



ΑΝΩΤΑΤΟ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΑΛΑΜΑΤΑΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ
ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Ο ΘΕΣΜΟΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ
ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Σπουδαστής: Αποστολόπουλος Χρήστος
Επιβλέπων: Λυγγίτσος Αλέξανδρος

ΚΑΛΑΜΑΤΑ 2012

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη.....	5
Εισαγωγή.....	6
Κεφάλαιο 1: Η έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης	
1.1 Γενική Θεώρηση.....	8
1.2 Θεμελιώδεις Θεωρίες και Ιστορική Εξέλιξη.....	10
1.2.1 Εννοιολογικό Περιεχόμενο.....	11
1.2.2 Ιστορική Εξέλιξη.....	12
1.3 Θεμελιώδεις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	14
1.3.1 Γενικές Παρατηρήσεις.....	14
1.3.2 Τα Δικαιώματα των Μετόχων.....	15
1.3.3 Η Ισότιμη Μεταχείριση των Μετόχων.....	17
1.3.4 Ο Ρόλος των Ενδιαφερόμενων στην Εταιρική Διακυβέρνηση.....	18
1.3.5 Γνωστοποίηση και Διαφάνεια.....	19
1.3.6 Οι Ευθύνες του Διοικητικού Συμβουλίου.....	20
1.4 Αίτια Ανάπτυξης Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	21
1.4.1 Γενική Θεώρηση.....	21
1.4.2 Παγκόσμιο Κύμα Ιδιοτικοποίησης.....	22
1.4.3 Συνταξιοδοτικά Ταμεία και Ενεργοί Επενδυτές.....	23
1.4.4 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές.....	24
1.4.5 Άρση των Ελέγχων και Ολοκλήρωση Κύριας Αγοράς.....	24
1.4.6 Η Κρίση Ρωσίας/Ανατολικής Ασίας/Βραζιλίας το 1998.....	25
1.4.7 Σκάνδαλα και Αποτυχίες σε Σημαντικές Αμερικάνικες Εταιρίες.....	25
Κεφάλαιο 2: Λειτουργικότητα και Αποτελεσματικότητα των Συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης	
2.1 Εκτενής Αναφορά.....	27
2.2 Τρόποι Αντιμετώπισης του Προβλήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	30
2.2.1 Συμβόλαια Αποδοτικότητας.....	30
2.2.2 Νομική Προστασία Επενδυτών.....	31

2.2.3 Συγκέντρωση Μετοχών σε Μεγάλους Επενδυτές.....	33
2.2.3.1 Μεγάλοι Μέτοχοι.....	33
2.2.3.2 Εξαγορές.....	35
2.2.3.3 Μεγάλοι Πιστωτές.....	36
2.2.4 Ο Δανεισμός στο Πρόβλημα της Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	37
2.2.5 Διοικητικό Συμβούλιο και μη Εκτελεστικά Μέλη.....	40
2.2.5.1 Κριτήρια για την Αξιολόγηση του Διοικητικού Συμβουλίου.....	44
2.3 Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	45
2.3.1 Το Αγγλοσαξονικό ή Εξωτερικό Σύστημα.....	46
2.3.2 Το Ευρωπαϊκό ή Εσωτερικό Σύστημα.....	47
Κεφάλαιο 3:Εταιρική Διακυβέρνηση και Ελληνική Πραγματικότητα	
3.1 Εισαγωγή.....	50
3.2 Ο Νόμος 3016/2002 και η Σημασία των Πιστωτικών Ιδρυμάτων.....	51
3.2.1 Ο Νόμος 3016/2002.....	51
3.2.2 Αντιφάσεις του Νόμου 3016/2002.....	53
3.2.3 Νόμοι για τα Πιστωτικά Ιδρύματα.....	54
3.2.4 Πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης και Σύστημα Εσωτερικού Ελέγχου των Πιστωτικών Ιδρυμάτων	55
3.3 Οι εξελίξεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα.....	56
3.3.1 Οι Πρόσφατες Εξελίξεις.....	56
Κεφάλαιο 4:Η Εταιρική Διακυβέρνηση στο Ελληνικό Τραπεζικό και Εταιρικό Κλάδο	
4.1 Συμμόρφωση Ελληνικών Τραπεζών στα Διεθνή Πρότυπα.....	62
4.2 Διαχείριση Κινδύνων.....	62
4.2.1 Διαχείριση Πιστωτικού Κινδύνου.....	63
4.2.2 Διαχείριση Κινδύνου Ρευστότητας.....	63
4.2.3 Διαχείριση Κινδύνου Αγοράς.....	63
4.2.4 Διαχείριση Λειτουργικού Κινδύνου.....	64
4.3 Εσωτερικός Έλεγχος.....	64
4.4 Πρακτική Εφαρμογή της Εταιρικής Διακυβέρνησης στις Ελληνικές Τράπεζες και Εταιρίες.....	66
4.4.1 Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος.....	66

4.4.2 Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Alpha Bank.....	67
4.4.3 Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Τράπεζα Πειραιώς.....	68
4.4.4 Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην ΑΤΕ Bank.....	69
4.4.5 Η Εταιρική Διακυβέρνηση της Intracom Holdings.....	70
4.4.5.1 Διοικητικό Συμβούλιο.....	71
4.4.5.2 Οργανωτική Δομή.....	71
4.4.5.3 Εταιρικές Διαδικασίες.....	71
4.4.5.4 Ελεγκτικοί Μηχανισμοί.....	71
4.4.6 Η Εταιρική Διακυβέρνηση της ΕΛΛΑΚΤΩΡ.....	72
4.4.7 Η Εταιρική Διακυβέρνηση της ΜΑΜΙΔΟΙΛ JETOIL.....	72
4.4.8 Η Εταιρική Διακυβέρνηση του ΟΤΕ.....	74
Κεφάλαιο 5: Εταιρική Διακυβέρνηση Συμπεράσματα και Προτάσεις	
5.1 Συμπεράσματα και Προτάσεις για Περαιτέρω Διερεύνηση του Θέματος.....	78
Βιβλιογραφία – Αρθρογραφία.....	81

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Οι επιχειρήσεις ιδρύονται και λειτουργούν με σκοπό τη μεγιστοποίηση του κέρδους από την εκμετάλλευση των διαφόρων πόρων μέσω των επιχειρησιακών διαδικασιών. Αυτή η αυστηρά τεχνοκρατική τοποθέτηση εγκυμονεί το ρίσκο, ιδιαίτερα όταν στόχος είναι η βραχυπρόθεσμη μεγιστοποίηση του κέρδους, να οδηγηθεί η επιχείρηση σε καταχρήσεις των πόρων και στην παράβλεψη του αντίκτυπου των επιχειρησιακών δραστηριοτήτων της πάνω στους άλλους κοινωνικούς εταίρους και στο περιβάλλον.

Επίσης, διάφορα σκάνδαλα αδιαφάνειας και κακοδιαχειρίσεων από διεθνείς επιχειρήσεις-κολοσσούς στο χώρο, είχαν ως αποτέλεσμα την επέκταση της Εταιρικής Διακυβέρνησης σε όλες τις οικονομίες, ξεκινώντας από τις αναπτυγμένες.

Τα θέματα της διαφάνειας στη διαχείριση και της ευθύνης έναντι της κοινωνίας μιας επιχείρησης είναι δύο από τα δυναμικότερα και προκλητικότερα ζητήματα που αντιμετωπίζουν σήμερα οι επιχειρήσεις. Η Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί στοιχείο για την ισορροπία της οικονομικής, κοινωνικής, και περιβαλλοντικής επίδρασης της επιχειρησιακής δραστηριότητας με ταυτόχρονη ανάπτυξη της αξίας για λογαριασμό των μετόχων, αλλά και ταυτόχρονα όλων των συμμετεχόντων σε αυτή.

Στην παρούσα πτυχιακή εργασία γίνεται εκτενής αναφορά της έννοιας της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Αρχικά, παρουσιάζονται διάφορες βασικές έννοιες και θεωρίες, οι οποίες είναι συνδεδεμένες με το εν λόγω αντικείμενο, όπως οι Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης που διατύπωσε ο ΟΟΣΑ, τα εργαλεία αντιμετώπισης του προβλήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης καθώς και τα Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης. Επιπροσθέτως, γίνεται αναφορά στην εξέλιξη της Εταιρικής Διακυβέρνησης στο Παγκόσμιο χάρτη και στην Ελλάδα, καθώς και στο ισχύον θεσμικό πλαίσιο στην Ελλάδα, ενώ επίσης εξετάζεται η υιοθέτηση των συστημάτων αυτών και η εφαρμογή τους στις ελληνικές τράπεζες. Στο τέλος, παρουσιάζονται συνοπτικά τα συμπεράσματα που αφορούν την Εταιρική Διακυβέρνηση.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στόχος της παρούσας πτυχιακής εργασίας είναι να παρουσιαστεί λεπτομερώς η αρχή της εταιρικής διακυβέρνησης και να αποσαφηνιστεί ότι πρόκειται για ένα δυναμικό κίνημα οικονομικοκοινωνικής διάστασης. Η υιοθέτηση αρχών εταιρικής διακυβέρνησης, είναι αναπόφευκτη πλέον για κάθε οικονομία που θέλει να αντλήσει κεφάλαια από οργανωμένες χρηματαγορές. Τα πολλά εταιρικά σκάνδαλα σε διεθνές επίπεδο (π.χ. Enron) έφεραν στην επικαιρότητα τον τρόπο με τον οποίο διοικούνταν και ελέγχονταν οι εισηγμένες σε χρηματιστήρια εταιρείες. Επίσης, έγειραν σημαντικά ερωτήματα σχετικά με τη δυνατότητα προστασίας των συμφερόντων των μετόχων, ιδιαίτερα των μικρομετόχων, και των πιστωτών. Κάτω από την πίεση της κατάρρευσης πολλών μεγάλων εταιρειών, οι εποπτικές αρχές των κεφαλαιαγορών σχεδόν όλων των χωρών σχεδίασαν συστήματα αντιμετώπισης και επίλυσης των προβλημάτων που σχετιζόνταν με την προστασία των συμφερόντων των μετόχων και των πιστωτών των εισηγμένων σε χρηματιστήρια εταιρειών.

Αυτά τα συστήματα, γνωστά ως συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης (Corporate Governance), είχαν σαν βασικό στόχο τη διασφάλιση διαφανούς, χρηστής και αποτελεσματικής διοίκησης που μεγιστοποιεί την οικονομική αξία της επιχείρησης, προστατεύοντας ταυτόχρονα τα συμφέροντα όλων των μετόχων και πιστωτών. Χωρίς να υποβαθμίζεται η πρόοδος που έχει επιτελεστεί, τα αποτελέσματα δεν είναι πάντα στο επίπεδο των προσδοκιών, ενώ οι συμπεριφορές που προδιαγράφει η Εταιρική Διακυβέρνηση δεν καλύπτει έστω την πλειοψηφία του επιχειρηματικού κόσμου.

Η εταιρική διακυβέρνηση κερδίζει σταδιακά έδαφος, κάτω από την πίεση των μικρομετόχων, αλλά και των εποπτικών και ρυθμιστικών αρχών. Η αγορά έχει αναγνωρίσει τη σημασία της και αμείβει τις διοικήσεις που είναι ειλικρινείς και αποτελεσματικές στην εφαρμογή των αρχών, δίνοντας ένα premium στην τιμή των μετοχών τους. Στις ΗΠΑ, όπου σημειώθηκαν οι μεγαλύτερες ακρότητες ανεύθυνης, ακόμη και εγκληματικής συμπεριφοράς διοικήσεων, έγιναν και τα πρώτα σημαντικά βήματα αντιμετώπισης του προβλήματος. Η Ευρώπη σταδιακά και έγκαιρα προσαρμόζεται επίσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

1.1 Γενική Θεώρηση

Στη διεθνή βιβλιογραφία απαντάται πληθώρα ορισμών όσον αφορά την έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Ενδεικτικά, αναφέρονται οι ακόλουθες ερμηνείες. Σύμφωνα με τον Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (OECD, 1999) η Εταιρική Διακυβέρνηση ορίζεται ως ένα σύστημα με το οποίο παρακολουθούνται και ελέγχονται οι επιχειρήσεις. Σύμφωνα με τον La Porta (2000) η Εταιρική Διακυβέρνηση ασχολείται με τους μηχανισμούς, οι οποίοι προστατεύουν τα συμφέροντα των εξωτερικών επενδυτών (μέτοχοι και πιστωτές) ενάντια στις ατασθαλίες των εσωτερικών (Διοίκηση / μάνατζερ). Σύμφωνα με τους Shleifer και Vishny (1997) η Εταιρική Διακυβέρνηση ασχολείται με το πώς οι χρηματοδότες των επιχειρήσεων θα πάρουν πίσω τα χρήματά τους, εξασφαλίζοντας φυσικά κάποια απόδοση για την επένδυσή τους. Σύμφωνα με την Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ως Εταιρική Διακυβέρνηση ορίζεται το σύνολο πρακτικών που υιοθετεί μια επιχείρηση προκειμένου να εξασφαλίσει την αποδοτική λειτουργία της, την προστασία των μετόχων της, αλλά και το σύνολο αυτών που έχουν νόμιμα συμφέροντα στην εταιρία.

Τέλος, ένας κοινά αποδεκτός ορισμός είναι ο ακόλουθος: «Εταιρική Διακυβέρνηση είναι το σύνολο νομικών, θεσμικών και εθιμικών ρυθμίσεων, οι οποίες πρέπει να χαρακτηρίζουν τη δραστηριότητα κυρίως των εισηγμένων στα χρηματιστήρια εταιριών, αλλά όχι μόνο αυτών. Απαντά δε, στα ερωτήματα ποιος και πώς ελέγχει τις δραστηριότητες των εταιριών, καθώς και σε ποιους κατανέμονται τα οφέλη, αλλά και οι κίνδυνοι που απορρέουν από την εταιρική δραστηριότητα» (Οικονομικά Χρονικά, 2006).

Κύριο χρηματοοικονομικό στόχο μιας επιχείρησης αποτελεί η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, ο οποίος ανατίθεται στα ικανά χέρια της Διοίκησης. Η Διοίκηση είναι υπεύθυνη για την υλοποίηση αυτού του στόχου μέσω της εξουσίας που της έχουν παραχωρήσει οι ιδιοκτήτες / μέτοχοι της επιχείρησης για λήψη αποφάσεων με γνώμονα πάντα την εξυπηρέτηση των συμφερόντων τους. Με λίγα λόγια, η Διοίκηση διαχειρίζεται τα διαθέσιμα κεφάλαια, αποφασίζει και εκτελεί, ενώ οι μέτοχοι / επενδυτές μιας επιχείρησης εισφέρουν τα απαραίτητα κεφάλαια.

Τίθεται όμως το εξής ερώτημα: Με ποιον τρόπο μπορούν οι μέτοχοι να είναι σίγουροι ότι η Διοίκηση επιδιώκει τη μεγιστοποίηση της αγοραίας αξίας της επιχείρησης και όχι δικούς της προσωπικούς στόχους;

Με βάση την υπάρχουσα βιβλιογραφία καθώς και περιστατικά από την καθημερινότητα, όντως έχουν καταγραφεί περιπτώσεις στις οποίες οι στόχοι της Διοίκησης δεν εναρμονίζονται πλήρως με τους αντίστοιχους των ιδιοκτητών / μετόχων. Σε αυτές τις περιπτώσεις υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ Διοίκησης και μετόχων, εφόσον η Διοίκηση κατέχει μικρότερο ποσοστό του 100% του κεφαλαίου της επιχείρησης. Οι πιθανότητες για σύγκρουση συμφερόντων αυξάνονται ακόμα περισσότερο σε μεγάλες επιχειρήσεις εισηγμένες στο χρηματιστήριο, όπου υπάρχει μεγάλη διασπορά μετοχών. Η διασπορά μετοχών έχει ως αποτέλεσμα την ύπαρξη πολλών μετόχων, οι οποίοι δεν μπορούν να συνεννοηθούν μεταξύ τους ώστε να ασκήσουν αποτελεσματικό έλεγχο στη Διοίκηση. Η μοναδική περίπτωση στην οποία η Διοίκηση ενεργεί 100% προς το συμφέρον των μετόχων είναι όταν πρόκειται για οικογενειακή επιχείρηση.

Μία εναλλακτική πρόταση στην επίλυση αυτών των συγκρούσεων θα μπορούσε να είναι η ακόλουθη: Αυτοί που διαθέτουν τα κεφάλαια να αποφασίζουν ταυτόχρονα, δηλαδή οι μέτοχοι. Κάτι τέτοιο όμως δεν είναι εφικτό, εφόσον ζούμε στην εποχή της εξειδίκευσης. Οι μέτοχοι δε διαθέτουν ούτε τις απαραίτητες γνώσεις, ούτε τα αναγκαία προσόντα για τη λήψη αποφάσεων. Για να είναι βέβαιοι οι μέτοχοι ότι η Διοίκηση πράγματι επιδιώκει την εξυπηρέτηση των δικών τους συμφερόντων και όχι δικά της προσωπικά οφέλη, εκλέγουν τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου. Ο ρόλος του Διοικητικού Συμβουλίου είναι να επιβλέπει και να ελέγχει τη Διοίκηση, τη γενική στρατηγική που ακολουθεί η επιχείρηση και τέλος, να προστατεύει τα συμφέροντα των μετόχων, ώστε να μην υπάρχει η δυνατότητα για τυχόν ατασθαλίες από πλευράς Διοίκησης.

Η εναρμόνιση των πιθανών αντικρουόμενων συμφερόντων των δύο πλευρών καθώς και η διασφάλιση της αποτελεσματικότητας της επιχείρησης επιτυγχάνεται με την υιοθέτηση μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης. Καταλήγουμε, λοιπόν, στο συμπέρασμα ότι τα προβλήματα αντιπροσώπευσης αποτελούν ένα αναπόφευκτο κόστος το κόστος αντιπροσώπευσης (Berle & Means, 1932) στον επιχειρηματικό κόσμο και ότι η μοναδική λύση στην οποία μπορούν να καταφύγουν οι επιχειρήσεις είναι να προβούν στην ελαχιστοποίησή του.

1.2 Θεμελιώδεις Θεωρίες & Ιστορική Εξέλιξη

1.2.1 Ενοσιολογικό Περιεχόμενο

Υπάρχουν πάρα πολυ ορισμοί, οι οποίοι εξηγούν την έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης, μερικοί απο αυτούς παρατίθενται παρακάτω. Η Εταιρική Διακυβέρνηση εκφράζει, γενικότερα, μια φιλοσοφία και αποτυπώνει τις αντιλήψεις γύρω απο την εξουσία και τους τρόπους ενάσκησής της. Αξιολογεί τους επιμερούς φορεις που μετέχουν στην εξουσία και επιχειρεί την οριοθέτηση των σχέσεών τους, με άξονα την λειτουργία της εταιρίας, προς επίτευξη ενός στόχου. Ο στόχος ποικίλει, ανάλογα με το σύστημα που θα έχει υιοθετηθεί, δηλαδή ανάλογα με την φιλοσοφία που θα εκφράζει η Εταιρική Διακυβέρνηση ως έννοια (Μούζουλας, 2003). Οι Shleifer και Vishny (1997) αναφέρουν σε έρευνα τους οτι ένα πολύ σημαντικό κομμάτι με το οποίο ασχολείται η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι το πως οι χρηματοδότες διαφόρων επιχειρήσεων θα εξασφαλίσουν οτι θα λάβουν την απόδοση τους για τις επενδύσεις που έχουν κάνει, Ο La Porta (2000) υποστηρίζει πως η Εταιρική Διακυβέρνηση και οι μηχανισμοί της ευθύνονται για την προστασία των εξωτερικών επενδυτών (μέτοχοι και πιστωτές) ενάντια στις τυχών ατασθαλίες των εσωτερικών, οι οποίοι είναι η διοίκηση και οι μάνατζερ. Σύμφωνα με την Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως Εταιρική Διακυβέρνηση ορίζεται το σύνολο των πρακτικών που εφαρμόζει μια επιχείρηση έτσι ώστε να διασφαλίσει την προστασία των μετόχων της αλλά και όλων αυτών που έχουν νόμιμα συμφέροντα στην εταιρία και να εξασφαλίσει τη λειτουργία και την απόδοση της επιχείρησης σε ένα ικανοποιητικό επίπεδο. Ο ΟΟΣΑ (1999) και η επιτροπή Cadbury (Cadbury Report, 1992) ορίζουν την έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης ως ένα σύστημα το οποίο δίνει την δυνατότητα στις εταιρίες να παρακολουθούνται και να ελέγχονται.

Γενικά, η Εταιρική Διακυβέρνηση εξειδικεύει τη διάρθρωση των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων μεταξύ των διαφορετικών συμμετεχόντων σε μία εταιρία, όπως το διοικητικό συμβούλιο, τα ανώτατα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη, οι μέτοχοι και οι άλλοι ενδιαφερόμενοι μέσα ή έξω από την εταιρία (stakeholders) (Ξανθάκης, Τσιπούρη και Σπανός, 2003). Τέλος, ένας κοινά αποδεκτός ορισμός είναι ότι: Ο όρος Εταιρική Διακυβέρνηση είναι το συνολικό σύστημα δικαιωμάτων, διαδικασιών και ελέγχων, που έχουν καθιερωθεί εσωτερικά και εξωτερικά ως προς τη διοίκηση της εταιρίας, με στόχο την προστασία των συμφερόντων όλων των παραγόντων που αναμειγνύονται στην εταιρική δραστηριότητα (stakeholders) (Μούζουλας, 2003). Παρακάτω παραθέτω σχετικό πίνακα:

Συγγραφέας	Χρονολογία	Ορισμός
Shleifer & Vishny	1997	Εξασφάλιση των χρηματοδοτών των διαφόρων επιχειρήσεων πως θα λάβουν την απόδοση τους για τις επενδύσεις τους.
ΟΟΣΑ	1999	Η Εταιρική Διακυβέρνηση ως ένα σύστημα το οποίο δίνει τη δυνατότητα στις εταιρίες να παρακολουθούνται και να ελέγχονται.
La Porta	2000	Η Εταιρική Διακυβέρνηση και οι μηχανισμοί της είναι υπεύθυνοι για την προστασία των εξωτερικών επενδυτών, ενάντια στις ατασθαλίες των εσωτερικών.
Μούζουλας	2003	Ο όρος Εταιρική Διακυβέρνηση είναι το συνολικό σύστημα των δικαιωμάτων, με στόχο την προστασία των συμφερόντων όλων των παραγόντων.
Ξανθάκης, Τσιπούρη και Σπανός	2003	Η Εταιρική Διακυβέρνηση εξειδικεύει τη διάρθρωση των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων μεταξύ των διαφορετικών συμμετεχόντων σε μια εταιρία.
Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς		Το σύνολο των πρακτικών που εφαρμόζει μια επιχείρηση ώστε να διασφαλίσει την προστασία των μετόχων της αλλά και όλων αυτών που έχουν νόμιμα συμφέροντα στην εταιρία.

Πίνακας 1: Ορισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης

1.2.2 Ιστορική εξέλιξη

Όπως αναφέρεται στο βιβλίο των Ξαναθάκη, Τσιπούρη και Σπανού, 2003, διάφορα κερδοσκοπικά επεισόδια και φαινόμενα επιχειρησιακών σκανδάλων και χρεοκοπιών έχουν καταγραφεί ιστορικά στις κεφαλαιαγορές σε παγκόσμιο επίπεδο. Απο την φούσκα της εταιρίας South Sea to 1720 στη Βρετανία, τον πανικό του 1873 στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και το μεγάλο κράχ του 1929, μέχρι την κατάρρευση της Wall Street το 1987 και το πρόσφατο κύμα λογιστικών σκανδάλων και χρεοκοπιών μεγάλων εταιριών, όπως της Tyco, της HealthSouth, της Enron και της Worldcom, κεντρικό ζητούμενο παραμένει η απόλυτη προστασία των μετόχων. Η ενίσχυση της διαφάνειας, η έγκυρη και έγκαιρη πληροφόρηση των επενδυτών/μετόχων, οι ανεξάρτητοι και αποτελεσματικοί έλεγχοι, η ισχυροποίηση του εποπτικού ρόλου του διοικητικού συμβουλίου, καθώς επίσης και η κατάρτιση αξιόπιστων λογιστικών καταστάσεων, είναι ορισμένες απο τις προκλήσεις στις οποίες καλείτε να ανταπεξέλθει κάθε οργανωμένη κεφαλαιαγορά. Αποτελούν ουσιαστικά φερέγγυο για την αποτελεσματική προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων και την αποφυγή ή την έγκαιρη διάγνωση και αντιμετώπιση επιχειρηματικών δυσλειτουργιών και κακοδιαχειρίσεων. Συνήθως, οι μεγάλες κρίσεις δίνουν και την ευκαιρία για τη λήψη μίας σειράς μέτρων και την ανάληψη διαφόρων πρωτοβουλιών. Την κρίση του 1929 διαδέχθηκε μία σειρά μέτρων, όπως η συγκρότηση της Επιτροπής Τίτλων και Συναλλάγματος, ο έλεγχος των υποχρεωτικών ποσοστών διαθέσιμων κ.α.(Galbraith, 1993). Η Σύσταση της Επιτροπής Cadbury τον Δεκέμβριο του 1992 στο Ηνωμένο Βασίλειο διετύπωσε ένα εθελόντικο κώδικα για την εταιρική διακυβέρνηση, λόγω των σκανδάλων των εταιριών, όπως της BCCI και της Maxwell, Στην Ιαπωνία , μετά την κρίση της δεκαετίας του 1990, άνοιξε ένας μεγάλος διάλογος για τις αλλαγές της εταιρικής διακυβέρνησης. Σύμφωνα με το νόμο που ψηφίστηκε το 2003, ο οποίος προβλέπει την εισαγωγή μιας σειράς αγγλοσαξονικών μηχανισμών παρακολούθησης της εκτελεστικής διοίκησης, όπως η σύσταση επιτροπών στο διοικητικό συμβούλιο, η συμμετοχή ανεξαρτήτων μελών στα διοικητικά συμβούλια κ.α. Τα πρόσφατα σκάνδαλα μεγάλων αμερικανικών εταιριών, όπως της Tyco, της WorldCom και της Enron, οδήγησαν στην υιοθέτηση νέου νόμου για την εταιρική διακυβέρνηση τον Ιούλιο του 2002 απο το Αμερικάνικο Κογκρέσο (Sarbanes- Oxley Bill).

Επίσης, το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης έχει προτείνει μία σειρά απο πρόσθετα κριτήρια εισαγωγής εταιριών, μεταξύ των οποίων το διοικητικό συμβούλιο να απαρτίζεται στην πλειοψηφία του απο ανεξάρτητα μέλη, η ελεγκτική επιτροπή να αποτελείται αποκλειστικά απο ανεξάρτητα μέλη με ένα τουλάχιστον μέλος με χρηματοοικονομικές γνώσεις, και επίσης να υπάρχει περιορισμός στις υπηρεσίες που μπορούν να παρέχουν οι εξωτερικοί ελεγκτές στους πελάτες τους. Μετά απο ανάθεση, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, σε ομάδα ειδικών για τον εκσυγχρονισμό του ρυθμιστικού πλαισίου της εταιρικής διακυβέρνησης, εκδόθηκε μία σειρά οδηγιών προς τις χώρες-μέλη για την βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης(π.χ. υπολογιμός του κόστους δικαιωμάτων προαίρεσης στους λογαριασμούς του έτους, υποχρεωτική έκδοση απο τις εισηγμένες εταιρίες έκθεσης για την εταιρική διακυβέρνηση, καθορισμός της σύνθεσης και των αρμοδιοτήτων της ελεγκτικής επιτροπής).

Την τελευταία δεκαετία έχουν δημοσιευτεί πάνω απο 50 κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης σε πάνω απο 60 χώρες σε όλο τον κόσμο, Απο τις ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία, Γαλλία και την Ελλάδα, ως τη Νότια Αφρική, την Κορέα, την Αυστραλία και την Ινδία, είτε με πρωτοβουλία των αρμόδιων αρχών (χρηματιστήρια, εποπτικές αρχές, υπουργεία), είτε με πρωτοβουλία συλλογικών οργανώσεων και ιδιωτικών φορέων (ενώσεις θεσμικών επενδυτών, συνδέσμοι επιχειρήσεων, ασφαλιστικά ταμεία κ.α.) διατυπώνεται μία σειρά απο αρχές καλής εταιρικής διακυβέρνησης, που, σε εθελοντική βάση, συστήνεται προς τις (εισηγμένες) επιχειρήσεις να υιοθετήσουν. Σε όλους τους κώδικες παρατηρείται μία ενιαία αντιμετώπιση βασικών ζητημάτων εταιρικής διακυβέρνησης, δεν παραλείπονται όμως και διαφορετικές συστάσεις σε επιμέρους ζητήματα. Η ποικιλία των συστάσεων απορρέει απο το διαφορετικό θεσμικό και νομικό πλαίσιο κάθε χώρας, τη διαφορετική εταιρική κουλτούρα και αντιμετώπιση μίας σειράς προβλημάτων που σχετίζονται με την προστασία του περιβάλλοντος, την εταιρική κοινωνική ευθύνη κ.α.

1.3 Θεμελιώδεις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης

1.3.1 Γενικές Παρατηρήσεις

Το 1999 ο Οργανισμός Οικονομικής Ανάπτυξης και Συνεργασίας (ΟΟΣΑ), με τον Κώδικα για την Εταιρική Διακυβέρνηση, δημοσίευσε τις βασικές αρχές που θα πρέπει να διέπουν κάθε ρύθμιση Εταιρικής Διακυβέρνησης ύστερα από πληθώρα συζητήσεων με διεθνείς οργανισμούς, διάφορες κυβερνήσεις και τον ιδιωτικό τομέα. Αυτές οι αρχές αποτελούν το θεμέλιο λίθο της Εταιρικής Διακυβέρνησης και σημείο αναφοράς όλων των χωρών στις προσπάθειές τους για την εφαρμογή της σε ολόκληρο τον κόσμο. Σκοπός αυτών των αρχών είναι να συμβάλλουν στη βελτίωση του νομοθετικού και ρυθμιστικού πλαισίου των χωρών αναφορικά με την εφαρμογή της Εταιρικής Διακυβέρνησης και να παρέχουν συμβουλές προς όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη (νομοθέτες, επενδυτές, φορείς της αγοράς κτλ). Οι αρχές αυτές απευθύνονται σε όλες τις χώρες του κόσμου και όχι μόνο στις χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ. Λαμβάνοντας υπόψη την ύπαρξη οικονομικών, πολιτικών, νομοθετικών και κοινωνικών διαφορών από χώρα σε χώρα, ο ΟΟΣΑ προσέδωσε στις αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης μη δεσμευτικό χαρακτήρα προς διευκόλυνση κάθε χώρας στην εφαρμογή τους.

Όμως, οι έντονες εξελίξεις που σημειώθηκαν στον επιχειρηματικό κόσμο οδήγησαν στην ανάγκη για αναπροσαρμογή των αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης, λαμβάνοντας υπ' όψιν τα νέα δεδομένα, ώστε να είναι σε θέση να ανταποκριθούν με πιο σωστό τρόπο στις σύγχρονες προκλήσεις καθώς και στις ανάγκες των επιχειρήσεων. Συνέπεια όλων αυτών αποτέλεσε η δημοσίευση αναθεωρημένων αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης από τον ΟΟΣΑ το 2004, οι οποίες παρουσιάζονται στις επόμενες παραγράφους (OECD, 2004).

Σύμφωνα με αυτή την αρχή το πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να προάγει διαφανείς και αποτελεσματικές αγορές, να είναι συμβατό με το νόμο και να εκφράζει με σαφήνεια τη διάκριση των ευθυνών μεταξύ των διαφόρων εποπτικών, ρυθμιστικών και εκτελεστικών αρχών. Το πλαίσιο αυτό θα πρέπει να αναπτυχθεί λαμβάνοντας υπόψη τις επιπτώσεις του στην απόδοση της οικονομίας, στην ακεραιότητα της αγοράς και στα κίνητρα που δημιουργεί αφενός μεν για τους διάφορους συμμετέχοντες της αγοράς, αφετέρου δε για την προώθηση διαφανών και αποτελεσματικών αγορών.

Οι νομικές και ρυθμιστικές απαιτήσεις, οι οποίες επηρεάζουν τις πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να είναι σύμφωνες με το νόμο, εφαρμόσιμες και διαφανείς. Η διάκριση των ευθυνών μεταξύ των διαφόρων αρχών θα πρέπει να εκφράζεται με σαφήνεια και να εξασφαλίζει την εξυπηρέτηση του κοινού συμφέροντος. Τέλος, οι εποπτικές, ρυθμιστικές και εκτελεστικές αρχές θα πρέπει να έχουν την εξουσία, την ακεραιότητα και τους πόρους, ώστε να εκπληρώνουν τα καθήκοντά τους με αντικειμενικό και επαγγελματικό τρόπο. Οι αποφάσεις τους θα πρέπει να είναι διαφανείς, έγκυρες και πλήρως αποσαφηνισμένες.

1.3.2 Τα Δικαιώματα των Μετόχων

Αυτό το πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης προστατεύει και διευκολύνει την άσκηση των δικαιωμάτων των μετόχων. Ειδικότερα, τα βασικά δικαιώματα των μετόχων περιλαμβάνουν:

- 1) τη μεταβίβαση των μετοχών
- 2) τη διασφάλιση των μεθόδων καταγραφής της ιδιοκτησίας
- 3) τη σχετική και ουσιαστική πληροφόρηση για την επιχείρηση σε έγκαιρη και τακτική βάση
- 4) τη συμμετοχή και ψηφοφορία στις γενικές συνελεύσεις των μετόχων
- 5) τη συμμετοχή στα κέρδη της επιχείρησης
- 6) την εκλογή και απομάκρυνση των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.

Επιπλέον, οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν το δικαίωμα συμμετοχής και ενημέρωσης, σε αποφάσεις που αφορούν σημαντικές εταιρικές αλλαγές, όπως:

- τροποποιήσεις σε κανόνες ή άρθρα σύστασης ή παρόμοια έγγραφα διακυβέρνησης της επιχείρησης
- έκδοση πρόσθετων μετοχών
- ασυνήθιστες συναλλαγές, όπως μεταβίβαση του συνόλου ή μέρους των περιουσιακών στοιχείων, που συνεπάγεται πώληση της επιχείρησης.

Επίσης, αναγνωρίζεται στους μετόχους το δικαίωμα αποτελεσματικής συμμετοχής και ψηφοφορίας στις γενικές συνελεύσεις καθώς και ενημέρωσης αναφορικά με τους κανόνες που διέπουν τις γενικές συνελεύσεις, συμπεριλαμβανομένων και των διαδικασιών ψηφοφορίας. Οι κανόνες είναι:

- Οι μέτοχοι θα πρέπει να ενημερώνονται έγκαιρα αναφορικά με την ημερομηνία, τον τόπο διεξαγωγής καθώς και για θέματα τα οποία θα συζητηθούν κατά τη διάρκεια των συνελεύσεων.
- Οι μέτοχοι έχουν το δικαίωμα να πραγματοποιούν ερωτήσεις στο Διοικητικό Συμβούλιο, να εισάγουν θέματα προς συζήτηση και να προτείνουν λύσεις μέσα σε λογικά πλαίσια.
- Η διευκόλυνση της συμμετοχής των μετόχων στη συζήτηση εταιρικών θεμάτων, όπως η εκλογή νέων μελών καθώς και ο προσδιορισμός της πολιτικής αμοιβών των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και της Διοίκησης.
- Επίσης η ψήφος των μετόχων έχει την ίδια βαρύτητα είτε παρευρίσκονται είτε απουσιάζουν από τη γενική συνέλευση.

Απαιτείται η δημοσίευση οποιωνδήποτε κεφαλαιακών δομών και συμφωνιών που διευκολύνουν κάποιους μετόχους στην απόκτηση ποσοστού ελέγχου δυσανάλογου του κεφαλαίου που κατέχουν.

Ένα ακόμα σημαντικό σημείο είναι να επιτραπεί στις αγορές εταιρικού ελέγχου να λειτουργούν με διαφανή και αποτελεσματικό τρόπο, ώστε αφενός οι μέτοχοι να γνωρίζουν τα δικαιώματά τους καθώς και σε ποιο βαθμό μπορούν να τα χρησιμοποιήσουν σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων, εξαγωγών ή πώλησης σημαντικού μέρους των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης και αφετέρου οι μηχανισμοί κατά των εξαγορών να μην χρησιμοποιούνται για την προστασία της Διοίκησης και του Διοικητικού Συμβουλίου έναντι της υποχρέωσής τους για λογοδοσία. Ακόμα, θα πρέπει να διευκολύνεται η άσκηση των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας όλων των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων και των θεσμικών επενδυτών. Οι θεσμικοί θα πρέπει να δημοσιοποιούν τη στρατηγική τους όσον αφορά στην Εταιρική Διακυβέρνηση, τις διαδικασίες που προβλέπουν για την αξιοποίηση των δικαιωμάτων ψήφου τους καθώς και τον τρόπο αντιμετώπισης πιθανής σύγκρουσης συμφερόντων που επηρεάζει την αποδοτικότητα της επένδυσής τους. Τέλος, οι μέτοχοι, συμπεριλαμβανομένων και των θεσμικών επενδυτών, θα πρέπει να συμβουλευόμαστε ο ένας τον άλλον για θέματα αναφορικά με τα βασικά τους δικαιώματα, όπως αυτά καθορίζονται από τις Αρχές, με εξαίρεση την περίπτωση κατάχρησής τους.

1.3.3 Η Ισότιμη Μεταχείριση των Μετόχων

Σύμφωνα με την αρχή αυτή το πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να εξασφαλίζει την ισότιμη μεταχείριση των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων των μετόχων μειοψηφίας και των αλλοδαπών μετόχων. Όλοι οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να αποκτούν αποτελεσματική αποζημίωση για την παραβίαση των δικαιωμάτων τους. Όλοι οι μέτοχοι της ίδιας σειράς/κατηγορίας θα πρέπει να αντιμετωπίζονται ως ίσοι, δηλαδή αναγνωρίζονται τα ίδια δικαιώματα σ' αυτούς που συνυπάρχουν στην ίδια κατηγορία. Όλοι οι επενδυτές θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα για πρόσβαση σε πληροφορίες όσον αφορά τα δικαιώματα που συνδέονται με όλες τις σειρές/τάξεις προτού προβούν στην αγορά τους. Οποιαδήποτε αλλαγή στα δικαιώματα ψηφοφορίας θα πρέπει να εγκριθεί από τις τάξεις που επηρεάζονται αρνητικά από αυτήν. Ειδικότερα, οι μέτοχοι μειοψηφίας θα πρέπει να προστατεύονται από καταχρήσεις εις βάρος τους από την πλευρά των μεγαλομετόχων και να αποζημιώνονται σε τέτοιες περιπτώσεις. Επίσης, θα πρέπει να προβλέπεται η ψηφοφορία μέσω αντιπροσώπων με εξουσιοδότηση όπως και η ψηφοφορία εκτός συνόρων. Ταυτόχρονα,

οι διαδικασίες για τις γενικές συνελεύσεις θα πρέπει να διαμορφώνονται με τέτοιο τρόπο, ώστε να επιτρέπουν την άσκηση των δικαιωμάτων όλων των μετόχων. Επιπροσθέτως, θα πρέπει να απαγορεύονται τόσο οι εσωτερικές συναλλαγές όσο και οι προσωπικές ενέργειες που οδηγούν σε κατάχρηση. Τέλος, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και τα ανώτερα στελέχη θα πρέπει να ανακοινώνουν στο Συμβούλιο, εάν έχουν, είτε άμεσα είτε έμμεσα είτε για λογαριασμό τρίτων κάποιο συμφέρον, υλικό, σε οποιαδήποτε συναλλαγή που να επηρεάζει άμεσα την επιχείρηση.

1.3.4 Ο Ρόλος των Ενδιαφερόμενων στην Εταιρική Διακυβέρνηση

Σύμφωνα με αυτή την αρχή το πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να αναγνωρίζει τα δικαιώματα των συμμετεχόντων που κατοχυρώνονται από το νόμο ή μέσω αμοιβαίων συμφωνιών και να ενθαρρύνει την ενεργή συνεργασία ανάμεσα στις επιχειρήσεις και στους συμμετέχοντες, με σκοπό τη δημιουργία αξίας και εργασιακών θέσεων καθώς και τη διατήρηση οικονομικά ισχυρών επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, να υπάρχει σεβασμός για τα δικαιώματα των συμμετεχόντων που κατοχυρώνονται είτε βάσει του νόμου είτε βάσει αμοιβαίων συμφωνιών. Στην περίπτωση παραβίασης των δικαιωμάτων των συμμετεχόντων που προστατεύονται από το νόμο θα πρέπει να προβλέπεται η δυνατότητα αποζημίωσής τους. Όσον αφορά τους εργαζόμενους, προτείνεται η συμμετοχή τους στην Εταιρική Διακυβέρνηση μέσω ανάπτυξης ειδικών μηχανισμών βελτίωσης της αποδοτικότητας. Επίσης, όσον αφορά τη συμμετοχή των συμμετεχόντων στην Εταιρική Διακυβέρνηση θα πρέπει να έχουν τακτική και έγκαιρη πρόσβαση σε αξιόπιστη πληροφόρηση αναφορικά με τις διαδικασίες στις οποίες συμμετέχουν. Ακόμα, απαραίτητη κρίνεται η δυνατότητα για ελεύθερη επικοινωνία μεταξύ των συμμετεχόντων και του Συμβουλίου, ώστε να είναι σε θέση να συζητούν τους προβληματισμούς τους αναφορικά με παράνομες ή ανήθικες πρακτικές δίχως να ανησυχούν για περιορισμό των δικαιωμάτων τους. Τέλος, το πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να συμπληρώνεται με ένα αποδοτικό και αποτελεσματικό πλαίσιο για περιπτώσεις πτώχευσης της επιχείρησης, καθώς και με την αποτελεσματική επιβολή των δικαιωμάτων των πιστωτών.

1.3.5 Γνωστοποίηση και Διαφάνεια

Σύμφωνα με αυτή την αρχή το πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να διασφαλίζει ότι έγκαιρη και ακριβής γνωστοποίηση πραγματοποιείται για όλα τα ουσιαστικά θέματα που αφορούν την επιχείρηση, συμπεριλαμβανομένων της οικονομικής της κατάστασης, της απόδοσης της, της ιδιοκτησίας της και της διακυβέρνησής της. Ειδικότερα, η γνωστοποίηση θα πρέπει να περιλαμβάνει ουσιαστική πληροφόρηση σχετικά με:

- 1) τα οικονομικά και λειτουργικά αποτελέσματα της επιχείρησης
- 2) τους εταιρικούς στόχους
- 3) τα κυριότερα δικαιώματα ιδιοκτησίας και ψήφου
- 4) την πολιτική αποδοχών των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και των ανώτερων στελεχών
- 5) τις συναλλαγές των συνδεδεμένων επιχειρήσεων
- 6) τους προβλεπόμενους παράγοντες κινδύνου
- 7) θέματα που αφορούν τους εργαζόμενους και λοιπούς συμμετέχοντες
- 8) τις δομές και τις πολιτικές διακυβέρνησης.

Όσον αφορά τη διαδικασία της γνωστοποίησης προτείνεται η εφαρμογή υψηλής ποιότητας προτύπων λογιστικής, καθώς και η χρήση χρηματοοικονομικών και μη χρηματοοικονομικών μεταβλητών. Επίσης, προτείνεται η διεξαγωγή του ετήσιου ελέγχου να ανατίθεται σε έναν ανεξάρτητο, εξωτερικό και ικανό ελεγκτή, ο οποίος θα διαβεβαιώνει το Συμβούλιο και τους μετόχους για την εγκυρότητα των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης, ενισχύοντας με αυτόν τον τρόπο την αξιοπιστία τους. Τέλος, οι εξωτερικοί

ελεγκτές θα πρέπει να είναι υπόλογοι μόνον απέναντι στους μετόχους, αναλαμβάνοντας την υποχρέωση απέναντι στην επιχείρηση να είναι επαγγελματίες κατά τη διεξαγωγή του ελέγχου.

1.3.6 Οι Ευθύνες του Διοικητικού Συμβουλίου

Σύμφωνα με την τελευταία αρχή το πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να εξασφαλίζει την στρατηγική καθοδήγηση της επιχείρησης, τον αποτελεσματικό έλεγχο της διοίκησης από το Διοικητικό Συμβούλιο και την υποχρέωση λογοδοσίας του Συμβουλίου απέναντι στην επιχείρηση και στους μετόχους. Τα μέλη του Συμβουλίου θα πρέπει να ενεργούν με καλή πίστη, με την απαιτούμενη επιμέλεια και σύμφωνα με το συμφέρον της επιχείρησης και των μετόχων καθώς και να είναι πλήρως ενημερωμένα πριν προβούν σε οποιαδήποτε ενέργεια. Σε περιπτώσεις όπου πιθανώς να επηρεάζονται διάφορες ομάδες των μετόχων από τις αποφάσεις του Συμβουλίου θα πρέπει το Συμβούλιο να μεταχειρίζεται όλους τους μετόχους με τον ίδιο τρόπο. Ακόμη, το Συμβούλιο θα πρέπει να εφαρμόζει υψηλής ηθικής πρότυπα και να λαμβάνει υπόψη του τα συμφέροντα των συμμετεχόντων. Ειδικότερα, το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να επιτελεί τις ακόλουθες βασικές λειτουργίες:

1. να καθοδηγεί και να αναθεωρεί την εταιρική στρατηγική, τα κύρια σχέδια δράσης, την πολιτική κινδύνου, τους ετήσιους προϋπολογισμούς και τα επιχειρηματικά σχέδια, να καθορίζει τους στόχους αποδοτικότητας, να ελέγχει το στάδιο της υλοποίησης και την εταιρική αποδοτικότητα και να επιβλέπει τις βασικές κεφαλαιακές δαπάνες, τις επενδύσεις και τις αποεπενδύσεις,

2. να ελέγχει την αποτελεσματικότητα των πρακτικών διακυβέρνησης της επιχείρησης και να προβαίνει στις απαιτούμενες αλλαγές,

3. να επιλέγει, να ανταμείβει, να ελέγχει και να αντικαθιστά, όταν είναι αναγκαίο, βασικά στελέχη, καθώς και να επιβλέπει το σχεδιασμό διαδοχής τους,

4. να ευθυγραμμίζει τις αποδοχές των διευθυντικών και διοικητικών στελεχών με τα μακροχρόνια συμφέροντα της επιχείρησης και των μετόχων,

5. να διασφαλίζει ότι οι διαδικασίες για την ανάδειξη των υποψηφίων και την τελική εκλογή των μελών του Συμβουλίου διακρίνονται από διαφάνεια,

6. να ελέγχει και να διαχειρίζεται πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ της Διοίκησης, των μελών του Συμβουλίου και των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων των

περιπτώσεων κακής χρήσης των εταιρικών περιουσιακών στοιχείων και εκμετάλλευσης των συνδεδεμένων επιχειρήσεων.

7. να διασφαλίζει την ακεραιότητα των λογιστικών και χρηματοοικονομικών συστημάτων της επιχείρησης, συμπεριλαμβανομένου του ανεξάρτητου ελέγχου, και τη σωστή λειτουργία των διαφόρων συστημάτων ελέγχου, ιδιαίτερα των συστημάτων όσον αφορά τη διαχείριση κινδύνου, τον οικονομικό και λειτουργικό έλεγχο και της συμμόρφωσης με το νόμο και τις σχετικές διατάξεις.

Επίσης, το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να έχει τη δυνατότητα να ασκεί αντικειμενική κρίση επί των εταιρικών θεμάτων. Στην επίτευξη αυτού του στόχου συμβάλλουν η ύπαρξη ικανών ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών (Non Executive Directors - NED) που είναι σε θέση να ασκήσουν ανεξάρτητη κρίση, ιδίως σε θέματα σύγκρουσης συμφερόντων, η ακριβής περιγραφή και γνωστοποίηση του σκοπού, της σύνθεσης και των διαδικασιών των διαφόρων επιτροπών που υπάγονται στο Διοικητικό Συμβούλιο καθώς και η προσωπική δέσμευση των μελών του Συμβουλίου στο ρόλο τους. Τέλος, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να έχουν πρόσβαση σε σχετική, έγκαιρη και ακριβή πληροφόρηση, ώστε να μπορέσουν να ανταποκριθούν στις ευθύνες και στα καθήκοντά τους .

1.4 Αίτια Ανάπτυξης Εταιρικής Διακυβέρνησης

1.4.1 Γενική Θεώρηση

Γιατί η εταιρική διακυβέρνηση έχει γίνει τόσο σημαντικό θέμα στις δύο προηγούμενες δεκαετίες και όχι πριν; Έρευνες του ECGI (European Corporate Governance Institute) παρατήρησαν τους ακόλουθους λόγους (Becht, Bolton and Reil, 2002): α) το παγκόσμιο κύμα της ιδιωτικοποίησης των προηγούμενων δύο δεκαετιών, β) η αύξηση της ιδιωτικής αποταμίευσης και η μεταρρύθμιση συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, γ) το κύμα εξαγοράς επιχειρήσεων στην δεκαετία του '80, δ) η ολοκλήρωση των κύριων αγορών και η άρση των ελέγχων, ε) η κρίση της ανατολικής Ασίας του 1998, η οποία είχε επικεντρωθεί στην εταιρική

διακυβέρνηση στις αναδυόμενες αγορές, στ) μια σειρά των πρόσφατων σκανδάλων των ΗΠΑ και εταιρικές αποτυχίες που ενίσχυσαν αλλά δεν εμφανίστηκαν κατά τη διάρκεια της αγοράς μετοχών με ελπίδα ανόδου στην πρόσφατη δεκαετία του '90.

1.4.2 Παγκόσμιο κύμα ιδιωτικοποίησης

Η ιδιωτικοποίηση είναι ένα σημαντικό φαινόμενο στη λατινική Αμερική, δυτική Ευρώπη, Ασία και (προφανώς) στον προηγούμενο σοβιετικό φραγμό, αλλά όχι στις ΗΠΑ όπου η κρατική ιδιοκτησία των επιχειρήσεων ήταν πάντα πολύ μικρή. Κατά μέσον όρο, από τον Ο.Ο.Σ.Α. του 1990 τα προγράμματα ιδιωτικοποίησης έχουν παραγάγει εισπράξεις ισοδύναμες με 2,7% του συνολικού ΑΕΠ, και σε μερικές περιπτώσεις μέχρι 27% του ΑΕΠ της χώρας. Το κύμα ιδιωτικοποίησης άρχισε στο Ηνωμένο Βασίλειο, το οποίο ήταν υπεύθυνο, για το 58% του ΟΟΣΑ και 90% της Ευρωπαϊκής Κοινότητας των εισπράξεων ιδιωτικοποίησης το 1991. Από το 1995 η Αυστραλία, Ιταλία, Γαλλία, Ιαπωνία και Ισπανία έχουν παραγάγει μόνο το 60% των συνολικών εισοδημάτων ιδιωτικοποίησης. Αναπόφευκτα, το κύμα ιδιωτικοποίησης έχει προκύψει ζήτημα για το πώς πρόσφατες ιδιωτικοποιημένες εταιρίες πρέπει να είναι κύριες και να ελεγχθούν. Σε μερικές χώρες, και ειδικότερα στο Ηνωμένο Βασίλειο, μέρος της ημερήσιας διάταξης πίσω από το πομπόδες πρόγραμμα ιδιωτικοποίησης ήταν να προσπαθήσει να αναδημιουργήσει μια μορφή "δημοκρατίας μετόχων" (βλ. Biais και Perotti το 2000).

Σε άλλες μεγάλες χώρες η προσοχή δόθηκε για να εξασφαλίσουν τη μεταφορά του ελέγχου στους μεγάλους μετόχους. Τα ζητήματα που περιβάλλουν την επιλογή της μεθόδου ιδιωτικοποίησης αναζωπύρωσαν το ενδιαφέρον για τα ζητήματα διακυβέρνησης. Πράγματι ο Shinn (2001) διαπιστώνει ότι ο νέος κρατικός ρόλος ως δημόσιος μέτοχος ιδιωτικοποιημένων εταιριών είναι μια σημαντική πηγή ώθησης για τις αλλαγές σε εταιρικές πρακτικές διακυβέρνησης παγκοσμίως. Γενικά, οι ιδιωτικοποιήσεις έχουν προωθήσει το ρόλο του αποθέματος αγρών σαν τις περισσότερες πωλήσεις του ΟΟΣΑ που έχουν διευθυνθεί μέσω των δημόσιων προσφορών, και αυτό έχει επίσης εστιάσει στην προστασία των μικρομετόχων.

1.4.3 Συνταξιοδοτικά Ταμεία και ενεργοί επενδυτές

Η αύξηση των καθορισμένων συνταξιοδοτικών σχεδίων συμβολής έχει διοχετεύσει ένα αυξανόμενο μέρος από την οικιακή αποταμίευση μέσω των αμοιβαίων και συνταξιοδοτικών κεφαλαίων και έχει δημιουργήσει μια εκλογική περιφέρεια από επενδυτές που είναι μεγάλη και αρκετά δυνατή ώστε να είναι σε θέση να επηρεάσει την εταιρική διακυβέρνηση. Το μείρισμα των οικονομικών προτερημάτων που ελέγχουν οι καθιερωμένοι επενδυτές έχει αυξηθεί σταθερά κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '90 στις χώρες του ΟΟΣΑ. Αυτό επίσης δίνει έμφαση στις δυσανάλογα μεγάλες θεσμικές μετοχές στις μικρές χώρες με μεγάλα οικονομικά κέντρα, όπως η Ελβετία, οι Κάτω Χώρες και το Λουξεμβούργο. Θεσμικοί επενδυτές στις ΗΠΑ, διατάζουν εκτελώντας ανεπαρκώς περισσότερο από το 50% των συνολικών ενεργητικών να είναι κάτω από τη διαχείριση και το 59,7% της συνολικής επένδυσης δικαιοσύνης στον ΟΟΣΑ, που ανέρχεται σε 60,1% και 76,3% αντίστοιχα όταν προστίθενται τα Βρετανικά ιδρύματα. Μια σημαντική αναλογία κρατιέται κοντά στα συνταξιοδοτικά κεφάλαια (για τις ΗΠΑ και με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο κεφάλαια, 35,1% και 40,1% των συνολικών ενεργητικών εταιρειών αντίστοιχα). Αυτά τα κεφάλαια κατέχουν έναν όλο και περισσότερο ενεργό ρόλο στην εταιρική διακυβέρνηση. Στις ΗΠΑ οι κανονισμοί ERISA υποχρεώνουν για τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια να ριχτούν οι ψηφοφορίες μέσα στο χαρτοφυλάκιό τους υπεύθυνα. Αυτό έχει οδηγήσει στην εμφάνιση μιας βιομηχανίας υπηρεσιών που κάνει την ψηφοφορία των συστάσεων και των ασκήσεων να ψηφίζει για τους πελάτες. Οι μεγαλύτεροι προμηθευτές προσφέρουν τώρα παγκόσμιες υπηρεσίες. Οι ιαπωνικοί θεσμικοί επενδυτές διατάζουν το 13,7% των συνολικών θεσμικών επενδυτικών ενεργητικών μέσα στην ΟΟΣΑ αλλά ακριβώς το 8,3% των κοινών μετοχών. Αυτοί οι επενδυτές γίνονται πιο απαιτητικοί και είναι μια από τις δυνάμεις πίσω από το γρήγορο μετασχηματισμό των Ιαπωνικών εταιρικών συστημάτων διακυβέρνησης. Σαν ποσοστό του ΑΕΠ, οι μετοχές των ιταλικών και γερμανικών θεσμικών επενδυτών είναι μικρό (39,9% και 49,9% το 1996) και αρκετά κάτω από τον ΟΟΣΑ-μέσος όρος 83,8%. Η τρέχουσα μεταρρύθμιση των συνταξιοδοτικών συστημάτων και στις δυο χώρες και τα μεταβαλλόμενα σχέδια αποταμίευσης, εντούτοις, είναι πιθανό να αλλάξουν αυτήν την εικόνα στο εγγύς μέλλον.

1.4.4 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές

Το εχθρικό κύμα εξαγοράς στις ΗΠΑ στη δεκαετία του '80 και στην Ευρώπη στη δεκαετία του '90, από κοινού με την πρόσφατη συγχώνευση, έχει τροφοδοτήσει τη δημόσια συζήτηση σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση. Η επιτυχής διασυνοριακή εχθρική προσφορά των \$199 δισεκατομμυρίων της Vodafone για την Mannesmann μέσα στο 2000 ήταν το μεγαλύτερο που πραγματοποιήθηκε στην Ευρώπη. Οι πρόσφατες εχθρικές εξαγορές στην Ιταλία (Olivetti για Telecom Italia, Generali για INA) και στη Γαλλία (BNP-Paribas, Elf Aquitaine για Total Fina) έχουν σηκώσει θεαματικά ψηλά τον εταιρικό κόσμο της ηπειρωτικής Ευρώπης. Κατά τρόπο ενδιαφέροντα, αυτές οι διαπραγματεύσεις περιλαμβάνουν τις πρόσφατα ιδιωτικοποιημένες εταιρίες. Είναι επίσης αξιοπρόσεκτο ότι δεν έχουν αντιταχθεί από τις κοινωνικές δημοκρατικές υπηρεσίες σε ισχύ στο χρόνο. Δικαιολογημένα, αυτές οι περιπτώσεις υψηλού προφίλ έχουν κινήσει τους κανονισμούς εξαγοράς των εσωτερικών και εξωτερικών διαπραγματεύσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση στην κορυφή της πολιτικής ημερήσιας διάταξης.

1.4.5 Άρση των ελέγχων και ολοκλήρωση κύριας αγοράς

Οι εταιρικοί κανόνες διακυβέρνησης έχουν προωθηθεί εν μέρει ως τρόπος και ενθάρρυνση της ξένης επένδυσης στην Ανατολική Ευρώπη, την Ασία και άλλες αναπτυσσόμενες αγορές. Η μεγαλύτερη ολοκλήρωση των παγκόσμιων κύριων αγορών (ειδικότερα στην Ευρωπαϊκή Ένωση μετά από την εισαγωγή του ευρώ) και η αύξηση του κεφαλαίου των κοινών μετοχών σε όλη τη δεκαετία του '90 είναι επίσης ένας σημαντικός παράγοντας στην αναζωπύρωση του ενδιαφέροντος για τα ζητήματα της εταιρικής διακυβέρνησης. Όλο και περισσότερο οι εταιρίες γρήγορης ανάπτυξης στην Ευρώπη έχουν αυξήσει το κεφάλαιο από διαφορετικές πηγές από τη αντίθετη λίστα στις πολλαπλάσιες συναλλαγές (Pagano, Roell και Zechner 2002). Στη διαδικασία έπρεπε να υποστηρίξουν περισσότερο τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια των ΗΠΑ και του Ηνωμένου Βασιλείου. Αυτό έχει συμβάλει σημαντικά στη διάδοση ενός "πολιτισμού αμεροληψίας" έξω από τις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο.

1.4.6 Η κρίση Ρωσίας / Ανατολικής Ασίας / Βραζιλίας το 1998

Η κρίση της ανατολικής Ασίας έχει δώσει έμφαση στους αδύνατους προστατευόμενους επενδυτές στις αναδυόμενες αγορές να έχουν και να βάζουν το επίκεντρο στις αδύνατες εταιρικές πρακτικές διακυβέρνησης σε αυτές τις αγορές. Η κρίση έχει οδηγήσει επίσης σε μια επαναξιολόγηση του ασιατικού προτύπου της βιομηχανικής οργάνωσης και χρηματοδότησης γύρω από τις ιδιαίτερα συγκεντρωμένες και ιεραρχικές βιομηχανικές ομάδες που ελέγχονται από τη διαχείριση και τους μεγάλους επενδυτές. Έχει υπάρξει μια παρομοια επαναξιολόγηση του μαζικού μέλους ιδιωτικοποίησης και η συνακόλουθη αδύνατη προστασία μικρών επενδυτών στη Ρωσία και άλλων μεταβατικών οικονομιών. Η κρίση έχει οδηγήσει τους διεθνείς φορείς χάραξης πολιτικής να καταλήξουν στο συμπέρασμα ότι η μακρο-διαχείριση δεν είναι επαρκής για να αποτρέψει τις κρίσεις και τη μεταδοτική ασθένειά τους σε μια ενσωματωμένη παγκόσμια οικονομία. Κατά συνέπεια, στην Νότια Κορέα, το διεθνές νομισματικό Ταμείο έχει επιβάλει λεπτομερές όρους που πηγαίνουν αρκετά πέρα από τη συνηθισμένη πολιτική Ταμείων. δεν είναι καμία σύμπτωση που αυτή η εταιρική μεταρρύθμιση διακυβέρνησης στη Ρωσία, την Ασία και τη Βραζιλία είναι μια κορυφαία προτεραιότητα για τον ΟΟΣΑ, την Παγκόσμια Τράπεζα και των θεσμικά ενεργών στελεχών επενδυτών.

1.4.7 Σκάνδαλα και αποτυχίες σε σημαντικές αμερικάνικες εταιρίες

Μια σειρά σκανδάλων και εταιρικών αποτυχιών εμφανίζεται στις ΗΠΑ, μια αγορά όπου οι άλλοι παράγοντες που προαναφέρθηκαν διαδραμάτισαν έναν λιγότερο σημαντικό ρόλο. Πολλές από αυτές τις περιπτώσεις αφορούν τις παρατυπίες λογιστικής που επέτρεψαν στις εταιρίες να τονίσουν τα τεράστια κέρδη τους. Τέτοια σκάνδαλα παρατηρούνται συχνά κατά τη διάρκεια των οικονομικών μειώσεων: όπως ο John Kenneth Galbraith παρατήρησε μια φορά, η σύλληψη της οικονομικής ύφεσης είναι αυτό που οι ελεγκτές χάνουν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

2.1 Εκτενής Αναφορά

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

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

Το κέντρο ενδιαφέροντος των σύγχρονων συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης είναι το Διοικητικό Συμβούλιο, η οργάνωσή του, και η εξασφάλιση ανεξαρτησίας του από μεγαλομετόχους και ανώτατα διευθυντικά στελέχη της εταιρείας. Υιοθετώντας τις προτάσεις της Επιτροπής Cadbury της Μεγάλης Βρετανίας που περιλαμβάνονται στον Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς (εφεξής, Κώδικας) που εκδόθηκε τον Δεκέμβριο του 1992, οι περισσότερες χώρες προέβησαν σε θεσμικές μεταρρυθμίσεις που μεταξύ άλλων προβλέπουν:

- (i) Διαφορετικά άτομα για τις θέσεις του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου και του Διευθύνοντος Συμβούλου
- (ii) Συμμετοχή στα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών Μη Εκτελεστικών Μελών, δηλαδή Συμβούλων που δεν έχουν σχέση εξαρτημένης εργασίας με την εταιρεία. Σε μερικές χώρες, όπως και η Ελλάδα, προβλέπεται και η συμμετοχή ενός αριθμού ανεξαρτήτων Συμβούλων, δηλαδή Συμβούλων που δεν έχουν στενούς συγγενικούς δεσμούς με τον Διευθύνοντα Σύμβουλο ή με τους μεγαλομετόχους.
- (iii) Θέσπιση Επιτροπής Εσωτερικού Ελέγχου που θα απαρτίζεται κατά πλειοψηφία από Μη Εκτελεστικά Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.

- (iv) Θέσπιση Επιτροπής Καθορισμού Αμοιβών Διευθυντικών Στελεχών που θα απαρτίζεται αποκλειστικά ή κύρια από Μη Εκτελεστικά Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.

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

Για παράδειγμα, οι Dahya, McConnell και Τραυλός (2002) μελέτησαν την επίδραση της υιοθέτησης του Κώδικα στη λειτουργία των επιχειρήσεων της Βρετανίας. Οι συγγραφείς, θέτουν προς διερεύνηση την υπόθεση πως η σχέση ανάμεσα σε μη εθελούσιες αποχωρήσεις (απολύσεις) ανωτάτων διευθυντικών στελεχών και σε εταιρική αποδοτικότητα θα είναι ισχυρότερη στην εποχή μετά την έκδοση του Κώδικα.

Πράγματι, τα αποτελέσματα της έρευνας, βασισμένα σε ένα τυχαίο δείγμα 460 εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου (1989 - 1995), κατέληξαν μεταξύ άλλων, στα παρακάτω συμπεράσματα:

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

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

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

Συμπερασματικά, στις σύγχρονες επιχειρήσεις τα συμφέροντα των μεγαλομετόχων, μικρομετόχων, διευθυντικών στελεχών και πιστωτών δεν ταυτίζονται πάντα. Αντιθέτως, παρατηρούνται συχνά συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στις παραπάνω ομάδες με αρνητικές συνέπειες στη λειτουργία της επιχείρησης, που σε μερικές περιπτώσεις οδηγούν στην κατάρρευσή της. Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης προσπαθούν να περιορίσουν τα σχετικά προβλήματα αλλά αδυνατούν να τα εξαλείψουν εντελώς.

Τα τελευταία δέκα χρόνια, υπό την πίεση δυσμενών επιχειρηματικών εξελίξεων στη Βρετανία και σε άλλες χώρες, ξεκίνησε από τη Βρετανία μια πρωτοβουλία μεταρρύθμισης του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης των Βρετανικών επιχειρήσεων που μεταφέρθηκε σύντομα σε πολλές χώρες σε όλες τις Ηπείρους. Τα εμπειρικά ευρήματα ενισχύουν την άποψη πως οι μεταρρυθμίσεις έχουν θετικές επιπτώσεις στη λειτουργία των επιχειρήσεων.

2.2 Τρόποι αντιμετώπισης του προβλήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης

2.2.1 Συμβόλαια αποδοτικότητας

Ένας τρόπος αντιμετώπισης του προβλήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η σύναψη μακροχρόνιων συμβολαίων ανάμεσα στις δύο πλευρές. Τα συμβόλαια αυτά (incentive contracts) συμπεριλαμβάνουν τις περισσότερες φορές έναν αριθμό κινήτρων με κύριο σκοπό την εναρμόνιση των συμφερόντων της διοίκησης με εκείνα των μετόχων / επενδυτών. δηλαδή παρακινούν τους μάνατζερ να δρουν, έχοντας ως πρωταρχικό στόχο την προώθηση των συμφερόντων των μετόχων. Κρίνεται αναγκαίο να αναφερθεί ότι τέτοια συμβόλαια αποδοτικότητας αποτελούν σημαντικό κόστος για τους μετόχους.

Επιπροσθέτως, τέτοια συμβόλαια συνδέονται με κάποιο μετρήσιμο δείκτη, ο οποίος συσχετίζει την επίδοση ενός μάνατζερ με την ποιότητα ληφθεισών αποφάσεων του ιδίου. Ειδικότερα, τίθενται κάποιοι μετρήσιμοι στόχοι και στην περίπτωση επίτευξης των στόχων οι μάνατζερ αμείβονται με επιπλέον χρηματικά ποσά πέραν των βασικών τους αποδοχών. Τέτοια συμβόλαια μπορούν να πάρουν διάφορες μορφές, όπως επιπλέον χρηματικά ποσά συνδεδεμένα με μετοχές ή δικαιώματα αγοράς (stock options), προαγωγή καθώς και διάφορα άλλα προνόμια, όπως αυτοκίνητο, κινητό τηλέφωνο, μεγαλύτερο γραφείο κτλ. Βέβαια, υπάρχει και η ακραία περίπτωση όπου τα συμβόλαια συνδέονται με επιπλήξεις από ανωτέρους, μειώσεις αποδοχών, μείωση αρμοδιοτήτων μέχρι και απειλή απόλυσης (έσχατη λύση) όταν παρουσιάζονται δυσμενή αποτελέσματα για την επιχείρηση. Δηλαδή, μπορεί κανείς εύκολα να διαπιστώσει ότι όσο μεγαλύτερο είναι το μεταβλητό μέρος των αποδοχών ενός μάνατζερ, τόσο μεγαλύτερες και οι πιθανότητες για δράση υπέρ των συμφερόντων των μετόχων (Shleifer και Vishny, 1997).

Βέβαια, τα συμβόλαια αποδοτικότητας περιέχουν σημαντικούς κινδύνους, διότι προσφέρουν ευκαιρίες κερδοσκοπίας από την πλευρά της Διοίκησης. Ειδικά σε περιπτώσεις όπου οι διαπραγματεύσεις των συμβολαίων ανατίθενται σε άτομα, τα οποία είτε δεν έχουν επαρκή πείρα πάνω στο συγκεκριμένο αντικείμενο είτε δεν έχουν διάθεση να ασχοληθούν σοβαρά με το εν λόγω θέμα. Η Διοίκηση θα προτιμήσει τέτοια συμβόλαια αποδοτικότητας όταν περιμένει αύξηση της τιμής της μετοχής, ενώ στην αντίθετη περίπτωση θα τα αποφύγει

(Yermack, 1997). Επίσης, πρέπει να τονιστεί η αναγκαιότητα της ανεξαρτησίας μηχανισμών εσωτερικού ελέγχου από τη διοίκηση, διότι παραμονεύει και ο κίνδυνος παραποίησης οικονομικών στοιχείων προκειμένου να επιτευχθούν οι στόχοι από πλευράς Διοίκησης. Όσον αφορά τον προσδιορισμό των αποδοχών της Διοίκησης προτείνεται η χρήση εξωτερικής ανεξάρτητης εταιρίας παροχής εξειδικευμένων υπηρεσιών, ώστε να ελαχιστοποιούνται οι πιθανότητες επηρεασμού των αποδοχών από τη Διοίκηση.

2.2.2 Νομική προστασία επενδυτών

Ο βασικός λόγος που οι επενδυτές αποφασίζουν να παρέχουν εξωτερική χρηματοδότηση σε επιχειρήσεις είναι ότι αποκτούν κάποια δικαιώματα ελέγχου σε αντάλλαγμα. Δηλαδή, η χρηματοδότηση αποτελεί συμβόλαιο μεταξύ των επενδυτών και της επιχείρησης ως νομικής οντότητας, το οποίο παρέχει στους επενδυτές δικαιώματα πάνω σε περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης. Σε περίπτωση παραβίασης των όρων του συμβολαίου από τη Διοίκηση, οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να καταφύγουν στο νομικό σύστημα, ώστε να προστατεύσουν τα δικαιώματά τους.

Το σημαντικότερο δικαίωμα που κατέχουν οι επενδυτές είναι η ψήφος τους σε διάφορες σημαντικές αποφάσεις που λαμβάνονται από την επιχείρηση. Ειδικότερα, έχουν το δικαίωμα να συμμετέχουν στη Γενική Συνέλευση, να εκλέγουν τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και να συμμετέχουν στη λήψη αποφάσεων αναφορικά με συγχωνεύσεις, ρευστοποιήσεις, αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου κτλ.

Πάντως, τα δικαιώματα ψήφου συνοδεύονται από σημαντικό κόστος καθώς και δυσκολίες. Παράδειγμα αποτελεί το γεγονός ότι οι μέτοχοι δεν έχουν τη δυνατότητα να ψηφίζουν από απόσταση. Αντιθέτως, υποχρεούνται να δίνουν το παρόν στις συνελεύσεις εάν επιθυμούν να δώσουν την ψήφο τους, γεγονός φυσικά που οδηγεί στο σίγουρο αποκλεισμό των μικροεπενδυτών. Επίσης, σε χώρες με αδύναμο νομικό σύστημα, αποτελεί συχνό φαινόμενο η παραβίαση των δικαιωμάτων των μετόχων. Για παράδειγμα, έχουν παρατηρηθεί στη Ρωσία περιπτώσεις, όπου η Διοίκηση φτάνει σε σημείο να μην ενημερώνει τους μετόχους της επιχείρησης για την πραγματοποίηση γενικών συνελεύσεων, να εμποδίζει μετόχους και να τους απομακρύνει από τη διαδικασία της ψηφοφορίας προφανισζόμενη διάφορες ρυθμίσεις

μέχρι και να απειλεί με απόλυση τους εργαζόμενους – μετόχους που εναντιώνονται στις προτάσεις της (Shleifer και Vishny, 1997).

Τέλος, σε αρκετές χώρες, τα δικαιώματα ψηφοφορίας των μετόχων υποστηρίζονται από το «καθήκον πίστης» (duty of loyalty) που έχει η Διοίκηση απέναντι στους μετόχους. Δηλαδή, η Διοίκηση έχει καθήκον να δρα υπέρ των συμφερόντων των μετόχων. Γεννιέται το εξής ερώτημα: Γιατί η Διοίκηση να έχει καθήκον πίστης μόνο προς τους μετόχους και όχι προς τους εργαζόμενους, τους πιστωτές και τους υπόλοιπους συμμετέχοντες; Ο λόγος είναι προφανής. Οι μέτοχοι επενδύουν τα κεφάλαιά τους, επομένως είναι λογικό να απαιτούν μεγαλύτερη προστασία εξαιτίας πιθανών καταχρήσεων των κεφαλαίων τους από τη Διοίκηση σε σχέση με τους υπόλοιπους συμμετέχοντες. Επίσης, στην περίπτωση που η επιχείρηση αντιμετωπίζει οικονομικές δυσκολίες, το πιο πιθανό είναι οι μέτοχοι να χάσουν όλα όσα έχουν επενδύσει, σε αντίθεση με τους συμμετέχοντες, οι οποίοι εγκαταλείπουν την επιχείρηση και στρέφονται στην επόμενη. Άλλωστε, με ποιον τρόπο θα πειστούν να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους εάν δεν υπάρχουν κάποιες εγγυήσεις ότι θα τους επιστραφούν τα χρήματά τους με κάποια απόδοση (Shleifer και Vishny, 1997).

Παρόλο που το «καθήκον πίστης» είναι γενικά αποδεκτό στις περισσότερες χώρες που ανήκουν στον ΟΟΣΑ, παρατηρούνται μεγάλες διαφορές όσον αφορά την αυστηρότητα εφαρμογής των νόμων από την πλευρά των δικαστηρίων. Το νομικό σύστημα που ισχύει στις ΗΠΑ θεωρείται από τα ισχυρότερα και «σκληρότερα» σε ολόκληρο τον κόσμο. Στις υπόλοιπες χώρες (εκτός ΟΟΣΑ), η πραγματικότητα διαφέρει και τα νομικά συστήματα θεωρούνται λιγότερο ισχυρά, διότι τα δικαστήρια δεν έχουν την ικανότητα να παρεμβαίνουν με δυναμικό τρόπο στον κόσμο των επιχειρήσεων.

Ομοίως, παρατηρούνται διαφορές σε διάφορες χώρες όσον αφορά την νομική προστασία των πιστωτών. Όμως, οι πιστωτές μπορούν ευκολότερα να προστατέψουν τα συμφέροντά τους σε σχέση με τους μετόχους, όταν κάνουν προσφυγή στα δικαστήρια. Μπορούν να αποδείξουν ευκολότερα την ύπαρξη οφειλής ή την κατάσχεση περιουσιακών στοιχείων σε περίπτωση ρευστοποίησης της επιχείρησης.

Καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι ο βαθμός νομικής προστασίας των επενδυτών διαφοροποιείται σημαντικά από χώρα σε χώρα. Σε αναπτυγμένες χώρες, όπως ΗΠΑ, Γερμανία και Ιαπωνία, η κατάσταση παρουσιάζεται καλύτερη σε σύγκριση με τον υπόλοιπο κόσμο, όπου οι νόμοι δεν προστατεύουν σωστά τους επενδυτές ή τουλάχιστον όπως θα έπρεπε και τα δικαστήρια παρεμβαίνουν μόνο σε εξόφθαλμες παραβιάσεις των δικαιωμάτων των επενδυτών. Επομένως, διαπιστώνεται ότι μόνο η νομική προστασία δεν αρκεί για τη διασφάλιση των επενδυτών.

2.2.3 Συγκέντρωση μετοχών σε μεγάλους επενδυτές

Έναν άλλο τρόπο αντιμετώπισης του προβλήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτελεί η συγκέντρωση μετοχών σε μεγάλους επενδυτές. Όταν τα δικαιώματα ελέγχου συγκεντρώνονται σε λίγους αλλά μεγάλους επενδυτές, τότε η άσκησή τους είναι ευκολότερη από ότι όταν είναι διασκορπισμένα σε πληθώρα μικροεπενδυτών. Η συγκέντρωση μετοχών μπορεί να πραγματοποιηθεί με διάφορους τρόπους, όπως θα περιγράψουμε στη συνέχεια. Διακρίνονται τρεις κατηγορίες σχετικά με τη συγκέντρωση μετοχών:

- Μεγάλοι μέτοχοι
- Εξαγορές
- Μεγάλοι πιστωτές

Τέλος, ας μην ξεχνάμε και το σημαντικό κόστος που συνεπάγεται η συγκέντρωση μετοχών στα χέρια λίγων μεγάλων επενδυτών.

2.2.3.1 Μεγάλοι μέτοχοι

Ο κύριος τρόπος ευθυγράμμισης των ταμειακών ροών με τα δικαιώματα ελέγχου των εξωτερικών επενδυτών είναι η συγκέντρωση μετοχών. Αυτό σημαίνει ότι ένας αριθμός επενδυτών κατέχουν ένα αρκετά σημαντικό ποσοστό των μετοχών, για παράδειγμα 20%. Επομένως, αυτοί οι επενδυτές έχουν όντως κίνητρα για να ενημερώνονται σωστά για τη λειτουργία της επιχείρησης και να ελέγχουν τη Διοίκηση, ώστε να προστατεύουν τα συμφέροντά τους. Επίσης, τέτοιοι επενδυτές έχουν αρκετή δύναμη μέσω των δικαιωμάτων ψηφοφορίας που κατέχουν, ώστε να ασκούν πίεση στη Διοίκηση σε περιπτώσεις που κρίνουν

ότι είναι αναγκαίο. Δηλαδή, οι μεγάλοι μέτοχοι ενδιαφέρονται και για την μεγιστοποίηση της κερδοφορίας της επιχείρησης και ταυτόχρονα έχουν αρκετή ισχύ απέναντι στη Διοίκηση.

Στις ΗΠΑ, η ύπαρξη μεγάλων μετόχων αποτελεί σπάνιο φαινόμενο εξαιτίας μάλλον των νομοθετικών περιορισμών που έχουν τεθεί. Το ίδιο ισχύει και για το Ηνωμένο Βασίλειο. Όμως, στον υπόλοιπο κόσμο τα πράγματα είναι διαφορετικά. Η συγκέντρωση μετοχών στα χέρια μεγάλων επενδυτών θεωρείται φυσιολογικό και το συναντάμε συχνά. Συγκεκριμένα, στη Γερμανία μεγάλες εμπορικές τράπεζες ελέγχουν αρκετά μεγάλο τμήμα των ψήφων σε μεγάλες επιχειρήσεις, ενώ ένα ποσοστό της τάξης του 80% των μεγάλων επιχειρήσεων έχουν ένα μη τραπεζικό μεγαλομέτοχο με ποσοστό 25% και πάνω. Σε μικρότερες γερμανικές εταιρίες, το φυσιολογικό είναι ο οικογενειακός έλεγχος μέσω των λεγόμενων πυραμίδων ή της ιδιοκτησιακής πλειοψηφίας, δηλαδή ο ιδιοκτήτης κατέχει ποσοστό της τάξης του 51% της επιχείρησης. Στην Ιαπωνία, παρόλο που δεν παρατηρείται συγκέντρωση μετοχών σε τέτοιο μεγάλο βαθμό όπως στη Γερμανία, ο ρόλος των τραπεζών είναι ενισχυμένος και ταυτόχρονα εξίσου σημαντικό είναι και το δίκτυο συμμετοχών μιας εταιρίας στην άλλη (cross-holdings). Στον υπόλοιπο κόσμο, τόσο στην Ευρώπη όσο και στη Λατινική Αμερική και στην Αφρική, οι μέτοχοι είναι πολλές φορές και οι ιδρυτές των επιχειρήσεων. Καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι γενικός κανόνας σε ολόκληρο τον κόσμο είναι η συγκέντρωση ιδιοκτησίας.

Σύμφωνα με έρευνες έχει καταγραφεί ο σημαντικός ρόλος των μεγαλομετόχων στο πρόβλημα της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι πιθανότητες για «αντικατάσταση» των στελεχών της Διοίκησης όταν δεν επιτυγχάνουν τις αναμενόμενες επιδόσεις είναι αυξημένες όταν υπάρχουν μεγάλοι μέτοχοι σε μια επιχείρηση, παρά όταν υπάρχει διάχυση της ιδιοκτησίας (Shleifer και Vishny, 1997).

Επιπροσθέτως, κρίνεται αναγκαίο να αναφερθεί το γεγονός ότι η δύναμη των μεγαλομετόχων να ασκήσουν τα δικαιώματά τους εξαρτάται από το βαθμό νομικής προστασίας. Όπως έχει ήδη ειπωθεί στην παρούσα μελέτη, ο βαθμός νομικής προστασίας σχετικά με τα δικαιώματα των επενδυτών διαφέρει από χώρα σε χώρα. Στις περιπτώσεις πλειοψηφίας της ιδιοκτησίας τα πράγματα είναι πιο απλά, εφόσον είναι εύκολο να αποδείξει κάποιος στα δικαστήρια ότι κατέχει το 51% των μετοχών μιας επιχείρησης. Σε αυτές τις περιπτώσεις δεν υπάρχει λόγος για ψηφοφορία, αφού ο μεγαλομέτοχος (51%) λαμβάνει τις αποφάσεις. Όμως, στις περιπτώσεις μειοψηφίας των μετόχων τα πράγματα αλλάζουν και γίνονται δυσκολότερα, εφόσον απαιτείται η δημιουργία συμμαχιών ανάμεσα στους

μικρομετόχους για τον επηρεασμό των ληφθεισών αποφάσεων. Επειδή η Διοίκηση έχει περισσότερες ευκαιρίες για επέμβαση στις περιπτώσεις αυτές, η ανάγκη των δικαστηρίων για προστασία των μετόχων γίνεται πιο επιτακτική. Επομένως, η διάχυση της ιδιοκτησίας έχει πιθανότητες να λειτουργήσει μόνο σε χώρες με ισχυρό νομοθετικό σύστημα.

Τέλος, κρίνεται αναγκαίο να τονίσουμε το γεγονός ότι σε κάποιες περιπτώσεις η ύπαρξη μεγαλομετόχων συνεπάγεται και κόστος. Για παράδειγμα, όταν οι μεγαλομέτοχοι προσπαθούν να προστατέψουν τα συμφέροντά τους εις βάρος των μικροεπενδυτών.

2.2.3.2 Εξαγορές

Στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, όπου η ύπαρξη των μεγαλομετόχων αποτελεί σπάνιο φαινόμενο, αναπτύχθηκε ένας μηχανισμός για συγκέντρωση της ιδιοκτησίας. Αυτός ο μηχανισμός ονομάζεται εχθρική εξαγορά (hostile takeover). Σε μία τυπική περίπτωση εχθρικής εξαγοράς, η εξαγοράζουσα εταιρία κάνει μια προσφορά προς τους μετόχους της εταιρίας, η οποία αποτελεί στόχο εξαγοράς. Σε περίπτωση αποδοχής αυτής της προσφοράς, η εξαγοράζουσα εταιρία αναλαμβάνει τον έλεγχο της εξαγορασθείσας εταιρίας και αποκτά το δικαίωμα να αντικαταστήσει την ανώτερη Διοίκηση.

Σύμφωνα με την υπάρχουσα θεωρία πρόκειται συνήθως για εταιρίες – στόχους που δεν εμφανίζουν αποτελεσματική κερδοφορία. Επομένως, με την επίτευξη επιτυχούς εξαγοράς η Διοίκηση της εξαγορασθείσας εταιρίας αντικαθίσταται άμεσα. Ακόμα ένα σημείο που πρέπει να τονιστεί είναι ότι η προσφερόμενη τιμή μετοχής είναι μεγαλύτερη από την τρέχουσα, διότι για να πραγματοποιηθεί η εξαγορά θα πρέπει να είναι συμφέρουσα η προσφορά. Αλλιώς, οι μέτοχοι της εταιρίας – στόχου θα την απορρίψουν. Επειδή, λοιπόν, οι εξαγορές κοστίζουν αρκετά χρήματα, προτείνονται μόνο σε περιπτώσεις εταιριών που εμφανίζουν δυσμενή αποτελέσματα.

Όσον αφορά την αποτελεσματικότητα των εξαγορών ως μηχανισμό Εταιρικής Διακυβέρνησης προκύπτουν τα εξής: Αρχικά, το κόστος των εξαγορών είναι τόσο υψηλό που συμφέρει μόνο σε περιπτώσεις, όπου οι εταιρίες - στόχοι είναι αναποτελεσματικές. Επιπροσθέτως, η εξαγοράζουσα εταιρία μπορεί να υποχρεωθεί να πληρώσει την αναμενόμενη αύξηση στα κέρδη με στόχο να πείσει τους μετόχους να αποδεχτούν την πρότασή της. Αλλιώς, υπάρχει πιθανότητα να απορριφθεί η προσφορά.

Επίσης, απαραίτητη προϋπόθεση για την επίτευξη εχθρικών εξαγορών αποτελεί η ύπαρξη αναπτυγμένης κεφαλαιαγοράς υψηλής ρευστότητας, ώστε να υπάρχει η δυνατότητα πρόσβασης σε μεγάλα χρηματικά ποσά, δίχως να χρειάζεται έγκαιρη προειδοποίηση κάποιες μέρες νωρίτερα από πλευράς εξαγοράζουσας εταιρίας. Τέλος, ακόμα μία προϋπόθεση αποτελεί η ύπαρξη κατάλληλου πολιτικού κλίματος, επειδή οι εχθρικές εξαγορές αποτελούν ένα μηχανισμό πολιτικά ευαίσθητο.

2.2.3.3 Μεγάλοι πιστωτές

Στην κατηγορία μεγάλων επενδυτών μπορούν να ενταχθούν και διάφοροι πιστωτές, όπως οι τράπεζες. Ομοίως με τους μεγαλομετόχους, οι πιστωτές επενδύουν και αυτοί σημαντικά κεφάλαια σε επιχειρήσεις και επιθυμούν να δουν αποτελέσματα. Πηγή της δύναμής τους αποτελούν πρώτον τα δικαιώματα ελέγχου που παίρνουν σε αντάλλαγμα, όταν παραβιάζονται οι όροι του συμβολαίου από την πλευρά της επιχείρησης. Δεύτερον, ο χρονικός ορίζοντας δανεισμού είναι βραχυπρόθεσμος με αποτέλεσμα οι δανειζόμενοι να επιστρέφουν για επιπλέον κεφάλαια κατά τακτά χρονικά διαστήματα. Επομένως, οι μεγάλοι πιστωτές συνδυάζουν τα δικαιώματα αναφορικά με τις ταμειακές ροές με τη δυνατότητα για παρέμβαση στη λήψη σημαντικών αποφάσεων. Επιπροσθέτως, σε πολλές χώρες, οι τράπεζες καταλήγουν να έχουν υπό την κατοχή τους ξένα ή ίδια κεφάλαια των επιχειρήσεων, στις οποίες επενδύουν. Κλείνοντας, μπορούμε να πούμε ότι οι μεγάλοι πιστωτές παρουσιάζουν σημαντικές ομοιότητες με τους μεγαλομετόχους.

Όσον αφορά την αποτελεσματικότητα των μεγάλων πιστωτών, ως μηχανισμό Εταιρικής Διακυβέρνησης, εξαρτάται από τα νομικά τους δικαιώματα και διαφέρει από χώρα σε χώρα. Στη Γερμανία και στην Ιαπωνία, η ισχύς των τραπεζών είναι αρκετά σημαντική, διότι:

- οι τράπεζες διαθέτουν μεγάλα ποσοστά μετοχών στις επιχειρήσεις,
- είναι μέλη των διοικητικών συμβουλίων,
- παίζουν σημαντικό ρόλο στο δανεισμό,
- λειτουργούν σε περιβάλλον ευνοϊκό για τους πιστωτές.

Σε άλλες χώρες, όμως, ο ρόλος των τραπεζών δεν είναι τόσο αποτελεσματικός όσον αφορά την αντιμετώπιση του προβλήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης (Shleifer και Vishny, 1997).

Τέλος, πρέπει να αναρωτηθούμε εάν συμφέρει ή όχι τις επιχειρήσεις η ύπαρξη μεγάλων επενδυτών. Όπως έχουμε ήδη παρουσιάσει στην παρούσα μελέτη, η συγκέντρωση μετοχών στα χέρια λίγων μεγάλων επενδυτών συνεπάγεται σημαντικό κόστος. Σύμφωνα με αποτελέσματα ερευνών, ισχύει ότι η κερδοφορία μιας επιχείρησης αυξάνεται όταν το ποσοστό κατοχής μετοχών από μεγάλους επενδυτές κυμαίνεται μεταξύ 0 και 5%. Μόλις, όμως, ξεπεραστεί το ποσοστό αυτό, η κερδοφορία των επιχειρήσεων παρουσιάζει πτωτική τάση. Είναι λογικό να αναρωτηθεί κανείς γιατί συμβαίνει αυτό. Μια πιθανή εξήγηση αποτελεί το γεγονός ότι μόλις ξεπεραστεί αυτό το όριο, οι επενδυτές αποκτούν σχεδόν πλήρη έλεγχο της επιχείρησης, γεγονός που οδηγεί στην επίτευξη πλέον προσωπικών στόχων (Shleifer και Vishny, 1997).

Ακόμα ένας προβληματισμός που προκύπτει από την συγκέντρωση μετοχών στα χέρια μεγάλων επενδυτών είναι ο ακόλουθος: διαφορετικές τοποθετήσεις ως προς τον κίνδυνο από διαφορετικούς μεγαλοεπενδυτές. Για παράδειγμα, ένας μεγάλος μέτοχος μπορεί να επιθυμεί την ληψη ριψοκίνδυνων επενδυτικών προτάσεων, διότι σε περίπτωση επιτυχίας η απόδοση θα είναι αρκετά μεγαλύτερη. Όμως, οι πιστωτές δεν είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν τόσο μεγάλο ρίσκο από την στιγμή που δε συμμετέχουν στα κέρδη της επιχείρησης.

2.2.4 Ο δανεισμός στο πρόβλημα της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Ένα ερώτημα, το οποίο απασχολεί πολλούς μελετητές είναι το εξής: πώς επηρεάζει ο δανεισμός ως μηχανισμός χρηματοδότησης την Εταιρική Διακυβέρνηση. Ειδικότερα, ο δανεισμός αποτελεί μια δανειακή σύμβαση μεταξύ του οφειλέτη (αυτός που χρειάζεται κεφάλαια, στην περίπτωσή μας επιχειρήσεις) και του πιστωτή (αυτός που δίνει τα κεφάλαια, δηλαδή οι τράπεζες). Ο οφειλέτης δανείζεται τα κεφάλαια που χρειάζεται και σε αντάλλαγμα υπόσχεται ότι θα ξεπληρώσει τον πιστωτή με μελλοντικές πληρωμές. Επίσης, υπόσχεται να μην παραβιάσει τις νομικές ρήτρες, οι οποίες περιλαμβάνονται στη δανειακή σύμβαση και συνήθως αναφέρονται στη διατήρηση συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων στο εσωτερικό της επιχείρησης. Στην περίπτωση μη αποπληρωμής του δανείου ή παραβίασης των ρητρών της σύμβασης, ο πιστωτής αποκτά κάποια δικαιώματα, όπως κατάσχεση περιουσιακών στοιχείων ή πτώχευση ως έσχατη λύση. Δηλαδή, ο πιστωτής αποκτά δικαιώματα ελέγχου πάνω στην επιχείρηση σε περίπτωση που ο οφειλέτης δεν είναι σε θέση

να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις του. Συνέπεια των προαναφερόμενων αποτελεί το γεγονός ότι η Διοίκηση πληρώνει χωρίς καθυστερήσεις τις οφειλές της, προκειμένου να μη χάσει κάποιο τμήμα του ελέγχου της επιχείρησης.

Αρκετά άρθρα έχουν ως αντικείμενο μελέτης τα κόστος και τα οφέλη του δανεισμού. Τα τελευταία αναφέρονται στη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης. Παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση, στην οποία η Διοίκηση δεν επενδύει σε σχέδια με αρνητική καθαρή παρούσα αξία ή υποχρεώνεται να πουλήσει περιουσιακά στοιχεία, τα οποία θα άξιζαν περισσότερα χρήματα εάν χρησιμοποιούνταν κάπου αλλού. Όσον αφορά το κόστος που προκύπτει από το δανεισμό είναι το εξής: υπάρχει πιθανότητα μία επιχείρηση να μην αναλάβει κάποια καλά επενδυτικά σχέδια, επειδή οι ρήτρες της σύμβασης δανείου την εμποδίζουν να δανειστεί επιπλέον κεφάλαια. Επίσης, υπάρχει πιθανότητα να υποχρεωθεί μια επιχείρηση από τους πιστωτές της να προβεί σε ρευστοποίηση σε χρονικές περιόδους που δεν θα είναι συμφέρουσα για την επιχείρηση (Shleifer και Vishny, 1997).

Σύμφωνα με την υπάρχουσα βιβλιογραφία ισχύει ότι οι πιστωτές προστατεύονται καλύτερα σε σύγκριση με τους μετόχους, επειδή τα δικαιώματα των πιστωτών είναι περισσότερο εμφανή και μπορεί κανείς ευκολότερα να αποδείξει την παραβίαση ή όχι των νομικών τους δικαιωμάτων. Ακόμα και σε περιπτώσεις, στις οποίες τα ξένα κεφάλαια δεν παρουσιάζουν υψηλό βαθμό συγκέντρωσης, η αποτελεσματική νομική προστασία των πιστωτών είναι μεγαλύτερη από την αντίστοιχη των μετόχων ιδίων κεφαλαίων με τον ίδιο βαθμό διάχυσης.

Όσον αφορά τους πιστωτές, αυτοί είναι κατοχυρωμένοι απέναντι στη Διοίκηση της επιχείρησης. Δεν απαιτείται συντονισμένη προσπάθεια δράσης από την πλευρά των πιστωτών, εφόσον η επιχείρηση έχει ευθύνη απέναντι στον κάθε πιστωτή ξεχωριστά. Επομένως, κάθε πιστωτής έχει τη δυνατότητα να καταφύγει στα δικαστήρια για να του επιστραφούν τα κεφάλαιά του. Βεβαίως, όταν κάποιος πιστωτής αποφασίζει να κινηθεί νομικά για να πάρει τα χρήματά του πίσω, δραστηριοποιούνται αυτομάτως και οι υπόλοιποι πιστωτές καθώς και τα δικαστήρια για να επιβεβαιώσουν ότι δεν θα τα αρπάξει όλα ο πρώτος και θα φύγει.

Μειονέκτημα για τους μετόχους έναντι των πιστωτών αποτελεί η δυσκολία προσδιορισμού της αγοραίας αξίας της επιχείρησης, δηλαδή η εύρεση της σωστής τιμής για τη μετοχή. Ο προσδιορισμός της απαιτεί όχι μόνο υπολογισμό της αξίας των περιουσιακών στοιχείων αλλά και πρόβλεψη του ρυθμού ανάπτυξης της επιχείρησης στο μέλλον.

Αντίθετα, οι πιστωτές ενδιαφέρονται μόνο για την αξία των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης που θα μπουν ως εγγύηση στη δανειακή σύμβαση.

Ένα ακόμα μειονέκτημα για τους μετόχους αποτελεί η συντονισμένη προσπάθεια για δράση, ειδικά στην περίπτωση των μικρομετόχων. Κανείς δεν μπορεί να υποσχεθεί στους μετόχους συγκεκριμένες πληρωμές σε αντάλλαγμα για τα κεφάλαιά τους, ούτε συγκεκριμένη ημερομηνία κατά την οποία η επιχείρηση θα ρευστοποιηθεί και θα διανείμει τα προϊόντα της. Τα μερίσματα που τους δίδονται σε αντάλλαγμα εξαρτώνται από τη διακριτική ευχέρεια της Διοίκησης καθώς και από την ύπαρξη κερδών. Επίσης, οι μέτοχοι δεν μπορούν να διεκδικήσουν περιουσιακά στοιχεία ούτε έχουν κάποια εγγύηση σε σύγκριση με τους πιστωτές. Υπάρχει πιθανότητα να μην πάρουν ποτέ τίποτα πίσω από τις επενδύσεις τους.

Όσον αφορά το βασικό δικαίωμα των μετόχων ιδίων κεφαλαίων είναι το δικαίωμα να ψηφίζουν το Διοικητικό Συμβούλιο. Όμως, και σε αυτή την περίπτωση απαιτείται συντονισμένη δράση πολλών μετόχων για να επηρεάσουν τις αποφάσεις. Δηλαδή, εάν οι ψήφοι δεν είναι συγκεντρωμένες δεν θα έχουν μεγάλη αξία, ώστε να επηρεάσουν καταστάσεις. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν οι μικροί μέτοχοι, οι οποίοι δεν συμμετέχουν καν στις διαδικασίες ψηφοφορίας. Όταν, όμως, οι ψήφοι συγκεντρώνονται, αποκτούν μεγάλη αξία, εφόσον στην ουσία λαμβάνει αποφάσεις η μερίδα που ελέγχει την πλειοψηφία των ψήφων. Μόνο σε αυτήν την περίπτωση η συγκέντρωση ιδίων κεφαλαίων (μετοχές) είναι ισχυρότερη από τη συγκέντρωση ξένων κεφαλαίων (χρέη ή απαιτήσεις).

Πάντως, σε περίπτωση που κάποια επιχείρηση δεν πληροί τις προϋποθέσεις για χρηματοδότηση με ξένα κεφάλαια επιλέγει τη χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια. Τυπικό παράδειγμα αποτελούν νεοϊδρυθείσες επιχειρήσεις καθώς και επιχειρήσεις με άυλα περιουσιακά στοιχεία, διότι τα περιουσιακά τους στοιχεία έχουν μικρή ή καθόλου ρευστοποιήσιμη αξία. Εάν οι συγκεκριμένες επιχειρήσεις χρηματοδοτηθούν με ξένα κεφάλαια, σημαίνει ότι ο έλεγχος της επιχείρησης περνάει από την αρχή στους πιστωτές. Επομένως, τέτοιες επιχειρήσεις παρουσιάζουν υψηλό βαθμό συγκέντρωσης ιδίων κεφαλαίων, εφόσον επιλέγουν να χρηματοδοτηθούν με ίδια κεφάλαια του επιχειρηματία και μιας εξειδικευμένης επιχείρησης (venture capitalist) με αντάλλαγμα τη συμμετοχή της τελευταίας στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης. (Shleifer και Vishny, 1997).

Συμπερασματικά, μπορούμε να πούμε ότι νέες, αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις και επιχειρήσεις με άυλα περιουσιακά στοιχεία επιλέγουν χρηματοδότηση με βάση τα ίδια κεφάλαια, ενώ επιχειρήσεις με πάγια περιουσιακά στοιχεία επιλέγουν τον εξωτερικό δανεισμό.

Σύμφωνα με τον Williamson (1988), η απόφαση της επιχείρησης όσον αφορά τον τρόπο χρηματοδότησής της (ίδια κεφάλαια ή ξένα κεφάλαια) εξαρτάται από το βαθμό αναδιάρθρωσης (redeployable ή non-redeployable) μιας επένδυσης, δηλαδή σε ποιο βαθμό μπορεί να χρησιμοποιηθεί αυτή η επένδυση για εναλλακτικούς σκοπούς. Κριτήρια για την επιλογή αποτελούν τα κόστη εγκατάστασης (setup costs) και ο βαθμός εξειδίκευσης (asset specificity). Βασική διαφορά, όσον αφορά το κόστος εγκατάστασης των ιδίων και ξένων κεφαλαίων, αποτελεί ο βαθμός πολυπλοκότητάς τους. Πιο συγκεκριμένα, το κόστος χρήσης των ιδίων κεφαλαίων (E) είναι μεγαλύτερο από το κόστος χρήσης των ξένων κεφαλαίων (D). Εντούτοις, όταν αυξάνει η εξειδίκευση κεφαλαίου, αυξάνει μεν το κόστος και των δύο επιλογών, το κόστος δε των ξένων κεφαλαίων αυξάνει με μεγαλύτερο ρυθμό ($D > E$).

Τέλος, ο συγγραφέας καταλήγει στο εξής αποτέλεσμα:

- Επενδύσεις που χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό αναδιάρθρωσης πρέπει να χρηματοδοτούνται από ξένα κεφάλαια.
- Επενδύσεις που χαρακτηρίζονται από χαμηλό βαθμό αναδιάρθρωσης πρέπει να χρηματοδοτούνται από ίδια κεφάλαια.

Γενικότερα, η χρήση ξένων κεφαλαίων θεωρείται ως η συνηθέστερη μορφή χρηματοδότησης, σε αντίθεση με τη χρήση ιδίων κεφαλαίων που θεωρείται ως η «τελευταία λύση».

2.2.5 Διοικητικό Συμβούλιο και μη εκτελεστικά μέλη

Ο ρόλος του Διοικητικού Συμβουλίου σε μια επιχείρηση είναι καθοριστικής σημασίας. Όπως έχει ήδη διατυπωθεί στην παρούσα μελέτη, οι μέτοχοι εκλέγουν τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου. Οι αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου είναι να επιβλέπει και να ελέγχει τη Διοίκηση, τη γενική στρατηγική που ακολουθεί η επιχείρηση και τέλος να προστατεύει τα συμφέροντα των μετόχων, ώστε να μην υπάρχει η δυνατότητα για τυχόν ατασθαλίες από πλευράς διοίκησης. Δηλαδή είναι υπεύθυνο για να δρα η Διοίκηση με πρωταρχικό στόχο την προώθηση των συμφερόντων των μετόχων. Για την επίτευξη των προηγηθέντων στόχων κρίνεται απαραίτητη η συμμετοχή και μη εκτελεστικών μελών (non-

executive directors, NED) στο Διοικητικό Συμβούλιο, ώστε να διασφαλίζεται η προϋπόθεση της ανεξαρτησίας έναντι της Διοίκησης της επιχείρησης.

Οι NED δεν ασχολούνται με την καθημερινή διαχείριση της επιχείρησης, αλλά αναλαμβάνουν τη λειτουργία της «παρακολούθησης» (monitoring) της Διοίκησης, εφόσον χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερο βαθμό ανεξαρτησίας συγκρινόμενοι με τα υπόλοιπα μέλη του διοικητικού Συμβουλίου. Σύμφωνα με τους Fama και Jensen (1983) τα ανεξάρτητα μέλη έχουν περισσότερα κίνητρα να παρακολουθούν αποτελεσματικά τη Διοίκηση, διότι ενδιαφέρονται να προστατέψουν τη φήμη τους ως ανεξάρτητοι ειδικοί.

Στην Ελλάδα, ο βαθμός ανεξαρτησίας των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών ορίζεται ως εξής σύμφωνα με το Ν.3016/20023:

- Ένα μέλος είναι ανεξάρτητο, εάν πρώτον κατά τη διάρκεια της θητείας του κατέχει μετοχές σε ποσοστό μικρότερο της τάξης του 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας και δεύτερον δεν έχει σχέση εξάρτησης με την εταιρία ή με συνδεδεμένα με αυτή πρόσωπα.
- Δεν υπάρχει συγγένεια μέχρι 2ου βαθμού μεταξύ των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών και των διοικητικών συμβουλίων της επιχείρησης ή και των θυγατρικών της επιχείρησης.
- Δε διατηρεί οποιαδήποτε επαγγελματική σχέση με την εταιρία ή με συνδεδεμένη με αυτή επιχείρηση, η οποία επηρεάζει την επιχειρηματική του δραστηριότητα και κρίση.
- Δεν είναι διευθυντικό στέλεχος ή εκτελεστικό μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου ούτε στην εταιρία ούτε σε άλλη επιχείρηση συνδεδεμένη με αυτή.

Οι λόγοι που συνήθως προβάλλονται για την αναγκαιότητα συμμετοχής των εξωτερικών - και κατά προτίμηση ανεξάρτητων μελών - στο Διοικητικό Συμβούλιο είναι (Μέκος, 2003):

1. Οι NED διευρύνουν το οπτικό πεδίο της εταιρίας και ενισχύουν τη δυνατότητα στρατηγικής σκέψης έξω από το καθιερωμένο πλαίσιο. Επίσης, ενημερώνουν τους εντός της εταιρίας για τις προσδοκίες της κοινωνίας.
2. Οι NED βοηθούν στην εξασφάλιση των συμφερόντων της εταιρίας 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. Οι NED έχουν ένα ρόλο παρακολούθησης και αξιολόγησης του Διευθύνοντος Συμβούλου (CEO) και της υπόλοιπης διοικητικής ομάδας.

Εφόσον, λοιπόν, οι NED έχουν τόσο σημαντικό ρόλο να διαδραματίσουν, ιδιαίτερη προσοχή πρέπει να δίνεται κατά την επιλογή τους. Η επιλογή αυτή δεν πρέπει να είναι αποτέλεσμα φιλικών σχέσεων ή ευνοιοκρατίας, αλλά επακόλουθο μιας αξιόπιστης και αδιάβλητης διαδικασίας με χαρακτηριστικά ανταγωνισμού μεταξύ των υποψηφίων. Πρέπει να υπάρχει καθορισμένη και διαφανής διαδικασία για το διορισμό νέων μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο, διότι το Διοικητικό Συμβούλιο πρέπει να αποτελείται από άτομα ικανά με σκοπό την σωστή εκτέλεση των καθηκόντων τους χωρίς φόβο.

Τέλος, υπάρχουν δύο μοντέλα Διοικητικού Συμβουλίου: πρώτον, το ενιαίο Διοικητικό Συμβούλιο και δεύτερον, το Διοικητικό Συμβούλιο σε δύο επίπεδα. Το ενιαίο Διοικητικό Συμβούλιο συνδέεται με το αγγλοσαξονικό μοντέλο (ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο και Ελλάδα) και χαρακτηρίζεται κυρίως από ευελιξία και λιγότερη γραφειοκρατία. Το Διοικητικό Συμβούλιο συμμετέχει στη λήψη καθώς και στην εφαρμογή των αποφάσεων ως μία ενιαία οντότητα. Αντιθέτως, το Διοικητικό Συμβούλιο δύο επιπέδων συνδέεται με το εσωτερικό μοντέλο (Γερμανία και Ιαπωνία), όπου ο ρόλος των τραπεζών είναι καθοριστικής σημασίας.

Αποτελείται από δύο επίπεδα:

- Ένα Εποπτικό Συμβούλιο, αποτελούμενο από μετόχους, τραπεζικούς κτλ.
- Ένα Διοικητικό Συμβούλιο, αποτελούμενο από τους μάνατζερ. Πλεονέκτημα αυτού του μοντέλου αποτελεί ο σαφής καθορισμός ρόλων και η μεγαλύτερη ανεξαρτησία (Φλώρου, 2006).

Ένα ακόμα σημαντικό ζήτημα σχετικά με το Διοικητικό Συμβούλιο είναι η ανάθεση των ρόλων του Διευθύνοντος Συμβούλου (CEO) και του Προέδρου (Chairman) στο ίδιο πρόσωπο ή όχι. Ειδικότερα, ο Διευθύνων Σύμβουλος είναι υπεύθυνος για τη Διοίκηση της επιχείρησης, η οποία περιλαμβάνει τη χάραξη στρατηγικής, τον καθορισμό στόχων κτλ. και για την εφαρμογή αποφάσεων, ενώ ο Πρόεδρος είναι υπεύθυνος για το συντονισμό του Διοικητικού Συμβουλίου καθώς και για τον έλεγχο του Διευθύνοντος Συμβούλου. Αν ένα άτομο συγκεντρώνει και τους δύο ρόλους, είναι αυτονόητο ότι αποκτά τεράστια ισχύ και φυσικά την ευχέρεια να λαμβάνει αποφάσεις εις βάρος των μετόχων.

Σύμφωνα με τους Fama και Jensen (1983) ο διαχωρισμός των λειτουργιών των εκτελεστικών αποφάσεων από τις αποφάσεις ελέγχου μειώνει το κόστος αντιπροσώπευσης και ενισχύει την αποδοτικότητα της επιχείρησης. Δηλαδή, ο διαχωρισμός αυτός απαιτεί την ανάθεση των ρόλων του Διευθύνοντος Συμβούλου και του Προέδρου σε διαφορετικά άτομα. Η άποψη αυτή ενισχύεται και από την Επιτροπή Cadbury στη Μεγάλη Βρετανία (Cadbury Report, 1992), η οποία θεωρεί ότι για την επίτευξη ισορροπίας, κρίνεται αναγκαίος ο διαχωρισμός των δύο αυτών ρόλων σε δύο διαφορετικά άτομα. Την ίδια άποψη υποστηρίζει και η Επιτροπή Εταιρικής Διακυβέρνησης (1999) στην Ελλάδα και προτείνει το διαχωρισμό των δύο ρόλων σε διαφορετικά πρόσωπα.

Τέλος, ένα ακόμα ζήτημα αφορά τις επιτροπές του Διοικητικού Συμβουλίου. Πρόκειται για υποεπιτροπές, οι οποίες αποτελούνται από μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και δεν έχουν υποχρεωτικό χαρακτήρα. Παρόλα αυτά, η λειτουργία τους προτείνεται σχεδόν σε όλους τους κώδικες Εταιρικής Διακυβέρνησης. Απαραίτητη προϋπόθεση για την επιτυχή λειτουργία των επιτροπών αποτελεί η ανεξαρτησία τους από τη Διοίκηση. Οι συνηθέστερες επιτροπές είναι οι ακόλουθες:

- Επιτροπή λογιστικού ελέγχου (audit committee): μάλλον η σημαντικότερη από όλες τις επιτροπές, η οποία έχει ως κύριο μέλημά της την εποπτεία του λογιστικού συστήματος της εταιρίας. Ενισχύθηκε αρκετά ο ρόλος της μετά την δημοσίευση/αποκάλυψη των διαφόρων οικονομικών σκανδάλων διεθνώς. Αντικείμενο αυτής της επιτροπής αποτελούν ο εξονυχιστικός έλεγχος των οικονομικών καταστάσεων, η απόδοση του εσωτερικού λογιστικού συστήματος, η ανεξαρτησία και η διασφάλιση των προσόντων των εξωτερικών ελεγκτών και γενικότερα η συμμόρφωση της εταιρίας στις διάφορες νομικές ρυθμίσεις.
- Επιτροπή καθορισμού αποδοχών (remuneration committee): η εν λόγω επιτροπή ασχολείται με τον προσδιορισμό γενικών αρχών της πολιτικής αμοιβών της Διοίκησης καθώς και την εφαρμογή τους κατά τις διαδικασίες καθορισμού αμοιβών. Συγκεκριμένα, θέτει στόχους απόδοσης για τα στελέχη, αξιολογεί την απόδοση των στελεχών συγκρινόμενη πάντα με τους στόχους που έθεσε και τέλος προβαίνει στον καθορισμό των κατάλληλων αμοιβών βασιζόμενη στα αποτελέσματα πιθανών αποκλίσεων μεταξύ επιθυμητών στόχων και πραγματικών αποδόσεων.

- Επιτροπή επιλογής μελών του Διοικητικού Συμβουλίου (nomination committee): αυτή η επιτροπή ασχολείται με τον προσδιορισμό των κριτηρίων βάσει των οποίων επιλέγονται οι διάφοροι υποψήφιοι για εκλογή στο Διοικητικό Συμβούλιο καθώς και με την εκλογή των ατόμων που ανταποκρίνονται στα προαναφερθέντα κριτήρια. Προκειμένου να τηρείται η προϋπόθεση της αντικειμενικότητας, συστήνεται η επιτροπή να αποτελείται μόνο από ανεξάρτητα μέλη.
- Επιτροπή εσωτερικού ελέγχου: η εν λόγω επιτροπή ασχολείται με τον έλεγχο της λειτουργίας της εταιρίας και την τήρηση του εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας, ώστε να αποκαλύπτονται έγκαιρα πιθανές ενέργειες που έρχονται σε αντίθεση με τα συμφέροντα των μετόχων και την ισχύουσα νομοθεσία. Προκειμένου να τηρείται η προϋπόθεση της αποτελεσματικότητας, συστήνεται η επιτροπή να αποτελείται μόνο από ανεξάρτητα μέλη.

2.2.5.1 Κριτήρια για την αξιολόγηση του Διοικητικού Συμβουλίου

Πέντε είναι τα κριτήρια που λαμβάνονται υπόψη κατά τη διαδικασία αξιολόγησης ενός Διοικητικού Συμβουλίου. Πρώτον, εάν υπάρχει σχέση εξάρτησης των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου ή και των στενών συγγενικών τους προσώπων από την επιχείρηση για δουλειές που αναλαμβάνουν ή πρόκειται να αναλάβουν στο μέλλον. Αν δεν υπάρχουν σχέσεις εξάρτησης, δε θα πραγματοποιούνται συμβιβασμοί και κανείς δε θα διστάζει να εκφράσει ελεύθερα τις ιδέες του καθώς και τις απόψεις του. Το δεύτερο κριτήριο αφορά το ύψος του ποσού που κάθε μέλος έχει επενδύσει σε μετοχές της επιχείρησης (εκτός από τυχόν δωρεάν stock options). Τρίτο κριτήριο αποτελούν οι γνώσεις που θα πρέπει να έχει τουλάχιστον ένας από τους ανεξάρτητους συμβούλους σχετικά με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Επίσης, ο χρόνος που αφιερώνει κάθε σύμβουλος για ζητήματα της επιχείρησης αποτελεί σημαντικό κριτήριο για την αξιολόγηση ενός Διοικητικού Συμβουλίου.

Τέλος, το πέμπτο κριτήριο είναι κατά πόσον ένα Διοικητικό Συμβούλιο είναι δραστήριο και συνειδητοποιημένο. Εδώ, περιλαμβάνονται ο βαθμός παρακολούθησης των εξελίξεων, το αν και σε ποιο βαθμό ελέγχεται ο Διευθύνων Σύμβουλος και οι αμοιβές του, καθώς και το αν βαθμολογεί ο ίδιος τη δική του αποτελεσματικότητα. Ένα καλό και δραστήριο Διοικητικό Συμβούλιο συμβάλλει στο να πάει μπροστά όλη η επιχείρηση.

Αλλά, για να συμβαίνει αυτό, θα πρέπει οι σύμβουλοί του να συμμετέχουν ενεργά στη χάραξη πορείας της εταιρίας και να μην προσυπογράφουν απλώς τις αποφάσεις της διοίκησης. Επίσης, θα πρέπει το Διοικητικό Συμβούλιο να αξιολογεί την προσφορά και την απόδοση κάθε μέλους του και να προσπαθεί ενσυνείδητα να βελτιώνει συνεχώς την αποτελεσματικότητά του. (Δούκας, 2006, Τα Νέα).

2.3 Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η αναγκαιότητα θέσπισης συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης πηγάζει από το κλασικό πρόβλημα της αντιπροσώπευσης, δηλαδή τη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ εντολέα και εντολοδόχου ή αλλιώς μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών στο εσωτερικό μιας επιχείρησης. Αυτή η σύγκρουση συμφερόντων καθιστά αναγκαίο το σχεδιασμό τέτοιων συστημάτων, ώστε να διασφαλίζονται τα συμφέροντα των μετόχων/επενδυτών. Αυτά τα συστήματα, γνωστά ως συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης, έχουν ως βασικό στόχο τη διασφάλιση διαφανούς, χρηστής και αποτελεσματικής διοίκησης που μεγιστοποιεί την οικονομική αξία της επιχείρησης, προστατεύοντας ταυτόχρονα τα συμφέροντα όλων των μετόχων και πιστωτών.

Η ύπαρξη ενός αποτελεσματικού συστήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης, στο εσωτερικό μιας επιχείρησης καθώς και στην οικονομία γενικότερα, συμβάλλει στη δημιουργία εμπιστοσύνης, η οποία είναι απαραίτητη για την σωστή λειτουργία της αγοράς. Συνέπεια, το κόστος κεφαλαίου είναι χαμηλότερο και οι επιχειρήσεις έχουν τη δυνατότητα να κατανέμουν τους πόρους τους με πιο ορθολογικό τρόπο. Περαιτέρω, η έλλειψη ισχυρών συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτελεί τροχοπέδη για την ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών. Σύμφωνα με αποτελέσματα ερευνών, παρατηρείται αποθάρρυνση των επενδυτών να προσφέρουν κεφάλαια στις επιχειρήσεις σε χώρες με ασθενή συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Τα στοιχεία από τις λιγοστές υπάρχουσες έρευνες πάνω στο αντικείμενο είναι ελλιπή και δεν καταλήγουν σε συμπεράσματα όσον αφορά την ύπαρξη ή μη «ιδανικού» συστήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης, όπως επίσης δεν μπορούν να δώσουν απάντηση στο ερώτημα ποιο είναι αυτό το σύστημα και σε ποια χώρα εφαρμόζεται. Με λίγα λόγια, δεν υπάρχουν έτοιμες συνταγές για μια αποτελεσματική και επιτυχημένη εταιρική διακυβέρνηση. Όμως, υπάρχουν δύο βασικές αρχές που πρέπει να ακολουθούνται (Charkham and Simpson, 1999) :

- Το μανάτζμεντ πρέπει να είναι ελεύθερο να διοικεί την επιχείρηση με τις ελάχιστες δυνατές παρεμβολές και τη μέγιστη δυνατή παρακίνηση.
- Το μανάτζμεντ πρέπει να είναι υπόλογο για την αποτελεσματική και αποδοτική χρήση αυτής της ελευθερίας. Ο έλεγχος πρέπει να γίνεται σε δύο επίπεδα:
 1. έλεγχος του μανάτζμεντ από το Διοικητικό Συμβούλιο και
 2. έλεγχος του Διοικητικού Συμβουλίου από τους μετόχους.

Συνέπεια των παραπάνω αποτελεί η διαμόρφωση δύο βασικών συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης: πρώτον το **αγγλοσαξονικό ή εξωτερικό** (shareholder-based system) και δεύτερον το **ευρωπαϊκό ή εσωτερικό** (stakeholder-based system). Κοινό στοιχείο και των δύο συστημάτων αποτελεί ο συνδυασμός της νομικής προστασίας των επενδυτών και της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας, ενώ διαφοροποιήσιμο στοιχείο αποτελεί το ισχύον δίκαιο κάθε χώρας. Κάποιες χώρες ακολουθούν κανονικό δίκαιο (common-law), ενώ κάποιες άλλες κανονιστικό δίκαιο (code-law) με αποτέλεσμα να παρατηρούνται διαφορές στα συστήματα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, αναφορικά με τον τρόπο κατάρτισης οικονομικών καταστάσεων, τον ρόλο των ορκωτών λογιστών και τους κανόνες. Στην πρώτη κατηγορία συμμετέχουν χώρες, όπως οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, ενώ στη δεύτερη συμμετέχουν χώρες, όπως η Γερμανία, η Ιαπωνία, και η Γαλλία.

2.3.1 Το Αγγλοσαξονικό ή εξωτερικό σύστημα

Στο αγγλοσαξονικό σύστημα (shareholder-based system) κυριαρχούν τα εξής βασικά χαρακτηριστικά: Μεγάλη διασπορά μετοχικών κεφαλαίων, δραστήρια αγορά εταιρικού ελέγχου (σε περιπτώσεις εχθρικών εξαγορών), υψηλή ρευστότητα κεφαλαιαγορών και βραχυπρόθεσμος επενδυτικός ορίζοντας. Το νομικό σύστημα των χωρών αυτών είναι από τα ισχυρότερα σε ολόκληρη την υφήλιο. Οι συγκρούσεις συμφερόντων δημιουργούνται μεταξύ ισχυρής διοίκησης και αδύναμων μετόχων. Βασικό μηχανισμό συμμόρφωσης της διοίκησης προς τα συμφέροντα των μετόχων αποτελεί η κεφαλαιαγορά, ενώ βασικό μηχανισμό ελέγχου της Διοίκησης από τους μετόχους η αγορά εταιρικού ελέγχου (market for corporate control). Η επέμβαση των πιστωτών είναι περιορισμένη, ενώ παρατηρείται μία τάση συγκέντρωσης μετοχών από θεσμικούς επενδυτές. Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων επιτελείται δια μέσου της ίδιας της αγοράς. Μπορεί να ειπωθεί ότι, ο κυρίαρχος ρόλος των πιστωτών που παρατηρείται στη Γερμανία και στην Ιαπωνία, στις ΗΠΑ αντιστοιχεί στο ρόλο των διαφόρων

συνταξιοδοτικών οργανισμών, οι οποίοι επενδύουν τα διαθέσιμά τους κεφάλαια σε επιχειρήσεις με βασικό κριτήριο τα οφέλη που θα αποκομίσουν, κυρίως σε βραχυχρόνια βάση. Όσον αφορά τη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου, τα μέλη προέρχονται έξω από την επιχείρηση (NED). Τέλος, δημιουργείται έντονος ανταγωνισμός, ο οποίος σε συνδυασμό με τη λειτουργία της αγοράς θεωρούνται ότι επαρκούν για την εναρμόνιση των συμφερόντων μεταξύ μετόχων και Διοίκησης, η οποία φυσικά οδηγεί σε μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης.

2.3.2 Το Ευρωπαϊκό ή εσωτερικό σύστημα

Στο εσωτερικό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης (stakeholder-based system) κυριαρχούν τα ακόλουθα χαρακτηριστικά: υψηλή συγκέντρωση μετοχικής ιδιοκτησίας, χαμηλότερη ρευστότητα κεφαλαιαγορών και μακροπρόθεσμος επενδυτικός ορίζοντας. Η χαμηλότερη ρευστότητα κεφαλαιαγορών αντιδρά αρνητικά στους επενδυτές, εφόσον οδηγεί στον περιορισμό διαθέσιμων κεφαλαίων. Οι συγκρούσεις συμφερόντων δημιουργούνται μεταξύ μεγαλομετόχων και αδύναμων μετόχων. Επίσης, οι εχθρικές εξαγορές αποτελούν σπανιότερο φαινόμενο, ενώ ο ρόλος των τραπεζών είναι περισσότερο ενισχυμένος. Ειδικότερα, οι τράπεζες αποτελούν το κύριο μέσο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, γεγονός που δικαιολογεί τη συμμετοχή τους στη Διοίκηση των τελευταίων στην προσπάθειά τους για διασφάλιση των συμφερόντων τους ως χρηματοδότες. Επειδή, το μεγαλύτερο μέρος των μετοχών είναι συγκεντρωμένο ή στα χέρια των ιδρυτών ή στα χέρια χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, αναπτύσσονται μακροχρόνιες σχέσεις μεταξύ εταιρών και Διοίκησης, οι οποίες οδηγούν σε μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης. Δίνεται βαρύτητα σε επενδύσεις με μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα, σε αντίθεση με το αγγλοσαξονικό σύστημα, όπου κυριαρχεί ο βραχυπρόθεσμος επενδυτικός ορίζοντας.

Στις υπόλοιπες χώρες, τα συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης δεν μπορούν να χαρακτηριστούν αποτελεσματικά στον ίδιο βαθμό, διότι παρατηρείται σοβαρή έλλειψη νομικής προστασίας των επενδυτών. Μοναδική επιλογή σε τέτοιες περιπτώσεις αποτελεί η χρηματοδότηση από το εσωτερικό της επιχείρησης, δηλαδή παραμένουν οικογενειακές επιχειρήσεις. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση της Ιταλίας, όπου η πλειοψηφία των επιχειρήσεων είναι οικογενειακές και βασίζονται στην εσωτερική ανεύρεση επενδυτικών κεφαλαίων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3
ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ & ΕΛΛΗΝΙΚΗ
ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ

3.1 Εισαγωγή

Στην χώρα μας η Εταιρική Διακυβέρνηση καθιερώθηκε με το νόμο 3016/2002 και συμπληρώθηκε με τροπολογία στο νόμο 3091/2002. Ο προηγούμενος νόμος ήταν ο 2190/1920, ορισμένες διατάξεις του οποίου εξακολουθούν να ισχύουν ακόμη και σήμερα. Αρκετές από αυτές τις διατάξεις είναι πλέον αναχρονιστικές και πρέπει να προσαρμοστούν στις σύγχρονες αντιλήψεις περί λειτουργίας των επιχειρήσεων. Στην Ελλάδα η πρώτη ουσιαστική προσπάθεια προς την κατεύθυνση της υιοθέτησης κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης ολοκληρώθηκε το έτος 1998 με την εκπόνηση από το Χ.Α.Α. σχετικής μελέτης, που αποσκοπούσε στην πρόταση ειδικών μέτρων στο Χρηματιστήριο εταιρειών. Στη συνέχεια το Χ.Α.Α. σε μια προσπάθεια να ξεπεράσει τη δυσκολία που παρατηρήθηκε όρισε μια σειρά ποιοτικών κριτηρίων για τις εισηγμένες εταιρείες με σκοπό να εξετάσει το βαθμό τήρησής τους από αυτές.

Το γεγονός ότι για την μέση ελληνική επιχείρηση οι μέτοχοι, το management, και το Διοικητικό Συμβούλιο είναι και το ένα και το αυτό, με συνέπεια η ρύθμιση των σχέσεων μεταξύ των τριών πλευρών να καθίσταται προβληματική. Η ωρίμανση της κεφαλαιαγοράς τα τελευταία χρόνια οδήγησε στην μεγαλύτερη ευαισθητοποίηση του νομοθέτη αλλά και της αγοράς γύρω από τα ζητήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης, όμως ο προβληματισμός αυτός έχει οδηγήσει μόνο στην εκπόνηση κάποιων σωστών συστάσεων από την αρμόδια υποεπιτροπή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, καθώς και στη λήψη λίγων αποσπασματικών μέτρων, που σε καμία περίπτωση δεν αντιμετωπίζουν το θέμα συνολικά. Η σωστή εφαρμογή αρχών εταιρικής διακυβέρνηση είναι απαραίτητη όχι μόνο για την προστασία των υπαρχόντων μετόχων αλλά και για την προσέλκυση νέων επενδύσεων στη Ελλάδα. Οι επιχειρήσεις πρέπει να διοικούνται με στόχο τη μακροχρόνια επιτυχία τους προς όφελος όλων των μετόχων, ενώ παράλληλα πρέπει να διατηρούν εποικοδομητικές σχέσεις με τους εργαζομένους, τους προμηθευτές, τους πελάτες τους καθώς και τους λοιπούς σημαντικούς μετόχους.(Stakeholders).

Στην Ελλάδα, αρκετές εταιρείες εξακολουθούν να έχουν έναν κύριο μέτοχο ο οποίος ελέγχει τη διοίκηση, στην οποία περίπτωση η προστασία των δικαιωμάτων της μειοψηφίας πρέπει να αποτελεί βασικότερη προτεραιότητα του διοικητικού συμβουλίου.

Η εφαρμογή της Εταιρικής Διακυβέρνησης, αποβαίνει πρωτίστως εις όφελος των ίδιων των επιχειρήσεων και των ελληνικών τραπεζών. Αυτό αποδεικνύεται από δεκάδες έρευνες που έχουν γίνει κατά καιρούς παγκοσμίως, αλλά και στη χώρα μας. Η αύξηση των τοποθετήσεων των ξένων θεσμικών επενδυτών στις μετοχές του ελληνικού Χρηματιστηρίου, οι οποίοι ελέγχουν πλέον το 55%-60% της ελεύθερης διασποράς των μετόχων, οδηγεί τους τελευταίους σε μεγαλύτερες απαιτήσεις από τις εισηγμένες εταιρείες σε θέματα διαφάνειας και Εταιρικής Διακυβέρνησης.

3.2 Ο Νόμος 3016/2002 και η σημασία των πιστωτικών ιδρυμάτων

3.2.1 Ο Νόμος 3016/2002

Η θέσπιση των κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης μέσω της νομοθετικής οδού έλαβε χώρα με το Ν3016/2002, με τον οποίο πραγματοποιήθηκε η εισαγωγή των ανωτέρω κανόνων στο ελληνικό εταιρικό δίκαιο και η προσαρμογή της νομοθεσίας που διέπει τη διοίκηση και τη λειτουργία των ανώνυμων εταιρειών στα ξεχωριστά δεδομένα που προκύπτουν από την εισαγωγή των μετόχων τους σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές. Υπογραμμίζεται ότι ο Ν 2190/1920 «περί Ανώνυμων Εταιρειών» τροποποιείται μόνο ως προς τα ειδικά θέματα που ρυθμίζονται από το Ν3016/2002 και μόνο όσον αφορά στις εισηγμένες εταιρείες.

Οι αρχές που διέπουν το σύστημα της Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να αναγνωρίσουν ότι σε όλους όσους εμπλέκονται στην ζωή της επιχείρησης υπάρχει ένα υποκειμενικό αίσθημα του σωστού και του δικαίου. Οι εσωτερικοί κανονισμοί, οι αποφάσεις της διοίκησης, παντού, θα πρέπει να αφήνουν ένα περιθώριο της ατομικής έκφρασης του σωστού, του ηθικού και του δικαίου, χωρίς βέβαια αυτά να μπαίνουν σε τύπους ή σε φόρμες δράσης. Για το ότι δεν υπάρχει απαγόρευση για κάτι δεν σημαίνει και ότι υπάρχει πλήρης ελευθερία για δράση, ή το ότι η υποκειμενική αντίληψη της διοίκησης για το δίκαιο είναι καθορισμένη κατά κάποιον τρόπο, δεν της επιτρέπει την επιλογή να δράσει παραβαίνοντας το νόμο, προκειμένου να εξυπηρετήσει τα μικρά ή μεγάλα συμφέροντα της επιχείρησης ή των μετόχων, μικρών ή μεγάλων.

Πιο συγκεκριμένα, ο Ν3016/2002 εισάγει στα άρθρα 2 έως 5, ρυθμίσεις για τα καθήκοντα του Διοικητικού Συμβουλίου, το διορισμό εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών και τα καθήκοντα τους και στα άρθρα 6 έως 8 τις υποχρεώσεις των εισηγμένων εταιρειών για τον εσωτερικό κανονισμό λειτουργίας και τον εσωτερικό έλεγχο.

Το άρθρο 2, συγκεκριμενοποιεί τα ιδιαίτερα καθήκοντα της διοίκησης της ανώνυμης εταιρείας που έχει εισάγει τις μετοχές της σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Οι διοικήσεις αυτών των εταιρειών οφείλουν να αποβλέπουν στους μετόχους, επενδυτές ως ένα ευνοϊκό και συμφέροντα τρόπο χρηματοδότησης για την εταιρεία, σε αντιδιαστολή με την παραδοσιακή αλλά και επαχθέστερη μέθοδο του τραπεζικού δανεισμού. Περαιτέρω, το άρθρο 2, προβλέπει ότι «πρώτιστη υποχρέωση και καθήκον των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου κάθε εισηγμένης σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά εταιρείας είναι η διαρκής επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρείας και η προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος».

Το άρθρο 3, εισάγει τη διάκριση των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου σε εκτελεστικά, μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα, μη εκτελεστικά όργανα. Η διάκριση αυτή είναι διεθνώς αναγνωρισμένη και συνιστά κεντρική αρχή της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Ο ενιαίος χαρακτήρας του Διοικητικού Συμβουλίου ως συλλογικού οργάνου δεν αναιρείται διαχωρισμός, ο οποίος μάλιστα ήδη είχε εφαρμοστεί στην πράξη από πολλές εταιρείες.

Το άρθρο 4, εισάγει τον θεσμό των ανεξάρτητων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, τα οποία πρέπει να είναι τουλάχιστον δυο και συγκαταλέγονται στα μη εκτελεστικά όργανα. Το πνεύμα του νομοθέτη στη περίπτωση των ανεξάρτητων μελών είναι η εξασφάλιση αντικειμενικότερων απόψεων στο Διοικητικό Συμβούλιο, οι οποίες προτάσσουν το εταιρικό συμφέρον χωρίς να επηρεάζονται με οποιονδήποτε τρόπο από οικονομικά, προσωπικά ή επαγγελματικά κίνητρα.

Στο άρθρο 6, αποκτά ισχύ νόμου λαμβάνοντας τη θεσμική θέση που του αρμόζει το ελάχιστο περιεχόμενο, το οποίο θα πρέπει να έχει ο εσωτερικός κανονισμός λειτουργίας της εταιρείας. Το ελάχιστο αυτό περιεχόμενο μπορεί να εξειδικεύεται με βάση κανονιστικές αποφάσεις των αρμόδιων εποπτικών αρχών.

Σκοπός του εσωτερικού κανονισμού είναι, η αυτοδέσμευση της εταιρείας να ακολουθεί διαδικασίες που θα έχει διαμορφώσει εκούσια σχετικά με τη διάρθρωση των υπηρεσιών της, τον προσδιορισμό των αρμοδιοτήτων των μελών του Δ.Σ., τις διαδικασίες πρόσληψης διευθυντικών στελεχών, τις διαδικασίες παρακολούθησης των συναλλαγών των μελών του Δ.Σ. κ.α.

Τέλος, το άρθρο 7, αναφέρεται στην οργάνωση της ειδικής υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου της εταιρείας, στόχος της οποίας είναι καταρχήν η παρακολούθηση του εσωτερικού κανονισμού και δευτερευόντως του καταστατικού και της ειδικής νομοθεσίας, καθώς και των λοιπών κανόνων που διέπουν τη λειτουργία της εταιρείας.

3.2.2 Αντιφάσεις του Νόμου 3016/2002

Με την δημιουργία του νέου νομου προκύπτουν κάποιες αντιφάσεις με αντίστοιχες διατάξεις, οι οποίες ρυθμίζουν ανάλογα θέματα. Η εποπτεία του εσωτερικού ελέγχου από τα μη εκτελεστικά μέλη, π.χ., έρχεται σε αντίθεση με τη λύση του κώδικα δεοντολογίας των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου, η οποία αποδέχεται τον εσωτερικό ελεγκτή ως υπόλογο στο διοικητικό συμβούλιο.

Το ίδιο ισχύει και ως προς το απώτερο χρονικό σημείο, για την ανακοίνωση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της τυχόν μεταβολής στην οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου. Η αναφορά του εσωτερικού ελεγκτή στο διοικητικό συμβούλιο ανά τρίμηνο, όπως προβλέπεται στον κώδικα δεοντολογίας των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου, εξάλλου, αντιφάσκει με την ανωτέρω λύση του νέου νόμου. Επομένως, για την αποδοχή της ορθής λύσης, οφείλει να προσφύγει κανείς σε κανόνες γενικής εφαρμογής, οι οποίοι όμως καταλήγουν σε αντίθετα αποτελέσματα. Η αποδοχή ότι ο ειδικός κανόνας υπερισχύει του γενικού, θα οδηγούσε σε διαφορετική λύση για τις εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, από ότι για λοιπές εισηγμένες εταιρίες. Η αποδοχή αυτής της αρχής όμως προσκρούει στην αρχή ότι ο νόμος υπερισχύει της κανονιστικής απόφασης, άποψη που ενισχύεται και από το γεγονός ότι ο συγκεκριμένος νόμος είναι και μεταγενέστερος αυτής της απόφασης. Ο εσωτερικός ελεγκτής, εξάλλου, αναφέρεται στις εποπτικές αρχές, γεγονός που τον καθιστά εκπρόσωπο της εταιρίας, έναντι αυτών.

Ο περιορισμός της εκπροσωπευτικής εξουσίας του εσωτερικού ελεγκτή, ωστόσο, έναντι των εποπτικών αρχών, ισχύει από το νόμο, γεγονός που έχει σημασία για τη δεσμευτικότητα των πράξεων του έναντι των τρίτων.

Η απονομή εκπροσωπευτικής εξουσίας στον εσωτερικό ελεγκτή θέτει πάντως το ερώτημα εάν απαιτείται η τήρηση των διατυπώσεων δημοσιότητας, ως προς αυτόν, κατ' εφαρμογή του άρθρου 7 α παρ.1 στοιχ. 0γ ν. 2190/20. Κατά τη γνώμη μας, η αρνητική απάντηση σε αυτό το ερώτημα είναι η σωστή, στο μέτρο που η απονομή της εκπροσωπευτικής εξουσίας στον εσωτερικό ελεγκτή είναι από το νόμο και δεν προέρχεται από το διορισμό του ως εκπροσώπου, από το διοικητικό συμβούλιο.

3.2.3 Νόμοι για τα πιστωτικά ιδρύματα

Ο ορισμός που αποδίδει το νόημα της Εταιρικής Διακυβέρνησης, είναι το σύνολο των θεσμικών και οργανωτικών μηχανισμών και των αντίστοιχων δικαιωμάτων ελέγχου, διοίκησης και λήψης αποφάσεων, που αφενός χρησιμεύουν στην επίλυση των συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ των διαφόρων ομάδων και οργάνων με ρόλο και λόγο στην εταιρεία και αφετέρου σε συνδυασμό ή μεμονωμένα, καθορίζουν τον τρόπο με τον οποίο λαμβάνονται οι σημαντικότερες αποφάσεις που αφορούν την εταιρεία και εν τέλει το ποιες είναι οι αποφάσεις.

Οι αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτελούν κατά κύριο λόγο άσκηση νομοθετικής πολιτικής και διατύπωση προτάσεων για την προαγωγή του δικαίου και δεν είναι απαραίτητο να περιβάλλονται αποκλειστικά και μόνο τον τύπο νομοθετικού κειμένου. Αντίθετα θα μπορούσαν να περιλαμβάνονται παράλληλα με τις σχετικές νομοθετικές διατάξεις και σε έναν κώδικα δεοντολογίας. Ο συνδυασμός άλλωστε των πλεονεκτημάτων των δυο αυτών μεθόδων ρύθμισης των ζητημάτων της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι προφανής, συνδυάζοντας τη δεσμευτικότητα των κανόνων δικαίου με την απαραίτητη ελαστικότητα των κανόνων που ισχύουν με τη λογική της αυτορρύθμισης.

Σημαντικό όμως ρόλο παίζουν και οι δραστηριότητες των πιστωτικών ιδρυμάτων σύμφωνα με την Εφημερίδα της Κυβερνήσεως οι οποίες είναι: Η αποδοχή καταθέσεων ή άλλων επιστρεπτέων κεφαλαίων, η χορήγηση δανείων ή λοιπών πιστώσεων συμπεριλαμβανομένων και των πράξεων πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων, η

χρηματοδοτική μίσθωση, οι πράξεις διενέργειας πληρωμών (περιλαμβανομένης της μεταφοράς κεφαλαίων), η έκδοση και διαχείριση μέσων πληρωμής, οι εγγυήσεις και αναλήψεις υποχρεώσεων, οι συναλλαγές για λογαριασμό του ίδιου του ιδρύματος ή της πελατείας του, που αφορούν: μέσα χρηματαγοράς, συνάλλαγμα, προθεσμιακά συμβόλαια χρηματοπιστωτικών τίτλων ή χρηματοπιστωτικά δικαιώματα, συμβάσεις ανταλλαγής επιτοκίων και συναλλάγματος και κινητές αξίες.

Ακόμη, τις συμμετοχές σε εκδόσεις τίτλων και παροχή συναφών υπηρεσιών περιλαμβανομένων ειδικότερα και των υπηρεσιών αναδόχου εκδόσεων τίτλων, παροχή συμβουλών σε επιχειρήσεις όσον αφορά τη διάρθρωση του κεφαλαίου, τη βιομηχανική στρατηγική και συναφή θέματα παροχής συμβουλών, καθώς και υπηρεσιών στον τομέα της συγχώνευσης και της εξαγοράς επιχειρήσεων, την διαμεσολάβηση στις διατραπεζικές αγορές και τέλος την διαχείριση χαρτοφυλακίου ή παροχή συμβουλών για τη διαχείριση χαρτοφυλακίου.

3.2.4 Πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης και συστήματα εσωτερικού ελέγχου των πιστωτικών ιδρυμάτων

Σύμφωνα με την Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, κάθε πιστωτικό ίδρυμα που εδρεύει στην Ελλάδα οφείλει να διαθέτει άρτιο και αποτελεσματικό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης, που περιλαμβάνει σαφή οργανωτική διάρθρωση με ευκρινείς, διαφανείς και συνεπείς γραμμές ευθύνης, αποτελεσματικές διαδικασίες εντοπισμού, διαχείρισης, παρακολούθησης και αναφοράς των κινδύνων τους οποίους αναλαμβάνει ή ενδέχεται να αναλάβει, καθώς και επαρκείς μηχανισμούς εσωτερικού ελέγχου, περιλαμβανομένων κατάλληλων διοικητικών και λογιστικών διαδικασιών.

Το πλαίσιο, οι διαδικασίες και οι μηχανισμοί που αναφέρονται στην προηγούμενη παράγραφο πρέπει να είναι επαρκείς και ανάλογοι προς την φύση, την κλίμακα και την πολυπλοκότητα των δραστηριοτήτων του πιστωτικού ιδρύματος και να καλύπτουν, πλην των άλλων, και τις υποχρεώσεις που απορρέουν από τις παρεχόμενες από το πιστωτικό ίδρυμα επενδυτικές υπηρεσίες, κατά τα εκάστοτε προβλεπόμενα από τις σχετικές διατάξεις της ισχύουσας νομοθεσίας για τη παροχή επενδυτικών υπηρεσιών από πιστωτικά ιδρύματα.

3.3 Οι εξελίξεις της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα

3.3.1 Οι Πρόσφατες Εξελίξεις

Εάν εστιάσουμε το ενδιαφέρον στον Ελλαδικό χώρο θα διαπιστώσουμε ότι η ανάγκη για την υιοθέτηση κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης στη χώρα μας κατέστη ακόμη πιο επιτακτική μετά τη ραγδαία ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς κατά τα τελευταία χρόνια και την ένταξή της στην κατηγορία των ώριμων αγορών, γεγονός που δημιούργησε την εύλογη αναγκαιότητα της λειτουργίας και των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών σύμφωνα με τους αντίστοιχους κανόνες διακυβέρνησης των εταιρειών των προηγμένων αγορών.

Η Ελλάδα στον τομέα της εταιρικής διακυβέρνησης ακολουθεί μια πρωτότυπη προσέγγιση συνδυάζει το σύνολο των τεχνικών θέσπισης κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, χωρίς όμως, παρά τους κανόνες που έχουν μέχρι σήμερα τεθεί σε ισχύ, να είναι σε θέση να επιδείξει ένα σύστημα διακυβέρνησης που να χαρακτηρίζεται από συνοχή και συνέπεια. Ειδικότερα, κάποια από τα μέτρα της εταιρικής διακυβέρνησης, όπως ειδικά ζητήματα προστασίας της μειοψηφίας, υπάρχουν στο ν. 2190/20, το βασικό νόμο για τις ανώνυμες εταιρείες, εδώ και πολλά χρόνια.

Άλλα μέτρα, κυρίως αυτά που σχετίζονται με τη διαφάνεια του τρόπου λειτουργίας της εταιρείας και της συμπεριφοράς των βασικών μετόχων της, θεσπίστηκαν με νομοθετικά ή κανονιστικά κείμενα, κάποια από τα οποία είχαν ως βάση και αντίστοιχες ρυθμίσεις που είχαν ήδη τεθεί σε ισχύ σε άλλα κράτη, κυρίως μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Εξάλλου, η επιτροπή κεφαλαιαγοράς, όχι πάντοτε με την επαρκή νομική βάση, έχει θέσει σε εφαρμογή ειδικούς κανόνες που αφορούν τις εποπτευόμενες από αυτή εταιρείες, ιδίως σχετικά με το έλεγχο της καταλληλότητας των στελεχών της επιχείρησης και γενικότερα των προσώπων που ασκούν τη διοίκηση των εταιρειών. Μια επιφύλαξη που θα μπορούσε να διατυπωθεί αφορά στο γεγονός ότι η μεταφορά στην ελληνική επιχειρηματική πραγματικότητα κανόνων που ισχύουν σε αλλοδαπές αγορές, προσκρούει ενδεχομένως στη διαφορετική φιλοσοφία που αφορά την οργάνωση και τη λειτουργία των εταιρειών σε κάθε χώρα.

Η πρακτική που ακολουθείται κατά κανόνα από τις ελληνικές εισηγμένες εταιρείες εξαιτίας της ευρείας διασποράς των μετοχών τους στο επενδυτικό κοινό και της ακόλουθης πρακτικής αδυναμίας του πλήθους των μικρομετόχων να οργανωθούν κατά τέτοιο τρόπο

ούτως ώστε να έχουν ενεργό συμμετοχή στη διοίκηση της εταιρείας, είναι να υποχρεώνονται οι μικρομέτοχοι εκ των πραγμάτων στην υιοθέτηση μιας ουδέτερης και κυρίως παθητικής στάσης, που ουσιαστικά καταλήγει στην απλή επικύρωση των επιλογών της διοίκησης της εταιρείας.

Στην Ελλάδα, η πρώτη ουσιαστική προσπάθεια προς την κατεύθυνση της υιοθέτησης κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης δημιουργήθηκε το έτος 1998 με την εκπόνηση από το Χ.Α.Α. σχετικής μελέτης, που προέβλεπε στην πρόταση ειδικών μέτρων για την αποτελεσματικότερη διακυβέρνηση των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο εταιρειών. Στη συνέχεια το Χ.Α.Α. στη προσπάθεια να ξεπεράσει τη δυστοκία που παρατηρήθηκε όρισε μια σειρά ποιοτικών κριτηρίων για τις εισηγμένες εταιρείες με σκοπό να εξετάσει το βαθμό τήρησής τους από αυτές.

Η τήρηση θα διαπιστώνεται βάσει σχετικού ερωτηματολογίου και θα οδηγεί στην κατηγοριοποίηση των εταιρειών με γνώμονα τα προαναφερθέντα ποιοτικά κριτήρια. Το ζήτημα που προκύπτει όμως από την πρωτοβουλία αυτή της διοίκησης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών έχει να κάνει με το εάν νομιμοποιείται το Χρηματιστήριο να προβεί σε μια τέτοια ενέργεια, η οποία ενδέχεται να περιέχει το χαρακτήρα επενδυτικής συμβουλής προς το επενδυτικό κοινό.

Η υπάρχουσα αντίληψη πρεσβεύει ότι τα όργανα του Χρηματιστηρίου σε καμία περίπτωση δεν υποκαθιστούν τους συμβούλους επενδύσεων κατηγοριοποιώντας τις εισηγμένες εταιρείες με βάση τα ανωτέρω ποιοτικά κριτήρια. Παράλληλα, γίνεται δεκτό ότι ο σκοπός τους δεν είναι η επιλεκτική προβολή ορισμένων εταιρειών, δεδομένου άλλωστε ότι τα κριτήρια είναι κοινά και γνωστά εκ των προτέρων σε όλες τις εισηγμένες εταιρείες, αλλά η αναβάθμισή τους μέσα από την επίτευξη της πιο εύρυθμης και αξιόπιστης λειτουργίας τους. Με τη μέθοδο αυτή ενισχύεται σε τελική ανάλυση η χρηματιστηριακή αγορά συνολικά, ενώ επιτυγχάνεται η αποτελεσματικότερη προστασία των μικροεπενδυτών μέσα από την πιστή και συνεπή τήρηση από την πλευρά των εισηγμένων εταιρειών των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης. Στη συνέχεια, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συνέστησε την Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα που εξέδωσε το 1999 κείμενο με τίτλο: «Αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του Ανταγωνιστικού Μετασχηματισμού της». Πρόκειται για μια προσπάθεια διαμόρφωσης ενός πλαισίου συμπεριφοράς των επιχειρήσεων που δε θα έχει το χαρακτήρα

άμεσα εφαρμοζόμενων υποχρεωτικών ρυθμίσεων, καθώς κατά την άποψη της επιτροπής κάτι τέτοιο θα οδηγούσε σε συμμόρφωση προς το γράμμα και όχι προς το πνεύμα τους. Έτσι, τα μέλη της Επιτροπής πρότειναν σε πρώτη φάση τη συναινετική σύνταξη ενός κώδικα αρχών και προτάσεων, η αποτελεσματικότητα του οποίου θα εξαρτιόταν από το βαθμό αποδοχής του από τους παραγωγικούς φορείς.

Για να μην υπάρξει όμως υπερβολική καθυστέρηση στην εφαρμογή των απαραίτητων μεταρρυθμίσεων, η Επιτροπή πρότεινε την υιοθέτηση μιας προσέγγισης «συμμόρφωση ή εξήγηση», σύμφωνα με την οποία η επιχείρηση που παρεκκλίνει από τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης οφείλει να εξηγεί τους λόγους (Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, 1999). Σύμφωνα με την Επιτροπή, το υπάρχον ελληνικό νομικό πλαίσιο – που κυρίως περιλαμβάνεται στον Κ.Ν. 2190/1921 – δεν ανταποκρίνεται πλέον πλήρως στις σύγχρονες ανάγκες διακυβέρνησης των εισηγμένων στο χρηματιστήριο επιχειρήσεων, αφού δεν προστατεύει επαρκώς τα δικαιώματα των μικρομετόχων στις εταιρείες πολυμετοχικής βάσης, δεν ξεκαθαρίζει τις προϋποθέσεις συναλλαγών ευρείας κλίμακας (όπως συγχωνεύσεις και εξαγορές) και δεν διασφαλίζει ικανοποιητικά επίπεδα διαφάνειας στις εσωτερικές διαδικασίες.

Η ισότιμη μεταχείριση των μετόχων μεταφράζεται στην αρχή «μία μετοχή – μία ψήφος». Στην παράγραφο 4.7 γίνεται εκτενής αναφορά στην ανάγκη καθιέρωσης και λειτουργίας της Επιτροπής Εσωτερικού Ελέγχου, η οποία θα απαρτίζεται από μη-εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου (τουλάχιστον τρία), θα διερευνά όλα τα ζητήματα που εμπίπτουν στις αρμοδιότητές της και θα ενημερώνει τακτικά το Διοικητικό Συμβούλιο.

Θεωρεί «καλή πρακτική η πλειοψηφία του Διοικητικού Συμβουλίου να αποτελείται από μη εκτελεστικά μέλη ώστε να εξασφαλίζεται η ανεξάρτητη κρίση κατά το μέγιστο βαθμό», ενώ προτιμά το διαχωρισμό των ιδιοτήτων του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου και του Διευθύνοντος Συμβούλου. Η Επιτροπή θεωρεί ακόμη απαραίτητη την ύπαρξη μεταξύ των μη-εκτελεστικών μελών και ορισμένων που θα είναι ανεξάρτητοι από τα εκτελεστικά μέλη και τους μετόχους που έχουν την πλειοψηφία.

Ως στοιχεία απαραίτητα για να είναι ανεξάρτητο κάποιο μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου αναφέρονται τα παρακάτω :

1. Να μην είναι εκτελεστικό διευθυντικό στέλεχος ή μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου άμεσα ή έμμεσα συνδεδεμένης επιχείρησης, ούτε ήταν κατά το προηγούμενο έτος.
2. Να μην έχει συγγένεια με άλλα εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.
3. Να μην είναι ταυτόχρονα μέλος της ομάδας μετόχων που συγκεντρώνουν την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης και επίσης να μην έχει επιλεγεί ως υποψήφιος από αυτούς ούτε έχει δοσοληψίες με αυτούς.
4. Να μην έχει άλλη σχέση με την επιχείρηση η οποία από τη φύση της μπορεί να επηρεάσει την ανεξάρτητη κρίση του, και συγκεκριμένα να μην είναι προμηθευτής αγαθών ή υπηρεσιών, ούτε να είναι μέλος της επιχείρησης σαν σύμβουλος. Οι οποιοσδήποτε διαπραγματεύσεις με την εταιρεία θα πρέπει να περιορίζονται σε θέματα που αφορούν τη διαπραγμάτευση της αμοιβής του.
5. Τέλος, η επιτροπή προτείνει ως «καλή πρακτική» τα μη εκτελεστικά μέλη να μην εκλέγονται για πολλές θητείες.

Ένα έτος αργότερα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με την απόφαση 5/204/2000 περί Κανόνων συμπεριφοράς των εταιρειών που έχουν εισάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και των συνδεδεμένων με αυτές προσώπων, ορίζει ότι κάθε εταιρεία οφείλει να διαθέτει υπηρεσία εξυπηρέτησης των μετόχων, η οποία θα έχει την ευθύνη της άμεσης και ισότιμης πληροφόρησής τους, καθώς και της εξυπηρέτησής τους σχετικά με την άσκηση των δικαιωμάτων τους με βάση τον κοινό νόμο και το καταστατικό της εταιρείας.

Μια επιπλέον προσπάθεια για την ανάπτυξη της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα, γίνεται μέσα από τη σύμπραξη του Συνδέσμου Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών (ΣΕΒ) και του Brunel Business School του πανεπιστημίου Brunel στο Ηνωμένο Βασίλειο που ένωσαν τις δυνάμεις τους με την υπογραφή ενός Μνημονίου Συνεργασίας τον Ιανουάριο του 2007, δημιουργώντας το Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΠΕ) στην Ελλάδα. Το Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης, εκδίδει περίπου δύο φορές το χρόνο Επιθεώρηση, προσφέροντας στους αναγνώστες ειδήσεις, εξελίξεις, αποτελέσματα ερευνών και άλλες πληροφορίες σχετικά με το νέο πεδίο μελέτης «Εταιρική Διακυβέρνηση και Διοικητικά Συμβούλια».

Οι μακροπρόθεσμοι στόχοι του Παρατηρητηρίου είναι:

- Να αναδειχθεί σε μόνιμο βήμα συζήτησης και ανταλλαγής πληροφοριών.
- Να διαδίδει βέλτιστες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης μεταξύ των ελληνικών επιχειρήσεων ώστε να αντεπεξέρχονται ικανοποιητικά στις ανάγκες της θεσμικής τους λειτουργίας.
- Να δημιουργήσει μία ολοκληρωμένη βάση δεδομένων για την εταιρική διακυβέρνηση των ελληνικών επιχειρήσεων.
- Να συμβάλλει στην ακαδημαϊκή έρευνα για την εταιρική διακυβέρνηση.
- Να συνεργάζεται και να αναπτύσσει σχέσεις με άλλες οργανώσεις στην Ελλάδα (π.χ. ΧΑΑ, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ένωση Εισηγμένων Εταιρειών, κλπ) και το εξωτερικό (BUSINESSEUROPE, Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης- ECGI), με ιδιαίτερη έμφαση στις γειτονικές οικονομίες που βρίσκονται σε φάση μετάβασης.
- Να διευκολύνει την δημιουργία εθνικών και περιφερειακών οργάνων διαλόγου για την εταιρική διακυβέρνηση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΣΤΟΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ & ΕΤΑΙΡΙΚΟ ΚΛΑΔΟ

4.1 Συμμόρφωση Ελληνικών Τραπεζών στα Διεθνή Πρότυπα

Ο τραπεζικός κλάδος στην Ελλάδα επεκτάθηκε ραγδαία την τελευταία δεκαετία, τόσο χάρη στην απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, όσο και λόγω της ανάγκης προσαρμογής στις νέες συνθήκες που δημιούργησε η ένταξη της χώρας μας στην ευρωζώνη, αλλά και η διαρκώς εντεινόμενη διεθνοποίηση των οικονομικών συναλλαγών. Οι νέες αυτές συνθήκες παρέχουν αρκετές ευκαιρίες για την επέκταση των τραπεζικών δραστηριοτήτων, αλλά ταυτόχρονα παρουσιάζουν προκλήσεις και κινδύνους που θέτουν υπό αμφισβήτηση καθιερωμένες πρακτικές και στρατηγικές διοίκησης.

Σήμερα, οι ελληνικές τράπεζες κινούνται σε ένα αρκετά σταθερό και αναπτυσσόμενο οικονομικό περιβάλλον, το οποίο δημιουργεί θετικές προοπτικές για την ελληνική τραπεζική αγορά. Παρά τη σημαντική αύξηση των μεγεθών τους, κυρίως μετά το 2000, οι ελληνικές τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να επεκτείνουν περαιτέρω τις δραστηριότητές τους, δεδομένου ότι, αφενός το επίπεδο της τραπεζικής διαμεσολάβησης στην ελληνική οικονομία είναι σημαντικά χαμηλότερο από το μέσο όρο της Ευρωζώνης, και αφετέρου υφίστανται ευκαιρίες επέκτασης των δραστηριοτήτων στις Βαλκανικές και παρευξείνιες οικονομίες.

Όμως, ταυτόχρονα με τις ευκαιρίες ανάπτυξης που καλούνται να εκμεταλλευτούν οι ελληνικές τράπεζες, παράλληλα έχουν αυξηθεί οι κίνδυνοι αλλά και οι υποχρεώσεις προσαρμογής τους στο Ευρωπαϊκό και "Διεθνές θεσμικό πλαίσιο που επιβάλλουν κυρίως τα διεθνή λογιστικά πρότυπα. Οι διαδικασίες αυτές, απαιτούν τη διάθεση σημαντικών πόρων, οικονομικών και ανθρώπινων από τις τράπεζες, δημιουργούν όμως συνθήκες διάφανης απεικόνισης των χρηματοοικονομικών στοιχείων των τραπεζών, αποτελεσματικότερης διαχείρισης των κινδύνων, νέες συνθήκες εταιρικής διακυβέρνησης.

4.2 Διαχείριση Κινδύνων

Ο Τομέας της διαχείρισης κινδύνων γίνεται ολοένα και πιο σημαντικός λόγω των Απαιτήσεων αλλά και των οδηγιών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, απαιτήσεις και οδηγίες που πρέπει να υιοθετηθούν από όλες τις τράπεζες διεθνώς. Στα πλαίσια της Εταιρικής "Διακυβέρνησης, οι ελληνικές τράπεζες υποχρεώνονται να προχωρήσουν στη σύσταση Ανεξάρτητης Μονάδας "Διαχείρισης Κινδύνων, με συγκεκριμένα πλαίσια λειτουργίας για την

παρακολούθηση των δραστηριοτήτων τους και τη διατήρηση του επιπέδου ανάληψης επιχειρηματικών κινδύνων σε προκαθορισμένα όρια. ως προς τους κινδύνους που αντιμετωπίζει ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα και τον τρόπο διαχείρισής τους, μπορούμε να διακρίνουμε τους εξής:

4.2.1 Διαχείριση Πιστωτικού Κινδύνου

Ο Πιστωτικός Κίνδυνος αναφέρεται στην πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων από τους χρηματοδοτούμενους πελάτες. Σημαντικό τμήμα της διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου για την τράπεζα, αποτελεί η ανάπτυξη νέων και η συνεχής βελτίωση των υφιστάμενων συστημάτων αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των πελατών. Οι τράπεζες, στα πλαίσια της εφαρμογής του Νέου Κανονισμού Λειτουργίας και της ανάγκης ενεργητικής διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου (credit rating, credit scoring), υποχρεώνονται να αναπτύσσουν σύγχρονα συστήματα για την πληρέστερη αξιολόγηση των πιστούχων και την πιο έγκαιρη και έγκυρη πρόγνωση της πιθανότητας αφερεγγυότητάς τους (Default Risk).

4.2.2 Διαχείριση Κινδύνου Ρευστότητας

Ο κίνδυνος ρευστότητας αναφέρεται σε πιθανή αδυναμία της τράπεζας να ανταποκριθεί στις ταμειακές της υποχρεώσεις. Οι τράπεζες, προκειμένου να ικανοποιούν τις απαιτήσεις του κανονιστικού πλαισίου, υποχρεώνονται να θεσπίσουν συγκεκριμένες πολιτικές διαχείρισης και παρακολούθησης της ρευστότητάς τους, στις οποίες καθορίζονται οι βασικοί ορισμοί και οι μεθοδολογίες αποτίμησης του κινδύνου ρευστότητας και περιγράφονται οδηγίες για τον χειρισμό καταστάσεων κρίσης ρευστότητας.

4.2.3 Διαχείριση Κινδύνου Αγοράς

Οι Τράπεζες, προκειμένου να ελέγχουν αποτελεσματικά τους κινδύνους αγοράς, που απορρέουν από το σύνολο των δραστηριοτήτων τους, προχώρησαν σε περαιτέρω αξιοποίηση των εσωτερικών συστημάτων παρακολούθησης και διαχείρισης κινδύνου. Έτσι, εφαρμόζονται σύγχρονες και ευρέως αποδεκτές τεχνικές για την ανάλυση του κινδύνου αγοράς, όπως αποτιμήσεις αξίας σε κίνδυνο (Value at Risk), κερδών σε κίνδυνο (Earnings at Risk), αποτελέσματα προσομοιώσεων καταστάσεων κρίσης (Stress Tests), και δεικτών ευαισθησίας (Sensitivity Indicators).

4.2.4 Διαχείριση Λειτουργικού Κινδύνου

Η διαχείριση σε νέα βάση των λειτουργικών κινδύνων είναι η επιπρόσθετη απαίτηση που τίθεται από τη νέο Κανονισμό Λειτουργίας. Ενδεχόμενη ζημιά από λειτουργικούς κινδύνους μπορεί να προκύψει ως συνέπεια της αναποτελεσματικότητας στις εσωτερικές διαδικασίες και συστήματα, είτε λόγω εξωτερικών παραγόντων είτε λόγω του ανθρώπινου παράγοντα. Η προληπτική διαχείριση των λειτουργικών κινδύνων έχει θετική επίδραση στην ποιότητα και την απρόσκοπτη λειτουργία των τραπεζών και των θυγατρικών τους. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται σε θέματα ασφάλειας, με την υλοποίηση Πολιτικών Ασφάλειας πληροφοριακών συστημάτων και την κάλυψη των δραστηριοτήτων ηλεκτρονικής τραπεζικής. Η αποτελεσματικότητα των συστημάτων βελτιώνεται διαρκώς, με στόχο την εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων, την ικανοποίηση των συνεχώς εξελισσόμενων αναγκών των Πελατών των τραπεζών και την εξέλιξη των εργαζομένων τους.

4.3 Εσωτερικός Έλεγχος

Ο Εσωτερικός Έλεγχος, διεθνώς και στην Ελλάδα, διαρκώς βελτιώνεται και διαφοροποιείται από την κλασική έννοια του κατασταλτικού ελέγχου της επιθεώρησης. Το σύστημα Εσωτερικού Ελέγχου μιας τράπεζας, οφείλει να περιλαμβάνει:

- Τον καθορισμό των Πολιτικών της Τράπεζας και την ύπαρξη κατάλληλου Οργανωτικού Σχήματος
- Την καθιέρωση και εφαρμογή αποτελεσματικών διαδικασιών για την εκτέλεση των εργασιών της και τη δημιουργία κατάλληλων επιπέδων ευθυνών, όπου ενσωματώνονται τα κατάλληλα Μέτρα Ελέγχου
- Τη "Δημιουργία κατάλληλων Συστημάτων Προϋπολογισμού και Απολογισμών
- Την αποτελεσματική διοικητική πληροφόρηση
- Τον έλεγχο των Συστημάτων Πληροφορικής
- Τη διασφάλιση της αξιοπιστίας των Πληροφοριακών Συστημάτων

Ο Εσωτερικός Έλεγχος για τις ελληνικές τράπεζες εισήχθη με την πράξη Διοικητού της Τράπεζας της Ελλάδος 2438/1998 και βελτιώθηκε με την πρόσφατη Πράξη 2577/2006. Στο πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης, τα Διοικητικά Συμβούλια των ελληνικών τραπεζών έχουν ορίσει ένα πλαίσιο Γενικών Αρχών αποτελεσματικής διαχείρισης των πόρων και ανάληψης των κινδύνων, το οποίο είναι προσαρμοσμένο στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των εταιριών τους και το οποίο συμμορφώνεται πλήρως με το ισχύον νομοθετικό πλαίσιο λειτουργίας του Τραπεζικού Συστήματος.

Σε εφαρμογή αυτών των Γενικών Αρχών, η πλειοψηφία των τραπεζών έχουν θέσει σε λειτουργία ορισμένα όργανα εποπτείας και μηχανισμούς διαφάνειας, ενώ έχουν συστήσει ειδικές επιτροπές ελέγχου οι οποίες υποβοηθούν το Δ.Σ. σε θέματα Εσωτερικού Ελέγχου.

Το ερώτημα που εύλογα τίθεται στις περιπτώσεις που οι τράπεζες είναι υποχρεωμένες να προσαρμοστούν στο θεσμικό πλαίσιο, είναι εάν το σύνολο των μέτρων αυτών δημιουργούν κόστη και επίπονες διαδικασίες που αποβαίνουν σε βάρος της αποτελεσματικότητας του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, Αυξάνουν το κόστος των παρεχόμενων υπηρεσιών, δημιουργούν προβλήματα στην εξυπηρέτηση των αναγκών των πελατών.

Σίγουρα τα πάντα πρέπει να μελετώνται από άποψη Κόστους/Οφέλους. Είναι όμως βέβαιο ότι ο αποτελεσματικός εσωτερικός έλεγχος, η ορθή πρόβλεψη και αντιμετώπιση των κινδύνων, η ύπαρξη κατάλληλων συστημάτων προϋπολογισμού/παρακολούθησης και τεκμηρίωσης των απολογισμών, μπορεί να επιβαρύνουν πρόσκαιρα τους οικονομικούς και ανθρώπινους πόρους μιας τράπεζας, όμως καθιστούν αποτελεσματικότερη τη διοίκησή της, διάφανη τη λειτουργία της έναντι των μετόχων της και των πελατών της, θεμελιώνουν την αξιοπιστία της τράπεζας στην αγορά. Τελικά, βελτιώνουν τη λειτουργία και το επίπεδο των παρεχόμενων υπηρεσιών της τράπεζας.

4.4 Πρακτική Εφαρμογή της Εταιρικής Διακυβέρνησης στις Ελληνικές Τράπεζες & Εταιρίες

Οι γενικές αρχές που διέπουν την έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης είναι κοινές, ανεξάρτητα από το πεδίο εφαρμογής τους. Με τον πρόσφατο νόμο για την εταιρική διακυβέρνηση (Ν.3016/2002) η φιλοσοφία του ελέγχου και της διαφάνειας αποκτά έναν πιο εξωστρεφή χαρακτήρα που αφορά στην προάσπιση της οικονομικής αξίας της επιχείρησης και του γενικού εταιρικού συμφέροντος. Έτσι, η εφαρμογή των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης σε συνδυασμό με την προκαταρκτική καθιέρωση των διεθνών λογιστικών προτύπων, δημιουργεί ένα διαφορετικό εν πολλοίς περιβάλλον γύρω από θέματα κρίσιμα που ταλαιπώρησαν στο πρόσφατο παρελθόν επενδυτές και μετόχους. Με την εφαρμογή της νομοθεσίας της περί εταιρικής διακυβέρνησης ξεκινάει μια εποχή μεγαλύτερης θωράκισης, αποτελεσματικότερου ελέγχου και διαφάνειας για όσα λαμβάνουν χώρα στα «παρασκήνια» μιας επιχείρησης.

Σήμερα, οι ελληνικές τράπεζες και οι Ελληνικές Εταιρίες έχουν την δυνατότητα να κινούνται σε ένα αρκετά πιο σταθερό και αναπτυσσόμενο οικονομικό περιβάλλον. Η υιοθέτηση των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης στον τρόπο διοίκησής τους σε συνδυασμό με την συμμόρφωσή τους στα διεθνή λογιστικά πρότυπα κατέστησαν αποτελεσματικότερη τη διοίκησή τους, προσέδωσαν διαφάνεια στη λειτουργία τους έναντι των μετόχων τους και των πελατών τους, βελτίωσαν τη λειτουργία και το επίπεδο των παρεχόμενων υπηρεσιών τους, θεμελίωσαν την αξιοπιστία τους στην διεθνή αγορά.

Παρακάτω ακολουθεί ο τρόπος με τον οποίο εφαρμόστηκε η Εταιρική Διακυβέρνηση στις μεγαλύτερες τράπεζες και εταιρίες που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα :

4.4.1 Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος

Η ΕΤΕ λειτουργεί μέσα σε πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης που ανταποκρίνεται όχι μόνο στις απαιτήσεις του ελληνικού νόμου αλλά και στις βέλτιστες διεθνείς πρακτικές. Στο πλαίσιο των εργασιών του, και σε συμμόρφωση της Τράπεζας με τις διατάξεις του Ν. 3873/2010, το Δ.Σ. το 2011 ενέκρινε την τροποποίηση των «Κατευθυντήριων Γραμμών Εταιρικής Διακυβέρνησης» της Τράπεζας και τη μετονομασία τους σε «Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης». Ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης, ο οποίος είναι αναρτημένος στην

ιστοσελίδα της Τράπεζας, περιγράφει αναλυτικά τη δομή και την πολιτική εταιρικής διακυβέρνησης, προάγει τη συνέχεια, τη συνέπεια και την αποτελεσματικότητα του τρόπου λειτουργίας του Δ.Σ., αλλά και γενικότερα της διακυβέρνησης της ΕΤΕ και του Ομίλου. Το 2010 το Δ.Σ. εφάρμοσε τις Κατευθυντήριες Γραμμές Εταιρικής Διακυβέρνησης στη μεγάλη τους πλειοψηφία. Κατά τη διάρκεια του 2010 το Δ.Σ. έλαβε αποφάσεις για την αναδιάρθρωση και ενδυνάμωση των ανώτατων βαθμίδων της διοικητικής πυραμίδας. Επίσης, ενέκρινε την Πολιτική Αποδοχών της Τράπεζας κατόπιν υποβολής προτάσεως από την Επιτροπή Ανθρώπινου Δυναμικού και Αμοιβών του Δ.Σ., ενημερώθηκε από εξωτερικό σύμβουλο για θέματα τραπεζικής εταιρικής διακυβέρνησης και τροποποίησε πολιτικές του Δ.Σ. και τους κανονισμούς των Επιτροπών του, με σκοπό την προσαρμογή τους στις αλλαγές του συστήματος διακυβέρνησης.

4.4.2 Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Alpha Bank

Η Alpha Bank υιοθέτησε και εφάρμοσε, ήδη από το 1994, τις αρχές της εταιρικής διακυβερνήσεως, επιδιώκοντας τη διαφάνεια στην επικοινωνία με τους Μετόχους της και την άμεση και συνεχή ενημέρωση του επενδυτικού κοινού.

Η αποτελεσματική Εταιρική Διακυβέρνηση δεν συνιστάται από καθορισμένο πρόγραμμα αλλά από μία συνεχή προσπάθεια ενσωματώσεως στις εκάστοτε προταθείσες παραμέτρους σε συνδυασμό με τις συνεχώς αυξημένες προσδοκίες της κοινωνίας. Η

σωστή εταιρική δομή και διαδικασίες έχουν ως αποτέλεσμα την επιτυχημένη Εταιρική Διακυβέρνηση, η οποία προωθεί την εταιρική αναγνώριση και φήμη. Σε

αυτό το πλαίσιο, η Τράπεζα έχει διαχωρίσει τα καθήκοντα του Προέδρου από αυτά του Διευθύνοντος Συμβούλου και εφαρμόζει ένα ολοκληρωμένο σύστημα εσωτερικού ελέγχου στον Όμιλο σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα και το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο. Επιπροσθέτως, έχει θεσπίσει Κώδικα Δεοντολογίας κατά την εκτέλεση της υπηρεσίας, με σκοπό να προωθήσει τα πρότυπα που επιβάλλει η σύγχρονη διακυβέρνηση των εταιριών και να ενισχύσει την αποτελεσματικότητα των κανόνων για τον Εσωτερικό Έλεγχο.

Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει θεσπίσει Κώδικα Εταιρικής Διακυβερνήσεως, ο οποίος ορίζει το πλαίσιο και τις κατευθυντήριες γραμμές για τη διακυβέρνηση της Τραπεζής και αναθεωρείται από το Διοικητικό Συμβούλιο. Ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβερνήσεως της Alpha Bank ορίζει τα καθήκοντα και κατανέμει τις αρμοδιότητες μεταξύ του Διοικητικού

Συμβουλίου, των Επιτροπών του, της Εκτελεστικής Επιτροπής και των άλλων Επιτροπών και Συμβουλίων της Τράπεζας.

4.4.3 Η Εταιρική Διακυβέρνηση στη Τράπεζα Πειραιώς

Με σκοπό τη διαφύλαξη του εταιρικού συμφέροντος και των συμφερόντων των μετόχων της, η Τράπεζα Πειραιώς έχει προσαρμοστεί στα οριζόμενα από το θεσμικό πλαίσιο περί εταιρικής διακυβέρνησης με:

- Προσαρμογή της σύνθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου της, ώστε να είναι σύμφωνη με τα ισχύοντα περί Εκτελεστικών, μη Εκτελεστικών και Ανεξάρτητων μελών
- Την Επιτροπή Ελέγχου, απαρτιζόμενη από μη Εκτελεστικά μέλη και Ανεξάρτητα μη Εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, η οποία παρακολουθεί και αξιολογεί σε ετήσια βάση την επάρκεια και την αποτελεσματικότητα του Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου σε επίπεδο Τράπεζας και Ομίλου, με βάση τα σχετικά στοιχεία και πληροφορίες της Μονάδας Εσωτερικής Επιθεώρησης, τις διαπιστώσεις και παρατηρήσεις των εξωτερικών ελεγκτών, καθώς και των εποπτικών αρχών
- Την Επιτροπή Διαχείρισης Κινδύνων, με σκοπό να καλύπτονται αποτελεσματικά όλες οι μορφές κινδύνων, περιλαμβανομένου του λειτουργικού και να διασφαλίζεται ο ενοποιημένος έλεγχός τους, η εξειδικευμένη αντιμετώπισή τους και ο απαιτούμενος συντονισμός σε ατομική και ενοποιημένη βάση
- Τη Γενική Διεύθυνση Εταιρικής Διοίκησης, η οποία είναι υπεύθυνη για την ανάπτυξη δράσεων και προγραμμάτων εταιρικής διακυβέρνησης που εγκρίνει η Διοίκηση και την εποπτεία της εφαρμογής τους στην Τράπεζα και στις εταιρείες του Ομίλου στην Ελλάδα και στο εξωτερικό. Επίσης, η Γενική Διεύθυνση Εταιρικής Διοίκησης εποπτεύει τη λειτουργική υποστήριξη των εργασιών του Διοικητικού Συμβουλίου, του Εκτελεστικού Συμβουλίου και του Γραφείου Προέδρου, με εφαρμογή βέλτιστων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης
- Τον Εσωτερικό Κανονισμό Εταιρικής Διακυβέρνησης και Λειτουργίας, με τον οποίο διασφαλίζεται η διαφάνεια και η σύμμετρη πληροφόρηση και καλύπτονται θέματα, τα

οποία δεν προβλέπονται από το καταστατικό της Τράπεζας, αλλά είναι απαραίτητα για την εύρυθμη λειτουργία της

- Τον Κώδικα Δεοντολογίας που διέπει τις υποχρεώσεις του προσωπικού της Τράπεζας
- Τη Γενική Διεύθυνση Εσωτερικού Ελέγχου (Μονάδα Εσωτερικής Επιθεώρησης κατά την Πράξη 2577/2006 του Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος), η οποία είναι ανεξάρτητη, αναφέρεται στο Διοικητικό Συμβούλιο μέσω της Επιτροπής Ελέγχου και στον Πρόεδρο του Διοικητικού Συμβουλίου της Τράπεζας και έχει την ευθύνη του εσωτερικού ελέγχου σε επίπεδο Ομίλου
- Τη Διεύθυνση Κανονιστικής Συμμόρφωσης, η οποία θεσπίζει και εφαρμόζει διαδικασίες και εκπονεί ετήσιο πρόγραμμα κανονιστικής συμμόρφωσης, με στόχο να επιτυγχάνεται η έγκαιρη και διαρκής συμμόρφωση του Ομίλου προς το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο, εξασφαλίζοντας τη συμμόρφωση με το κανονιστικό πλαίσιο για την πρόληψη της νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες μέσω της τραπεζικής λειτουργίας, αλλά και για την καταπολέμηση της τρομοκρατίας
- Υπηρεσίες Ενημέρωσης Επενδυτών, Εξυπηρέτησης Μετόχων και Εταιρικών Ανακοινώσεων, που είναι επιφορτισμένες με το έργο της πληροφόρησης των επενδυτών, των μετόχων και των αρμόδιων εποπτικών αρχών αντίστοιχα.

4.4.4. Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην ΑΤΕ Bank

Ο παρών Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης και Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας της Τράπεζας συντάχθηκε στα πλαίσια του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου και αποτελεί μαζί με τις διατάξεις του Καταστατικού και του Οργανισμού της τα ανώτατα , ιεραρχικά, κείμενα της Τράπεζας. Περιγράφει με σαφήνεια τις γενικές αρχές εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζει η Τράπεζα προς όφελος των μετόχων, των επενδυτών, των εργαζομένων, των λοιπών ενδιαφερομένων μερών , καθώς και των μελών του Διοικητικού της Συμβουλίου. Με τον παρόντα Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης και Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας , που αποτελεί εσωτερικό έγγραφο και έχει υιοθετηθεί από το Διοικητικό Συμβούλιο της Τράπεζας, θεσπίζονται κανόνες αυτορρύθμισης , που διέπουν την οργάνωση και λειτουργία της , δεσμεύουν τη Διοίκηση και όλα τα υπηρεσιακά της στελέχη, ανεξάρτητα από την ιεραρχική τους βαθμίδα, και δρουν συμπληρωματικά προς τις διατάξεις του ισχύοντος κανονιστικού

πλαίσιου και του Καταστατικού της. Ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης και Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας της Τράπεζας έχει ως βασικό σκοπό:

- να διασφαλίσει τη διαρκή συμμόρφωση της Τράπεζας με το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο που διέπει την οργάνωση, τη λειτουργία και τις δραστηριότητές της
- να διασφαλίσει τη διαφάνεια και αποτελεσματικότητα του συστήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης και Εσωτερικού Ελέγχου που εφαρμόζει η Τράπεζα
- να ενδυναμώσει το κύρος και την αξιοπιστία της Τράπεζας
- να ισχυροποιήσει το επίπεδο εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού

Εν κατακλείδι, απώτερος σκοπός του είναι να προάγει και να ισχυροποιήσει το θεσμό Εταιρικής Διακυβέρνησης στον τρόπο οργάνωσης και λειτουργίας της Τράπεζας και να ενδυναμώσει το Σύστημα Εσωτερικού Ελέγχου που διαθέτει, ώστε να είναι σε θέση να αντιμετωπίζει αποτελεσματικά τους κινδύνους στους οποίους είναι εκτεθειμένη και να μεγιστοποιήσει μακροπρόθεσμα την αξία της προς όφελος των μετόχων, των επενδυτών, των εργαζομένων και των πελατών της.

4.4.5 Η Εταιρική Διακυβέρνηση της INTRACOM HOLDINGS

Η INTRACOM HOLDINGS έχει οργανωμένο σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης για την εξασφάλιση της αποτελεσματικής διοίκησης και λειτουργίας της, η οποία χαρακτηρίζεται από διαφάνεια. Η εταιρία φροντίζει για την επαρκή, έγκυρη και έγκαιρη ενημέρωση των μετόχων της και των υποψηφίων επενδυτών, μεριμνά δε για την ισότιμη μεταχείριση όλων των μετόχων και λειτουργεί ειδική Υπηρεσία Εξυπηρέτησης αυτών.

Η INTRACOM HOLDINGS έχει την απαραίτητη υποδομή για την εφαρμογή Εταιρικής Διακυβέρνησης που περιλαμβάνει: όργανα διοίκησης με σαφείς ρόλους, αρμοδιότητες και υποχρεώσεις, κατάλληλη οργανωτική δομή και εταιρικές διαδικασίες, αποτελεσματικό σύστημα εσωτερικού ελέγχου και πλήρη επικοινωνία τόσο με το εξωτερικό, όσο και με το εσωτερικό της περιβάλλον.

4.4.5.1 Διοικητικό Συμβούλιο

Το Διοικητικό Συμβούλιο της INTRACOM HOLDINGS απαρτίζεται από 8 Μέλη, 5 Εκτελεστικά και 3 μη Εκτελεστικά, εκ των οποίων τα 2 είναι Ανεξάρτητα μη Εκτελεστικά Μέλη. Με βάση την αποστολή της εταιρίας, το Διοικητικό Συμβούλιο εργάζεται για την παρακολούθηση, καθοδήγηση και έλεγχο των διευθυνόντων σύμφωνα με διαφανείς διαδικασίες.

4.4.5.2 Οργανωτική Δομή

Το Οργανόγραμμα της INTRACOM HOLDINGS δείχνει το σχήμα της Διοίκησης. Η δομή της εταιρίας περιλαμβάνει κλάδους ανά δραστηριότητα, με τις απαραίτητες υποστηρικτικές λειτουργίες, καθώς και Επιτροπές Εταιρικής Στρατηγικής και Ελέγχου.

4.4.5.3 Εταιρικές Διαδικασίες

Η εύρυθμη λειτουργία της INTRACOM HOLDINGS καθορίζεται από συγκεκριμένες διαδικασίες που απεικονίζουν τον τρόπο λειτουργίας και θέτουν το πλαίσιο διεκπεραίωσης της καθημερινής εργασίας. Η εταιρία τηρεί Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας σύμφωνα με τις απαιτήσεις του Ν. 3016 «Περί Εταιρικής Διακυβέρνησης».

4.4.5.4 Ελεγκτικοί Μηχανισμοί

Εσωτερικός Έλεγχος: Η Διεύθυνση Εσωτερικού Ελέγχου είναι ανεξάρτητη κατά την άσκηση των καθηκόντων της και εποπτεύεται από το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρίας. Εξωτερικός Έλεγχος: Οι οικονομικές καταστάσεις της INTRACOM HOLDINGS πιστοποιούνται από έγκυρους και διεθνώς αναγνωρισμένους οργανισμούς.

4.4.5.5 Διαφάνεια και Επικοινωνία

Πρωταρχικό μέλημα της INTRACOM HOLDINGS είναι η διαφάνεια σε όλο το εύρος των δραστηριοτήτων της, για την επίτευξη της οποίας συγκλίνουν εξίσου το θεσμοθετημένο πλαίσιο λειτουργίας της και οι ενέργειες των στελεχών της. Η σωστή και έγκαιρη ενημέρωση του επενδυτικού κοινού και του ευρύτερου κοινωνικού συνόλου για την πορεία της επιχείρησης και άλλα σχετικά θέματα, χωρίς διακρίσεις, διασφαλίζεται στην INTRACOM

HOLDINGS μέσω ενός αποτελεσματικού συστήματος επικοινωνίας και ειδικών Διευθύνσεων για το εξωτερικό και το εσωτερικό κοινό.

4.4.6 Η Εταιρική Διακυβέρνηση της ΕΛΛΑΚΤΩΡ

Ο παρών συντάχθηκε από την εταιρεία ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε. κατ' εφαρμογή του Ν. 3873/2010 και εμπεριέχει τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης που διέπουν τον τρόπο διοίκησης και ελέγχου της εταιρείας. Βάση του αποτελεί ο πρόσφατος Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΣΕΒ (Ιανουάριος 2011) και κατ' επέκταση οι Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ, οι "Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα Οδηγίες για τον Ανταγωνιστικό Μετασχηματισμό της" της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης που ανέπτυξε η ΕΛΛΑΚΤΩΡ πλαισιώνεται κυρίως από τους υποχρεωτικούς κανόνες, οι οποίοι θεσπίστηκαν με νόμους ή κανονισμούς αρμοδίων οργάνων όπως η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Ο κώδικας της Εταιρείας δομείται ως εξής: κατ' αρχήν παρουσιάζονται οι γενικές αρχές, οι οποίες αποτελούν το γενικό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης, τις κατευθυντήριες γραμμές. Στη συνέχεια αυτές εξειδικεύονται σε ειδικές πρακτικές, σε διατάξεις "συμμόρφωσης ή εξήγησης", που αποτελούν τη βάση για την σύνταξη της δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης της ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε. βάσει του προαναφερθέντος ν. 3873/2010. Ο κώδικας και, κατά συνέπεια το περιεχόμενο της δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης, θα επανεξετάζεται σε τακτική βάση και θα τροποποιείται αναλόγως.

4.4.7 Η Εταιρική Διακυβέρνηση της MAMIDOIL JETOIL

Στη MAMIDOIL JETOIL η Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί βασικό εργαλείο διασφάλισης των υψηλών ηθικών αξιών με τις οποίες εμφορείται η Διοίκηση της εταιρείας, αλλά και επίτευξης των τιθέμενων από αυτή στόχων. Το σύστημα διαδικασιών, αρχών λειτουργίας και κανόνων διοίκησης και ελέγχου που εφαρμόζεται, βοηθά στην επίτευξη:

- της ικανοποίησης των εννόμων συμφερόντων όλων των ατόμων ή ομάδων ατόμων που συνδέονται με την εταιρεία κατά τρόπο ισότιμο, διαφανή και ακριβοδίκαιο
- της μεγιστοποίησης της κερδοφορίας και της διάρκειας των επενδύσεων

Στην εταιρεία εφαρμόζεται Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας στον οποίο περιλαμβάνονται όλες οι εταιρικές πολιτικές και διαδικασίες σύμφωνα με την Ελληνική Νομοθεσία (Ν.3016/2002). Η εύρυθμη και αποτελεσματική Εταιρική Διακυβέρνηση διασφαλίζεται από: Το Διοικητικό Συμβούλιο στους ακόλουθους τομείς:

- της χάραξης και παρακολούθησης της εταιρικής στρατηγικής
- του ουσιαστικού ελέγχου των στελεχών και των επιτροπών / συμβουλίων όπως:
 - Συμβούλιο Διοίκησης 9 μελών με σκοπό την παροχή βοήθειας στο ΔΣ σε όλους τους τομείς εκτός των εξουσιοδοτήσεων για ενέργειες που βάση Εσωτ.Καν. Λειτουργίας αποτελεί ευθύνη του ιδίου του ΔΣ
 - Επιτροπή Επενδύσεων 5 μελών με ευθύνη την αξιολόγηση επενδυτικών εμπορικών προτάσεων και την υποβολή πρότασης προς το ΔΣ για τελική έγκριση
 - Επιτροπή Ελέγχου 3 μελών με ευθύνη την αποτελεσματική Εταιρική Διακυβέρνηση στην εταιρία

Όλες οι επιτροπές και τα συμβούλια αναφέρονται απευθείας στο ΔΣ της εταιρίας. Η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου είναι 7μελής και όλα τα μέλη έχουν εκτελεστικές αρμοδιότητες: Τη θέσπιση και τήρηση εσωτερικών διαδικασιών που επιτυγχάνουν την βέλτιστη διαχείριση πόρων και συστημάτων καθώς και την υποβολή σε:

- εσωτερικό έλεγχο των ανωτέρω διαδικασιών
- έλεγχο αξιοπιστίας των οικονομικών καταστάσεων από αναγνωρισμένους εξωτερικούς ελεγκτές

Την οργανωτική δομή της εταιρίας με σαφή προσδιορισμό της κάθε οργανικής θέσης και με πλήρη διαχωρισμό αρμοδιοτήτων των διευθυντικών στελεχών που τις καλύπτουν

4.4.8 Η Εταιρική Διακυβέρνηση του ΟΤΕ

Ο ΟΤΕ επιδιώκει την εφαρμογή των βέλτιστων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης, με γνώμονα τις καλύτερες διεθνείς και ευρωπαϊκές πρακτικές, σε όλο το φάσμα των δραστηριοτήτων του. Ενισχύοντας τις διαδικασίες και τις δομές της, η Εταιρία εξασφαλίζει όχι μόνο τη συμμόρφωση με το κανονιστικό πλαίσιο, αλλά και την ανάπτυξη εταιρικής κουλτούρας που θεμελιώνεται στις αξίες της επιχειρηματικής ηθικής και της προάσπισης των συμφερόντων των μετόχων καθώς και όλων των ενδιαφερομένων μερών.

Οι τρεις βασικοί άξονες εφαρμογής των κανόνων και πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης στον ΟΤΕ αφορούν:

- Στο ρόλο του Διοικητικού Συμβουλίου (αρμοδιότητες, σύνθεση, αντικατάσταση και αποχώρηση μελών, επιτροπές) και της εκτελεστικής διοίκησης
- Στην προστασία των μετόχων (γενική συνέλευση των μετόχων, δικαιώματα μετόχων μειοψηφίας, διάθεση κερδών και καταβολή μερίσματος)
- Στην ενίσχυση της διαφάνειας (διαδικασίες που ενισχύουν τη διαφάνεια, σύστημα κανονιστικής συμμόρφωσης), του ελέγχου (εσωτερικός και εξωτερικός έλεγχος, διαχείριση κινδύνων) και της δημοσιοποίησης πληροφοριών (επικοινωνία με τους μετόχους, ενημέρωση όλων των Ενδιαφερομένων Μερών).

Άξονες Εφαρμογής Εταιρικής Διακυβέρνησης στον ΟΤΕ

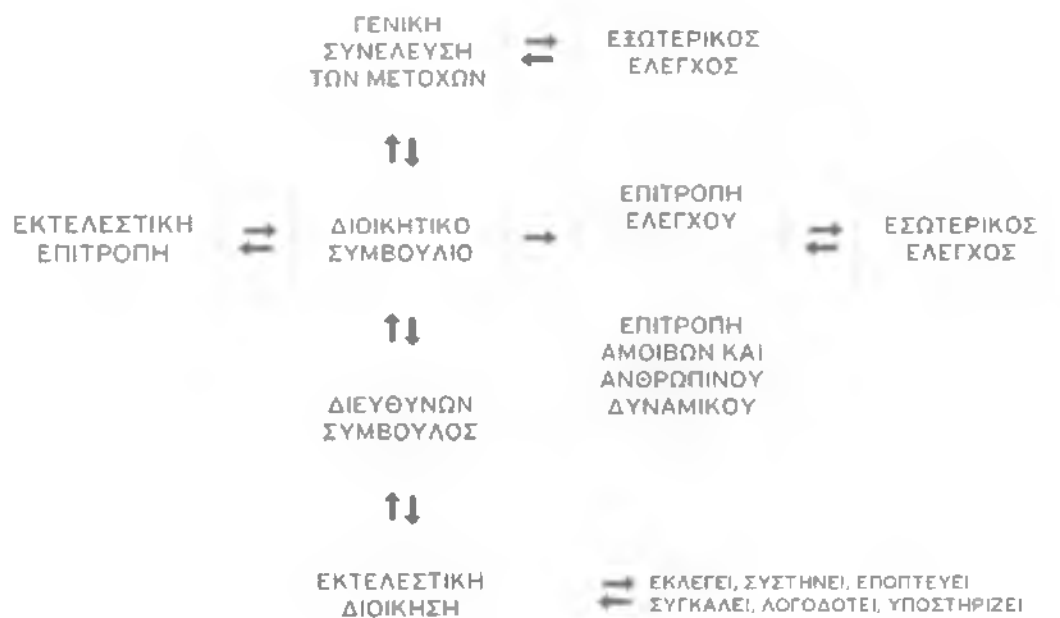


Εταιρική Διακυβέρνηση για τον ΟΤΕ σημαίνει το σύνολο των αρχών που υιοθετεί η Εταιρία και που διασφαλίζουν την απόδοση και τα συμφέροντα των μετόχων, καθώς και όλων των Ενδιαφερόμενων Μερών. Αναγνωρίζοντας τη σημασία της Εταιρικής Διακυβέρνησης, η ακόλουθη πολιτική του ΟΤΕ ευθυγραμμίζεται με τα διεθνή πρότυπα και έχει διαρθρωθεί με γνώμονα τα εξής:

- Τους Φορείς Διαχείρισης (Διοικητικό Συμβούλιο, Διευθύνων Σύμβουλος και Γενική Συνέλευση Μετόχων)
- Την Επιτροπή Ελέγχου, η οποία επικουρεί το Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ.) στην εκτέλεση των εποπτικών του καθηκόντων, στη σύνταξη οικονομικών εκθέσεων και στην πραγματοποίηση εσωτερικών ελέγχων
- Το Σύστημα Διαχείρισης Συμμόρφωσης (Compliance Management System – CMS) με τους νομικούς και τους εσωτερικούς κανονισμούς που συστάθηκε τον Ιούλιο του 2009
- Τις Διαδικασίες Ελέγχου που διασφαλίζουν την αξιοπιστία της Εταιρίας και την αποτροπή της απάτης (π.χ. Κώδικας Επιχειρηματικής Συμπεριφοράς και Δεοντολογίας)
- Την πολιτική καταγγελιών, η οποία αποτελεί τόσο προληπτικό μέτρο εξουδετέρωσης, όσο και μέσο εντοπισμού της απάτης.

Το Σεπτέμβριο του 2010 θεσπίστηκε ο Ν. 3873/2010, ο οποίος καλεί τις εισηγμένες ελληνικές εταιρείες να δημοσιοποιούν σε ετήσια βάση πληροφορίες για τις αρχές και τις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζουν. Ο Νόμος εισάγει την υποχρέωση σύνταξης Δήλωσης Εταιρικής Διακυβέρνησης, η οποία περιλαμβάνεται στην Έκθεση Διαχείρισης του Διοικητικού Συμβουλίου και περιέχει συγκεκριμένα πληροφοριακά στοιχεία, όπως είναι η αναφορά στον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης. Σε εφαρμογή του ανωτέρω νόμου, ο ΟΤΕ συμμορφώνεται με τις ειδικές πρακτικές που προβλέπει ο Κανονισμός του Συνδέσμου Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών για τις Εισηγμένες Εταιρείες.

Οι παρακάτω άξονες συνθέτουν το Σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΟΤΕ



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ & ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΟΥ ΘΕΜΑΤΟΣ

5.1 Συμπεράσματα και προτάσεις για περαιτέρω διερεύνηση του θέματος.

Η παρούσα πτυχιακή Εργασία παρουσιάζει το θέμα τόσο σε διεθνές επίπεδο όσο και στην ελληνική πραγματικότητα. Κίνητρο για την ενασχόληση και την εφαρμογή της Εταιρικής Διακυβέρνησης απο την πλευρά των επιχειρήσεων ήταν τα οικονομικά σκάνδαλα και οι διαστρεβλώσεις των λογιστικών απεικονίσεων που έχουν παρατηρηθεί τα τελευταία χρόνια. Επιπλέον, η Εταιρική Διακυβέρνηση ως έννοια έχει αποτελέσει αντικείμενο ποικίλου σχολιασμού και διαμάχης μεταξύ των ερευνητών. Πολλές έρευνες έχουν γίνει σε επιχειρήσεις που εδρεύουν κυρίως στο Ηνωμένο Βασίλειο και στις Η.Π.Α, κάποιες απο αυτές παρατίθενται και σε αυτή την εργασία. Στην χώρα μας οι έρευνες βρίσκονται ακόμα σε πρώιμο στάδιο.

Αρχικά, παρουσιάζονται διαφοροί ορισμοί και έννοιες της Εταιρικής Διακυβέρνησης που έχουν διατυπωθεί κατα καιρούς απο διάφορους ερευνητές. Παρακάτω, παρουσιάζεται η ιστορική εξέλιξη της Εταιρικής Διακυβέρνησης και γεγονότα τα οποία αποτέλεσαν την αφετηρία για τον προσδιορισμό, την εξέλιξη και την εφαρμογή της Εταιρικής Διακυβέρνησης σε διάφορες χώρες. Στην συνέχεια, αναφέρονται οι Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης, οι οποίες δημοσιεύτηκαν απο τον ΟΟΣΑ το 1999 και αναδημοσιεύτηκαν το 2004 με μικρές αλλα πολύ σημαντικές αλλαγές λόγω των εξελίξεων στον επιχειρηματικό τομέα. Επίσης, αναπτύσσονται τρόποι αντιμετώπισης του προβλήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Και στο τέλος, γίνεται μία αναφορά στην εξέλιξη της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα, στο κατα πόσο εφαρμόζεται, στο ισχύον νομικό πλαίσιο και παρουσιάζονται και κάποιες σχετικά πρόσφατες μελέτες για την συμμόρφωση των ελληνικών επιχειρήσεων όσον αφορά την εφαρμογή των αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Τα βασικά συμπεράσματα στα οποία καταλήγουμε με βάση την βιβλιογραφική έρευνα, ξένη και ελληνική, και τις πρακτικές έρευνες που διεξήχθησαν στον διεθνή χώρο και στην Ελλάδα, παρατίθενται παρακάτω.

Η Εταιρική Διακυβέρνηση αποτέλεσε ένα σημαντικό αντικείμενο διερεύνησης και εφαρμογής κυρίως λόγω κερδοσκοπικών επεισοδίων στις κεφαλαιαγορές και στην εμφάνιση επιχειρηματικών σκανδάλων. Ο κύριος στόχος της διακυβέρνησης είναι η ενίσχυση της διαφάνειας, η έγκαιρη και έγκυρη ενημέρωση και δημοσιοποίηση πληροφοριών και η σωστή και αποτελεσματική λειτουργία του Διοικητικού Συμβουλίου. Όλα αυτά καταλήγουν στο ότι θα πρέπει σε κάθε επιχείρηση να διασφαλίζεται ότι η εκτελεστική δύναμη (Διοικητικό Συμβούλιο) επιτελεί αποτελεσματικά το έργο της με προταρχικό στόχο την μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρίας. Σε δεύτερο επίπεδο, η Εταιρική Διακυβέρνηση και οι αρχές της θα πρέπει να εξασφαλίζουν την κατάρτιση αξιόπιστων λογιστικών καταστάσεων, αξιόπιστους και αποτελεσματικούς ελέγχους και την εξομάλυνση των σχέσεων μεταξύ των μετόχων, των μάνατζερ, και της Διοίκησης.

Ένα άλλο θέμα που σχετίζεται με την Εταιρική Διακυβέρνηση είναι αν η εφαρμογή της θα πρέπει να είναι στα πλαίσια της υποχρεωτικής επιβολής ή στα πλαίσια της εθελοντικής προσαρμογής. Σε πρώτη φάση, η επιτροπή διατυπώνει ένα κώδικα διακυβέρνησης που έχει εθελοντικό χαρακτήρα. Συνήθως, όμως μετά από ένα χρονικό διάστημα οι αρμόδιες αρχές προβαίνουν στην υποχρεωτική ρύθμιση της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Αυτό γίνεται γιατί έτσι ενισχύονται τα δικαιώματα των μετόχων, ενώ παράλληλα η υποχρεωτική ρύθμιση λειτουργεί προληπτικά για την έγκαιρη εύρεση και αντιμετώπιση προβλημάτων και δυσλειτουργιών.

Ένα άλλο βασικό ζήτημα, σχετικό με την διακυβέρνηση, είναι η αξιολόγηση του επιπέδου της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Οι δυσκολίες όσον αφορά τη αξιολόγηση εστιάζονται κυρίως στην ποσοτικοποίηση των ποιοτικών χαρακτηριστικών και παραμέτρων. Διάφορα ερωτήματα ανακύπτουν για τις διαδικασίες συλλογής και επεξεργασίας των δεδομένων Εταιρικής Διακυβέρνησης και για τον τρόπο διαχείρισης των τελικών αξιολογήσεων.

Από έρευνες που έχουν γίνει κυρίως στον διεθνή χώρο, αποδεικνύεται ότι επιχειρήσεις με υψηλότερη αξιολόγηση Εταιρικής Διακυβέρνησης προσελκύουν περισσότερους επενδυτές. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την ισχυροποίηση της επιχείρησης στην παγκόσμια οικονομία. Η Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί σημαντικό στοιχείο για το κτίσιμο μιας σχέσης εμπιστοσύνης μεταξύ επενδυτών και επιχειρήσεων.

Στην Ελλάδα η Εταιρική Διακυβέρνηση βρίσκεται ακόμα σε πρώιμο στάδιο. Οι συγκρούσεις των συμφερόντων, κυρίως παρατηρούνται μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων και όχι μεταξύ μετόχων και Διοικητικού Συμβουλίου, όπως είναι το σύνηθες. Οι περισσότερες ελληνικές επιχειρήσεις είναι οικογενειακές και αυτός είναι ο λόγος που η σύγκρουση συμφερόντων εμφανίζεται μεταξύ των μετόχων. Η συγκέντρωση της εξουσίας είναι στα χέρια των μεγαλομετόχων και οι αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτελούν εμπόδιο στην διατήρηση αυτής της κατάστασης. Οι αρχές ενισχύουν τα δικαιώματα των μικρομετόχων οι οποίοι με τη σειρά τους έχουν και σημαντικότερο ρόλο στο Διοικητικό Συμβούλιο.

Απο τη νομοθετική πλευρά, εφρμόζεται ο νόμος Ν.3016/2002 όσον αφορά τις εισηγμένες, στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών , εταιρίες. Οι εταιρίες αυτές ακολουθούν το νόμο πιστά, χωρίς όμως να εφαρμόζουν ειλικρινά τις αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Το ερώτημα αρκείται στο αν εφρμόζεται απο τις επιχειρήσεις η Εταιρική Διακυβέρνηση. Οι επιχειρήσεις, ωστόσο, υψηλής κεφαλαιοποίησης, παρουσιάζουν ικανοποιητικότερη πορεία σε σύγκριση με επιχειρήσεις μεσαίας και χαμηλής κεφαλαιοποίησης.

Στη παρούσα φάση οι περισσότερες έρευνες επικεντρώνεται γύρω απο τις επιχειρήσεις που εδρεύουν στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπου εφαρμόζεται και το αγγλοσαξονικό σύστημα αξιολόγησης της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Αυτό το σύστημα, όμως, μπορεί να μην είναι κατάλληλο να εφαρμοστεί σε άλλες χώρες με διαφορετικές συνθήκες, είτε οικονομικές, είτε νομικές, είτε εθιμικές. Οι μελλοντικές έρευνες θα πρέπει να περιέχουν μια μεγάλη ποικιλία επιχειρήσεων απο διάφορες κεφαλαιαγορές και διάφορες χώρες, όχι μόνο τις Η.Π.Α. και το Ηνωμένο Βασίλειο. Καθώς θα μεγαλώνει ο αριθμός των πρακτικών ερευνών και των θεωρητικών μελετών, θετικό θα είναι να υπάρξει μία γενική θεώρηση για την Εταιρική Διακυβέρνηση.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

- Ν. Γ. Τραυλός, «Εταιρική Διακυβέρνηση: Έννοιες και Εμπειρικά Πορίσματα», Οικονομικός Ταχυδρόμος, 1/2/2003.
- Becht M., Bolton P. and Roell A., "*Corporate Governance and Control*" (October 2002). ECGI - Finance Working Paper No. 02/2002., <http://www.ecgi.org/>
- European Corporate Governance Institute, finance working papers, <http://www.ecgi.org/>
- Biais, B., And E. Perotti, 2000, *Machiavellian Privatization*, American Economic Review
- Report on the Financial Aspects of Corporate Governance (With the Code of Best Practice), Gee and Co. Ltd. London, 1992
- J. Dahya, J. McConnell & N.G. Travlos, "The Cadbury Committee, corporate performance, and top management turnover", *Journal Of Finance*, LVII/1, 2002,
- Ελληνικά Χρηματιστήρια ΑΕ, <http://www.helex.gr/>
- Εθνική Τράπεζα Ελλάδος, <http://www.nbg.gr/>
- Alpha Bank, <http://www.alpha.gr/>
- Τράπεζα Πειραιώς, <http://www.piraeusbank.gr/>
- EFG Eurobank, <http://www.eurobank.gr/>
- ATE bank, <http://www.atobank.gr/>
- Αναλογιστική Μελέτη για το ΙΚΑ-ΕΤΑΜ, Ινστιτούτο Εργασίας / ΓΣΕΕ – Α.Ε.Υ, Αθήνα 2005
- Γενική Γραμματεία Κοινωνικών Ασφαλίσεων, Υπουργείο Απασχόλησης & Κοινωνικής Προστασίας (<http://www.ggka.gr>)
- Δούκας, Π. (2006) Κριτήρια για την αξιολόγηση του .οικητικού Συμβουλίου, Τα Νέα, φυλ. 3
- Εθνική Αναλογιστική Αρχή, Επίσημος Ιστοτόπος, (<http://www.eaa.gr>)
- Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης (2007) Επιθεώρηση Ελληνικού Παρατηρητηρίου Εταιρικής Διακυβέρνησης, Τεύχος 1 (www.sev.org.gr)

- Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα (1999) Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την Ενίσχυση της Αποτελεσματικότητας και του Ανταγωνιστικού Μετασχηματισμού, Αθήνα
- ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ, Έννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης, των Μ.Ξανθάκη, Λ.Τσιπούρη και Λ.Σπανού - Κέντρο Μελετών και Εκπαίδευσης Χρηματοοικονομικής Εθνικό και Καποδιστριακό Πανεπιστήμιο Αθηνών (Εκδόσεις Παπαζήση ΑΕΒΕ)
- Εφημερίδα, Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, <http://www.naftemporiki.gr>
- Καραγιάννης, Α. (2006) Εταιρική Διακυβέρνηση και ΔΕΚΟ, Οικονομικά Χρονικά, 134, pp. 34-37
- Μέκος, Κ., Ζ. (2003) Η Εταιρική Διακυβέρνηση: Όψεις του προβλήματος και πιθανές απαντήσεις. Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Αντ. Σταμούλη
- Μέτοχος & Επενδύσεις (2007) Ένθετο για την Εταιρική Διακυβέρνηση, Τεύχος 483
- Μούζουλας, Σ. (2003) Ο Ν.3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση: κατ' άρθρο ερμηνεία, αξιολόγηση από τη σκοπιά των θεσμικών επενδυτών. Εκδόσεις Σάκκουλα
- Νόμος 3016/2002 (ΦΕΚ 110 Α/17-5-2002): Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις.
- Πέτρουλας Π., Ρομπόλης Σ., Ξυδέας Ε., Χλέτσος Μ.: Η Κοινωνική Ασφάλιση στην Ελλάδα – Η περίπτωση του ΙΚΑ, Σειρά Μελέτες, Ινστιτούτο Εργασίας / ΓΣΕΕ, Αθήνα 1993
- ΣΕΙΣΕΤ, Σύνδεσμος Εισηγμένων Εταιρειών ΧΑΑ, <http://www.seiset.gr>
- Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, <http://www.ase.gr>