή η υπόθεση ότι πίσω από μια αγορά για εταιρικό έλεγχο αντικατοπτρίζεται η αληθινή έκταση της εταιρικής εποπτείας.

Ο ισχυρός ανταγωνισμός στην αγορά, θα μπορούσε σε κάποιο βαθμό να συντελέσει στη μείωση της αναποτελεσματικότητας της διεύθυνσης και στον καιροσκοπισμό. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι υπάρχουν λιγότερα περιθώρια ευκαιριακής συμπεριφοράς όταν η αγορά είναι ανταγωνιστική. Ο ανταγωνισμός εξασφαλίζει ένα είδος benchmarking με το οποίο η απόδοση της επιχείρησης μπορεί να κριθεί όταν συγκρίνεται με την απόδοση άλλων εταιριών του ίδιου κλάδου. Ωστόσο τα αποτελέσματα του ανταγωνισμού στην αγορά έρχεται με καθυστέρηση για να προκαλέσουν ραγδαίες αντιδράσεις, οδηγώντας μη παραγωγικές επιχειρήσεις σε χρεοκοπία μόνο αφού μεγάλο χρονικό διάστημα έχει παρέρθει, στον οποίο η μετοχική αξία έχει χαθεί. Σημαντικό ρόλο στην εταιρική διακυβέρνηση έχει η νομοθεσία σχετικά με τη χρεοκοπία, όσον αφορά τις απαιτήσεις και τον έλεγχο για τους διάφορους επενδυτές κατά τη διάρκεια της πτώχευσης.

➤ Βραχυχρόνια Συμπεριφορά

Παρόλο που μια δραστήρια και δυναμική αγορά μπορεί να ενεργεί ως πειθαρχικός μηχανισμός πάνω στη συμπεριφορά της διεύθυνσης, σε μια οικονομία η οποία χαρακτηρίζεται από συχνές εξαγορές και μακροχρόνιες σχέσεις ανάμεσα στους stakeholders είναι μάλλον δύσκολο να διατηρηθούν. Ίσως το συγκεκριμένο γεγονός να μειώσει συνολικά τις επενδύσεις προσφέροντας στους stakeholders ελάχιστα κίνητρα για να τις πραγματοποιήσουν αλλά ακόμα και να δημιουργήσει αποκλίσεις στα επενδυτικά σχέδια που πραγματοποιούνται.

Πράγματι, είναι σύνθηρες το φαινόμενο ισχυρή εμπιστοσύνη στις χρηματοοικονομικές αγορές (financial markets) να ενθαρρύνει τους managers να επικεντρώνονται αποκλειστικά σε στόχους με βραχυχρόνια αποτελέσματα, ακόμα και όταν αυτό είναι επιβλαβές στην μακροχρόνια παραγωγικότητα της επιχείρησης. Από την άλλη πλευρά, η περισσότερο ανταγωνιστική αγορά για χρηματοδότηση και εταιρικό έλεγχο μπορεί να οδηγήσει σε "σφιχτότερο" έλεγχο και σε ερευνητικές δραστηριότητες προσεχτικότερα επιλεγμένες τόσο από θέμα ποιότητας όσο και κόστους. Ειδικοί χρηματοοικονομικοί μηχανισμοί έχουν αναπτυχθεί σε outsider systems οι οποίοι είναι συχνά περισσότερο αποτελεσματικός τρόπος για την αντιμετώπιση χρηματοπιστωτικών κινδύνων, σε μακροχρόνια προγράμματα έρευνας και ανάπτυξης από τους παραδοσιακούς μηχανισμούς σε πολλά insider τραπεζικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης.

Ωστόσο, αξίζει να αναφερθεί ότι επενδυτικά σχέδια με μακροχρόνια αποτελέσματα, όπως αποτελεί η βασική έρευνα, μπορεί να υποτιμάται ακόμα ως αποτέλεσμα "χρηματιστηριακής μυωπίας". Αυτό έχει αντίκτυπο στις καινοτομίες και στην τεχνολογική ανάπτυξη καθώς επίσης και στη μακροχρόνια οικονομική ανάπτυξη αφού πρόθεση και συνεισφορά της βασικής έρευνας είναι να αυξήσει την υπάρχουσα γνώση που απαιτείται στην εφαρμοσμένη έρευνα. Μια μεταβολή στις δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη για χάρη των βραχυχρόνιων θετικότερων αποτελεσμάτων ίσως να έχει αποτέλεσμα την αύξηση του ρυθμού παραγωγής μακροχρόνια και επομένως κάθε σχεδιασμός για την κατανομή των δαπανών θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη πλήθος παραγόντων.

Οι υπεύθυνοι για τη δημιουργία και την εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να έχουν ιδιαίτερη προσοχή στις συνέπειες της μείωσης της χρηματοδότησης για βασική έρευνα.

Απορρίπτοντας προγράμματα των οποίων οι αποδόσεις δεν επαρκούν για να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις των μετόχων για ταχύτερες αποπληρωμές των επενδύσεων τους, δεν έχει ως επακόλουθο ότι και οι managers είναι αναποτελεσματικοί ή ένοχοι. Ωστόσο, η ευθυγράμμιση των συμφερόντων των managers -μέσω σχεδίων των απολαβών των στελεχών της διεύθυνσης- με αυτά των μετόχων είναι πιθανόν να οδηγήσει στον περιορισμό της υιοθέτησης της βραχυχρόνιας συμπεριφοράς.

Όταν οι απολαβές των managers είναι άμεσα συναρτώμενες με μετοχές, τότε οι managers έχουν ένα κίνητρο να μεγιστοποιήσουν τα βραχυχρόνια αποτελέσματα με σκοπό την αύξηση των ιδίων ωφελειών. Επομένως οι managers μπορούν να μεγιστοποιήσουν τα συνολικά οφέλη τους υιοθετώντας επενδυτικά σχέδια τα οποία μεγιστοποιούν σε βραχύ διάστημα τα επιδιωκόμενα αποτελέσματα και ρευστοποιώντας τις μετοχές τους, ώστε μετακινούμενοι σε διαφορετική επιχείρηση, έχοντας στις αποσκευές τους τη φήμη, για την αύξηση της μετοχής, και της απόδοσης των επενδύσεων των μετόχων από την προηγούμενη τους εταιρία να βρίσκονται σε πλεονεκτική θέση.

Όπως διαπιστώνεται από τα παραπάνω, ενώ η αποζημίωση των managers συναρτάται άμεσα με την πορεία της μετοχής και κατ' επέκταση της εταιρίας γεγονός το οποίο ευθυγραμμίζεται με τα συμφέροντα και των μετόχων, ωστόσο αυτό ως κίνητρο συχνά αποκλίνει από τους γενικότερους στόχους της επιχείρησης.

Insider System

Το insider system συναντάται κυρίως στην Ευρώπη (με εξαίρεση το Ην. Βασίλειο), στην Ιαπωνία και τη Κορέα, χαρακτηρίζεται από συγκεντρωτική ιδιοκτησία ή/και δικαίωμα ψήφου καθώς επίσης και από ένα μεγάλο αριθμό ενδο- επιχειρησιακές σχέσεις και εταιρίες συμμετοχών. Θεσμικοί επενδυτές όπως συνταξιοδοτικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια και ασφαλιστικές εταιρίες κατέχουν ένα σαφώς πιο περιορισμένο ρόλο σε σχέση με την περίπτωση του outsider system. Οικογενειακός έλεγχος των επιχειρήσεων, στενές σχέσεις με τις τράπεζες, σταυροειδής συμμετοχή και πυραμιδοειδής δομές συμμετοχικών εταιριών είναι τα κυρίαρχα χαρακτηριστικά του insider system.

Η σημασία αυτών των χαρακτηριστικών είναι τέτοια που επιτρέπουν στους μετόχους της εταιρίας να εξασκούν τον έλεγχο σε αυτή με σχετικά χαμηλό κόστος. Οι μεγαλομέτοχοι της εταιρίας έχουν το κίνητρο να ασκήσουν έλεγχο στη διεύθυνση και παράλληλα την απαραίτητη ισχύ για να επηρεάσουν τη διαδικασία λήψης αποφάσεων.

Η βασική σύγκρουση που λαμβάνει χώρα στο παρόν σύστημα είναι ανάμεσα στους μετόχους με μεγάλο ποσοστό συμμετοχής στο κεφάλαιο (block holders) και τους αδύναμους -μικρομετόχους και managers.

Όταν η ισχύς της ψήφου, είναι συγκεντρωμένη αλλά η ιδιοκτησία διασκορπισμένη, ο ρόλος των managers ενδυναμώνεται, ειδικότερα μάλιστα αν οι μεγαλομέτοχοι είναι παράλληλα και managers. Βασισμένο σε αυτό, είναι το επιχείρημα που χρησιμοποιείται για την εφαρμογή της αρχής ψηφοφορίας μια μετοχή μια ψήφος. Η αδυναμία άσκησης ελέγχου και στην περίπτωση του outsider system ενδυναμώνει τη διεύθυνση, ωστόσο με την αρχή μια μετοχή μια ψήφος οι εξαγορές είναι πιθανές.

Με διασκορπισμένη ιδιοκτησία και συγκεντρωμένο voting power οι εξαγορές ουσιαστικά είναι αδύνατες. Επιπλέον, όταν υπάρχει διαφορά ανάμεσα στα δικαιώματα ταμειακών ροών και στα δικαιώματα ψήφου, η τάση για αποκόμιση ιδίων ωφελειών είναι εντονότερες καθώς και η δημιουργία συνομοσίων ανάμεσα σε managers και μεγαλομετόχους είναι πιθανότερη. Στην ηπειρωτική Ευρώπη οι managers συχνά πιέζονται για να μεγιστοποιήσουν τις αποδόσεις των μεγαλομετόχων δίχως ωστόσο αυτό να συνεπάγεται ότι μεγιστοποιούνται και οι αποδόσεις των υπολοίπων. Για παράδειγμα, σε πυραμιδοειδής επιχειρήσεις οι μικρομέτοχοι μπορούν να απαλλοτριώσουν μέσω εσωτερικών - στον όμιλο- μεταφορών από τους μεγαλομετόχους που ελέγχουν τον όμιλο. Οι μεγαλομέτοχοι επίσης θα μπορούσαν να συμφωνήσουν να ψηφίσουν ευνοϊκά με τις "συμφέρουσες" προτάσεις της διεύθυνσης και να αποζημιωθούν από επιμέρους πληρωμές.

Αυτά τα κίνητρα προκύπτουν από το γεγονός ότι οι μεγαλομέτοχοι πιστώνονται ένα ποσοστό από τα κόστη των πληρωμών προκαθορίζοντας το μέρος που συνδέεται με το ταμειακή ροή τους, αλλά απολαμβάνουν τη πλήρη ωφέλεια που συνδέονται με κάθε πλευρά πληρωμής. Μία από τις συνέπειες της πίεσης που ασκείται στους μεγαλομετόχους είναι ότι αυξάνει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων καθώς οι μικρομέτοχοι απαιτούν ένα premium στις εκδοθείσες μετοχές. Το πρόβλημα αυτό μπορεί να γίνει ιδιαίτερα οξύ σε περίπτωση που όλοι οι μικροεπενδυτές δεν έχουν επαρκή νομική προστασία για να διασφαλίσουν απόδοση στις επενδύσεις τους, αυτό

οδηγεί στην έλλειψη ρευστότητας καθώς οι επενδυτές παρακρατούν μέρος των κεφαλαίων τους αλλά και σε απουσία διασποράς κινδύνου ως συνέπεια της έλλειψης ρευστότητας στην αγορά.

Οι κεφαλαιακές αγορές, με βάση τα παραπάνω, στα insider system τείνουν να είναι λιγότερο καλά ανεπτυγμένα σε σχέση με το outsider system. Από την άλλη πλευρά, η συγκεντρωμένη ιδιοκτησία ενθαρρύνει περισσότερο τις μακροχρόνιες σχέσεις ανάμεσα στους stakeholders και αυτό με τη σειρά του μπορεί να οδηγήσει σε μεγαλύτερες επενδύσεις σε συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας με ευνοϊκές εξελίξεις για κερδοφορία στο συνεχές μέλλον.

➤ Ο Ρόλος Των Τραπεζών Στην Εταιρική Διακυβέρνηση

Οι διαφορές στα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης είναι άμεσα επηρεαζόμενα από το κόστος του κεφαλαίου, την διαθεσιμότητα αυτού καθώς και από τον τύπο χρηματοδότησης στις εταιρίες. Στην περίπτωση που η ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών αγορών συνδέεται με την οικονομική ανάπτυξη γενικότερα τότε αυτό μπορεί να έχει αντίκτυπο στη οικονομική ευημερία. Παρ' όλα αυτά αυτό ίσως να μην είναι σημαντικό θέμα στην περίπτωση που υπάρχουν άλλες πηγές χρηματοδότησης στην επιχείρηση.

Γι' αυτό το λόγο, στα insider system δίνεται μεγαλύτερη έμφαση στις τράπεζες ως οι κύριοι προμηθευτές εξωτερικής χρηματοδότησης και η σχέση ξένων προς ίδια κεφάλαια είναι συνήθως υψηλή.

Οι σχέσεις ανάμεσα σε τράπεζες και επιχειρήσεις, οι τράπεζες σε insider system τείνουν να διατηρούν περισσότερο περίπλοκες και μακροχρόνιες σχέσεις με τις επιχειρήσεις. Στην Ιαπωνία, τη Κορέα και τις χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης, οι εμπορικές τράπεζες παίζουν ένα σημαντικό ρόλο στη διακυβέρνηση των εταιριών. Συχνά οι τράπεζες επιλέγουν μέλη στο διοικητικό συμβούλιο και ασκούν αξιοσημείωτη εξουσία και έλεγχο στην εταιρία με την οποία συνεργάζονται. Το πλεονέκτημα σ' ένα τραπεζοκεντρικό σύστημα είναι ότι οι τράπεζες ασκούν σημαντικό έλεγχο σε λειτουργίες φιλτραρίσματος, μειώνοντας το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης. Η στενή σχέση ανάμεσα στις τράπεζες και στον πελάτη / επιχείρηση στο insider system έχει αποτέλεσμα μεγαλύτερη πρόσβαση σε ενημέρωση μειώνοντας με αυτό τον τρόπο το κόστος απόκτησης κεφαλαίου για την επιχείρηση.

Ωστόσο η τροφοδότηση με πληροφορίες σε ένα τραπεζοκεντρικό σύστημα βασίζεται στην εμπιστοσύνη, το οποίο έρχεται σε αντίθεση με τις απαιτήσεις για δημόσια και πλήρη ενημέρωση που συνδέεται με το outsider system.

Το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης γίνεται ιδιαίτερα σημαντικό στην επαναχρηματοδότηση αποτυχημένων εταιριών. Η αδυναμία της ικανότητας των πιστωτών να διαχωρίσουν εταιρίες με θετικές και αρνητικές προοπτικές κατά τη διάρκεια μάλιστα αρνητικού οικονομικού κλίματος μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα σαφώς πρόωρες ρευστοποιήσεις.

Στα insider systems, με τις στενότερες σχέσεις ανάμεσα στις τράπεζες και τις επιχειρήσεις τέτοια προβλήματα πληροφόρησης μπορούν να μετριασθούν και να συμβάλλουν στην πιο αποτελεσματική κατανομή των διαθέσιμων πόρων. Επίσης οι τράπεζες στα insider system κατέχουν ένα σημαντικό ρόλο στην ανοικοδόμηση εταιριών με χαμηλή απόδοση και είναι συχνή η περίπτωση που οι θεσμικοί επενδυτές στις ΗΠΑ και το Ην. Βασίλειο να παρεμβαίνουν έστω και αργά στην ανοικοδόμηση των αποτυχημένων επιχειρήσεων.

Τα insider systems, χαρακτηρίζονται από μικρής και σχετικά χαμηλής ρευστότητας κεφαλαιακές αγορές ενώ η απουσία των venture capital markets και η εξάρτηση από δανειοδοτήσεις αποτελούν ανασταλτικούς παράγοντες για την ανάπτυξη ακμαίων και αποδοτικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Οι νέες επιχειρήσεις θα συναντήσουν δυσκολίες για την εύρεση χρήματος, αφού δεν θα έχουν μακροχρόνιες σχέσεις με πιστωτικά ιδρύματα ούτε κάποια θετικά επιτεύγματα του παρελθόντος ως εγγύηση προς αυτά. Σε αυτές τις περιπτώσεις οι τράπεζες τείνουν να είναι αρκετά επιφυλακτικές στην πιστωτική τους πολιτική, καθώς αντιμετωπίζουν με ιδιαίτερη δυσπιστία τα νέα "starts up". Οι τράπεζες γενικά είναι λιγότερο πρόθυμες να αναλάβουν το ρίσκο σε σχέση με τους μετόχους μιας επιχείρησης, ωστόσο η στενή σχέση που αναπτύσσεται ανάμεσα τους τείνει να μειώνει το θέμα της ασύμμετρης πληροφόρησης και των ρίσκων που συνδέονται με την ανασφάλεια. Γι' αυτό το λόγο οι μακροχρόνιες σχέσεις με τράπεζες μειώνουν τις αποκλίσεις που ευνοούν βραχυχρόνια αποτελέσματα στην απόδοση των επιχειρήσεων.

Συνήθως το χαμηλό κόστος του κεφαλαίου ενθαρρύνει μακροχρόνιες επενδύσεις, γι' αυτό οι επενδύσεις που χαρακτηρίζονται από υψηλό κόστος συνήθως λαμβάνουν χώρα σε εταιρίες με συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης που βασίζονται σε μακροχρόνιες σχέσεις με πιστωτικά ιδρύματα, χωρίς αυτό να σημαίνει βέβαια ότι δεν μπορεί να συμβεί και το αντίθετο.

➤ Μακροχρόνιες Σχέσεις : ενδοεταιρικές συμμετοχές και δεσμεύσεις

Το Outsider system, με ευρεία διασκορπισμένη ιδιοκτησία όπου οι μέτοχοι μπορούν να έχουν σχέσεις και με τους υπόλοιπους stakeholders δίχως να επιμερίζονται κανένα κόστος, αποθαρρύνει κάποιες επενδύσεις στην επιχείρηση. Ο εστιασμός στα insider systems είναι στη δημιουργία μακροχρόνιων σχέσεων ανάμεσα στους συμβατικούς συνεταιίρους της επιχείρησης. Σημειώνεται ότι, η συνεχής ανάπτυξη τέτοιων σχέσεων ανάμεσα σε αυτές τις ομάδες, συμπεριλαμβανομένων των τραπεζών, του εργατικού δυναμικού και των πελατών, προωθούν μεγαλύτερες επενδύσεις στα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας, ωστόσο πρέπει να αναφερθεί ότι, οι μακροχρόνιες σχέσεις και οι δεσμεύσεις για την παραγωγικότητα των επιχειρήσεων ποικίλουν από κλάδο σε κλάδο.

Η ταυτότητα των ιδιοκτητών της επιχείρησης μπορεί να έχει σημαντικές οικονομικές επιπτώσεις. Η ιδιοκτησία μιας επιχείρησης από την άλλη, αποτελεσματικά μειώνει τα κόστη και τα προβλήματα καθυστέρησης που συνδέονται με κίνητρα ανάπτυξης ευκαιριακής συμπεριφοράς. Σε αυτή τη περίπτωση οι stakeholders, έχουν μεγαλύτερο κίνητρο σε συγκεκριμένων ειδών επενδύσεις. Από την άλλη πλευρά, πολύπλοκα συστήματα ιδιοκτησίας και μεγαλομέτοχοι μπορούν να εμποδίσουν την ανοικοδόμηση εταιριών και βιομηχανιών και να μειώσουν την προσαρμοστικότητα των εταιριών να ανταποκριθούν στις νέες αλλαγές και στην παγκοσμιοποίηση. Ένα από τα βασικά προβλήματα με τα πολύπλοκα καθεστάτα συμμετοχών και η σταυροειδής μετοχική σύνθεση της επιχείρησης είναι ότι οι insiders οφείλουν, όχι πάντα, να κατέχουν αναμφισβήτητη πλειοψηφία για την διατήρηση του ελέγχου.

Όσον αφορά τα πυραμιδοειδή group, προσφέρουν ευρεία πρόσβαση σε κεφάλαιο, έχουν ορισμένα από τα πλεονεκτήματα που συνδέονται με τη διασκορπισμένη ιδιοκτησία, ενώ μειώνονται σημαντικά τα κόστη από το πρόβλημα εντολέα - εντολοδόχου και τον έλεγχο στη διεύθυνση.

Ωστόσο αυτός ο τύπος της δομής του ομίλου είναι ιδιαίτερα επιρρεπείς σε απαλλοτριώσεις και στην έλλειψη διαφάνειας. Οι κεφαλαιακές σχέσεις που αναπτύσσονται μέσω των σταυροειδών συμμετοχών από την άλλη πλευρά διευκολύνουν στρατηγικές συμμαχίες και μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να δημιουργήσουν ένα σημαντικό πυρήνα.

Περίπλοκα σχέδια ιδιοκτησίας εξυπηρετούν στην προστασία τόσο του ομίλου όσο και χαμηλότερου επίπεδου συμμετοχών από εχθρικές εξαγορές. Για παράδειγμα, μακροχρόνιες σχέσεις ανάμεσα σε επιχειρήσεις ισχυροποιούνται από σταυροειδής συμμετοχές και μπορεί να περιορίσουν τις δυνατότητες για μεταφορά μεριδίων ιδιοκτησίας. Ως αποτέλεσμα η αγορά για επιχειρησιακό έλεγχο σε insider systems είναι λιγότερο ανεπτυγμένο από ότι στα outsider systems. Η απουσία μιας αποτελεσματικής αγοράς για επιχειρηματικό έλεγχο ίσως να εμποδίζουν την ανάπτυξη μιας διεθνούς βάσης παραγωγής και μπορεί να προλάβει επιχειρήσεις να εισέλθουν μέσω τοπικών εξαγορών. Ενώ οι μακροχρόνιες σχέσεις ανάμεσα σε επιχειρήσεις και προμηθευτές μπορούν να βοηθήσουν στην μεγιστοποίηση των κερδών, οι διαδοχικές αυξήσεις στη συγκέντρωση της βιομηχανίας μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα σε συνωμοτικές συμπεριφορές που μπορούν να εξασθενήσουν το γενικό επίπεδο ανταγωνισμού στην αγορά.

Αυτό υποδηλώνει ότι το insider system της εταιρικής διακυβέρνησης ίσως χρειάζεται να δείξει ιδιαίτερη προσοχή στην ισχυροποίηση της πολιτικής του ανταγωνισμού και την εισαγωγή προϋποθέσεων για τους νεοεισερχόμενους στην αγορά.

1.3 Μοντέλα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Μη-Κερδοσκοπικοί οργανισμοί τείνουν να ακολουθήσουν μια από τις πέντε διαφορετικές προσεγγίσεις εταιρικής διακυβέρνησης που θα αναφερθούν παρακάτω. Κάθε προσέγγιση δίνει έμφαση σε διαφορετικές διαστάσεις όσον αφορά τους ρόλους και τις αρμοδιότητες του διοικητικού συμβουλίου και απορρέει από μια διαφορετική σχέση μεταξύ των μελών του διοικητικού συμβουλίου και των υπόλοιπων εργαζομένων. Οι τελευταίοι με τη σειρά τους αντανakλούν διαφορές ως προς το μέγεθος, το σκοπό, και την ιστορία της οργάνωσης. Οι προσεγγίσεις αυτές είναι το Μοντέλο Γνωμοδοτικού Συμβουλίου (Advisory Board model), το Πατρωνιστικό Μοντέλο (Patron Model), το Συνεργατικό Μοντέλο (Co- Operative Model), το Μοντέλο Ομάδας Διαχείρισης (Management Team Model) και το Μοντέλο Πολιτικής Συμβουλίου (Policy Board Model). Παρακάτω αναφέρεται το καθένα από αυτά τα μοντέλα αναλυτικά.

Advisory Board model

Το μοντέλο αυτό δίνει έμφαση στον υποστηρικτικό ρόλο του διοικητικού συμβουλίου και χρησιμοποιείται κυρίως στις περιπτώσεις που ο Διευθύνων Σύμβουλος είναι ο ιδρυτής της οργάνωσης. Ο ρόλος του Δ.Σ. είναι κυρίως αυτός του βοηθού του Διευθύνοντος Συμβούλου. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου έχουν προσληφθεί για τρεις βασικούς λόγους: Να είναι αξιόπιστοι σύμβουλοι για τον Διευθύνοντα Σύμβουλο, να έχουν επαγγελματικά προσόντα που ο οργανισμός χρειάζεται, ωστόσο δεν θέλει να πληρώσει για αυτά. Σε ατομικό επίπεδο τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου μπορεί να είναι πολύ ενεργά κατά την εκτέλεση των παραπάνω λειτουργιών και, κατά συνέπεια, να θεωρούν ότι αποτελούν μια πολύτιμη συμβολή στην οργάνωση. Συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου τείνουν να είναι ανεπίσημες και με σαφείς στόχους, βάσει του προγράμματος που θέτει ο Διευθύνοντας Σύμβουλος. Το μοντέλο αυτό μπορεί να λειτουργήσει αποτελεσματικά για ένα μικρό χρονικό διάστημα σε πολλούς οργανισμούς. Ωστόσο, τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου αδυνατούν μέσω αυτού να παρέχουν τις απαραίτητες αναφορές που απαιτούνται στα διοικητικά συμβούλια. Βάσει του νόμου, το διοικητικό συμβούλιο έχει την υποχρέωση να διαχειρίζεται τις υποθέσεις της οργάνωσης και μπορεί να θεωρηθεί υπεύθυνο για ορισμένες ενέργειες των μισθωτών και των επιτροπών. Ως εκ τούτου, πρέπει να διατηρεί μια ανώτερη θέση από αυτή του Διευθύνοντα Συμβούλου. Παρόλο που το ΔΣ επιτρέπεται να αναθέτει πολλές από τις αρμοδιότητές του στο υπόλοιπο προσωπικό ή σε επιτροπές, δεν μπορεί να είναι σε κατώτερη θέση από αυτούς.

Patron Model

Σε σύγκριση με το Advisory Board Model, το διοικητικό συμβούλιο του Patron Model έχει ακόμα μικρότερη επιρροή στην οργάνωση. Αποτελούμενο από εύπορα και με επιρροή άτομα δεσμευμένα με την αποστολή του οργανισμού, εξυπηρετεί πρωτίστως σκοπούς άντλησης πόρων. Τέτοιου είδους ΔΣ κάνουν συσκέψεις αραιά, εφόσον η εργασία τους πραγματοποιείται εκτός των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου. Το γράψιμο επιταγών και το να πείσουν και άλλους να γράψουν επιταγές είναι η κύρια συμβολή τους στην οργάνωση. Πολλές οργανώσεις διατηρούν ένα τέτοιο ΔΣ ανεξάρτητα από το ΔΣ που τις διοικεί. Στις εκστρατείες κεφαλαίου και για να καθιερωθεί η αξιοπιστία της νεοσυσταθείσας οργάνωσης, τα ΔΣ αυτού του μοντέλου μπορεί αποβούν ιδιαίτερα χρήσιμα. Δεν μπορούν, όμως, να

χρησιμοποιηθούν για καθήκοντα διακυβέρνησης, όπως είναι η επιχειρησιακή ανάπτυξη, ο οργανωτικός σχεδιασμός, ή το πρόγραμμα ελέγχου.

Co - Operative Model

Για πολλούς και διαφορετικούς λόγους, ορισμένοι οργανισμοί προσπαθούν να αποφύγουν ιεραρχικές δομές. Η δομή λήψης αποφάσεων των οργανώσεων αυτών καλείται συνήθως "συλλογική διαχείριση" (collective management). Στο μοντέλο αυτό, όλη η ευθύνη μοιράζεται και δεν υπάρχει Διευθύνων Σύμβουλος. Η διαδικασία λήψης αποφάσεων πραγματοποιείται μετά από συναίνεση και κανένας δεν έχει εξουσία πάνω σε άλλον. Εάν ο νόμος δεν το απαιτεί, δεν υπάρχει καν ΔΣ. Ωστόσο, πρακτικά πρέπει να υπάρχει ένα συμβούλιο διευθυντών και υπαλλήλων. Η οργάνωση, ως εκ τούτου προσπαθεί να προσαρμόσει το διοικητικό συμβούλιο στην όλη οργανωσιακή φιλοσοφία, δημιουργώντας ένα ενιαίο διαχειριστικό σώμα που αποτελείται από μέλη του διοικητικού συμβουλίου, μέλη του προσωπικού, εθελοντές, και μερικές φορές και πελάτες. Οι υποστηρικτές του τον θεωρούν ως τον πιο δημοκρατικό τρόπο διαχείρισης, αλλά, και ίσως, το πιο δύσκολο από όλα τα μοντέλα να διατηρηθεί, απαιτώντας μεταξύ άλλων, μια κοινή αίσθηση του σκοπού, ένα υψηλό επίπεδο δέσμευσης από όλα τα μέλη της ομάδας, την προθυμία να αναλάβει κάποιος την προσωπική ευθύνη για την εργασία των άλλων, και την ικανότητα για συμβιβασμό. Όταν λειτουργεί σωστά, ο οργανισμός επωφελείται από την άμεση συμμετοχή των εργαζομένων πρώτης γραμμής στη λήψη αποφάσεων και από την συνεργία που δημιουργείται από την αλληλεπίδραση του διοικητικού συμβουλίου με το προσωπικό.

Ωστόσο, υπάρχουν δύο μειονεκτήματα για αυτό το μοντέλο. Το πρώτο είναι ότι, παρόλο που η ικανότητα για συμβιβασμό είναι ένα ουσιαστικό στοιχείο για την επιτυχή λειτουργία του, οι συνεργασίες συχνά πηγάζουν από μια ισχυρή ιδεολογική ή φιλοσοφική δέσμευση που μπορεί να αποβεί επιζήμια για την επιχείρηση. Το δεύτερο μειονέκτημα είναι η δυσκολία δημιουργίας αναφορών. Από τη στιγμή της εφαρμογής αυτού του μοντέλου, μπορεί να υπάρχει ένα υψηλό επίπεδο κινήτρων στην οργάνωση η οποία καθιστά απαραίτητη την ανάγκη ύπαρξης αναφορών. Όμως, όσο αλλαγές λαμβάνουν χώρα, το αίσθημα προσωπικής δέσμευσης για την ομάδα μπορεί να χαθεί.

Management Team Model

Για πολλά χρόνια, οι περισσότεροι μη κερδοσκοπικοί οργανισμοί έχουν λειτουργήσει με ΔΣ που βασίζονται στο model of a Management Team. Σε μεγαλύτερους οργανισμούς, η δομή του διοικητικού συμβουλίου και των επιτροπών συνήθως αντανακλά τη διάρθρωση της διοικητικής οργάνωσης. Όπως υπάρχει προσωπικό που είναι υπεύθυνο για το ανθρώπινο δυναμικό, τη συγκέντρωση κεφαλαίων, τη χρηματοδότηση, το σχεδιασμό, καθώς και τα προγράμματα, το ΔΣ δημιουργεί επιτροπές που είναι αρμόδιες για αυτούς ακριβώς τους τομείς.

Όταν δεν υπάρχει αμειβόμενο προσωπικό, το ΔΣ γίνεται η διοικητική δομή της οργάνωσης και τα μέλη του είναι επιπλέον και διευθυντικά στελέχη που παραδίδουν προγράμματα και υπηρεσίες. Μεμονωμένα ή σε επιτροπές, τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου αναλαμβάνουν τη διακυβέρνηση, τη διαχείριση και τα επιχειρησιακά καθήκοντα, συμπεριλαμβανομένου του στρατηγικού σχεδιασμού, την τήρηση βιβλίων, την εύρεση κεφαλαίων, τα newsletter, τον επιχειρηματικό σχεδιασμό και την υλοποίησή του. Η υιοθέτηση του μοντέλου αυτού, προκύπτει από τις σύγχρονες ιδέες που σχετίζονται με το μάνατζμεντ και τις δημοκρατικές δομές στο χώρο εργασίας. Επίσης ταιριάζει και με την ευρέως διαδεδομένη άποψη του εθελοντισμού. Πιο συγκεκριμένα, ταιριάζει πολύ με την εμπειρία πολλών ατόμων που εργάστηκαν ως εθελοντές σε ομάδες όπως υπηρεσίες συλλόγων, σχολικές ομάδες, προσκόπους, καθώς και ομάδες με χόμπι. Επίσης, αντανακλά τις διεργασίες που εμπλέκονται στη δημιουργία ενός νέου οργανισμού ή υπηρεσίας. Δεν είναι περίεργο λοιπόν, ότι βιβλία και άρθρα γραμμένα μεταξύ 1970 και 1990 (και πολλά πιο πρόσφατα) αναφέρουν το μοντέλο αυτό ως το ιδανικό. Διοικητικά Συμβούλια που λειτουργούν με αυτό το μοντέλο χαρακτηρίζονται από έναν υψηλό βαθμό συμμετοχής στις επιχειρησιακές και διοικητικές δραστηριότητες του οργανισμού. Σε οργανισμούς με καλά οργανωμένο μάνατζμεντ έχουν συνήθως τη μορφή της εποπτείας του διευθύνοντα συμβούλου και του προσωπικού σε όλα τα επίπεδα του οργανισμού. Όσον αφορά τη δομή τους, μπορεί να αποτελούνται από πολλές επιτροπές και υποεπιτροπές. Η λήψη αποφάσεων επεκτείνεται και σε λεπτομέρειες σχετικές με τα προγράμματα, τις υπηρεσίες και τις διοικητικές πρακτικές. Όταν το μοντέλο αυτό λειτουργεί καλά, δύο κριτήρια τείνουν να χρησιμοποιηθούν για την επιλογή του προσωπικού: Οι γνώσεις και η εμπειρία σε κάποιο συγκεκριμένο τομέα, όπως η λογιστική ή το ότι είναι μέλη μιας ομάδας μετόχων. Ενώ το μοντέλο αυτό λειτουργεί καλά για όλους τους εθελοντικούς οργανισμούς, έχει αποδειχτεί ότι δεν είναι τόσο κατάλληλο για τις οργανώσεις που

ήδη έχουν καλό μánατζμεντ και εργαζομένους πλήρους απασχόλησης. Πράγματι, οι αδυναμίες αυτού του μοντέλου έχουν οδηγήσει σε έναν τρόπο σκέψης που διαφοροποιεί τη "διακυβέρνηση" (δηλαδή τις πρακτικές του ΔΣ), από την "διαχείριση" (οι πρακτικές των εργαζομένων). Το σημαντικότερο μειονέκτημα είναι ότι πάρα πολύ συχνά, εκφυλίζεται σε micro- Management Team Model, στο οποίο τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου αρνούνται να εκχωρήσουν εξουσία, πιστεύοντας ότι ο ρόλος τους, τους επιβάλλει να κάνουν όλες τις επιχειρησιακές αποφάσεις, αφήνοντας μόνο το προσωπικό να τις εφαρμόσει. Αποτέλεσμα αυτού είναι η έλλειψη συνέπειας στις αποφάσεις, δυσαρέσκεια στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και έλλειψη προσοχής σε θέματα σχεδιασμού και αναφορών.

Policy Board Model

Όπως επισημάνθηκε παραπάνω, η ανάγκη διαφοροποίησης του ρόλου του διοικητικού συμβουλίου από τον ρόλο του διαχειριστή προέκυψε από την αποτυχία πολλών οργανισμών να έχουν σωστές αναφορές και τη δυσαρέσκεια πολλών μελών του διοικητικού συμβουλίου, λόγω της αδυναμίας τους να συμμορφωθούν με το ρόλο τους.

Άρχισαν, επομένως, να αναρωτιούνται γιατί, ενώ ήταν τόσο ικανοί μεμονωμένα, αισθάνθηκαν τόσο αναποτελεσματικοί ως μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Αυτό οδήγησε σε μια επανεξέταση του ρόλου του ΔΣ, της σχέσης μεταξύ αυτού και του Διευθύνοντα Σύμβουλου, καθώς και τη σχέση μεταξύ του διοικητικού συμβουλίου και της κοινότητας.

Όλα τα Μοντέλα αυτού του τύπου αναφέρουν ότι η αρμοδιότητα του διοικητικού συμβουλίου είναι η εξής: Να δημιουργήσει τις κατευθυντήριες αρχές και πολιτικές για την οργάνωση, να μεταβιβάσει την ευθύνη και την εξουσία σε εκείνους που είναι υπεύθυνοι για την εφαρμογή αρχών και πολιτικών, να ελέγχει τη συμμόρφωση βάση αυτών των κατευθυντήριων αρχών και πολιτικών, να διασφαλίσει ότι το προσωπικό είναι υπόχρεο να λογοδοτεί για τις επιδόσεις του.



Τα ΔΣ που λειτουργούν βάσει αυτού του μοντέλου χαρακτηρίζονται από ένα υψηλό επίπεδο εμπιστοσύνης όσον αφορά τον Διευθύνοντα Σύμβουλο. Υπάρχουν σχετικά λίγες μόνιμες επιτροπές, με αποτέλεσμα να γίνονται περισσότερες συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου. Στην ανάπτυξη του συμβουλίου δίνεται μεγάλη προτεραιότητα, προκειμένου να διασφαλιστεί ότι τα νέα

μέλη θα είναι σε θέση να λειτουργήσουν αποτελεσματικά. Τα άτομα έχουν προσληφθεί, γιατί απέδειξαν τη δέσμευσή τους στις αξίες και την αποστολή της οργάνωσης.¹

1.4 Αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Στις αρχές της καλής εταιρικής διακυβέρνησης περιλαμβάνονται η τιμιότητα, η εμπιστοσύνη, η ακεραιότητα, η ευθύτητα, ο προσανατολισμός προς την επιτέλεση του καθήκοντος και τη βέλτιστη απόδοση, η υπευθυνότητα, ο αμοιβαίος σεβασμός και η δέσμευση προς τον οργανισμό ή την επιχείρηση. Μεγάλης σημασίας είναι ο τρόπος με τον οποίο οι διευθυντές και η διοίκηση (management) αναπτύσσουν ένα μοντέλο διακυβέρνησης που ευθυγραμμίζει μεταξύ τους τις αξίες όσων μετέχουν στην επιχείρηση και κατόπιν αξιολογούν αυτό το μοντέλο περιοδικά για τη αποτελεσματικότητά του. Συγκεκριμένα, οι ανώτεροι διοικητικοί λειτουργοί της επιχείρησης θα πρέπει να διοικούν και να διαχειρίζονται τα της επιχείρησης με εντιμότητα και ηθική, ειδικά όσον αφορά πραγματικές ή φαινομενικές συγκρούσεις συμφερόντων, και να υποστηρίζουν έμπρακτα τη διαφάνεια και να είναι αποκαλυπτικοί όταν πρόκειται για οικονομικές αναφορές και αποτελέσματα της επιχείρησης. Σύμφωνα με τους Charkham και Simpson, (1999), υπάρχουν δύο βασικές αρχές για μια επιτυχημένη εταιρική διακυβέρνηση: (1) το μάνατζμεντ να είναι ελεύθερο να διοικεί την επιχείρηση με τις ελάχιστες δυνατές παρεμβολές και τη μέγιστη δυνατή παρακίνηση και (2) το μάνατζμεντ πρέπει να είναι υπόλογο για την αποτελεσματική και αποδοτική χρήση αυτής της ελευθερίας. Ο έλεγχος πρέπει να γίνεται δε δύο επίπεδα: έλεγχος του μάνατζμεντ από το διοικητικό συμβούλιο και έλεγχος του διοικητικού συμβουλίου από τους μετόχους.² Γενικά, οι κοινά αποδεκτές αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης περιλαμβάνουν:

1.Δικαιώματα και δίκαιη μεταχείριση των μετόχων: Οι επιχειρήσεις και οι οργανισμοί θα πρέπει να σέβονται τα δικαιώματα των μετόχων και να τους βοηθούν στην εξάσκηση των δικαιωμάτων τους, μέσω (α) της αποτελεσματικής παροχής όλων των απαραίτητων γι' αυτούς πληροφοριών με τρόπο κατανοητό και εύκολα προσβάσιμο, και (β) μέσω της ενθάρρυνσής τους για να συμμετέχουν ενεργά στις γενικές συνελεύσεις των μετόχων των επιχειρήσεων αυτών.

¹Garber N.,(1997), "Governance Models: What's Right for your Board"

²Κωνσταντίνος Ζ. Μέκος, Η εταιρική Διακυβέρνηση. Όψεις του προβλήματος και πιθανές απαντήσεις, Αθήνα, Σταμούλη, 2003

2. Συμφέροντα των υπολοίπων συμμετεχόντων-ενδιαφερομένων-συσχετιζόμενων (stakeholders) με την επιχείρηση (προμηθευτών, δανειστών, ρυθμιστικών αρχών, πελατών, κλπ): Οι επιχειρήσεις και οι οργανισμοί θα πρέπει να αναγνωρίζουν ότι έχουν νομικές και άλλες υποχρεώσεις απέναντι σε όλους τους υπόλοιπους νόμιμους συμμετέχοντες στην επιχείρηση.

3. Ρόλος και Ευθύνη του Διοικητικού Συμβουλίου: Το ΔΣ της επιχείρησης χρειάζεται ένα εύρος ικανοτήτων και κατανόηση ώστε να είναι ικανό να αντιμετωπίσει τα διάφορα θέματα και να έχει την ικανότητα να αναθεωρεί και να προκαλεί ή να θέτει υπό αμφισβήτηση την απόδοση του management. Χρειάζεται να είναι επαρκούς μεγέθους και να διαθέτει το κατάλληλο επίπεδο δέσμευσης ώστε να εκπληρώνει τις ευθύνες και τα καθήκοντά του. Υπάρχουν διάφορα ανοικτά ζητήματα σε σχέση με το ποιο είναι το καταλληλότερο μίγμα (αριθμητικός συσχετισμός) μεταξύ εκτελεστικών και μη-εκτελεστικών μελών του ΔΣ. Οι κρίσιμοι ρόλοι του Προέδρου και του Γενικού Διευθυντή δεν θα πρέπει να διαδραματίζονται και οι αντίστοιχες θέσεις να καταλαμβάνονται από το ίδιο πρόσωπο.

4. Ακεραιότητα και ηθική συμπεριφορά: Οι επιχειρήσεις θα πρέπει να αναπτύξουν έναν κώδικα δεοντολογίας για τα μέλη του ΔΣ και τους εκτελεστικούς managers που να προάγει την ηθική και την υπεύθυνη λήψη αποφάσεων.

5. Αποκάλυψη και διαφάνεια: Οι επιχειρήσεις θα πρέπει να αποσαφηνίζουν, να διαλευκάνουν και να καθιστούν δημόσια γνωστό το ρόλο και τις ευθύνες/αρμοδιότητες των μελών του ΔΣ και του management, ώστε να παρέχουν στους μετόχους ένα καλό επίπεδο υποχρέωσης λογοδοσίας εκ μέρους των μελών του ΔΣ (δηλαδή να είναι πεπεισμένοι και βέβαιοι οι μέτοχοι ότι όταν ζητήσουν εξηγήσεις από τα μέλη του ΔΣ της επιχείρησης αυτές θα τους παρασχεθούν με διαφάνεια και αλήθεια). Παράλληλα, οι επιχειρήσεις θα πρέπει να υλοποιούν διαδικασίες ώστε με ανεξάρτητο τρόπο (π.χ. ορκωτοί λογιστές) να επαληθεύεται, να προστατεύεται και να εγγυάται η ακεραιότητα των οικονομικών αναφορών (financial reporting) της επιχείρησης. Η αποκάλυψη/παρουσίαση υλικού και στοιχείων που αφορούν την επιχείρηση θα πρέπει να γίνονται έγκαιρα και ισόρροπα ώστε να διασφαλίζεται ότι όλοι οι μέτοχοι έχουν πρόσβαση σε ξεκάθαρη, σαφή και τεκμηριωμένη πληροφορία.

Ζητήματα που εμπλέκουν τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης περιλαμβάνουν:

- Εποπτεία της προετοιμασίας των χρηματοοικονομικών αναφορών της επιχείρησης
- Εσωτερικοί έλεγχοι και η ανεξαρτησία των επιθεωρητών της επιχείρησης (π.χ. ορκωτών λογιστών)

- Απολογισμός και εξέταση της αποζημίωσης του Γενικού Δ/ντή και άλλων ανώτερων εκτελεστικών στελεχών της επιχείρησης
- Τον τρόπο με τον οποίο συγκεκριμένα πρόσωπα προσλαμβάνονται, επιλέγονται και καταλαμβάνουν θέσεις στο ΔΣ της επιχείρησης.
- Τους πόρους που διατίθενται στα στελέχη της διοίκησης ώστε να μπορούν να εκτελούν τα καθήκοντά τους
- Εποπτεία και διαχείριση του κινδύνου (risk management)
- Μερισματική πολιτική



Διάγραμμα 1: Η Εταιρική Διακυβέρνηση

1.5 Προσδιοριστικοί παράγοντες της ισχυρής εταιρικής διακυβέρνησης

Ανεξάρτητα μέλη Διοικητικού Συμβουλίου

Η έμφαση στην ανεξαρτησία της ομάδας διοικούντων είναι βασισμένη στη θεωρία της αντιπροσώπευσης (Fama και Jensen, 1983). Στην πραγματικότητα, για καιρό συζητείται στην οικονομική βιβλιογραφία ότι τα διοικητικά συμβούλια με πλειοψηφία ανεξάρτητων διοικητικών στελεχών είναι πιο αποτελεσματικά στην παρακολούθηση της διαχείρισης (Baysinger και Butler, 1985, Rosenstein και Wyatt, 1990, Byrd και Hickman, 1992, Morck και Nakamura, 1994, Kaplan και Minton, 1994, Bhagat και Black, 2002) και είναι πιο πιθανό να αντικαταστήσουν τα ανώτερα διοικητικά στελέχη με κακές επιδόσεις (Weisbach, 1988). Περισσότερο ανεξάρτητες ομάδες διοικούντων είναι επίσης πιο πιθανό να επιλέξουν ένα λευκό μητρώο όταν επιδεινώνεται σημαντικά η επίδοση της εταιρείας, και να προσλάβουν CEO από το εξωτερικό της επιχείρησης και όχι να προωθήσουν ένα εσωτερικό υποψήφιο (Borokhovich et al., 1996, Huson, 2001).³

³ Imen Khanchel (2007). Corporate governance: measurement and determinant analysis, *Managerial Auditing Journal*, 22(8):740-76

Η συμμετοχή μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο συστήνεται από όλους σχεδόν τους κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης. Στον κώδικα του ΟΟΣΑ αναφέρεται ότι «τα διοικητικά συμβούλια θα πρέπει να εξετάζουν τη δυνατότητα εκλογής επαρκούς αριθμού μη εκτελεστικών μελών, ικανών να ασκούν ανεξάρτητα τα καθήκοντά τους όταν δημιουργούνται προβλήματα σύγκρουσης συμφερόντων». (Ξανθάκης, Α. Τσιπούρη, Α. Σπανός, 2003) Ειδικότερα, οι λόγοι που προβάλλονται για την αναγκαιότητα συμμετοχής εξωτερικών και ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο είναι οι εξής:

1. Διευρύνουν το οπτικό πεδίο της εταιρείας και ενισχύουν τη δυνατότητα στρατηγικής σκέψης έξω από το καθιερωμένο πλαίσιο. Επίσης ενημερώνουν τους εντός της εταιρείας για τις προσδοκίες της κοινωνίας.
2. Βοηθούν στις εξασφάλιση των συμφερόντων της εταιρείας και των μετόχων. Βοηθούν στην υπέρβαση συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ των ανωτέρων στελεχών και των μετόχων για θέματα όπως οι αμοιβές των στελεχών, οι εξαγορές και η επενδυτική πολιτική
3. Έχουν ένα ρόλο παρακολούθησης και αξιολόγησης του διευθύνοντος συμβούλου (CEO) και της υπόλοιπης διοικητικής ομάδας. (Μέκος, 2003) Η επιλογή των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να γίνεται με κριτήρια εμπειρίας, κύρους και καταξίωσης. Επίσης θα πρέπει να δίνεται μεγαλύτερη έμφαση όχι τόσο στον αριθμό των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου, όσο στον αριθμό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών. Ο ορισμός της ανεξαρτησίας δεν είναι πάντα εύκολος καθώς η τυπική τήρηση κάποιων κριτηρίων ανεξαρτησίας όπως η συγγένεια η ιδιοκτησία μετοχών κλπ, δεν συνεπάγεται πάντα ουσιαστικά ανεξάρτητη κρίση από το μέλος (Ξανθάκης, Α. Τσιπούρη, Α. Σπανός, 2003).

Σύμφωνα με τον Clarke (1998), οι αναγκαίες συνθήκες για την ανεξαρτησία ενός μέλους του διοικητικού συμβουλίου είναι οι εξής:

1. Δεν έχει απασχοληθεί τα τελευταία χρόνια σε θέση ανώτερου στελέχους στην εταιρεία ή στον όμιλό της
2. Δεν παρέχει συμβουλευτικές, νομικές ή άλλες υπηρεσίες στην εταιρεία είτε προσωπικά, είτε μέσω άλλης εταιρείας
3. Δεν είναι σημαντικός προμηθευτής ή πελάτης
4. Δεν έγινε μέλος του διοικητικού συμβουλίου ως αποτέλεσμα προσωπικής σχέσης
5. Επιλέχθηκε με βάση οργανωμένη διαδικασία

6. Δεν έχει παραμείνει μέλος του διοικητικού συμβουλίου για πάρα πολλά χρόνια

7. Δεν είναι συγγενής κάποιου εκτελεστικού μέλους του διοικητικού συμβουλίου

Το μειονέκτημα της χρήσης εξωτερικών συμβούλων, είναι η ελλιπής πληροφόρηση τους είτε έλλειψης χρόνου, είτε λόγω εσκεμμένης απόκρυψης στοιχείων από τον CEO. Μια πρόταση για την επίλυση αυτού του προβλήματος είναι η πρόσληψη εξωτερικών συμβούλων από το διοικητικό συμβούλιο που θα αποτελούν μια ανεξάρτητη πηγή πληροφόρησης και καθοδήγησης γι' αυτό. Η πρόταση αυτή δεν αναφέρεται σε τεχνικούς συμβούλους με περιορισμένο πεδίο δράσης αλλά σε ειδικούς του μάνατζμεντ οι οποίοι δεν θα αναφέρονται στον CEO αλλά στο διοικητικό συμβούλιο. Η πρώτη αποστολή ενός τέτοιου συμβούλου θα μπορούσε να είναι η υποβοήθηση του διοικητικού συμβουλίου στον καθορισμό της αποστολής του, του τρόπου λειτουργίας του και των καθηκόντων του κάθε μέλους του. Κατά τη διαδικασία αυτή θα μπορούσαν να βρεθούν κάποια πρότυπα με τα οποία θα πρέπει να συγκρίνονται τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, τα ανώτερα στελέχη της εταιρείας, αλλά και ο ίδιος ο σύμβουλος (benchmarking).

Άλλα πεδία δράσης του συμβούλου θα μπορούσαν να είναι η βοήθεια προς την επιτροπή αμοιβών για τον καθορισμό των κάθε είδους αποδοχών του CEO και της διοικητικής του ομάδας, η εξεύρεση και η εκπαίδευση στελεχών ικανών να βοηθήσουν την επιχείρηση, καθώς και η αντιμετώπιση ζητημάτων ιδιαίτερου ενδιαφέροντος για την εταιρεία, όπως το περιβάλλον, εργασιακά θέματα, σχέσεις με τους μετόχους ή δημόσιες σχέσεις. Φυσικά από τη χρήση ανεξάρτητου συμβούλου δημιουργούνται κάποιοι κίνδυνοι. Ο CEO μπορεί να τον θεωρήσει ως απειλή και να αντιδράσει, ενώ κάποια μέλη του διοικητικού συμβουλίου μπορεί να ενοχληθούν από την ένταση που θα προκύψει. Γι' αυτό είναι απαραίτητο τα καθήκοντα να ανατίθενται σταδιακά στον εξωτερικό σύμβουλο, αρχίζοντας από τα λιγότερο ευαίσθητα και προχωρώντας με προσεκτικά βήματα. Η λογική της παροχής υπηρεσιών του εξωτερικού συμβούλου προς το διοικητικό συμβούλιο υπάρχει και στο κείμενο που συνέταξε η επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα (1999).⁴

Ανεξαρτησία επιτροπών

Ομοίως, η ανεξαρτησία θεωρείται σημαντική για τις επιτροπές ώστε να μπορούν να παρακολουθούν αποτελεσματικά (Klein, 1998). Οι John και Senbet (1998) εκθέτουν εμπειρικά στοιχεία που δείχνουν ότι η παρουσία των επιτροπών παρακολούθησης (οι

πιο διαδεδομένες επιτροπές είναι η ελεγκτική επιτροπή, η επιτροπή καθορισμού αμοιβών και η επιτροπή επιλογής/εκλογής στελεχών της εταιρείας) σχετίζονται θετικά με τα οφέλη της παρακολούθησης. Οι επιτροπές αυτές θα πρέπει κατά βάση να απαρτίζονται από μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, να συνεδριάζουν τρεις με τέσσερις φορές το χρόνο και να αναφέρονται σε τακτά χρονικά διαστήματα απευθείας στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας. Ωστόσο, η παρουσία «εσωτερικών» στις επιτροπές αμοιβών αυξάνει την πιθανότητα για τη λήψη αποφάσεων που ευνοούν τα συμφέροντα του CEO (Newman και Mozes, 1999). Η ανεξαρτησία των επιτροπών αποτελεί κρίσιμο παράγοντα για την επιτυχή λειτουργία τους καθώς όσο περισσότερη επίδραση ασκεί πάνω τους ο CEO, τόσο μικρότερη είναι η πιθανότητα να εντοπίσουν δυνητικές δυσλειτουργίες στα ανώτατα εκτελεστικά στελέχη.

Επιπλέον, όταν ο Διευθύνων Σύμβουλος χαλιναγωγεί την επιτροπή διορισμών ή όταν δεν υπάρχει επιτροπή διορισμών, οι επιχειρήσεις διορίζουν λιγότερους ανεξάρτητους διευθυντές και περισσότερους εξωτερικούς με συγκρουόμενα συμφέροντα (Shivdasani και Yermack, 1999). Επιπλέον, αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς σε διορισμούς ανεξάρτητων διευθυντών είναι πιο θετική, όταν η διαδικασία επιλογής του διευθυντή θεωρείται ως σχετικά ανεξάρτητη από τη συμμετοχή του CEO (Shivdasani και Yermack, 1999). Ο Klein (2002) δείχνει ότι οι ανεξάρτητες ελεγκτικές επιτροπές μειώνουν την πιθανότητα διαχείρισης των αποδοχών, βελτιώνοντας έτσι τη διαφάνεια. Τέλος, όταν ο Διευθύνων Σύμβουλος επιβάλλεται στην επιτροπή διορισμών, η ελεγκτική ομάδα είναι λιγότερο πιθανό να έχει πλειοψηφία ανεξάρτητων διοικητικών στελεχών (Klein, 2002).⁵

4 Κωνσταντίνος Ζ. Μέκος, *Η εταιρική Διακυβέρνηση. Όψεις του προβλήματος και πιθανές απαντήσεις*, Αθήνα, Σταμούλη, 2003

5 Imen Khanchel (2007). Corporate governance: measurement and determinant analysis, *Managerial Auditing Journal*, 22(8): 740-760

Μέγεθος Ομάδας Διοικούντων

Το μέγεθος της ομάδας των διοικούντων φαίνεται να έχει σημαντική επίπτωση στην ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης. Δεν θα πρέπει να είναι ούτε πολύ μικρό, ώστε να μην επαρκεί για την ανταλλαγή ιδεών, ούτε πολύ μεγάλο, ώστε να εμφανίζονται προβλήματα έλλειψης συντονισμού μεταξύ των μελών. Οι αναφορές σε κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης συνήθως δεν υποδεικνύουν κάποιο άριστο μέγεθος διοικητικού συμβουλίου και περιορίζονται είτε σε γενικές διατυπώσεις, είτε δεν κάνουν καθόλου αναφορά. Στον ελληνικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης συστήνεται ως ανώτατο μέγεθος τα 13 μέλη. Σε κάθε περίπτωση, οι εταιρείες οφείλουν να εξετάζουν περιοδικά, κατά πόσο το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου ανταποκρίνεται στις ανάγκες και επιδιώξεις τους, όπως αυτές διαμορφώνονται μέσα στο χρόνο.⁶

Αρκετές μελέτες υποστηρίζουν την ιδέα ότι οι μεγάλες ομάδες μπορεί να δυσλειτουργούν. Οι Hermlin και Weisbach (2003) εξηγούν τους λόγους γιατί μικρότερες ομάδες είναι καλύτερες από τις μεγαλύτερες που μπορεί να μαστιζονται από προβλήματα. Για παράδειγμα, οι Yermack (1996) και Eisenberg et al. (1998) βρίσκουν μια αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους της ομάδας και της αξίας της επιχείρησης, επισημαίνοντας ότι μικρότερα συμβούλια είναι πιο αποτελεσματικά, δεδομένου ότι υπόκεινται σε λιγότερα προβλήματα επικοινωνίας και συντονισμού.⁷

Διαχωρισμός ρόλων Προέδρου/CEO

Το ερώτημα αν οι θέσεις Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου θα πρέπει να είναι ξεχωριστές είναι αμφιλεγόμενο. Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα αυτής της άποψης έχουν μελετηθεί εκτενώς. Γενικά, θεωρείται ότι ο ρόλος του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου να ελέγχει τη λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου και να παρακολουθεί αποτελεσματικά την ομάδα των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών, αποδυναμώνεται όταν το ίδιο πρόσωπο ασκεί παράλληλα και τα καθήκοντα του διευθύνοντος συμβούλου (CEO) της εταιρείας. Επίσης, όταν ο CEO κατέχει και τη θέση του προέδρου, έχει τη δυνατότητα να ελέγχει την πληροφόρηση που είναι διαθέσιμη στα υπόλοιπα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, μειώνοντας τις δυνατότητες αποτελεσματικής εποπτείας του (Jensen, 1993). Οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ αν και δε συστήνουν ξεκάθαρα το διαχωρισμό, αναφέρουν ότι «...ο διαχωρισμός των ρόλων του ανώτατου εκτελεστικού διευθυντή (CEO) από τον πρόεδρο του διοικητικού συμβουλίου συστήνεται ως μια μέθοδος διασφάλισης της απαραίτητης ισορροπίας δύναμης και αύξησης της αξιοπιστίας και της ικανότητας

του διοικητικού συμβουλίου να λαμβάνει ανεξάρτητα τις αποφάσεις του». Στην Ελλάδα, η Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση (1999) συστήνει στα διοικητικά συμβούλια των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών, να μην έχουν στη θέση του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου το ίδιο πρόσωπο (Ξανθάκης, Α. Τσιπούρη, Α. Σπανός, 2003). Ο Jensen (1993) υποστηρίζει ότι ο διαχωρισμός των ρόλων του Προέδρου και του CEO είναι προς το συμφέρον των μετόχων.

6 Μ. Ξανθάκης, Α. Τσιπούρη, Α. Σπανός, ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ, Έννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης, Αθήνα, Παπαζήσης, 2003

7 Imen Khanchel (2007). Corporate governance: measurement and determinant analysis, *Managerial Auditing Journal*, 22(8): 740-760

Ομοίως, οι μεγάλες επιχειρήσεις που διαχωρίζουν τις δύο λειτουργίες έχουν υψηλότερη απόδοση επενδύσεων και υψηλότερο λόγο απόδοσης/κόστους (Pi και Timme, 1993) από τις επιχειρήσεις όπου το ίδιο πρόσωπο κατέχει τους δύο τίτλους. Επιπλέον, στοιβάζοντας τα καθήκοντα του Προέδρου και του CEO σε ένα άτομο καθιστά δυσκολότερο για την ομάδα να αντικαταστήσει έναν CEO με φτωχή απόδοση (Shivdasani και Zenner, 2004), που μπορεί να μειώσει την ευελιξία μιας ομάδας για την αντιμετώπιση μεγάλης πτώσης της απόδοσης (και Goyal Park, 2002). Από την άλλη πλευρά, οι Brickley et al. (1997) δεν βρίσκουν στοιχεία που να αποδεικνύουν ότι ο διαχωρισμός αυτών των ρόλων βελτιώνει την επίδοση της επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, συνδυάζοντας τις θέσεις του προέδρου και CEO σε ένα πρόσωπο προσδίδεται μεγαλύτερη δύναμη στον Διευθύνοντα Σύμβουλο, ο οποίος κερδίζει τον τίτλο του προέδρου, αφού υπερβεί τις επιδόσεις του/της (Brickley et al., 1997). Έτσι, ο τίτλος του προέδρου λειτουργεί ως επιβράβευση για ένα νέο CEO, ο οποίος έχει επιδείξει ανώτερες επιδόσεις και αποτελεί μια σιωπηρή ψήφο εμπιστοσύνης από τους εξωτερικούς διευθυντές. Στη συνέχεια, το να απαιτούμε από τις εταιρείες να διαχωρίσουν τις θέσεις του CEO και του Προέδρου θα στερούσε από τα διοικητικά συμβούλια ένα σημαντικό εργαλείο κινήτρων και ανταμοιβής προς τα νέα στελέχη (Brickley et al., 1997).⁸ Σε κάθε περίπτωση, η αναγκαιότητα του διαχωρισμού της θέσης του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου από αυτή του διευθύνοντος συμβούλου θα πρέπει να κρίνεται λαμβάνοντας υπόψη τις ανάγκες της επιχείρησης τη δεδομένη χρονική στιγμή, το μέγεθος της επιχείρησης, τη φύση της δραστηριότητάς της και τον κλάδο στον οποίο ανήκει.⁹

Συνεδριάσεις διοικητικού συμβουλίου

Ο αριθμός των συνεδριάσεων ποικίλει ανάλογα με τη φύση της δραστηριότητας κάθε επιχείρησης. Οι Conder et al. (1998), υποστηρίζουν ότι η αύξηση του χρόνου που διατίθεται για τις συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου βελτιώνει σημαντικά την αποδοτικότητά του. Βέβαια, η συμμετοχή σε πολλά διοικητικά συμβούλια στερεί από τα μέλη τη δυνατότητα να ασχολούνται αποτελεσματικά στο έργο της εποπτείας της εκτελεστικής διοίκησης και τον καθορισμό της στρατηγικής της επιχείρησης. Τα συμβούλια θα πρέπει να είναι έτοιμα να αυξήσουν τη συχνότητα των συναντήσεων, εάν η κατάσταση απαιτεί υψηλή εποπτεία και έλεγχο (Shivdasani και Zenner, 2004). Άλλες μελέτες δείχνουν ότι τα συμβούλια θα πρέπει να εξισορροπήσουν το κόστος και τα οφέλη από την συχνότητα. Για παράδειγμα, αν το συμβούλιο αυξάνει τη συχνότητα των συνεδριάσεών του, η ανάκαμψη από τις χαμηλές επιδόσεις είναι

ταχύτερη (Vafeas, 1999).¹⁰ Τέλος, στον προσδιορισμό των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και τα κόστη που σχετίζονται με το χρόνο που διατίθεται από τα στελέχη της εταιρείας, τα έξοδα μετακίνησης κ.α. (Vafeas, 1999).¹¹

Επάρκεια μελών της ελεγκτικής επιτροπής

Τα μέλη της ελεγκτικής επιτροπής είναι επιφορτισμένα με την επίβλεψη του εσωτερικού ελέγχου και της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, οπότε θα πρέπει να διαθέτουν ένα ορισμένο επίπεδο της χρηματοδοτικής επάρκειας (Bedard et al., 2004).¹² Η αμοιβή τους δε θα πρέπει να συνδέεται με την κερδοφορία και άλλα μεγέθη αποδοτικότητας της επιχείρησης καθώς ενδέχεται να επηρεαστεί η ανεξάρτητη κρίση τους. Επιπλέον, δε θα πρέπει να λαμβάνει τη μορφή δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών (stock options) ή/και συμμετοχής στο ασφαλιστικό /συνταξιοδοτικό πρόγραμμα της επιχείρησης (Ξανθάκης, Λ. Τσιπούρη, Λ. Σπανός, 2003)

Φήμη ελεγκτών

Η επιλογή ενός ελεγκτή με παγκόσμια φήμη (a Big 4 editor) μπορεί να επιφέρει καλύτερες αποκαλυπτικές πρακτικές. Για παράδειγμα, οι Michaely και Shaw (1995) διαπιστώνουν ότι οι ελεγκτές που έχουν μεγαλύτερο κύρος συνδέονται με τις αρχικές δημόσιες προσφορές των ΗΠΑ (US IPOs) που είναι λιγότερο επικίνδυνες και ότι έχουν καλύτερες επιδόσεις σε μακροπρόθεσμη βάση.

Συνεδριάσεις Ελεγκτικής επιτροπής

Για την εκτέλεση των καθηκόντων του ελέγχου, η ελεγκτική επιτροπή πρέπει να διατηρεί ένα ορισμένο επίπεδο δραστηριότητας μέσω αύξησης της συχνότητας των συνεδριάσεων (Bedard et al., 2004), ειδικά στην περίπτωση των επιχειρήσεων που επιθυμούν να αποφύγουν την εκτέλεση δράσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (McMullen και Raghunandan, 1996; Abbott et al., 2004).

Χωριστές συνεδριάσεις των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου

Η ύπαρξη μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών δεν αρκεί πάντα. Η δυνατότητα συνεδρίασης δίχως την παρουσία των εκτελεστικών μελών, σε περιοδική βάση, είναι μια πρακτική που μπορεί να ενισχύσει την ανεπηρέαστη κρίση τους, χωρίς επιρροές ή άλλες εξαρτήσεις. Βεβαίως, η δυνατότητα των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών να συνεδριάζουν μόνα τους εξαρτάται από το μέγεθος της επιχείρησης και το βαθμό ανάπτυξης της εταιρικής διακυβέρνησης σε κάθε χώρα. Στην ελληνική

κεφαλαιαγορά, η υιοθέτηση μιας τέτοιας πρακτικής θα προσέκρουε σε δύο τουλάχιστον εμπόδια για αρκετές επιχειρήσεις. Πρώτον, ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών είναι πολύ περιορισμένος σε κάθε επιχείρηση με αποτέλεσμα να είναι πρακτικά αδύνατο να συνεδριάζουν χωριστά. Η έλλειψη συγκεκριμένων αρμοδιοτήτων για τα μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη τα καθιστά ανενεργά περιορίζοντας σημαντικά τη δυνατότητα άσκησης αποτελεσματικού ελέγχου επί των αποφάσεων της εκτελεστικής διοίκησης. Στο πλαίσιο αυτό, συνεδριάσεις χωρίς την παρουσία των εκτελεστικών μελών ελάχιστα θα μπορούσαν να συνεισφέρουν.¹³

8 Imen Khanchel (2007). Corporate governance: measurement and determinant analysis, *Managerial Auditing Journal*, 22(8): 740-760

9.11 Μ. Ξανθάκης, Λ. Τσιπούρη, Λ. Σπανός, ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ, Έννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης, Αθήνα, Παπαζήσης, 2003

10 Imen Khanchel (2007). Corporate governance: measurement and determinant analysis, *Managerial Auditing Journal*, 22(8): 740-76

12 Imen Khanchel (2007). Corporate governance: measurement and determinant analysis, *Managerial Auditing Journal*, 22(8): 740-760

13 Μ. Ξανθάκης, Λ. Τσιπούρη, Λ. Σπανός, ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ, Έννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης, Αθήνα, Παπαζήσης, 2003

Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη

Συνίσταται στην ενσωμάτωση από τις εταιρείες, σε εθελοντική βάση, κοινωνικών και περιβαλλοντικών ανησυχιών στις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες στις επαφές τους με άλλα ενδιαφερόμενα μέρη. Εταιρείες που επιδιώκουν την αποτελεσματική δέσμευσή τους πάνω σε ζητήματα κοινωνικής ευθύνης, καταγράφουν γραπτά, σε επίπεδο αρχών, τις σχετικές πολιτικές και πρακτικές που είναι διατεθειμένες να ακολουθήσουν.

Οι περισσότερες μελέτες υποθέτουν ότι η εταιρική κοινωνική και ηθική ευθύνη και η κερδοφορία της επιχείρησης συμβαδίζουν και δε ζημιώνουν την αξία των μετοχών (The Economist, 2000).

Μηχανισμοί που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις για την ενσωμάτωση πολιτικών κοινωνικής ευθύνης στο στρατηγικό τους σχέδιο είναι οι παρακάτω:

1) Δημιουργία ειδικής επιτροπής στο διοικητικό συμβούλιο

Οι αρμοδιότητες των επιτροπών αυτών συνίστανται στην παρακολούθηση και παροχή συμβουλών πάνω σε πολιτικές και πρακτικές που σχετίζονται με ζητήματα περιβαλλοντικής ευθύνης, ηθικής, κινητοποίησης της τοπικής κοινότητας, ανθρωπίνων πόρων, φιλανθρωπίας, ασφάλειας των προϊόντων κ.α.

2) Επέκταση του ρόλου και των αρμοδιοτήτων υφιστάμενων επιτροπών

Άλλες εταιρείες ενσωματώνουν τα ζητήματα της κοινωνικής ευθύνης στις υπάρχουσες παραδοσιακές επιτροπές του διοικητικού συμβουλίου. Η πολιτική αυτή επιλέγεται είτε για λόγους εταιρικής οργάνωσης, είτε για λόγους κόστους.

3) Ανάμειξη του συνόλου του διοικητικού συμβουλίου

Άλλες εταιρείες επιλέγουν να θέτουν προς συζήτηση αυτά τα ζητήματα στο σύνολο του διοικητικού συμβουλίου και στο πλαίσιο αυτό φροντίζουν να εκπαιδεύουν σε τακτική βάση το σύνολο των μελών του.¹⁴

14 Μ. Ξανθάκης, Λ. Τσιπούρη, Λ. Σπανός, ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ, Έννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης, Αθήνα, Παπαζήσης, 2003

1.6 Εταιρική διακυβέρνηση και επίδοση της επιχείρησης

Εντός του πλαισίου εργασίας μιας επιχείρησης, μια σειρά από χαρακτηριστικά της επιχείρησης έχουν δοκιμαστεί για την σχέση τους με την ποιότητα της διακυβέρνησης, αλλά συνολικά χωρίς περισσότερα συμπερασματικά αποτελέσματα. Για παράδειγμα, οι καλύτερα διοικούμενες επιχειρήσεις θα μπορούσαν να είναι πιο κερδοφόρες σήμερα, οι επενδυτές θα μπορούσαν να αναμένουν υψηλότερη κερδοφορία στο μέλλον και θα μπορούσαν να προβούν σε καλύτερες επενδύσεις. Η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση διασφαλίζει επίσης, σε ορισμένες περιπτώσεις, τη βέλτιστη χρήση των πόρων τόσο εντός όσο και μεταξύ της επιχείρησης. Με αποτελεσματικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης το χρέος και το μετοχικό κεφάλαιο θα πάει σε αυτές τις εταιρείες που είναι σε θέση να επενδύουν με τον πλέον αποτελεσματικό τρόπο για την παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών υψηλής ζήτησης. Σύμφωνα με τους Ξανθάκη, Λ. Τσιπούρη, Λ. Σπανό (2003) «Η ανάπτυξη και η υιοθέτηση καλών πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης προσελκύει επενδυτικά κεφάλαια, ενισχύει την εμπιστοσύνη των επενδυτών και συμβάλλει στην επίτευξη σταθερότητας στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου».

Η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση, ανάγκες εξωτερικής χρηματοδότησης και ευκαιρίες ανάπτυξης

Η ποιότητα της διακυβέρνησης μπορεί να σχετίζεται με εξωτερική χρηματοδότηση. Οι La Porta et al. (1998) υποστήριξαν ότι η μεγαλύτερη προστασία των επενδυτών αυξάνει την προθυμία τους να παράσχουν χρηματοδότηση και θα πρέπει να αντανakλάται στο χαμηλότερο κόστος και μεγαλύτερη διαθεσιμότητα της εξωτερικής χρηματοδότησης. Αυτό δείχνει ότι οι εταιρείες με τις μεγαλύτερες ανάγκες για χρηματοδότηση στο μέλλον θα είναι πιο ευεργετικό να υιοθετήσουν καλύτερους μηχανισμούς διακυβέρνησης σήμερα. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις με καλές ευκαιρίες ανάπτυξης θα πρέπει να αυξήσουν την εξωτερική χρηματοδότηση, με στόχο την επέκταση και μπορεί συνεπώς να βρουν ευνοϊκότερο να βελτιώσουν τους μηχανισμούς διακυβέρνησης και η καλύτερη προστασία των μετόχων μειωψηφίας θα είναι πιθανό να μειώσει το κόστος του κεφαλαίου (La Porta et al., 1999; Himmelberg et al., 2002). Έτσι, εάν αυξημένη εξωτερική χρηματοδότηση οδηγεί σε επικερδείς επενδυτικές ευκαιρίες, οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερη εξωτερική χρηματοδότηση είναι πιθανό να έχουν καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση (Durnev και Kim, 2005). Οι

Demirguc-Kunt και Maksimovic (1998), ωστόσο, προβλέπουν το αντίθετο. Υποστηρίζουν ότι οι κερδοφόρες επιχειρήσεις έχουν περισσότερα κεφάλαια που δημιουργούνται στο εσωτερικό τους και, επομένως, βασίζονται λιγότερο στην εξωτερική χρηματοδότηση.

Αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση και άυλα περιουσιακά στοιχεία

Σύμφωνα με τους Himmelberg et al. (1999), η σύνθεση των στοιχείων του ενεργητικού μιας επιχείρησης θα επηρεάσει επίσης το περιβάλλον, επειδή είναι ευκολότερο να παρακολουθηθούν και πιο δύσκολο να κλαπούν τα πάγια περιουσιακά στοιχεία (όπως μηχανήματα και εξοπλισμός) από το "μαλακό" κεφάλαιο (δηλαδή τα άυλα στοιχεία). Ως εκ τούτου, οι επιχειρήσεις που λειτουργούν με υψηλότερη αναλογία των άυλων περιουσιακών στοιχείων μπορεί να θεωρούν καλύτερο να θεσπίσουν αυστηρότερους μηχανισμούς διακυβέρνησης ως μήνυμα προς τους επενδυτές ότι έχουν την πρόθεση να αποτρέψουν τη μελλοντική λανθασμένη χρήση των στοιχείων αυτών.

Αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση και επενδυτικές ευκαιρίες

Ορισμένες μελέτες υποστηρίζουν ότι οι επιχειρήσεις με καλύτερη διακυβέρνηση μπορούν να αντισταθμίσουν την μυωπία και να επιτρέψουν στους διαχειριστές να κάνουν την "μακροπρόθεσμη" απόφαση για την αύξηση των επενδύσεων και άλλες κεφαλαιακές δαπάνες (Stein, 1988, 1989). Σύμφωνα με την άποψη αυτή, η χρηστή διακυβέρνηση θα αυξήσει τις κεφαλαιουχικές δαπάνες, και η αύξηση αυτή θα μπορούσε να έχει θετική επίπτωση στην αξία της εταιρείας. Από την άλλη πλευρά, μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας ασχολείται με τα κίνητρα των διευθυντικών στελεχών για την ανάληψη αναποτελεσματικών έργων προκειμένου να αποσπαστούν ιδιωτικές παροχές. Τα προβλήματα αυτά είναι ιδιαίτερα σοβαρά όταν τα διοικητικά στελέχη είναι οχυρωμένα (Jensen και Ruback, 1983; Shleifer και Vishny, 1989). Σύμφωνα με την άποψη αυτή, οι επενδυτικές ευκαιρίες αυξάνονται μετά την αναβάθμιση της ποιότητας διακυβέρνησης. Κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις με επικερδείς επενδυτικές ευκαιρίες θα έχουν καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση.

Αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση και μέγεθος της επιχείρησης

Η επίδραση του μεγέθους της επιχείρησης στη διακυβέρνηση είναι διφορούμενη, καθώς μεγάλες επιχειρήσεις μπορεί να έχουν μεγαλύτερα υπηρεσιακά προβλήματα (επειδή είναι πιο δύσκολη η παρακολούθησή τους) και ως εκ τούτου να πρέπει να αντισταθμίσουν με αυστηρότερους μηχανισμούς διακυβέρνησης. Εναλλακτικά, οι μικρές επιχειρήσεις μπορούν να έχουν καλύτερες ευκαιρίες ανάπτυξης και, όπως

υπονοείται από την ανωτέρω επιχειρηματολογία, μεγαλύτερη ανάγκη για καλύτερη εξωτερική χρηματοδότηση και μηχανισμούς διακυβέρνησης.

Η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση και επίδοση της επιχείρησης

Θεωρητικά, η καλή εταιρική διακυβέρνηση θα πρέπει να σχετίζεται με υψηλή εταιρική αξία. Ορισμένες εμπειρικές μελέτες έχουν διαπιστώσει ότι οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να πληρώσουν κατά μέσο όρο επιπλέον 10-12 τοις εκατό για την καλή εταιρική διακυβέρνηση. Η συσχέτιση του δείκτη με τις επιδόσεις της διακυβέρνησης θα μπορούσε να εξηγηθεί με διάφορους τρόπους. Μια εξήγηση που προτάθηκε από τα αποτελέσματα διαφόρων μελετών, είναι ότι αναποτελεσματική διακυβέρνηση προκαλεί πρόσθετα οργανικά έξοδα. Εάν η αγορά εκτιμήσει αυτές τις πρόσθετες δαπάνες, τότε οι αποδόσεις των αποθεμάτων θα πέσουν. Μια εναλλακτική εξήγηση είναι ότι η καλή διακυβέρνηση είναι ένα σήμα ή σύμπτωμα χαμηλότερου οργανικού κόστους - ένα σήμα που δεν εντάσσεται κατάλληλα στις τιμές της αγοράς. Κάθε μία από αυτές τις εξηγήσεις έχει διαφορετικές οικονομικές επιπτώσεις και διαφορετικά προβλήματα πολιτικής για τη ρύθμιση της διακυβέρνησης.

Αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση και θεσμική ιδιοκτησία

Ο ρόλος που μπορούν να παίξουν οι θεσμικοί επενδυτές στο σύστημα της εταιρικής διακυβέρνησης μιας εταιρείας είναι ένα αμφιλεγόμενο ζήτημα. Ορισμένες μελέτες δείχνουν ότι οι θεσμικοί επενδυτές πρέπει να παρεμβαίνουν στο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης της εταιρείας. Το αποτέλεσμα αυτών των μελετών δείχνει ότι εάν το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης στις εταιρείες πετύχει, τότε οι θεσμικοί επενδυτές πρέπει να διαδραματίσουν ενεργό ρόλο στην όλη διαδικασία. Για παράδειγμα, οι Shleifer και Vishny (1986) παρατηρούν ότι οι θεσμικοί επενδυτές λόγω των πολλών τους μετοχών θα έχουν περισσότερα κίνητρα για την παρακολούθηση της απόδοσής της εταιρείας καθώς αντλούν μεγαλύτερα οφέλη από την παρακολούθηση.

Άλλες μελέτες βρίσκουν ότι οι θεσμικοί επενδυτές δεν χρειάζεται να διαδραματίσουν ένα ρόλο στο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης. Για παράδειγμα, οι Wharton et al. (1991) υποστηρίζουν ότι οι θεσμικοί επενδυτές δεν χρειάζεται να έχουν ενεργό ρόλο στην εταιρική διακυβέρνηση επειδή οι θεσμικοί επενδυτές έχουν την κύρια ευθύνη του διαχειριστή για τους δικούς τους επενδυτές και τους δικαιούχους, η οποία μπορεί να οδηγήσει σε σύγκρουση συμφερόντων με το να ενεργούν ως ιδιοκτήτες. Για παράδειγμα, ο Monks (1995) υποστήριξε ότι η απουσία των κατάλληλων κινήτρων εμποδίζει τις προσπάθειες των θεσμικών επενδυτών να γίνουν ενεργά μέλη. Πρόσφατες έρευνες, ωστόσο, δείχνουν ότι οι εταιρείες με καλό σύστημα

διακυβέρνησης έχουν πράγματι δημιουργήσει προσαρμοσμένα στον κίνδυνο υπερβολικά κέρδη για τους μετόχους τους και ως εκ τούτου, αν ένας θεσμικός επενδυτής επενδύει σε εταιρείες με παρελθόν καλής εταιρικής διακυβέρνησης, θα βοηθήσει πραγματικά τους δικούς της μετόχους. Οι Ajinkya et al. (1999) βρήκαν μια θετική σχέση μεταξύ των αποτιμήσεων οικονομικών αναλυτών πρακτικών εταιρικής αποκάλυψης και θεσμικών επενδυτών. Γενικά, δεν είναι σαφές από την τρέχουσα βιβλιογραφία πώς επηρεάζει τη θεσμική ιδιοκτησία η δύναμη της παρακολούθησης. Ωστόσο, η βιβλιογραφία υποδεικνύει ότι η φύση αυτών των θεσμικών επενδυτών μπορεί να είναι σημαντική στον καθορισμό της προθυμίας τους να παρακολουθούν.

Αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση και διοικητική ιδιοκτησία

Οι Jensen και Meckling (1976) υποστηρίζουν ότι τα οργανωσιακά προβλήματα μπορούν να ελαχιστοποιηθούν όταν οι διαχειριστές έχουν ιδιοκτησιακά ενδιαφέροντα στην εταιρεία. Αυτό το μοντέλο σύγκλισης ενδιαφέροντος υποστηρίζει ότι τα συμφέροντα των μετόχων και της διαχείρισης γίνονται πιο ευθυγραμμισμένα και τα κίνητρα να επιδοθούν σε ευκαιριακές συμπεριφορές μειώνονται όσο το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων που ανήκουν σε «εσωτερικούς» αυξάνεται. Σε αυτόν τον τομέα, εσωτερικοί, στελέχη διοίκησης και διευθυντές, πέραν του ότι είναι μέτοχοι, επίσης συμμετέχουν σε διαδικασίες λήψης αποφάσεων. Σε αυτό το πλαίσιο, μεγάλος όγκος βιβλιογραφίας προτείνει ότι, για τις περισσότερες εταιρείες, η ιδιοκτησία διευθυντικών στελεχών βοηθά ώστε να κάνουν καλύτερες επιλογές, πράγμα που ενισχύει την ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης. Αν και η αυξημένη διευθυντική ιδιοκτησία θα μπορούσε να δείξει την παρουσία διευθυντικής οχύρωσης, έχει υποστηριχθεί ότι οι διαχειριστές θα μπορούσαν να επιδοθούν σε ευκαιριακές συμπεριφορές που είναι αντίθετες με τα εταιρικά συμφέροντα. Ωστόσο, αυτή η ευκαιριακή συμπεριφορά μπορεί να ελαχιστοποιηθεί αν υιοθετήσουν σταθερή διακυβέρνηση ορισμένων χαρακτηριστικών που σχετίζονται με την παροχή κινήτρων και μηχανισμών παρακολούθησης (δηλαδή ισχυρή διακυβέρνηση).^{15,16}

15 Imen Khanchel (2007). Corporate governance: measurement and determinant analysis, *Managerial Auditing Journal*, 22(8): 740-760

16 Alfred Rappaport (1983). Corporate performance standards and shareholder value, *The Journal of Business Strategy*, pp 28-38

1.7 Αξιολόγηση της εταιρικής διακυβέρνησης

Τα τελευταία χρόνια γίνεται μια προσπάθεια εύρεσης μεθόδων μέτρησης και αξιολόγησης της εταιρικής διακυβέρνησης για τον προφανή λόγο ότι οι επενδυτές που επιθυμούν να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους σε επιχειρήσεις με καλή εταιρική διακυβέρνηση προσδοκούν αύξηση της αξίας της επιχείρησης και άρα και της δικής τους κλασματικής συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο. Οι επιχειρήσεις με υψηλές αξιολογήσεις ελκούν περισσότερους επενδυτές.¹⁷ Ο Imen Khanchel (2007) στο άρθρο του “Corporate Governance: measurement and determinant analysis” υποθέτει ότι η διευθυντική ομάδα, η εκτελεστική ομάδα και η εξεταστική ομάδα χαρακτηρίζουν τη δομή της διακυβέρνησης μιας εταιρείας. Η εταιρεία υπόκειται σε βαθμολογήσεις που διακρίνουν τον “καλύτερο” από το “χειρότερο” (Daily και Dalton, 2004). Υπάρχει ένα πλήθος συστημάτων αξιολόγησης που βασίζονται σε κριτήρια που ποικίλουν, από το μέγεθος των επιχειρήσεων (π.χ. Fortune 1000) τη φήμη (π.χ. Fortune) και επίσης από τους ρυθμούς ανάπτυξης (π.χ. Business Week). Τον τελευταίο καιρό, οι εταιρείες έχουν ωθηθεί σε άλλα συστήματα αξιολόγησης: συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης. Η κατάταξη για την εταιρική διακυβέρνηση είναι σημαντική για δύο λόγους: πρώτον, ένα καθορισμένο τμήμα των επενδυτών χρησιμοποιούν τις βαθμολογίες σαν τους θεσμικούς επενδυτές που παίζουν όλο και πιο σημαντικό ρόλο στην κεφαλαιαγορά. Δεύτερον, το να βρίσκεται μια εταιρεία στον “κάτω όροφο” της κλίμακας διαβάθμισης είναι κίνητρο για το management της εταιρείας να δώσει μεγαλύτερη προσοχή στο πρόβλημα της εταιρικής διακυβέρνησης. Πολλές οργανώσεις και οργανισμοί αξιολόγησης έχουν αρχίσει να κάνουν διαβαθμίσεις της απόδοσης της εταιρικής διακυβέρνησης.¹⁸ Οι πηγές που χρησιμοποιούνται για την ανάλυση είναι: α) Το σύνολο της δημοσιοποιημένης πληροφόρησης (ετήσιος απολογισμός, οικονομικές καταστάσεις, εταιρική σελίδα, τύπος κλπ). Από αυτές τις πληροφορίες συνήθως προκύπτουν πίνακες κατάταξης των εταιρειών που είναι διαθέσιμοι στο κοινό χωρίς επιμέρους λεπτομερή ανάλυση. β) Ιδιωτικές, μη δημοσιοποιημένες πληροφορίες που προέρχονται από συζητήσεις με ανώτατα στελέχη της υπό αξιολόγηση εταιρείας, εσωτερικά έγγραφα κλπ. γ) Συνδυασμός των δύο παραπάνω πηγών.¹⁹

17,19 Μ. Ξανθάκης, Α. Τσιπούρη, Α. Σπανός, ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ, Έννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης, Αθήνα, Παπαζήσης, 2003

18 Imen Khanchel (2007). Corporate governance: measurement and determinant analysis, *Managerial Auditing Journal*, 22(8): 740-760

Παραδείγματα ξένων και διεθνών δεικτών μέτρησης είναι *Governal Metrics International* (2004), *Institutional Shareholder Services* (2003) και *S & P*. Η βαθμολόγηση της εταιρικής διακυβέρνησης αντικατοπτρίζει την άποψη της εταιρείας - ο συνθέτης της βαθμολόγησης για τους λεγόμενους μη χρηματοοικονομικούς κινδύνους. Αυτές οι βαθμολογήσεις χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση της αξίας της μετοχής και βοηθούν τους επενδυτές να λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις, δίνοντας τις απαραίτητες πληροφορίες σχετικά με το επίπεδο της εταιρικής διακυβέρνησης ανάμεσα στις βαθμολογούμενες εταιρείες. Πρακτορεία που διενεργούν βαθμολογήσεις εταιρικής διακυβέρνησης πιστεύουν ότι το ενδιαφέρον των επενδυτών για τα εταιρικά μερίσματα εξαρτάται από τις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης. Η βαθμολόγηση της εταιρικής διακυβέρνησης δίνει τη δυνατότητα να συγκρίνονται οι εταιρείες μεταξύ τους, πριν από τη λήψη μιας επενδυτικής απόφασης, και, δεύτερον, να αποδείξουν ποιες επιχειρήσεις υπόκεινται σε μεγαλύτερο κίνδυνο, εφόσον φαίνεται να εμπλέκονται σε πρακτικές ανάλογες με εκείνες που έχουν εκδηλωθεί σε εταιρείες όπως η *Enron*, η *WorldCom*, η *Papmalat* και άλλες.

Ευλόγως, τα κριτήρια/παράμετροι που χρησιμοποιούνται για να εξηγήσουν την ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης από τις εταιρείες διαβάθμισης είναι περιορισμένης χρήσης, από την άποψη των επιχειρηματικών αποτελεσμάτων (π.χ. αύξηση του κέρδους και της αξίας της μετοχής), καθώς αυτά τα ποιοτικά κριτήρια/παράμετροι δεν είναι σχετικοί δείκτες σε όλα ή σχετίζονται με τις επιδόσεις μόνο σε ένα ελάχιστο βαθμό και ότι πιο σημαντικοί παράγοντες έχουν αποκλειστεί από την ανάλυση στις περισσότερες περιπτώσεις.

Εναλλακτικά, ορισμένοι συγγραφείς προτιμούν να υπολογίζουν τους δικούς τους δείκτες. Για παράδειγμα, οι *Campos et al.* (2002) δημιούργησαν μια βαθμολογία εταιρικής διακυβέρνησης ως πληρεξούσιος της ποιότητας της εταιρικής διακυβέρνησης, λαμβάνοντας υπόψη τις αρχές του ΟΟΣΑ (1999) για την εταιρική διακυβέρνηση. Το αποτέλεσμα αυτής της διακυβέρνησης είναι μια σύνθεση 15 παραγόντων που περιλαμβάνει τρεις παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης: προστασία ιδιοκτητών και μετόχων (τυχαία και διάφανη ιδιοκτησία, μια μετοχή - μια ψήφος, άμυνα κατά της εξαγοράς, και κοινοποίηση συναντήσεων), του διοικητικού συμβουλίου (μέγεθος ομάδας διοικούντων, εξωτερικοί και ανεξάρτητοι διευθυντές, γραπτές κατευθυντήριες γραμμές διοίκησης, και επιτροπές των συμβουλίων), και γνωστοποίησης και διαφάνειας (γνωστοποίηση, Λογιστικά πρότυπα, ανεξάρτητους ελέγχους, ευρεία και έγκαιρη γνωστοποίηση).

Εν κατακλείδι, η αξιολόγηση της ποιότητας της εταιρικής διακυβέρνησης είναι υποκειμενική και μπορεί να είναι αντιφατική. Στην πραγματικότητα, η ιεράρχηση διακυβέρνησης των μελετών, βασίζεται στην εκτίμηση ορισμένων προτύπων διακυβέρνησης του παρελθόντος και έτσι σε ιστορικά στοιχεία. Τα πρότυπα που εξετάστηκαν (και συχνά το βάρος που δίνεται σε αυτά) διαφέρουν μεταξύ των μελετών. Έτσι, η επιλογή από ένα σύνολο προτύπων διακυβέρνησης, εισάγει ένα υποκειμενικό στοιχείο στην έρευνα της κατάταξης της διακυβέρνησης. Επιπλέον, οι ερευνητές μπορούν να αποδίδουν διαφορετική βαρύτητα σε αυτά τα πρότυπα για τους σκοπούς της κατάταξης που διέπει τις μελέτες, με αποτέλεσμα περαιτέρω υποκειμενικότητα. Επίσης, καθώς τα εκτιμημένα πρότυπα εξαρτώνται από τους κανονισμούς που εφαρμόζονται σε μια συγκεκριμένη αγορά και μπορεί να διαφέρουν από χρόνο σε χρόνο, είναι δύσκολο να εξαχθούν γενικά συμπεράσματα.²⁰

20 Imen Khanchel (2007). Corporate governance: measurement and determinant analysis, *Managerial Auditing Journal*, 22(8): 740-760

1.7.1 Χρησιμότητα συστημάτων αξιολόγησης

1) Η χρησιμοποίηση από θεσμικούς επενδυτές κριτηρίων εταιρικής διακυβέρνησης για την αξιολόγηση των εταιρειών, προκειμένου να κατευθύνουν τα κεφάλαιά τους, δεν μπορεί να γίνει, παρά μόνο εάν διαθέτουν ένα συγκριτικό εργαλείο αξιολόγησης των επιδόσεων των εταιρειών ως προς την προσαρμογή τους σε καλές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης.

2) Η περιοδική αξιολόγηση του επιπέδου διακυβέρνησης των εταιρειών, τόσο συνολικά όσο και ανά κατηγορία, μπορεί να αποτελέσει ουσιαστικό εργαλείο πολιτικής για τις αρμόδιες αρχές τόσο σε εγχώριο (χρηματιστήρια, εποπτικές αρχές) όσο και σε διεθνές επίπεδο (ΟΟΣΑ, Ευρωπαϊκή Επιτροπή). Ειδικότερα, μπορεί να αποκαλύψει πεδία, όπου το επίπεδο προσαρμογής των εταιρειών είναι χαμηλό ή παρουσιάζει δυσκολίες, και άλλα όπου η προσαρμογή είναι ικανοποιητική, δίδοντας έτσι την κατεύθυνση των αναγκαίων πολιτικών.

3) Αποτελεί χρήσιμο εργαλείο πολιτικής για τις ίδιες τις επιχειρήσεις, ιδιαίτερα όταν αυτές έχουν τη δυνατότητα να συγκρίνουν το δικό τους αποτέλεσμα αξιολόγησης με το συνολικό μέσο όρο και το μέσο όρο του κλάδου ή της κατηγορίας στην οποία ανήκουν. Έτσι έχουν μια εικόνα του βαθμού αποτελεσματικότητάς τους. Επιπλέον, τις βοηθά να κατευθύνουν τις στρατηγικές αποφάσεις τους, βελτιώνοντας πεδία όπου παρουσιάζουν υστέρηση.

4) Αυξάνει τη λογοδοσία των επιχειρήσεων προς τους μετόχους. Από τη στιγμή που το σύστημα αξιολόγησης αναγνωρίζεται από την αγορά ως αξιόπιστο και αντικειμενικό, οι επενδυτές θα αναζητήσουν τις υποψήφιες για επένδυση εταιρείες σε λίστες αξιολόγησης. Εταιρείες που δε θα εμφανίζονται σε τέτοιες λίστες ή θα εμφανίζονται με χαμηλή αξιολόγηση, θα είναι λιγότερο ελκυστικές από άλλες. Υπό την έννοια αυτή, η πίεση της αγοράς θα οδηγήσει ολοένα και περισσότερες επιχειρήσεις όχι μόνο να αξιολογούνται αλλά και να υιοθετούν καλές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης προκειμένου να επιτύχουν υψηλή βαθμολόγηση.

1.7.2 Μεθοδολογικά προβλήματα

Η ποσοτικοποίηση ποιοτικών παραμέτρων δεν είναι εύκολη υπόθεση και εγείρονται διάφορα ερωτήματα σχετικά με:

- Τι θεωρείται καλή ή κακή πρακτική εταιρικής διακυβέρνησης, με βάση της οποίας προκύπτει ο κάθε δείκτης και αξιολογείται η εταιρεία
- Τη διαθεσιμότητα και εγκυρότητα των πηγών άντλησης δεδομένων
- Την αντικειμενικότητα των αξιολογήσεων
- Την επιλογή των σταθμίσεων των δεικτών αξιολόγησης
- Τη διαχείριση του «αποτελέσματος αξιολόγησης» της εταιρείας από τους ενδιαφερόμενους.²¹

21 Μ. Ξανθάκης, Λ. Τσιπούρη, Λ. Σπανός, ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ, Έννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης, Αθήνα, Παπαζήσης, 2003

1.8 Η εξέλιξη της εταιρικής διακυβέρνησης μέσα στο χρόνο

Κερδοσκοπικά επεισόδια και φαινόμενα επιχειρηματικών σκανδάλων και χρεοκοπιών έχουν καταγραφεί ιστορικά στις κεφαλαιαγορές σε παγκόσμιο επίπεδο. Από τη φούσκα της εταιρείας South Sea το 1720 στη Βρετανία, τον πανικό του 1873 στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και το μεγάλο κραχ του 1929, μέχρι την κατάρρευση της Wall Street το 1987 και το πρόσφατο κύμα λογιστικών σκανδάλων και χρεοκοπιών μεγάλων εταιρειών όπως της Enron, της WorldCom και της AIG, κεντρικό ζητούμενο παραμένει η αποτελεσματική προστασία των μετόχων. Η ενίσχυση της διαφάνειας, η έγκαιρη και έγκυρη πληροφόρηση των επενδυτών/μετόχων, οι αποτελεσματικοί και ανεξάρτητοι έλεγχοι, η ισχυροποίηση του εποπτικού ρόλου του διοικητικού συμβουλίου, καθώς και η κατάρτιση αξιόπιστων λογιστικών καταστάσεων, είναι μερικές από τις προκλήσεις στις οποίες καλείται να ανταποκριθεί κάθε οργανωμένη κεφαλαιαγορά.

Συνήθως οι μεγάλες κρίσεις δίνουν το έναυσμα για τη λήψη μιας σειράς μέτρων και την ανάληψη διαφόρων εθελοντικών πρωτοβουλιών. Την κρίση του 1929 διαδέχτηκε μια σειρά μέτρων, όπως η συγκρότηση της Επιτροπής Τίτλων και Συναλλάγματος, οι περιορισμοί στη δημιουργία πυραμίδας, ο έλεγχος των υποχρεωτικών ποσοστών διαθεσίμων κ.α. (Galbraith, 1993). Στο Ηνωμένο Βασίλειο τα σκάνδαλα εταιρειών όπως της BCCI και της Maxwell, καθώς και η αντιπαράθεση για το ύψος των αμοιβών των μελών των διοικητικών συμβουλίων οδήγησε στη σύσταση της Επιτροπής Cadbury, που το Δεκέμβριο του 1992 διετύπωσε ένα εθελοντικό κώδικα για την εταιρική διακυβέρνηση. Τα σκάνδαλα μεγάλων αμερικανικών εταιρειών όπως της Enron και της WorldCom οδήγησαν στην υιοθέτηση νέου νόμου για την εταιρική διακυβέρνηση τον Ιούλιο του 2002 από το Αμερικάνικο Κογκρέσο. Πολλοί διεθνείς οργανισμοί και εγχώριοι φορείς, στην προσπάθειά τους να βελτιώσουν τους μηχανισμούς που διέπουν τις σχέσεις μεταξύ των συμμετεχόντων σε μια εταιρεία, έχουν διατυπώσει μια σειρά από βέλτιστες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης, οι οποίες έχουν εθελοντικό χαρακτήρα



1.9 Η Ελληνική περίπτωση

Το Κέντρο Μελετών και Εκπαίδευσης Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Αθηνών ανέπτυξε μεθοδολογία για την καταγραφή και αξιολόγηση του επιπέδου εταιρικής διακυβέρνησης των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρειών (KEMEX, 2001). Το έργο στόχευε:

- Στην παροχή πληροφόρησης προς τις αρμόδιες αρχές
- Στη δημιουργία ενός χρήσιμου εργαλείου προς τους θεσμικούς επενδυτές
- Στην αξιολόγηση των εταιρειών που συμμετέχουν στο δείγμα

Το KEMEX εκπόνησε ερωτηματολόγιο για την αξιολόγηση του επιπέδου εταιρικής διακυβέρνησης. Η δομή του ερωτηματολογίου κάλυπτε τις αρχές που περιλαμβάνονται στον ελληνικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς και τις αρχές του ΟΟΣΑ. Το ερωτηματολόγιο στάλθηκε αρχικά στην κάθε εταιρεία και συμπληρώθηκε ύστερα από συνάντηση του επιστημονικού προσωπικού του KEMEX με στέλεχος της εταιρείας. Το KEMEX επιδιώκοντας τα αποτελέσματα της επιστημονικής μελέτης να είναι πρακτικά χρήσιμα και εφαρμόσιμα από τους φορείς της αγοράς, συνέστησε Ειδική Επιτροπή Παρακολούθησης, αποτελούμενη από εκπροσώπους όλων των ενδιαφερόμενων φορέων (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ΣΕΒ, ΕΒΕΑ, ΣΒΒΕ, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, ΣΜΕΧΑ), η οποία και συμφώνησε στις σταθμίσεις των δεικτών. Η στάθμιση που προέκυψε έχει ως εξής:

- Βασικά δικαιώματα μετόχων 20%
- Διαφάνεια, γνωστοποίηση πληροφοριών και έλεγχος 30%
- Διοικητικό συμβούλιο 25%
- Διευθύνων σύμβουλος και εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη 15%
- Δέσμευση εταιρικής διακυβέρνησης, κοινωνική ευθύνη και η σχέση με τους έχοντες νόμιμα συμφέροντα στην εταιρεία 10%

Οι εταιρείες που συμμετείχαν στην ερευνητική προσπάθεια είναι αυτές που συνθέτουν τους δείκτες FTSE/ASE-20, FTSE / ASE Mid-40, Small Cap-80, καθώς και το Γενικό Δείκτη Τιμών (ΓΔΤ) του ΧΑΑ. Επιπλέον, επελέγησαν με τυχαίο τρόπο εισηγμένες εταιρείες που δεν ανήκουν σε κανένα από τους παραπάνω δείκτες. Το σύνολο των εταιρειών που απάντησαν αντιπροσωπεύει περίπου το 86,2% της συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς.

Η μελέτη έδειξε ότι:

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

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

Η γενική τάση των επιχειρήσεων ήταν υπέρ μιας εθελοντικής στρατηγικής στα θέματα εταιρικής διακυβέρνησης. Το βασικό συμπέρασμα της μελετητικής ομάδας είναι ότι η ελληνική αγορά στο σύνολό της δείχνει σχετικά ικανοποιητικό βαθμό σεβασμού των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης. Ένα δεύτερο συμπέρασμα είναι ότι η υιοθέτηση μιας ενεργούς πολιτικής συμμόρφωσης προς τις διεθνείς «καλές πρακτικές» έχει ξεκινήσει από κάποιες ελληνικές επιχειρήσεις, αλλά είναι απαραίτητο, αργά η γρήγορα, να γίνει συνείδηση σε όλες. Ένα τρίτο συμπέρασμα είναι ότι η πολιτική εταιρικής διακυβέρνησης είναι δυναμική. Καλή αποτίμηση σε δεδομένη χρονική στιγμή δε σημαίνει μακροχρόνια εξασφάλιση.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

**ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΠΙΠΕΔΟΥ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΑ
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ(ΑΡΙΣΤΑ 100)**

Δείκτες εταιρικής διακυβέρνησης	Σύνολο εταιριών	FTSE/ASE-20	FTSE/ASE Mid-40	FTSE/ASE Small Cap-80	ΓΔΤ ΧΑΑ	Δείγμα τυχαίων
Βασικά δικαιώματα των μετόχων	90,9%	94,3%	91,6%	90,8%	92,8%	80,0%
Διαφάνεια, γνωστοποίηση πληροφοριών και έλεγχος	71,9%	82,6%	72,3%	69,2%	75,3%	64,6%
Διοικητικό Συμβούλιο	67,3%	78,9%	70,3%	62,5%	71,2%	66,3%
Διευθύνων σύμβουλος και εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη	71,8%	78,2%	71,7%	70,6%	75,0%	64,8%
Δέσμευση Εταιρικής Διακυβέρνησης, κοινωνική ευθύνη και σχέση με τους έχοντες νόμιμα συμφέροντα στην εταιρεία	30,4%	46,4%	31,2%	27,8%	35,1%	6,0%
Συνολικός δείκτης εταιρικής διακυβέρνησης	70,3%	79,7%	71,5%	67,9%	73,7%	63,2%

Πηγή: ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ, Έννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης, Μ. Ξανθάκης –
Α.Τσιπούρη-Α.Σπανός

Εκτός από τα συμπεράσματα, από τη μελέτη προέκυψαν και χρήσιμες προτάσεις

ΣΥΣΤΑΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΤΙΣ ΑΡΜΟΔΙΕΣ ΑΡΧΕΣ

- Αξιολόγηση των δυνατοτήτων των νέων τεχνολογιών για τη διευκόλυνση χρήσης των δικαιωμάτων των μετόχων μειοψηφίας.
- Διασαφήνιση/βελτίωση του συστήματος των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών (stock options)
- Αναβάθμιση δημοσιογραφικής κάλυψης των εισηγμένων εταιρειών
- Εξορθολογισμός των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου

ΣΥΣΤΑΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΤΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

Βασικές συστάσεις

- Χρήση διαδικτύου ως μηχανισμού ενημέρωσης των μετόχων
- Παράλληλη χρήση της αγγλικής γλώσσας ώστε να μπορεί να ενημερώνεται το διεθνές επενδυτικό κοινό
- Συστηματική δημοσιοποίηση εταιρικών γεγονότων
- Εξήγηση αποκλίσεων στόχων από ανακοινωθέντα
- Δομή και κριτήρια σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου
- Εισαγωγή ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο
- Αναβάθμιση θέσης χρηματοοικονομικού διευθυντή
- Ενεργοποίηση του διοικητικού συμβουλίου και συλλογικών φορέων για θέματα εταιρικής κοινωνικής ευθύνης
- Διερεύνηση περιπτώσεων και συγκυριών για σχέσεις εσωτερικών με εξωτερικούς ελεγκτές

Πρωτοποριακές συστάσεις

- Αναμετάδοση της γενικής συνέλευσης μέσω διαδικτύου
- Περιοδική συζήτηση για επαναπροσδιορισμό του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου
- Εισαγωγή επιτροπών στο διοικητικό συμβούλιο
- Διατύπωση αρχών και συστηματική παρακολούθηση της εταιρικής διακυβέρνησης
- Ενσωμάτωση πρακτικών αξιολόγησης του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου
- Ενσωμάτωση νέων μελών στο διοικητικό συμβούλιο σύνδεση αμοιβών-αποτελεσματικότητας για τα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη

Πεδία περαιτέρω διερεύνησης και θεμελίωσης

- Διαχωρισμός των θέσεων προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου
- Σύστημα διαχείρισης κινδύνων
- Σύγκριση δικαιωμάτων μειοψηφίας με άλλες χώρες
- Διερεύνηση του κατά πόσο η διαδοχή στα ανώτατα κλιμάκια της εταιρείας είναι ανεξάρτητη από τις ιδιοκτησιακές σχέσεις
- Διερεύνηση της συνολικής διάρκειας παραμονής μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου
- Συστηματοποίηση της διερεύνησης των θεμάτων εταιρικής κοινωνικής ευθύνης²²

22 Μ. Ξανθάκης, Λ. Τσιπούρη, Λ. Σπανός, ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ, Έννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης, Αθήνα, Παπαζήσης, 2003

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ:

Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

2.1 Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η Ελλάδα δεν ακολουθεί απλώς τις διεθνείς τάσεις αλλά αποτελεί μέλος της διεθνούς επιχειρηματικής κοινότητας, επομένως και οι προοπτικές εξέλιξης των αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα θα είναι σημαντικές. Ειδικά στις ελληνικές επιχειρήσεις, όπου τα διοικητικά συμβούλια απαρτίζονται συνήθως από τα μέλη μιας οικογένειας. Η ταχεία ανάπτυξη της χρηματαγοράς απαιτεί περισσότερο δομημένα μοντέλα διοίκησης. Η αναζήτηση επικεντρώνεται και στη χώρα μας όχι μόνο σε τεχνικά άρτια καταρτισμένους ανθρώπους αλλά και στα στελέχη εκείνα που διαθέτουν ηγετικές ικανότητες.²³

Στο παρόν κεφάλαιο διερευνούνται τα βασικά χαρακτηριστικά των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα. Συγκεκριμένα γίνεται αναφορά σε θέματα ιδιοκτησίας και εταιρικής δομής, εξετάζεται η σημασία των θεσμικών επενδυτών, των τραπεζών, της αγοράς στις ανώνυμες εταιρίες καθώς και στη διάρθρωση και λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου, της διεύθυνσης και των εργαζομένων. Επίσης αναφέρεται ο διαχωρισμός ανάμεσα στην ιδιοκτησία και τον έλεγχο, ο ρόλος των μη εκτελεστικών στελεχών καθώς και η διακυβέρνηση της επιχείρησης με τη παρουσία μεγαλομετόχων -μικροεπενδυτών και πως διασφαλίζεται η προστασία των τελευταίων.

Η επίτευξη υψηλού ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης προϋποθέτει συνεχή επενδυτική δραστηριότητα και χαμηλού κόστους χρηματοδότησης. Οι επιχειρήσεις επιζητούν υγιή και χαμηλού κόστους κεφάλαια μέσω της κεφαλαιαγοράς, προσφέροντας νέους μετοχικούς τίτλους διαπραγματεύσιμους στο χρηματιστήριο.

Αναμφισβήτητα, η επιτυχία της ελληνικής οικονομίας εξαρτάται από την αποδοτικότητα και την ανάπτυξη των ελληνικών επιχειρήσεων. Όπως έχει αναφερθεί, η επιχειρηματική επιτυχία προϋποθέτει επαρκή και κατάλληλη επενδυτική δραστηριότητα, η οποία διευκολύνεται αποφασιστικά με τη διερεύνηση των δυνατοτήτων άντλησης επενδυτικών κεφαλαίων μέσω της κεφαλαιαγοράς, ωστόσο προϋποθέτει και τη βελτίωση των όρων διακυβέρνησης των επιχειρήσεων.

Η επίτευξη και διατήρηση ικανοποιητικών επιπέδων αποτελεσματικότητας των επιχειρήσεων και της κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα, προϋποθέτει την μείωση του κόστους χρηματοδότησης επενδυτικών σχεδίων. Επαρκής και χαμηλού κόστους χρηματοδότησης είναι κυρίως το αποτέλεσμα της διαμόρφωσης ευνοϊκού επιχειρηματικού κλίματος, το οποίο με τη σειρά του διασφαλίζεται μεταξύ άλλων από

τη σταθερή και συνεχιζόμενη βελτίωση της ανταγωνιστικής ευελιξίας των αναπτυξιακών στρατηγικών των επιχειρήσεων και της διαφάνειας των λειτουργιών τους. Διασφαλίζεται επίσης μέσω της επιτάχυνσης των διαδικασιών έγκαιρης και έγκυρης αποδέσμευσης των απαραίτητων πληροφοριών προς τους ιδιώτες μετόχους τους και τους συμβούλους τους αλλά και προς τους εγχώριους και διεθνείς θεσμικούς επενδυτές. Η Ελλάδα στην προσπάθεια της να παραμείνει στο κέντρο λήψης αποφάσεων με απώτερο σκοπό τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη της οικονομίας της θα πρέπει να προχωρήσει ταχύτατα στην ανάληψη πρωτοβουλιών για την ανταγωνιστική συγκρότηση του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας των αγορών χρήματος και κεφαλαίου.²⁴

23 ΤΟ ΒΗΜΑ, Daniel Meiland, Δομημένα μοντέλα διοίκησης, 11-02-2001

24 Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ. 5

Η υιοθέτηση διαφανούς και διεθνώς αναγνωρισμένου θεσμικού πλαισίου επιχειρηματικής συμπεριφοράς συμβάλλει επίσης στην ομαλοποίηση προβλημάτων που δύναται να προκύψουν κατά τη διενέργεια διεθνικών χρηματοοικονομικών συναλλαγών και την ανάπτυξη διεθνικών επαγγελματικών συνεργασιών. Αποτυχία υιοθέτησης του κατάλληλου θεσμικού πλαισίου ανάπτυξης επιχειρηματικών δραστηριοτήτων και συμπεριφοράς θα σημάνει την σε εύθετο χρόνο διαρροή εγχώριας δραστηριότητας σε άλλες χώρες.

Με δεδομένες τις επιταγές αυτές, η διατήρηση της ανταγωνιστικότητας επιβάλλει στις ελληνικές επιχειρήσεις, ιδιαίτερα αυτές που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, να προχωρήσουν στην ενίσχυση της ευελιξίας των στρατηγικών τους κινήσεων, στην ορθολογική διεύρυνση της μετοχικής τους βάσης αλλά και κυρίως στην αναμόρφωση του πλέγματος των σχέσεων μεταξύ διοίκησης μετόχων και λοιπών συνεργαζόμενων με την επιχείρηση όσο γίνεται ταχύτερα και εγγύτερα προς τους διεθνώς ισχύοντες κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης.

Η συζήτηση όσον αφορά τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης είναι σχετικά καινούργια στην Ελλάδα και είχε ως αποτέλεσμα μια μεγάλη ρύθμιση στις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρίες.

Στην Ελλάδα υπάρχουν σε νόμιμη μορφή αρκετές δεκάδες χιλιάδες επιχειρήσεων. Το εύρος τους περιλαμβάνει τόσο τις πολύ μικρές επιχειρήσεις όσο και αυτές τις πολύ μεγάλες που εκτείνουν τις δραστηριότητες τους διεθνώς. Ο αριθμός των εταιριών, ωστόσο που έχουν προβεί στην άντληση επενδυτικών κεφαλαίων μέσω της εισαγωγής διαπραγματεύσιμων μετοχών στο ελληνικό χρηματιστήριο είναι περιορισμένος και συγκεκριμένα ανέρχεται σε 300.

Όλες οι εταιρίες υπόκεινται στο ίδιο γενικότερο θεσμικό και νομικό πλαίσιο λειτουργίας και συμπεριφοράς. Η βασική νομοθεσία συνοψίζεται στο νόμο 2190/1920 "Περί Ανωνύμων Εταιριών" ο οποίος οργάνωσε συστηματικά τη διασπαρμένη νομοθεσία των προηγούμενων περιόδων. Αν και υπάρχουν διαφοροποιήσεις ανάλογα με το είδος και το μέγεθος της εταιρίας οι ίδιες βασικές αρχές ισχύουν για όλες τις εταιρίες. Ωστόσο, αξίζει να αναφερθεί ότι ενώ ο συγκεκριμένος νόμος αποτέλεσε ουσιαστική συμβολή στην ανάπτυξη του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας των επιχειρήσεων στην Ελλάδα, τα τελευταία χρόνια δεν ανταποκρίνεται στις σύγχρονες ανάγκες διακυβέρνησης των εισηγμένων στο χρηματιστήριο επιχειρήσεων καθώς δεν περιλαμβάνει τις βασικές έννοιες που απαιτούνται για την ανάπτυξη ενός σύγχρονου και αποδοτικού συστήματος εταιρικής

διακυβέρνησης. Βέβαια η έκδοση των Προεδρικών Διαταγμάτων 350/1985 και 51/1992 καθώς και σειράς ειδικών Υπουργικών Αποφάσεων έχουν συμβάλει στην επίλυση σημαντικών προβλημάτων στη διαδικασία εταιρικής διακυβέρνησης χωρίς όμως να την ολοκληρώνει. Η υφιστάμενη νομοθεσία, δεν παρείχε επαρκή αναφορά στο ζήτημα της πληροφόρησης των μετόχων από τις εταιρίες για τα σημαντικά οικονομικά γεγονότα που επιδρούν στην απόδοση τους, την αναγνώριση και προστασία των δικαιωμάτων μειοψηφίας σε εταιρίες πολυμετοχικής βάσης, ούτε αποσαφηνίζει επαρκώς και με σύγχρονο τρόπο τους όρους και τις προϋποθέσεις συναλλαγών στην αγορά επιχειρηματικού ελέγχου. Δεν περιελάμβανε επίσης επαρκής ενημέρωση σχετικά με τα επίπεδα διαφάνειας στις εσωτερικές διαδικασίες διακυβέρνησης ελέγχου και δομής των σχέσεων και των αμοιβών των διαφορετικών μερών της εταιρίας, δεν ενσωμάτωνε διαυγείς κανόνες διακανονισμού των επιμέρους συμφερόντων μεταξύ των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου καθώς και δεν διατυπώνει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων, όπως διαμορφώνεται στην σύγχρονη πρακτική. Το νομικό σύστημα στην Ελλάδα σχετικό με τις εταιρίες, παρουσιάζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

Ελληνικό Νομικό Σύστημα

Νομικό / Κανονιστικό Πλαίσιο	Νομικά /Κανονιστικά Όργανα
<ul style="list-style-type: none"> • Θεσμικό Πλαίσιο Εταιριών • Νόμος 2190/1920 • Νόμος 2190/1920 • Νόμος 2324/1995 (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς) • Αρχές εισηγμένων στο ΧΑΛ εταιριών • Προεδρικά Διατάγματα 350/1985 και 360/1985 	<ul style="list-style-type: none"> • Αστικά Δικαστήρια • Υπουργείο Εμπορίου (Νόμος 2190/1920 αρ.51) • Υπουργείο Κυβερνητικής Οικονομίας, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς • Υπουργείο 1 Εθνικής Οικονομίας, 1 επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Πηγή : Discussion of individual corporate governance codes relevant to the European Union and its member

states, Weill. Uulshal& Manges»,Ευρωπαϊκή Επιτροπή , Βέλγιο. 2002

Πίνακας 4: Το Ελληνικό Νομικό Σύστημα

Κυρίαρχα χαρακτηριστικά των μεγάλων επιχειρήσεων στην Ελλάδα είναι η πυραμιδοειδής μορφή (pyramidal group) και ο έλεγχος σε οικογένειες. Οι μη φιλικές εξαγορές (hostile takeovers) θεωρητικά είναι πιθανές ωστόσο στη πραγματικότητα έχει φανεί ότι είναι αδύνατες και σχεδόν ποτέ δεν έλαβαν χώρα ως μηχανισμοί ελέγχου και διόρθωσης. Ούτε οι τράπεζες αλλά ούτε και διάφορα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, όπως οι θεσμικοί επενδυτές, συνταξιοδοτικά ταμεία, έχουν ένα σημαντικό ρόλο στη διακυβέρνηση των επιχειρήσεων. Ωστόσο, ραγδαίες αλλαγές πραγματοποιούνται τα τελευταία χρόνια, αλλαγές που φαίνεται να είναι ικανές για να αναδιοργανώσουν ορισμένα από τα βασικά χαρακτηριστικά των αρχών διακυβέρνησης.

Η ραχοκοκαλιά της ελληνικής οικονομίας αποτελείται από μικρές και μεσαίου μεγέθους εταιρίες αλλά φαίνεται ότι με τις σύγχρονες εξελίξεις στις εισηγμένες εταιρίες αναμένεται να αυξήσουν το μέγεθος τους και αντίστοιχα τον ρόλο τους στην εγχώρια οικονομία.

Στην ελληνική οικονομία η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης είναι ένας όρος σχετικά πρόσφατος. Το πρόβλημα της εταιρικής διακυβέρνησης σχετικά με το διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και ελέγχου (πρόβλημα εντολέα εντολοδόχου) έχει αναλυθεί σε βάθος για κρατικές εταιρίες. Παρ' αυτά, τελευταία κυρίως εξαιτίας των ιδιωτικοποιήσεων πολλών κρατικών επιχειρήσεων, το πρόβλημα εντολέα εντολοδόχου έχει επανέλθει δυναμικά στην επικαιρότητα. Το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης αρχίζει να κατέχει βασικό ρόλο και αυτό διαπιστώνεται από τις εκθέσεις (επιτροπής κεφαλαιαγοράς, ΣΕΒ) αλλά και με τον πρόσφατο νόμο 3016 "για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις" στα οποία θα υπάρξει αναφορά παρακάτω.

Στη συνέχεια αναφέρεται περιεκτικά, το ισχύον σύστημα διακυβέρνησης των εισηγμένων επιχειρήσεων στην Ελλάδα.

2.2 Δομή επιχειρήσεων, η δύναμη του "ψηφίζουν" και πυραμιδοειδής όμιλοι

Η δομή των επιχειρήσεων είναι ένας σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει άμεσα την επιχείρηση και συγκεκριμένα των τρόπο διακυβέρνησης του. Το μεγαλύτερο μέρος της βιβλιογραφίας όσον αφορά την εταιρική διακυβέρνηση είναι βασισμένο στο αγγλοαμερικανικό πρότυπο, που περιλαμβάνει ανοιχτές επιχειρήσεις με ευρεία διασκορπισμένη ιδιοκτησία. Η ελληνική περίπτωση σημαντικά διαφέρει από αυτό το πρότυπο. Συγκεκριμένα, η δομή ιδιοκτησίας των ελληνικών εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών χαρακτηρίζεται από υψηλό βαθμό συγκέντρωσης παρά από διασπορά. Το επίπεδο συγκέντρωσης ιδιοκτησίας περιλαμβάνει τόσο την άμεση όσο και την έμμεση.

Η ταυτότητα των κατόχων των εταιριών αποκαλύπτει ότι, οι οικογένειες, συμμαχίες και άλλες επιχειρήσεις κατέχουν το μεγαλύτερο ρόλο. Οι θεσμικοί επενδυτές έχουν στη κατοχή τους περιορισμένο αριθμό μετοχών. Το κράτος εξακολουθεί να παίζει βασικό ρόλο σε ορισμένες σημαντικές επιχειρήσεις, αλλά όπως έχει ήδη αναφερθεί οι διαδικασίες ιδιωτικοποιήσεις αυτών αναμένεται να οδηγήσει στη μείωση της συμμετοχής του.

Οι μεγαλομέτοχοι έχουν τον μεγαλύτερο έλεγχο πάνω στη διεύθυνση της εταιρίας όχι μόνο γιατί διαθέτουν σε υψηλό βαθμό άμεσης ιδιοκτησίας. Στην πραγματικότητα, ο έλεγχος οφείλεται σε κάποιους μηχανισμούς όπως συμφωνίες μετόχων (shareholders agreements), πυραμιδοειδή όμιλοι καθώς και η έκδοση προνομιούχων μετοχών.

Ένα χαρακτηριστικό - κλειδί στην ελληνική οικονομία είναι τα pyramidal group σε σειρά εταιρίες οι οποίες ασκούν έλεγχο μέσω μιας πολύπλοκης δομής με σχετικά χαμηλό κόστος. Σε αυτές τις ομάδες η συμμετοχική εταιρία ελέγχει -άμεσα ή έμμεσα- την πλειοψηφία των δικαιώματα ψήφου των εταιριών που ανήκουν στον όμιλο και ο απόλυτος έλεγχος είναι είτε από έναν επιχειρηματία είτε από μία οικογένεια είτε τέλος από συνασπισμό προσώπων. Ο εν λόγω μηχανισμός χρησιμοποιείται για να μεγιστοποιήσει το λόγο ανάμεσα στο πλήθος των ελεγχόμενων πηγών (resources) και των ιδίων κεφαλαίων που επενδύθηκαν για τη διατήρηση του ελέγχου. Η δομή τέτοιων groups είναι σχετικά περίπλοκη και παρόλο τις διατάξεις σχετικά με την ενημέρωση της ταυτότητας των ιδιοκτητών, ο ακριβής έλεγχος είναι δύσκολο να εξακριβωθεί ειδικότερα μάλιστα σε διεθνές επίπεδο.

❖ Ο ρόλος της κεφαλαιουχικής αγοράς και η αγορά για επιχειρησιακό έλεγχο.

Το θεσμικό πλαίσιο των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης είναι προσανατολισμένο στις κεφαλαιακές αγορές και στον ρόλο της αγοράς για επιχειρησιακό έλεγχο. Αξίζει να αναφερθεί ότι η δομή της ιδιοκτησίας και του ελέγχου έχει δημιουργήσει ένα σύστημα που χαρακτηρίζεται από σχετικά περιορισμένο πλήθος αλλαγών. Η αγορά για επιχειρησιακό έλεγχο δεν έχει σημαντική αρμοδιότητα και οι μη φιλικές εξαγορές είναι ουσιαστικά αδύνατες. Αυτό το γεγονός δεν σημαίνει ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές δεν λαμβάνουν χώρα, αλλά απλά όταν συμβαίνουν είναι κατά βάση φιλικές και συνήθως με τη μεσολάβηση τραπεζών ή με ιδιωτικές συμφωνίες ανάμεσα σε οικογένειες ή συνασπισμούς προσώπων.

❖ Ο ρόλος των τραπεζών και άλλων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα ακολουθεί τα χνάρια των υπολοίπων κρατών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και συγκεκριμένα έχουν το δικαίωμα να συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο επιχειρήσεων. Ωστόσο παρόλο το κοινό πλαίσιο στο οποίο κινούνται οι ελληνικές τράπεζες δεν μπορεί να συγκριθεί με το ρόλο που κατέχουν οι γερμανικές τράπεζες με κανένα τρόπο. Το ελληνικό σύστημα δεν χαρακτηρίζεται από ένα κύριο τραπεζοκεντρικό σύστημα. Στην πραγματικότητα, η πρακτική των πολλαπλών δανείων είναι ευρέως διαδεδομένη. Οι εταιρίες τείνουν να έχουν σχέσεις χρηματοπιστωτικές, με διάφορες τράπεζες ταυτόχρονα, με καμία ωστόσο ως κύρια τράπεζα. Αυτή η πολύπλευρη σχέση θεωρείται ότι είναι αποδοτική με την έννοια ότι διαχέεται το ρίσκο όμως επίσης μειώνονται και τα κίνητρα για τις τράπεζες να έχουν μερίδιο στην επιχείρηση καινά ελέγχουν τη διεύθυνση.

Αξίζει να αναφερθεί ότι, ένα από τα οφέλη της χρηματοδότησης από τις τράπεζες είναι ότι με ένα σημαντικό μερίδιο συμμετοχής στην επιχείρηση - η τράπεζα- μπορεί να επιθυμεί τον έλεγχο της επιχείρησης και τη συμμετοχή της στον καθορισμό των αποφάσεων της. Ωστόσο αυτό δεν συμβαίνει στην Ελλάδα, παρά το υψηλό επίπεδο χρηματοδότησης από τις τράπεζες καθώς σπάνια οι τράπεζες έχουν σημαντικό μερίδιο σε μια επιχείρηση.

Οι τράπεζες εξακολουθούν να είναι οι βασικοί χρηματοδότες των επιχειρήσεων, ειδικότερα σε βραχύ και μέσο διάστημα. Ωστόσο ακόμα και σε περιπτώσεις μακροχρόνιου δανεισμού, οι τράπεζες δεν αναμειγνύονται στον σχεδιασμό και την εφαρμογή της στρατηγικής των επιχειρήσεων. Οι τράπεζες ουσιαστικά δεν

θεωρούνται συνεργάτες από τη διεύθυνση των επιχειρήσεων και σπάνια - συγκεκριμένα στις εισηγμένες- έχουν αντιπροσώπους τους στη διεύθυνση της επιχείρησης. Η συμμετοχή των τραπεζών στην εταιρική διακυβέρνηση είναι αρκετά περιορισμένη καθώς μάλιστα δεν αποτελεί αντικειμενικό στόχο για αυτές παρά μόνο ενεργούν ως προμηθευτές χρήματος. Γι' αυτό το λόγο μάλιστα δεν ασκούν επιρροές στη διεύθυνση της επιχείρησης, όσο οι εταιρίες είναι ικανές να αποπληρώνουν τα χρέη τους.

Όσον αφορά τους υπόλοιπους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς όπως συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικά ταμεία έχουν ένα καθαρά περιθωριακό ρόλο.

❖ Ο ρόλος του εργατικού δυναμικού

Το εργατικό δυναμικό έχει ένα σημαντικό ρόλο μέσα στο εταιρικό περιβάλλον. Εργατικά συνδικάτα και αντιπρόσωποι εργαζομένων έχουν στόχο τη προάσπιση των συμφερόντων των εργαζομένων μέσα στην επιχείρηση έναντι της διεύθυνσης σε μια σχέση συνήθως ανταγωνιστική. Στην πραγματικότητα οι εργαζόμενοι θεωρούνται ως στοιχείο συμπληρωματικό στην επιχείρηση που θα πρέπει κάθε φορά τυγχάνει ιδιαίτερης προσοχής. Ωστόσο σχεδόν ποτέ οι εργαζόμενοι δεν θεωρήθηκαν - και δεν θεωρούσαν οι ίδιοι τους εαυτούς τους- ως συνεργάτες.

Σημειώνεται ότι σε πολλές περιπτώσεις οι επιχειρήσεις ενθάρρυναν το εργατικό δυναμικό να συμμετάσχει στο μετοχικό κεφάλαιο, αλλά συνήθως με την μορφή απόκτησης μετοχών μέσω της αγοράς και όχι με την εισφορά μεριδίου ως μέρους των πληρωμών του.

Η παρουσία αντιπροσώπων των εργαζομένων στη διεύθυνση είναι συνήθως η εξαίρεση. Στην ανάλυση αυτής της πολιτικής θα πρέπει ληφθεί υπόψη ότι οφείλεται τόσο στην επιθυμία των μετόχων όσο και στην επιλογή των εργατικών συνδικάτων που συχνά προτιμούσαν να υπερασπίσουν τα συμφέροντα των εργαζομένων με όρους ανταγωνιστικούς και όχι συνεργατικούς.

❖ Ο Ρόλος και υπευθυνότητα του Διοικητικού Συμβουλίου.

Τύπος Διοικητικού Συμβουλίου : επικρατών ενιαίο Δ.Σ.

Οι ανώνυμες εταιρίες, όπως ήδη έχει αναφερθεί κυβερνώνται με βάση το νόμο 2190/1920. Οι ανώνυμες εταιρίες διοικούνται από ένα συμβούλιο, το οποίο έχει την εξουσιοδότηση για το management της εταιρίας, καθώς και την εξουσία για να απασχολήσουν υψηλόβαθμους διοικητικούς managers για τη διεύθυνση της εταιρίας.

Το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να αποτελείται από τουλάχιστον 3 μέλη. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου εκλέγονται από τους μετόχους για διάστημα όχι μεγαλύτερο των 6 ετών και μπορούν να μετακινηθούν / αντικατασταθούν ύστερα από επιθυμία των μετόχων οποιαδήποτε στιγμή.

Το διοικητικό συμβούλιο συνδυάζει διοικητικές και εποπτικές αρμοδιότητες. Αρχικά δίνεται σε αυτό ένα μεγάλο περιθώριο σύνεση με βάση τον νόμο. Ο εσωτερικός κανονισμός μιας επιχείρησης ίσως να επιβάλλει αυστηρότερους περιορισμούς κλπ, στον τρόπο με τον οποίο μπορεί το διοικητικό συμβούλιο να αντιπροσωπεύει τα συμφέροντα της επιχείρησης.

Σύμφωνα με το νόμο 2190/1920 (άρθρ. 18 παρ.2) και σύμφωνα με τον εσωτερικό κανονισμό επιτρέπουν στο διοικητικό συμβούλιο να κατανέμουν ειδικότερα θέματα management σε ένα ή διάφορα πρόσωπα. Αυτά θα μπορούσε είναι μέλη του διοικητικού συμβουλίου (π.χ. διευθύνον σύμβουλος) ή τρίτα μέρη. Στην ελληνική πραγματικότητα ο διευθύνον σύμβουλος είναι ο αντίστοιχος Chief Executive Officer (CEO). Σύμφωνα με το νόμο 2190/1920 (άρθρ. 22, παρ.α2) η υπευθυνότητα του γενικού διευθυντή απέναντι στην επιχείρηση είναι μεγαλύτερη σε σχέση με τα υπόλοιπα μέλη του διοικητικού συμβουλίου ή των άλλων ανωτάτων στελεχών.

Η νομική υποχρέωση του διοικητικού συμβουλίου να αντιπροσωπεύει τα συμφέροντα της επιχείρησης προέρχεται έμμεσα, και βασίζεται σε νομικές διατάξεις για υπευθυνότητα, εμπιστευτικότητα και προσήλωση από πλευράς του διοικητικού συμβουλίου. Ως γενικός κανόνας, τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου είναι υπόλογα και ασκούν δραστηριότητες μόνο απέναντι στην επιχείρηση και όχι ως προς τους μετόχους ή άλλα μέλη της επιχείρησης. Ωστόσο υπάρχουν κάποιες εξαιρέσεις σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών της επιχείρησης.

Υπό τον νόμο 2190/1920 (άρθρ. 22), τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου έχουν το δικαίωμα να διατηρούν κάποιες πληροφορίες της επιχείρησης εμπιστευτικές. Σύμφωνα με τον νόμο 2190/1920 (άρθρ.23 παρ.1), τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου δεν μπορούν να απασχολούνται επαγγελματικά σε δραστηριότητες που καλύπτουν τους στόχους της επιχείρησης την οποία διευθύνουν για δικά τους συμφέροντα ή συμφέροντα τρίτων. Η παραπάνω διάταξη ισχύει και για τα ανώτατα στελέχη των επιχειρήσεων. Αυτός ο περιορισμός μπορεί να αρθεί μόνο με άδεια από τη γενική συνέλευση των μετόχων.

Το άρθρο 24 παρ.2 του Ν. 2190/1920 απαγορεύει τη πίστωση από την επιχείρηση προς τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη και των

συγγενών τους. Άλλες συναλλαγές ανάμεσα στις προαναφερθείσες κατηγορίες και την επιχείρηση είναι άκυρες, εκτός και αν έχουν εγκριθεί προηγουμένως από τη γενική συνέλευση των μετόχων.

Το στοιχείο της φροντίδας και της σύνεσης όπως αναφέρεται στο Ν 2190/1920 αναφέρεται στα πρότυπα υπευθυνότητας των διευθυντικών στελεχών προς την επιχείρηση για κάθε αμέλεια περιλαμβάνοντας εκ προθέσεως κακοδιαχείριση ή αδιαφορία. Σύμφωνα με το Ν. 2190/1920 τα μέλη δεν είναι υπόλογα σε σφάλματα που διεπράχθησαν έναντι της επιχείρησης, εάν μπορούν να αποδείξουν ότι εξασκούν ένα -σε λογικά πλαίσια- επίπεδο προστασίας το οποίο μπορεί κάποιες φορές να αποκλείσει κάποιου είδους αμέλεια. Παρόλ' αυτά, ο γενικός διευθυντής μπορεί να χρησθεί υπόλογος ακόμη και γι' αυτού του είδους την αμέλεια.

Η αντίληψη του εμπιστευτικού καθήκοντος επίσης περιλαμβάνει στοιχεία πίστης και αφοσίωσης τα οποία εκφράζονται μέσα από έναν αριθμό παροχών που επιβάλλουν περιορισμούς/ απαγορεύσεις σε ποικίλα είδη συνδιαλλαγής μεταξύ των μελών του συμβουλίου της εταιρίας

• Αμοιβές και αξιολόγηση διευθυντικών στελεχών

Η αξιολόγηση των διευθυντικών στελεχών και η αντίστοιχα αποζημίωση τους αποτελεί ένα από αμφισβητήσιμα θέματα στο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης καθώς και ένα από τα πιο δισεπύλιπτα. Οι μηχανισμοί και οι διαδικασίες που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση των ανωτάτων στελεχών και οι αποφάσεις για την αποζημίωση αυτών επηρεάζεται από το καθεστώς ιδιοκτησίας και ελέγχου της επιχείρησης. Μια δομή με υψηλά συγκεντρωμένη ιδιοκτησία που χαρακτηρίζεται από τη κυριαρχία μεγαλομετόχων, οδηγεί στην εκτίμηση των στελεχών που συνήθως διεξάγεται από τη διεύθυνση με ανεπίσημο τρόπο. Η δομή ελέγχου επιτρέπει τη ροή πληροφοριών και έτσι δεν χρειάζεται πάντα μια δομημένη και αυστηρή μέθοδο για να αξιολογήσει αποτελεσματικά τα στελέχη. Η αξιολόγηση των στελεχών βασίζεται στο βαθμό επίτευξης των στόχων που είχε ορίσει η επιχείρηση στην αρχή - συνήθως του έτους- καθώς και στα αποτελέσματα του αντίστοιχου κλάδου. Η μετοχή της εταιρίας στο χρηματιστήριο σπάνια αποτελεί οδηγό για την αξιολόγηση των στελεχών.

Όσον αφορά την αποζημίωση των στελεχών συνήθως αποφασίζεται από τη γενική συνέλευση των μετόχων ή τη διεύθυνση της εταιρίας. Σπάνια, η απόφαση για την

αμοιβή των στελεχών έρχεται ύστερα από συναίνεση της διεύθυνσης και της γενικής συνέλευσης των μετόχων.

Αξίζει να αναφερθεί το γεγονός ότι, μερικές φορές η αποζημίωση είναι αυστηρά συνδεδεμένη με τη κερδοφορία της επιχείρησης. Ωστόσο, στη πραγματικότητα είναι μικρός ο αριθμός των στελεχών οι οποίοι λαμβάνουν ποσοστό από τα κέρδη της επιχείρησης ως πληρωμή. Η παραπάνω σύνδεση (αποζημίωση - κερδοφορία επιχείρησης) μπορεί να φαίνεται επικίνδυνη από τη πλευρά των μετόχων, καθώς τα στελέχη έχουν τη δυνατότητα να χειραγωγήσουν τα αποτελέσματα της επιχείρησης προς ίδια οφέλη. Όμως πρέπει να αναφερθεί ότι οι εταιρίες που χρησιμοποιούν τον συγκεκριμένο μηχανισμό χαρακτηρίζονται από την παρουσία μεγαλομετόχου, ο οποίος έχει τη κατάλληλη πληροφόρηση, την ικανότητα και την ευκαιρία για αποδοτικό έλεγχο της διεύθυνσης στον υπολογισμό της κερδοφορίας της επιχείρησης.

- **Ρόλος και υπευθυνότητα της διεύθυνσης.**

Με βάση το νόμο 2190/1920 οι αρμοδιότητες επίβλεψης και διοίκησης της επιχείρησης εκπληρώνονται από το διοικητικό συμβούλιο. Ωστόσο, είναι σύνηθες το διοικητικό συμβούλιο να μεταβιβάζει μέρος των ευθυνών του στους managers. Οι νομικές διατάξεις όσον αφορά τις ευθύνες της διεύθυνσης (management) είναι γι' αυτό το λόγο ουσιώδες οι ίδιες με αυτές που αναφέρθηκαν σχετικά με το διοικητικό συμβούλιο στην προηγούμενη ενότητα.

- **Δικαιώματα Μετόχων**

Οι μετοχές στις ελληνικές εταιρίες εκδίδονται είτε ονομαστικές είτε ανώνυμες. Ενώ από την πλευρά των ανώνυμων μετοχών μεταφέρονται με απλή παράδοση των πιστοποιητικών, η μεταφορά των ονομαστικών υπόκειται σε ποικίλες τυπικότητες που εξαρτώνται από την εισαγωγή των μετοχών στο χρηματιστήριο ή όχι.

Ως αρχή όλες οι μετοχές πρέπει να έχουν την ίδια ονομαστική αξία (εξαιρέση αποτελεί περίπτωση που έχουν εκδοθεί σε διαφορετική χρονική στιγμή) και είναι ίσες στο γεγονός ότι τα δικαιώματα που προέρχονται από αυτές είναι ανάλογες της ποσοστιαίας συμμετοχής τους στο κεφάλαιο της επιχείρησης. Εξαιρέση σε αυτό το γενικό κανόνα ισότητας αποτελούν οι προνομιούχες μετοχές, οι οποίες δίνουν κάποια

εξαιρετικά δικαιώματα στους κατόχους τους, περιλαμβάνοντας προνομακή πληρωμή στο πρώτο μέρισμα και σε προνομακή απόδοση του καταβληθέντος υπό τον προνομιούχων μετοχών κεφαλαίου σε περίπτωση εκκαθάρισης της εταιρικής περιουσίας.

- **Γενική Συνέλευση των Μετόχων.**

Η Γενική Συνέλευση των Μετόχων είναι το ανώτατο όργανο των ελληνικών, εισηγμένων στο χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, επιχειρήσεις. Είναι το όργανο στο οποίο λαμβάνουν χώρα οι σημαντικότερες αποφάσεις της επιχείρησης. Η Γενική Συνέλευση των Μετόχων έχει τις εξής αποκλειστικές αρμοδιότητες:

- Τροποποίηση του καταστατικού της επιχείρησης
- Εκλογή των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.
- Έγκριση του ισολογισμού της εταιρίας.
- Διάθεση των ετήσιων κερδών.
- Έκδοση δανείων μέσω ανωνύμων ομολογιών.
- Τοποθέτηση θεσπισμένων ελεγκτών
- Έγκριση συγχωνεύσεις, επέκταση της διάρκειας ή τη διάλυση της επιχείρησης.
- Διορισμός των εκκαθαριστών
- Νομική βάση μετόχων - Γενική Συνέλευση.

Ως γενικός κανόνας, ένας μέτοχος δεν μπορεί για μια παράγωγη πράξη εκ μέρους της εταιρίας να φέρει σαν άμεσο τρόπο επανόρθωσης ενάντια στους διευθυντές της εταιρίας. Τουλάχιστον ως αρχικό σημείο, μια ενέργεια για αποζημίωση εναντίον ενός και όλων των μελών του διοικητικού συμβουλίου μπορεί να ασκηθεί μόνο από το

διοικητικό συμβούλιο, ενεργώντας εκ μέρους της επιχείρησης. Το συμβούλιο έχει υποχρέωση να κάνει αγωγή προς αποζημίωση, ωστόσο στη περίπτωση που:

- ✓ Η ζημία στην επιχείρηση, προήλθε από εκ προθέσεως κακή διαχείριση ενός ή περισσοτέρων μελών του διοικητικού συμβουλίου
- ✓ Η Γενική Συνέλευση ή οι μέτοχοι διαθέτουν τουλάχιστον το ένα τρίτο του εξοφληθέν κεφάλαιο. (Νόμος 2190/1920 αρθρ.29 παρ.4)

Εάν το συμβούλιο αποτύχει να λάβει δράση, παρά την ύπαρξη των προαναφερθέντων μηχανισμών, ξεχωριστά οι μέτοχοι έχουν δικαιώματα έναντι των μελών του συμβουλίου βασισμένο στις γενικές παροχές σε θέματα ευθύνης και τέλεσης αξιόποινων πράξεων σύμφωνα με τον Αστικό Κώδικα.

Μια σημαντική εξαίρεση στον γενικό κανόνα, αναφέρεται στο γεγονός ότι οι μέτοχοι έχουν άμεσα μέσα έναντι των μελών του συμβουλίου σε περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων. Ο εσωτερικός κανονισμός της επιχείρησης, μπορεί να προσφέρει σε μειοψηφία ή και σε ξένους μετόχους ειδικά δικαιώματα συνδεδεμένα με τις συγκεκριμένες διεκπεραιώσεις. Με την απουσία των συγκεκριμένων διατάξεων, ο νόμος προστατεύει τους μετόχους έμμεσα, μέσω επιπρόσθετων άρθρων σχετικά με τη κάλυψη πληροφοριών. (Νόμος 2190/1920 αρθρ.69). Επιπρόσθετα, η έγκριση παρόμοιων πρακτικών από τη γενική συνέλευση των μετόχων, απαιτεί απαρτία δύο τρίτων της συμμετοχής των μετόχων του εξοφληθέν κεφαλαίου και δύο τρίτων της πλειοψηφίας των ψήφων.

Σημαντική εξαίρεση της απουσίας κάθε ευθύνης των μελών του διοικητικού συμβουλίου έναντι των μετόχων, αναφέρεται στον Νόμο 2190/1920 (αρθρ.76) ο οποίος προβλέπει ότι τα μέλη του συμβουλίου μιας εξαγοραζόμενης επιχείρησης είναι υπόλογα έναντι των μετόχων και τρίτων για κάθε κακοδιαχείριση τα οποία τυχόν θα διαπράξουν κατά την προετοιμασία και εφαρμογή της εξαγοράς.

Οι διατάξεις εφαρμόζονται, τηρουμένων των αναλογιών, στην περίπτωση συγχωνεύσεων για τη δημιουργία μιας νέας ανώνυμης εταιρίας που απορροφά την συγχωνευόμενη επιχείρηση καθώς και στην περίπτωση διάσπασης της εταιρίας.

Συμπερασματικά, για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεις η υιοθέτηση αυστηρών κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης είναι περίπου μονόδρομος, όχι διότι αυτό απαιτείται από το υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο, αλλά επειδή αργά ή γρήγορα η ίδια η αγορά θα ανταμείψει εκείνες τις εταιρείες που θα ρυθμίζουν με τον βέλτιστο τρόπο τις σχέσεις μεταξύ μετόχων, management και διοικητικού συμβουλίου. Πρακτικές όπως η ανάδειξη του διοικητικού συμβουλίου σε κύριο πόλο λήψης

αποφάσεων που αφορούν τη στρατηγική της επιχείρησης και ο διορισμός ανεξάρτητων, μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο, θα αποτελούν ολοένα και πιο πολύ αντικείμενο διαφοροποίησης μεταξύ των εισηγμένων επιχειρήσεων. Πρόσφατη έρευνα της εταιρείας Mc Kinsey κατέδειξε ότι οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν ένα premium που ξεπερνά το 20% για εταιρείες με σωστές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης.

2.3 Σύγκριση των εκθέσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του ΣΕΒ

Όσον αφορά τις εξελίξεις σχετικά με την εισαγωγή αρχών διακυβέρνησης στις εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών αυτές σημειώθηκαν τελευταία και συγκεκριμένα προς τα τέλη της δεκαετίας του 1990.

Ένα ευρέως αποδεκτό σύστημα διακυβέρνησης των εταιριών ήταν οι αρχές που συνέταξε η νεοσυσταθείσα Επιτροπή Για Την Εταιρική Διακυβέρνηση Στην Ελλάδα, υπό τον συντονισμό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με τίτλο " Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Στην Ελλάδα : Συστάσεις Για Την Ενίσχυση Της Αποτελεσματικότητας Και Του Ανταγωνιστικού Μετασχηματισμού Της" και υιοθετήθηκε τον Οκτώβριο του 1999.

Η συγκεκριμένη έκθεση έτυχε ιδιαίτερα θερμής υποδοχής και όπως αναφέρει χαρακτηριστικά σε άρθρο του ο Ν.Γ. Χαριτάκης " Η ταχύτατη διεύρυνση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς σε συνδυασμό με το απαρχαιωμένο δίκαιο των εταιρειών (είναι νόμος του 1920 και βρισκόμαστε σχεδόν στο 2000) από τη μια μεριά και οι θεσμικές αλλαγές του πολιτικού συστήματος μετοχοποιήσεις που οδήγησαν στην είσοδο και κρατικών επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο έχουν διαμορφώσει ένα αγνώριστο για την εταιρική διακυβέρνηση - διοίκηση τοπίο. Στον βαθμό που οι οικονομικές εξελίξεις στη χώρα οδηγούν σταδιακά στην απομάκρυνση της ιδιοκτησίας από τη διοίκηση, τα προβλήματα που αρχίζει να εξετάζει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με το κείμενο που δημοσιοποίησε μας φέρνουν πιο κοντά στις εξελίξεις παρέχοντας τη δυνατότητα να προετοιμαστούμε έγκαιρα, αποφεύγοντας πυροσβεστικές λύσεις. 25

Πιο πρόσφατα ο ΣΕΒ (Σύνδεσμος Ελλήνων Βιομηχάνων) συνέταξε σειρά αρχών εταιρικής διακυβέρνησης. Σημειώνεται ότι και στις δύο προτάσεις η νομική βάση στηρίζεται στην εθελοντική υιοθέτηση αυτών από την πλευρά των επιχειρήσεων, ωστόσο σε αυτή της επιτροπής της κεφαλαιαγοράς οι αρχές θα μπορούσαν να αποτελέσουν τη βάση για νομική μεταρρύθμιση.



Ο σκοπός και των δύο προτάσεων αρχών είναι η βελτίωση της παραγωγικότητας των επιχειρήσεων, της ανταγωνιστικότητας τους καθώς επίσης και στην είσοδο κεφαλαίων. Επιπλέον και τα δύο κείμενα αναφέρονται στις εισηγμένες στο ΧΑΑ, ωστόσο η πρόταση του ΣΕΒ προτρέπει την υιοθέτηση των συγκεκριμένων αρχών από όλες τις επιχειρήσεις

Όσον αφορά έναν ορισμό για την εταιρική διακυβέρνηση, η επιτροπή κεφαλαιαγοράς δεν παρουσιάζει ένα ξεκάθαρο, απλά στο άρθρο 5 αναφέρει: "Οι πρακτικές Εταιρικής



ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Διακυβέρνησης θα πρέπει να εγγυώνται τη στρατηγική καθοδήγηση της επιχείρησης, την αποτελεσματική παρακολούθηση της διοίκησης (management) από το Διοικητικό Συμβούλιο και την ευθύνη του Διοικητικού Συμβουλίου έναντι της επιχείρησης και των μετόχων"²⁶ Αντίθετα, στο σύστημα αρχών από τη

πλευρά των ΣΕΒ, υπάρχει ξεκάθαρος ορισμός και συγκεκριμένα στο άρθρο 1.1 αναφέρεται: " Η εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα σύστημα αρχών επί τη βάση του οποίου οργανώνεται, λειτουργεί και διοικείται η ανώνυμη εταιρία, ώστε να διαφυλάσσονται και ικανοποιούνται τα έννομα συμφέροντα όλων όσων συνδέονται με την εταιρία στα πλαίσια του εταιρικού συμφέροντος" ²⁷ Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς, για το σκοπό που έχει το Διοικητικό Συμβούλιο αναφέρει στην εισαγωγή "Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει την υποχρέωση να διαχειρίζεται τις υποθέσεις της επιχείρησης αποκλειστικά προς το συμφέρον της επιχείρησης και των μετόχων της, στο πλαίσιο των υπάρχοντων νόμων, κανονισμών και συνθηκών που οριοθετούν το σύνολο των δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Έχει την κύρια υποχρέωση να διασφαλίζει την θεσμοθέτηση κατάλληλων κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης. Έχει επίσης την ευθύνη για τη διακυβέρνηση της επιχείρησης και λογοδοτεί προς τη Γενική Συνέλευση των μετόχων. Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει την ευθύνη της λήψης όλων των αποφάσεων στρατηγικής ανάπτυξης, διασφάλισης όλων των απαραίτητων πόρων για την επίτευξη των επιδιώξεων της επιχείρησης, του διορισμού και εποπτείας του εκτελεστικών στελεχών της και της αναφοράς προς τους μετόχους της αποδοτικότητας των δραστηριοτήτων του"²⁸. Αντίστοιχα, στις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης σύμφωνα με το ΣΕΒ, ο ορισμός της αποστολής του Διοικητικού Συμβουλίου της επιχείρησης είναι σαφώς πιο περιεκτικός " Το Δ.Σ. έχει ως πρώτη φροντίδα την προστασία και προαγωγή του εταιρικού συμφέροντος και την διαρκή αποδοτικότητα της εταιρίας που αντανάκλαται σε μακροχρόνια βελτίωση της εσωτερικής αξίας της μετοχής".²⁹

^{26,28} Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.16,10

^{27,29} ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης, Αθήνα, 2001, σελ 1,2

Όσον αφορά το ρόλο των stakeholders, η έκθεση της Επιτροπής της Κεφαλαιαγοράς αναφέρει σχετικά στο άρθρο 3 "Οι πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να αναγνωρίζουν τα δικαιώματα των συνεργαζομένων και όσων έχουν νόμιμα συμφέροντα προς την επιχείρηση, όπως αυτά καθορίζονται από την ισχύουσα νομοθεσία και να ενθαρρύνουν την ενεργή συνεργασία μεταξύ των επιχειρήσεων και αυτών στην δημιουργία πλούτου, θέσεων εργασίας και την βιωσιμότητα των υγιών χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων. 30 " και συνεχίζει στα άρθρα 3.1, 3.2, 3.3 και 3.4 παρουσιάζοντας τα δικαιώματα των stakeholders για προστασία από τον νόμο των συμφερόντων τους, τη δυνατότητα αξίωσης αποζημίωσης σε περίπτωση παραβίασης, για συνεργασία με την επιχείρηση καθώς και πρόσβαση σε πληροφόρηση αντίστοιχα. Ωστόσο, στην έκθεση του ΣΕΒ, το θέμα δεν καλύπτεται άμεσα. Συγκεκριμένα στα άρθρα Α1 και Α2 αναφέρονται τα αντίστοιχα "Η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι ένα σύστημα αρχών επί τη βάσει του οποίου οργανώνεται, λειτουργεί και διοικείται η ανώνυμη εταιρία, ώστε να διαφυλάσσονται και ικανοποιούνται τα έννομα συμφέροντα όλων όσων συνδέονται με την εταιρία στα πλαίσια του εταιρικού συμφέροντος" και " Η Εταιρική Διακυβέρνηση αποσκοπεί στην μόνιμη εξυπηρέτηση του εταιρικού συμφέροντος, το οποίο αποτελεί τη συνισταμένη του συμφέροντος του νομικού προσώπου και των έννομων συμφερόντων όσων συνδέονται με την εταιρία (stakeholders)"³¹ Η περιγραφή της θέσης εργασίας του Διοικητικού Συμβουλίου παρουσιάζεται σε πλήρη αναφορά στις αρχές της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στο άρθρο 5.3 και συγκεκριμένα καθορίζονται τα εξής:

"Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει ειδικότερα την ευθύνη για τα εξής:

Τον καθορισμό της στρατηγικής και του σχεδιασμού της επιχείρησης, την κατάρτιση του ετήσιου προϋπολογισμού και του επιχειρησιακού της σχεδίου, τον καθορισμό και την επίτευξη των στόχων αποδοτικότητας της, την παρακολούθηση της αποτελεσματικότητας των πρακτικών διακυβέρνησης που εφαρμόζονται και της πορείας της επιχείρησης και τον έλεγχο μεγάλων κεφαλαιακών δαπανών (άρθρο 5.3.1)

30 Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.14

31 ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 1

Την υιοθέτηση και εφαρμογή της γενικής πολιτικής με βάση τις εισηγήσεις και προτάσεις των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών (άρθρο 5.3.2) Την επιλογή, τον διορισμό και τον έλεγχο των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών, τον καθορισμό της αμοιβής τους με γνώμονα το συμφέρον της επιχείρησης και των μετόχων καθώς και την τυχόν αντικατάσταση και διαδοχή τους (άρθρο 5.3.3) .

Την αρτιότητα των προς γνωστοποίηση λογιστικών και χρηματοοικονομικών καταστάσεων, συμπεριλαμβανομένης και της έκθεσης ορκωτών ελεγκτών (ανεξάρτητου ελέγχου) και την ύπαρξη διαδικασίας ελέγχου κινδύνων, οικονομικού ελέγχου και την συμμόρφωση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης με την εκάστοτε νομοθεσία (άρθρο 5.3.4) Την παρακολούθηση και διευθέτηση τυχόν θεμάτων σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των διευθυντικών στελεχών, των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων και των περιπτώσεων κακοδιαχείρισης στοιχείων ενεργητικού ή συναλλαγών με συνδεδεμένα μέρη (άρθρο 5.3.6)³²

Την αναφορά των πεπραγμένων στους μετόχους της επιχείρησης (άρθρο 5.3.6) " Ωστόσο, στην έκθεση του ΣΕΒ, οι αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου δεν βρίσκονται σε τόσο ευρεία ανάπτυξη όσο παραπάνω στο άρθρο Β3 αναφέρονται "Εκτελεστικά μέλη είναι τα ανώτατα στελέχη της εταιρίας που έχουν την ευθύνη διαχείριση της. Μη εκτελεστικά μέλη είναι τα πρόσωπα με ιδιαίτερη επαγγελματική πείρα και κοινωνικό κύρος και με κατά τεκμήριο αντικειμενική κρίση. Ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη είναι τα μέλη που δεν έχουν συγγένεια μέχρι 2ου βαθμού με τον μέτοχο που ελέγχει την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου ή που δεν έχουν μετοχές άνω του 5% της εταιρίας ή της θυγατρικής της και που δεν είναι εκτελεστικά, διευθυντικά στελέχη της εταιρίας" καθώς επίσης και στο άρθρο Δ.3 "Ο εσωτερικός ελεγκτής ορίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρίας. Δεν μπορεί να ορισθεί ως εσωτερικός ελεγκτής μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου εν ενεργεία διευθυντικό στέλεχος με άλλα καθήκοντα ή συγγενής των παραπάνω μέχρι και του δευτέρου βαθμού εξ' αίματος ή εξ' αγχιστείας.

Η εταιρία υποχρεούται να ενημερώνει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για οποιαδήποτε μεταβολή στο πρόσωπο ή την οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου εντός δέκα εργάσιμων ημερών από τη μεταβολή αυτή". ³³ Στην ενότητα, των κριτηρίων των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, η έκθεση της Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δεν κάνει καμία αναφορά, αντίθετα, η έκθεση του ΣΕΒ στο άρθρο Β.3 αναφέρει "

Εκτελεστικά μέλη είναι τα ανώτατα στελέχη της εταιρίας που έχουν την ευθύνη διαχείριση της. Μη εκτελεστικά μέλη είναι τα πρόσωπα με ιδιαίτερη επαγγελματική πείρα και κοινωνικό κύρος και με κατά τεκμήριο αντικειμενική κρίση". 34

Όσον αφορά τον διαχωρισμό ανάμεσα στον Πρόεδρο την Εταιρίας και τον Γενικό Διευθυντή η έκθεση του ΣΕΒ δεν περιλαμβάνει καμία αναφορά σε αυτό. Αντίθετα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στο άρθρο 5.5 αναφέρει χαρακτηριστικά "Θα πρέπει να ενθαρρύνεται ο διαχωρισμός ευθυνών στα ανώτατα κλιμάκια της επιχείρησης με σκοπό τη διασφάλιση ισορροπίας στην κατανομή εξουσιών και αρμοδιοτήτων και του ελέγχου τους. Η υποχρέωση του Προέδρου του Δ.Σ. να ελέγχει την λειτουργία του Δ.Σ. προφανώς αποδυναμώνεται από το ίδιο πρόσωπο παράλληλα ασκεί και τα καθήκοντα του Διευθύνοντος Συμβούλου της επιχείρησης".35

Η έκθεση του Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αναφέρει σχετικά με το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου στο άρθρο 5.11 " Για λόγους ευελιξίας της διαδικασίας λήψεων αποφάσεων προτείνεται ο μέγιστος αριθμός μελών του Διοικητικού Συμβουλίου να είναι 13. Το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να προτείνει στην Γενική Συνέλευση των μετόχων τον αριθμό των μελών που απαιτούνται για την αποδοτική και ευέλικτη διακυβέρνηση της επιχείρησης με τον καλύτερο δυνατό τρόπο και έχοντας λάβει υπόψη όλα τα σχετικά δεδομένα. Συνεπώς, το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να απαρτίζεται από ικανοποιητικό αριθμό μελών προκειμένου να εξασφαλίζονται συνθήκες αποδοτικής συζήτησης και ανταλλαγής ιδεών". 36

Η έκθεση του ΣΕΒ δεν αναφέρεται άμεσα στο μέγεθος του Δ.Σ. συγκεκριμένα το άρθρο Β.1 περιγράφει τα παρακάτω "Το Διοικητικό Συμβούλιο της εισηγμένης στο Χ.Α.Α. εταιρίας περιλαμβάνει τον απαραίτητο αριθμό μελών ώστε να εξασφαλίζεται η αναγκαία διάκριση εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών και ακόμη να παρέχεται η δυνατότητα μεταξύ αυτών να επιφορτίζεται ορισμένα μέλη με καθήκοντα που απορρέουν από την ανάγκη διασφάλισης της ορθής εταιρικής διακυβέρνησης".37

Η αναφορά στη 34 ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 1 διάρθρωση του Διοικητικού Συμβουλίου από εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη περιλαμβάνεται τόσο στην έκθεση της Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όσο και του ΣΕΒ. Στην μεν πρώτη στο άρθρο 5.6 αναφέρει "Είναι καλή πρακτική η πλειοψηφία του Διοικητικού Συμβουλίου να αποτελείται από μη εκτελεστικά μέλη ώστε να εξασφαλίζεται ανεξάρτητη κρίση κατά το μέγιστο βαθμό" 35 στο άρθρο 6.2 "Ορισμένα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να είναι

ανεξάρτητα από τα μη εκτελεστικά μέλη και τους μετόχους που συγκεντρώνουν την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης και να μην διατηρούν καμία επιχειρηματική δραστηριότητα ή άλλη εμπορική σχέση με την επιχείρηση, η οποία θα μπορούσε να επηρεάσει την ανεξάρτητη κρίση τους. Οι οποιεσδήποτε διαπραγματεύσεις με την εταιρία θα πρέπει να περιορίζονται σε θέματα που αφορούν την διαπραγμάτευση της αμοιβής τους.

32 Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.17

33 ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 3

34 ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 3

35 Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.17

36 Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.18

37 ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 1

Ο αριθμός των ανεξαρτήτων μελών θα πρέπει να είναι επαρκής ώστε οι απόψεις τους να έχουν επαρκές ειδικό βάρος στη λήψη αποφάσεων".³⁸ Στο αντίστοιχο θέμα η έκθεση του ΣΕΒ αναφέρει "Το Διοικητικό Συμβούλιο της εισηγμένης στο Χ.Α.Α. εταιρίας περιλαμβάνει τον απαραίτητο αριθμό μελών ώστε να εξασφαλίζεται η αναγκαία διάκριση εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών και ακόμη να παρέχεται η δυνατότητα μεταξύ αυτών να επιφορτίζεται ορισμένα μέλη με καθήκοντα που απορρέουν από την ανάγκη διασφάλισης της ορθής εταιρικής διακυβέρνησης".³⁹

Στην έκθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με τη σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα στα μέλη του Δ.Σ. της εταιρίας και των υπολοίπων stakeholders δεν εισέρχεται σε συγκεκριμένες διευκρινήσεις, άρθρο 5.12 "Όλα τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου οφείλουν να ασκούν τα καθήκοντα τους κατά τρόπο ανεξάρτητο, έχοντας ως γνώμονα το αποκλειστικό συμφέρον της επιχείρησης και του συνόλου των μετόχων", 40 καθώς και στο άρθρο 6.2 "Ορισμένα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να είναι ανεξάρτητα από τα εκτελεστικά μέλη και τους μετόχους που συγκεντρώνουν την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης και να μην διατηρούν καμία επιχειρηματική δραστηριότητα ή άλλη εμπορική σχέση με την επιχείρηση η οποία θα μπορούσε να επηρεάσει την ανεξάρτητη κρίση τους".⁴¹

Αντίθετα με την έκθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τη σύγκρουση συμφερόντων, η έκθεση του ΣΕΒ πάνω στο συγκεκριμένο είναι σαφώς πιο περιεκτική, άρθρο Β.5 "Τα μέλη του Δ.Σ. απαγορεύεται να επιδιώκουν συμφέροντα που αντιβαίνουν στα συμφέροντα της εταιρίας ή συνδεδεμένων με αυτή εταιριών. Οφείλουν μάλιστα να αποκαλύπτουν εις το Δ.Σ. τα συμφέροντα που ενδέχεται να ανακύψουν από σημαντικές συναλλαγές της εταιρίας καθώς επίσης και κάθε μορφής σύγκρουση ίδιων συμφερόντων με τα συμφέροντα της εταιρίας"⁴² και συνεχίζει στα άρθρα Β.6 και Δ.5.β ως εξής "Τα μέλη του Δ.Σ. πρέπει να γνωστοποιούν στο Δ.Σ. τις προθέσεις τους για τη διενέργεια σημαντικών συναλλαγών και οικονομικών δραστηριοτήτων που σχετίζονται με την εταιρία καθώς επίσης και με βασικούς πελάτες ή προμηθευτές της"⁴³ και "Ο εσωτερικός ελεγκτής έχει τις ακόλουθες αρμοδιότητες: αναφέρει στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας περιπτώσεις σύγκρουσης των ιδιωτικών συμφερόντων των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών της εταιρίας με τα συμφέροντα της εταιρίας, τις οποίες διαπιστώνει κατά την άσκηση των καθηκόντων του".⁴⁴

Αξίζει να αναφερθεί ότι στο ζήτημα της εκλογής των μελών του Δ.Σ., τη διάρκεια της θητείας του καθώς και τις περιπτώσεις υποχρεωτικής αποχώρησης, και οι δύο εκθέσεις δεν κάνουν καμία αναφορά, παρά μόνο η έκθεση της Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στο άρθρο 6.4 αναφέρει "Προτείνεται ως καλή πρακτική τα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου να μην εκλέγονται για πολλές θητείες". 45

Σχετικά με την αξιολόγηση της αποζημίωσης του Δ.Σ., η έκθεση του ΣΕΒ δεν παρουσιάζει κανένα στοιχείο, αντίθετα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς παραθέτει τα εξής, άρθρο 1.2.5 "Οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν το δικαίωμα να συμμετέχουν ισότιμα και αποδοτικά στις Γενικές Συνέλευσης των μετόχων και να είναι επαρκώς εγκαίρως και κατάλληλα ενημερωμένοι για τις αποφάσεις που θα πρέπει να λάβουν σχετικά με θεμελιώδεις αλλαγές στην επιχείρηση, οι οποίες συμπεριλαμβάνουν χωρίς να περιορίζονται τα εξής:

Την έγκριση του διορισμού και της ανάκλησης μελών του Διοικητικού Συμβουλίου καθώς και τον καθορισμό των αποδοχών και των καθηκόντων τους"46 καθώς και στο άρθρο 6.1 "... Οι αμοιβές των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να είναι ανάλογες με τον χρόνο που διαθέτουν για τις συνεδριάσεις του και τη λήψη αποφάσεων για τη διοίκηση της επιχείρησης. Οι αμοιβές δεν θα πρέπει να συνδέονται με τη κερδοφορία της επιχείρησης

38 Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.19

39 ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 1

40 Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.18

41,45,46 Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.19,20,19

42,43,44 ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 2

Η αμοιβή μπορεί να λαμβάνει τη μορφή απόκτησης μετοχών της επιχείρησης. Ωστόσο, οι αμοιβές των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου δεν θα πρέπει να λαμβάνει τη μορφή συμμετοχής στο ασφαλιστικό / συνταξιοδοτικό πρόγραμμα της επιχείρησης.⁴⁷

Όσον αφορά την αντίστοιχη έκθεση του ΣΕΒ, δεν περιέχει καμία σχετική αναφορά.

Η αλληλεπίδραση σχέση των μελών του Δ. Σ με τους θεσμικούς επενδυτές και τους πελάτες δεν λαμβάνεται υπόψη στην έκθεση του ΣΕΒ, αντίθετα, στην έκθεση της Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς περιλαμβάνει τα εξής στο άρθρο 1.5 "Οι μέτοχοι ιδιαίτερα οι θεσμικοί επενδυτές και τα ασφαλιστικά ταμεία, θα πρέπει να ενθαρρύνονται στην χρήση των δικαιωμάτων ψηφοφορίας με τρόπο που να ενισχύει την αποδοτικότητα της επιχείρησης αλλά και της αγοράς. Η ενθάρρυνση χρήσης των δικαιωμάτων ψηφοφορίας θα πρέπει να προσαρμόζεται επίσης στην αυξανόμενη διεθνοποίηση της μετοχικής βάσης της επιχείρησης και να μην περιορίζεται στα εθνικά πλαίσια. Η χρήση των δικαιωμάτων ψηφοφορίας από τους θεσμικούς επενδυτές θα πρέπει να μην αντιτίθεται προς τα συμφέροντα των ιδιωτικών επενδυτών".

Οι συναντήσεις του διοικητικού συμβουλίου και η agenda αναφέρονται στην έκθεση της Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στο άρθρο 5.1

"Το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να συνεδριάζει τουλάχιστον μια φορά το μήνα (ανάλογα με το μέγεθος και τον κλάδο που ανήκει η επιχείρηση), το θέμα δεν καλύπτεται από τον ΣΕΒ. 48

Τα θέματα πληροφόρησης και παρουσιάσεων παρουσιάζονται εκτενώς και στις δύο εκθέσεις. Στη μεν έκθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στα άρθρα 5.1 και 5.10 αναφέρονται τα εξής, "Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να αποκτούν κάθε σχετική πληροφορία, να ενεργούν με καλή πίστη, με την προσήκουσα επιμέλεια και φροντίδα και προς το συμφέρον της επιχείρησης και των μετόχων" 49 και "Θα πρέπει να θεσπιστούν εσωτερικές διαδικασίες ελέγχου που θα εγγυώνται σε όλα τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου έγκαιρη, πλήρη και ισότιμη πρόσβαση σε πληροφορίες που είναι απαραίτητες για την άσκηση των καθηκόντων τους".⁵⁰

Ο ΣΕΒ αναφέρει τα ανάλογα στο άρθρο Δ.4 "...ο εσωτερικός ελεγκτής δικαιούται να λάβει γνώση οποιουδήποτε βιβλίου, εγγράφου, αρχείου τραπεζικού λογαριασμού και χαρτοφυλακίου της εταιρίας και να έχει πρόσβαση σε οποιαδήποτε υπηρεσία της εταιρίας. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και οι εργαζόμενοι της εταιρίας οφείλουν να συνεργάζονται και να παρέχουν πληροφορίες στο εσωτερικό ελεγκτή και

γενικά να διευκολύνουν με κάθε τρόπο το έργο του. Η διοίκηση της εταιρίας οφείλει να παρέχει στο εσωτερικό ελεγκτή όλα τα απαραίτητα μέσα για τη διευκόλυνση της άσκησης κατάλληλου και αποδοτικού ελέγχου". 51 Όσον αφορά τον αριθμό, τη δομή και την ανεξαρτησία των επιτροπών μέσα στην επιχείρηση, οι δύο εκθέσεις αναφέρουν τα παρακάτω:

Η έκθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στο άρθρο 4.7 παρουσιάζει "Θα πρέπει να ενθαρρύνεται η καθιέρωση Επιτροπής Εσωτερικού Ελέγχου, η οποία θα απαρτίζεται από μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, των οποίων η εξουσία και καθήκοντα περιγράφονται ευκρινώς κατά το διορισμό τους από την Γενική Συνέλευση των μετόχων"⁵² η έκθεση του ΣΕΒ αναφέρει τα εξής στο άρθρο Β.2 "Τα μη εκτελεστικά μέλη συμμετέχουν κατά πλειοψηφία στις Επιτροπές εκ μελών του Δ.Σ..."⁵³ και επίσης στο άρθρο Ε.1 "Για την αποτελεσματικότερη διοίκηση της εταιρίας προβλέπονται και συνιστώνται εκ μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. δύο τουλάχιστον επιτροπές, η Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου και η Επιτροπή Αμοιβών και Παροχών".⁵⁴

47 Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.12

48 Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.16

49 Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.16

50 Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.18

51 ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 3

52 Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.15

53 ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 1

54 ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 4

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όσον αφορά την επίσημη αξιολόγηση του Διευθύνοντος Συμβούλου της εταιρίας παρουσιάζει τα κάτωθι (άρθρο 1.2.6) "Οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν το δικαίωμα...για την έγκριση του διορισμού και της ανάκλησης του Διευθύνοντος Συμβούλου κατόπιν εισηγήσεως του Διοικητικού Συμβουλίου καθώς και των αποδοχών και των καθηκόντων του" 55 καθώς και στο άρθρο 5.1 "Το Διοικητικό Συμβούλιο ... θα πρέπει να εποπτεύει επί συνεχούς βάσεως τα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη (executive management) της επιχείρησης".56 Από την πλευρά του ΣΕΒ, η αξιολόγηση του Διευθύνοντος Συμβούλου δεν καλύπτεται άμεσα από την έκθεση και απλά επισημαίνεται στο άρθρο Γ.2.β "Το ελάχιστο περιεχόμενο του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας πρέπει να περιλαμβάνει τα εξής: τις διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών της εταιρίας και αξιολόγησης αυτών κατά την άσκηση των καθηκόντων τους".57 Όσον αφορά τα θέματα της αποζημίωσης των εκτελεστικών μελών της επιχείρησης, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι πληρέστερη σε αντίθεση με την αντίστοιχη του ΣΕΒ. Συγκεκριμένα η μεν πρώτη αναφέρει χαρακτηριστικά στα άρθρα 1.2.6 και 5.3.3 "Οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν το δικαίωμα...για την έγκριση του διορισμού και της ανάκλησης του Διευθύνοντος Συμβούλου κατόπιν εισηγήσεως του Διοικητικού Συμβουλίου καθώς και των αποδοχών και των καθηκόντων του", "Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει ειδικότερα την ευθύνη για τα εξής: την επιλογή, τον διορισμό και τον έλεγχο των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών, τον καθορισμό της αμοιβής τους..." 58 καθώς επίσης και στα άρθρα 7.1 και 7.2 "Είναι καλή πρακτική η σύνδεση της αμοιβής των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών με την κερδοφορία και την εν γένει απόδοση της επιχείρησης...είναι καλή πρακτική η υιοθέτηση συγκεκριμένου μηχανισμού καθορισμού αμοιβών βάσει του οποίου θα καθορίζονται οι αμοιβές των διευθυντικών στελεχών".59 Η δε έκθεση του ΣΕΒ απλά αναφέρει στο άρθρο Ε.3 "Η Επιτροπή Αμοιβών και Παροχών έχει ως αντικείμενο τον καθορισμό των πάσης φύσεως αμοιβών και παροχών προς τα εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ. και τον καθορισμό πολιτικής αμοιβών και παροχών των στελεχών της εταιρίας"60 Όσον αφορά το περιεχόμενο και τον χαρακτήρα της πληροφόρησης η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αναφέρει στο άρθρο 4 "Οι πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να εγγυώνται την έγκαιρη, πλήρη και λεπτομερή γνωστοποίηση πληροφοριών για όλα τα υλικά ζητήματα που σχετίζονται με την επιχείρηση, συμπεριλαμβανομένης της χρηματοοικονομικής κατάστασης της απόδοσης, του ιδιοκτησιακού καθεστώτος καθώς και της διακυβέρνησης της επιχείρησης"

αναλυτικότερα στο άρθρο 4.1 61 "Η εξασφάλιση της διαφάνειας συμπεριλαμβάνει την γνωστοποίηση πληροφοριών σχετικά με:

- ✓ Τα χρηματοοικονομικά και λειτουργικά αποτελέσματα της επιχείρησης
- ✓ Την μετοχική σύνθεση της επιχείρησης
- ✓ Τα ποσοτικά και ποιοτικά ζητήματα σχετικά με τους εργαζόμενους και άλλους συνεργαζόμενους στην επιχείρηση
- ✓ Τις δομές και πολιτικές διακυβέρνησης της επιχείρησης
- ✓ Τους στόχους και τις προοπτικές της επιχείρησης
- ✓ Την διενέργεια ασυνήθιστων συναλλαγών επί παραγώγων προϊόντων και συναλλαγών υψηλού κινδύνου καθώς και τον κίνδυνο τους"⁶²

Καθώς επίσης και στο άρθρα 2.1.1 και 4.7.5, "Όλοι οι επενδυτές θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα ενημέρωσης σχετικά με τα δικαιώματα ψήφου που ενέχονται σε όλες τις κατηγορίες μετοχικών τίτλων πριν από την αγορά τους " ⁶³ και "Η επιτροπή εσωτερικού ελέγχου ... θα πρέπει να γνωστοποιείται στην ετήσια έκθεση της επιχείρησης ". ⁶⁴ Αντίστοιχα η έκθεση του ΣΕΒ σχετικά με το περιεχόμενο και τον χαρακτήρα της πληροφόρησης αναφέρει (άρθρο Α.3) "Η Εταιρική Διακυβέρνηση επιδιώκει πλήρη διαφάνεια στην όλη διαχείριση της εταιρίας, ώστε να παρέχονται όλες οι ζωτικές πληροφορίες προς όλους τους stakeholders και να δίδεται έτσι η δυνατότητα σ' αυτούς να έχουν ενεργό ρόλο στη δραστηριότητα της εταιρίας βάσει της κείμενης νομοθεσίας και να προστατεύουν και προωθούν τα συμφέροντα τους ισότιμα και ακριβοδίκαια μέσα στο πλαίσιο της μακροχρόνιας και ισόρροπης ανάπτυξης της εταιρίας".⁶⁵

55,56,58,59,61,62,63,64 Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.12,16,17,20,14,15,13,16

57,60,65 ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 2,4,1

Η πληροφόρηση όσον αφορά την Εταιρική Διακυβέρνηση είναι ένα θέμα που αναφέρεται και στις δύο εκθέσεις ξεκάθαρα. Ειδικότερα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς περιλαμβάνει σχετικά στο άρθρο 1.4 παρ 1&2 "Οι Πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να εγγυώνται στους μετόχους ότι η λειτουργία της επιχείρησης χαρακτηρίζεται από δικαιοσύνη και διαφάνεια:

Οι κανόνες και οι διαδικασίες που διέπουν την εκλογή των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, η απόκτηση επιχειρηματικού ελέγχου εισηγμένης επιχείρησης καθώς και η συντέλεση ασυνήθιστων συναλλαγών (συγχωνεύσεις, εξαγορές και πωλήσεις σημαντικού μέρους του ενεργητικού της επιχείρησης, έτσι ώστε οι επενδυτές να κατανοούν τα δικαιώματά τους και τη διαδικασία. Το τίμημα των συναλλαγών αυτών θα πρέπει να χαρακτηρίζεται από

διαφάνεια και να διακανονίζεται με όρους και προϋποθέσεις που προστατεύουν τα δικαιώματα των μετόχων

- Η ύπαρξη κεφαλαιακών δομών και διακανονισμών στις επιχειρήσεις, οι οποίες δίνουν τη δυνατότητα σε μερικούς μετόχους να αποκτούν τον έλεγχο της επιχείρησης σε βαθμό δυσανάλογο προς το ποσοστό ιδιοκτησίας τους, θα πρέπει να δημοσιοποιείται πλήρως"⁶⁶

Επίσης και στο άρθρο 2.2 "Ενέργειες και συναλλαγές βασισμένες στην εσωτερική πληροφόρηση και σε καταχρηστικές κινήσεις προς ίδιον όφελος θα πρέπει να απαγορεύονται ". ⁶⁷ Αντίστοιχα, ο ΣΕΒ αναφέρει χαρακτηριστικά στα άρθρα Z.1& Z.2 :

- "Οι ανωτέρω αρχές εταιρικής διακυβέρνησης έχουν εκούσιο χαρακτήρα συνιστούν όμως ηθελημένες δεσμεύσεις της εταιρίας
- Η εταιρία οφείλει να γνωστοποιεί τουλάχιστον μέσω του ετήσιου δελτίου τις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης που εφαρμόζει"⁶⁸

^{66,67} Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.12,13

⁶⁸ ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 4

Αξίζει να αναφερθεί ότι, όσον αφορά τις πρακτικές ψηφοφορίας των μετόχων, υπάρχει διεξοδική πληροφόρηση η έκθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αντίθετα δεν περιλαμβάνεται καμία ενημέρωση από την πλευρά της έκθεσης του ΣΕΒ. Αναλυτικότερα η έκθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς παρουσιάζει άρθρο 1.1.7 " Ως βασικά δικαιώματα των μετόχων νοούνται τα εξής: το δικαίωμα μιας ψήφου για κάθε κοινή μετοχή, ανεξαρτήτως της κατηγορίας της ", 69 το άρθρο 1.3.3 "Οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να ψηφίζουν αυτοπροσώπως ή δι' αντιπροσώπου. Σε οποιαδήποτε περίπτωση, οι ψήφοι έχουν την ίδια ισχύ " 70 το άρθρο 1.6 "Θα πρέπει να αποθαρρύνεται η θεσμοθέτηση δικαιωμάτων πολλαπλής ψήφου (multiple voting) αλλά και η εκδοχή προνομιούχων μετοχών χωρίς δικαιώματα ψήφου "71 καθώς και στα άρθρα 2.1.1, 2.1.2 & 2.1.3 περί ίσων δικαιωμάτων των μετόχων, ψηφοφορίας δι' αντιπροσώπου και ισότιμη μεταχείριση μετόχων. Η συχνότητα συνάντησης της επιτροπής, το μέγεθος αυτής και η agenda, αναλύονται σε μεγάλο βαθμό, από αμφότερες τις εκθέσεις. Στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και ειδικότερα στο άρθρο 4.7 αναφέρονται τα εξής, "Η επιτροπή εσωτερικού ελέγχου:

- Θα πρέπει να δημιουργείται ως υπο -επιτροπή του Διοικητικού Συμβουλίου προς το οποίο απευθύνεται και ενημερώνει τακτικά. Η λειτουργία της θα πρέπει να χαρακτηρίζεται από αποσαφηνισμένους όρους αναφοράς οι οποίοι θα περιγράφουν επαρκώς την συμμετοχή, εξουσία και τα καθήκοντα τους. Οι συναντήσεις τους θα πρέπει να γίνονται σε τακτά χρονικά διαστήματα, δύο ως τρεις φορές το χρόνο
- Θα πρέπει να περιλαμβάνει στη σύνθεση της τουλάχιστον τρία μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου
- Θα πρέπει με σκοπό την επίλυση όλων των εκκρεμοτήτων να προβαίνει σε επικοινωνία με τους εσωτερικούς και εξωτερικούς (ανεξάρτητους) ελεγκτές σε τακτά χρονικά διαστήματα
- Θα πρέπει να έχει την εξουσία να διερευνά όλα τα ζητήματα που εμπίπτουν στις αρμοδιότητες της, να έχει πόρους που απαιτούνται για την δραστηριότητα της καθώς και πρόσβαση σε όλες τις απαραίτητες πληροφορίες. Η επιτροπή

ελέγχου θα πρέπει να είναι σε θέση να αποκτά εξωτερικές συμβουλές και εάν είναι αναγκαίο να προσκαλεί εξωτερικούς εμπειρογνώμονες να παρακολουθούν τις συναντήσεις της επιτροπής

- Η σύνθεση της επιτροπής θα πρέπει να γνωστοποιείται στην ετήσια έκθεση της επιχείρησης⁷²

Από την πλευρά του ΣΕΒ, στο αντίστοιχο θέμα παρουσιάζει τα άρθρα Ε.2 και Ε.4 "Η Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου η οποία συνέρχεται τουλάχιστον 3 φορές το χρόνο αξιολογεί και αξιοποιεί τα ευρήματα ελεγκτικού έργου των οργάνων των εποπτικών αρχών και του εσωτερικού και εξωτερικού ελέγχου δια αναφοράς στο σύνολο του Δ.Σ. της εταιρίας " 73 και επίσης "Η σύνθεση και η λειτουργία των επιτροπών αυτών προβλέπονται από τον εσωτερικό κανονισμό και σκοπός τους είναι η υποβοήθηση του συνόλου το Δ.Σ. στο έργο του"⁷⁴ Στο θέμα της δημοσιοποίησης της αποζημίωσης και της εισφοράς των διευθυντικών στελεχών της επιχείρησης ο ΣΕΒ δεν παρουσιάζει κάτι σχετικό, αντίθετα η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στο άρθρο 7.1 αναφέρει "...Είναι καλή πρακτική η δημοσιοποίηση του συνολικού ποσού των αμοιβών των εκτελεστικών διευθυντών αναλυτικά και δικαιολογημένα στις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης" 75 και επίσης στο άρθρο 7.2 "Η αμοιβή των εκτελεστικών διευθυντών θα πρέπει να ελέγχεται από επιτροπή ελέγχου, η οποία θα απαρτίζεται κατά πλειοψηφία από μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, θα εκλέγεται από την Γενική Συνέλευση των μετόχων και η σύνθεση της θα ανακοινώνεται στην ετήσια (Τακτική Γενική Συνέλευση) της επιχείρησης ". 76 Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, σε θέματα ακρίβειας της πληροφόρησης, στα συστήματα εσωτερικού ελέγχου και την υπευθυνότητα αυτών, προτείνει τα παρακάτω (άρθρο 4.2) "Οι πληροφορίες θα πρέπει να συλλέγονται και να γνωστοποιούνται σύμφωνα με τους ισχύοντες κανόνες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και θα πρέπει να είναι στο πνεύμα των κανόνων του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης" 77 στο άρθρο 4.4".

69,70,71,72,75,76,77 Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999,σελ.11,12,13,15,16,20,20,15.

73,74 ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 4

Η ετήσια έκθεση και οι τριμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις θα πρέπει να περιέχουν μια συνεπή παρουσίαση της συνολικής χρηματοοικονομικής κατάστασης της επιχείρησης η οποία θα υποστηρίζεται από την παροχή επαρκών πληροφοριών σχετικά με την αποδοτικότητα και τις προοπτικές της επιχείρησης⁷⁸ και επίσης στο άρθρο 5.3.4 "Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει ειδικότερα την ευθύνη για τα εξής: την αρτιότητα των προς γνωστοποίηση λογιστικών και χρηματοοικονομικών καταστάσεων, συμπεριλαμβανομένης και την έκθεσης ορκωτών ελεγκτών (ανεξάρτητου ελέγχου) και την ύπαρξη διαδικασίας ελέγχου κινδύνων, οικονομικού ελέγχου και την συμμόρφωση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης με την εκάστοτε νομοθεσία "⁷⁹.

Αντίστοιχα η έκθεση του ΣΕΒ αναφέρει, (άρθρο Γ.1) "Βασική αρχή της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η ύπαρξη εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας της εταιρίας. Ο Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας καταρτίζεται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρίας και αποσκοπεί στην υποβοήθηση του Διοικητικού Συμβουλίου στην άσκηση των καθηκόντων του, με σκοπό τη διασφάλιση του εταιρικού συμφέροντος "⁸⁰ καθώς επίσης και στα άρθρα Δ.1, Δ.2 & Δ.3: "Η οργάνωση και η λειτουργία εσωτερικού ελέγχου αποτελεί βασική προϋπόθεση της εταιρικής διακυβέρνησης. Η διενέργεια εσωτερικού ελέγχου πραγματοποιείται από ειδική υπηρεσία της εταιρίας, στην οποία απασχολείται τουλάχιστον ένα φυσικό πρόσωπο" (άρθρο Δ.1), "Ο εσωτερικός ελεγκτής υπάγεται μεν ιεραρχικά στη διοίκηση της εταιρίας είναι όμως ανεξάρτητος από την άσκηση των καθηκόντων του"(άρθρο Δ.2.) "Ο εσωτερικός ελεγκτής ορίζεται από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας...Η εταιρία υποχρεούται να ενημερώνει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για οποιαδήποτε μεταβολή στο πρόσωπο ή την οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου εντός δέκα εργάσιμων ημερών από τη μεταβολή αυτή"(άρθρο Δ.3).Οι μηχανισμοί εξουδετέρωσης προσπάθειας εξαγοράς της επιχείρησης δεν περιλαμβάνονται κατά κανένα τρόπο -άμεσο ή έμμεσο- στην έκθεση που έχει συντάξει ο ΣΕΒ. Αντίθετα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αναφέρει στο άρθρο 1.4.3 "Μηχανισμοί που περιορίζουν ή αποτρέπουν τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές θα πρέπει να υιοθετούνται μόνο με γνώμονα το συμφέρον της επιχείρησης και των μετόχων "⁸¹ στο άρθρο 5.8 "Το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να θεσπίζει κανόνες που θα διέπουν τις διαδικασίες ορισμένων κατηγοριών συναλλαγών (συγχωνεύσεις, εξαγορές, σημαντικές αλλαγές στο κεφάλαιο της επιχείρησης) "⁸² και στο άρθρο 5.13 "...Το εκάστοτε ισχύον

σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να αποθαρρύνει την χρήση μηχανισμών αποτροπής των διαδικασιών συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Η τυχόν χρήση τέτοιων μηχανισμών ή συστημάτων θα γίνεται πάντοτε με γνώμονα το συμφέρον των μετόχων".⁸³

78 Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.15

79 Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.17

80 ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 2

81 ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 3

82,83 Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.12,σελ.18

2.4 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΙΣ ΑΡΧΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Η ελληνική πολιτεία, πρόσφατα - 17 Μαΐου 2002 - εξέδωσε το νόμο 3016/2002 "Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις". Η κίνηση αυτή αντανακλά τη διάθεση της πολιτείας να λάβει με περισσότερη υπευθυνότητα το θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης. Οι προηγούμενες αναφορές - οι ήδη αναλυτικά συγκρινόμενες εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του ΣΕΒ - ήταν το πρώτο βήμα, για ένα θέμα που στην Ελλάδα βρίσκεται ακόμα στα σπάργανα.

Οι συγκεκριμένες εκθέσεις αναμφισβήτητα αποτέλεσαν το εφαλτήριο για τη δημιουργία συστήματος διακυβέρνησης βασισμένο στα πρότυπα των ανεπτυγμένων χωρών, ωστόσο η εθελούσια εφαρμογή τους από την πλευρά των επιχειρήσεων, ήταν τροχοπέδη για το σκοπό τον οποίο είχαν δημιουργηθεί, την ομοιομορφία, δηλαδή, στον τρόπο διακυβέρνησης. Λύση για το παραπάνω πρόβλημα, είναι η δημιουργία του Ν.3016/2002.

Ο νόμος περιλαμβάνει συνολικά 11 άρθρα και η διάρθρωση του νόμου με βάση τα άρθρα είναι η εξής:

- Άρθρο 1 : Πεδίο Εφαρμογής
- Άρθρο 2 : Διοικητικό Συμβούλιο: Υποχρεώσεις και Καθήκοντα
- Άρθρο 3 : Διοικητικό Συμβούλιο: Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου
- Άρθρο 4 : Διοικητικό Συμβούλιο: Ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου
- Άρθρο 5 : Διοικητικό Συμβούλιο: Αμοιβή των μη εκτελεστικών μελών
- Άρθρο 7 : Διοικητικό Συμβούλιο: Οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου
- Άρθρο 8 : Διοικητικό Συμβούλιο: Αρμοδιότητες της Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου

- Άρθρο 9 : Λοιπές και Μεταβατικές Διατάξεις: Αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών - Αποκλίσεις στη χρήση αντληθέντων κεφαλαίων
- Άρθρο 10 : Λοιπές και Μεταβατικές Διατάξεις: Συνέπειες παραβίασης των διατάξεων του παρόντος
- Άρθρο 11 : Λοιπές και Μεταβατικές Διατάξεις: Μεταβατικές διατάξεις

Σύμφωνα με το νομοθετικό πλαίσιο, η εφαρμογή των διατάξεων αφορούν ανώνυμες εταιρίες εισηγμένες στο Χ.Α.Α. Είναι γεγονός ότι ο συγκεκριμένος νόμος δεν ξεφεύγει από τις δύο, ως προς το περιεχόμενο του, προηγούμενες εκθέσεις, και ιδιαίτερα μάλιστα αυτή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Χαρακτηριστικό του νόμου εντούτοις, είναι ότι ενώ σε μέγεθος είναι σαφώς πιο περιορισμένος έναντι της έκθεσης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς εντούτοις ξεφεύγει από την αοριστία και την γενικότητα που παρουσιάζει η έκθεση σε πολλά σημεία. Αναλυτικότερα, όσον αφορά τη διάρθρωση των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου σε εκτελεστικά και μη ο νόμος είναι σαφής στο άρθρο 3.1"... Ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου δεν πρέπει να είναι μικρότερος του 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών. Αν προκύψει κλάσμα, στρογγυλοποιείται στον επόμενο ακέραιο αριθμό. Μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να υπάρχουν δύο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη."⁸⁴ για τις αμοιβές των μη εκτελεστικών μελών "Η αμοιβή και οι τυχόν λοιπές αποζημιώσεις των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου καθορίζονται σύμφωνα με τον Ν. 2190/1920 και είναι ανάλογες με το χρόνο που διαθέτουν για τις συνεδριάσεις του και την εκπλήρωση των καθηκόντων που τους ανατίθενται σύμφωνα με το νόμο αυτό "⁸⁵. Θέτει ως αναγκαιότητα για την εισαγωγή της εταιρίας στο Χ.Α.Α. την ύπαρξη εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας (άρθρο 6). Επίσης, στο άρθρο 7.2 σχετικά με τους εσωτερικούς ελεγκτές ο νόμος είναι ξεκάθαρος "Οι εσωτερικοί ελεγκτές κατά την άσκηση των καθηκόντων τους είναι ανεξάρτητοι, δεν υπάγονται σε καμία άλλη υπηρεσιακή μονάδα της εταιρίας και εποπτεύονται από ένα έως τρία μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου" και στο άρθρο 7.3 "οι εσωτερικοί ελεγκτές οφείλουν να ενημερώνουν εγγράφως μια φορά τουλάχιστον το τρίμηνο το διοικητικό συμβούλιο για το διενεργούμενο από

αυτούς έλεγχο και να παρίστανται κατά τις γενικές συνελεύσεις των μετόχων"⁸⁶, καθώς επίσης και στο άρθρο 9.3 "Σημαντικές αποκλίσεις στη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων...μπορούν να αποφασισθούν από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας με πλειοψηφία των % των μελών του και την έγκριση της γενικής συνέλευσης που συγκαλείται για το σκοπό αυτό."⁸⁷.

Μια σημαντική παράμετρος του νόμου, αφορά την επιβολή κυρώσεων για παραβίαση των διατάξεων του παρόντος, ειδικότερα το άρθρο 10 αναφέρει " σε όποιον ασκεί αρμοδιότητες του διοικητικού συμβουλίου και δεν τηρεί τις υποχρεώσεις που απορρέουν από τα άρθρα 3 έως 8 και 11 του παρόντος η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, εφόσον διαπιστώνει τούτο, επιβάλλει τις κυρώσεις που προβλέπονται στη παράγραφο 4β του άρθρου 1 του Ν .2836/2000."⁸⁸

Επίσης, ο νόμος περιλαμβάνει και το μεταβατικό στάδιο συμμόρφωσης των εταιριών με το συγκεκριμένο θεσμικό πλαίσιο, στο άρθρο 11, αναφέρεται για τις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εξάμηνη προθεσμία από την έναρξη του ισχύοντος του παρόντος νόμου, συμμόρφωση με τις διατάξεις των άρθρων 3,4,6 έως 8. Για τις εταιρίες που εκκρεμεί η αίτηση εισαγωγής τους στο Χ.Α.Α. υποχρεούνται να συμμορφωθούν με τα αντίστοιχα για τις εισηγμένες εταιρίες άρθρα -3,4,6 έως 8-μέσα σε τρεις μήνες από την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφερθεί ότι, η υιοθέτηση αρχών και δομών εταιρικής διακυβέρνησης είναι μια μακροχρόνια επένδυση η οποία αναμφισβήτητα συμβάλλει στην αύξηση της αξίας κάθε επιχείρησης. Είναι αλήθεια ότι τα οφέλη δεν είναι άμεσα εμφανή, σε αντίθεση με το κόστος το οποίο θα νιώσουν άμεσα στα αποτελέσματα τους οι εταιρείες.

Γι' αυτό το λόγο οι εταιρείες δεν θα πρέπει να δουν το όλο θέμα ως αναγκαστική συμμόρφωση σε έναν νόμο, αλλά σαν μια ευκαιρία να αναδιοργανώσουν το διοικητικό συμβούλιο, ώστε αυτό να καθοδηγεί σωστά και να προσθέτει αξία στην εκτελεστική διοίκηση των επιχειρήσεων. Μόνο με αυτόν τον τρόπο θα έχουν οι εταιρείες σημαντικά οφέλη και θα αποδώσει η σχετική επένδυση που πραγματοποιούν.

2.5 Οικονομική κρίση: Η εταιρική κοινωνική ευθύνη ευκαιρία για αλλαγή



Στις σύγχρονες οικονομίες, οι επιχειρήσεις κρίνονται με βάση τη μακροχρόνια κερδοφορία τους, η οποία μεγιστοποιεί το όφελος των μετόχων τους. Οι κερδοφόρες όμως επιχειρήσεις δεν είναι όλες επιχειρήσεις με κοινωνική ευθύνη. Πολλές συμπεριφέρονται

κοινωνικά ανεύθυνα, υπάρχουν μάλιστα παραδείγματα επιχειρήσεων που είναι κερδοφόρες διότι παραβιάζουν βασικές αρχές ηθικής και κοινωνικής ευθύνης. Κλασικό παράδειγμα, επιχειρήσεις που εκμεταλλεύονται κενά της νομοθεσίας και καταστρέφουν το περιβάλλον. Λιγότερο ακραίο παράδειγμα, επιχειρήσεις που επίσης εκμεταλλεύονται ατελείς νομοθεσίες και φοροαποφεύγουν. Και στις δύο περιπτώσεις οι επιχειρήσεις δεν παρανομούν. Η εταιρική κοινωνική ευθύνη δεν αφορά σ' αυτό. Θεωρεί δεδομένη τη συμμόρφωση με το νόμο. Στην πρώτη περίπτωση λίγοι ή κανένας (ελπίζω) θα δώσουν συγχαρητήρια στις επιχειρήσεις εκείνες που είναι κερδοφόρες επειδή καταστρέφουν το περιβάλλον. Στη δεύτερη περίπτωση, τα πράγματα είναι πιο δύσκολα. Στην περίπτωση αυτή πώς πρέπει να αντιμετωπίσουμε την κερδοφόρα επιχείρηση; Αν μάλιστα είμαστε μέτοχοί της, πώς θα πρέπει να αντιδράσουμε; Το νόμιμο είναι και ηθικά επιτρεπτό; Όσοι πιστεύουμε ότι κακώς πράττει, πιστεύουμε στην κοινωνική ευθύνη των επιχειρήσεων αλλά και στο μακροχρόνιο συμφέρον μας, διότι η φοροαποφυγή μας βλάπτει όλους μακροχρόνια, άρα και την εν λόγω επιχείρηση. Αυτό είναι σήμερα το πραγματικό δίλημμα. Η κοινωνική ευθύνη των επιχειρήσεων αποτελεί μία αρχή που ταιριάζει στην οικονομία της ελεύθερης αγοράς, όπου όμως η επιδίωξη του ατομικού κέρδους δεν γίνεται σε βάρος της συλλογικής ή κοινωνικής ευημερίας ούτε σε βάρος των επόμενων γενεών. Αντίθετα, η επιδίωξη του κέρδους είναι συμβατή με δραστηριότητες που βελτώνουν τη θέση των εργαζομένων, που προωθούν την αξιοπρέπεια του ατόμου, που ενισχύουν την προστασία του περιβάλλοντος, που συμβάλλουν στη βελτίωση του κοινωνικού αποτελέσματος, που λαμβάνουν υπόψη την ευημερία των επόμενων γενεών.

Πρώτον, εφαρμόζεται στο εργασιακό περιβάλλον. Η ποιότητα του εργασιακού περιβάλλοντος επηρεάζει σημαντικά την απόδοση του υπαλλήλου. Οι κοινωνικά υπεύθυνες επιχειρήσεις βοηθούν το εργατικό δυναμικό να αναπτύσσει τις δυνατότητές του, παρέχοντας του ισότητα ευκαιριών, συνεχή εκπαίδευση/επιμόρφωση, σεβασμό της προσωπικότητας του ατόμου, και ασφαλείς συνθήκες εργασίας. Είναι εμπειρικά αποδεδειγμένο ότι τέτοιου είδους πρακτικές έχουν άμεσο, θετικό αντίκτυπο στα μακροχρόνια κέρδη μιας επιχείρησης. Ο ποιοτικός χώρος εργασίας έχει συνήθως ως αποτέλεσμα την υψηλότερη παραγωγικότητα, αυξημένα επίπεδα καινοτομίας, καλύτερη ποιότητα, αξιοπιστία προϊόντων και υπηρεσιών και, παράλληλα, επιδέξιο και αφοσιωμένο εργατικό δυναμικό. Ένα ικανοποιημένο και αφοσιωμένο προσωπικό συντελεί στην ικανοποίηση και αφοσίωση του πελατειακού κοινού και συνεπώς συμβάλλει στη δημιουργία σε σταθερή και διαρκούς κερδοφορίας.

Δεύτερον, εφαρμόζεται στο χώρο της 'επιχειρηματικής ηθικής' και της **εταιρικής διακυβέρνησης** (corporate governance). Η 'επιχειρηματική ηθική' καθορίζει πώς μια επιχείρηση εφαρμόζει και αναπτύσσει αξίες, όπως διαφάνεια στις συναλλαγές, εμπιστοσύνη και σεβασμό στις θεσμοθετημένες διαδικασίες λήψης αποφάσεων. Επιπρόσθετα, η εταιρική διακυβέρνηση αφορά τη συμμόρφωση σε νομικά πλαίσια και θεσμούς, καθώς επίσης και σε εσωτερικούς κανονισμούς, καθιερώνοντας με τον τρόπο αυτό ένα κώδικα ηθικής και δεοντολογίας, προσδίδοντας έτσι κύρος, νομιμότητα, συνέπεια και σταθερότητα στις επιχειρηματικές αποφάσεις.

Τρίτον, εφαρμόζεται στο χώρο των σχέσεων με τους πελάτες και τους προμηθευτές. Επιτυχημένες επιχειρήσεις επενδύουν στις σχέσεις αυτές, εστιάζοντας την προσοχή τους στην ποιοτική εξυπηρέτηση. Όταν, λοιπόν, μια εταιρεία παρουσιάζει κοινωνική και περιβαλλοντική συνείδηση, συνοδευόμενη από ηθική συμπεριφορά, έχει τη δυνατότητα να αυξήσει τον αριθμό πελατών και άρα τα μεγέθη πωλήσεών της, δεδομένου ότι το κοινό αντιδρά θετικά στη συμπεριφορά αυτή.

Τέταρτον, εφαρμόζεται στο χώρο των σχέσεων της επιχείρησης με τους μετόχους της. Βασικός εταιρικός σκοπός πρέπει να είναι η μεγιστοποίηση του μακροπρόθεσμου οφέλους των μετόχων και όχι η μεγιστοποίηση του οφέλους των διοικούντων την επιχείρηση, ή άλλοι σκοποί που συγκρούονται με το όφελος των μετόχων. Ιδιαίτερα σήμερα, που οι σημαντικότεροι μέτοχοι εισηγμένων επιχειρήσεων είναι θεσμικοί

επενδυτές, όπως π.χ. ασφαλιστικά ταμεία, που είναι εξ' ορισμού επενδυτές με κοινωνική ευθύνη (Vice Funds), η αρχή αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική.

Πέμπτον, εφαρμόζεται στον τομέα της προστασίας του περιβάλλοντος, Η οικονομική ανάπτυξη και η περιβαλλοντική προστασία πρέπει να είναι άρρηκτα συνδεδεμένες. Με άλλα λόγια, υπάρχει μια θετική μακροχρόνια σχέση ανάμεσα στην οικονομική και περιβαλλοντική επάρκεια. Η σωστή διαχείριση και εξοικονόμηση ενέργειας, η αποφυγή διασκόρπισης τοξικών αποβλήτων, η ανακύκλωση υλικού και η αύξηση της χρήσης ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, αποτελούν συγκεκριμένες στρατηγικές περιβαλλοντικής διαχείρισης, οι οποίες εισάγονται και αναπτύσσονται από κοινωνικά υπεύθυνες επιχειρήσεις παράλληλα όμως βοηθούν στην ελαχιστοποίηση του μακροχρόνιου κόστους παραγωγής.

Πολλές από τις αρχές αυτές παραβιάστηκαν, δυστυχώς, τα τελευταία χρόνια, με αποτέλεσμα η έλλειψη εταιρικής κοινωνικής ευθύνης να θεωρείται μία από τις βασικές αιτίες της τρέχουσας, διεθνούς οικονομικής κρίσης. Τραπεζίτες που έδιναν δάνεια σε πελάτες αμφιβόλου ικανότητας αποπληρωμής, η επένδυαν σε στοιχεία ενεργητικού πολύ υψηλού ρίσκου μόνο και μόνο για να εμφανίσουν υψηλό τζίρο και έτσι να εισπράξουν υψηλό bonus, είναι ο ορισμός της έλλειψης εταιρικής κοινωνικής ευθύνης. Τα παραδείγματα φυσικά επεκτείνονται και επέκεινα του τραπεζικού συστήματος.

Η σημερινή κρίση είναι ευκαιρία να διορθωθούν πολλά κακώς κείμενα στο χώρο της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης, και όχι μόνο. Διαφορετικά, η οικονομική κρίση, αυτή ή η επόμενη, θα εξελιχθεί σε μείζονα κοινωνική κρίση, με απρόβλεπτες συνέπειες.

Πρέπει κατ' αρχήν να ξεφύγουμε από τα στενά όρια του εταιρικού περιβάλλοντος και να επεκταθούμε στην κοινωνία. Χρειαζόμαστε ένα νέο κοινωνικό συμβόλαιο μεταξύ καπιταλισμού και δημοκρατίας. Πρέπει να διδάσκουμε στους νέους, από το δημοτικό ακόμα, την έννοια του αλτρουισμού, τις βλαβερές συνέπειες της απληστίας, τη χρυσή τομή μεταξύ κράτους και αγοράς. Οι έννοιες της κοινωνίας, της κοινότητας και του περιβάλλοντος πρέπει να διδάσκονται στο σχολείο.

Οι επιχειρήσεις πρέπει να δώσουν το καλό παράδειγμα, να είναι πρωτοπόρες σ' αυτά. Η μεγιστοποίηση του βραχυπρόθεσμου οικονομικού αποτελέσματος δεν μπορεί να

είναι ο μόνος στόχος. Οδηγεί σε λάθος δρόμο. Διότι οι οικονομίες και τα οικονομικά συστήματα δεν είναι τέλεια. Λειτουργούν με στρεβλώσεις, είναι μυωπικά. Το αόρατο χέρι του Adam Smith αποδείχτηκε ότι δεν είναι αόρατο, είναι ανύπαρκτο.

Οι επιχειρήσεις πρέπει να ασκούν πίεση στις κυβερνήσεις να εξυγιάνουν το θεσμικό πλαίσιο, να καταπολεμήσουν τη διαφθορά. Η Ελλάδα κατατάσσεται υψηλά με κριτήριο τους δείκτες διαφθοράς. Δεν την τιμά αυτό. Όλες οι οικονομικές μελέτες δείχνουν υψηλή συσχέτιση μεταξύ της ποιότητας της λεγόμενης 'κοινωνικής υποδομής' (δηλαδή του θεσμικού πλαισίου και του κράτους δικαίου) και των οικονομικών επιδόσεων.

Η τρέχουσα κρίση έδειξε πρωτίστως το πρόβλημα στο μηχανισμό κινήτρων/αμοιβών των κορυφαίων στελεχών των επιχειρήσεων, ιδιαίτερα των τραπεζών. Τα στελέχη δεν πρέπει να λαμβάνουν αμοιβές επιχειρηματικού επιπέδου χωρίς να αναλαμβάνουν επιχειρηματικούς κινδύνους. Στο πλαίσιο αυτό τα διοικητικά συμβούλια των επιχειρήσεων πρέπει να εκπονήσουν κανόνες για την εξάσκηση των stock options σε μακροπρόθεσμη βάση, για την αμοιβή αποδόσεων μόνον όταν αυτές ξεπερνούν τον μέσο όρο της αγοράς, καθώς και για την θέσπιση ορίων στις διαφορές αμοιβών μεταξύ των στελεχών. Αμοιβές (bonuses) που στηρίζονται σε εφ' άπαξ, μη επαναλαμβανόμενα κέρδη απεδείχθησαν ιδιαίτερα τοξικές και δημιούργησαν στρεβλώσεις στους μηχανισμούς κινήτρων των στελεχών.

Η εξασφάλιση υγιούς και σταθερού εργασιακού περιβάλλοντος που αποπνέει σεβασμό για τον εργαζόμενο, αποτελεί, όπως ήδη αναφέρθηκε, κορυφαίο στόχο της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης. Στο πλαίσιο αυτό επενδύσεις των επιχειρήσεων για την αναβάθμιση των δεξιοτήτων των εργαζομένων συμβάλλουν στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητάς τους και, συνεπώς, της μακροχρόνιας κερδοφορίας τους.

Η εταιρική κοινωνική ευθύνη, σε όλες τις εκφάνσεις της που περιγράφηκαν προηγουμένως, πρέπει να ενταχθεί ως βασικό μέσο εταιρικής στρατηγικής στα επιχειρησιακά σχέδια των επιχειρήσεων. Με τον τρόπο αυτό η επιχειρηματική κοινότητα μπορεί να συμβάλλει αποτελεσματικά στην κοινωνική αποδοχή της οικονομίας της ελεύθερης αγοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ:

**Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ Ν. 3016/02 ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΗ
ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΓΙΑ ΤΙΣ Α.Ε.**

3.1 Ιδιωτικό διεθνές δίκαιο

Κρίσιμη για τον εντοπισμό του πεδίου εφαρμογής του Ν. 3016/02 («Νόμος») από τη σκοπιά του ιδιωτικού διεθνούς δικαίου είναι η ένταξη των ρυθμίσεων που εμπεριέχει στον τομέα του δικαίου της κεφαλαιαγοράς ή σε εκείνον του εταιρικού δικαίου. Η κατηγοριοποίηση αυτή θα οδηγήσει στον προσδιορισμό του συνδετικού στοιχείου με το οποίο θα καθοριστεί σε ποιες περιπτώσεις ο Νόμος τυγχάνει εφαρμογής. Εφόσον ο Νόμος θεωρηθεί εταιρικό δίκαιο και σύμφωνα με το αρθρ. 10ΑΚ, οι διατάξεις του θα εφαρμόζονται αποκλειστικά σε εταιρείες οι οποίες έχουν έδρα στην Ελλάδα.⁸⁹ Αντίθετα, εάν ο Νόμος θεωρηθεί τμήμα του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, τότε τα κρίσιμα στοιχεία για την εφαρμογή του πλέον ως κανόνα αμέσου εφαρμογής⁹⁰ αποτελεί η εισαγωγή ή η αίτηση εισαγωγής κινητών αξιών σε οργανωμένη αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα από οποιαδήποτε ελληνική ή αλλοδαπή εταιρεία. Υπέρ της πρώτης άποψης μπορεί να αντληθεί επιχείρημα από το δεύτερο εδάφιο της υπό εξέταση διάταξης, σύμφωνα με το οποίο «οι διατάξεις του ΚΝ 2190/20 προσφέρει επιχείρημα υπέρ της ένταξης του Νόμου με τον ΚΝ 2190/20 προσφέρει επιχείρημα υπέρ της ένταξης του συνόλου της ρύθμισης στη νομοθεσία περί εταιρειών. Η άποψη αυτή αποκρούεται, καθώς:

- Η διατύπωση του τίτλου του «κεφαλαίου Α'» του Νόμου, «ειδικά θέματα διοίκησης και λειτουργίας ανωνύμων εταιρειών που έχουν εισηγμένες μετοχές ή άλλες κινητές αξίες τους σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα»
- Ο καθορισμός της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ως εποπτεύουσας αρχής και
- Ο ίδιος ο σκοπός του Νόμου, ο οποίος είναι η ενίσχυση της διαφάνειας της λειτουργίας των εισηγμένων εταιρειών προς το συμφέρον των επενδυτών, συνηγορούν υπέρ της δεύτερης άποψης, υπέρ δηλαδή της θεώρησης του Νόμου ως ρύθμισης της χρηματιστηριακής αγοράς.

Μία τρίτη άποψη για το πεδίο εφαρμογής του Νόμου από τη σκοπιά του ιδιωτικού διεθνούς δικαίου είναι, δεδομένης της διάταξης του δευτέρου εδαφίου του υπό εξέταση άρθρου περί συμπληρωματικής εφαρμογής αποκλειστικά της ελληνικής νομοθεσίας περί εταιρειών, ότι η εφαρμογή του Νόμου απαιτεί την ύπαρξη ελληνικής

εταιρείας που εισάγει αξίες της σε ελληνική οργανωμένη αγορά και άρα δεν αποτελεί όχι μόνο προς την αρχή της ισότητας αλλά και προς το σκοπό του Νόμου, που είναι η υιοθέτηση κανόνων διαφάνειας από όλες τις εταιρείες οι οποίες ζητούν χρηματοδότηση από το ελληνικό επενδυτικό κοινό.

3.2 Η επικουρική εφαρμογή του ν. 3016/02 έναντι του ν. 2190/20

Το άρθρο 1 ν. 3016/02 καθιερώνει την επικουρική εφαρμογή των διατάξεών του, σε σχέση με αυτές του ν. 2190/20. Υπό αυτή την έννοια, τα άρθρα 1-9 ν. 3016/02, ως ειδικές διατάξεις, κατ'εξουσιοδότηση των αντίστοιχων διατάξεων του ν. 2190/20, οι οποίες εφαρμόζονται μόνο στο μέτρο που δεν αντίκεινται στις διατάξεις του ν. 3016/02. Το κριτήριο για την εφαρμογή του νόμου, πάντως, τίθεται όχι στην εθνικότητα της εταιρίας, αλλά στο γεγονός ότι αυτή έχει εισαγάγει τις κινητές αξίες της σε αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα. Δεν εξετάζεται εάν αυτές οι κινητές αξίες αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε τέτοια αγορά, ούτε ο όγκος των συναλλαγών επί των αξιών. Επομένως, η τυχόν αναστολή διαπραγμάτευσης της μετοχής δε συνεπάγεται την εξαίρεση από την υπαγωγή της εκδότριας εταιρίας στο πεδίο εφαρμογής του ν. 3016/02. Σε κάθε περίπτωση, η αναφορά στην εφαρμογή του ν. 2190/20 έχει αξία μόνο στην περίπτωση που πρόκειται για ελληνική εταιρία, η οποία θα έχει εισαγάγει τις κινητές της αξίες σε οργανωμένη αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα. Εξυπακούεται πως, εφόσον θα πρόκειται για αλλοδαπή εταιρία που θα εισαγάγει τις κινητές της αξίες στην Ελλάδα, θα εφαρμόζεται σε αυτή η αντίστοιχη εταιρική νομοθεσία του κράτους καταγωγής της. Η εφαρμογή του ν. 3016/02 και στις αλλοδαπές εταιρίες που θα εισαγάγουν τις μετοχές τους ή άλλες κινητές αξίες σε ελληνική οργανωμένη αγορά, κατά την έννοια του νόμου, θα έχει ωστόσο ως αποτέλεσμα την υπαγωγή αυτών των εταιριών στο νομικό καθεστώς δύο κρατών, αυτού της καταγωγής τους και της Ελλάδας, όπου η εταιρία θα έχει εισαγάγει τις κινητές αξίες της. Ομοίως, το νομικό καθεστώς περισσότερων του ενός κρατών θα εφαρμοζόταν στις εταιρίες που θα είχαν εισαγάγει τις μετοχές τους σε περισσότερα του ενός χρηματιστήρια πέραν του ελληνικού.

89,90 Αλ. Μεταλληνός σε, Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, Εισαγωγικό Μέρος και Γενικές Διατάξεις (άρθρο 6 κ.ν. 2190/1920), επιμέλεια Ε. Περάκη, Τ. 1, β' έκδ., Αθήνα, Νομική Βιβλιοθήκη, 2000,673,684

3.3 Η εφαρμογή του ν. 3016/02 σε επιχειρήσεις ειδικής νομικής μορφής

Ο ν. 3016/02 εφαρμόζεται στις Εταιρίες Χαρτοφυλακίου Αναδυομένων Αγορών, οι οποίες λειτουργούν ως ειδικής μορφής ανώνυμες εταιρίες και οι οποίες εισάγουν τις μετοχές τους στην Παράλληλη αγορά Αναδυομένων Αγορών.⁹¹ Αντίθετα, τα Επενδυτικά Κεφάλαια Αναδυομένων Κεφαλαιαγορών εξαιρούνται από το πεδίο εφαρμογής των διατάξεων του Νόμου, καθώς δε λειτουργούν ως ανώνυμες εταιρίες.⁹² Εξάλλου, στο πεδίο εφαρμογής του Νόμου δεν υπάγονται οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων συμβατικής μορφής που έχουν εισαγάγει τα μερίδιά τους στην ανωτέρω αγορά. Η αναφορά του άρθρου 1 σε ανώνυμες εταιρίες υποδηλώνει εξάλλου ότι οι διατάξεις του ν. 3016/02 δεν εφαρμόζονται στην υποθετική περίπτωση ετερόρρυθμης κατά μετοχές εταιρίας που θα έχει εισαγάγει τις μετοχές της σε αλλοδαπή χρηματιστηριακή αγορά και που, στη συνέχεια, θα ζητούσε, εφόσον επιτραπεί, την παράλληλη εισαγωγή των μετοχών της σε οργανωμένη αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα.

ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

3.4 Προσανατολισμός του νόμου με αφετηρία την έννοια του εταιρικού συμφέροντος

Οι στόχοι της διοίκησης της εταιρίας

Το άρθρο 2 παρ. 1 ν. 3016/02 φαίνεται να διαφοροποιεί τους στόχους της διοίκησης των εισηγμένων εταιριών, σε σχέση με τους στόχους της διοίκησης των λοιπών ανωνύμων εταιριών. Ειδικότερα, αυτή η διάταξη θεωρεί ως «πρώτιστη υποχρέωση και καθήκον των μελών του διοικητικού συμβουλίου» των εισηγμένων εταιριών «(τη διαρκή επιδίωξη) της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρίας και την προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος». Αυτή η διαφοροποίηση, ωστόσο, δεν είναι παρά φαινομενική, στο μέτρο που η εξυπηρέτηση του εταιρικού συμφέροντος αποτελεί υποχρέωση των μελών του συμβουλίου, η δε επιδίωξη της διατήρησης, σε μακροχρόνια βάση, της αξίας της εταιρίας επίσης εκφράζει ένα στόχο, ο οποίος χαρακτηρίζει και πρέπει να χαρακτηρίζει τις επιδιώξεις της διοίκησης οποιασδήποτε εταιρίας, στην προοπτική της συνέχισης της λειτουργίας της

επιχείρησης. Επομένως, ο νέος νόμος απλώς περιγράφει ένα καθήκον των μελών του συμβουλίου, το οποίο προκύπτει και από τη γενική υποχρέωση δραστηριοποίησης αυτών, για την επίτευξη του αντικειμένου της επιχείρησης. Η διατύπωση της πρώτης παραγράφου του άρθρου 2 του νέου νόμου προδίδει πάντως την επιλογή των συντακτών του, για την εξειδίκευση των στόχων που εξυπηρετεί η θέσπιση κανόνων εταιρική διακυβέρνησης. Η αναφορά στην «ενίσχυση» της μακροχρόνιας οικονομική αξίας της εταιρίας» φανερώνει την αποδοχή της θεωρίας που τοποθετεί την εταιρική διακυβέρνηση ως μέτρο τόνωσης της αξίας της μετοχής της εταιρίας (shareholder value theory). Από την άλλη πλευρά όμως, η αναφορά εξίσου στην «προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος» φαίνεται να υπονοεί τη θεωρία που θέτει ως κύριο στόχο της εταιρικής διακυβέρνησης την εξυπηρέτηση του συνόλου των παραγόντων που αναμειγνύονται στην εταιρική δραστηριότητα (stakeholder theory).⁹³ Η συνολική προσέγγιση του νόμου, στην πραγματικότητα, αποκαλύπτει μία προσπάθεια συγκερασμού των δύο αυτών θεωριών. Η εξυπηρέτηση των συμφερόντων των επιμέρους παραγόντων όμως επιτελείται στο πλαίσιο της προώθησης του συμφέροντος της εταιρίας. Κατ' αυτό τον τρόπο, η επιδίωξη της ενίσχυσης της αξίας της μετοχής προσεταιρίζεται το εταιρικό συμφέρον, το οποίο, με τη σειρά του, περικλείει ειδικότερα συμφέροντα. Αυτή η προσέγγιση ωστόσο αφήνει ευρύ πεδίο σύγκρουσης των δύο στόχων, δηλαδή της επιδίωξης της μακροχρόνιας ενίσχυσης της αξίας της μετοχής και της εξυπηρέτησης του γενικού εταιρικού συμφέροντος. Σε μία τέτοια περίπτωση, ανακύπτει το ερώτημα ποιος από τους δύο στόχους θα υπερισχύσει του άλλου. Ο νόμος δε λαμβάνει θέση στο ανωτέρω ζήτημα,

το οποίο θα επιλύεται κατά τη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης της εταιρίας, αλλά με τον κίνδυνο εκ των υστέρων να διαπιστωθεί ότι η συγκεκριμένη στάση του διοικητικού συμβουλίου δεν υπήρξε η ενδεδειγμένη, με συνακόλουθο αποτέλεσμα τη δημιουργία πεδίου ευθύνης των μελών του συμβουλίου. Αυτός ο κίνδυνος είναι υπαρκτός, καθίσταται δε εντονότερος με δεδομένη τη χρήση όρων που επιδέχονται διάφορες ερμηνείες, κατά περίπτωση και ανάλογα με τις υφιστάμενες συνθήκες, όπως π.χ. «μακροχρόνια» ενίσχυση και «γενικό» συμφέρον.

91 Βλ. άρθρα 16 Α ν. 1969/91 και 34 παρ. 1 ν. 2533/97

92 Βλ. άρθρα 35 επ. ν. 2533/97.

93 R. Smerdon, A practical guide to corporate governance, Sweet & Maxwell, London, 1998

Το ζήτημα λαμβάνει μία άλλη διάσταση, ως προς τις εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, για τις οποίες το άρθρο 2 της απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με αριθμό 8422/98 καθιερώνει υποχρέωση της διαχείρισης του χαρτοφυλακίου τους, δηλαδή της εκπλήρωσης του αντικείμενου της επιχείρησης, «αποκλειστικά προς το συμφέρον των επενδυτών», οι οποίοι, στην υπό κρίση περίπτωση, ταυτίζονται με τους μετόχους της εταιρίας. Αυτή η προσέγγιση θα πρέπει να θεωρηθεί ότι μεταβάλλεται με το ν. 3016/02, ο οποίος, είτε ως τέτοιος, είτε ως μεταγενέστερο κείμενο υπερισχύει της κανονιστική απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

3.5 Το γενικό εταιρικό συμφέρον

Η επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας αξίας της εταιρίας εμπεριέχει την αρχή της μεγιστοποίησης του εταιρικού κέρδους, αν και η προώθηση του «γενικού εταιρικού συμφέροντος», ως στόχου που περιλαμβάνει και την εξυπηρέτηση επιμέρους συμφερόντων, επιτρέπει μία περισσότερο ή λιγότερο κοινωνική προσέγγιση της ενάσκησης της εταιρικής δραστηριότητας, όπως αυτή εξειδικεύεται από το ν. 3016/02. Υπό αυτή την έννοια, ως κέρδος θα θεωρείται όχι μόνο το οικονομικό όφελος των μετόχων, αλλά τα γενικότερα οφέλη που αποκομίζουν και οι λοιποί παράγοντες, οι οποίοι εμπλέκονται στην άσκηση της εταιρικής δραστηριότητας.⁹⁴ Ο νόμος ωστόσο, περιορίζει το γενικό συμφέρον, με άξονα την εταιρία, θεωρώντας αυτό ως εταιρικό συμφέρον. Υπό αυτή την έννοια, ο ν. 3016/02 δεν εκφράζει απόλυτα την κοινωνιολογική θεώρηση της εταιρίας. Η ενίσχυση της αξίας της εταιρίας, σε μακροπρόθεσμη βάση, πάντως, απολήγει και σε εξυπηρέτηση του κοινωνικού συμφέροντος. Σε κάθε περίπτωση, με την εξειδίκευση του εταιρικού συμφέροντος ως γενικού, προφανώς υπονοώντας ότι αυτό περιλαμβάνει και άλλα επιμέρους ειδικά συμφέροντα, ο ν. 3016/02 αποδέχεται την ιδιαιτερότητα και την αυτοτέλεια του εταιρικού συμφέροντος, σε σχέση με τα επιμέρους συμφέροντα των λοιπών παραγόντων που αναμειγνύονται στην ενάσκηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Θέτοντας όμως ως πρώτη υποχρέωση των μελών του διοικητικού συμβουλίου όμως ως πρώτη υποχρέωση των μελών του διοικητικού συμβουλίου την εξυπηρέτηση άλλου συμφέροντος, σε βάρος του εταιρικού, με την έννοια ότι αυτό το συμφέρον θα διαφοροποιείτο από το «γενικό εταιρικό συμφέρον», όπως το τελευταίο εκλαμβάνεται από το ν. 3016/02.

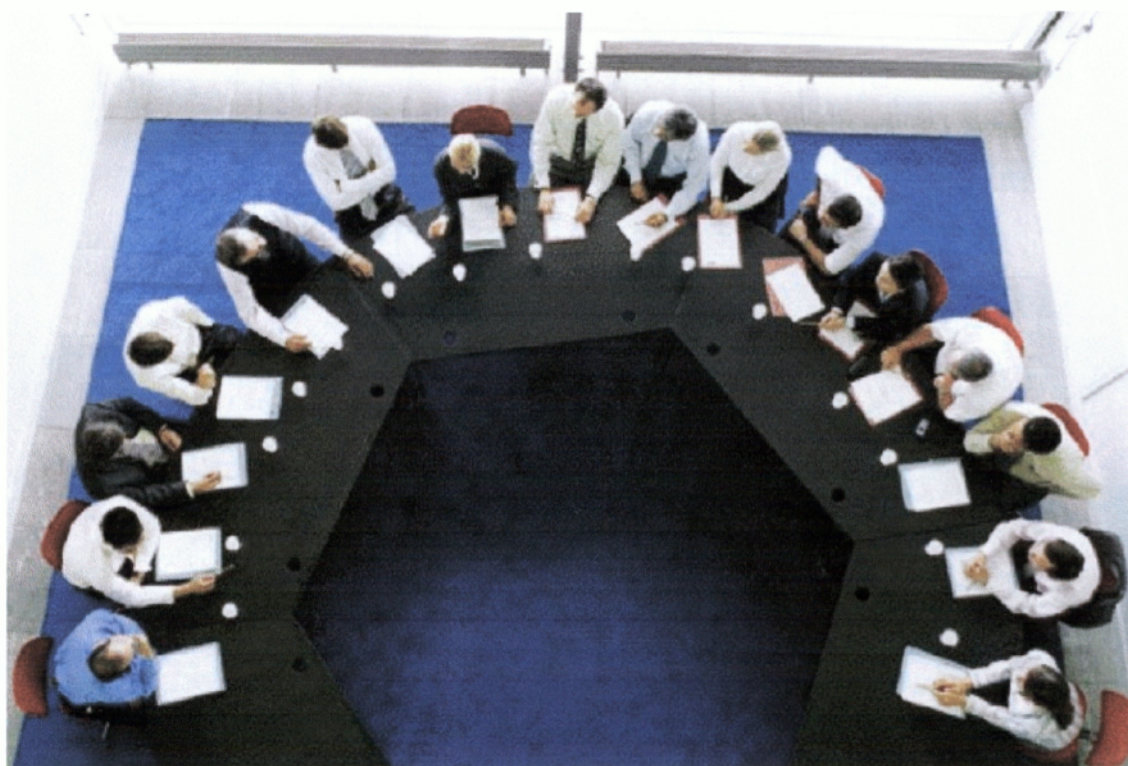
Επομένως, το διοικητικό συμβούλιο οφείλει να θέτει το εταιρικό συμφέρον σε ανώτερη βαθμίδα ιεραρχίας από το κοινωνικό, στο μέτρο που το δεύτερο δε συνδέεται με το πρώτο. Το πότε αυτό θα συμβαίνει θα κρίνεται κατά περίπτωση, αλλά με βάση το δεδομένο προσανατολισμό του νόμου προς την εξυπηρέτηση του εταιρικού συμφέροντος. Το ζήτημα είναι ότι ο ν. 3016/02 δεν περιέχει ασφαλές κριτήριο, για την εννοιολογική οριοθέτηση του εταιρικού συμφέροντος, που θα συνιστά τη βάση για τη συμπεριφορά της διοίκησης της εταιρίας. Από την άλλη πλευρά πάντως, δε μπορεί να αγνοηθεί και το γεγονός ότι, συχνά, για τη λήψη απόφασης, θα τίθεται ζήτημα επιλογής μεταξύ του μέγιστου δυνατού κέρδους και του επαρκούς και αποδεκτού κέρδους, καθώς και μεταξύ του κέρδους και της ανάπτυξης.⁹⁵

Στην πραγματικότητα, οι επιδιώξεις και, άρα, τα συμφέροντα, κάθε φορέα αξιολογούνται και κατατάσσονται σε τάξεις, ανάλογα με τη σπουδαιότητά τους. Η εξισορρόπηση των επιμέρους συμφερόντων έχει την έννοια όχι της θυσίας οφέλους, αλλά της ικανοποίησης αυτών των συμφερόντων, όμως μόνο στην έκταση που είναι αναγκαία για την επίτευξη του μέγιστου δυνατού κέρδους, σε μακροπρόθεσμη βάση.⁹⁶ Το εταιρικό συμφέρον προβάλλει συνεπώς ως η συνισταμένη επιμέρους συμφερόντων.⁹⁷

Το ζήτημα εντοπίζεται στην ανεύρεση του κριτηρίου, με βάση το οποίο θα σχηματίζεται η συνισταμένη των επιμέρους συμφερόντων, που συνθέτουν το εταιρικό -κοινωνικό συμφέρον, χωρίς όμως αυτό να ταυτίζεται με το άθροισμα αυτών των συμφερόντων. Πρακτικά, θα επιτελείται ιεράρχηση των επιμέρους συμφερόντων, κατά περίπτωση, για την ανεύρεση της συνισταμένης, με στόχο την εξυπηρέτηση, στο μεγαλύτερο δυνατό βαθμό, του μεγαλύτερου αριθμού συμφερόντων, ή του σημαντικότερου από τα επιμέρους συμφέροντα. Υπό αυτή την έννοια, κάποια επιμέρους συμφέροντα θα αναβαθμίζονται, σε βάρος άλλων, που θα τοποθετούνται σε δεύτερη μοίρα. Αυτή η αναβάθμιση θα είναι πάντως περιπτωσιολογική. Επομένως, το εταιρικό συμφέρον, ως συνισταμένη επιμέρους συμφερόντων, θα προσδιορίζεται κατά περίπτωση.

Αυτή η αναφορά στο γενικό εταιρικό συμφέρον, υπό την ανωτέρω έννοια, της συνισταμένης επιμέρους συμφερόντων, επιτρέπει μία οριοθέτηση του τρόπου ενέργειας του διοικητικού συμβουλίου, με βάση μία περισσότερο ή λιγότερο κοινωνική προσέγγιση, δηλαδή προς την εξυπηρέτηση κοινωνικών συμφερόντων, στο μέτρο που αυτά εξυπηρετούν, σε μακροπρόθεσμη βάση, την εταιρία και προάγουν,

στην ίδια βάση, την αξία της. Εξυπακούεται πάντως ότι ως κέρδος το οποίο εγγράφεται στην εξυπηρέτηση επιμέρους συμφέροντος, νοείται το κέρδος που αποκομίζεται νόμιμα. Δηλαδή με μεθόδευση σύμφωνη με την ομαλή λειτουργία της αγοράς και χωρίς νόθευση του ανταγωνισμού. 98



94 Walter de Gruyter, Berlin/ New York, 1985

95 Krause, ό. π., 105

96 J.E. Parkinson, Corporate power and responsibility. Issues in the theory of company law, Clarendon Press, Oxford, 1996, 288

97 H. Steinmann, The enterprise as a political system in. Hopt / Teubner, ό. π., 418

98 Krause, ό. π., 105

3.6 Ο μακροπρόθεσμος χαρακτήρας των στόχων της διοίκησης της Α.Ε.

Ο μακροπρόθεσμος προσανατολισμός της στάσης του διοικητικού συμβουλίου δικαιολογεί ωστόσο επιλογές, οι οποίες, σε βραχυπρόθεσμη βάση, δε θα ενισχύουν την αξία της εταιρίας, ή ακόμη και θα μειώνουν αυτή την αξία. Ένα τέτοιο αποτέλεσμα εμφανίζεται συμβατό με το ν. 3016/02, στο μέτρο που, σε μακροπρόθεσμη βάση, θα ανατραπεί, ώστε να επέλθει η επαύξηση της αξίας της εταιρίας. Το ζήτημα που ανακύπτει, είναι από ποιο σημείο και πέρα κάποιος στόχος έχει μακροπρόθεσμη ή βραχυπρόθεσμη, ή μεσοπρόθεσμη, βάση ώστε να δικαιολογείται ενέργεια που δε θα αυξάνει την αξία της εταιρίας. Ο χαρακτηρισμός ενός στόχου ως μακροπρόθεσμου ή βραχυπρόθεσμου, πέρα από το γεγονός ότι θα κρίνεται κατά περίπτωση, ανάλογα με τις υφιστάμενες συγκυρίες, ενέχει υποκειμενική –αλλά και η αντικειμενική χροιά. Εννοείται πως η σχετική κρίση για το μακροπρόθεσμο ή βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα κάποιας απόφασης θα εναπόκειται στο διοικητικό συμβούλιο, το οποίο πάντως θα ελέγχεται για αυτή του την επιλογή. Εξάλλου, δεν αποκλείεται η αποδοχή της βραχυπρόθεσμης μείωσης της αξίας της μετοχής, με την προοπτική της μακροπρόθεσμης αύξησης της αξίας της εταιρίας να οδηγήσει σε διατήρηση της κατάστασης της μειωμένης τιμής της μετοχής σε περισσότερο μακροχρόνια βάση, παρά τις αρχικές προβλέψεις του διοικητικού συμβουλίου. Σε μία τέτοια περίπτωση, οι προοπτικές που θα έχει θέσει το συμβούλιο θα έχουν ανατραπεί, οπότε θα τίθεται το ζήτημα της ορθότητας της επιλογής του συμβουλίου. Πράγματι, η ενίσχυση της αξίας της εταιρίας, σε μακροχρόνια βάση, συνιστά ένα αποτέλεσμα, το οποίο μπορεί και να μην επιτευχθεί. Η κρίση για την αξιολόγηση της σχετικής επιλογής του συμβουλίου θα διενεργηθεί με γνώμονα τα στοιχεία που, τη στιγμή της απόφασης, θα επέτρεπαν στο συμβούλιο να λάβει την απόφασή του, στο πλαίσιο της καλής πίστης, έχοντας την άποψη ότι η μείωση της αξίας της μετοχής, η οποία θα ήταν σε βραχυπρόθεσμη βάση, θα ήταν αναπόφευκτη, προκειμένου να καταλήξει κανείς, στη συνέχεια, σε αύξηση της αξίας της εταιρίας σε μακροπρόθεσμη βάση.

3.7 Οι υποκατάστατοι του διοικητικού συμβουλίου

Ο νόμος, ωστόσο, στην παράγραφο 1 του άρθρου 2, ακολουθεί μία μινιμαλιστική προσέγγιση, στο μέτρο που προκρίνει ως υποκείμενα της υποχρέωσης δράσης σύμφωνα με το «γενικό εταιρικό συμφέρον», κατά τα αμέσως ανωτέρω οριζόμενα, μόνο τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας και όχι και τα λοιπά στελέχη της, τα οποία όμως μετέχουν εξίσου στο management της εταιρίας. Ωστόσο, ακόμη και εάν αυτό το συμπέρασμα δεν προκύπτει από τη γραμματική διατύπωση του νόμου, σε αυτό το σημείο, το πεδίο της υποχρέωσης καλύπτει και τα πρόσωπα που ενεργούν ως υποκατάστατοι του διοικητικού συμβουλίου, κατ' εφαρμογή των διατάξεων των άρθρων 18 παρ. 2 και 22 παρ. 3 ν. 2190/20. Πράγματι, αυτοί οι υποκατάστατοι οφείλουν να ενεργούν όπως ακριβώς και τα μέλη του συμβουλίου, τα οποία έχουν, πρωτογενώς, τη σχετική υποχρέωση. Αυτή μεταφέρεται και στα πρόσωπα τα οποία ενεργούν αντί για το διοικητικό συμβούλιο, τα οποία έχουν, πρωτογενώς, τη σχετική υποχρέωση. Αυτή μεταφέρεται και στα πρόσωπα τα οποία ενεργούν αντί για το διοικητικό συμβούλιο, ασκώντας αρμοδιότητα την οποία αυτό διαθέτει, ως συλλογικό όργανο.

Το συμβούλιο, παράλληλα, διατηρεί και αυτό την υποχρέωση δράσης στο πλαίσιο που θέτει το άρθρο 2 παρ. 1. Οφείλει δε, επιπλέον, στο πλαίσιο του ελέγχου της δραστηριότητας του 99 υποκατάστατου να μεριμνά ώστε αυτός να ασκεί τα καθήκοντά του, ως τέτοιος, σύμφωνα με το άρθρο 2 παρ. 1. Ερωτάται εάν η υποχρέωση του άρθρου 2 παρ. 1 ισχύει και για τα πρόσωπα που ενεργούν ως υποκατάστατοι του διοικητικού συμβουλίου με βάση όχι σχέση εταιρικού δικαίου, αλλά σχέση ειδικής πληρεξουσιότητας. Η καταφατική απάντηση στο ανωτέρω ερώτημα, η οποία υπαγορεύεται και από τις αρχές που ισχύουν στη σχέση αντιπροσώπευσης, επιτρέπει τη διατήρηση της συνέπειας, σε σχέση με τη λύση που δόθηκε για την περίπτωση της καταστατικής υποκατάστασης του συμβουλίου. Επομένως, αυτή η λύση δε διαφοροποιείται, όταν πρόκειται για υποκατάσταση του διοικητικού συμβουλίου δια μέσου της παροχή ειδικής πληρεξουσιότητας, από αυτό, για την ενάσκηση αρμοδιότητας του συμβουλίου.

Η ευθύνη των μελών του διοικητικού συμβουλίου

Το άρθρο 2 παρ. 1 θεμελιώνει υποχρέωση συμπεριφοράς των μελών του διοικητικού συμβουλίου, προς συγκεκριμένη κατεύθυνση. Η μη τήρηση αυτής της υποχρέωσης, όπως και ο πλημμελής έλεγχος της συμπεριφοράς του υποκατάστατου του συμβουλίου, ώστε και αυτός να ενεργεί με βάση τον κανόνα του άρθρου 2 παρ. 1, επισύρει την ευθύνη των μελών του διοικητικού συμβουλίου έναντι της εταιρίας, με βάση τα άρθρα 22α και 22β ν.2190/20.

3.8 Το αρμόδιο όργανο για την απονομή της ιδιότητας του εκτελεστικού, του μη εκτελεστικού και του ανεξάρτητου μέλους του διοικητικού συμβουλίου

Ο ρόλος του διοικητικού συμβουλίου και της γενικής συνέλευσης

Σύμφωνα με την αρχική διατύπωση του άρθρου 4 παρ. 3 ν. 3016/02, η ιδιότητα του εκτελεστικού, μη εκτελεστικού και ανεξάρτητου μέλους του διοικητικού συμβουλίου απονεμόταν από τη γενική συνέλευση, η οποία θα είχε εκλέξει το συμβούλιο. Το άρθρο 4 παρ. 3 ν. 3016/02 δε συνέδεε αυτή την απονομή με τη συγκρότηση του διοικητικού συμβουλίου σε σώμα. Επομένως, η συνέλευση θα επέλεγε, για το διοικητικό συμβούλιο, μέλη που θα συγκέντρωναν τα στοιχεία τα οποία θα απαιτούνταν, ώστε να εκλεγούν και να λάβουν τη συγκεκριμένη, κατά περίπτωση, ιδιότητα.

Από την πλευρά του, το διοικητικό συμβούλιο, θα έπρεπε να έχει φροντίσει, εφόσον παρουσίαζε στη συνέλευση κατάλογο υποψήφιων μελών του συμβουλίου να έχει καταστήσει στη συνέλευση σαφές ότι τα συγκεκριμένα πρόσωπα θα μπορούν να εκλεγούν και να λάβουν τη συγκεκριμένη ιδιότητα, δηλαδή του ανεξάρτητου, μη εκτελεστικού ή εκτελεστικού. Επιπρόσθετα, το διοικητικό συμβούλιο όφειλε να συνδράμει τη συνέλευση να αντιληφθεί εάν τα πρόσωπα που αυτή προτίθετο να ελέγξει, θα μπορούσαν να λάβουν και την ιδιότητα του εκτελεστικού, ή μη εκτελεστικού ή ανεξάρτητου μέλους του συμβουλίου, παρέχοντας στους μετόχους της αναγκαίες για την έκφραση της σχετικής κρίσης τους πληροφορίες. Η συνέλευση, ορίζοντας ποια μέλη θα είχαν την ιδιότητα του μη εκτελεστικού και του ανεξάρτητου μέλους, καθόριζε και τον αριθμό αυτών, λαμβάνοντας υπόψη τον ελάχιστο αριθμό τέτοιων μελών, που προβλέπεται από το άρθρο 3 παρ. 1 ν. 3016/02. Αυτός ο αριθμός δεν επιτρεπόταν να μεταβληθεί παρά μόνο με απόφαση της γενικής συνέλευσης, πάντοτε εντός των ορίων που θα διέγραφε και το καταστατικό της εταιρίας. Η συνέλευση, με αυτή την απόφασή της, θα όριζε διαφορετική σύνθεση του συμβουλίου. Το άρθρο 26 παρ. 1 ν. 3091/02 μεταβάλλει αυτή την κατάσταση, προσθέτοντας στην παράγραφο 3 του άρθρου 3 ν. 3016/02 ένα νέο εδάφιο, το οποίο διαφοροποιεί την απονομή της ιδιότητας του εκτελεστικού και του μη εκτελεστικού μέλους του συμβουλίου, από την απονομή της ιδιότητας του ανεξάρτητου μέλους του. Στην πρώτη περίπτωση, η απονομή διενεργείται από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας, ενώ στη δεύτερη, από τη γενική συνέλευση. Δε θα πρέπει ωστόσο να διαφύγει της προσοχής ότι, στο μέτρο που η συνέλευση απονέμει σε μέλη του συμβουλίου την ιδιότητα του ανεξάρτητου μέλους του, δεσμεύει το συμβούλιο να ορίσει αυτά ως με εκτελεστικά μέλη του. Η νέα ρύθμιση, με αυτό τον τρόπο, συνδέει τη διάκριση μεταξύ εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών με τη συγκρότηση του διοικητικού συμβουλίου σε σώμα. Η σύνδεση είναι επιτυχής, διότι η κατανομή αρμοδιοτήτων διοίκησης της εταιρίας από το συμβούλιο δε μπορεί παρά να έχει ως βάση της αυτή τη διάκριση. Σημειώνεται ότι η αρμοδιότητα του συμβουλίου για τη διάκριση των μελών του σε εκτελεστικά και μη εκτελεστικά πηγάζει από το νόμο και είναι αποκλειστική. Επομένως, το συμβούλιο δε δύναται να μεταβιβάσει αυτή, ούτε το καταστατικό της εταιρίας μπορεί να αναθέσει αυτή την εξουσία στη γενική συνέλευση. Δεν αποκλείεται όμως το καταστατικό της εταιρίας να ορίζει ότι το συμβούλιο θα περιλαμβάνει στη σύνθεσή του συγκεκριμένο αριθμό εκτελεστικών ή μη εκτελεστικών μελών, αφήνοντας στο συμβούλιο μόνο τον προσδιορισμό των

προσώπων που θα καταλάβουν τον ήδη προκαθορισμένο αριθμό θέσεων. Η απονομή της ιδιότητας του ανεξάρτητου μέλους δε συνδέεται πάντως, κατ' ανάγκη, με την εκλογή μελών διοικητικούς συμβουλίου. Η γενική συνέλευση, πράγματι, στο πλαίσιο της ενάσκησης της αρμοδιότητας της για τον ορισμό ανεξάρτητων μελών του συμβουλίου, δύναται να ορίσει υφιστάμενα μέλη του, ως τέτοια, ενδεχόμενα αφαιρώντας και την ιδιότητα του ανεξάρτητου μέλους από άλλο μέλος του συμβουλίου. Η συνέλευση μάλιστα, ως ανώτατο όργανο της εταιρίας, το οποίο ανακαλεί ελεύθερα τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και, επομένως, αφαιρεί την ιδιότητα του ανεξάρτητου μέλους από αυτό, δικαιούται να ορίσει ως ανεξάρτητο μέλος του συμβουλίου και μέλος το οποίο, μέχρι εκείνη τη στιγμή, θα ήταν εκτελεστικό, αρκεί να μη συντρέχει στο πρόσωπο του ασυμβίβαστο από εκείνα που προβλέπονται στο άρθρο 4 παρ. 1 ν. 3016/02.

Σε μία τέτοια περίπτωση, το συμβούλιο θα υποχρεούται να ανακατανείμει άμεσα το ρόλο των μελών του σε εκτελεστικά και μη εκτελεστικά, με νεότερη απόφαση του, για να λάβει υπόψη τα νέα δεδομένα.¹⁰⁰

3.9 Η δυνατότητα συμπλήρωσης κενής θέσης μέλους του διοικητικού συμβουλίου από το συμβούλιο

Υπό το καθεστώς πριν από το ν. 3091/02, ανέκυπτε το ερώτημα εάν το γεγονός ότι το άρθρο 4 παρ. 3 ανέθετε στη γενική συνέλευση την εξουσία απονομής της ιδιότητας του εκτελεστικού, μη εκτελεστικού και ανεξάρτητου μέλους του συμβουλίου, είχε την έννοια ότι αυτή η εξουσία δεν ήταν δυνατό να απονεμηθεί στο διοικητικό συμβούλιο, κατ' εφαρμογή του άρθρου 34 παρ. 2 στοιχ. α ν. 2190/20, όταν αυτό καλούταν να συμπληρώσει κενή θέση μέλους του συμβουλίου. Με άλλες λέξεις, προβληματιζόταν κανείς, εάν, σε περίπτωση κένωσης θέσης μη εκτελεστικού ή ανεξάρτητου μέλους του συμβουλίου, αυτό, όταν θα συμπλήρωνε την κενή θέση, θα προσέδιδε στον αντικαταστάτη του μέλους του συμβουλίου και την ιδιότητα που κατείχε ο προκάτοχός του. Η αρνητική απάντηση σε αυτό το ερώτημα θα μπορούσε να βρει επιχείρημα στη γραμματική διατύπωση του άρθρου 4 παρ. 3. Αυτό το επιχείρημα ωστόσο, κατά τη γνώμη μας, δεν ήταν καθοριστικής σημασίας. Στην πραγματικότητα, αυτό που ήθελε να ορίσει το άρθρο 4 παρ. 3 είναι ότι η συνέλευση

ήταν καταρχήν αρμόδια για την απονομή των ιδιοτήτων των μελών του συμβουλίου ως εκτελεστικών, μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων. Αυτή η αρμοδιότητα δεν έθιγε την εξουσία του διοικητικού συμβουλίου να προβαίνει στη συμπλήρωση την κενής θέσης μέλους του συμβουλίου, κατά τα ειδικότερα οριζόμενα στο άρθρο 34 παρ. 2 στοιχ. α, το οποίο εξακολουθούσε να ισχύει. Παράλληλα, ο ν. 3016/02 δημιουργεί υποχρέωση στην εταιρία να περιλαμβάνει στο διοικητικό της συμβούλιο μέλη στα οποία θα απονεμηθούν συγκεκριμένες ιδιότητες. Επιπρόσθετα, ο καθορισμός του αριθμού των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών του συμβουλίου, θα ήταν δεσμευτικός για την εταιρία. Επομένως, εάν χήρευε θέση συμβούλου, θα συμπληρωνόταν από το συμβούλιο, κατ' εφαρμογή του άρθρου 34 παρ. 2 στοιχ. α, με τον ορισμό στη θέση του, ως αντικαταστάτη, μέλους που θα ανταποκρινόταν στα κριτήρια για την απόκτηση της ιδιότητας του μέλους που θα είχε εκλείψει, ως εκτελεστικού, μη εκτελεστικού, ή ανεξάρτητου. Η τήρηση δε της υποχρέωσης διορισμού μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών, η οποία προκύπτει από το νόμο, θα εξασφαλιζόταν από το όργανο που θα προέβαινε στο διορισμό του συγκεκριμένου μέλους. Κάτω από αυτό το πρίσμα, το διοικητικό συμβούλιο, στο οποίο ο ν. 2190/20 και το καταστατικό της εταιρίας έχουν απονεμίσει μία εξουσία-και ένα καθήκον- θα ήταν υποχρεωμένο να συμπληρώσει την κενή θέση, όπως ακριβώς ορίζει ο νόμος, ο οποίος θα δέσμευε το συμβούλιο, κατά τη λήψη των αποφάσεών του. Εξάλλου, η γενική συνέλευση, στη συνέχεια, θα επικύρωνε τον προσωρινό διορισμό του μέλους, ή τουλάχιστον θα αποφαινόταν για αυτόν και πάλι όπως ορίζει ο νόμος. Με αυτή της την απόφαση, διασφαλιζόταν και η συμμετοχή της συνέλευσης στη σχετική διαδικασία, ώστε και ο τύπος, κυρίως όμως η ουσία, του νόμου να πληρούται. Εξάλλου, η αποδοχή της αντίθετης άποψης, δηλαδή ότι μόνο η συνέλευση θα είχε την εξουσία συμπλήρωσης της θέσης μη εκτελεστικού ή ανεξάρτητου μέλους, πρακτικά, θα κατέλυε την εξουσία του συμβουλίου να προβαίνει στη συμπλήρωση της κενής θέσης, συνολικά, στο μέτρο που, με βάση την ίδια λογική, το συμβούλιο δε θα μπορούσε να διορίσει, κατ' εφαρμογή του άρθρου 34 παρ. 2 στοιχ. α, κανένα μέλος, εφόσον θα έπρεπε να απονεμίσει σε αυτό και την ιδιότητα του εκτελεστικού, μη εκτελεστικού ή ανεξάρτητου μέλους

Πρακτικά δε, η σύγκληση της συνέλευσης για τη λήψη απόφασης σχετικά με το διορισμό νέου μέλους του συμβουλίου, θα ήταν αδύνατη, στο μέτρο που το διοικητικό συμβούλιο, χωρίς νόμιμη σύνθεση, δε θα μπορούσε να προβεί σε αυτή την ενέργεια, χωρίς τη συμπλήρωση της κενής θέσης. Το ζήτημα θα λάμβανε εξαιρετικά επικίνδυνες διαστάσεις, για την ομαλή λειτουργία της εταιρίας, η οποία, στο μέτρο που το διοικητικό συμβούλιο δε θα είχε νόμιμη σύνθεση, θα στερείτο νόμιμης διοίκησης (έλλειψη διοικήσεως), με συνακόλουθη συνέπεια την αδυναμία ακόμη και σύγκλησης γενικής συνέλευσης για την εκλογή νέου μέλους του συμβουλίου. Ακριβώς δε επειδή η εταιρία θα ήταν εισηγμένη, η διασφάλιση καθολικής γενικής συνέλευσης θα απέβαινε αδύνατη, με τελικό αποτέλεσμα την ανάγκη προσφυγής, οποιουδήποτε θα είχε έννομο συμφέρον προς τούτο, στο δικαστήριο, το οποίο θα όριζε, κατ' εφαρμογή του άρθρου 69 ΑΚ, προσωρινή διοίκηση, η οποία θα συγκαλούσε συνέλευση για τον ορισμό οριστικού διοικητικού συμβουλίου.¹⁰¹ Μέχρι δε το διορισμό προσωρινής διοίκησης, η εταιρία θα στερείτο διοίκησης, καθόσον το υφιστάμενο συμβούλιο δε θα είχε νόμιμη σύνθεση. Η συμπλήρωση κενής θέσης συμβούλου από το ίδιο το συμβούλιο δημιουργούσε πάντως ένα πρακτικό ζήτημα, σε σχέση με την υποχρέωση γνωστοποίησης του διορισμού του, κατ' εφαρμογή του άρθρου 4 παρ. 3 ν. 3016/02, στο μέτρο που η συμπλήρωση της κενής θέσης δε θα οδηγούσε σε εκ νέου συγκρότηση του διοικητικού συμβουλίου σε σώμα, όπως δέχεται η αρμόδια εποπτική αρχή. Σε τέτοια περίπτωση, δε θα υπήρχε η αφετηρία, με βάση την οποία θα υπολογιζόταν η προθεσμία για τη γνωστοποίηση του διορισμού των μελών του συμβουλίου, σύμφωνα με αυτή τη διάταξη. Σε κάθε περίπτωση πάντως, από αυτό το πρόβλημα, δεν ήταν δυνατό να συνάγει κανείς την ανυπαρξία της γνωστοποίησης του νέου διορισμού, στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.¹⁰²

101 Σ. Μούζουλα, Έλλειψη διοικήσεως ανώνυμης εταιρίας, Ζητήματα ερμηνείας του άρθρου 69ΑΚ, ΑρχΝ 1993, 98, και 99

102 Λ. Αθανασίου, Εισαγωγή μη εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ. εισηγμένων εταιριών :Υποχρεώσεις και ευθύνη

ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΣ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ

3.10 Η νομική φύση του εσωτερικού κανονισμού της εργασίας

Ο υποχρεωτικός χαρακτήρας του εσωτερικού κανονισμού

Ο εσωτερικός κανονισμός της εταιρίας συνιστά εσωτερικό της έγγραφο, η κατάρτιση του οποίου δεν επιβάλλεται από το κοινό δίκαιο των ανωνύμων εταιριών. Ως προς τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρίες, η υποχρέωση σύνταξης εσωτερικού κανονισμού προκύπτει ήδη, πριν από την ισχύ του ν. 3016/02, από την απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με αριθμό 5/204/2000103 . Σύμφωνα με αυτή τη διάταξη, ο εσωτερικός κανονισμός που θα συντάσσεται, θα πρέπει να ανταποκρίνεται στο μέγεθος της εταιρίας και στο αντικείμενο της δραστηριότητάς της, θα εκφράζει δε τις αρχές σύγχρονης οργάνωσης και θα έχει ως βάση το οργανόγραμμα της εταιρίας. Το άρθρο 6 παρ. 1 ν. 3016/02 επιβάλλει την κατάρτιση εσωτερικού κανονισμού και στις εταιρίες οι οποίες προτίθενται να εισαγάγουν τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο. Η υποχρέωση έχει ως απώτερο χρονικό σημείο την υποβολή της αίτησης για την εισαγωγή. Η νέα ρύθμιση ωστόσο διατηρεί και την ισχύ της παλαιάς, δηλαδή αυτής της ανωτέρω απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Ο χαρακτήρας του εσωτερικού κανονισμού σε σχέση με το καταστατικό της εταιρίας και τυχόν εξωεταιρικές συμφωνίες

Η νομική θεμελίωση της υποχρέωσης κατάρτισης εσωτερικού κανονισμού, για αυτές τις εταιρίες, δε μεταβάλλει ωστόσο την ιεράρχησή του, σε σχέση αφενός μεν με το καταστατικό της εταιρίας, αφετέρου δε με τις τυχόν εξωεταιρικές συμφωνίες, οι οποίες περιέχουν δεσμεύσεις για τους μετόχους και, ενδεχόμενα, για την εταιρία. Ο εσωτερικός κανονισμός προκύπτει από σχετική απόφαση εταιρικού οργάνου. Υπό αυτή την έννοια, συνιστά εταιρική πράξη και σε αυτό το σημείο διαφοροποιείται από τις εξωεταιρικές συμφωνίες. Οι τελευταίες εκφράζουν τη βούληση των εταίρων να οργανώσουν τις σχέσεις τους, ή τη δραστηριότητά τους, στο εσωτερικό της εταιρίας¹⁰⁴ . Οι εξωεταιρικές συμφωνίες, ωστόσο μπορεί να έχουν ως συμβαλλόμενα μέρος και την εταιρία. Σε μία τέτοια περίπτωση όμως, ως εταιρική πράξη νοείται η δήλωση βούλησης της εταιρίας. Ο χαρακτηρισμός του εσωτερικού κανονισμού ως πράξη της εταιρίας ή ως συμφωνία των εταιριών δε στερείται πρακτικής σημασίας, διότι, σε περίπτωση αγωγής ακύρωσης του εσωτερικού κανονισμού, εάν αυτός

αποτελεί πράξη της εταιρίας, η σχετική αγωγή θα στρέφεται κατά της τελευταίας, ενώ, εάν συνιστά συμφωνία των εταίρων, η αγωγή θα στρέφεται κατά των μερών της συμφωνίας. Από την άλλη πλευρά πάντως, δεν είναι δυνατό ρυθμίσεις που αποτελούν το ελάχιστο περιεχόμενο του καταστατικού να περικλείονται στον εσωτερικό κανονισμό της εταιρίας και όχι στο καταστατικό της. Ο εσωτερικός κανονισμός, ως προς τις σχέσεις μεταξύ των εταίρων, έχει τη ίδια νομική ισχύ με το καταστατικό της εταιρίας.

Ωστόσο, σε περίπτωση σύγκρουσης μεταξύ του καταστατικού της εταιρίας και του εσωτερικού της κανονισμού, υπερισχύει το πρώτο, το οποίο, μεταξύ των δύο, τοποθετείται, ιεραρχικά, σε υψηλότερη βαθμίδα. Στην πραγματικότητα, ο εσωτερικός κανονισμός εξειδικεύει τις ρυθμίσεις του καταστατικού της εταιρίας και, για αυτό το λόγο υπόκειται στο τελευταίο. Εξάλλου, ο εσωτερικός κανονισμός δεν αντιτάσσεται στους τρίτους, διότι, αντίθετα με το καταστατικό, δεν αποτελεί αντικείμενο διατυπώσεων δημοσιότητας. Επομένως, ο τρίτος, ο οποίος αποκτά μετοχές της εταιρίας, δε δεσμεύεται από τον εσωτερικό κανονισμό της, εκτός εάν δέχθηκε τέτοια δέσμευση, ή εάν αυτή πηγάζει από το καταστατικό της εταιρίας, το οποίο περιέχει σχετική διάταξη.

103 Άρθρο 11, σε συνδυασμό με άρθρο 1 της απόφασης.

104 D. Velardocchio – Flores, *Les accords extra – statutaires entre associés*, Presses Universitaires de Marseille, 1993, 48

3.11 Η κατάρτιση και το περιεχόμενο του εσωτερικού κανονισμού της εταιρείας

Το αρμόδιο όργανο για την κατάρτιση του εσωτερικού κανονισμού

Η σύνταξη του εσωτερικού κανονισμού ανατίθεται, ως αρμοδιότητα, στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας.¹⁰⁵ Το συμβούλιο, για την κατάρτιση του κανονισμού, θα λάβει σχετική απόφαση, με τη νόμιμη διαδικασία που προβλέπει ο ν. 2190/20 και το καταστατικό της εταιρείας. Το ερώτημα ανακύπτει εάν η αρμοδιότητα του διοικητικού συμβουλίου για την κατάρτιση του εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας της εταιρείας είναι αποκλειστική. Ορθότερη φαίνεται η καταφατική απάντηση στο ανωτέρω ερώτημα. Επομένως, το διοικητικό συμβούλιο δεν επιτρέπεται να αναθέσει, κατ' εφαρμογή των σχετικών διατάξεων του ν. 2190/20, τη σύνταξη του εσωτερικού κανονισμού στη σφαίρα των αρμοδιοτήτων της διοίκησης, αποκλείει την κατάρτιση αυτού από τη γενική συνέλευση των μετόχων.

Το περιεχόμενο του εσωτερικού κανονισμού της εταιρείας σε σχέση με προγενέστερες σχετικές ρυθμίσεις.

Η παράγραφος 2 του άρθρου 6 ν. 3016/02 εξειδικεύει το ειδικότερο περιεχόμενο του εσωτερικού κανονισμού των εισηγμένων εταιριών. Το παράδοξο είναι ότι οι διατάξεις αυτής της παραγράφου έχουν ειδικότερο περιεχόμενο, από αυτής του άρθρου 11 της απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με αριθμό 5/204/2000. Αυτό το τελευταίο άρθρο, όπως ήδη εκτέθηκε, περιορίζεται σε κάποια κριτήρια, στα οποία θα πρέπει να ανταποκρίνεται ο εσωτερικός κανονισμός λειτουργίας, αφήνοντας τις εταιρίες να εξειδικεύσουν το κατιδίαν περιεχόμενο του εσωτερικού κανονισμού. Αντίθετα, το άρθρο 6 παρ. 2 αναγράφει κάποια στοιχεία, τα οποία αποτελούν το ελάχιστο περιεχόμενο του εσωτερικού κανονισμού της εταιρείας. Κατ' ακολουθία, η διάταξη μίας κανονιστικής απόφασης εμφανίζεται να έχει γενικότερο αντικείμενο, από ότι η διάταξη ενός νόμου, γεγονός που, από νομοτεχνικής άποψης, είναι τουλάχιστον ασύνηθες.

¹⁰⁵ Άρθρο 6 παρ. 1 τελ. Εδάφιο.

Σε κάθε περίπτωση, τα κριτήρια στα οποία θα πρέπει να ανταποκρίνεται ο εσωτερικός κανονισμός των εισηγμένων εταιριών, σύμφωνα με το άρθρο 11, όπως ήδη λέχθηκε, δεν επηρεάζονται από τη νέα ρύθμιση. Η τελευταία όμως εφαρμόζεται και στις εταιρίες οι οποίες προτίθενται να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο. Επομένως, θα μπορούσε κανείς να συνάγει αντεπιχείρημα, από αυτό το γεγονός, για να υποστηρίξει ότι, κατά την υποβολή της αίτησης εισαγωγής στο Χρηματιστήριο, ο εσωτερικός κανονισμός της αιτούσας εταιρίας δε θα πρέπει, υποχρεωτικά, να ανταποκρίνεται στα κριτήρια του άρθρου 11, αφού ο νόμος δεν επιβάλλει τούτο. Αυτή η θέση δε στερείται νομικής σημασίας, εάν κανείς θεωρήσει ότι η εταιρία έχει δικαίωμα προς εισαγωγή στο Χρηματιστήριο, από τη στιγμή κατά την οποία έχει τηρήσει τη διαδικασία που ορίζει η νομοθεσία, για την εισαγωγή, και ανταποκρίνεται στις νόμιμες για την εισαγωγή προϋποθέσεις. 106 Μία τέτοια θέση όμως, αν και σύμφωνη με το γράμμα του νόμου, δε θα πρέπει να γίνει αποδεκτή, με βάση μία τελεολογική ερμηνεία της διάταξης, τόσο του άρθρου 11 όσο και της παραγράφου 2 του άρθρου 6. Ορθότερο ωστόσο θα ήταν η υποχρέωση της σύνταξης εσωτερικού κανονισμού να προκύπτει από μία ενιαία διάταξη, η οποία και θα όριζε τις σχετικές ρυθμίσεις, ιδίως ως προς το περιεχόμενό του.

Η διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρίας

Ο εσωτερικός κανονισμός της εταιρίας περιλαμβάνει καταρχήν τη διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρίας. Αυτή η διάρθρωση περικλείει τα ακόλουθα στοιχεία:

- Θέση της κάθε υπηρεσίας στο γενικό οργανόγραμμα της εταιρίας, ιδίως σε σχέση με τις λοιπές υπηρεσίες της εταιρίας και με τη διοίκηση της.
- Αντικείμενο των εργασιών της κάθε υπηρεσίας.
- Διάκριση των επιμέρους τμημάτων που υπάγονται σε κάθε υπηρεσία της εταιρίας, με παρουσίαση των επιμέρους εργασιών κάθε τμήματος.

Μεταξύ των υπηρεσιών της εταιρίας θα πρέπει να περιλαμβάνονται τουλάχιστον υπηρεσίες εσωτερικού ελέγχου, εξυπηρέτησης μετόχων και εταιρικών ανακοινώσεων. Η αναφορά σε «υπηρεσίες» και όχι σε υπηρεσία, προφανώς, υπονοεί την ύπαρξη χωριστών, δηλαδή αυτοτελών υπηρεσιών. Πράγματι, δεν επιδέχεται αμφισβήτηση ότι η υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου θα είναι αυτοτελής, δηλαδή χωριστή από οποιαδήποτε άλλη υπηρεσία της εταιρίας, θα υπόκειται δε απευθείας στη διοίκηση της εταιρίας, ώστε να διατηρεί την ανεξαρτησία της. Ως προς αυτή την υπηρεσία, η υπαγωγή του εσωτερικού ελεγκτή σε ένα ή περισσότερα με εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου δεν αναιρεί την ένταξη του εσωτερικού ελέγχου στη σφαίρα των αρμοδιοτήτων του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας, αφού και ο έλεγχος αποτελεί καθήκον του ΔΣ ανατιθέμενο στα μη εκτελεστικά μέλη.

Αντίθετα, το γεγονός ότι ο εσωτερικός ελεγκτής υπόκειται σε μέλη του διοικητικού συμβουλίου, καταδεικνύει αυτή την ένταξη. Εξάλλου, η υπαγωγή του εσωτερικού ελεγκτή σε μέλη μόνο του συμβουλίου δεν αποκλείει την ενάσκηση ελέγχου σε μέλη μόνο του συμβουλίου δεν αποκλείει την ενάσκηση ελέγχου της δραστηριότητας του εσωτερικού ελεγκτή από το συμβούλιο, το οποίο παραμένει υπεύθυνο και για την ενάσκηση του εσωτερικού ελέγχου, ως όργανο που ασκεί και τον έλεγχο της νόμιμης λειτουργίας της εταιρίας. Ο δε εσωτερικός έλεγχος, στην πραγματικότητα, εντάσσεται, λειτουργικά, στη σφαίρα της διοίκησης της εταιρίας. Από την άλλη πλευρά, οι υπηρεσίες εξυπηρέτησης μετόχων και εταιρικών ανακοινώσεων θα μπορούσαν να ενοποιηθούν, ώστε και για τις δύο επιμέρους δραστηριότητες να υφίσταται μία ενιαία υπηρεσία. Στην ίδια αυτή υπηρεσία θα μπορούσε να ενταχθεί και η δραστηριότητα που εντάσσεται στο πλαίσιο των σχέσεων της εταιρίας με τους επενδυτές και που, σύμφωνα με τα ποιοτικά κριτήρια που έχει θεσπίσει το Χρηματιστήριο Αθηνών, θα έχουν οι εταιρίες, οι οποίες θα ανταποκρίνονται σε αυτά τα κριτήρια. Αυτή η ενοποίηση των υπηρεσιών δε νομίζουμε ότι αντίκειται ούτε στο γράμμα της σχετικής διάταξης, στο μέτρο που αυτό τηρείται και με την ερμηνεία ότι ο πληθυντικός τέθηκε για να τονιστεί ο διαχωρισμός της υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου από τις δραστηριότητες που εντάσσονται στους άλλους δύο τομείς, εταιρικές ανακοινώσεις και εξυπηρέτηση μετόχων. Μία τέτοια ερμηνεία, εξάλλου, επιτρέπει στις εταιρίες να μην επωμιστούν το κόστος της λειτουργικής οργάνωσης χωριστών υπηρεσιών¹⁰⁷, με αντικείμενο δραστηριότητας ενέργειες οι οποίες, πρακτικά, θα

μπορούσαν να εκτελεστούν από το ίδιο πρόσωπο, χωρίς να παραβιάζεται κάποιο «συνικό τείχος» ή να μην τηρείται κάποιο ασυμβίβαστο το οποίο προβλέπεται.

Οι ειδικότερες αρμοδιότητες των εκτελεστικών, των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών

Ο εσωτερικός κανονισμός της εταιρίας θα εξειδικεύει τις αρμοδιότητες των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου. Μία τέτοια εξειδίκευση είναι απαραίτητη, ιδίως με δεδομένη την ασάφεια του άρθρου 3 παρ4. 1 ν. 3016/02, ως προς το διαχωρισμό των εξουσιών και των καθηκόντων αυτών των δύο κατηγοριών μελών του συμβουλίου. Η λύση που επιλέγει ο νέος νόμος, πράγματι, με την επιδίωξη διατήρησης της ενότητας του διοικητικού συμβουλίου, ως συλλογικού οργάνου, υπεύθυνου για τη διοίκηση της εταιρίας, δεν αποφεύγει την, φραστική τουλάχιστον, ταύτιση του ρόλου των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών μελών. Κάτω από αυτές τις συνθήκες, ο εσωτερικός κανονισμός λειτουργίας της εταιρίας καλείται να άρει αυτή την ταύτιση, με την εξειδίκευση των κατιδιών αρμοδιοτήτων των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών μελών. Αυτή η λύση του νόμου, η οποία επιτρέπει, στην κάθε εταιρία, να οργανώσει τη διάκριση μεταξύ των μελών του συμβουλίου, ανάλογα με τις ιδιαιτερότητές της, διακρίνεται από ελαστικότητα, που συνιστά, αναμφίβολα, προτέρημα της σχετικής ρύθμισης του νόμου.

106 Σ. Μούζουλα, Ανώνυμη εταιρία με κινητές αξίες εισηγμένες στο χρηματιστήριο σε ΔικΑΕ, Τ. Η, 188

107 Σπήλιος Μούζουλας Ν, 3016/2002 για την Εταιρική Διακυβέρνηση, σελ 142

Από την άλλη όμως πλευρά, δεν είναι βέβαιο ότι ο εσωτερικός κανονισμός θα μπορέσει να διαδραματίσει αυτό το ρόλο του διαχωρισμού καθηκόντων, με δεδομένη την πολυπλοκότητα του ζητήματος και την ευρύτητα των επιμέρους καθηκόντων που εντάσσονται στη σφαίρα της διοίκησης της εταιρίας. Θα υπάρξουν, συνεπώς, θέματα, σχετικά με τις αρμοδιότητες των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών μελών, οι οποίες θα αποτελέσουν αντικείμενο ερμηνείας, ως προς την υπαγωγή τους στο γενικό πλαίσιο καθηκόντων των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου. Στο ελάχιστο περιεχόμενο του εσωτερικού κανονισμού της εταιρίας δεν περιλαμβάνεται πάντως και ο καθορισμός των αρμοδιοτήτων των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου. Σημειώνεται δε ότι ο ν. 3016/02 δεν ορίζει τις ειδικότερες αρμοδιότητες των ανεξάρτητων μελών. Δεν αποκλείεται πάντως ο εσωτερικός κανονισμός της εταιρίας να προβλέπει και τις ειδικότερες αρμοδιότητες και τα καθήκοντα των ανεξάρτητων μελών του συμβουλίου.

Οι διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών

Ο εσωτερικός κανονισμός της εταιρίας θα περιγράφει επιπλέον τις διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών της, καθώς και αξιολόγησης της απόδοσής τους. Υπ' αυτή την έννοια, ο ν. 3016/02 επιβάλλει στις εισηγμένες εταιρίες να θεσπίσουν τέτοιες διαδικασίες. Επισημαίνεται ότι ως διευθυντικά στελέχη νοούνται αυτά που ασκούν ή που έχουν τη δυνατότητα να ασκήσουν διευθυντικά καθήκοντα, ακόμη και ως αναπληρωτές τέτοιου στελέχους. Σημειώνεται επίσης πως τα αποτελέσματα της αξιολόγησης της αποδοτικότητας αυτών των στελεχών μπορεί να συνδυαστούν και με το ύψος των αποδοχών τους, από την απασχόληση τους στην εταιρία.

Οι διαδικασίες παρακολούθησης συναλλαγών για την πρόληψη της κατάχρησης εμπιστευτικής πληροφόρησης

Περιεχόμενο του εσωτερικού κανονισμού θα αποτελούν και οι διαδικασίες παρακολούθησης των συναλλαγών

- ✓ Των μελών του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας

- ✓ Των διευθυντικών της στελεχών, με την έννοια που αναλύεται αμέσως ανωτέρω,
- ✓ Καθώς και, γενικότερα, των προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών, ως προς κινητές αξίες είτε της εταιρίας, είτε άλλης συνδεδεμένης με αυτή εταιρίας, κατ' εφαρμογή του άρθρου 42 ε παρ. 5 ν. 2190/20, εισηγμένης σε χρηματιστηριακή αγορά, εξαιτίας είτε της σχέσης τους με την εταιρία είτε άλλης δραστηριότητας που σχετίζεται με την εταιρία.

Η αναφορά μόνο στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου δεν πρέπει να θεωρηθεί ότι καλύπτει και τα πρόσωπα που ασκούν δραστηριότητα διοίκησης της εταιρίας, χωρίς να έχουν οι ίδιοι την ιδιότητα μέλους του συμβουλίου, ως υποκατάστατοι αυτού του οργάνου, είτε σύμφωνα με ανάθεση αρμοδιότητας, κατ' εφαρμογή των σχετικών διατάξεων του ν. 2190/20 είτε ως πληρεξούσιοι της εταιρίας. Αυτά τα πρόσωπα θα καλύπτονται από τη διάταξη μόνο στο μέτρο που θα έχουν και την ιδιότητα του διευθυντικού στελέχους της εταιρίας, σύμφωνα με τα ανωτέρω εκτιθέμενα. Αυτός είναι και ο λόγος της χωριστής αναφοράς της περίπτωσης σε αυτά τα τελευταία πρόσωπα. Η αποδοχή της αντίθετης άποψης θα προσέδιδε στη διάταξη ευρύτατο περιεχόμενο, διότι θα κάλυπτε ακόμη και πρόσωπα στα οποία θα δινόταν μία συγκεκριμένη εντολή, για τη διενέργεια μία δευτερεύουσας πράξης, ενώ αυτή η επέκταση δε φαίνεται να είναι στις προθέσεις των συντακτών της διάταξης, στο μέτρο που, παράλληλα με τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, μνημονεύονται από τη διάταξη και άλλα πρόσωπα, των οποίων οι συναλλαγές υπόκεινται σε παρακολούθηση.¹⁰⁸

3.12 Εσωτερικός και εξωτερικός έλεγχος-Σύστημα εσωτερικού ελέγχου και εσωτερικής επιθεώρησης

Γενικά

Στα άρθρα 7 και 8 του Νόμου ρυθμίζεται το θέμα του εσωτερικού ελέγχου των εκδοτριών εταιρειών. Ο εσωτερικός έλεγχος, μαζί με τη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου και τον Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας, αποτελεί τους βασικούς άξονες δόμησης του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης, που εισάγει ο Νόμος.

Εσωτερικός και τακτικός έλεγχος

Έλεγχος είναι η προσπάθεια διακρίβωσης του κατά πόσον η παρουσιαζόμενη ως αληθής κατάσταση ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα.¹⁰⁹ Ο ορισμός αυτός, ο οποίος καλύπτει τόσο τον τακτικό όσο και τον εδώ εξεταζόμενο εσωτερικό έλεγχο, διαφοροποιείται ποιοτικά ανάλογα με το αντικείμενο του ελέγχου. Ειδικότερα ο τακτικός (εξωτερικός) έλεγχος της εταιρείας αποσκοπεί στη διακρίβωση της αλήθειας των οικονομικών/λογιστικών καταστάσεων ενώ το αντικείμενο του εσωτερικού ελέγχου είναι εξαιρετικά ευρύτερο και περιλαμβάνει, πέραν της οικονομικής κατάστασης, την ίδια τη λειτουργία και διοίκηση της εταιρείας. Από πλευράς σκοπού, ο τακτικός έλεγχος αποσκοπεί στην απευθείας προστασία των μετόχων, των ιδιοκτητών δηλαδή της επιχείρησης, ενώ ο εσωτερικός έλεγχος διενεργείται κυρίως για την υποστήριξη της ορθής λειτουργίας της διοίκησης της εταιρείας. Η προστασία των μετόχων μέσω του εσωτερικού ελέγχου επιτυγχάνεται με έμμεσο τρόπο, στο μέτρο που ο έλεγχος αυτός διασφαλίζει τη σύννομη και αποτελεσματική λειτουργία της εταιρείας και ιδίως την από το ΔΣ εξυπηρέτηση του μακροχρόνιου εταιρικού συμφέροντος.

Εξάλλου, ο τακτικός έλεγχος, όντας κυρίως διαχειριστικός προστατεύει και άλλες ομάδες της εταιρείας. Αντίθετα, ο εσωτερικός έλεγχος, τα πορίσματα του οποίου κοινοποιούνται, όπως θα δούμε αποκλειστικά στο ΔΣ και δεν είναι δημοσιευτέα, είναι περισσότερο προσανατολισμένος στην αποκατάσταση των αποτυχιών που γεννά η ίδια η διοικητική λειτουργία της εταιρείας αποτελώντας έτσι, με την ευρεία έννοια, τμήμα της διοίκησης της εταιρείας. Εδώ θα πρέπει να σημειωθεί βέβαια ότι ο εσωτερικός ελεγκτής είναι μεν τμήμα της διοίκησης της εταιρείας με την έννοια που προείπαμε, δεν είναι όμως σε καμία περίπτωση τμήμα της εκτελεστικής διοίκησης αυτής. Για το λόγο άλλωστε αυτό ο Νόμος επιτάσσει τη συγκρότηση της επιτροπής ελέγχου αποκλειστικά από μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ. Ο εσωτερικός έλεγχος, παρότι αποτελεί διεθνώς εξέλιξη του θεσμού του τακτικού ελέγχου, εξέλιξη αναγκαία για την ανάπτυξη της χρηματοδότησης μέσω των κεφαλαιαγορών και την εμπέδωση στον επενδυτή/μέτοχο ενός αισθήματος ασφάλειας αναφορικά με το χειρισμό των εταιρικών υποθέσεων από τη διοίκηση της εταιρείας, είναι σταθερά προσανατολισμένος στη διοίκηση της εταιρείας και αποσκοπεί στον εντοπισμό των δυσλειτουργιών της προκειμένου για την υποβοήθηση του έργου της.

Αυτό προκύπτει άμεσα από το γεγονός ότι τα πορίσματα του εσωτερικού ελέγχου κοινοποιούνται σύμφωνα με το Νόμο (αρθρ. 8 (γ)) και τίθενται αποκλειστικά στην κρίση του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας. Ο εσωτερικός ελεγκτής δεν έχει τη δυνατότητα άμεσης αναφοράς ή υποβολής έκθεσης στη γενική συνέλευση της εταιρείας ενώ δεν δύναται, χωρίς τη συναίνεση της διοίκησης, ούτε να κοινοποιήσει τα ευρήματά του στις εποπτικές αρχές, ούτε να τα δημοσιοποιήσει. Αντίθετα, για τον εξωτερικό ελεγκτή, η κοινοποίηση πορισμάτων ελέγχου στις εποπτικές αρχές και η δημοσιοποίηση εκθέσεων αποτελούν σημαντικά όπλα για την προάσπιση των νόμιμων συμφερόντων των μετόχων και άλλων ομάδων που κινούνται γύρω από την εταιρεία (stakeholders).

Ανάμεσα στον τακτικό και τον εσωτερικό έλεγχο της εταιρείας υφίστανται σχέσεις συνεργασίας με την έννοια ότι ο τακτικός έλεγχος αξιοποιεί τα πορίσματα του διαρκούς εσωτερικού ελέγχου προκειμένου για τη διακρίβωση της ποιότητας της εικόνας που παρουσιάζουν οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας.¹¹⁰

Και στις δύο περιπτώσεις οι διατάξεις που ρυθμίζουν το θέμα του ελέγχου είναι διατάξεις αναγκαστικού δικαίου, οι οποίες δεν μπορούν να παρακαμφθούν με την ιδιωτική βούληση. Ο τακτικός έλεγχος όμως είναι έλεγχος εξωτερικός, έλεγχος δηλαδή που διενεργείται από πρόσωπα τρίτα, που δεν συμμετέχουν στη διοίκηση της εταιρείας.¹¹¹ Αντίθετα ο εσωτερικός έλεγχος ασκείται από υπηρεσία της εταιρείας, η οποία υπάγεται ιεραρχικά σε ένα τμήμα του Διοικητικού Συμβουλίου, την επιτροπή εσωτερικού ελέγχου. Έτσι, ο εσωτερικός έλεγχος, ακόμη και εάν δεν αποτελεί τμήμα της εκτελεστικής διοίκησης της εταιρείας, όπως ορθώς υποστηρίζεται, διενεργείται εντούτοις από πρόσωπα που δεν είναι τρίτοι προς αυτή. Επιπρόσθετα, ο τακτικός ελεγκτής μπορεί να θεωρηθεί και δημόσιος λειτουργός¹¹² ενώ κάτι τέτοιο δεν ισχύει για τον εσωτερικό ελεγκτή, ο οποίος εντάσσεται στο οργανόγραμμα της εταιρείας και αποτελεί υπάλληλο/στέλεχος της.

108 Σπήλιος Μούζουλας Ν, 3016/2002 για την Εταιρική Διακυβέρνηση, σελ 144

109 Α. Γεωργακόπουλος, Το δίκαιο των εταιριών 1974, 386

110 Α. Κοκκίνης, άρθρο 37, 209

111 Α. Κοκκίνης, άρθρο 36, 75

112 Ε. Περάκη, Ο τακτικός έλεγχος της ανώνυμης εταιρίας, 1984, 51

Υποστηρίζεται η άποψη 113 ότι ο τακτικός ελεγκτής έχει το βάρος να αξιολογεί το σύστημα εσωτερικού ελέγχου καταρτίζεται και αξιολογείται από το ΔΣ ενώ το ίδιο το επιθεωρησιακό έργο του εσωτερικού ελεγκτή εποπτεύεται από την επιτροπή εσωτερικού ελέγχου που προβλέπεται στο αρθρ. 7 παρ. 2 του Νόμου. Η αξιολόγηση του συστήματος εσωτερικού ελέγχου, η οποία πάντως δεν συνεπάγεται τον έλεγχο του έργου του εσωτερικού ελεγκτή, διενεργείται από τον εξωτερικό ελεγκτή, όχι προς το σκοπό της εποπτείας του εσωτερικού ελέγχου αλλά για τη διευκόλυνση του δικού του ελεγκτικού έργου, το οποίο καθίσταται ευχερέστερο σε εταιρεία με καλά οργανωμένο και εποπτευόμενο σύστημα εσωτερικού ελέγχου.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΜΕΛΕΤΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ «ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟΝ ΚΑΙ ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟΝ ΚΕΝΤΡΟΝ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.»

4.1 Ιστορικό-Παρουσίαση της εταιρείας

Το **ΥΓΕΙΑ** είναι το πρώτο μεγάλο Ιδιωτικό Νοσηλευτικό Ίδρυμα που λειτούργησε στην Ελλάδα το 1974 και μία από τις μεγαλύτερες ιδιωτικές Νοσοκομειακές Μονάδες της χώρας μας.

Ιδρύθηκε το 1970 από μια ομάδα Ελλήνων ιατρών, με στόχο τη δημιουργία ενός προτύπου για



τη χώρα μας Ιδιωτικού Νοσοκομείου. Η λειτουργία του **ΥΓΕΙΑ** συμπλήρωσε διαχρονικά τις ελλείψεις του Νοσηλευτικού Συστήματος. Στα **τριάντα πέντε και πλέον χρόνια λειτουργίας** του, το **ΥΓΕΙΑ** έδωσε και συνεχίζει να δίνει το βήμα στην ανάπτυξη της ιδιωτικής περίθαλψης στην Ελλάδα, δικαιολογώντας απόλυτα τον τίτλο του βασικού πρωταγωνιστή στη διαμόρφωση ενός υγιούς τοπίου στο οποίο κυριαρχεί η αξιοπιστία, η πρωτοπορία και ο σεβασμός στον άνθρωπο και τη ζωή. Στη διαμόρφωση αυτή, σημαντικό ρόλο παίζουν η υιοθέτηση νέου πλαισίου συνεργασιών και μοντέλων λειτουργίας, η δημιουργία ομάδας και γενικότερα η αλλαγή νοοτροπίας στο management των υπηρεσιών υγείας. Το **ΥΓΕΙΑ** αποτελεί το Νοσοκομείο στο οποίο πραγματοποιήθηκε η πρώτη μεταμόσχευση καρδιάς στη χώρα μας, αντιμετωπίστηκε το πρώτο κρούσμα AIDS, έγινε η πρώτη στην Ευρώπη εμφύτευση ραδιενεργών κόκκων σε καρκίνο του προστάτη, ενώ ο επιτυχής διαχωρισμός Σιαμαίων το Μάιο του 1989 στο Νοσοκομείο, χάρισε την αυτόνομη προσωπική ζωή σε δύο άτομα. Σήμερα, το **ΥΓΕΙΑ** συνεχίζει να πρωτοπορεί, έχοντας ως βασικό του στόχο: **την παροχή υπηρεσιών υψηλής ποιότητας και την ανάπτυξη δικτύου ολοκληρωμένων υπηρεσιών Υγείας στην Ελλάδα και το εξωτερικό**. Το **ΥΓΕΙΑ**, μεταξύ άλλων, διαθέτει:

- Το μοναδικό στην Ελλάδα Τμήμα Ακτινοχειρουργικής Εγκεφάλου **GAMMA - KNIFE** με το **Leksell Gamma Knife® Perfexion™**.
- Το πρώτο **PET - CT** (Τμήμα Τομογραφίας Εκπομπής Ποζιτρονίων) που λειτούργησε στη χώρα μας.
- Το πιο σύγχρονο και μεγαλύτερο - σε όγκο ασθενών - **Κέντρο Ακτινοθεραπευτικής και Ογκολογίας** με τους πλέον σύγχρονους γραμμικούς επιταχυντές **ELEKTA Axesse, Synergy, Platform**.

- Την πρότυπη **Μονάδα Εντατικής Θεραπείας και Αυξημένης Φροντίδας (ΜΕΘ- ΜΑΦ)**
- Μία από τις πιο σύγχρονες **Μονάδες Μεταμόσχευσης Ρευστών Οργάνων** (μυελού οστών)
- Την πλέον σύγχρονη **Μονάδα Χειρουργείων Μιας Ημέρας (ODS)**
- Το μεγαλύτερο **Τμήμα Επεμβατικής Νευροακτινολογίας, Εμβολισμών Ανευρυσμάτων Εγκεφάλου**
- Το πρωτοποριακό σύστημα **Ρομποτικής Χειρουργικής Da Vinci® S** για αναίμακτες επεμβάσεις.
- Το **Σύστημα Νευροπλοήγησης Stealth Station** ηλεκτρονικά συνδεδεμένο με το χειρουργικό μικροσκόπιο PENTERO για αφαίρεση όγκου στον εγκέφαλο.
- Την **Μονάδα Ημερήσιας Θεραπείας (Μ.Η.Θ.)**

Κύριος στόχος του Νοσοκομείου ήταν και παραμένει η παροχή υπηρεσιών υψηλής ποιότητας στην αιχμή της ιατρικής επιστήμης και τεχνολογίας και η ανάπτυξη δικτύου ολοκληρωμένων υπηρεσιών Υγείας στην Ελλάδα και το εξωτερικό. Αυτό καταδεικνύεται με την απόφαση για συνένωση των δυνάμεων με τα Νοσηλευτικά Ιδρύματα ΜΗΤΕΡΑ και ΛΗΤΩ όσο και με τις στρατηγικές επενδυτικές πρωτοβουλίες σε Ελλάδα, Κύπρο και Νοτιοανατολική **Ευρώπη** καθώς επίσης και με τη συμφωνία για την ανέγερση του **πρώτου Ιδιωτικού Νοσηλευτικού Ιδρύματος στην Αλβανία**.¹¹⁴

¹¹⁴ <http://www.hygeia.gr/>

4.2 Εταιρική κοινωνική ευθύνη

ΤΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΟ «ΠΡΟΣΩΠΟ» ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΥΓΕΙΑ



Ο όρος Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη αναφέρεται στις ενέργειες, συναλλαγές και δραστηριότητες των επιχειρήσεων με εθελοντικό χαρακτήρα και ιδιαίτερη κοινωνική προσφορά. Μια Εταιρεία είναι κοινωνικά υπεύθυνη όταν, όχι μόνο συμμορφώνεται με τις υποχρεώσεις που της επιβάλλουν οι νόμοι, αλλά προχωρεί εθελοντικά σε δράσεις και ενέργειες που υπερβαίνουν αυτές τις υποχρεώσεις και έχουν σχέση τόσο με τους εργαζομένους, όσο και με το ευρύτερο κοινωνικό σύνολο στο οποίο δραστηριοποιείται. (Πράσινη Βίβλος, 2001)

Στον Όμιλο ΥΓΕΙΑ υπάρχει πλήρη συναισθηση της ευαισθησίας του χώρου που υπηρετούν, ενός χώρου που **το αγαθό της υγείας είναι άμεσα συνδεδεμένο με το αίσθημα της ανθρωπιάς και της ευθύνης απέναντι στον συνάνθρωπο**. Δεν παραμένουν απλώς μέσα στο πλαίσιο των Ηθικών και Κοινωνικών Αξιών που διέπουν μια Εταιρεία, αλλά εφαρμόζουν την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη στην πρακτική της σύγχρονης Εταιρικής Διακυβέρνησης, σε μια κοινωνία που συνεχώς αναπτύσσεται.

Ο Όμιλος ΥΓΕΙΑ, στο πλαίσιο του εκτεταμένου Προγράμματος Εταιρικής Κοινωνικής του Ευθύνης, συνεχίζει να προσφέρει καθημερινά δωρεάν υπηρεσίες υγείας σε φορείς και ιδιώτες που δεν διαθέτουν τους αναγκαίους οικονομικούς πόρους.

Το Θέμα της Ε.Κ.Ε ξεκινά από τον καθένα μας..... Σε μια κοινωνία που διαρκώς εξελίσσεται και αλλάζει, κανένας μας δεν μπορεί να μείνει απαθής. Έχουμε όλοι την ίδια ευθύνη απέναντι στην κοινωνία και το περιβάλλον.... Απέναντι στις Αρχές και τις Αξίες που μας χαρακτηρίζουν

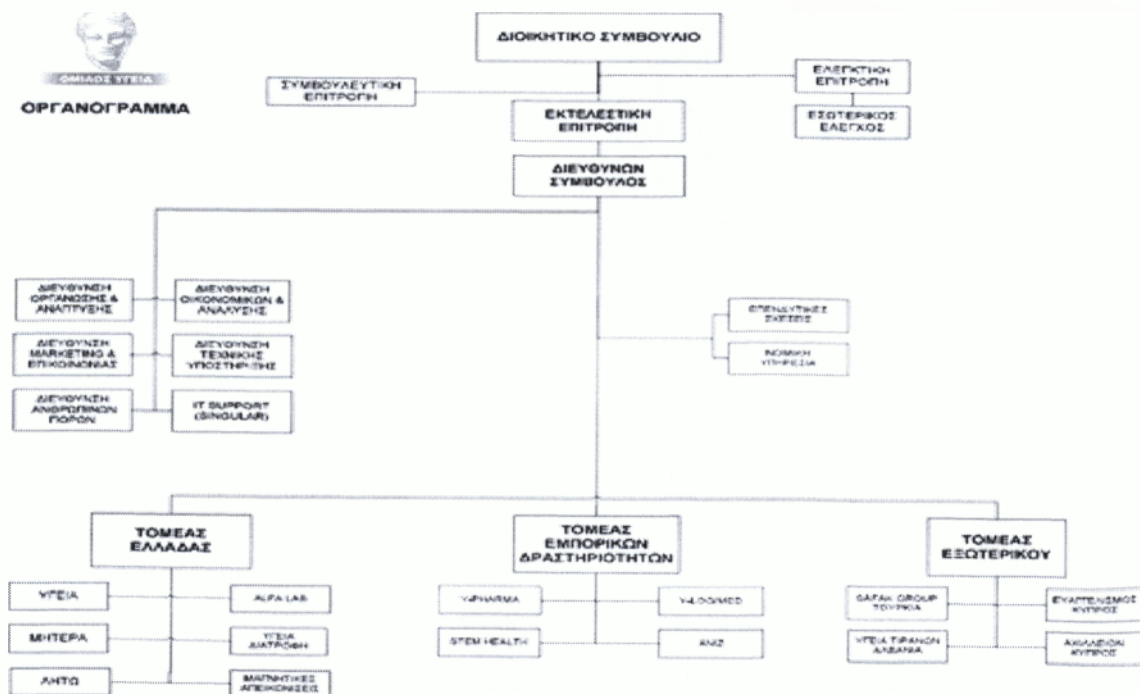
Προασπιστής των Αρχών της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι το **Διοικητικό Συμβούλιο**. Η δομή και οι αρμοδιότητες του Δ.Σ. έχουν καταγραφεί στο καταστατικό και προβλέπουν τα ακόλουθα.

4.3. Διοίκηση της εταιρείας

ΜΕΛΗ

Το Διοικητικό Συμβούλιο αποτελείται από 6 εκτελεστικά, 5 μη εκτελεστικά και 2 ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη.

- Κωνσταντίνος Σταύρου, Πρόεδρος - Εκτελεστικό Μέλος
- Ανδρέας Βγενόπουλος, Αντιπρόεδρος - Εκτελεστικό Μέλος
- Αρετή Σουβατζόγλου, Διευθύνουσα Σύμβουλος - Εκτελεστικό Μέλος
- Κομνηνός - Αλέξιος Κομνηνός, Μη Εκτελεστικό Μέλος
- Γεώργιος Ευστρατιάδης, Εκτελεστικό Μέλος
- Αναστάσιος Κυπριανίδης, Μη Εκτελεστικό Μέλος
- Χρήστος Μαρούδης, Μη Εκτελεστικό Μέλος
- Βασίλειος Σεϊτανίδης, Μη Εκτελεστικό Μέλος
- Γεώργιος Ζαχαρόπουλος, Μη Εκτελεστικό Μέλος
- Σωτήριος Γουγουλάκης, Μη Εκτελεστικό Μέλος
- Ευάγγελος Δεδούλης, Μη Εκτελεστικό Μέλος
- Μελέτιος Μουστάκας, Ανεξάρτητο Μη Εκτελεστικό Μέλος
- Αλέξανδρος Εδιπίδης, Ανεξάρτητο Μη Εκτελεστικό Μέλος



Ισχύει από 1 Φεβρουαρίου 2009

Διάγραμμα 2: Οργανωτική Δομή Ομίλου

ΑΡΜΟΔΙΟΤΗΤΕΣ

Το **Διοικητικό Συμβούλιο** είναι υπεύθυνο για τη χάραξη της εταιρικής στρατηγικής και τον έλεγχο της Διοίκησης, με στόχο τη μεγιστοποίηση της αξίας της Εταιρείας και την προάσπιση των δικαιωμάτων των Μετόχων και γενικά των Συμμετόχων.

Κύριο καθήκον του Δ.Σ. είναι και η έγκριση των πολιτικών αμοιβών των στελεχών.

Επιτροπές

Βάσει του Καταστατικού, σύμβουλοι στο έργο του Διοικητικού Συμβουλίου είναι:

- **Το Επιστημονικό Συμβούλιο** που απαρτίζεται από 7 ιατρούς καταξιωμένης επιστημοσύνης και κύρους.

Πρόεδρος:

Γεώργιος Ζαχαρόπουλος, Διευθυντής Τμήματος Υπερήχων Κοιλίας

Αντιπρόεδρος:

Γεώργιος Αλιβιζάτος, Διευθυντής Γ' Ουρολογικής Κλινικής

Γραμματέας:

Αθανάσιος Πιπιλής, Αναπληρωτής Διευθυντής Α' Καρδιολογικής Κλινικής

Μέλη:

Αικατερίνη Βλαστού, Διευθύντρια Κλινικής Επανορθωτικής & Αισθητικής Χειρουργικής

Πέτρος Δανιάς, Υπεύθυνος Τμήματος Έρευνας & Ανάπτυξης Μαγνητικής Τομογραφίας Καρδιάς

Παρασκευάς Κοσμίδης, Διευθυντής Β' Παθολογικής-Ογκολογικής Κλινικής

Αρκάδιος Ρουσάκης, Αναπληρωτής Διευθυντής Τμημάτων Αξονικού, Μαγνητικού Τομογράφου & PET/ CT

Τα μέλη έχουν διετή θητεία και διορίζονται με απόφαση του Δ.Σ.

Πέντε από τα μέλη εκλέγονται από Ιατρούς εγγεγραμμένους στον Ιατρικό Σύλλογο του ΥΓΕΙΑ, ενώ δύο διορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο.

Σκοπός του είναι η παροχή συμβουλών προς το Διοικητικό Συμβούλιο σε ιατρικά και επιστημονικά θέματα λειτουργίας, στελέχωσης κοκ, η εποπτεία των γενικών όρων άσκησης του ιατρικού έργου και η έγκριση νέων ιατρών συνεργατών.

- **Η Επιτροπή Ηθικής και Δεοντολογίας** που απαρτίζεται από 5 ιατρούς αντιστοίχων προσόντων με τα μέλη του Επιστημονικού Συμβουλίου.

Πρόεδρος:

Κεχαγιάς Πλάτων, Διευθυντής Α' Ουρολογικής κλινικής

Αντιπρόεδρος:

Ιωάννου Νικόλαος, Καρδιολόγος

Γραμματέας:

Κολοτούρου Μαρία, Αναισθησιολόγος

Μέλη:

Μαρκαντώνης Λεωνίδας, Γενικός Χειρουργός

Νομικός Περικλής, Διευθυντής κλινικής ΩΡΛ

Τα μέλη έχουν διετή θητεία.

Σκοπός της Επιτροπής είναι η εφαρμογή των κανόνων άσκησης του Ιατρικού Επαγγέλματος, σύμφωνα με τα όσα ορίζονται στο εκάστοτε θεσμικό πλαίσιο.

Βάσει του καταστατικού ο πρόεδρος του Επιστημονικού Συμβουλίου ή/ και ο πρόεδρος της Επιτροπής Ηθικής και Δεοντολογίας μπορεί να είναι μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.

Επίσης, προβλέπονται κοινές συνεδριάσεις μεταξύ του Διοικητικού Συμβουλίου και του Επιστημονικού Συμβουλίου ή της Επιτροπής Ηθικής και Δεοντολογίας.

Λοιπές Επιτροπές

Για την αποτελεσματικότητα του έργου του Διοικητικού Συμβουλίου, έχουν θεσμοθετηθεί με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της 06/10/2006 τρεις Επιτροπές

- **Η Εκτελεστική Επιτροπή** απαρτίζεται από 7 μέλη:
 - ο Αρετή Σουβατζόγλου, Πρόεδρο
 - ο Ανδρέα Βγενόπουλο
 - ο Κωνσταντίνο Σταύρου
 - ο Γεώργιος Κουλούρης
 - ο Κομνηνό-Αλέξιο Κομνηνό

- ο Γεώργιο Πολίτη
- ο Λεωνίδα Παπαδόπουλο

Κύριος σκοπός της Εκτελεστικής Επιτροπής είναι η υποβοήθηση του έργου του Δ.Σ. με την εκχώρηση αρμοδιοτήτων του, μεταξύ των οποίων είναι:

- Η τελική εισήγηση επί του προϋπολογισμού
- Η ίδρυση και συμμετοχή σε επιχειρήσεις, αγορές παγίων αξίας μεγαλύτερης του ενός εκατ. ευρώ
- Προσλήψεις, αυξήσεις και λοιπές παροχές υψηλόμισθων στελεχών
- Αλλαγές οργανογράμματος και εισηγήσεις για σύνθεση και λειτουργία των Επιτροπών
- Υιοθέτηση και αλλαγή εσωτερικών Διαδικασιών λειτουργίας της Εταιρείας

Η Εκτελεστική Επιτροπή συνεδριάζει μηνιαίως και αποφασίζει με απαρτία και πλειοψηφία.

- **Η Ελεγκτική Επιτροπή** αποτελείται από 3 μέλη:
 - ο Αναστάσιο Κυπριανίδη, Πρόεδρο
 - ο Αλέξανδρο Εδιπίδη
 - ο Μελέτιο Μουστάκα

Σκοπός της Ελεγκτικής Επιτροπής είναι η άσκηση ελέγχου στην συνολική λειτουργία της Εταιρείας και η εποπτεία της Διεύθυνσης Εσωτερικού Ελέγχου.

Η Ελεγκτική Επιτροπή συνεδριάζει μηνιαίως.

- **Η Επιτροπή Προμηθειών** αποτελείται από 3 μέλη:
 - ο Ιωάννη Ανδρέου
 - ο Δημήτριο Παπαγιάννη
 - ο Γεώργιο Ευστρατιάδη

Σκοπός της Επιτροπής Προμηθειών είναι ο έλεγχος και η έγκριση των πολιτικών και διαδικασιών, βάσει των οποίων διενεργούνται οι προμήθειες της Εταιρείας, και η προώθηση συνεργιών με τις εταιρείες του Ομίλου.

4.4. Εσωτερικός έλεγχος

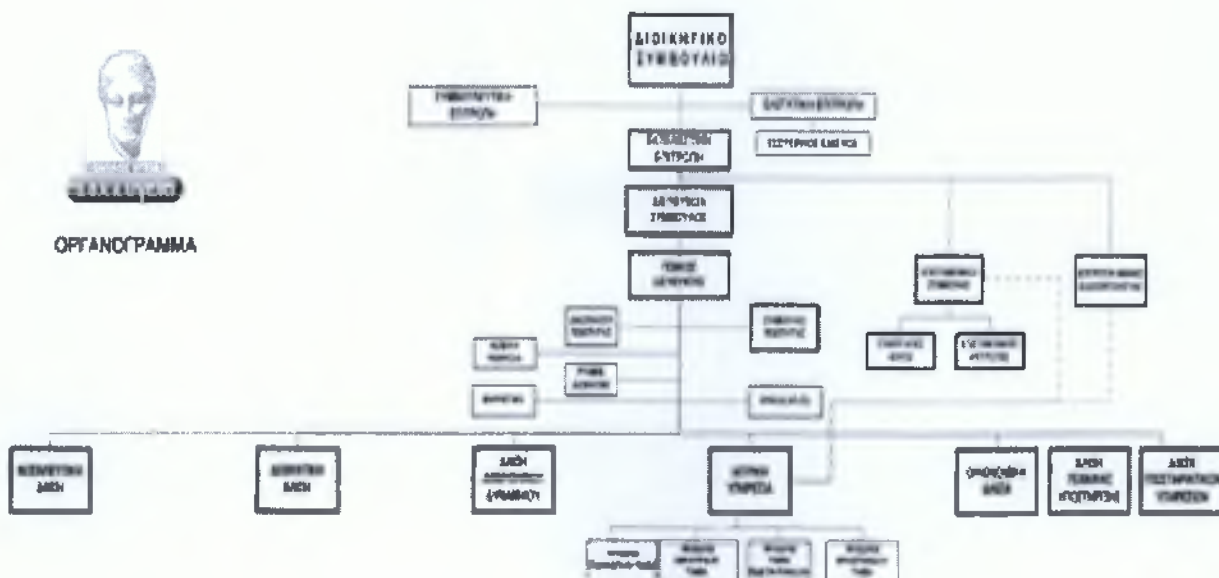
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΣ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ

Η Εταιρεία εφαρμόζει τον **Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας**, ο οποίος προβλέπει τη διάρθρωση των Διευθύνσεων, τις αρμοδιότητες τους και γενικά θέματα οργάνωσης της Εταιρείας. Η δομή της Εταιρείας αποτυπώνεται στο Οργανόγραμμα.

Η Εταιρεία έχει καταγεγραμμένες διαδικασίες και κανονισμούς εργασίας που αποτυπώνουν τις λειτουργίες των Διευθύνσεων και Τμημάτων. Η **Διεύθυνση Εσωτερικού Ελέγχου** με εξασφαλισμένη τη λειτουργική ανεξαρτησία της:

- Ελέγχει τη συνεχή τήρηση του Καταστατικού και του νομοθετικού πλαισίου που διέπει τις δραστηριότητες της Εταιρείας
- Ελέγχει περιπτώσεις σύγκρουσης ιδιωτικών συμφερόντων των μελών Δ.Σ. και των Διευθυντών με τα συμφέροντα της Εταιρείας
- Ελέγχει την πιστή εφαρμογή των προβλεπόμενων στον Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας της Εταιρείας
- Ελέγχει την ακρίβεια των στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων
- Συνεργάζεται με τους εγκεκριμένους από το Δ.Σ. εξωτερικούς ελεγκτές

Τυχόν ευρήματα μη συμμόρφωσης αναφέρονται μέσω της Ελεγκτικής Επιτροπής στο Δ.Σ



Διάγραμμα 3: Οργανωτική Δομή ΔΘΚΑ Υγεία

4.5. Επενδυτικές σχέσεις

Επενδυτικές Σχέσεις & Εξυπηρέτηση Μετόχων

Στο πλαίσιο τήρησης των ποιοτικών κριτηρίων εισηγμένων εταιρειών, των σύγχρονων κανονισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης, και το υφιστάμενο θεσμικό



πλαίσιο (Ν. 3016/2002, αρ. 6) με κεντρικό κινητήριο άξονα τον Κώδικα Δεοντολογίας Εισηγμένων Εταιρειών, η Εταιρεία δημιούργησε Τμήμα Επενδυτικών Σχέσεων & Εξυπηρέτησης Μετόχων.

Το τμήμα Επενδυτικών Σχέσεων δημιουργεί μια σχέση εμπιστοσύνης μεταξύ της Εταιρείας και της Επενδυτικής Κοινότητας, η οποία θα βασίζεται στην άμεση και ισότιμη πληροφόρηση. Η έγκαιρη, με σαφήνεια και διαφάνεια, πληροφόρηση για τα οικονομικά στοιχεία, τις επιχειρηματικές εξελίξεις, την στρατηγική και τους στόχους του Ομίλου κρίνουν την αποτελεσματικότητα του τμήματος. Ουσιαστικός ρόλος του τμήματος είναι η αμφίδρομη επικοινωνία μεταξύ της Διοίκησης της

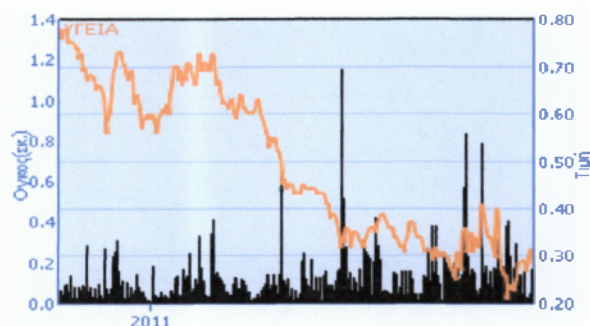
Εισηγμένης Εταιρείας και της Επενδυτικής Κοινότητας, των Εποπτικών Αρχών και των λοιπών ενδιαφερόμενων.

Σκοπός του τμήματος Επενδυτικών Σχέσεων είναι να παρουσιάζει την ακριβή εικόνα του Ομίλου, να προσφέρει συνεχόμενη ροή πληροφόρησης για το παρόν αλλά κυρίως τις προοπτικές της Εταιρείας, στο επενδυτικό κοινό σε τοπικό και διεθνές επίπεδο, για το σύνολο των θεμάτων που αγγίζουν την Εισηγμένη Εταιρεία.

Το τμήμα Επενδυτικών Σχέσεων στηρίζει την εταιρική διακυβέρνηση στα εξής σημεία:

- Παρέχει Έγκυρη - Έγκαιρη και Πλήρη γνωστοποίηση λεπτομερειών για όλα τα ζητήματα που σχετίζονται με την επιχείρηση.
- Εγγυάται την ισότιμη μεταχείριση των μετόχων.
- Προσφέρει Συνέπεια, δημοσιεύοντας οικονομικές καταστάσεις και πληροφορίες, οι οποίες είναι πλήρεις, αληθείς και κατανοητές στο επενδυτικό κοινό.

- Αναγνωρίζει τα δικαιώματα των μετόχων όπως αυτά καθορίζονται από την ισχύουσα νομοθεσία και ενθαρρύνει το δικαίωμα να συμμετέχουν ισότιμα και αποδοτικά στις Γενικές Συνελεύσεις των μετόχων.
- Καθορίζει την συνεχή συμμόρφωση της εταιρείας προς τις νομικές και ρυθμιστικές διατάξεις.



Πίνακας 5: Ετήσιος πίνακας τιμών όγκος/τιμή μετοχής 2011

Στο τμήμα Επενδυτικών Σχέσεων και Εξυπηρέτησης Μετόχων σύμφωνα με το Ν. 3016/2002 (αρ. 6 παρ. 2α) ενσωματώνεται η υπηρεσία Εταιρικών Ανακοινώσεων. Το Τμήμα Επενδυτικών Σχέσεων συνεργάζεται με το Γραφείο Τύπου όσον αφορά στην προώθηση και ανακοίνωση χρηματοοικονομικών ζητημάτων στα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης

Τύπος Μετοχών	Κοινές Ονομαστικές
Αριθμός Μετοχών	175.861.651
Ονομαστική Αξία Μετοχών	€ 0.41
Χρηματιστήριο	Χρηματιστήριο Αθηνών (Χ.Α.)
Ημερομηνία εισαγωγής στο Χ.Α.	07/06/2002
Κατηγορία Αγοράς	Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης
ISIN	GRS445003007
ΟΑΣΗΣ	ΥΓΕΙΑ
BLOOMBERG CODE	HYGEIA GA
RIC	HYGr AT

Πίνακας 6: Μετοχή - Πίνακας Γενικών Πληροφοριών

4.6. Εταιρική Διακυβέρνηση

Εταιρική Διακυβέρνηση είναι το πλαίσιο που καθορίζει τις σχέσεις μεταξύ του Διοικητικού Συμβουλίου, των Διευθυντών, των Μετόχων και των λοιπών Συμμετόχων της εταιρείας

Οι **Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης** που εφαρμόζει το ΥΓΕΙΑ είναι σύμφωνες όχι μόνο με τα όσα ορίζει ο Νόμος 3016/2002 και οι βέλτιστες διεθνείς πρακτικές, αλλά και με τα όσα ορίζονται από τον Κώδικα της Ιατρικής και Επιστημονικής Ηθικής και Δεοντολογίας.

Η **Εταιρεία** θεωρεί ότι η ορθή εφαρμογή των **Αρχών της Εταιρικής Διακυβέρνησης** είναι κλειδί όχι μόνο για τη βελτιστοποίηση της αποδοτικότητας της παρουσίας της και της ανάπτυξη της, αλλά και για την εξασφάλιση της εμπιστοσύνης των Επενδυτών και της Ιατρικής Κοινότητας.¹¹⁵

Οι Αρχές που έχουν υιοθετηθεί καθορίζουν:

- Τη σύνθεση και τις αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου
- Τη λειτουργία συμβουλευτικών Επιτροπών και Συμβουλίων
- Τα δικαιώματα των Μετόχων και την ισότιμη πρόσβαση τους στα εταιρικά στοιχεία
- Τη σχέση των συμμετόχων (υπαλλήλων, προμηθευτών, πελατών, επενδυτών)
- Την τήρηση του Νομοθετικού Πλαισίου που διέπει τις δραστηριότητες της Εταιρείας
- Τη διαφάνεια στις κάθε είδους οικονομικές συναλλαγές και αποφάσεις

¹¹⁵ http://www.hygeia.gr/page.aspx?p_id=134

Το βραβείο καλύτερης εταιρείας στον τομέα Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα (Best Corporate Governance in Greece) για το έτος 2011 απένειμε στον Όμιλο ΥΓΕΙΑ το έγκριτο διεθνές περιοδικό «World Finance», σε τελετή που πραγματοποιήθηκε στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου.



Τα Βραβεία «World Finance Corporate Governance» απονέμονται σε εταιρείες που διακρίνονται για τις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης. Σε κάθε χώρα βραβεύονται εταιρείες, οι πρακτικές των οποίων ξεπερνούν τις βασικές απαιτήσεις συμμόρφωσης που προβλέπονται από την ισχύουσα νομοθεσία.

Η διάκριση αυτή, αναγνωρίζει έμπρακτα την προσπάθεια του Ομίλου ΥΓΕΙΑ να βρίσκεται στην πρωτοπορία των διεθνών εξελίξεων σε θέματα Εταιρικής Διακυβέρνησης και αντιμετωπίζει με επιχειρηματική ηθική και διαφάνεια τις σχέσεις του Ομίλου με όλους τους συμμετέχοντες (stakeholders) στις δραστηριότητες της επιχείρησης. Το περιοδικό «World Finance» είναι ένα αναγνωρισμένο περιοδικό παγκοσμίου βεληγεκούς. Απευθύνεται σε κορυφαία στελέχη από το χώρο των επιχειρήσεων, Τραπεζών και Θεσμικών Επενδυτών. Το περιεχόμενό του αφορά κυρίως σε θέματα για διεθνώς αναγνωρισμένες Εταιρείες, τις κεφαλαιαγορές, το εμπόριο και γενικότερα την οικονομία στη σύγχρονη εποχή.



ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Παρά τα κριτήρια που έχουν προσδιοριστεί για τον χαρακτηρισμό των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου (Δ.Σ.) ως ανεξάρτητα και μη εκτελεστικά, τα υφιστάμενα κείμενα δεν διασφαλίζουν την στελέχωση-λειτουργία των Διοικητικών Συμβουλίων πέραν των ποσοτικών με συγκεκριμένα ποιοτικά κριτήρια παρά μόνο με απαγορεύσεις (π.χ. δεν μπορεί να χαρακτηριστεί ως ανεξάρτητο συγγενικό πρόσωπο της ιδιοκτησίας). Δεν υπάρχει διασφάλιση ότι ένα ανεξάρτητο και μη εκτελεστικό μέλος θα επιλέγεται με διαφανείς διαδικασίες από την εταιρεία και θα λειτουργεί ως πραγματικά ανεξάρτητο. Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι θα μπορούσε η εκλογή τουλάχιστον ενός εκ των ανεξάρτητων μελών να διενεργείται από τους μετόχους μειοψηφίας, μέσω συστήματος αθροιστικής ψήφου και να μην είναι της απολύτου επιλογής του μεγαλομετόχου.

Ενώ γίνεται εκτενής αναφορά στον Κώδικα του ΣΕΒ για τον ρόλο και τις αρμοδιότητες του Προέδρου του Δ.Σ. δεν προτείνεται (κακώς) ο διαχωρισμός των ρόλων του Προέδρου του Δ.Σ. με αυτού του Διευθύνοντος Συμβούλου. Κατά προτίμηση, ο διαχωρισμός αυτός θα πρέπει να γίνεται μέσω της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων, όπου ο Πρόεδρος θα πρέπει να εκλέγεται άμεσα από τους μετόχους εφόσον έχει προηγηθεί σχετική διαδικασία συλλογής και παρουσίασης των υποψηφιοτήτων και των σχετικών προτάσεων διορισμού από σχετική ανεξάρτητη επιτροπή της εταιρείας (Nomination Committee).

Όσον αφορά στη διαδοχή των εξουσιών, τόσο οι σχετικοί Νόμοι, όσο και ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΣΕΒ δεν προβλέπουν περιορισμένη θητεία για τα ανεξάρτητα και μη εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ. με ορατό τον κίνδυνο αφομοίωσης τους από την εταιρεία. Άλλωστε δεν είναι λίγες οι εταιρείες που έχουν διορισμένα στο Δ.Σ. ως ανεξάρτητα και μη εκτελεστικά μέλη ανώτατα διευθυντικά στελέχη προηγούμενων περιόδων.

Ο κώδικας του ΣΕΒ προτείνει την ατομική αξιολόγηση μόνο του Προέδρου του Δ.Σ. και όχι των υπολοίπων μελών του Δ.Σ., ενώ οι περισσότεροι σύγχρονοι κώδικες προτείνουν αξιολόγηση του Δ.Σ. σαν σύνολο, όπως και των μελών των ειδικών επιτροπών (π.χ. επιτροπής ελέγχου, επιτροπής υποψηφιοτήτων, επιτροπής αμοιβών και παροχών, κ.λ.π.).

Παρόλο που τα τελευταία χρόνια έχει συντελεσθεί σχετική βελτίωση στην εφαρμογή βέλτιστων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης στις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεις, δυστυχώς η μεθοδολογία διαχείρισης των επιχειρηματικών κινδύνων αποτελεί ακόμη άγνωστη λέξη για την συντριπτική πλειοψηφία των εισηγμένων εταιρειών. Χαρακτηριστικό γνώρισμα τους αποτελεί η έλλειψη υιοθέτησης συγκεκριμένης μεθοδολογίας αναγνώρισης και διαχείρισης των επιχειρηματικών κινδύνων. Επί του παρόντος, φαίνεται ότι οι όποιοι κίνδυνοι (στρατηγικοί, λειτουργικοί, πληροφόρησης, συμμόρφωσης κ.λ.π.) εντοπίζονται από τις διοικήσεις των επιχειρήσεων και συζητούνται συνήθως άτυπα στις συνεδριάσεις των Διοικητικών Συμβουλίων, δηλαδή χωρίς ο εντοπισμός, η αξιολόγηση και η διαχείριση τους να έχει προέλθει από σχετική συστηματική διαδικασία.

Σημαντική παράλειψη του Νόμου 3016/17-5-2002 περί εταιρικής διακυβέρνησης και του Κώδικα του ΣΕΒ κρίνουμε την απουσία της υποχρέωσης αναφοράς (Δήλωσης) των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών ως προς την στρατηγική διαχείρισης των αναγνωρισμένων κινδύνων προς τους μετόχους, το λοιπό επενδυτικό κοινό και τον κάθε ενδιαφερόμενο για την επιχείρηση (stakeholders).

Επί του παρόντος οι εταιρείες περιορίζονται σε απλή γνωστοποίηση των σημαντικότερων κινδύνων που τις χαρακτηρίζουν, συνήθως επιλεκτικές, οι οποίες σε καμία περίπτωση δεν διασφαλίζουν τους μετόχους ως προς την επάρκεια των σχετικών αποφάσεων διαχείρισης τους.

Παρά την σχετική βελτίωση που συντελέσθηκε στα συστήματα εσωτερικού ελέγχου των εισηγμένων εταιρειών δεν φαίνεται να λειτουργεί το κατάλληλα θεσμοθετημένο πλαίσιο λειτουργίας που θα τα ενίσχυε περαιτέρω. Αυτό σε μεγάλο βαθμό οφείλεται στον οικογενειακό χαρακτήρα πολλών εισηγμένων επιχειρήσεων οι οποίες διοικούνται κυρίως βάσει πρακτικών που έχουν επιβληθεί από τις διοικήσεις άτυπα με χαρακτήρα εθιμικού δικαίου. Εύκολα αντιλαμβάνεται κανείς ότι η οργάνωση των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου στις μη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεις (κυρίως εκείνες που δεν λειτουργούν ως θυγατρικές εταιρείες ή υποκαταστήματα μεγάλων πολυεθνικών εταιρειών)θα απέχει παρασάγγας από τις διεθνείς βέλτιστες πρακτικές. Σημαντικό βήμα για την βελτίωση των Συστημάτων Εσωτερικού Ελέγχου αποτελεί ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΣΕΒ ο οποίος 'αντιγράφοντας' με την καλή έννοια το Διεθνώς αναγνωρισμένο μοντέλο

COSO υιοθετεί καλές πρακτικές και ξεκαθαρίζει την έννοια του Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου.

Παρόλα αυτά, δεν έχει προβλέψει στα πλαίσια της αυξημένης διαφάνειας προς το επενδυτικό κοινό και τους λοιπούς ενδιαφερόμενους για την εταιρία (stakeholders) την υποχρεωτική αναφορά (Δήλωση) των διοικήσεων των εισηγμένων εταιρειών ως προς την επάρκεια του Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου και της Διαχείρισης των Κινδύνων στην ετήσια οικονομική έκθεση της εταιρείας.

Από μια απλή επισκόπηση των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων των εισηγμένων εταιρειών και την σχετική ετήσια οικονομική έκθεση, όπως και από τη γνώση και την μη επαρκή εφαρμογή των βέλτιστων πρακτικών εσωτερικού ελέγχου φαίνεται ότι απαιτείται η βελτίωση των διαδικασιών που ακολουθούνται τόσο από τον εξωτερικό, όσο και από τον εσωτερικό έλεγχο των επιχειρήσεων, ειδικά ως προς το σκέλος της πληροφόρησης των μετοχών και των λοιπών stakeholders. Συγκεκριμένα :

- Οι Μονάδες Εσωτερικού Ελέγχου των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεις θα πρέπει να ενισχυθούν ως προς την αποστολή, την οργάνωση, την στελέχωση – ανθρώπινο δυναμικό, την μεθοδολογία, τις εκθέσεις ελέγχου και τους τρόπους κοινοποίησης των αποτελεσμάτων των εργασιών τους ώστε να μπορούν να προσθέσουν αξία και να έχουν την δυνατότητα να καλύψουν ελεγκτικά τους κινδύνους που χαρακτηρίζουν την επιχείρηση. Σημαντικότερες διατάξεις αποτελούν για τον Ν. 3016 / 2002 η υποχρεωτικότητα της στελέχωσης Μονάδων Εσωτερικού Ελέγχου από στελέχη πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης και για τον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΣΕΒ η αποδοχή (επιτέλους) των Διεθνών Επαγγελματικών Προτύπων για την αποτελεσματική εφαρμογή του Εσωτερικού Ελέγχου. Έχοντας όμως κατά νου τις υφιστάμενες πρακτικές των εισηγμένων θεωρούμε σημαντική έλλειψη την υποχρεωτική ανασκόπηση στην ετήσια οικονομική έκθεση των πραγματοποιηθέντων ελέγχων και τον εντοπισμό των σημαντικότερων αδυναμιών του Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου για το οποίο οι σχετικές αδυναμίες διαχειρίζονται εντός της εταιρείας χωρίς να λαμβάνουν γνώση οι μέτοχοι και οι λοιποί ενδιαφερόμενοι για την εταιρεία. Εκείνο που θα πρέπει να δοθεί έμφαση είναι η διενέργεια ουσιαστικών εσωτερικών ελέγχων από πιστοποιημένους ή και έμπειρους

επαγγελματίες στο πεδίο του Εσωτερικού Ελέγχου και όχι απαραίτητα από στελέχη πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης της εταιρείας όπως προβλέπει ο Ν. 3091 , αλλά και πιθανά από εξωτερικούς συνεργάτες που διαθέτουν τα κατάλληλα προσόντα (στα πρότυπα του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης της Κύπρου).

- Επίσης , θα πρέπει να αναβαθμιστεί ο ρόλος των εξωτερικών ελεγκτών που θα πρέπει να δώσουν μεγαλύτερο βάρος στην επισκόπηση των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου. Αποτελεί καλή πρακτική η υποχρεωτική πιστοποίηση της επάρκειας των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου στα πλαίσια των εξωτερικών ελέγχων που διενεργούν οι ορκωτοί ελεγκτές, καθώς επίσης και η εξέταση του ενδεχομένου περιοδικής επισκόπησης (π.χ. ανά τριετία) της επάρκειας του συστήματος εσωτερικού ελέγχου και εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρειών από ορκωτό ελεγκτή ή ελεγκτική εταιρεία διαφορετική από αυτόν ή αυτή που διενεργεί τον εξωτερικό έλεγχο στα πρότυπα του τραπεζικού κλάδου (ΠΔΤΕ 2277 / 2006).

Κλείνοντας , αναφέρω τον σπουδαίο ρόλο της επιτροπής κεφαλαιαγοράς που κατά τη γνώμη μου θα πρέπει να αναβαθμίσει τον ελεγκτικό της ρόλο δίνοντας έμφαση στην πρόληψη παρά στην καταστολή προκειμένου να διαφυλάξει το επενδυτικό κοινό από τυχόν ενέργειες που δεν διασφαλίζουν τα συμφέροντα του. Συγκεκριμένα , θα πρέπει να ενισχυθούν οι έλεγχοι συμμόρφωσης με το Νόμο 3016 περί εταιρικής διακυβέρνησης , τον Νόμο 3873 / 2010 (ειδικότερα ως προς το σκέλος της πιστοποίησης της ακρίβειας των αναγραφόμενων στην Δήλωση της Εταιρικής Διακυβέρνησης) και των λοιπών κανονιστικών διατάξεων, κυρίως ως προς την επάρκεια των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων, τη συμμόρφωση με τους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης και τη λειτουργία των μονάδων εσωτερικού ελέγχου που δραστηριοποιούνται σε αυτές, καθώς σημαντικά μεγάλος αριθμός εταιρειών φαίνεται ότι εξακολουθεί να ενεργεί τυπικά και όχι ουσιαστικά συμμορφωμένος με τις σχετικές διατάξεις.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Garber N.,(1997), "Governance Models: What's Right for your Board"
2. Κωνσταντίνος Ζ. Μέκος, Η εταιρική Διακυβέρνηση. Όψεις του προβλήματος και πιθανές απαντήσεις, Αθήνα, Σταμούλη, 2003
3. Imen Khanchel (2007). Corporate governance: measurement and determinant analysis, *Managerial Auditing Journal*, 22(8):740-76
4. Μ. Ξανθάκης, Λ. Τσιπούρη, Λ. Σπανός, ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ, Έννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης, Αθήνα, Παπαζήσης, 2003
5. Alfred Rappaport (1983). Corporate performance standards and shareholder value, *The Journal of Business Strategy*, pp 28-38
6. ΤΟ ΒΗΜΑ, Daniel Meiland, Δομημένα μοντέλα διοίκησης, 11-02-2001
7. Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ. 5
8. Το Βήμα, Ν. Γ. Χαριτάκης, Εταιρική Διακυβέρνηση
9. ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης, Αθήνα, 2001, σελ 1
10. Αλ. Μεταλληνός σε, Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, Εισαγωγικό Μέρος και Γενικές Διατάξεις (άρθρο 6 κ.ν. 2190/1920), επιμέλεια Ε. Περάκη, Τ. 1, β' έκδ., Αθήνα, Νομική Βιβλιοθήκη, 2000,673.
11. R. Smerdon, A practical guide to corporate governance, Sweet & Maxwell, London, 1998
12. Walter de Gruyter, Berlin/ New York, 1985
13. J.E. Parkinson, Corporate power and responsibility, Issues in the theory of company law, Clarendon Press, Oxford, 1996, 288
14. H. Steinmann, The enterprise as a political system in, Hopt / Teubner, ό.π., 418
15. Σ. Μούζουλα, Ο έλεγχος της διοίκησης της ανώνυμης εταιρίας
16. Σπήλιος Μούζουλας, Ν. 3016/2002 για την Εταιρική Διακυβέρνηση
17. Σ. Μούζουλα, Έλλειψη διοικήσεως ανώνυμης εταιρίας, Ζητήματα ερμηνείας του άρθρου 69ΑΚ, ΑρχN 1993, 98, και 99
18. Λ. Αθανασίου, Εισαγωγή μη εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ. εισηγμένων εταιριών :Υποχρεώσεις και ευθύνη

19. D. Velardocchio – Flores, Les accords extra – statutaires entre associates, Presses Universitaires de Marseille, 1993, 48
20. Σ. Μούζουλα, Ανώνυμη εταιρία με κινητές αξίες εισηγμένες στο χρηματιστήριο σε ΔικΑΕ, Τ. ΙΙ, 188
21. Α. Γεωργακόπουλος, Το δίκαιο των εταιριών 1974, 386
22. Ε. Περάκη, Ο τακτικός έλεγχος της ανώνυμης εταιρίας, 1984
23. Ανδρέας Γ. Κουτούπης: Κριτική επισκόπηση στη νομοθεσία και στον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΣΕΒ.

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

1. <http://www.hygeia.gr/>
2. http://www.hygeia.gr/page.aspx?p_id=134
3. http://www.hygeia.gr/page.aspx?p_id=643