

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ

**ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ
ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΤΙΤΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΠΤΩΧΕΥΣΗ:

ΘΕΩΡΙΑ ΚΑΙ ΠΡΑΞΗ ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ

ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Επιβλέπων καθηγητής

Κος ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΠΑΠΑΔΟΠΟΥΛΟΣ

2009

ΜΑΡΙΑ Ι. ΠΟΛΟΥ

E- mail: mbaex0720.uom.gr

ΕΙΣΑΓΩΓΗ – ΣΥΝΟΨΗ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**1^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ****ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΥΣΠΡΑΓΙΑ-ΠΤΩΧΕΥΣΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ**

(η έννοια, η σημασία της και τα συστατικά της στοιχεία ως μέσο πρόληψης της πτώχευσης)

1.1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις.....	1
1.2. Οικονομική ή χρηματοοικονομική Δυσπραγία.....	2
1.3. Πτώχευση.....	6
1.4.Εταιρική Διακυβέρνηση	
1.4.1. Η έννοια και η σημασία της.....	8
1.4.2.Οι λόγοι που καθιστούν την Ε.Δ. ιδιαίτερα σημαντική.....	12
1.4.3.Εταιρική Διακυβέρνηση και εμπλεκόμενες ομάδες.....	12
1.4.4.Εταιρική Διακυβέρνηση και ιεραρχία.....	15
1.4.5.Τα συστατικά στοιχεία της Ε.Δ. και η σχέση τους με την πιθανότητα οικονομικής δυσπραγίας ή πτώχευσης μιας επιχείρησης	
1.4.5.α. Δικαιώματα των μετόχων.....	18
1.4.5.β. διαφάνεια.....	20
1.4.5.γ. Διοικητικό Συμβούλιο.....	21
1.4.5.δ. Διευθύνων Σύμβουλος και Εκτελεστική Διοίκηση.....	28
1.4.5.ε. Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη και σχέση με τους έχοντες Νόμιμα συμφέροντα από την εταιρία (stakeholders).....	29
1.4.6.Εταιρική Διακυβέρνηση και οικονομικές καταστάσεις.....	30

2^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΥΣΠΡΑΓΙΑ – ΠΤΩΧΕΥΣΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ (βάσει ερευνών που αναφέρονται στη συνημμένη βιβλιογραφία)

2.1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις.....	32
2.2.Σχέση Ε.Δ. και Πτώχευσης – Γενικές παρατηρήσεις.....	33
2.3.Παράθεση αποτελεσμάτων από ειδικές μελέτες που αναφέρονται Στη βιβλιογραφία και αφορούν στη σχέση Ε.Δ. και οικονομικής δυσπραγίας.....	38
2.4.Σημαντικά οικονομικά σκάνδαλα που έλαβαν χώρα και οδήγησαν Σε πτώχευση μεγάλων εταιριών και η σχέση τους με την Ε.Δ.....	42
2.4.1. Η περίπτωση της Enron.....	42
2.4.2. Η περίπτωση της WorldCom.....	43

2.4.3. Η περίπτωση της Parmalat.....	45
2.4.4. Συμπεράσματα.....	48
2.5. Πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση και η σχέση της με την Εταιρική Διακυβέρνηση.....	49

3^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΝΟΜΙΚΟ – ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΠΕΡΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ ΣΕ ΔΙΕΘΝΕΣ ΕΠΙΠΕΔΟ (μεταρρυθμίσεις που έλαβαν χώρα τα τελευταία χρόνια)

3.1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις.....	51
3.2. Νομικό – Θεσμικό πλαίσιο περί Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	52
3.2.1. Ηνωμένες Πολιτείες.....	53
3.2.2. Ηνωμένο Βασίλειο.....	56
3.2.3. Ευρωπαϊκή Ένωση.....	58
3.3. Πτώχευση και νομική προστασία των εμπλεκόμενων.....	59

4^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΔΟΜΕΣ, ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΚΑΙ ΣΧΕΣΗ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ – ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΠΟΥ ΕΛΑΒΑΝ ΧΩΡΑ ΤΑ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΧΡΟΝΙΑ ΣΤΟ ΝΟΜΙΚΟ – ΘΕΣΜΙΚΟ ΤΟΥΣ ΠΛΑΙΣΙΟ

4.1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις.....	65
4.2. Διαχρονική εξέλιξη της Ε.Δ. στην Ελλάδα και οι λόγοι που οδήγησαν στην αναθεώρησή της.....	66
4.3. Ιδιοκτησιακή δομή των επιχειρήσεων στην Ελλάδα και η σχέση της με την Εταιρική Διακυβέρνηση.....	69
4.4. Αξιολόγηση της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα (συστήματα βαθμολόγησης βάσει ερευνών).....	73
4.5. Εξέλιξη και αξιολόγηση του θεσμικού – νομικού πλαισίου Ε.Δ. στην Ελλάδα, ως μέσο πρόληψης της οικονομικής αδυναμίας ή Πτώχευσης (αφορά κυρίως στις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Εταιρίες, τον τραπεζικό και ασφαλιστικό κλάδο)	
4.5.1. Αρχές Ε.Δ. (πρώτος εθελοντικός κώδικας).....	77
4.5.2. Νόμος 3016/2002 (πρώτος νόμος περί Ε.Δ. στην Ελλάδα για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες).....	80
4.5.3. Λοιπή νομοθεσία για την προστασία των επενδυτών στην Ελλάδα.....	83
4.5.4. Θεσμικό πλαίσιο για τον τραπεζικό κλάδο.....	84
4.5.5. Θεσμικό πλαίσιο για τις ασφαλιστικές εταιρίες.....	88

4.6. Εξέλιξη και αξιολόγηση του Πτωχευτικού Δικαίου στην Ελλάδα και η σχέση του με την Ε.Δ. και την προστασία των εμπλεκομένων	
4.6.1. Ο νέος Πτωχευτικός Κώδικας 3588/2007.....	89
4.6.2. Αξιολόγηση του νόμου – προστασία των μετόχων και των Λοιπών εμπλεκομένων.....	97
4.7. Σχέση Ε.Δ. και Πτώχευσης στην Ελλάδα.....	101

5^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	104
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	109

ΕΙΣΑΓΩΓΗ – ΣΥΝΟΨΗ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Σκοπό της παρούσας εργασίας αποτελεί η ανάλυση της σχέσης μεταξύ της οικονομικής δυσπραγίας (financial distress) ή πτώχευσης (bankruptcy) μιας επιχείρησης και της ακολουθούμενης από αυτήν Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Ειδικότερα, θα αναζητηθούν εκείνα τα επιμέρους στοιχεία των διαφόρων δομών και τμημάτων της Εταιρικής Διακυβέρνησης που σύμφωνα με τα ιστορικά στοιχεία των τελευταίων δεκαετιών και τη σχετική βιβλιογραφία που έχει αναπτυχθεί, φαίνεται να συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με την οικονομική κατάρρευση μιας επιχείρησης, ή λειτουργούν ως μέσο πρόληψης ή αντιμετώπισής της.

Επίσης, θα γίνει προσπάθεια ανάλυσης και αξιολόγησης των εξελίξεων στο θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο κυρίως της Ελλάδας, αλλά και του εξωτερικού, που συνδέονται με την αναγκαιότητα βελτίωσης τόσο των δομών διακυβέρνησης, όσο και του ακολουθούμενου πτωχευτικού δικαίου, με κύριο στόχο πάντα την καλύτερη διασφάλιση των συμφερόντων όλων εκείνων που έχουν έννομο συμφέρον και την αποτελεσματικότερη λειτουργία των αγορών.

1ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΥΣΠΡΑΓΙΑ – ΠΤΩΧΕΥΣΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ (Η ΈΝΝΟΙΑ, Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΚΑΙ ΤΑ ΣΥΣΤΑΤΙΚΑ ΤΗΣ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΩΣ ΜΕΣΟ ΠΡΟΛΗΨΗΣ ΤΗΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ)

1.1. Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση της σχέσης ανάμεσα στην Οικονομική Δυσπραγία, την Πτώχευση και την Εταιρική Διακυβέρνηση, απαραίτητη προϋπόθεση είναι η ανάλυση και κατανόηση των εννοιών των επιμέρους στοιχείων αυτής της σχέσης.

Ειδικότερα, στο κεφάλαιο αυτό θα αναλυθούν:

- Η έννοια της οικονομικής δυσπραγίας μιας επιχείρησης και οι παράγοντες τόσο από το εσωτερικό (οργανωτική δομή, στόχοι – αποστολή, κ.α.), όσο και από το εξωτερικό μικροοικονομικό (αγοραστική δύναμη προμηθευτών και αγοραστών, κ.α.) και μακροοικονομικό (οικονομικό, πολιτικό, κ.α.) περιβάλλον της που μπορεί να οδηγήσουν σε αυτήν.

- Η έννοια, οι κατηγορίες (εθελοντική ή υποχρεωτική) και συνοπτικά οι διαδικασίες της Πτώχευσης (ρευστοποίηση της επιχείρησης, ή εφαρμογή σχεδίου αναδιοργάνωσης).

- Η έννοια και η σημασία της Εταιρικής Διακυβέρνησης για την πορεία μιας επιχείρησης και την προστασία των δικαιωμάτων όλων των εμπλεκόμενων με αυτήν μερών, καθώς και τα συστατικά της στοιχεία (δικαιώματα των μετόχων, Διοικητικό Συμβούλιο, κ.α.) και η σχέση τους με τις πιθανότητες οικονομικής αδυναμίας ή πτώχευσης.

1.2. Οικονομική ή χρηματοοικονομική Δυσπραγία

Η οικονομική δυσπραγία προηγείται της Πτώχευσης και είναι η κατάσταση κατά την οποία εισέρχεται μια επιχείρηση όταν αντιμετωπίζει προβλήματα ρευστότητας και δεν δύναται πλέον να αποπληρώσει ομαλά τις υποχρεώσεις της (Elloumi & Gueyie, 2001).

Σημειώνεται, ωστόσο, ότι η οικονομική δυσπραγία μπορεί να μην οδηγήσει σε Πτώχευση, καθώς υπάρχει το ενδεχόμενο η επιχείρηση να καταφέρει να αντιμετωπίσει την κρίση αποτελεσματικά και να ανακάμψει.

Η οικονομική δυσπραγία είναι αποτέλεσμα πολλών παραγόντων, τόσο από το εσωτερικό όσο και από το εξωτερικό μικροοικονομικό και μακροοικονομικό περιβάλλον της επιχείρησης, οι οποίοι θα αναφερθούν επιγραμματικά παρακάτω.

Η SWOT analysis αποτελεί ένα χρήσιμο εργαλείο για την αξιολόγηση της παρούσας θέσης μιας επιχείρησης στην αγορά και τον σχεδιασμό της Στρατηγικής της. Για τη σύνθεσή της χρησιμοποιούνται οι προαναφερθέντες παράγοντες του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης, που είναι οι εξής (Παπαδάκης, 2007):

Εξωτερικοί παράγοντες μακροοικονομικού περιβάλλοντος

- Πολιτικό - νομικό περιβάλλον (π.χ. νομοθεσία για την προστασία του περιβάλλοντος, φορολογία, ειδικά κίνητρα, κανονισμοί εξωτερικού εμπορίου, Νομοθεσία της Ε.Ε.,

νόμοι για τις προσλήψεις και τις προαγωγές, επηρεάζουν αρνητικά ή θετικά το κόστος της επιχείρησης).

- Οικονομικό περιβάλλον (π.χ. ακαθάριστο εθνικό προϊόν, επιτόκια, προσφορά χρήματος, πληθωριστικές πιέσεις, έλεγχοι μισθών, υποτίμηση – ανατίμηση, κόστος ενέργειας, κ.α.).
- Κοινωνικό - πολιτιστικό περιβάλλον (π.χ. αλλαγές στον τρόπο ζωής – Lifestyle trends, Μετακινήσεις πληθυσμών, Εθνικοί και θρησκευτικοί παράγοντες, Διαφήμιση, μόδα και νέα πρότυπα, κ.α.)
- Τεχνολογικό περιβάλλον (π.χ. Εθνική δαπάνη για έρευνα και ανάπτυξη, προστασία ευρεσιτεχνιών, τεχνολογία της πληροφορίας και της επικοινωνίας, νομοθετικό πλαίσιο γύρω από την τεχνολογία, κ.α.).
- Παγκόσμιο περιβάλλον (Νέες διεθνείς αγορές, αλλαγές σε υφιστάμενες αγορές, διεθνή χαρακτηριστικά αγορών, κ.α.)

Εξωτερικοί παράγοντες μικροοικονομικού περιβάλλοντος (η ανάλυση αυτή μπορεί να βοηθηθεί από το υπόδειγμα των 5 δυνάμεων του Porter)

- Η απειλή εισόδου νέων επιχειρήσεων, η οποία ενδεχομένως να οδηγήσει σε αύξηση του ανταγωνισμού και μείωση του μεριδίου της αγοράς.
- Η διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών της επιχείρησης, η οποία εξαρτάται από τον αριθμό τους, το μέγεθος του αγοραστή, το βαθμό διαφοροποίησης των

προϊόντων του προμηθευτή, κ.α., παίζει σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση των αποτελεσμάτων της επιχείρησης, ιδίως στις περιπτώσεις που η α' ύλη αντιπροσωπεύει σημαντικό ποσοστό του συνολικού κόστους.

- Η διαπραγματευτική δύναμη των αγοραστών της επιχείρησης, η οποία εξαρτάται από το μέγεθος του αγοραστή, τον αριθμό των προμηθευτών, κ.α., μπορεί να αναγκάσει την επιχείρηση σε μείωση τιμών ή βελτίωση της ποιότητας.
- Η απειλή από υποκατάστατα προϊόντα, η οποία καθορίζει το βαθμό του ανταγωνισμού μεταξύ των επιχειρήσεων.
- Η ένταση του ανταγωνισμού ανάμεσα στις ήδη υπάρχουσες επιχειρήσεις του κλάδου, η οποία επηρεάζει και το βαθμό ευαισθησίας της μιας σε ενδεχόμενες αλλαγές πολιτικής από τις άλλες.

Εσωτερικοί Παράγοντες

- Στόχοι – αποστολή (αφορούν στο λόγο ύπαρξης της επιχείρησης, στο που θέλει να φθάσει, στις εσωτερικές αξίες, στην αξιολόγηση και θέσπιση της στρατηγικής)
- Οργανωτική Δομή (π.χ. υπερβολική συγκέντρωση εξουσίας μπορεί να οδηγήσει στην όχι έγκαιρη λήψη αποφάσεων, ή υπερβολική αποκέντρωση μπορεί να οδηγήσει σε υψηλότερο κόστος)
- Πηγές χρηματοδότησης (π.χ. Υψηλός δανεισμός σε περίοδο περιορισμένων λειτουργικών κερδών δημιουργεί

υψηλό κόστος που επιβαρύνει το cash flow της επιχείρησης)

- Marketing (π.χ. Ύπαρξη ή έλλειψη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, γνώση των αναγκών των πελατών, κύκλος ζωής του προϊόντος)
- Παραγωγικές διαδικασίες (π.χ. πρόβλημα χαμηλής παραγωγικότητας, αδυναμία προσέλκυσης ικανών εργαζομένων, προβλήματα ποιότητας)
- Έρευνα και ανάπτυξη (π.χ. αποτυχία στην επένδυση της ανάπτυξης αποτελεί λόγο κατάρρευσης μιας επιχείρησης)
- Ανθρώπινο δυναμικό (π.χ. προβλήματα μη ικανού ή υπεράριθμου προσωπικού, κ.α.)
- Συστήματα και διαδικασίες (π.χ. η έλλειψη των εσωτερικών ελέγχων, οικονομικών και άλλων μπορεί να οδηγήσουν σε ζημιογόνα αποτελέσματα).

Όπως φαίνεται από όσα προαναφέρθηκαν, οι παράγοντες που συνδέονται με τη θετική ή αρνητική πορεία μιας επιχείρησης είναι πάρα πολλοί, και η αλληλεπίδρασή τους έχει καθοριστική σημασία στη διαμόρφωση της στρατηγικής της, αλλά και της πορείας της. Ωστόσο στην παρούσα μελέτη θα επικεντρώσουμε την ανάλυσή μας αποκλειστικά στη σχέση που μπορεί να υπάρχει ανάμεσα στην οικονομική αδυναμία και τις εταιρικές δομές διακυβέρνησης, οι οποίες όπως φαίνεται συνδέονται άμεσα ή επηρεάζονται από τους παράγοντες που προαναφέρθηκαν.

1.3. Πτώχευση

Πτώχευση είναι η κατάσταση στην οποία εισέρχεται μία εταιρία κατά την οποία καθίσταται αδύνατη η αποπληρωμή των υποχρεώσεών της, με τις τελευταίες να ξεπερνούν την περιουσία της. Υπάρχουν δύο κατηγορίες πτώχευσης:

- α) Η υποχρεωτική πτώχευση, στην περίπτωση που ένας ή περισσότεροι πιστωτές εγείρουν αγωγή κατά του υπόχρεου, και
- β) Η εθελοντική πτώχευση, όταν ο υπόχρεος επικαλείται αδυναμία να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις του.

Και στις δύο περιπτώσεις, η λύση δίνεται από το αρμόδιο δικαστήριο και αυτή μπορεί να αφορά είτε σε αναδιοργάνωση του χρονοδιαγράμματος αποπληρωμής των χρεών ή σε ρευστοποίηση της περιουσίας της προκειμένου να ικανοποιηθούν άμεσα οι πιστωτές.

Σύμφωνα με έρευνα που έχει διεξαχθεί σχετικά με την εφαρμοζόμενη νομοθεσία πτώχευσης σε 37 χώρες (Igora Klapper, World Bank), προκύπτει ότι όπου υπάρχει ισχυρή προστασία των επενδυτών και νομοθετική αποτελεσματικότητα, αυξάνεται η πιθανότητα απόφασης της πτώχευσης, που σημαίνει ότι οι πιστωτές είναι πολύ πιο πιθανό να αποδεχτούν το κόστος μιας πτώχευσης, προκειμένου να αντιμετωπιστεί η οικονομική δυσπραγία εφόσον υπάρχουν δυνατές και αποτελεσματικές διαδικασίες.

Όπως προαναφέρθηκε και περιλαμβάνεται στα νομοθετικά πλαίσια τόσο της χώρας μας (Νέος Πτωχευτικός Κώδικας 3588/07 - αναλύεται σε επόμενο κεφάλαιο της παρούσας

εργασίας) όσο και του εξωτερικού, ο όρος <πτώχευση> μπορεί να μη συνδέεται μόνο με την ρευστοποίηση της περιουσίας αλλά και με ένα Στρατηγικό σχέδιο αναδιοργάνωσης της επιχείρησης όταν είναι προ των πυλών η οικονομική αδυναμία (Pearce and Dilullo, 1998).

Η εναλλακτική αυτή λύση κρίνεται χρήσιμη πολλές φορές για το λόγο ότι στην περίπτωση της αναγκαστικής ρευστοποίησης της περιουσίας, αυτή μπορεί να μην είναι αρκετή για την ικανοποίηση όλων των πιστωτών, ενώ αν εφαρμοστεί ένα σχέδιο αναδιοργάνωσης της επιχείρησης, με τη σύμφωνη βέβαια γνώμη του νόμου και των πιστωτών που θα περιλαμβάνει και αναδιάρθρωση των υποχρεώσεών τους από αυτήν, η εταιρία μπορεί να ανακάμψει και από την κερδοφορία της να ικανοποιηθούν πλήρως όλες οι υποχρεώσεις της.

Οπωσδήποτε, αυτό θα πρέπει να γίνει εφόσον υπάρχουν θετικές προοπτικές και κατόπιν ανάλυσης όλων των δεδομένων προκειμένου να εξαχθούν ασφαλείς προβλέψεις για την επιτυχημένη έκβασή του σχεδίου αναδιοργάνωσης.

Για το λόγο αυτό, όπως θα αναφερθεί και παρακάτω υπάρχουν ασφαλιστικές δικλείδες στους πτωχευτικούς κώδικες προκειμένου να προστατεύονται και τα δύο μέρη στις περιπτώσεις αυτές.

1.4. Εταιρική Διακυβέρνηση

1.4.1. Η έννοια και η σημασία της

Με τον όρο Εταιρική Διακυβέρνηση (Corporate Governance), σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, εννοούμε το σύνολο των δομών και συστημάτων εσωτερικού ελέγχου μιας επιχείρησης μέσω των οποίων οι managers καθίστανται υπεύθυνοι απέναντι σε όλους όσους έχουν έννομο συμφέρον από αυτήν.

Ειδικότερα εξειδικεύει τη διάρθρωση των δικαιωμάτων και υποχρεώσεων μεταξύ των διαφορετικών συμμετεχόντων σε μια εταιρία, όπως είναι το Διοικητικό Συμβούλιο, τα ανώτατα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη, οι μέτοχοι και οι άλλοι ενδιαφερόμενοι μέσα και έξω από την επιχείρηση (Stakeholders).

Όπως θα δούμε και παρακάτω, η σωστή ή όχι διάρθρωση των δομών αυτών μπορεί να αποτελέσει τη σωτηρία της επιχείρησης σε περιόδους οικονομικής αδυναμίας και το μέσον αποφυγής μιας οικονομικής κατάρρευσης ή αντίθετα να είναι αυτή που θα την προκαλέσει.

Η ακαδημαϊκή της μελέτη ξεπερνά τους παραπάνω ορισμούς και περιλαμβάνει ένα μηχανισμό για αλλαγές στην ιδιοκτησία και το Management, καθώς και τα κίνητρα στις κεφαλαιαγορές για τέτοιες αλλαγές. Τα κίνητρα αυτά βασίζονται στην ανάγκη για εξωτερική χρηματοδότηση από τράπεζες και αγορές κεφαλαίων, η διαθεσιμότητα των οποίων αποτελεί ένα παράγοντα κλειδί για την εταιρική διακυβέρνηση.

Θα πρέπει βέβαια να σημειωθεί ότι τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης διαφέρουν από χώρα σε χώρα. Οι κανόνες και οι πρακτικές που αναπτύσσονται, εξαρτώνται από το ευρύτερο νομικό και πολιτικό περιβάλλον και για το λόγο αυτό η αξιολόγηση του κάθε συστήματος εξαρτάται και από το ευρύτερο σύστημα στο οποίο αναπτύσσεται (Mallin, Mullineux, Whiborg, 2005).

Όπως γίνεται αντιληπτό, ο ρόλος της εταιρικής διακυβέρνησης συνδέεται άμεσα με τη δημιουργία αξίας για τους μετόχους μιας επιχείρησης, μέρος της οποίας αποτελεί και η αποτελεσματική αντιμετώπιση περιόδων οικονομικής αδυναμίας, γεγονός που την καθιστά ιδιαίτερα σημαντική.

Η Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί διεθνώς προτεραιότητα για τους επενδυτές στις κεφαλαιαγορές τις τελευταίες δεκαετίες, ενώ ενισχύεται σταδιακά η εκτίμηση ότι υπάρχει θετική συσχέτιση του βαθμού συμμόρφωσης μιας επιχείρησης προς τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης με την αξία της επιχείρησης και την τιμή διαπραγμάτευσης της μετοχής της (Ξανθάκης, Τσιπούρη, Σπανός, 2003).

Η παγκοσμιοποίηση και η κινητικότητα στις αγορές κεφαλαίου έχει αυξήσει τις δυνητικές πηγές άντλησης κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις. Από την άλλη πλευρά οι θεσμικοί επενδυτές αναζητούν σε διεθνές επίπεδο εταιρίες αποδοτικές και με καλές πρακτικές διακυβέρνησης προκειμένου να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους με μικρότερο κίνδυνο.

Η διακυβέρνηση μιας επιχείρησης ασκείται ουσιαστικά από το Διοικητικό της Συμβούλιο, το οποίο έχει ως βασικό στόχο την εκπλήρωση των προσδοκιών και στόχων των δικαιούχων της.

Ωστόσο, το ποιοι είναι οι δικαιούχοι υπόκειται σε διαφοροποίηση, καθώς, σύμφωνα με τα δύο διαφορετικά μοντέλα που έχουν αναπτυχθεί, σε κάποιες περιπτώσεις βασικοί δικαιούχοι θεωρούνται μόνο οι μέτοχοι, ενώ σε άλλες ως δικαιούχοι νοούνται όσοι περιλαμβάνονται σε μια ευρύτερη βάση εμπλεκόμενων και εξαρτημένων μέσα ή έξω από την επιχείρηση (εργαζόμενοι, πιστωτές, κ.α.) (Gerry Johnson, Kevan Scholes, Richard Whittington, 2008).

Στην πρώτη περίπτωση έχουμε να κάνουμε με το λεγόμενο <Shareholder model of governance> και στη δεύτερη με το <Stakeholder model of governance>. Χαρακτηριστικά στοιχεία των δύο μοντέλων είναι τα ακόλουθα:

Shareholder model

- Προτεραιότητα των μετόχων στα κέρδη, με τον ισχυρισμό ότι η μεγιστοποίηση της αξίας για αυτούς ευνοεί και τους λοιπούς εμπλεκόμενους.
- Διασπορά των μετοχών με ένα μεγάλο ποσοστό να ελέγχεται από οικονομικά ιδρύματα.
- Η διακίνηση των μετοχών αποτελεί ένα μηχανισμό μεγιστοποίησης της αξίας για τους μετόχους, δίνοντας στους δυσαρεστημένους επενδυτές τη δυνατότητα να πουλήσουν τις μετοχές με αποτέλεσμα την πτώση της αξίας της μετοχής και τον κίνδυνο εξαγοράς για τις επιχειρήσεις που υπολειπούνται.

Stakeholder model

-Βασίζεται στην αρχή ότι ο πλούτος δημιουργείται και διανέμεται σε πολλούς εμπλεκόμενους (μετόχους, πιστωτές, εργαζόμενους), πράγμα που σημαίνει ότι η διοίκηση θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη τα συμφέροντα όλων, αλλά και όλοι να αντιπροσωπεύονται στα συμβούλια.

- Στο μοντέλο αυτό, συνήθως μία ή δύο μεγάλες ομάδες επενδυτών ελέγχουν την ιδιοκτησία.

Στον παρακάτω πίνακα περιλαμβάνονται συνοπτικά τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των δύο μοντέλων, όπως αυτά εκφράζονται από τους υποστηρικτές ή επικριτές τους:

	Shareholder model	Stakeholder model
Πλεονεκτήματα	Για τους επενδυτές: . Υψηλότερη απόδοση .Περιορισμός του ρίσκου	Για τους επενδυτές: . Πιο στενός έλεγχος της διοίκησης . Αποφάσεις με μακροπ. ορίζοντα
	Για την οικονομία: . Προωθεί την ελεύθερη οικονομία και τις επενδύσεις	Για τους λοιπούς εμπλεκόμενους: .Περιορισμός στις αποφάσεις υψηλού κινδύνου
	Για το management: . Προωθεί την ανεξαρτησία.	
Μειονεκτήματα	Για τους επενδυτές: . Δυσκολία να ελέγξουν τη διοίκηση	Για το management: . ενδεχόμενη παρέμβαση. .περιορισμός ανεξαρτησίας .Πιο δυσκίνητη λήψη αποφάσεων
	Για την οικονομία: .Τα βραχυπρόθεσμα οφέλη	Για την οικονομία: . Περιορισμένες οικονομικές δυνατότητες για ανάπτυξη.
	Για το management: . Ο κίνδυνος της απληστίας	

1.4.2. Οι λόγοι που καθιστούν την Ε.Δ. ιδιαίτερα σημαντική

Η Εταιρική Διακυβέρνηση έχει αποδειχτεί πολύ σημαντική για τις επιχειρήσεις για τρεις βασικούς λόγους (Johnson, Scholes, Whittington, 2008):

1. Τον διαχωρισμό ανάμεσα στην ιδιοκτησία και το management που σημαίνει ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις λειτουργούν μέσω μιας ιεραρχίας στη διακυβέρνηση, που περιλαμβάνει διαφορετικές εμπλεκόμενες ομάδες με διαφορετικά συμφέροντα η κάθε μία.
2. Τα οικονομικά σκάνδαλα της δεκαετίας του 90 έχουν προκαλέσει έντονες συζητήσεις σχετικά με το πώς τα διαφορετικά τμήματα αυτής της ιεραρχίας στη διακυβέρνηση θα μπορούσαν να προκαλέσουν μια αλληλεπίδραση μεταξύ τους, με κυριότερη τη σχέση ανάμεσα στους μετόχους και τα Διοικητικά Συμβούλια των οργανισμών.
3. Την αυξανόμενη πεποίθηση ότι οι επιχειρήσεις θα πρέπει να είναι υπόλογοι και υπεύθυνοι όχι μόνο απέναντι στους μετόχους αλλά και σε όλους τους λοιπούς εξαρτώμενους από αυτές.

1.4.3. Εταιρική Διακυβέρνηση και εμπλεκόμενες ομάδες

Η ιεραρχία της διακυβέρνησης αποκαλύπτει τους ρόλους και τις σχέσεις των διαφορετικών ομάδων που εμπλέκονται στη διαχείριση ενός οργανισμού.

Ενώ σε μια μικρή οικογενειακή επιχείρηση η κατάσταση είναι αρκετά απλή, με ιδιοκτήτες και μέλη του Συμβουλίου να είναι

οι περισσότεροι μέλη της οικογένειας, στις μεγαλύτερες και εισηγμένες στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεις, ή ακόμη χειρότερα στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης της αγοράς και της διεθνοποίησης των επιχειρήσεων, η κατάσταση είναι πιο περίπλοκη, με περισσότερα επίπεδα διοίκησης, περισσότερες κατηγορίες μετόχων (όπως θεσμικοί επενδυτές ή μικροεπενδυτές), διαφοροποίηση στα ιδιοκτησιακά καθεστώτα (ιδιωτικά, δημόσια), συμπράξεις και συνεργασίες, γεωγραφικούς τομείς, κ.α.

Στην περίπτωση αυτή τα επίπεδα ιεραρχίας αυξάνονται, ενώ δημιουργούνται και αλληλοσυγκρουόμενα συμφέροντα που μπορεί να βλάψουν τη γενικότερη πορεία της επιχείρησης και να οδηγήσουν ενδεχομένως ακόμη και σε οικονομική αδυναμία ή στη δυσμενέστερη περίπτωση στην οικονομική καταστροφή της επιχείρησης.

Για παράδειγμα, τη στιγμή που μια κατηγορία επενδυτών σε μια επιχείρηση μπορεί να ενδιαφέρεται για τη μακροπρόθεσμη απόδοση των κεφαλαίων της, κάποια άλλη κατηγορία ή τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου μπορεί να ενδιαφέρονται για την βραχυχρόνια ανάπτυξη, καθώς αυτή συνδέεται με το μισθό ή το Bonus που θα εισπράξουν.

Γίνεται, επομένως, αντιληπτό ότι οι αποφάσεις που θα ληφθούν μπορεί να μην είναι οι πλέον κατάλληλες για τη μακροπρόθεσμη πορεία και ανάπτυξη μιας επιχείρησης και στην περίπτωση αυτή, η ακολουθούμενη Εταιρική Διακυβέρνηση να είναι αυτή που θα οδηγήσει σε οικονομική αδυναμία την επιχείρηση.

Με βάση τα όσα προαναφέρθηκαν, η Εταιρική Διακυβέρνηση μπορεί να λειτουργήσει αναποτελεσματικά για τους παρακάτω λόγους:

- Την αδυναμία αναγνώρισης των τελικών δικαιούχων (shareholders or stakeholders).
- Την άνιση κατανομή της δύναμης ανάμεσα στους διαφορετικούς <παίκτες> της αλυσίδας.
- Την ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των εμπλεκομένων.
- Τη χρησιμοποίηση μέτρων και στόχων που ικανοποιούν το προσωπικό συμφέρον ορισμένων ομάδων και όχι το συμφέρον των τελικών δικαιούχων.

Για τους παραπάνω λόγους, πολλές Κυβερνήσεις έχουν προχωρήσει σε αναθεώρηση των απόψεων και των νομοθετικών τους πλαισίων όσον αφορά στην Εταιρική Διακυβέρνηση με πιο αξιοσημείωτη περίπτωση, όπως θα δούμε και παρακάτω, την υιοθέτηση ενός νέου νόμου το 2002, του λεγόμενου <Sarbanes – Oxley Act> στις Ηνωμένες Πολιτείες, μετά το σκάνδαλο της Enron και άλλων μεγάλων επιχειρήσεων. Με το νόμο αυτό ενισχύθηκαν τα λογιστικά πρότυπα και η ανεξαρτησία του Ελέγχου από το Management.

Άλλες κυβερνήσεις χρηματοδότησαν επιτροπές προκειμένου να γνωματεύσουν επάνω σε συγκεκριμένα θέματα Εταιρικής Διακυβέρνησης. Αρχικά η προσπάθεια αυτή επικεντρώθηκε στον εσωτερικό οικονομικό έλεγχο και στην εξωτερική

διασπορά των πληροφοριών. Αργότερα δόθηκε έμφαση στην διεύρυνση του εσωτερικού ελέγχου και πάνω στον ρόλο και την αποτελεσματικότητα των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. (Johnson, Scholes, Whittington, 2008).

Ωστόσο, παρόλο ότι οι αλλαγές αυτές είναι σημαντικές, τη βασικότερη σημασία έχει η ίδια η συμπεριφορά των μελών του Δ.Σ και η κάθε επιχείρηση θα πρέπει να βρει τρόπους χρηματοδότησης αλλαγών δομών διακυβέρνησης που θα ενθαρρύνουν τους Managers να συμπεριφέρονται με τρόπο που να εξυπηρετεί το συμφέρον της επιχείρησης και των δικαιούχων της.

1.4.4 Εταιρική Διακυβέρνηση και ιεραρχία

Στο σημείο αυτό τίθενται κάποια πολύ σημαντικά ερωτήματα που συνδέονται άμεσα με την ιεραρχία στη διακυβέρνηση και επηρεάζουν τη διαχείριση της Στρατηγικής:

- Απέναντι σε ποιους είναι υπόλογοι οι υπεύθυνοι για τη λήψη των αποφάσεων; Μόνο απέναντι στους μετόχους, ή και σε όλους τους λοιπούς εμπλεκόμενους (εργαζομένους, πιστωτές, πελάτες, κ.α.).
- Ποιοι είναι οι ιδιοκτήτες (μέτοχοι); Συγκεκριμένα άτομα, θεσμικοί επενδυτές ή μικροί επενδυτές σε μια επιχείρηση εισηγμένη στο Χρηματιστήριο με αποτέλεσμα να βρίσκονται πολύ μακριά από τη λήψη των αποφάσεων και να έχουν περιορισμένη πρόσβαση στην απαιτούμενη πληροφόρηση σχετικά την

οικονομική κατάσταση και τη γενικότερη πορεία της επιχείρησης.

- ο Ποιος είναι ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών (institutional investors); Ο ρόλος τους διαφέρει ανάμεσα στις διαφορετικές δομές εταιρικής διακυβέρνησης ανά τον κόσμο. Σύμφωνα με τα ιστορικά στοιχεία οι επενδυτές αυτοί συνήθως εξαντλούν την επιρροή τους σε μια επιχείρηση μέσω της αγοραπωλησίας των μετοχών της και όχι μέσω μια βαθύτερης εμπλοκής στη στρατηγική της, ενώ η κριτική των επιλογών έρχεται μόνο μέσω της διακύμανσης της τιμής της μετοχής. Ωστόσο υπάρχουν ενδείξεις ότι σταδιακά αυξάνεται η ενεργή συμμετοχή τους στη στρατηγική των επιχειρήσεων που επενδύουν.
- ο Έρευνα και έλεγχος. Με δεδομένη την ανησυχία που έχει αναπτυχθεί την τελευταία δεκαετία, έχουν γίνει προσπάθειες για τη δημιουργία μέσω έρευνας και ελέγχου της δραστηριότητας των εμπλεκόμενων στις διάφορες βαθμίδες της Εταιρικής Διακυβέρνησης, ενώ υπάρχουν διαρκώς αυξανόμενες απαιτήσεις, όπως για παράδειγμα σε σχέση με τον βαθμό πληροφόρησης που πρέπει να παρέχεται στους αναλυτές για τα οικονομικά δεδομένα ή τη στρατηγική της επιχείρησης.

Το σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να διασφαλίζει την ευθυγράμμιση των συμφερόντων όσο αυτό είναι δυνατό, ώστε να επιτυγχάνεται το άριστο επίπεδο αποτελεσματικότητας και κερδοφορίας.

Για παράδειγμα, σε επιχειρήσεις με μεγάλη συγκέντρωση στο μετοχικό κεφάλαιο το πρόβλημα ανακύπτει μεταξύ ισχυρών μεγαλομετόχων και μετόχων μειοψηφίας. Στο πλαίσιο αυτό η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου (αριθμός ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών, ύπαρξη επιτροπών στο Δ.Σ.), η ύπαρξη επαρκούς διαφάνειας (transparency) και αποκάλυψης πληροφοριών (disclosure) ώστε να διασφαλίζεται η προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων και κυρίως των μετόχων μειοψηφίας, αποτελούν παραμέτρους που σε μεγάλο βαθμό προσδιορίζουν το είδος και την ποιότητα των σχέσεων που αναπτύσσονται και αποτελούν κρίσιμους παράγοντες στη διαδικασία λήψης απόφασης από τους επενδυτές.

Η αποτελεσματική Εταιρική Διακυβέρνηση συνδέεται με την επιδίωξη συγκεκριμένων πολιτικών που στοχεύουν στην προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων, την αύξηση της διαφάνειας και του επιπέδου πληροφόρησης για τα συμβαίνοντα στην εταιρία, καθώς και τη βελτίωση της λειτουργίας του Διοικητικού Συμβουλίου και της εκτελεστικής Διοίκησης.

Συνήθως ο νόμος υποχρεώνει την προσαρμογή των επιχειρήσεων σε ορισμένες θεμελιώδεις αρχές, που σχετίζονται με την προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων και τη διαφάνεια στην πληροφόρηση και αφήνει την προσαρμογή στα υπόλοιπα ζητήματα στην ευχέρεια των εταιριών. Έτσι, η ουσιαστική προσαρμογή των επιχειρήσεων μπορεί να προκύψει από τις πιέσεις της αγοράς ιδίως όταν υπάρχουν αξιόπιστα συστήματα αξιολόγησης των εταιριών με βάση τις επιδόσεις τους στην Εταιρική Διακυβέρνηση.

1.4.5 Τα συστατικά στοιχεία της Εταιρικής Διακυβέρνησης και η σχέση τους με την πιθανότητα οικονομικής δυσπραγίας ή πτώχευσης μιας επιχείρησης

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, τα βασικά συστατικά στοιχεία της αποτελεσματικής Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι τα εξής (Ξανθάκης, Τσιπούρη, Σπανός, 2003):

1.4.5.a Δικαιώματα των μετόχων

Τα δικαιώματα των μετόχων αναγνωρίζονται από το νομοθετικό πλαίσιο όλων των χωρών. Αυτονόητο είναι ότι η προστασία τους αποτελεί βασικό στοιχείο ελέγχου της επιχείρησης και κατ' επέκταση ελαχιστοποίησης της πιθανότητας πτώχευσης από λάθος χειρισμούς της διοίκησης, με απώτερο στόχο την αποτελεσματική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, καθώς η σωστή κατοχύρωσή τους, δίνει τη δύναμη στους μετόχους να προλάβουν ή να καταστείλουν έγκαιρα και αποτελεσματικά ενέργειες της διοίκησης που εσκεμμένα ή όχι μπορεί να οδηγήσουν μια επιχείρηση σε οικονομική αδυναμία.

Σύμφωνα με έρευνες που έχουν γίνει οι θεσμικοί επενδυτές ζητούν ενίσχυση των μηχανισμών προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων.

Ωστόσο, ο βαθμός προστασίας εξαρτάται, μεταξύ άλλων, από τη νομική παράδοση που ισχύει σε κάθε χώρα. Σε χώρες που ακολουθείται το εθιμικό δίκαιο, όπως το Ηνωμένο Βασίλειο και οι ΗΠΑ, παρέχεται μεγαλύτερη ευχέρεια στις αποφάσεις των δικαστηρίων οι οποίες στη συνέχεια ενσωματώνονται στο νομικό πλαίσιο.

Σε χώρες που ακολουθείται το αστικό δίκαιο (Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα), υπάρχουν αναλυτικοί κώδικες και νόμοι.

Οι διαφορές μεταξύ των συστημάτων εντοπίζονται κυρίως στο βαθμό προστασίας του συνόλου των επενδυτών (μετόχων και πιστωτών) και στην αυστηρότητα εφαρμογής των νόμων.

Τυπικά οι χώρες του εθνικού δικαίου προστατεύουν καλύτερα τα δικαιώματα των μετόχων μειοψηφίας. Βεβαίως, η νομική παράδοση κάθε χώρας συνδέεται με τη δομή των επιχειρήσεων. Σε χώρες όπου η ιδιοκτησία των επιχειρήσεων συγκεντρώνεται σε λίγους μεγαλομετόχους το επίπεδο προστασίας είναι χαμηλό. Αντίθετα σε χώρες όπου υπάρχει μεγάλη διασπορά στη μετοχική σύνθεση των επιχειρήσεων, τα δικαιώματα των μετόχων μειοψηφίας προστατεύονται αποτελεσματικότερα.

Σε κάθε περίπτωση, βέβαια, υπάρχει μια δυναμική, που αναπροσαρμόζει συνεχώς τα δεδομένα και η μετάβαση από μια μορφή ιδιοκτησιακού καθεστώτος σε μία άλλη μπορεί να επιφέρει σταδιακά αλλαγή και στο γενικότερο νομοθετικό πλαίσιο.

Βασικό δικαίωμα των μετόχων αποτελεί η ίση μεταχείριση, ενώ η ψηφοφορία στη Γενική Συνέλευση αποτελεί τον βασικό μηχανισμό άσκησης των δικαιωμάτων τους.

Ύψιστης σημασίας, επίσης, αποτελεί και το δικαίωμα στην έγκαιρη και πλήρη ενημέρωση για τα ζητήματα της επιχείρησης (Συμμετρική πληροφόρηση), που περιλαμβάνεται σε πολλούς κώδικες Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Τέλος, τα δικαιώματα των μετόχων δεν θα πρέπει να παραβιάζονται σε περιπτώσεις εταιρικών εξαγορών.

1.4.5.β. Διαφάνεια

Η πλήρης, έγκυρη και έγκαιρη πληροφόρηση που έχει σχέση με τις δραστηριότητες της εταιρίας αποτελεί θεμελιώδη παράγοντα για τη διασφάλιση της διαφάνειας, την προστασία των επενδυτών και την καλή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς.

Αυτονόητο είναι ότι η σωστή και πλήρη πληροφόρηση για τις δραστηριότητες μιας επιχείρησης μπορεί να λειτουργήσει και ως αποτρεπτικός παράγοντας για τη διενέργεια παράτολμων ή δόλιων ενεργειών από την πλευρά της διοίκησης που θα οδηγούσαν την επιχείρηση σε ενδεχόμενη αδυναμία, καθώς η αντίδραση της κεφαλαιαγοράς στην περίπτωση αυτή θα είναι άμεση.

Για το λόγο αυτό η διαφάνεια και η συμμετρική πληροφόρηση προσελκύει επενδυτές, ενώ η αδιαφάνεια μεταφράζεται σε περιορισμένο επίπεδο ρευστότητας των μετοχών λόγω της απροθυμίας των επενδυτών να επενδύσουν σε αυτές και κατ' επέκταση σε υψηλότερο κόστος δανεισμού. Η αποτελεσματική λειτουργία των κεφαλαιαγορών προϋποθέτει την ύπαρξη πλήρους και συμμετρικής πληροφόρησης.

Σύμφωνα με έρευνες σχετικά με τη συμπεριφορά των επιχειρήσεων όσον αφορά την αποκάλυψη πληροφοριών, προκύπτει ότι αυτές αυξάνουν την ποιότητα της πληροφόρησης κατά την αρχή της περιόδου οικονομικής δυσπραγίας προκειμένου να αποφευχθεί η πτώχευση, για

τους λόγους που προαναφέρθηκαν, ενώ περιορίζεται κατά την περίοδο ανάρρωσης από αυτήν.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι σημαντικό ρόλο στο βαθμό αποκάλυψης των πληροφοριών παίζουν και άλλοι παράγοντες, όπως η μικρή ή μεγάλη ροπή που μπορεί να έχει μια επιχείρηση προς την αποτυχία ή η ικανότητα των managers να συμβάλουν θετικά στη λειτουργία της επιχείρησης.

Το αποτέλεσμα των ερευνών, πάντως, δείχνει ότι οι αλλαγές σχετικά με την αποκάλυψη των πληροφοριών επηρεάζονται περισσότερο από τις οικονομικές συνθήκες παρά από ηθικούς κανόνες, ειδικά σε εποχές κατά τις οποίες η οικονομική κατάσταση της εταιρίας είναι καλή, ενώ, σύμφωνα με τους Gelb και Strawser το 2001, διαφαίνεται μια θετική σχέση μεταξύ της ποιότητας των πληροφοριών που παρέχει μια επιχείρηση και της ακολουθούμενης από αυτήν εταιρικής ευθύνης.

Είναι δεδομένο ότι η πληροφόρηση σχετικά με τη ρευστότητα μιας επιχείρησης είναι απαραίτητη όταν αυτή εισέρχεται σε περίοδο οικονομικής δυσπραγίας, καθώς αυξάνει το ρίσκο και την αβεβαιότητα σχετικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές (Lori Holder – Webb, Jeffrey R. Cohen, 2007).

1.4.5.γ. Διοικητικό Συμβούλιο

Ο ρόλος του Διοικητικού Συμβουλίου στη λειτουργία της επιχείρησης και κατ' επέκταση στη θετική ή αρνητική οικονομική της πορεία, είναι καθοριστικός, καθώς συνδέεται τόσο με τη λειτουργία της εποπτείας και του ελέγχου της

ομάδας των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών (management) όσο και με τη μακροχρόνια στρατηγική ανάπτυξη της επιχείρησης.

Για το λόγο αυτό, κατά τη διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών το Διοικητικό Συμβούλιο αποτελεί το στοιχείο εκείνο της Εταιρικής διακυβέρνησης που δέχεται τη μεγαλύτερη κριτική για τις πτωχεύσεις και τα οικονομικά σκάνδαλα, ενώ αναπτύσσεται μια διαρκώς αυξανόμενη βιβλιογραφία, για τη διερεύνηση της αποτελεσματικότητας των ενεργειών του Διοικητικού Συμβουλίου ως προς την πρόληψη της πτώχευσης (Elloumi & Gueyie, 2001).

Στο πλαίσιο αυτό δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στις δυνατότητες που παρέχονται στο διοικητικό συμβούλιο να αναπτύσσει ανεξάρτητα και αποτελεσματικά τις απόψεις του για αποφάσεις της εκτελεστικής διοίκησης και για την πορεία της επιχείρησης.

Η αύξηση της αποτελεσματικότητας του Διοικητικού Συμβουλίου, με αντίστοιχη ελαχιστοποίηση της πιθανότητας να ενεργήσει με τρόπο που θα βλάψει την επιχείρηση, συνδέεται με την υιοθέτηση και εφαρμογή μηχανισμών, οι οποίοι προτείνονται και από πολλούς κώδικες ή νόμους εταιρικής διακυβέρνησης, όπως:

- Η συμμετοχή μη εκτελεστικών (non – executives directors) και ανεξάρτητων μελών (independent directors) στο Διοικητικό Συμβούλιο, ώστε να διασφαλίζονται τοποθετήσεις ανεπηρέαστες από συμφέροντα ή βραχυπρόθεσμες προσεγγίσεις που ενδεχομένως θα βλάψουν την πορεία της επιχείρησης.

Η πρακτική αυτή θεωρείται βασική και συστήνεται από τις αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης διεθνώς. Εταιρίες με ανεξάρτητα διοικητικά συμβούλια έχουν μικρότερη πιθανότητα να εμφανίσουν προβλήματα λογιστικής ή ελεγκτικής φύσεως. Επίσης, τα ανεξάρτητα μέλη έχουν περισσότερα κίνητρα να παρακολουθούν αποτελεσματικά την εκτελεστική διοίκηση της εταιρίας, καθώς ενδιαφέρονται να προστατεύσουν τη φήμη τους ως αποτελεσματικοί και ανεξάρτητοι σύμβουλοι.

- ο Ο διαχωρισμός της θέσης του διευθύνοντος συμβούλου από αυτή του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου, ώστε να διασφαλίζεται η ισορροπία δυνάμεων και η αύξηση της αξιοπιστίας και ικανότητας του Διοικητικού Συμβουλίου να λαμβάνει ανεξάρτητα τις αποφάσεις του. Επίσης, με τον διαχωρισμό των θέσεων επιτυγχάνεται η καλύτερη ενασχόληση του κάθε ένα με το αντικείμενο δραστηριότητας που έχει αναλάβει, δηλαδή του Διευθύνοντος Συμβούλου με τις καθημερινές δραστηριότητες της επιχείρησης και του Προέδρου με την οργάνωση του Διοικητικού Συμβουλίου.

Η αναγκαιότητα διαχωρισμού των ρόλων υφίσταται περισσότερο σε περιόδους οικονομικής κρίσης, καθώς εάν οι δύο ρόλοι συγχέονται ισχυροποιούν τη θέση του Διευθύνοντος Συμβούλου και Προέδρου και μειώνουν τη δύναμη των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου απέναντί του, σε σημείο πολλές φορές να μην μπορούν να αντιδράσουν αποτελεσματικά πριν να είναι πολύ αργά.

Πληροφοριακά αναφέρεται ότι το μοντέλο διαχωρισμού των δύο θέσεων συναντάτε στη Μεγάλη Βρετανία, ενώ αυτό του διπλού ρόλου στο ίδιο πρόσωπο χαρακτηρίζει τις περισσότερες επιχειρήσεις στις Ηνωμένες Πολιτείες.

Σύμφωνα με ιστορικά πραγματικά παραδείγματα (π.χ. Polly Peck), έχει αποδειχθεί ότι όταν οι δύο ρόλοι συνυπάρχουν στο ίδιο πρόσωπο, το οποίο μάλιστα τυγχάνει να έχει το λεγόμενο <ηγετικό χάρισμα> και να προσελκύει την εμπιστοσύνη συνεργατών και επενδυτών, χωρίς πολλές φορές η εμπιστοσύνη αυτή να συνδέεται με πραγματικά επιτεύγματα, μπορεί να οδηγήσει σε καταστροφικά αποτελέσματα, κυρίως, όταν το άτομο αυτό δίνει προτεραιότητα στο ατομικό του συμφέρον (Fanelli, Misangyi, 2006).

Ωστόσο σημειώνεται ότι σύμφωνα με τη βιβλιογραφία ο διαχωρισμός των δύο ρόλων μπορεί να έχει και κάποια μειονεκτήματα, όπως είναι: α) το ότι στην περίπτωση αυτή η επιχείρηση δεν έχει έναν ξεκάθαρο ηγέτη και δεν επικοινωνεί με ομοιομορφία με το εξωτερικό της περιβάλλον, β) το ότι πολλές φορές μπορεί να συγχέονται οι αρμοδιότητες και να εμπλέκεται ο ένας στο πεδίο του άλλου, γ) τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου βρίσκονται σε σύγχυση ως προς το ποιον να καταστήσουν υπεύθυνο, κ.α. (Lorsch, Zelleke, 2005).

- Η λειτουργία ειδικών επιτροπών του διοικητικού συμβουλίου, ώστε να βοηθήσει ουσιαστικά σε θέματα όπως οι αμοιβές και επιλογή των μελών του διοικητικού συμβουλίου, η εποπτεία του εσωτερικού ελέγχου, κ.α.

Τέτοιες επιτροπές, που θα πρέπει να απαρτίζονται κατά βάση από μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη, είναι η επιτροπή καθορισμού των αμοιβών (remuneration committee), η επιτροπή επιλογής/εκλογής στελεχών (nomination committee) και η ελεγκτική επιτροπή (audit committee). Σήμερα, οι εσωτερικοί ελεγκτές έχουν την ευκαιρία να αναγνωρίζονται ως φέροντες αξία στα υψηλότερα επίπεδα των επιχειρήσεων, μέσω της ενίσχυσης της αποτελεσματικότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

- Το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου, το οποίο δεν πρέπει να είναι ούτε πολύ μεγάλο, ώστε να υπάρχει πρόβλημα συντονισμού αλλά και ελέγχου της εκτελεστικής διοίκησης, ούτε πολύ μικρό ώστε να μην επαρκεί για την ανταλλαγή ιδεών.
- Η εφαρμογή διαδικασιών αξιολόγησης του Διοικητικού Συμβουλίου και των μελών του, ώστε να ενισχύεται η λειτουργία του. Η διαδικασία θα μπορούσε να αφορά τόσο κάθε μέλος χωριστά, όσο και το Διοικητικό Συμβούλιο ως σύνολο. Σε μεγάλες εταιρίες, κυρίως στις ΗΠΑ, τέτοιες διαδικασίες αξιολόγησης θεωρούνται ιδιαίτερα σημαντικές, οι οποίες πρέπει να παρέχουν αξιόπιστα αποτελέσματα και ταυτόχρονα να μη θέτουν σε κίνδυνο τη συναδελφικότητα μεταξύ των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.
- Η συχνότητα συνεδρίασης του διοικητικού συμβουλίου, ώστε να αποτελεί παράγοντα αποτελεσματικότητας, ανάλογα με τη φύση της δραστηριότητας της κάθε επιχείρησης.

- Η αμοιβή των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, η οποία δεν θα πρέπει να συνδέεται με την κερδοφορία και άλλα μεγέθη αποδοτικότητας, καθώς ενδέχεται να επηρεαστεί η ανεξάρτητη κρίση τους και να βλάψει την επιχείρηση. Επίσης, η αμοιβή τους δε θα πρέπει να λαμβάνει τη μορφή δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών (stock option) ή και συμμετοχής στο ασφαλιστικό/συνταξιοδοτικό πρόγραμμα της επιχείρησης (σχετικές αναφορές υπάρχουν σε κώδικες διαφόρων χωρών, μεταξύ των οποίων και ο Ελληνικός). Ωστόσο θεωρείται καλή πρακτική η αμοιβή τους να λαμβάνει τη μορφή απόκτησης μετοχών της εταιρίας και να συνδέεται με μακροχρόνιους στόχους. Ως πιο αντικειμενικό μέτρο προσδιορισμού της αμοιβής των μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών είναι ο χρόνος που διαθέτουν στην εταιρία.
- Οι χωριστές συνεδριάσεις των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, χωρίς την παρουσία των εκτελεστικών, ώστε να μπορεί να ενισχυθεί η ανεπηρέαστη κρίση τους χωρίς επιρροές ή άλλες εξαρτήσεις. Ωστόσο αυτό προϋποθέτει και ικανό μέγεθος της επιχείρησης που να το επιτρέπει, καθώς και έναν συγκεκριμένο βαθμό ανάπτυξης της εταιρικής διακυβέρνησης. Για παράδειγμα, στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά η υιοθέτηση αυτής της πρακτικής αντιμετωπίζει το πρόβλημα του πολύ περιορισμένου αριθμού μη εκτελεστικών (και δη ανεξάρτητων) μελών με αποτέλεσμα να είναι πρακτικά αδύνατο να συνεδριάζουν χωριστά, αλλά και της έλλειψης πολλές

φορές συγκεκριμένων δραστηριοτήτων για τα μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη, που τα καθιστούν ανενεργά και περιορίζουν σημαντικά τη δυνατότητα άσκησης αποτελεσματικού ελέγχου επί των αποφάσεων της εκτελεστικής διοίκησης.

Σύμφωνα με μελέτες αναγνωρίζονται ως σημαντικοί οι παρακάτω τομείς που θα πρέπει να ασχοληθεί με επιμονή και αποτελεσματικά ένα Διοικητικό Συμβούλιο (Steinberg and Polunin, 2000):

- Η στρατηγική και ο σχεδιασμός με απαραίτητη προϋπόθεση τη λήψη της κατάλληλης πληροφόρησης που θα βοηθήσει στη σωστή ανάλυση της κατάστασης, για τη λήψη της οποίας σημαντικό ρόλο μπορεί να παίξει το τμήμα εσωτερικού ελέγχου.

- Η διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου, η οποία αν γίνεται σωστά μπορεί να μετατρέψει τον κίνδυνο σε ευκαιρία ανάπτυξης και εξέλιξης της επιχείρησης.

- Η διαμόρφωση της Εταιρικής Κουλτούρας, η οποία πρέπει να διαχέεται από τα υψηλότερα προς τα κατώτερα κλιμάκια ιεραρχίας.

- Η μέτρηση και ο έλεγχος της δραστηριότητας, που θα πρέπει να γίνεται σωστά και συνεχώς, προκειμένου το Διοικητικό Συμβούλιο να γνωρίζει αν εκτελείται σωστά η στρατηγική της επιχείρησης. Η σωστή ανάλυση των δεδομένων, η σύγκριση με τους στόχους και η ικανότητα προβλέψεων κρίνεται καθοριστική για την πορεία της επιχείρησης.

- Οι συνεργασίες και συναλλαγές, όπως για παράδειγμα οι επενδύσεις, οι επιλογές προμηθευτών, οι εξαγορές, κ.α., οι οποίες θα πρέπει να γίνονται κατόπιν μελέτης και εφόσον προσδίδουν αξία στην επιχείρηση.

- Η αξιολόγηση του Management, που αποτελεί βασικό συστατικό στοιχείο της Εταιρικής Διακυβέρνησης και

- Οι αμοιβές, για τις οποίες γίνεται αναφορά παρακάτω.

1.4.5.δ. Διευθύνων Σύμβουλος και εκτελεστική διοίκηση

Ο διευθύνων Σύμβουλος και η εκτελεστική διοίκηση αποτελούν βασικά συστατικά στοιχεία της διαχείρισης της λειτουργίας της επιχείρησης και συνδέονται με τον προσδιορισμό των οικονομικών επιδόσεων της. Για το λόγο αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικές οι σχέσεις τους με τους υπόλοιπους φορείς της επιχείρησης. Λόγω της θέσης του ο διευθύνων σύμβουλος αποκτά σημαντική εξουσία και για το λόγο αυτό θα πρέπει οι αρμοδιότητές του να είναι ξεκάθαρες προκειμένου να μην υπάρξει κατάχρηση εξουσίας και οδηγηθεί η επιχείρηση σε δυσμενής κατάσταση.

Σημαντικός επίσης είναι και ο τρόπος καθορισμού της αμοιβής τους, η οποία θα πρέπει να συνδέεται με την απόδοση της εταιρίας και να ευθυγραμμίζει τα συμφέροντα των διευθυντικών στελεχών με αυτά των μετόχων. Στην περίπτωση αυτή, κίνητρο αποτελεί η ευαισθησία της αμοιβής σε σχέση με την αποδοτικότητα. Ωστόσο η ευαισθησία της αμοιβής σε τέτοια κίνητρα δε θα

πρέπει να είναι πολύ υψηλή, καθώς ενδέχεται να προκύψουν συμπεριφορές αποφυγής του κινδύνου, που στο πλαίσιο των επενδυτικών αποφάσεων μπορεί να σημαίνουν απόρριψη υψηλού κινδύνου, αλλά επικερδών επενδυτικών σχεδίων.

1.4.5.ε. Εταιρική κοινωνική ευθύνη και σχέση με τους έχοντες νόμιμα συμφέροντα από την εταιρία (Stakeholders).

Παρά το γεγονός ότι η Εταιρική κοινωνική ευθύνη δεν θα μπορούσαμε να πούμε ότι συνδέεται άμεσα με την πιθανότητα πτώχευσης, όπως τα υπόλοιπα συστατικά στοιχεία της Εταιρικής Διακυβέρνησης που προαναφέρθηκαν, ωστόσο γίνεται αναφορά, καθώς αποτελεί και αυτή ένα συστατικό στοιχείο και συνδέεται με την αναβάθμιση του κύρους μιας επιχείρησης.

Τα τελευταία χρόνια δίνεται ιδιαίτερη έμφαση σε ζητήματα κοινωνικής, περιβαλλοντικής και ηθικής ευθύνης των επιχειρήσεων, που σημαίνει ότι η κάθε επιχείρηση καλείται, σε εθελοντική βάση, να ασκεί τις δραστηριότητές της με ένα κοινωνικά αποδεκτό τρόπο και να είναι υπόλογη επάνω σε όλους τους εταίρους (stakeholders).

Το γεγονός αυτό συνδέεται, επομένως, όχι μόνο με ενδοεπιχειρησιακές σχέσεις (εργασιακά δικαιώματα, συνθήκες υγιεινής, κ.α.) αλλά και με όλη την τοπική κοινωνία που αφορά εκτός των μετόχων και των εργαζομένων και άλλα εμπλεκόμενα μέρη, όπως τους

προμηθευτές, τους λοιπούς πιστωτές, τους πελάτες τις δημόσιες αρχές, κ.α.

Οι κοινωνικά υπεύθυνες επιχειρήσεις αναβαθμίζουν το κύρος τους και βελτιώνουν τη θέση τους στην αγορά και οι μηχανισμοί που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις για την υιοθέτηση τέτοιων πολιτικών είναι, μεταξύ άλλων η δημιουργία ειδικής επιτροπής στο Διοικητικό Συμβούλιο, η επέκταση των αρμοδιοτήτων των υφιστάμενων επιτροπών ή η ανάμειξη του συνόλου του διοικητικού συμβουλίου.

1.4.6. Εταιρική Διακυβέρνηση και οικονομικές καταστάσεις

Οι δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και αναφορές είναι αυτές που δίνουν στο εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης τις πληροφορίες εκείνες που πρέπει να αναλυθούν από επενδυτές και πιστωτές προκειμένου οι τελευταίοι να αποφασίσουν την εμπλοκή τους ή όχι με αυτήν. Επομένως, αποτελούν, από μια άλλη οπτική γωνία, ένα σημαντικό στοιχείο του συστήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης, καθώς πολλές αποτυχίες στη διακυβέρνηση και κατ' επέκταση στην οικονομική πορεία της επιχείρησης αποδίδονται στην ανεπάρκεια, εσκεμμένα ή όχι, των παρεχόμενων πληροφοριών.

Από την άλλη πλευρά, ορισμένα προβλήματα στη διαδικασία της έκδοσης των οικονομικών καταστάσεων προέρχονται από προβλήματα στο σύστημα της Διακυβέρνησης (Whittington, 1993).

Για παράδειγμα η ανάπτυξη της λεγόμενης <Δημιουργικής Λογιστικής> τη δεκαετία του 80, με την οποία είναι πολύ εύκολο να παραπλανηθούν οι αναγνώστες των οικονομικών

καταστάσεων, δημιούργησε ανησυχίες όσον αφορά στην σωστή πληροφόρηση και αποτελεσματικότητα των επενδυτών και τη χρηματιστηριακή τους συμπεριφορά, αλλά και των λοιπών πιστωτών, ως μέσο πίεσης και Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Η εσκεμμένη αλλοίωση των οικονομικών καταστάσεων και η χειραγώγηση των κερδών (earnings management) οφείλονται σε πολλούς λόγους, όπως η αύξηση της αμοιβής των στελεχών, η αποφυγή δυσμενών δανειακών συμβάσεων με τους πιστωτές, ή η προσέλκυση επενδυτών.

Βέβαια, οι παρενέργειες της Δημιουργικής Λογιστικής μπορούν να περιοριστούν από το σωστό εξωτερικό έλεγχο, όχι όμως αν δεν υπάρχει πραγματική ανεξαρτησία αυτού.

Για τους παραπάνω λόγους και το θέμα της παρουσίασης των οικονομικών καταστάσεων, όπως και του ελέγχου είναι στενά συνδεδεμένο με την Εταιρική Διακυβέρνηση και ενσωματώνεται στις διαχρονικές αλλαγές των νομοθετικών πλαισίων που την αφορούν (π.χ. είναι πλέον υποχρεωτική στη χώρα η υιοθέτηση και εφαρμογή των ΔΠΧΠ από τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεις και η σχετική με αυτά συγκεκριμένη μορφή παρουσίασης οικονομικών καταστάσεων και των πληροφοριών που εμπεριέχουν.).

2ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΥΣΠΡΑΓΙΑ – ΠΤΩΧΕΥΣΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ (ΒΑΣΕΙ ΕΡΕΥΝΩΝ ΠΟΥ ΑΝΑΦΕΡΟΝΤΑΙ ΣΤΗ ΣΥΝΗΜΜΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ)

2.1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Στο Κεφάλαιο αυτό αναλύεται, βάσει της συνημμένης βιβλιογραφίας, η σχέση ανάμεσα στις δομές εταιρικής διακυβέρνησης και την πιθανότητα οικονομικής δυσπραγίας ή πτώχευσης μιας επιχείρησης.

Ειδικότερα, αναλύονται:

- Τα αποτελέσματα από μελέτες που έχουν διεξαχθεί και αφορούν στη σχέση Εταιρικής Διακυβέρνησης και οικονομικής δυσπραγίας ή πτώχευσης.
- Το ιστορικό μερικών από τα σημαντικότερα οικονομικά σκάνδαλα που έλαβαν χώρα και οδήγησαν σε πτώχευση μεγάλες εταιρίες ή ομίλους και τη σχέση τους με τα «λάθη» της ακολουθούμενης από αυτές Εταιρικής Διακυβέρνησης. Ειδικότερα αναλύονται οι περιπτώσεις της Enron, WorldCom και Parmalat.
- Η πρόσφατη Χρηματοπιστωτική κρίση και η σχέση της με την Εταιρική Διακυβέρνηση.

2.2. Σχέση Εταιρικής Διακυβέρνησης και Πτώχευσης – Γενικές παρατηρήσεις

Καθώς, το φαινόμενο της οικονομικής κατάρρευσης έχει αυξηθεί δραματικά μεταξύ των επιχειρήσεων όλων των τύπων και μεγεθών κατά τις τελευταίες δεκαετίες, πολλές έρευνες έχουν διεξαχθεί προκειμένου να εντοπιστούν τα αίτια και η σχέση της με τις διάφορες μορφές εταιρικής διακυβέρνησης, δεδομένου ότι σε πολλές περιπτώσεις η οικονομική κατάρρευση συνδέεται με σκάνδαλα και απάτες, κυρίως σε περιπτώσεις που υπάρχει συγκεντρωτισμός της δύναμης σε υψηλόβαθμα στελέχη.

Για πιο λόγο οι επιχειρήσεις πετυχαίνουν ή αποτυχαίνουν είναι ίσως το βασικό ερώτημα στη Στρατηγική.

Οι αγορές κεφαλαίων, οι αναλυτές των οικονομικών καταστάσεων και οι αρχές της λογιστικής εξέφρασαν κάποιες απόψεις σχετικά με τη σχέση ανάμεσα στην αποτυχία μιας επιχείρησης και τις αδυναμίες των εταιρικών δομών διακυβέρνησης. Η οικονομική κατάρρευση πολλών επιχειρήσεων και Ομίλων στα τέλη της δεκαετίας του 80 και τη δεκαετία του 90, που πήρε τη μορφή επιδημίας επέτειναν τις απόψεις αυτές και σημαντική ήταν η βιβλιογραφία που αναπτύχθηκε επί του θέματος.

Σε μια έρευνα που ολοκληρώθηκε το 2002, η συμβουλευτική εταιρία McKinsey & Company ανακάλυψε ότι οι θεσμικοί επενδυτές συνδέουν την εταιρική διακυβέρνηση με τους χρηματοοικονομικούς δείκτες όταν παίρνουν επενδυτικές αποφάσεις. Η έρευνα έδειξε επίσης ότι μια ολοένα αυξανόμενη πλειοψηφία επενδυτών είναι διατεθειμένη να

πληρώσει παραπάνω για εταιρίες με καλή εταιρική διακυβέρνηση.

Ομοίως σε άλλη μελέτη (CLSA 2002) 500 περίπου επιχειρήσεων σε αναπτυσσόμενες οικονομίες ανακαλύφθηκε μια δυνατή σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και των χρηματοοικονομικών δεικτών που δείχνουν την απόδοση μιας επιχείρησης.

Το 2001 οι Paul Gompers και Joy Ishii από το Harvard University και ο Andrew Metrick από το Wharton School παρουσίασαν τα αποτελέσματα της μελέτης τους σε 1500 επιχειρήσεις της Αμερικής που έγινε για το χρονικό διάστημα από το 1990-99. Η έρευνα έδειξε μια δυνατή σχέση ανάμεσα στην εταιρική διακυβέρνηση και τις χρηματιστηριακές αποδόσεις.

Το 1997 η Standard & Poor's έκανε μια έρευνα προκειμένου να ανακαλύψει αν οι επενδυτές θα ενδιαφέρονταν για υπηρεσίες που θα μετρούσαν τα Standards των εταιριών στην εταιρική διακυβέρνηση σε μια παγκόσμια βάση και η ανταπόκριση ήταν θετική. Έτσι από το 1998 ξεκίνησε μια μεθοδολογία ανάλυσης των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης των επιχειρήσεων και μέχρι το 2001 υπήρχε μια νέα υπηρεσία για τους επενδυτές και τις εταιρίες που ονομάζονταν Corporate Governance Scores.

Η ανάλυση της Standard & Poors αναλύει 4 δεδομένα – κλειδιά όταν αξιολογεί την απόδοση της Εταιρικής Διακυβέρνησης μιας επιχείρησης και αυτά είναι

α) η Ιδιοκτησιακή Δομή και επιρροή: Αναλύεται η διαφάνεια της δομής αυτής και η ενδεχόμενη επιρροή της πλειοψηφίας των μετόχων.

β) Τα δικαιώματα των μετόχων και οι σχέσεις μεταξύ όλων των εμπλεκόμενων (Stakeholders); Αναλύεται η ποιότητα της αλληλεπίδρασης μεταξύ τους.

γ) Η οικονομική διαφάνεια και η αποκάλυψη των πληροφοριών: Αναλύεται ο βαθμός και η ποιότητα δημοσίευσης των χρηματοοικονομικών και λειτουργικών δεδομένων μιας επιχείρησης.

δ) Η δομή του Διοικητικού Συμβουλίου: αναλύεται η αποτελεσματικότητά του, ο ρόλος των ανεξάρτητων μελών, η διαχείριση του κινδύνου και η στρατηγική.

Παρά το γεγονός ότι το παραπάνω σύστημα μέτρησης της Εταιρικής Διακυβέρνησης της S&P αξιολογεί κατά κύριο λόγο το εσωτερικό περιβάλλον της εταιρίας, λαμβάνεται ωστόσο υπόψη και το γενικότερο θεσμικό πλαίσιο της χώρας και της αγοράς ως ένα σημαντικό στοιχείο για την ολοκληρωμένη ανάλυση του κινδύνου που συνδέεται με τις κυβερνητικές πρακτικές μιας επιχείρησης.

Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι διαφορετικά μοντέλα εταιρικής διακυβέρνησης ανά τον κόσμο αντανακλούν διαφορετικά δεδομένα ανάλογα με την τοπική κοινωνία. Για παράδειγμα το Αγγλοσαξωνικό σύστημα επικεντρώνεται στους μετόχους όταν το Γερμανικό προσπαθεί να ισορροπήσει τα δικαιώματα των μετόχων με αυτά των λοιπών εμπλεκόμενων (όπως τους πιστωτές, εργαζομένους, τοπική κοινωνία, περιβάλλον, κ.α.) (Nick Bradley, 2004).

Δύο βασικές πιθανές παράμετροι που σύμφωνα με έρευνες φαίνεται να συνδέονται θετικά με την πιθανότητα πτώχευσης και συνεχίζουν να διερευνώνται ως αίτια, είναι η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου και η δομή της ηγεσίας του,

καθώς το Διοικητικό Συμβούλιο είναι αυτό που λειτουργεί ως μηχανισμός εσωτερικού ελέγχου στη διαδικασία της Εταιρικής Διακυβέρνησης και είναι ο βασικός υπεύθυνος για την μακροχρόνια υγεία και επιβίωση της επιχείρησης.

Σύμφωνα με την άποψη των περισσότερων παρατηρητών της δραστηριότητας των Διοικητικών Συμβουλίων, προτείνεται ως πιο αποτελεσματική σύνθεση αυτή που περιέχει μεγαλύτερη αναλογία ανεξάρτητων μελών.

Επίσης, έχει επανειλημμένως ειπωθεί, ότι ένα Διοικητικό Συμβούλιο είναι περισσότερο ανεξάρτητο όταν διαχωρίζεται ο ρόλος του Διευθύνοντος Συμβούλου (CEO) και του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου (Chairman) και μπορεί έτσι να αντιμετωπίσει ή να προλάβει πιο αποτελεσματικά μία ενδεχόμενη κρίση.

Η πτώχευση έχει περιγραφεί ως μια παρατεταμένη διαδικασία παρακμής, καθώς τα εμπειρικά δεδομένα δείχνουν ότι ενδείξεις υπάρχουν τουλάχιστον πέντε χρόνια πριν και η παρακολούθηση της δραστηριότητας αυτής της περιόδου θα μπορούσε να δώσει στοιχεία για τη σχέση ανάμεσα στις δομές διακυβέρνησης και την πτώχευση.

Σύμφωνα με παρατηρήσεις που έχουν γίνει, κατά τη διάρκεια μιας κρίσης, πολλές φορές οι επιχειρήσεις εισέρχονται σε μηχανισμούς συγκεντρωτισμού της εξουσίας ή συντηρητισμού, αντιδράσεις με τις οποίες περιορίζεται η ικανότητά τους να ανταποκριθούν στην κρίση. Η συγκέντρωση εξουσίας, από την άλλη πλευρά, δείχνει να έχει άμεσο αντίκτυπο στη σχέση ανάμεσα στις δομές διακυβέρνησης και την πτώχευση, καθώς χαρακτηρίζεται από

το μη διαχωρισμό του ρόλου Διευθύνοντος Συμβούλου και Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου και από ένα Διοικητικό Συμβούλιο χωρίς ανεξάρτητα μέλη.

Ένα θέμα που εγείρεται στην περίπτωση συγκεντρωτισμού της εξουσίας κατά τη διάρκεια μιας κρίσης, είναι η έκταση που τα εσωτερικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου αποφεύγουν τις αντιδικίες, στην προσπάθειά τους να παραμείνουν πιστά στο Διευθύνοντα Σύμβουλο και στα πλαίσια αυτά κρίνεται αμφίβολο αν τα μέλη αυτά είναι σε θέση να ελέγξουν σωστά τον Διευθύνοντα Σύμβουλο, ώστε να ξεπεραστεί η κρίση και να διασφαλιστούν τα συμφέροντα των μετόχων. Με τον τρόπο αυτό αυξάνεται ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν οι μέτοχοι και υπάρχουν περισσότερες πιθανότητες για μια ενδεχόμενη πτώχευση.

Αντίθετα, ο διαχωρισμός του ρόλου του Διευθύνοντα Συμβούλου και του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου και ένα συμβούλιο με ανεξάρτητα μέλη μειώνουν τον κίνδυνο αυτό, για τους λόγους που προαναφέρθηκαν.

Επίσης η συμμετοχή στο Διοικητικό Συμβούλιο εξωτερικών μελών που θα αποτελούσαν, για παράδειγμα, αντιπροσώπους πιστωτικών ιδρυμάτων, θεωρείται ότι θα συνέβαλε θετικά στην αντιμετώπιση μιας κρίσης, καθώς το γεγονός αυτό θα έφερνε κοντά την επιχείρηση με το εξωτερικό της περιβάλλον, ενώ θα είχε ενδεχομένως και ευκολότερη πρόσβαση σε χρηματοδότηση με χαμηλότερο κόστος, πλεονέκτημα που δεν θα το είχε στην περίπτωση συγκεντρωτισμού της εξουσίας (Catherine M. Daily, Dan R. Dalton, 1994).

2.3. Παράθεση αποτελεσμάτων από ειδικές μελέτες που αναφέρονται στη Βιβλιογραφία και αφορούν στη σχέση Ε.Δ. και οικονομικής δυσπραγίας

A) Σύμφωνα με έρευνα που διενεργήθηκε σε δείγμα 176 επιχειρήσεων στις ΗΠΑ που εισήλθαν σε οικονομική αδυναμία, προκειμένου να διερευνηθεί η σχέση μεταξύ χαρακτηριστικών της Εταιρικής Διακυβέρνησης, οικονομικών χαρακτηριστικών και επιβίωσης οικονομικά αδύναμων επιχειρήσεων, προέκυψε ως αποτέλεσμα, ότι οι επιχειρήσεις που αντικατέστησαν τον Διευθύνοντα Σύμβουλο με κάποιο εξωτερικό παράγοντα είχαν δύο φορές μεγαλύτερη πιθανότητα να καταλήξουν σε πτώχευση. Επιπλέον, οι περιπτώσεις στις οποίες υπήρχαν υψηλά επίπεδα εσωτερικής ιδιοκτησίας και υψηλά επίπεδα εμπλοκής και λοιπών ενδιαφερομένων στο Διοικητικό Συμβούλιο (όπως, αντιπροσωπεία εργαζομένων, τραπεζών, κ.α. – τους λεγόμενους blockholders) φαίνεται να συνδέονται θετικά με την πιθανότητα επιβίωσης της επιχείρησης (Parker, Peters, Turetsky, 2002).

Η προαναφερθείσα έρευνα ασχολήθηκε γενικότερα με το ρόλο που παίζει το εξωτερικό περιβάλλον της Εταιρικής Διακυβέρνησης σε σχέση με τη δυνατότητα ανάρρωσης της επιχείρησης από μια οικονομική αδυναμία ή την τελική κατάρρευση, παρακολουθώντας, μεταξύ άλλων, παράγοντες και μεταβλητές όπως πιθανές αντικαταστάσεις, εμπλοκή πιστωτών, ή αλλαγές ιδιοκτησιακών δομών. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα αυτής, η επιβίωση μιας οικονομικά αδύναμης επιχείρησης φαίνεται να εξαρτάται από το βαθμό πειθαρχίας των managers, η οποία μπορεί να προέλθει ή από την

εξωτερική αγορά ή από το εσωτερικό της επιχείρησης μέσω διαφορετικών δομών διακυβέρνησης.

Β) Σύμφωνα με έρευνα που διενεργήθηκε σε δείγμα 92 επιχειρήσεων στον Καναδά (46 επιχειρήσεις σε οικονομική δυσπραγία και 46 υγιείς) προκύπτει θετική σχέση ανάμεσα στην ανυπαρξία ανεξάρτητων μελών από τη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου και την οικονομική δυσπραγία. Επίσης, προκύπτει ότι η εξωτερική διεύθυνση μιας επιχείρησης επηρεάζει την πιθανότητα οικονομικής αδυναμίας, ενώ ο διπλός ή όχι ρόλος του Προέδρου και Διευθύνοντα Συμβούλου δεν φαίνεται να επηρεάζει θετικά ή αρνητικά.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η έρευνα έλαβε υπόψη 46 οικονομικά αδύναμες επιχειρήσεις που δεν είχαν φτάσει στο στάδιο της πτώχευσης και 46 υγιείς με κριτήριο τα αρνητική ή θετικά κέρδη αντίστοιχα ανά μετοχή και τη σχέση της οικονομικής ή μη αδυναμίας με χαρακτηριστικά εταιρικής διακυβέρνησης όπως η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου, το μέγεθός του, ο βαθμός εξωτερικών μελών, ο διπλός ρόλος Προέδρου και Διευθύνοντα Συμβούλου και η σύνθεση της ελεγκτικής επιτροπής (Elloumi & Gueyie, 2001)

Γ) Σε έρευνα που έγινε σε εμπορικές τράπεζες στην Ουγκάντα, αποκαλύφθηκε ότι όλες οι διαστάσεις Εταιρικής Διακυβέρνησης (οικονομική διαφάνεια, αποκάλυψη στοιχείων και εμπιστοσύνη) είχαν θετική σχέση με την οικονομική απόδοση των εμπορικών τραπεζών. Για παράδειγμα η κεφαλαιακή επάρκεια, τα κέρδη και η ποιότητα του ενεργητικού έδειξαν μεγαλύτερη θετική σχέση με την διαφάνεια και την εντιμότητα.

Όσον αφορά το βαθμό στον οποίο η Εταιρική Διακυβέρνηση επηρεάζει την οικονομική απόδοση, τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση επηρεάζει σε ποσοστό 34,5% την οικονομική απόδοση των τραπεζών στην Ουγκάντα. Από τη στιγμή που μια τράπεζα υιοθετήσει μηχανισμούς σωστής διακυβέρνησης όπως είναι η διαφάνεια και η αποκάλυψη πληροφοριών, αυτόματα αυξάνουν και την εμπιστοσύνη της αγοράς απέναντί τους, όπως για παράδειγμα των πελατών που θα εμπιστευτούν τα κεφάλαιά τους σε αυτήν, ή των επενδυτών (Matama Rogers, 2008)

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να σημειωθεί ότι η οικονομική απόδοση των εμπορικών τραπεζών, που αποτελούν ιδιαίτερη κατηγορία επιχειρήσεων, εξαρτάται από την κεφαλαιακή τους επάρκεια, την ποιότητα του ενεργητικού τους, την κερδοφορία και τη ρευστότητα.

Η εταιρική διακυβέρνηση σε αυτές θα πρέπει να ενισχύει την εμπιστοσύνη και τη διαφάνεια μεταξύ των πολλών ενδιαφερόμενων ομάδων.

Η σημαντικότητα των stakeholders σε αυτές είναι επίσης υψηλή.

Η διαφάνεια που πρέπει να υπάρχει σε μια τράπεζα έχει ευρεία έννοια και αναφέρεται στην ποιότητα και ποσότητα της δημόσιας πληροφορίας σχετικά με το προφίλ του κινδύνου της τράπεζας καθώς και τη χρονική στιγμή της αποκάλυψης των πληροφοριών, περιλαμβανομένων των αποφάσεων της σχετικά με παλαιότερες και μελλοντικές δράσεις, καθώς και των κανονισμών λειτουργίας.

Η μικρή διαφάνεια αυξάνει το ρίσκο και καθιστά δύσκολη την αξιολόγησή τους.

Δ) Σύμφωνα με έρευνα που έγινε σε δείγμα 384 επιχειρήσεων της Κίνας εισηγμένων στο Χρηματιστήριο (εκ των οποίων 192 σε οικονομική δυσπραγία και 192 υγιείς), προκειμένου να διερευνηθεί η σχέση ανάμεσα στα χαρακτηριστικά της εταιρικής διακυβέρνησης και τον κίνδυνο οικονομικής δυσπραγίας, προέκυψαν τα εξής:

Η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας, η ιδιοκτησία από το κράτος, τα ανεξάρτητα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και η ανεξάρτητη άποψη των ελεγκτών φαίνεται να έχουν αρνητική σχέση με την πιθανότητα οικονομικής δυσπραγίας, τη στιγμή που τα διοικητικά έξοδα σχετίζονται θετικά με την πιθανότητα οικονομικής αδυναμίας. Το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου και ο διπλός ή μη ρόλος του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου και του Διευθύνοντα Συμβούλου δεν φαίνονται να αποτελούν καθοριστικούς παράγοντες.

Για τη διενέργεια της παραπάνω έρευνας λήφθηκαν υπόψη μεταβλητές όπως η ιδιοκτησιακή δομή (κρατική ή ιδιωτική, μεγάλη ή μικρή συγκέντρωση ιδιοκτησίας, κ.α.), η δομή του διοικητικού συμβουλίου (μέγεθος, ποσοστό ανεξάρτητων μελών) και ο διπλός ή μη ρόλος του Προέδρου και Διευθύνοντα συμβούλου.

Σημειώνεται ότι το Χρηματιστήριο της Κίνας στο οποίο έχει διεξαχθεί η έρευνα είναι ανεξάρτητο από το Χρηματιστήριο των ΗΠΑ, ενώ χαρακτηρίζεται και από μεγάλη και γρήγορη ανάπτυξη και θεωρείται το δεύτερο μεγαλύτερο στην Ασία μετά από αυτό της Ιαπωνίας (Wang Zong-jun, Li Hong-xia, Wang Wei, 2007).

Σε καμιά περίπτωση δεν μπορούμε να πούμε ότι οι προαναφερθείσες σχέσεις ανάμεσα σε διαφορετικές δομές διακυβέρνησης και την οικονομική δυσπραγία ή πτώχευση μιας επιχείρησης είναι απολύτως θετικές ή αρνητικές. Τα συμπεράσματα που εξήχθησαν συνδέονται, απλώς, με τη διαφαινόμενη θετική ή αρνητική πιθανότητα συσχέτισης μεταξύ τους.

Δεδομένου ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση αναπτύσσεται και μεταβάλλεται διαχρονικά ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν, απαιτείται περαιτέρω, διαρκής και λεπτομερής έρευνα, καθώς και χρήση περισσότερων μεταβλητών που θα λαμβάνουν υπόψη χαρακτηριστικά των επιμέρους οικονομιών, ιδιοκτησιακών δομών και γενικότερων συνθηκών, προκειμένου να εξαχθούν πιο ακριβή συμπεράσματα.

2.4. Σημαντικά οικονομικά σκάνδαλα που έλαβαν χώρα και οδήγησαν σε πτώχευση μεγάλων εταιριών και η σχέση τους με την Εταιρική Διακυβέρνηση (Enron, Parmalat, Worldcom)

2.4.1. Η περίπτωση της Enron (gerry johnson, Kevan Scholes, Richard Whittington, 2008)

Η εταιρία Enron ήταν από τους ηγέτες, παγκοσμίως, στην ηλεκτρική ενέργεια, φυσικό αέριο, και τηλεπικοινωνίες, με έδρα το Χιούστον στο Τέξας και απασχολούσε περίπου 21.000 εργαζόμενους.

Στα τέλη του 2001 αποκαλύφθηκε ότι οι δημοσιευμένες οικονομικές της καταστάσεις ήταν αποτέλεσμα συστηματικής

δημιουργικής λογιστικής απάτης. Όταν η εταιρία εντάχτηκε στο λεγόμενο Chapter 11 (νομοθεσία στις ΗΠΑ περί πτώχευσης), αποτέλεσε τη μεγαλύτερη περίπτωση πτώχευσης στη χώρα και κόστισε τη δουλειά 4.000 εργαζομένων.

Το σκάνδαλο κόστισε και τη διάλυση της εταιρία Arthur Andersen που ήταν μία από τις πέντε μεγαλύτερες εταιρίες λογιστών.

Αποδείχτηκε ότι πολλά στοιχεία του ενεργητικού και κέρδη της εταιρίας ήταν αποτέλεσμα απάτης και ανύπαρκτα. Είχε επιβαρύνει με χρέη και ζημιές off shore εταιρίες που δεν περιλαμβάνονταν στις οικονομικές της καταστάσεις και χρησιμοποίησε έξυπνες οικονομικές συναλλαγές με συγγενικές εταιρίες, έτσι ώστε να μεταφέρει ζημιογόνους κλάδους δραστηριότητάς της έξω από τα λογιστικά της βιβλία.

Οι έρευνες αποκάλυψαν ότι πολλά μέλη της Διοίκησης γνώριζαν για την απάτη και επωφελήθηκαν οι ίδιοι και οι οικογένειές τους σε βάρος των επενδυτών.

Με την αποκάλυψη του σκανδάλου η μετοχή της έπεσε από τα 90\$ στα 0,3\$.

Οι JP Morgan, Citigroup, Merrill Lynch, Barclays Bank, Deutsche Bank και Lehman Brothers κατονομάστηκαν ως συμμετέχοντες σε μια σειρά παράνομων συναλλαγών που συνολικά κόστισαν στους επενδυτές πάνω από 25 δις. \$.

2.4.2. Η περίπτωση της WorldCom (Dick Thornburgh, 2004).

Η εταιρία WorldCom, η οποία ήταν η δεύτερη μεγαλύτερη εταιρία τηλεπικοινωνιών στον κόσμο, πτώχευσε το 2002 μετά την αποκάλυψη μαζικών λογιστικών ατασθαλιών. Η υπόθεση αυτή αποτελεί μια ακόμη περίπτωση αποτυχίας εταιρικής

διακυβέρνησης και δίνει και κάποια μαθήματα προκειμένου να μην επαναληφθεί στο μέλλον.

Οι λόγοι που οδήγησαν στην κατάρρευση την εταιρία ήταν η αποτυχία του Διοικητικού Συμβουλίου να αναγνωρίσει και να αντιμετωπίσει αποτελεσματικά παρανομίες της ανώτατης διοίκησης και η αποτυχία ανθρώπων της επιχείρησης που είχαν ευθύνη απέναντι στους μετόχους να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους. Επίσης, ένας τρίτος παράγοντας ήταν η έλλειψη διαφάνειας μεταξύ της διοίκησης και των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.

Ουσιαστικά αυτό που συνέβη ήταν μία πλήρη κατάρρευση του συστήματος της εταιρικής διακυβέρνησης.

Οι έλεγχοι και οι οικονομικές καταστάσεις που θα έπρεπε να καταρτίζονται βάσει προτύπων απέτυχαν να λειτουργήσουν και η εικόνα που παρουσίαζαν δεν ήταν η πραγματική.

Όταν από το 2000 η έξαρση των τηλεπικοινωνιών έφτασε σε ένα τέλος, τα κέρδη της εταιρίας άρχισαν να μειώνονται, γεγονός που έκανε τη διοίκησή της να σκέφτεται την υιοθέτηση της δημιουργικής λογιστικής προκειμένου να μη χαλάσει η εικόνα της εταιρίας. Το γεγονός αυτό μπόρεσε να συνεχιστεί μόνο μέχρι το 2002, οπότε οι εσωτερικοί ελεγκτές ανακάλυψαν ατασθαλίες με αποτέλεσμα υψηλόβαθμα στελέχη να απολυθούν ή να παραιτηθούν.

Για τα παραπάνω γεγονότα, σύμφωνα και με αναφορές επιτροπών που συστάθηκαν για τη διερεύνηση της υπόθεσης, η μεγαλύτερη ευθύνη αφορούσε στα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και ειδικά σε εκείνα που σχετιζόνταν με τον έλεγχο και τις αμοιβές των μελών του Δ.Σ. και τα οποία δεν

αντιμετώπισαν όπως θα έπρεπε τις παράνομες δραστηριότητες της ανώτατης διοίκησης, αλλά αντίθετα συνωμότησαν μαζί τους.

Στις παραπάνω αναφορές γίνεται λόγος για μεγάλου ύψους δάνεια που δόθηκαν από την εταιρία σε υψηλόβαθμο στέλεχος, με απόφαση της επιτροπής αμοιβών και χωρίς να ενημερωθούν αρχικά τα υπόλοιπα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, ενώ στη συνέχεια το Δ.Σ. υπέπεσε σε σφάλματα όπως το ότι δεν ανησύχησε ή δεν έγειρε ερωτήματα σχετικά με τα δάνεια αυτά.

2.4.3. Η περίπτωση της Parmalat (Andrea melis, 2005).

Η περίπτωση της Parmalat ξεκίνησε ως απάτη λογιστικής. Ο Ιταλικός όμιλος Parmalat με ηγετική θέση παγκοσμίως στα γαλακτοκομικά προϊόντα πτώχευσε το 2003 μετά την ανακάλυψη τεράστιων κενών στις λογιστικές του καταστάσεις. Δισεκατομμύρια Ευρώ εξαφανίστηκαν από τους λογαριασμούς της εταιρίας. Το γεγονός αυτό έθεσε ερωτήματα σχετικά με τα λογιστικά πρότυπα που πρέπει να ακολουθούνται καθώς και για τις αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ιταλία.

Ο βαθμός αποκάλυψης των οικονομικών πληροφοριών της εταιρίας, η υψηλή διοίκηση και οι εξωτερικοί ελεγκτές, αποτελούν βασικά στοιχεία που πρέπει να αναλυθούν.

Ένα ερώτημα που τίθεται είναι γιατί το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης δεν ήταν ικανό, αν όχι να προλάβει, τουλάχιστον να σταματήσει την απάτη πριν την κατάρρευση

της εταιρίας. Για πιο λόγο η λάθος λογιστική απεικόνιση των οικονομικών στοιχείων παρέμενε για πάνω από μια δεκαετία; Τα στοιχεία που θα αναλυθούν είναι τα εξής:

Ιδιοκτησία:

Η Parmalat ήταν ένας περίπλοκος όμιλος εταιριών, ορισμένες από τις οποίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, που ελέγχονταν από την ισχυρή οικογένεια Tanzi. Η δομή του ήταν τέτοια που δεν μπορούσε να ερευνηθεί εύκολα, κυρίως, σε παγκόσμιο επίπεδο, πράγμα που δεν ήταν ασυνήθιστο για μεγάλους ιταλικούς ομίλους.

Στις περιπτώσεις αυτές ο όμιλος ελέγχεται από μια εταιρία Holding η οποία ελέγχει την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου των λοιπών εταιριών του Ομίλου. Έτσι το σύνολο του ελέγχου συγκεντρώνεται σε μια οικογένεια (όπως στην Parmalat) ή σε μια ομάδα.

Οι ισχυροί ιδιοκτήτες χρησιμοποιούν τη δύναμή τους υπέρ του δικού τους συμφέροντος και κατά του συμφέροντος της μειοψηφίας των μετόχων. Στην περίπτωση της Parmalat οι ιδιοκτήτες και έχοντες τον έλεγχο, δηλαδή η οικογένεια Tanzi διοχέτευσε τεράστια ποσά από τον όμιλο σε άλλη επιχείρηση ενδιαφέροντός της.

Ελεγκτικές δομές:

Οι Ελεγκτικές δομές στην Ιταλία περιλαμβάνουν ένα εσωτερικό συμβούλιο ελεγκτών, για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες, προκειμένου να ελέγχουν τις αποφάσεις του Δ.Σ., την επάρκεια της κυβερνητικής δομής και τις εντολές που δίνονται, και μια εξωτερική ελεγκτική εταιρία.

Σύμφωνα με το νόμο(Draghi Reform, 1998), καθορίζονται, μεταξύ άλλων, τα κριτήρια για το διορισμό του Προέδρου του Δ.Σ., καθώς και τα απαραίτητα ελάχιστα μέλη του εσωτερικού συμβουλίου ελεγκτών που θα πρέπει να διορίζονται από τη μειοψηφία των μετόχων (ένα μέλος όταν το σύνολο του συμβουλίου αποτελείται από τρία άτομα και δύο όταν αποτελείται από περισσότερα των 3 ατόμων).

Το συμβούλιο της Parmalat αποτελούντο από τρία μέλη, πράγμα που σήμαινε ότι η μειοψηφία είχε τη μικρότερη δυνατή προστασία καθώς αντιπροσωπεύονταν από ένα μόνο μέλος.

Τα συμβούλια του ομίλου της Parmalat ποτέ δεν ανέφεραν κάτι αρνητικό στις αναφορές τους.

Ακόμη και όταν το 2002 μια μειοψηφία μετόχων προέβαλε κάποιον ισχυρισμό για το αντίθετο, το συμβούλιο απάντησε ότι κανένα πρόβλημα δεν υφίσταται.

Αυτό σημαίνει ότι όταν μια εταιρία ελέγχεται από συγκεκριμένα άτομα, τέτοιου είδους εσωτερικά ελεγκτικά συμβούλια κάθε άλλο παρά ελεγκτική δραστηριότητα ασκούν. Η ανεπάρκειά τους αποδίδεται αφενός στην έλλειψη πρόσβασης σε πληροφορίες σχετικές με τις δραστηριότητες των μετόχων και αφετέρου στην έλλειψη ανεξαρτησίας τους από τους μετόχους που ελέγχουν την εταιρία.

Όσον αφορά το ρόλο των εξωτερικών ελεγκτικών εταιριών, σημειώνεται ότι και αυτοί διορίζονται από την πλειοψηφία των μετόχων, γεγονός που κάνει την αξιοπιστία τους αμφίβολη.

Βέβαια, σύμφωνα με το νόμο στην Ιταλία, μετά τα 3 χρόνια κάθε εταιρία θα πρέπει να αλλάζει ελεγκτική εταιρία, αλλά και αυτό από μόνο του δεν στάθηκε ικανό για την αποκάλυψη της απάτης στην Parmalat.

Συμμόρφωση με τις Αρχές εταιρικής διακυβέρνησης:

- Η ανάλυση της σύνθεσης του Διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας έδειξε πως για πολλά από τα μέλη (εκτελεστικά ή μη εκτελεστικά ή ανεξάρτητα) υπήρχαν μεταξύ τους οικογενειακοί δεσμοί ή εργασιακοί μεταξύ των διαφόρων εταιριών του ομίλου, με αποτέλεσμα την ουσιαστική ανυπαρξία αξιόπιστου εσωτερικού ελέγχου του management, επομένως ανυπαρξία αποτελεσματικής Εταιρικής Διακυβέρνησης.

- Η θέση του Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου δεν διαχωρίζονταν και κατέχονταν από την οικογένεια Tanzi, γεγονός που οδήγησε στην τεράστια συγκέντρωση δύναμης σε αυτήν.

2.4.4. Συμπεράσματα

Παρά το γεγονός ότι η κάθε περίπτωση κατάρρευσης επιχείρησης λόγω αδυναμίας εφαρμογής σωστής διακυβέρνησης είναι μοναδική, υπάρχουν πολλά κοινά στοιχεία (Jaime Caruana, 2005):

- Τα Διοικητικά συμβούλια απέτυχαν να κατανοήσουν τους κινδύνους που αναλάμβανε η επιχείρηση και δεν μπόρεσαν να ελέγχουν τις πράξεις της διοίκησης ή των εργαζομένων.

- Τα αντικρουόμενα συμφέροντα και η έλλειψη ανεξάρτητων μελών συνετέλεσαν σε αποφάσεις που εξυπηρέτησαν τους λίγους σε βάρος των πολλών.

Οι εσωτερικοί έλεγχοι ήταν αδύναμοι ή ανύπαρκτοι, ή εμφανίζονταν επαρκείς στην θεωρία και στην πράξη.

-Οι εσωτερικοί και εξωτερικοί ελεγκτές «πιάστηκαν στον ύπνο» και απέτυχαν να αποκαλύψουν την απάτη, ενώ σε μερικές περιπτώσεις την ενίσχυσαν.

-Οι οργανικές δομές ήταν σχεδιασμένες για να περιορίζουν τη διαφάνεια και να εμποδίζουν την αγορά από το να έχει μια γνήσια εικόνα της επιχείρησης.

-Τέλος, η εταιρική κουλτούρα ενίσχυε ανήθικες συμπεριφορές και αποθάρρυνε την διατύπωση αμφισβήτησης.

2.5 Πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση και η σχέση της με την Εταιρική Διακυβέρνηση

Μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση σε παγκόσμιο επίπεδο πολλοί είναι εκείνοι που αναρωτιούνται αν υπάρχει σχέση ανάμεσα σε αυτήν και στον τρόπο που διοικούνται και ελέγχονται οι τράπεζες. Θα μπορούσε άραγε να αποφευχθεί η καταστροφή αν τα Διοικητικά Συμβούλια των τραπεζών είχαν κάνει τη δουλειά τους καλύτερα ή ήταν κάτι που δεν μπορούσαν να προβλέψουν;

Σύμφωνα με πρόσφατη έρευνα που δημοσίευσε η Nestor Advisors τον Απρίλιο του 2008, στην οποία εξετάζεται η Εταιρική Διακυβέρνηση των 25 ευρωπαϊκών τραπεζών με τη μεγαλύτερη χρηματιστηριακή αξία, μεταξύ των οποίων και η δική μας Εθνική Τράπεζα, προκύπτουν μερικά σημαντικά συμπεράσματα, όπως:

-Στις Ευρωπαϊκές Τράπεζες που επλήγησαν περισσότερο από την κρίση, τα συμβούλια δεν δημιούργησαν τα αναγκαία συστήματα και διαδικασίες για την τακτική συζήτηση και

ανασκόπηση της διάθεσης ανάληψης κινδύνων και την επίβλεψη της διαχείρισής τους. Οι τράπεζες που κατέγραψαν τις μεγαλύτερες μετοχικές απώλειες ήταν στην πλειονότητά τους αυτές που δεν είχαν συστήσει επιτροπή διαχείρισης κινδύνων σε επίπεδο συμβουλίου.

-Ένα άλλο πρόβλημα είναι ότι η πληροφόρηση που παίρνει το συμβούλιο από τη διοίκηση είναι συχνά από δεύτερο και τρίτο «χέρι», καθώς δεν υπάρχει απευθείας πρόσβαση των μελών του στα στελέχη που είναι άμεσα υπεύθυνα για τη διαχείριση των κινδύνων. Επίσης, πολλές φορές το πρόβλημα έχει να κάνει, όχι με την έλλειψη ανεξαρτησίας που συμβαίνει συνήθως, αλλά με την αδυναμία κατανόησης από πλευράς ΔΣ των όλο και πιο σύνθετων και γεωγραφικά εκτεινόμενων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων των Τραπεζών. Τα τραπεζικά συμβούλια δυσκολεύονται να βρουν μη εκτελεστικά μέλη για τη θέση του Προέδρου που να έχει επαρκή εμπειρία στον χρηματοοικονομικό τομέα και να μην αντιμετωπίζουν συγκρούσεις συμφερόντων.

-Αρνητικές επιπτώσεις έχει, τέλος, το σύστημα υπολογισμού των αμοιβών του CEO, που ευνοεί την ανάληψη υπερβολικών κινδύνων. Στις τράπεζες όπου ο πάγιος μισθός των γενικών διευθυντών το 2006 αντιστοιχούσε σε ποσοστό μικρότερο από το 15% των συνολικών αποδοχών τους (με αντίστοιχα υψηλό ποσοστό μεταβλητών αμοιβών εξαρτωμένων από την απόδοση), οι τιμές των μετοχών παρουσίασαν χαμηλότερη απόδοση σε σχέση με τις τράπεζες των οποίων οι γενικοί διευθυντές εισέπραξαν ποσοστό μεγαλύτερο από 30% της συνολικής αμοιβής τους ως πάγιο μισθό.

3ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΝΟΜΙΚΟ – ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΠΕΡΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ ΣΕ ΔΙΕΘΝΕΣ ΕΠΙΠΕΔΟ (ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΠΟΥ ΕΛΑΒΑΝ ΧΩΡΑ ΤΑ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΧΡΟΝΙΑ)

3.1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Το νομοθετικό πλαίσιο κάθε χώρας, είτε αυτό αφορά στην Εταιρική Διακυβέρνηση, είτε στο Πτωχευτικό δίκαιο, τελικό στόχο έχει την πλήρη προστασία των αντικρουόμενων, τις περισσότερες φορές, δικαιωμάτων όλων όσων έχουν έννομο συμφέρον από μια επιχείρηση. Η διαφορά τους, ωστόσο, έγκειται στο ότι η νομοθεσία περί Εταιρικής Διακυβέρνησης, έχει ως στόχο την πρόληψη της οικονομικής αδυναμίας μιας επιχείρησης, στο βαθμό φυσικά που αυτή σχετίζεται με την Εταιρική Διακυβέρνηση, ενώ αντίθετα το εκάστοτε Πτωχευτικό Δίκαιο, έχει ως στόχο την εκ των υστέρων προσπάθεια διάσωσης της επιχείρησης ή αποτελεσματικής προστασίας όλων των ενεχομένων σε περίπτωση ρευστοποίησης της περιουσίας της.

Στο κεφάλαιο αυτό θα αναλυθούν οι σημαντικότερες μεταρρυθμίσεις που έλαβαν χώρα τα τελευταία χρόνια σε διεθνές επίπεδο και αφορούν στο Νομικό και Θεσμικό πλαίσιο της Εταιρικής διακυβέρνησης και του Πτωχευτικού Δικαίου, καθώς και η σκοπιμότητα τους. Ειδικότερα, θα αναλυθούν:

- Οι μεταρρυθμίσεις του νομικού – θεσμικού πλαισίου περί εταιρικής διακυβέρνησης στις Η.Π.Α., Ηνωμένο Βασίλειο και Ευρωπαϊκή Ένωση, προκειμένου να ενισχυθούν τα μέτρα

πρόληψης της οικονομικής αδυναμίας ή πτώχευσης μιας επιχείρησης,

και

- Οι μεταρρυθμίσεις αλλά και οι διαφορές στους Πτωχευτικούς Κώδικες μεταξύ των χωρών, η σκοπιμότητά τους και η σχέση τους με την ανάγκη αύξησης της προστασίας όλων των εμπλεκομένων.

3.2. Νομικό – Θεσμικό Πλαίσιο περί Εταιρικής Διακυβέρνησης

Όπως προαναφέρθηκε, μετά τα μεγάλα οικονομικά σκάνδαλα των τελευταίων δεκαετιών ανά τον κόσμο, οι διάφορες χώρες προχώρησαν σε αναθεώρηση των νομοθετικών τους πλαισίων, στην προσπάθειά τους να ενισχύσουν την διαφάνεια, την έγκαιρη και έγκυρη πληροφόρηση των επενδυτών, τον αποτελεσματικό και ανεξάρτητο έλεγχο, την ισχυροποίηση και ανεξαρτητοποίηση του Διοικητικού Συμβουλίου και την κατάρτιση αξιόπιστων λογιστικών καταστάσεων, που αποτελούν ορισμένα από τα βασικά εχέγγυα για την αποτελεσματική προστασία τόσο των επιχειρήσεων από μια ενδεχόμενη οικονομική καταστροφή, όσο και αυτών που έχουν έννομο συμφέρον (μέτοχοι, εργαζόμενοι, κ.α.).

Συνήθως οι μεγάλες κρίσεις είναι αυτές που δίνουν το έναυσμα για τη λήψη μιας σειράς μέτρων και την ανάληψη διαφόρων εθελοντικών πρωτοβουλιών.

Στις παραγράφους που ακολουθούν, παρατίθενται συνοπτικά ορισμένες από τις πιο σημαντικές αλλαγές που έγιναν τα τελευταία χρόνια στο νομοθετικό – θεσμικό πλαίσιο σε

Η.Π.Α. και Ευρώπη, προκειμένου η Εταιρική Διακυβέρνηση να λειτουργήσει πιο αποτελεσματικά ως μέσο πρόληψης ή αντιμετώπισης οικονομικής αδυναμίας μιας επιχείρησης και να διασφαλίσει κατ' αυτόν τον τρόπο τα συμφέροντα όλων όσων έχουν έννομο συμφέρον.

3.2.1. Ηνωμένες Πολιτείες

Στις Ηνωμένες Πολιτείες τα σκάνδαλα αμερικάνικων εταιριών όπως η ENRON, WORLDCOM, κ.α, οδήγησαν στην ψήφιση του νόμου SARBANES – OXLEY BILL το 2002, με σκοπό την αναθέρμανση της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού και της Κεφαλαιαγοράς.

Με το νόμο αυτό έγινε προσπάθεια ενίσχυσης της διαφάνειας και ποιότητας του περιεχομένου των οικονομικών καταστάσεων και κατ' επέκταση της μείωσης της πιθανότητας λογιστικής απάτης, αλλά και της ανεξαρτητοποίησης των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και των ελεγκτικών μηχανισμών από το Management.

Ειδικότερα, αναφέρεται ότι ο Νόμος “Sarbanes – Oxley” αποτελεί τη σημαντικότερη αλλαγή στην νομοθεσία περί τίτλων των ΗΠΑ από τη δεκαετία του 1930. Ασχολείται κυρίως με ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης και πληροφόρησης, τα οποία με αφορμή τις τελευταίες εξελίξεις στο λογιστικό και ελεγκτικό κλάδο των Ηνωμένων Πολιτειών, απέκτησαν αυξημένη σημασία. Επιπλέον, ο Νόμος επιβάλλει σημαντικά βαρύτερες ποινές από αυτές που ίσχυαν προηγουμένως για μέλη του Δ.Σ., ανώτερα στελέχη, ορκωτούς ελεγκτές, αναλυτές και δικηγόρους στην περίπτωση μη-συμμόρφωσής τους με την κείμενη νομοθεσία.

Τα βασικά σημεία στα οποία εστιάζει ο Νόμος είναι τα ακόλουθα:

- Οι Επιτροπές Ελέγχου (Audit Committees), που πλέον θα πρέπει να αποτελούνται από ανεξάρτητα μέλη του Δ.Σ., υπόκεινται σε νέες διατάξεις σχετικά με το διορισμό ελεγκτών, τις απολαβές και την επίβλεψή τους.
- Οι Γενικοί Δ/ντές και οι Οικονομικοί Δ/ντές των εταιριών θα πρέπει να πιστοποιούν εγγράφως σε κάθε Δελτίο το οποίο περιλαμβάνει οικονομικές καταστάσεις και υποβάλλεται στο SEC (εκτός ορισμένων περιπτώσεων) την ακρίβεια των οικονομικών πληροφοριών που περιέχονται στο Δελτίο και την επάρκεια των σχετικών διαδικασιών και ελέγχων διαφάνειας της μονάδας τους.
- Στην περίπτωση ψευδούς πιστοποίησης, τα στελέχη θα υπόκεινται σε ποινές έως \$1 εκατομμύριο ή / και 10 χρόνια κάθειρξη εάν η απάτη ήταν απλά εκούσια και έως \$5 εκατομμύρια ή / και 20 χρόνια κάθειρξη αν η απάτη ήταν εσκεμμένη.
- Εκτός ελάχιστων περιπτώσεων, οι εισηγμένες εταιρίες δεν επιτρέπεται να χορηγούν κανένα δάνειο στα στελέχη τους ή στα μέλη του Δ.Σ. Επίσης, υφιστάμενα δάνεια προς μέλη του Δ.Σ. δεν επιτρέπεται να αυξηθούν, να τροποποιηθούν ή να ανανεωθούν.
- Οι εργαζόμενοι, τα ανώτερα στελέχη και όλοι όσοι διαθέτουν πληροφορίες σχετικές με την πορεία της

επιχείρησης θα πρέπει να γνωστοποιούν τυχόν συναλλαγές σε μετοχές των εταιριών τους εντός δύο ημερών μετά την ημερομηνία εκτέλεσης της συναλλαγής.

- Οι Εταιρίες θα πρέπει να γνωστοποιούν σε «άμεση και συνεχή βάση» επιπλέον πληροφορίες για την περιουσιακή διάρθρωση και τα αποτελέσματα εκμετάλλευσης της εταιρίας, εφόσον το SEC θεωρεί ότι τέτοια επιπλέον πληροφόρηση είναι απαραίτητη για το κοινό συμφέρον ή για τους επενδυτές.
- Κάθε Ετήσιο Δελτίο που υποβάλλεται στο SEC και περιλαμβάνει οικονομικά αποτελέσματα θα πρέπει να εμπεριέχει γνωστοποιήσεις για όλες τις σημαντικές διορθώσεις που πραγματοποιούνται από τους ορκωτούς ελεγκτές.

Πολλές πράξεις ορίζονται πλέον ως κακουργήματα, όπως:

- Παραποίηση ή καταστροφή αρχείων με πρόθεση την παρεμπόδιση της ορθής διενέργειας ελέγχων ή διαδικασιών πτώχευσης.
- Ηθελημένα μη διατήρηση όλων των αρχείων ελέγχου από Ορκωτό Ελεγκτή για πέντε χρόνια.
- Γνώση εκτέλεσης σχεδίου για την παραπλάνηση επενδυτών.

Σύμφωνα με έρευνες που έγιναν σχετικά με τις επιπτώσεις του νόμου στην συμπεριφορά των επιχειρήσεων, διαφαίνεται η βελτίωση των ελεγκτικών μηχανισμών που εφαρμόζονται πλέον στις επιχειρήσεις και της διαφάνειας, αν και δεν λείπουν και οι απόψεις για περαιτέρω διερεύνηση των

δεδομένων, αλλά και αναγκαιότητα αλλαγής της γενικότερης <συμπεριφοράς> των εμπλεκομένων προκειμένου να γίνει πιο αποτελεσματικός ο νόμος.

3.2.2. Ηνωμένο Βασίλειο

Ομοίως, στο Ηνωμένο Βασίλειο τα σκάνδαλα των εταιριών Polly Peck, BCCI, MAXWELL, κ.α., καθώς και η αντιπαράθεση για το ύψος των αμοιβών των μελών των Διοικητικών Συμβουλίων, οδήγησε στη σύσταση της Επιτροπής Cadbury το 1992 για τη διατύπωση ενός εθελοντικού κώδικα για την Εταιρική Διακυβέρνηση.

Οι συστάσεις της Επιτροπής Cadbury αφορούσαν:

α) στη δημιουργία δύο επιτροπών κλειδιά του Διοικητικού Συμβουλίου, ήτοι της ελεγκτικής επιτροπής που θα έπρεπε να αποτελείται από μη εκτελεστικά μέλη, μεταξύ των οποίων και ανεξάρτητα μέλη και της επιτροπής αμοιβών.

Επίσης, πρότεινε και την δημιουργία επιτροπής υπεύθυνης για τους διορισμούς των νέων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.

β) στο διαχωρισμό του ρόλου Διευθύνοντος Συμβούλου και Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου.

Μετά την Επιτροπή Cadbury, ακολούθησαν και άλλοι κώδικες, όπως ο λεγόμενος «The Combined Code» με πολλές αναθεωρήσεις διαχρονικά που έλαβαν υπόψη τις εξελίξεις τόσο στη Μεγάλη Βρετανία όσο και παγκοσμίως.

Δύο βασικές ενότητες αναφοράς του παραπάνω κώδικα, αποτελούν:

A) Η ίδια η επιχείρηση, με υποκατηγορίες που περιλαμβάνουν πλαίσια για τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, τις αποζημιώσεις τη διαφάνεια, τον έλεγχο και τις σχέσεις με τους μετόχους.

Ειδικότερα προτείνεται:

α) ένα αποτελεσματικό Διοικητικό Συμβούλιο, υπεύθυνο για την επιτυχία της επιχείρησης.

β) Ένας ξεκάθαρος διαχωρισμός αρμοδιοτήτων ανάμεσα στον Πρόεδρο του Διοικητικού Συμβουλίου και τον Διευθύνοντα σύμβουλο.

γ) Μια ισορροπία εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών που θα βοηθήσει στην αποφυγή κυριαρχίας από ορισμένους και σε μια πιο διάφανη διαδικασία διορισμού νέων μελών, που θα διασφαλίζει το διορισμό των πλέον κατάλληλων ατόμων.

δ) Άμεση πληροφόρηση στα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, ώστε να λαμβάνονται αποφάσεις που θα βασίζονται στη γνώση.

ε) Επίσημη αξιολόγηση σε τακτά χρονικά διαστήματα της απόδοσης του Διοικητικού Συμβουλίου.

ζ) Οι αμοιβές των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου να είναι τέτοιες, ώστε να είναι αρκετές ώστε να προσελκύουν και να παρακινούν τα μέλη να διαχειρίζονται με επιτυχία την επιχείρηση.

η) να υπάρχει εσωτερικός έλεγχος και το Διοικητικό Συμβούλιο να διορίζει ελεγκτική επιτροπή που θα αποτελείται από μη εκτελεστικά μέλη.

B) Η σημασία που θα πρέπει να έχουν οι θεσμικοί επενδυτές, οι οποίοι αντιπροσωπεύουν ένα πολύ μεγάλο τμήμα των κεφαλαίων των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεων και η σχέση των επιχειρήσεων με αυτούς θα πρέπει να

βασίζεται σε έναν αποτελεσματικό διάλογο. Οι θεσμικοί επενδυτές ενθαρρύνονται ώστε να λαμβάνουν υπόψη όλους τους παράγοντες όταν αξιολογούν την εταιρική διακυβέρνηση μιας επιχείρησης και να κάνουν χρήση των δικαιωμάτων ψήφου που έχουν (Mallin, Mullineux, Wihlborg, 2005).

3.2.3. Ευρωπαϊκή Ένωση

Στη Ε.Ε. γίνονται τα τελευταία χρόνια προσπάθειες βελτίωσης του νομοθετικού πλαισίου που αφορά στις επιχειρήσεις και στην εταιρική διακυβέρνηση. Παρά το γεγονός ότι οι κώδικες δεοντολογίας τείνουν να εκφράζουν τις ίδιες απόψεις, οι δομές της εταιρικής διακυβέρνησης διαφέρουν από χώρα σε χώρα αντικατοπτρίζοντας τις ανάγκες και προτεραιότητες της κάθε μιας.

Ακόμη και στην ίδια οικονομία η κατάλληλη εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να διαφέρει ανάλογα με το μέγεθος των επιχειρήσεων ή τον κλάδο στον οποίο ανήκουν. Επομένως η προσπάθεια να υπάρξει ομοιογένεια στις δομές Εταιρικής Διακυβέρνησης σε όλες τις περιπτώσεις δεν αποτελεί και την καλύτερη πολιτική.

Στην Ε.Ε. το Μάιο του 2003 παρουσιάστηκε ένα σχέδιο δράσης βασισμένο στις προτάσεις του «High Level Group of Company Law Experts» σχετικά με ένα μοντέρνο νομοθετικό πλαίσιο σχετικά με τις επιχειρήσεις.

Το παραπάνω γκρουπ πρότεινε μια σειρά από μέτρα σχετικά με την Εταιρική Διακυβέρνηση, μεταξύ των οποίων:

1. Οι εισηγμένες εταιρίες θα πρέπει να αναρτούν κατάσταση εταιρικής διακυβέρνησης στην ιστοσελίδα τους.
2. Τα δικαιώματα ψήφου και πληροφοριών των μετόχων θα πρέπει να διασφαλίζονται από ένα Ευρωπαϊκό νομοθετικό πλαίσιο.
3. Η Ε.Ε. θα πρέπει να συστήσει στα κράτη μέλη την υιοθέτηση αποτελεσματικών μέτρων στην νομοθεσία τους σχετικά με τις επιχειρήσεις, ή στους κώδικες δεοντολογίας, διασφαλίζοντας τη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου (απαιτούμενος αριθμός ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών) και το έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων.
4. Εισαγωγή μέτρων που θα δεσμεύουν τα μέλη του Διοικητικού συμβουλίου για την εγκυρότητα των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων, έτσι ώστε να διασφαλίζεται η διαφάνεια και η συμμετρική πληροφόρηση, αλλά και για την ικανότητα της επιχείρησης να αποπληρώνει τις υποχρεώσεις της.

3.3. Πτώχευση και Προστασία των Εμπλεκομένων

Σημαντικό αρνητικό αντίκτυπο της οικονομικής κατάρρευσης και πτώχευσης μιας επιχείρησης υφίστανται όλοι όσοι ζημιώνονται από αυτήν και πολλές φορές τίθενται ερωτήματα σχετικά με το ποιος από όλους είναι ο περισσότερο <χαμένος> (πιστωτές, επενδυτές, εργαζόμενοι, ή η ίδια η επιχείρηση) και ακόμη περισσότερο ποιος θα πρέπει να έχει προτεραιότητα στη διεκδίκηση απαιτήσεων. Τα θέματα αυτά

αποτελούν αντικείμενα του νομοθετικού πλαισίου κάθε χώρας από μια άλλη οπτική γωνία, που αφορά στο εκάστοτε Πτωχευτικό Δίκαιο.

Αυτονόητο είναι ότι μεγαλύτερο μερίδιο σε έναν πιστωτή, εργαζόμενο ή μέτοχο σημαίνει μείωση της <Πίτας> για τους υπόλοιπους, ενώ διαφορετικά νομοθετικά πλαίσια επ' αυτού έχουν διαμορφωθεί μεταξύ των χωρών.

Το σίγουρο είναι βέβαια, ότι αρνητικές επιπτώσεις της πτώχευσης μιας επιχείρησης υφίστανται όλοι οι εμπλεκόμενοι (Stakeholders – μέτοχοι, εργαζόμενοι, πιστωτές, πελάτες, τοπική κοινωνία), ανάλογα με το βαθμό εμπλοκής τους σε αυτήν ή ανάλογα και με το μέγεθος της επιχείρησης, που μπορεί σε ορισμένες περιπτώσεις να επηρεάζει και το ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον.

Για τους λόγους αυτούς, οι νομοθεσίες που αφορούν στην Πτώχευση έχουν πολλές κατευθύνσεις:

1. Την αναγνώριση του ρόλου των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου στην αποτυχία της επιχείρησης.
2. Την αναγνώριση της περιουσίας προς όφελος των πιστωτών κατά τέτοια σειρά ώστε να μεγιστοποιείται η ωφέλεια.
3. Την προστασία της επιχείρησης από ενδεχόμενους βιαστικούς πιστωτές.
4. Την προστασία των πιστωτών από άλλους που μπορεί να κερδίσουν ένα μη νόμιμο πλεονέκτημα σε βάρος κάποιων άλλων.

Όπως φαίνεται, οι παραπάνω σκοποί είναι αντικρουόμενοι, όπως και οι απόψεις που αναπτύσσονται σχετικά με το πως θα πρέπει να αντιμετωπίζεται η Πτώχευση.

Σχεδόν κάθε σύστημα Πτώχευσης προβλέπει μία τάξη προνομιούχων πιστωτών και σχεδόν σε όλα τα συστήματα, γίνεται προσπάθεια προστασίας των δικαιωμάτων των εργαζομένων, ενώ το κράτος, οι τράπεζες και γενικότερα τα πιστωτικά ιδρύματα έχουν προτεραιότητα σε σχέση με τους λοιπούς πιστωτές, προμηθευτές αλλά και των μετόχων μιας επιχείρησης. Φυσικά, σχετικά με τις προτεραιότητες αυτές υπάρχει πάντα και η αντίστοιχη επιχειρηματολογία, όπως για παράδειγμα, ο βαθμός προστασίας που θα πρέπει να διέπει το τραπεζικό σύστημα, η δυνατότητα που έχουν οι λοιποί πιστωτές να εξασφαλίζουν τις απαιτήσεις τους, όπως εγγυητικές επιστολές από τράπεζες, ενέγγυες πιστώσεις, κ.α.

Όσον αφορά τους μετόχους, οι απαιτήσεις τους μπορεί να έχουν μικρότερη βαρύτητα από τους λοιπούς πιστωτές, καθώς είναι οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης και ο σκοπός τους είναι η συμμετοχή στα κέρδη, ενώ οι πιστωτές αποσκοπούν στην επιστροφή των κεφαλαίων τους, πλέον των τόκων.

Ωστόσο, μετά τα οικονομικά σκάνδαλα των τελευταίων δεκαετιών, αναπτύχθηκαν απόψεις που δεν υπήρχαν κατά το παρελθόν, σχετικά με την προτεραιότητα που θα έπρεπε να υπάρχει στις απαιτήσεις από ομάδες εμπλεκομένων όπως για παράδειγμα τα ασφαλιστικά ταμεία που έχουν το ρόλο των θεσμικών επενδυτών σε επιχειρήσεις, η πιθανή κατάρρευση των οποίων αν συμβεί μπορεί να προκαλέσει, όπως είναι αυτονόητο, σημαντικό κοινωνικό αντίκτυπο. Όσο οι

οικονομίες εξελίσσονται και γίνονται πιο πολύπλοκες, τα αντικρουόμενα συμφέροντα αναπτύσσονται και αυξάνονται και αντίστοιχα οι αντιλήψεις που αφορούν στη διαμόρφωση της κοινωνικής πολιτικής (Cohen, 1994).

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να επισημανθούν οι σημαντικές διαφορές που υπάρχουν στα Πτωχευτικά Δίκαια των χωρών όσον αφορά και στην προτεραιότητα που δίνει το κράτος ανάμεσα στο συμφέρον της επιχείρησης ως συνόλου ή στο συμφέρον των πιστωτών, γεγονός που ενσωματώνει και πολλές παράπλευρες παραμέτρους.

Οι σημαντικότερες διαφορές εντοπίζονται μεταξύ του Πτωχευτικού Δικαίου των Η.Π.Α., σε σχέση με αυτό των Ευρωπαϊκών χωρών.

Όπως προαναφέρθηκε, οι νόμοι περί Πτώχευσης προβλέπουν ή τη ρευστοποίηση της περιουσίας μιας επιχείρησης ή ένα σχέδιο αναδιοργάνωσής της. Στις Η.Π.Α. η αναδιοργάνωση μιας επιχείρησης (στα πλαίσια του λεγόμενου Chapter 11) κατέχει ένα πολύ μεγαλύτερο μερίδιο σε σχέση με τις Ευρωπαϊκές χώρες, παρά το γεγονός ότι και οι τελευταίες έχουν αναμορφώσει τη νομοθεσία τους προκειμένου να αυξήσουν την πιθανότητα συνέχισης λειτουργίας μιας επιχείρησης σε Πτώχευση και το γεγονός αυτό φυσικά έχει και κάποια εξήγηση.

Η παραπάνω διαφοροποίηση έγκειται στο γεγονός ότι στις Η.Π.Α. η σχετική νομοθεσία θεωρείται ως περισσότερο φιλική προς τον δανειζόμενο, σε αντίθεση με τη νομοθεσία των Ευρωπαϊκών χωρών που θεωρείται περισσότερο φιλική προς τους πιστωτές.

Στις Η.Π.Α., η διοίκηση μιας επιχείρησης δεν χρειάζεται τη συναίνεση των πιστωτών για να ενταχθεί σε σχέδιο αναδιοργάνωσης και η υφιστάμενη διοίκηση παραμένει στη θέση της. Αντίθετα, στην Ευρώπη οι πιστωτές θα αποφασίσουν για την αναδιοργάνωση ή όχι, ενώ προϋπόθεση είναι και η αντικατάσταση της υφιστάμενης διοίκησης.

Όσον αφορά στην επιχειρηματολογία για τις παραπάνω διαφορές, στις Η.Π.Α. ισχύει η άποψη ότι με την αναδιοργάνωση και την παραμονή της υφιστάμενης διοίκησης, που έχει γνώση των εσωτερικών διαδικασιών της επιχείρησης, θα μεγιστοποιηθεί η ωφέλεια τόσο για τους πιστωτές, όσο και για την ίδια την επιχείρηση και όσων εξαρτώνται από αυτήν, όπως οι εργαζόμενοι και οι μέτοχοι, ενώ στην Ευρώπη η διοίκηση θεωρείται η περισσότερο υπεύθυνη για την οικονομική αδυναμία και πρέπει να αντικατασταθεί.

Για τους παραπάνω λόγους, στις Η.Π.Α., το μεγαλύτερο ποσοστό αιτήσεων για πτώχευση αφορά στην εθελοντική πτώχευση, σε αντίθεση με την Ευρώπη στην οποία είναι τις περισσότερες φορές υποχρεωτική (ξεκινά συνήθως μόνο από τους πιστωτές), καθώς είναι βέβαιο ότι μια τέτοια διαδικασία θα οδηγήσει σε αντικατάσταση της διοίκησης και άμεση ρευστοποίηση, ενώ και η αναδιοργάνωση των επιχειρήσεων είναι πιο σπάνια (Brouwer, 2006).

Σύμφωνα με έρευνες που έχουν γίνει, έχει βρεθεί ότι η αναδιοργάνωση προσθέτει περισσότερη αξία από την άμεση ρευστοποίηση της περιουσίας μιας επιχείρησης.

Ωστόσο, αυτό που έχει σημασία είναι η αποτελεσματικότητα των διαδικασιών. Η αναδιοργάνωση θα πρέπει να προτιμάται σε σχέση με την άμεση ρευστοποίηση, εάν όντως προσθέτει μεγαλύτερη αξία για όλους όσους έχουν έννομο συμφέρον.

4ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΔΟΜΕΣ, ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΚΑΙ ΣΧΕΣΗ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ – ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΠΟΥ ΕΛΑΒΑΝ ΧΩΡΑ ΤΑ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΧΡΟΝΙΑ ΣΤΟ ΝΟΜΙΚΟ – ΘΕΣΜΙΚΟ ΤΟΥΣ ΠΛΑΙΣΙΟ

4.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Στο κεφάλαιο αυτό θα αναλυθούν:

- Οι συνθήκες που επικράτησαν τα τελευταία χρόνια στην Ελληνική πραγματικότητα και οδήγησαν σε αναθεώρηση των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης.
- Η ιδιοκτησιακή δομή των επιχειρήσεων στην Ελλάδα, η οποία καθορίζει τη μορφή της ακολουθούμενης εταιρικής διακυβέρνησης και κατ' επέκταση τη μορφή των σχετικών με αυτήν προβλημάτων που μπορεί να σχετίζονται με την πιθανότητα οικονομικής αδυναμίας ή πτώχευσης.
- Η αξιολόγηση της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα βάσει βαθμολογικών συστημάτων.
- Η εξέλιξη και αξιολόγηση του θεσμικού – νομικού πλαισίου της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα, ως μέσο πρόληψης της οικονομικής αδυναμίας ή πτώχευσης, που αφορά κυρίως στις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες, αλλά και στον τραπεζικό και ασφαλιστικό κλάδο.
- Η διαχρονική εξέλιξη και αξιολόγηση του πτωχευτικού δικαίου στην Ελλάδα και η σχέση του με την εταιρική

διακυβέρνηση και την προστασία των εμπλεκομένων, και τέλος

- Η σχέση εταιρικής διακυβέρνησης και πτώχευσης στην Ελλάδα.

4.2. Διαχρονική εξέλιξη της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα και οι λόγοι που οδήγησαν στην αναθεώρησή της

Η αναβάθμιση της Ελληνικής Χρηματαγοράς, η προσπάθεια της να ακολουθήσει άλλες ώριμες αγορές, ο έντονος ανταγωνισμός για την προσέλκυση κεφαλαίων, αλλά και τα τεράστια οικονομικά σκάνδαλα ανά τον κόσμο, κατέστησαν την αναδιάρθρωση της Εταιρικής Διακυβέρνησης και στη χώρα μας ως πρώτη προτεραιότητα.

Η διαφάνεια της αγοράς και η εμπιστοσύνη των επενδυτών αποτελούν τις κυριότερες προκλήσεις της εταιρικής διακυβέρνησης και για την Ελληνική αγορά.

Η αποτυχία της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα ήταν ένα από τους λόγους κλειδιά της υπολειτουργίας της αγοράς κεφαλαίου τα τελευταία χρόνια. Συγκεκριμένες καταχρηστικές συμπεριφορές περιόρισαν την εμπιστοσύνη των επενδυτών.

Για το λόγο αυτό η αναμόρφωση του πλαισίου προστασίας τους και η λήψη μέτρων για την ενίσχυση της διαφάνειας υιοθετήθηκαν για την αναστροφή της παραπάνω κατάστασης. Ωστόσο υπήρχαν αντικρουόμενες απόψεις ανάμεσα στις επιχειρήσεις και το κράτος, με τις πρώτες να υποστηρίζουν

ότι η μεταρρύθμιση της εταιρικής διακυβέρνησης θα έπρεπε να τεθεί σε εθελοντική βάση.

Σύμφωνα με έρευνα που έχει διεξαχθεί κατά το παρελθόν (Ia Porta et al 1998), σύμφωνα με την οποία κατηγοριοποιήθηκαν και βαθμολογήθηκαν 49 χώρες ανάλογα με την νομική «οικογένεια» στην οποία ανήκουν (Αγγλική, Γαλλική, Γερμανική και Σκανδιναβική), προέκυψαν τα εξής:

Η Ελλάδα, ως γνήσιο μέλος της Γαλλικής «οικογένειας» βαθμολογήθηκε με «2» από «6» σχετικά με τα δικαιώματα των μετόχων, με «7» από «10» και «6,18» από «10» για την αποτελεσματικότητα της νομιμότητας του συστήματος και των νομικών κανόνων. Όσον αφορά στα λογιστικά πρότυπα βαθμολογήθηκε με «55» από «90». Συνολικά τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι η Γαλλική οικογένεια, περιλαμβανομένης της Ελλάδας παρέχει μικρή νομική προστασία στους μετόχους.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η Ελλάδα έλαβε τη χειρότερη βαθμολογία από όλα τα κράτη μέλη της Ε.Ε. όσον αφορά στο σεβασμό στο νόμο και τα λογιστικά πρότυπα (μη συμπεριλαμβανομένης της Πορτογαλίας)

Ωστόσο, μετά το 1996 μεγάλες αλλαγές έλαβαν χώρα. Κανόνες υιοθετήθηκαν που καθορίζουν πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες.

Η Ελληνική Κεφαλαιαγορά πραγματοποίησε ένα κύκλο αυτό-εκπλήρωσης των προσδοκιών της κατά τη διάρκεια του δεύτερου και τρίτου τριμήνου του 1999. Στο τέλος αυτής της

χρονιάς ο δείκτης του Χρηματιστηρίου είχε ετήσια αύξηση της τάξης του 102,2%. Μέσω της αύξησης της τιμής των μετοχών των εισηγμένων εταιριών η συνολική κεφαλαιοποίηση είχε αύξηση της τάξης του 194,7%.

Η μαζική είσοδος ιδιωτών και θεσμικών επενδυτών κυρίως σε τοποθετήσεις μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης μετοχών αύξησε και τις τιμές των μετοχών αλλά και τη ρευστότητα στο δεύτερο και τρίτο τρίμηνο του 99. Οι επενδυτές προσέβλεπαν σε πρόσκαιρα κέρδη, σίγουροι ότι η ανοδική πορεία των μετοχών θα συνεχιστεί.

Δεδομένου όμως ότι η φάση αυτή πάντα έχει ένα τέλος, έτσι και στο Χρηματιστήριο Αθηνών ξεκίνησε η αντίστροφη μέτρηση με αποτέλεσμα την πτώση των τιμών των μετοχών και την υπολειτουργία του Χρηματιστηρίου τα επόμενα χρόνια.

Στην ιστορία υπάρχουν πολλές περιπτώσεις κατά τις οποίες η παραπληροφόρηση οδηγεί τις αγορές σε «φούσκες», με αποτέλεσμα πολλοί επενδυτές να χάσουν τα χρήματα που επένδυσαν.

Για το λόγο αυτό και στην Ελλάδα, λήφθηκαν στην συνέχεια αυξημένα μέτρα με σκοπό την προστασία των επενδυτών, τα οποία αναφέρονται αναλυτικά σε επόμενη παράγραφο.

4.3. Ιδιοκτησιακή δομή των επιχειρήσεων στην Ελλάδα και η σχέση της με την Εταιρική Διακυβέρνηση

Η ανάλυση της ιδιοκτησιακής δομής των επιχειρήσεων είναι καθοριστικής σημασίας για την κατανόηση της ακολουθούμενης εταιρικής διακυβέρνησης και της σχέσης που μπορεί να έχει αυτή με την πιθανότητα οικονομικής αδυναμίας ή πτώχευσης.

Όπως αναφέρεται και παρακάτω, αλλά και σε προγενέστερα κεφάλαια της παρούσας εργασίας, διαφορετικές ιδιοκτησιακές δομές διαμορφώνουν και διαφορετικές δομές εταιρικής διακυβέρνησης, άρα και διαφορετικές ομάδες και μορφές συμφερόντων που μπορεί να βλάψουν με διαφορετικό τρόπο την ομαλή πορεία μιας επιχείρησης.

Επομένως η σωστή αξιολόγησή τους αποτελεί προϋπόθεση για την αποτελεσματική λήψη μέτρων πρόληψης ή αντιμετώπισης μιας ενδεχόμενης οικονομικής αδυναμίας ή πτώχευσης.

Ο τύπος επιχειρήσεων που συναντάμε περισσότερο στην Ελλάδα είναι οι οικογενειακές επιχειρήσεις. Επομένως οι δομές διακυβέρνησης αυτών και η αποδοτικότητά τους επηρεάζουν τις δυνατότητες ανάπτυξης της αγοράς.

Συχνά ισχυρές οικογένειες δια μέσου επιχειρήσεων Holding ελέγχουν πολλές άλλες εισηγμένες ή μη εισηγμένες επιχειρήσεις σε διαφορετικούς κλάδους.

Ένα ανταγωνιστικό πλεονέκτημα των οικογενειακών επιχειρήσεων είναι η μείωση του κόστους διοίκησης, καθώς ιδιοκτήτες και διοικούντες είναι τα ίδια πρόσωπα.

Επίσης, η αφοσίωση των μετόχων αυτών στην επιχείρηση, στην οποία εργάζονται συνήθως πολλά μέλη της οικογένειας και αποτελεί και περιουσίας τους είναι συνήθως μεγάλη και αποτελεί σημαντικό δυνατό στοιχείο των εταιριών αυτών.

Ωστόσο υπάρχουν και αρνητικά σημεία όπως, η δυνατότητα εκπλήρωσης προσωπικών συμφερόντων σε βάρος της μειοψηφίας, εσωτερικές συνθήκες εργασίας διαφορετικές για τα μέλη της οικογένειας σε σχέση με τους υπόλοιπους εργαζόμενους, περιορισμός προαγωγής των ατόμων μη μέλη της οικογένειας σε υψηλότερες θέσεις.

Η ιδιοκτησιακή διασπορά στην Ελλάδα είναι μέση έως χαμηλή. Μεγάλες οικογένειες ελέγχουν τις περισσότερες μικρού και μεσαίου μεγέθους εταιρίες και η πιθανότητα να προωθούν δικά τους συμφέροντα σε βάρος της μειοψηφίας οδηγεί σε περιορισμένο ενδιαφέρον των τελευταίων να χρηματοδοτήσουν τέτοιες επιχειρήσεις (Spanos, Tsiouri, Xanthakis).

Διασπορά μετοχών των εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιριών

	Κύρια Αγορά	Παράλληλη Αγορά	Νέα Αγορά	Συνολική Αγορά	FTSE- 20	FTSE- 40
Διασπορά	48,74%	30,42%	25,05%	47,22%	54,04%	44.04%
Αριθμός Κύριων Μετόχων	653	317	4	974	52	101
Κεφαλαι- Οποίηση (σε εκ. €)	91.500	8.204	46	99.750	55.411	15.630

Επιτροπή κεφαλαιαγοράς (2001)

Επομένως το πρόβλημα Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα προκύπτει περισσότερο ως διαμάχη ανάμεσα σε ισχυρούς και αδύναμους μετόχους μειοψηφίας, παρά ως διαμάχη ανάμεσα σε ιδιοκτήτες και managers, καθώς ο ανταγωνισμός για το ποιος θα έχει τον έλεγχο είναι μικρός.

Ωστόσο, σημειώνεται ότι οι εταιρίες υψηλής κεφαλαιοποίησης παρουσιάζουν ένα υψηλότερο δείκτη διασποράς της ιδιοκτησίας, από ότι οι εταιρίες μεσαίας κεφαλαιοποίησης.

Συνήθως, οι ισχυροί μέτοχοι μπορεί να ενεργήσουν με ένα αποτελεσματικό μηχανισμό ελέγχου των επιχειρήσεων και έτσι να ενισχύσουν τη λειτουργία της και την οικονομική της απόδοση, καθώς το συμφέρον της επιχείρησης αποτελεί την προσωπική τους περιουσία.

Ωστόσο, υπάρχουν περιπτώσεις που οι μεγαλομέτοχοι μπορεί να προσπαθήσουν να κερδίσουν προσωπικά οφέλη σε βάρος των μικροεπενδυτών.

Αυτονόητο είναι, με βάση όσα προαναφέρθηκαν, ότι τα προβλήματα εταιρικής διακυβέρνησης εξαρτώνται από τα χαρακτηριστικά της ιδιοκτησιακής δομής των επιχειρήσεων κάθε χώρας.

Σε χώρες με δομές διάκρισης της ιδιοκτησίας (κυρίως US και UK), ο διαχωρισμός ιδιοκτησίας και ελέγχου έχει ως αποτέλεσμα να δημιουργούνται αντικρουόμενα συμφέροντα ανάμεσα στους managers και τους μετόχους, με τη συμπεριφορά των επίδοξων managers πολλές φορές να έχει σημαντικές οικονομικές επιπτώσεις και τη μείωση της ενδεχόμενης επιθυμίας των επενδυτών να χρηματοδοτήσουν

τις επιχειρήσεις. Η ασυμφωνία των επενδυτών με την οικονομική πορεία μιας επιχείρησης ή με τις επιλογές της διοίκησης αντικατοπτρίζεται στις τιμές των μετοχών, κάτι που αποτελεί <σήμα> για τη διοίκηση να αλλάξει συμπεριφορά.

Για τους λόγους αυτούς, στις περιπτώσεις αυτής της ιδιοκτησιακής δομής, η εταιρική διακυβέρνηση επικεντρώνεται στην υπευθυνότητα των διοικούντων την επιχείρηση και στους μηχανισμούς που θα διασφαλίζουν το ότι η πορεία της επιχείρησης θα συνάδει με τα συμφέροντα των μετόχων.

Από την άλλη πλευρά, σε χώρες με συγκεντρωτική ιδιοκτησιακή δομή (Ευρώπη, Ιαπωνία), οι ισχυροί μέτοχοι ελέγχουν τους διοικούντες την επιχείρηση και αποδυναμώνουν τη μειοψηφία των μετόχων, με στόχο να κερδίσουν προσωπικά οφέλη.

Στις περιπτώσεις αυτές, η εταιρική διακυβέρνηση επικεντρώνεται στο πώς θα εναρμονίσει τα συμφέροντα των ισχυρών μετόχων με αυτά της μειοψηφίας.

4.4. Αξιολόγηση της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα (συστήματα βαθμολόγησης βάσει ερευνών)

Το συνεχώς αυξανόμενο ενδιαφέρον των επενδυτών, σε διεθνές επίπεδο, για την εταιρική διακυβέρνηση και τη σχέση της με την πιθανότητα οικονομικής δυσπραγίας ή πτώχευσης μιας επιχείρησης, κυρίως μετά τα μεγάλα οικονομικά σκάνδαλα των τελευταίων δεκαετιών, είχε ως αποτέλεσμα και την ανάπτυξη ενδιαφέροντος για τη δημιουργία βαθμολογικών συστημάτων (rating systems) που έχουν τη δυνατότητα να παρέχουν μια αξιολόγηση των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης των εισηγμένων εταιριών, καθώς μια καλή βαθμολογία ενός τέτοιου συστήματος συνδέεται και με μικρότερη πιθανότητα οικονομικής αδυναμίας ή πτώχευσης των επιχειρήσεων, άρα και μια αυξημένη προστασία των επενδυτών.

Ακολουθώντας την παραπάνω διεθνή πρακτική, ανάλογες κινήσεις έγιναν και στην Ελλάδα. Ειδικότερα:

A) Το πανεπιστήμιο Αθηνών ανέπτυξε ένα σύστημα βαθμολόγησης της εταιρικής διακυβέρνησης των εισηγμένων εταιριών στην Ελλάδα (Spanos, 2004).

Η έρευνα έγινε το 2001 σε 120 εισηγμένες εταιρίες (οικογενειακές και μη οικογενειακές) οι οποίες αντιπροσώπευαν περισσότερο από το 85% της κεφαλαιοποίησης της αγοράς, με πέντε κατηγορίες δεικτών εταιρικής διακυβέρνησης (βασισμένες σε 37 δείκτες και 54 ερωτήσεις που υποβλήθηκαν με συνεντεύξεις);

1. Δικαιώματα και υποχρεώσεις των μετόχων (π.χ. τήρηση της αρχής μία μετοχή προς μία ψήφο, κ.α.)

2. Διαφάνεια, αποκάλυψη και έλεγχος πληροφοριών.
3. Δομή διοικητικού συμβουλίου
4. Υψηλή διοίκηση (καθήκοντα και υποχρεώσεις διευθυντών και CEO, κ.α.)
5. Ρόλος λοιπών εμπλεκομένων και εταιρική ευθύνη.

Η συνολική βαθμολογία έδειξε ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις έλαβαν μικρότερο βαθμό σε σχέση με τις μη οικογενειακές. Αν και ακολουθούν το νομικό πλαίσιο, εκείνο στο οποίο υστερούν είναι η εσωτερική οργάνωση.

Επίσης, η χρήση της τεχνολογίας ως πηγή πληροφοριών δεν χρησιμοποιείται επαρκώς από αυτές, ενώ ανεπαρκής είναι και η ανάπτυξη της διαχείρισης κινδύνου, ένας τομέας στον οποίο οι Τράπεζες και πολυεθνικές εταιρίες έκαναν σημαντικά βήματα.

Οι εταιρίες βαθμολογήθηκαν κατά μέσο όρο με 70,4 από 100, με τους δύο πρώτους δείκτες να παίρνουν την υψηλότερη βαθμολογία και τους τρεις τελευταίους να παίρνουν τη χαμηλότερη.

Τα παραπάνω αποτελέσματα δείχνουν ένα ισχυρό πλαίσιο κανονισμών προστασίας των επενδυτών, αλλά και μια περιορισμένη αφοσίωση των επιχειρήσεων στην εταιρική διακυβέρνηση και ευθύνη.

Επίσης, αποδείχτηκε ότι όσο μεγαλύτερη είναι μια επιχείρηση τόσο μεγαλύτερη είναι και η προσπάθεια εναρμόνισης με τις σωστές πρακτικές διακυβέρνησης.

Ωστόσο στο δείγμα δεν περιλαμβάνονταν η πλειοψηφία των εταιριών μικρής κεφαλαιοποίησης, οι οποίες αναμένεται να

έχουν μικρή εναρμόνιση με τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης

B) Μία μεταγενέστερη μελέτη αναπτύσσει μια βαθμολογία Εταιρικής Διακυβέρνησης, συγκρίνοντας τις δομές διακυβέρνησης των Ελληνικών εισηγμένων εταιριών με τα ακόλουθα τρία επίπεδα: α) τις ελάχιστες απαιτήσεις σύμφωνα με την Ελληνική νομοθεσία (χαμηλό επίπεδο), β) τις απαιτήσεις του Ελληνικού κώδικα (μεσαίο επίπεδο) και γ) τις διεθνείς πρακτικές που περιγράφονται από τον Βρετανικό κώδικα (υψηλό επίπεδο) - (florou, Galarniotis 2007).

Με δεδομένα 274 από 330 εισηγμένων εταιριών το 2003, οι οποίες αντιπροσωπεύουν ποσοστό άνω του 95% της συνολικής κεφαλαιοποίησης των Ελληνικών εισηγμένων εταιριών (βάσει πληροφοριών από ετήσιες καταστάσεις και ιστοσελίδες, χρησιμοποιήθηκαν 47 μεταβλητές που ομαδοποιήθηκαν σε 7 κατηγορίες: α) Δ.Σ, β) αμοιβές Δ.Σ. γ) εσωτερικός έλεγχος και οικονομικές καταστάσεις, δ) εξωτερικός έλεγχος, ε) κοινωνική ευθύνη, ζ) δικαιώματα επενδυτών και η) πληροφόρηση και διαφάνεια), η μέση βαθμολογία στο χαμηλό επίπεδο ήταν 65,5% και μειώνεται σταδιακά στα επόμενα δύο επίπεδα με μέση γενική βαθμολογία 44%, που σημαίνει ότι η εθελοντική προσαρμογή στις αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι πολύ περιορισμένη.

Επίσης, οι βαθμολογίες αυξάνονται αναλογικά με το μέγεθος της επιχείρησης (FTSE/ASE 20, FTSE/40 και FTSE/ASE 80 έχουν αντίστοιχες βαθμολογίες 55,8%, 45,1% και 42,8%). Αυτό μπορεί να οφείλεται στο ότι στις μικρές επιχειρήσεις ο μικρός αριθμός των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου δεν

επιτρέπει τη σύσταση διαφορετικών επιτροπών καθώς όλα τα ζητήματα αντιμετωπίζονται από αυτό, ενώ πολλές μεγάλες επιχειρήσεις είναι εισηγμένες και σε ξένα χρηματιστήρια και επομένως απαιτείται να εφαρμόσουν και πρακτικές που απαιτούνται από άλλες χώρες.

Τέλος, η έρευνα έδειξε ότι στις Ελληνικές Εταιρίες η αποκάλυψη των πληροφοριών σχετικά με την Εταιρική Διακυβέρνηση είναι περιορισμένη.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφερθεί ότι οι Ελληνικές επιχειρήσεις πιστεύουν ότι ο κώδικας για την Εταιρική Διακυβέρνηση θα έπρεπε να είναι εθελοντικός.

Πιθανές απαντήσεις για τα παραπάνω ευρήματα μπορεί να είναι, το ότι οι Ελληνικές επιχειρήσεις δεν έχουν ακόμη πειστεί για την αξία της Εταιρικής Διακυβέρνησης και απλώς τη θεωρούν ως ένα αναπόφευκτο κόστος. Επίσης, τα αρκετά ικανοποιητικά δικαιώματα των επενδυτών που υπάρχουν βάσει νόμου, συγκριτικά και με άλλες χώρες (ψήφου και μερίσματος), μειώνουν τις απαιτήσεις των επενδυτών για πιο αποτελεσματική Εταιρική Διακυβέρνηση.

Θα πρέπει βέβαια να σημειωθεί ότι ο χαμηλός βαθμός Υιοθέτησης του Βρετανικού κώδικα από τις Ελληνικές επιχειρήσεις, μπορεί απλώς να σημαίνει ότι μία πρακτική δεν είναι απαραίτητα καλή για όλες τις κοινωνίες (Οι Van den Berghe and Ienrau το 2003 άσκησαν κριτική στο ότι η μία πρακτική ταιριάζει σε όλες τις περιπτώσεις).

4.5. Εξέλιξη και αξιολόγηση του Θεσμικού - νομικού πλαισίου Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα, ως μέσο πρόληψης της οικονομικής αδυναμίας ή πτώχευσης (αφορά κυρίως στις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες, τον τραπεζικό και ασφαλιστικό κλάδο

4.5.1. Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης (πρώτος εθελοντικός κώδικας)

Μετά την πτώση του Ελληνικού Χρηματιστηρίου από τα μέσα του 1999 η Ελληνική Κυβέρνηση προσπάθησε να ενισχύσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Ιδρύθηκε μια επιτροπή που ξεκίνησε συζητήσεις με παράγοντες της αγοράς, ειδικούς, επιχειρήσεις, ελεγκτές, νομικούς και επενδυτές. Αυτές οι συζητήσεις οδήγησαν στη δημοσίευση ενός εθελοντικού κώδικα με τον τίτλο ΑΡΧΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της (OECD, 1999).

Ο κώδικας περιλαμβάνει 44 συστάσεις που συνοψίζονται σε επτά κύριες κατηγορίες (Spanos, 2004):

1. Τα δικαιώματα και υποχρεώσεις των μετόχων. (ενθαρρύνει τα δικαιώματα ψήφου, κ.α.)
2. Την ίση μεταχείριση των μετόχων.
3. Την ενίσχυση του ρόλου των λοιπών εμπλεκόμενων
4. Την διαφάνεια και αποκάλυψη των πληροφοριών και τον ανεξάρτητο έλεγχο.
5. Τη δομή του Διοικητικού Συμβουλίου (μέγιστος αριθμός 13 άτομα, πλειοψηφία μη εκτελεστικών μελών, διαχωρισμός CEO and Chairman)

6. Τα μη εκτελεστικά μέλη και την αμοιβή τους (η οποία θα πρέπει να είναι ανάλογη με το χρόνο που αφιερώνουν στην εταιρία και ανεξάρτητη από την απόδοση της εταιρίας)

7. Διοικητικά Στελέχη (αμοιβή ανάλογα με την απόδοση της εταιρίας, δημιουργία επιτροπής αμοιβών από μη εκτελεστικά μέλη, κ.α.)

Τρία χρόνια μετά την εισήγηση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς εφαρμόστηκε ένας νέος νόμος (3016/2002), ο οποίος για πρώτη φορά υποχρεώνει τις Ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις να εφαρμόσουν μια σειρά οδηγιών Εταιρικής Διακυβέρνησης, προκειμένου να διασφαλίζεται η ομαλή πορεία των επιχειρήσεων, στο βαθμό που αυτή εξαρτάται από τη διακυβέρνησή της και να προασπίζεται το γενικό εταιρικό συμφέρον.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφερθεί ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει ορισθεί ως εθνική εποπτική αρχή, η οποία είναι αρμόδια για την εποπτεία της εφαρμογής των διατάξεων της νομοθεσίας για την κεφαλαιαγορά και έχει ως στόχο τη διασφάλιση της ακεραιότητας της αγοράς, τον περιορισμό του κινδύνου και την προστασία του επενδυτικού κοινού μέσω της διαφάνειας.

Εποπτεύει όλους τους βασικούς φορείς (Χ.Α., Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών, Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες, κ.α.), συνάπτει διμερείς και πολυμερείς συμφωνίες με άλλες εποπτικές αρχές για την ανταλλαγή πληροφοριών και τη συνεργασία σε θέματα αρμοδιότητάς της και θεσπίζει κώδικες δεοντολογίας με όλους τους φορείς διαμεσολάβησης (www.hcmc.gr).

Το Χρηματιστήριο αποτελεί μοχλό χρηματοδότησης και ανάπτυξης των επιχειρήσεων, αλλά παρέχει και τη δυνατότητα σε μικροεπενδυτές – αποταμιευτές να τοποθετούν τις οικονομίες, με αποτέλεσμα η θέσπιση νόμων προάσπισης των συμφερόντων τους να κρίνεται απαραίτητη. Το βασικό χαρακτηριστικό μιας χρηματιστηριακής αγοράς θα πρέπει να είναι η δυνατότητα αποτελεσματικού καθορισμού της τιμής μιας μετοχής και όχι η χειραγώγησή της.

Σε ένα πλήρως ανταγωνιστικό περιβάλλον οι τιμές των μετοχών μεταβάλλονται ανάλογα με τις οικονομικές εξελίξεις, οι οποίες περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, τα αποτελέσματα και τις προοπτικές των εισηγμένων εταιριών και την αποτελεσματικότητα της διοίκησης. Οι παραπάνω παράγοντες αξιολογούνται ανάλογα με την κρίση του επενδυτή και ευνόητο είναι ότι διαφορετικοί επενδυτές κρίνουν και αξιολογούν διαφορετικά (Αλεξάκης, 2003).

Αν και ο κίνδυνος της χρηματιστηριακής επένδυσης δεν είναι δυνατό να εξαλειφθεί πλήρως, οι αρχές του Χρηματιστηρίου και της Κεφαλαιαγοράς, καθώς και το γενικότερο νομοθετικό πλαίσιο της χώρας καλούνται να προασπίζουν τη διασφάλιση της Αποτελεσματικής Αγοράς, ήτοι σε κάθε χρονική στιγμή να παρέχεται στον επενδυτή όλη η υπάρχουσα πληροφόρηση.

Είναι προφανείς οι ιδιαιτερότητες που χαρακτηρίζουν τις εταιρίες (έχουν αναπτυχθεί και σε άλλα σημεία της παρούσας εργασίας) που εμφανίζουν μεγάλη διασπορά των μετοχών τους σε χιλιάδες μικρομετόχους, οι οποίοι εύλογα χαρακτηρίζονται ως «παθητικοί» μέτοχοι μη μετέχοντας για αντικειμενικούς λόγους ενεργά στα εταιρικά πράγματα.

4.5.2. Νόμος 3016/2002 (πρώτος νόμος περί Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες)

Η εφαρμογή του νόμου 3016/02 είχε σημαντικά οφέλη, καθώς ο απώτερός του στόχος ήταν η πλήρης διαφάνεια στην όλη διαχείριση της εταιρίας, η ύπαρξη εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας και η οργάνωση και λειτουργία τμήματος εσωτερικού ελέγχου.

Συνέβαλε στην αύξηση της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων, στην βελτίωση της εικόνας τους, στην προσέλκυση νέου επενδυτικού κοινού και στην ανάπτυξη της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς.

Τα σημαντικότερα σημεία του Νόμου είναι τα εξής (Ι. Δήμας, 2003):

Α) Όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται στην εισηγητική έκθεση του ανωτέρω νόμου, το συνταγματικά κατοχυρωμένο δικαίωμα της ιδιοκτησίας επί μετοχών αποδίδει στους μετόχους τρεις εξουσίες: της διοίκησης, της απόληψης μερισμάτων και της συμμετοχής στο προϊόν της εκκαθάρισης. Στην περίπτωση των εισηγμένων εταιριών όμως το δικαίωμα της διοίκησης καθίσταται ανενεργό εξαιτίας του μεγάλου πλήθους των μετόχων τη στιγμή μάλιστα που σε αυτούς ακριβώς αποβλέπει η εταιρία για τη χρηματοδότησή της μέσω της κεφαλαιαγοράς.

Για τα λόγο αυτό ο νομοθέτης δίνει έμφαση στην ανάγκη προστασίας του μερίσματος και της αξίας της μετοχής προκειμένου να επαναφέρει την απαιτούμενη ισορροπία.

Απόρροια της αναγκαιότητας αυτής είναι η διάταξη του Άρθρου 2 παρ. 1 που θέτει ως υποχρέωση και καθήκον των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου κάθε εισηγμένης εταιρίας τη διαρκή επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρίας, ενώ σύμφωνα με την παράγραφο 2 του ίδιου άρθρου τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου απαγορεύεται να επιδιώκουν ίδια συμφέροντα που αντιβαίνουν στα συμφέροντα της εταιρίας. Τέλος, στο παραπάνω άρθρο αναφέρεται ότι τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου έχουν την υποχρέωση ενημέρωσης των υπολοίπων μελών σχετικά με τα ίδια συμφέροντα που ενδέχεται να προκύψουν από συναλλαγές της εταιρίας.

Β) Το άρθρο 3 εισάγει τη διάκριση των μελών του διοικητικού συμβουλίου σε εκτελεστικά, μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα – μη εκτελεστικά. Η διάκριση αυτή είναι διεθνώς αναγνωρισμένη και συνιστά κεντρική αρχή της εταιρικής διακυβέρνησης. Τα εκτελεστικά μέλη είναι επιφορτισμένα με τα καθημερινά ζητήματα διοίκησης της εταιρίας, ενώ τα μη εκτελεστικά με την προαγωγή όλων των εταιρικών ζητημάτων. Ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου δεν πρέπει να είναι κατώτερος από το 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών του.

Γ) Το άρθρο 4 εισάγει το θεσμό των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου τα οποία πρέπει να είναι τουλάχιστον 2 και συγκαταλέγονται στα μη εκτελεστικά. Το πνεύμα του νομοθέτη στην περίπτωση των ανεξάρτητων μελών είναι η εξασφάλιση αντικειμενικότερων απόψεων στο διοικητικό συμβούλιο, οι οποίες ενισχύουν το εταιρικό συμφέρον χωρίς να επηρεάζονται με οποιονδήποτε τρόπο από οικονομικά,

προσωπικά ή επαγγελματικά συμφέροντα. Η ανεξαρτησία επιτυγχάνεται με την πρόβλεψη ότι δεν πρέπει τα εν λόγω μέλη να κατέχουν μετοχές της εταιρίας σε ποσοστό μεγαλύτερο του 0,5% και να έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρία ή με συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα.

Ο νόμος, επίσης, παρέχει τη δυνατότητα στα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη να υποβάλουν ξεχωριστές αναφορές και εκθέσεις στη Γενική Συνέλευση, πράγμα που ενισχύει την εμπιστοσύνη των μετόχων στο θεσμό.

Δ) Σύμφωνα με το άρθρο 6, η κάθε εταιρία, προκειμένου να εισάγει τις μετοχές της σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά θα πρέπει να διαθέτει Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας (με ελάχιστο περιεχόμενο αυτού τη διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρίας – τουλάχιστον υπηρεσίες εσωτερικού ελέγχου, εξυπηρέτησης μετόχων και εταιρικών ανακοινώσεων, τα αντικείμενά τους και τη σχέση των υπηρεσιών με τη διοίκηση, τον προσδιορισμό των αρμοδιοτήτων των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών, τις διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών, κ.α.) Σκοπός του εσωτερικού κανονισμού είναι η αυτοδέσμευση της εταιρίας να ακολουθεί διαδικασίες που θα έχει διαμορφώσει εκκούσια σχετικά με τη διάρθρωση των υπηρεσιών της, κ.α.

Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι η ορθή εφαρμογή των παραπάνω είναι σε θέση να ωφελήσει τις εισηγμένες εταιρίες, αλλά και τους μετόχους τους καθώς αποτελεί μία ακόμη διασφαλιστική δικλείδα για την αποτελεσματική προάσπιση των συμφερόντων τους.

4.5.3 Λοιπή νομοθεσία για την προστασία των επενδυτών στην Ελλάδα

Φυσικά υφίσταται και μια πληθώρα λοιπών αποφάσεων που συγκροτούν και οριοθετούν το ευρύτερο νομοθετικό πλαίσιο της συμπεριφοράς των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο εταιριών και αφορούν στην υποχρέωση δημοσίευσης οικονομικών δελτίων, με αναλυτική πληροφόρηση για τις επιχειρήσεις, δημοσίευσης σημαντικών γεγονότων (αλλαγή Μετοχικής Σύνθεσης, κ.α.), εφαρμογής των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, κ.α.

Για παράδειγμα, με το Νόμο 3606/07 που αφορά στον τομέα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και ενσωματώνει την Οδηγία Mifid, γίνεται προσπάθεια να εναρμονισθεί το πλαίσιο προστασίας των επενδυτών σε όλη την Ευρώπη ανάλογα με τις γνώσεις και το επενδυτικό τους προφίλ (Ιδιώτες, Επαγγελματίες), μέσω της διαφάνειας και της σωστής πληροφόρησης και αφορά σε θέματα όπως η διαχείριση και εκτέλεση εντολών, η παροχή πληροφόρησης στους επενδυτές, η σύγκρουση συμφερόντων και οι επενδυτικές συμβουλές.

Σημειώνεται, επίσης, ότι με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της επιτροπής λογιστικής τυποποίησης και ελέγχων (Ελληνικά Ελεγκτικά Πρότυπα, ΦΕΚ 1589/22.10.2004) επιβάλλεται πλέον, μεταξύ άλλων, η εξής διατύπωση στην έκθεση ελέγχου των ορκωτών ελεγκτών που συνοδεύει τον ισολογισμό των Α.Ε. ή Ε.Π.Ε: <..... Η ευθύνη της σύνταξης των οικονομικών καταστάσεων βαρύνει τη διοίκηση της Εταιρίας. Η δικής μας ευθύνη περιορίζεται στη

διαμόρφωση και διατύπωση γνώμης επί των οικονομικών καταστάσεων, εδραιωμένης στο διενεργηθέντα έλεγχο....>.

4.5.4 Θεσμικό πλαίσιο για τον Τραπεζικό κλάδο

Η εταιρική διακυβέρνηση στις Τράπεζες παίζει ένα πολύ σημαντικό ρόλο στην ασφάλεια και σταθερότητα του τραπεζικού και κατ'επέκταση του ευρύτερου οικονομικού συστήματος.

Οι απαιτήσεις για αποτελεσματική διακυβέρνηση στον Τραπεζικό κλάδο είναι υψηλότερες σε σχέση με άλλους κλάδους επιχειρήσεων, καθώς αυτός είναι που παίζει το σημαντικότερο ρόλο στην προαγωγή της εμπιστοσύνης στην αγορά, αλλά και στους βασικούς του μετόχους. Οι τράπεζες παίζουν ένα πολύ σημαντικό ρόλο στην ροή του κεφαλαίου και για το λόγο αυτό ο ρόλος τους είναι καθοριστικός για την μακροπρόθεσμη ανάπτυξη μιας οικονομίας.

Τα βασικά χαρακτηριστικά μια καλής Εταιρικής Διακυβέρνησης στις Τράπεζες περιέχουν τα εξής:

-Βασικό ρόλο παίζει το Διοικητικό Συμβούλιο και η Διοίκηση, καθώς θα ήταν δύσκολο για μια τράπεζα να δραστηριοποιηθεί χωρίς στρατηγικούς στόχους ή εταιρικές αξίες. Επομένως, οι αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου και της Διοίκησης θα πρέπει να περιλαμβάνουν πρότυπα ηθικής, στρατηγικούς στόχους, πολιτικές και διαδικασίες που θα ενισχύσουν τον εναρμονισμό της Τράπεζας με το απαιτούμενο θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο.

-Οι άνθρωποι που κατέχουν θέσεις-κλειδιά θα πρέπει να έχουν και τα ανάλογα προσόντα.

-Ανάλογα με το μέγεθος και την πολυπλοκότητα μιας τράπεζας, θα πρέπει να υπάρχουν οι κατάλληλες δομές και μηχανισμοί ελέγχου, όπως ισχυρός εσωτερικός έλεγχος και εξωτερικός έλεγχος του Διοικητικού Συμβουλίου.

- Διορισμός ανεξάρτητων μελών που θα μπορούν να εκφράζουν άποψη.

Βασιλεία II και Εταιρική Διακυβέρνηση

Η Βασιλεία II είναι η κωδικοποιημένη ονομασία του νέου πλαισίου κεφαλαιακών απαιτήσεων των τραπεζών που έχει ψηφισθεί από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και ισχύει από το 2007, οπότε και αντικατέστησε τη Βασιλεία I.

Το θεσμικό πλαίσιο της Βασιλείας II, που ισχύει και στη χώρα μας, επηρεάζει και ενισχύει θετικά την Εταιρική Διακυβέρνηση των τραπεζών σε τρεις τομείς: α) Έλεγχος, β) Κουλτούρα και γ) Διαφάνεια.

A) Έλεγχος

Όσο περίπλοκα συστήματα ελέγχου και αν χρησιμοποιεί μια τράπεζα, αυτά θα είναι ευάλωτα απέναντι στην οικονομική και λειτουργική αδυναμία, αν η διακυβέρνηση είναι φτωχή. Η Επιτροπή της Βασιλείας το αναγνώρισε αυτό όταν ανέπτυξε τις απαιτούμενες δεξιότητες που πρέπει να έχει μια τράπεζα προκειμένου να εναρμονιστεί με τον πρώτο Πυλώνα της Βασιλείας II. Ο πρώτος Πυλώνας απαιτεί ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις που να έχουν άμεση σχέση με τους αναλαμβανόμενους κινδύνους και το σημαντικό στοιχείο στο σημείο αυτό είναι το πλαίσιο διακυβέρνησης της διαχείρισης του κινδύνου.

Ο αποτελεσματικός έλεγχος του κινδύνου είναι ουσιαστικός στα πλαίσια της Βασιλείας II. Σύμφωνα με αυτήν το

διοικητικό συμβούλιο της Τράπεζας θα πρέπει να εφαρμόσει πολιτικές που θα ενισχύουν τον αποτελεσματικό έλεγχο του κινδύνου.

B) Κουλτούρα

Σύμφωνα με τον δεύτερο Πυλώνα της Βασιλείας ΙΙ, οι αυξημένες αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να ενισχύσουν την κουλτούρα για καλύτερη διαχείριση κινδύνου, καθώς αυτό έχει την υποχρέωση να διασφαλίζει ότι η Τράπεζα έχει επαρκεί κεφάλαια ενάντια στους κινδύνους.

Γ) Σύμφωνα με τον τρίτο Πυλώνα της Βασιλείας ΙΙ προωθείται η διαφάνεια στην αποκάλυψη των στοιχείων των Τραπεζών, ώστε οι επενδυτές, πιστωτές και άλλοι παράγοντες της αγοράς να είναι σε θέση να τις αξιολογήσουν.

Η Βασιλεία ΙΙ δεν προσπαθεί μόνο να βελτιώσει την εξωτερική διαφάνεια μιας Τράπεζας, αλλά και την εσωτερική διαφάνεια και απαιτείται από το διοικητικό Συμβούλιο να είναι επαρκώς ενημερωμένο ώστε να διαχειρίζεται σωστά τον κίνδυνο, αλλά και να ενημερώνει επαρκώς τους υπαλλήλους της Τράπεζας σχετικά με την ευθύνη που πρέπει να έχουν και σχετίζεται άμεσα με την αποτελεσματική διαχείριση του κινδύνου (Jaime Caruana, 2005).

Όσον αφορά τις Ελληνικές τράπεζες και σύμφωνα με τα αναφερόμενα στη μελέτη που δημοσίευσε η Nestor Advisors τον Απρίλιο του 2008, τα προβλήματα στην εταιρική διακυβέρνηση φαίνεται να έχουν να κάνουν ακόμη με την

ανεξαρτησία και τη διαφάνεια. Ο ρόλος των ρυθμιστικών αρχών υπήρξε σημαντικός όσον αφορά τα δομικά χαρακτηριστικά της διακυβέρνησης.

Η Τράπεζα της Ελλάδος έχει από το 2006 υποχρεώσει τα συμβούλια των τραπεζών (Πράξη διοικητή 2577/9.3.06) να συστήσουν επιτροπές διαχείρισης κινδύνων (αγοράς, επιτοκίων, συναλλαγματικού, λειτουργικού κινδύνου, κ.α.) ενώ οι επιτροπές ελέγχου είναι υποχρεωτικές από δεκαετίας.

Στα ελληνικά συμβούλια συμβαίνουν τα εξής (ΕΤΕ, Πειραιώς, Αλφα): οι πρόεδροι των συμβουλίων έχουν ακόμη εκτελεστικά καθήκοντα, πράγμα που δεν προάγει την ανεξάρτητη μεν από την παρούσα διοίκηση αλλά ενδεδεχόμενη εποπτεία της στρατηγικής ανάληψης κινδύνων. Επιπλέον μόνο στην ΕΤΕ τα ανεξάρτητα μέλη του ΔΣ συνιστούν την πλειονότητα του ΔΣ όπως επιβάλλει η διεθνής πρακτική, ενώ στις υπόλοιπες τράπεζες ο μέσος όρος είναι μόλις 18%.

Όσον αφορά στον καθορισμό των αμοιβών των υψηλών στελεχών, το τοπίο είναι αβέβαιο καθώς δεν φαίνεται να υπάρχει διαφάνεια.

Τα ευρωπαϊκά Δ.Σ. στην πορεία τους προς περισσότερη ανεξαρτησία έχασαν την ικανότητά τους να επιβλέπουν αποτελεσματικά τη στρατηγική, τη διάθεση ανάληψης κινδύνων και τη διαμόρφωση αποτελεσματικών κινήτρων για τη διοίκηση.

Αντίθετα, στην Ελλάδα τα Δ.Σ. είναι ακόμη υπό τον έλεγχο της διοίκησης και επομένως το αποτέλεσμα είναι η ελλειμματική ανεξαρτησία και διαφάνεια.

4.5.5. Θεσμικό πλαίσιο για τον κλάδο των ασφαλιστικών εταιριών

Στα βήματα της Βασιλείας II που εφαρμόζεται για τις Τράπεζες, κινείται και ο σχεδιασμός της κοινοτικής οδηγίας Solvency II που αφορά τις ασφαλιστικές εταιρίες και θα αλλάξει τη νομοθεσία σχετικά με τη φερεγγυότητα και την κεφαλαιακή επάρκεια των ευρωπαϊκών ασφαλιστικών εταιριών.

Η αναδιάρθρωση του ασφαλιστικού κλάδου στα πλαίσια αυτά εισάγει ένα σύστημα που βασίζεται στον κίνδυνο των κεφαλαίων και υιοθετεί τους τρεις Πυλώνες που ήδη έχουν καθοριστεί για το τραπεζικό σύστημα. Στόχος του πλαισίου αυτού είναι και πάλι η αποτελεσματική προστασία των καταναλωτών και μετόχων.

Ειδικότερα, στοχεύει στην εισαγωγή ενός αποτελεσματικού ελέγχου του κινδύνου που αναλαμβάνουν, έτσι ώστε να εναρμονίζεται καλύτερα η κεφαλαιακή δομή μιας εταιρίας με τον κίνδυνο που αναλαμβάνει. Αυτό ουσιαστικά σημαίνει ότι ανάλογα με την αποτελεσματικότητα του συστήματος διαχείρισης του κινδύνου που έχει η κάθε εταιρία, θα καθορίζονται και οι ανάγκες της σε κεφάλαια, επομένως όσο υψηλότερη είναι η ποιότητα της διαχείρισης κινδύνου τόσο λιγότερα κεφάλαια θα απαιτείται να κρατάει (Sterzynski, Dhaene, 2006).

Το νέο πλαίσιο θα εφαρμοστεί στην Ελλάδα μετά το 2010.

4.6. Εξέλιξη και αξιολόγηση του Πτωχευτικού Δικαίου στην Ελλάδα και η σχέση του με την Εταιρική Διακυβέρνηση και την προστασία των εμπλεκομένων

4.6.1. Ο νέος πτωχευτικός κώδικας 3588/2007

Από το 2007 ισχύει στη χώρα μας ο νέος πτωχευτικός κώδικας που ψηφίσθηκε με το νόμο 3588/07 – ΦΕΚ 153/Α' /10.7.2007.

Σύμφωνα και με τον ορισμό που αναφέρεται στον παραπάνω κώδικα, η πτώχευση αποτελεί νομικό όρο που αποσκοπεί στη συλλογική ικανοποίηση των πιστωτών του οφειλέτη με τη ρευστοποίηση της περιουσίας του ή με άλλο τρόπο, που προβλέπεται από σχέδιο αναδιοργάνωσης και ιδίως με τη διατήρηση της επιχείρησής του.

Σε πτώχευση κηρύσσεται ο οφειλέτης που αδυνατεί να εκπληρώσει τις ληξιπρόθεσμες χρηματικές υποχρεώσεις του κατά τρόπο γενικό και μόνιμο (παύση πληρωμών).

Στον παραπάνω κώδικα αναφέρονται, συνοπτικά τα εξής:

- Πτωχευτική ικανότητα έχουν οι έμποροι, καθώς και οι ενώσεις προσώπων με νομική προσωπικότητα και οικονομικό σκοπό, ενώ δεν κηρύσσονται σε πτώχευση τα νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου, οι Ο.Τ.Α. (οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης) και οι δημόσιοι οργανισμοί.
- Αρμόδιο πτωχευτικό δικαστήριο για την κήρυξη της πτώχευσης είναι το πολυμελές πρωτοδικείο στην περιφέρεια του οποίου ο οφειλέτης έχει το κέντρο των κύριων συμφερόντων του.
- Σε πτώχευση κηρύσσεται ο οφειλέτης μετά από αίτηση πιστωτή που έχει έννομο συμφέρον, μετά από αίτηση του ίδιου του οφειλέτη, καθώς και μετά από αίτηση του

εισαγγελέα πρωτοδικών εφόσον δικαιολογείται από λόγους δημόσιου συμφέροντος.

- Το δικαστήριο μπορεί να απορρίψει την αίτηση πτώχευσης εάν η περιουσία του οφειλέτη δεν επαρκεί για την κάλυψη των εξόδων της διαδικασίας ή εάν αποδειχτεί ότι αυτή ασκείται καταχρηστικά, ως υποκατάστατο διαδικασίας ατομικής ικανοποίησης ή προς επιδίωξη σκοπών άσχετων με την πτώχευση, ή εάν ο οφειλέτης την υποβάλλει με σκοπό της δόλιας αποφυγής πληρωμής των χρεών του.
- Στις περιπτώσεις πτώχευσης ομόρρυθμων ή ετερόρρυθμων εταιριών με την ίδια απόφαση που κηρύσσεται σε πτώχευση η εταιρία, κηρύσσονται σε πτώχευση και τα ομόρρυθμα μέλη, ενώ στις Ανώνυμες Εταιρίες και τις Εταιρίες Περιορισμένης Ευθύνης οι μέτοχοι ευθύνονται μέχρι το ύψος της συμμετοχής τους στην επιχείρηση.
- Λαμβάνονται εξασφαλιστικά μέτρα προς όφελος τόσο των πιστωτών όσο και των οφειλετών, όπως α) η απαγόρευση οποιασδήποτε διάθεσης περιουσιακών στοιχείων και η αναστολή των ατομικών διώξεων των πιστωτών από την υποβολή της αίτησης πτώχευσης μέχρι την έκδοση της απόφασης από το δικαστήριο, β) η σφράγιση της πτωχευτικής περιουσίας, μετά την έκδοση της απόφασης και η αναστολή αναγκαστικής εκτέλεσης περιουσιακών στοιχείων από ενέγγυους πιστωτές, μέχρι την έγκριση συγκεκριμένου σχεδίου δράσης, ή σε διαφορετική περίπτωση μέχρι την απόφαση της συνέλευσης των πιστωτών (η αναστολή δεν επεκτείνεται πέραν των 10 μηνών).

- Ο οφειλέτης από την κήρυξη της πτώχευσης στερείται αυτοδικαίως της διοίκησης (διαχείρισης και διάθεσης) της περιουσίας του, την οποία ασκεί μόνος ο σύνδικος. Ωστόσο, όταν η πτώχευση κηρύσσεται με αίτηση του οφειλέτη, το πτωχευτικό δικαστήριο μπορεί, μετά από αίτηση αυτού, να του αναθέσει τη διοίκηση (διαχείριση και διάθεση) της πτωχευτικής περιουσίας, με ή χωρίς περιοριστικούς όρους, πάντα με τη σύμπραξη του συνδίκου, αν η ανάθεση αυτή είναι προς το συμφέρον των πιστωτών και συναινεί στην ανάθεση η επιτροπή πιστωτών. Επίσης, το πτωχευτικό δικαστήριο μπορεί, μετά από αίτηση του συνδίκου ή της επιτροπής πιστωτών, να αφαιρέσει από τον οφειλέτη τη διοίκηση της πτωχευτικής περιουσίας, αν τούτο επιβάλλει το συμφέρον των πιστωτών.
- Έννομο συμφέρον από χρηματική απαίτηση έχουν οι πτωχευτικοί πιστωτές που α) η απαίτηση δεν διασφαλίζεται με προνόμιο ή εμπράγματη ασφάλεια (ανέγγυοι πιστωτές), β) η απαίτηση ικανοποιείται προνομιακά από το σύνολο της πτωχευτικής περιουσίας, γ) η απαίτηση εξασφαλίζεται με ειδικό προνόμιο ή εμπράγματη ασφάλεια επί της πτωχευτικής περιουσίας (ενέγγυοι πιστωτές), δ) η απαίτηση ικανοποιείται από την πτωχευτική περιουσία μετά από την ικανοποίηση των ανέγγυων πιστωτών (πιστωτές μειωμένης εξασφάλισης).
- Από την κήρυξη της πτώχευσης αναστέλλονται αυτοδικαίως όλα τα ατομικά καταδιωκτικά μέτρα των πιστωτών κατά του οφειλέτη προς ικανοποίηση ή εκπλήρωση πτωχευτικών απαιτήσεών τους.

- Πράξεις του οφειλέτη που διενεργήθηκαν την τελευταία πενταετία πριν την κήρυξη της πτώχευσης και εμπεριέχουν δόλο σε βάρος πιστωτών ανακαλούνται εάν ο τρίτος συμβαλλόμενος γνώριζε το δόλο.
-
- Στην περίπτωση που προβλέπεται η βιωσιμότητα της επιχείρησης, ο σύνδικος, ο οφειλέτης και η επιτροπή πιστωτών, μπορούν χωριστά ο καθένας ή από κοινού να ζητήσουν τη διατήρηση των αναγκαίων θέσεων εργασίας μέχρι την έγκριση ή απόρριψη από το πτωχευτικό δικαστήριο του σχεδίου αναδιοργάνωσης.
- Τα όργανα της πτώχευσης είναι: το πτωχευτικό δικαστήριο (πολυμελές πρωτοδικείου), ο εισηγητής (πρωτοδίκης που υπηρετεί στο πρωτοδικείο) , ο σύνδικος (δικηγόρος με πενταετή τουλάχιστον εμπειρία που κατοικεί στην έδρα του πτωχευτικού δικαστηρίου και δεν συνδέεται με συγγένεια ή άλλη σχέση), η συνέλευση των πιστωτών και η επιτροπή των πιστωτών (διορίζεται από τη συνέλευση των πιστωτών και παρακολουθεί την πορεία των εργασιών της πτώχευσης).
- Κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο το οποίο αποδεικνύει οικονομική αδυναμία, παρούσα ή προβλέψιμη, χωρίς να βρίσκεται σε κατάσταση παύσης των πληρωμών του, μπορεί να ζητήσει από το πτωχευτικό δικαστήριο το άνοιγμα της διαδικασίας συνδιαλλαγής. Εφόσον το δικαστήριο πιθανολογεί το βάσιμο της αίτησης, ορίζει μεσολαβητή, με αποστολή να επιτύχει τη σύναψη συμφωνίας του οφειλέτη και των πιστωτών του που

εκπροσωπούν τουλάχιστον την πλειοψηφία των απαιτήσεων, με σκοπό την άρση των οικονομικών δυσκολιών του οφειλέτη, τη συνέχιση της δραστηριότητάς του και τη διατήρηση των θέσεων εργασίας, καθώς και να προτείνει λύσεις για τη διάσωση της επιχείρησης, όπως η παράταση των ληξιπρόθεσμων οφειλών, η αναδιάρθρωση της επιχείρησης, η μετοχοποίηση των απαιτήσεων, κ.α.

- Προβλέπεται η δυνατότητα σχεδίου αναδιοργάνωσης της επιχείρησης (το σχέδιο δικαιούται να υποβάλει στο πτωχευτικό δικαστήριο ο οφειλέτης συγχρόνως με την αίτησή του για πτώχευση και ο σύνδικος), με σκοπό τη διάσωσή της, εφόσον αυτό εγκριθεί από το πτωχευτικό δικαστήριο και τους πιστωτές και δεν θίγονται τα νόμιμα συμφέροντά τους. Το σχέδιο αυτό θα πρέπει να εμπεριέχει όλη των απαιτούμενη πληροφόρηση σχετικά με την οικονομική κατάσταση του οφειλέτη και τα αίτιά της και όλα τα στοιχεία των μέτρων που θα ληφθούν για την έξοδο της επιχείρησης από την κρίση, περιλαμβανομένων ενδεχόμενων εταιρικών μεταβολών, μετοχοποίησης, χρηματοδότησης, κ.α. Σημειώνεται ότι για την αποδοχή του σχεδίου απαιτείται πλειοψηφία των πιστωτών που εκπροσωπούν το 60% του συνόλου των απαιτήσεων, στο οποίο πρέπει να περιλαμβάνεται και ποσοστό τουλάχιστον 40% των τυχόν εμπραγμάτως ή με ειδικό προνόμιο. Εφόσον το σχέδιο αναδιοργάνωσης εγκριθεί, ο οφειλέτης αναλαμβάνει τη διοίκηση της περιουσίας του, εφόσον δεν προβλέπεται διαφορετικά στο σχέδιο, υπό της εποπτεία του συνδίκου.
- Στην περίπτωση που η διαδικασία της πτώχευσης καταλήξει σε ρευστοποίηση της περιουσίας, οι

εμφανιζόμενοι πλειοδότες στους πλειστηριασμούς, θα πρέπει να δηλώνουν αν ενεργούν για λογαριασμό τους, ενώ στην περίπτωση που ενεργούν ως πληρεξούσιοι, θα πρέπει να προσκομίζουν ειδικό συμβολαιογραφικό έγγραφο και να καταβάλλουν ως εγγυοδοσία ποσό ίσο με το ένα τρίτο της αρχικής προσφοράς.

- Με τη ρευστοποίηση της περιουσίας, προνομιακή σειρά στην είσπραξη των απαιτήσεών τους έχουν οι εργαζόμενοι για τις απαιτήσεις αυτές που προέκυψαν κατά την τελευταία διετία πριν την κήρυξη της πτώχευσης.
- Εάν η πτωχευτική περιουσία έχει εκτιμηθεί κατά την απογραφή σε ποσό μικρότερο των εκατό χιλιάδων ευρώ, ακολουθείται πιο απλοποιημένη και γρήγορη διαδικασία πτώχευσης.
- Αν οι εργασίες της πτώχευσης δεν μπορούν να εξακολουθήσουν λόγω έλλειψης των αναγκαίων χρημάτων ή ευχερώς ρευστοποιήσιμης περιουσίας το πτωχευτικό δικαστήριο, μετά από έκθεση του εισηγητή και αφού ακούσει τον σύνδικο και την επιτροπή πιστωτών, μπορεί, μετά από αίτηση του οφειλέτη, πιστωτή ή του συνδίκου ή και αυτεπαγγέλτως, να κηρύξει την παύση των εργασιών της πτώχευσης. Στην περίπτωση αυτή περατώνεται η πτώχευση, αίρεται η πτωχευτική απαλλοτρίωση και ο οφειλέτης αναλαμβάνει τη διοίκηση της περιουσίας του και οι πιστωτές αναλαμβάνουν τα ατομικά καταδιωκτικά μέτρα. Μετά την παρέλευση 10 ετών από την έναρξη της ένωσης πιστωτών και σε κάθε περίπτωση μετά την παρέλευση 15 ετών από την κήρυξη της πτώχευσης

επέρχονται αυτοδικαίως και χωρίς άλλη διατύπωση τα παραπάνω αποτελέσματα.

- Το πτωχευτικό δικαστήριο, εκτιμώντας τα αίτια και τις συνθήκες της πτώχευσης και αφού ακούσει τον σύνδικο και την επιτροπή πιστωτών, μπορεί να αποφανθεί ότι ο οφειλέτης είναι συγγνωστός, αν αυτός είναι καλής πίστης και η πτώχευση δεν οφείλεται σε δόλιες ενέργειές του. Αν ο οφειλέτης κηρυχθεί συγγνωστός δεν προσωποκρατείτε από τους πιστωτές της πτώχευσης, εκτός αν ειδικοί νόμοι ορίζουν διαφορετικά.
- Ο οφειλέτης φυσικό πρόσωπο αποκαθίσταται α) μετά από την πάροδο δεκαετίας από την κήρυξη της πτώχευσης ή β) αν εξόφλησε όλους τους πιστωτές κατά κεφάλαιο και τόκους μέχρι την κήρυξη της πτώχευσης. Ο οφειλέτης νομικό πρόσωπο μόνο αν συντρέχει η β περίπτωση. Δεν επιτρέπεται η αποκατάσταση αυτού που καταδικάστηκε για κάποια πράξη χρεοκοπίας, Η αποκατάσταση κηρύσσεται με απόφαση του πτωχευτικού δικαστηρίου, μετά από αίτηση του οφειλέτη και επιφέρει παύση των στερήσεων από δικαιώματα που ήταν συνέπεια της πτώχευσης, ενώ για το νομικό πρόσωπο αποτελεί λόγο αναβίωσής του.
- Αν δεν υποβληθεί εγκαίρως η αίτηση για πτώχευση της Ανώνυμης Εταιρίας τα υπαίτια για την καθυστέρηση μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου ευθύνονται για την αποκατάσταση της ζημιάς των εταιρικών πιστωτών, σε σχέση με τα χρέη που δημιουργήθηκαν από την ημέρα που σύμφωνα με τη διάταξη έπρεπε να υποβληθεί η αίτηση, μέχρι την κήρυξη της εταιρίας σε πτώχευση.

- Αν η πτώχευση της εταιρίας προκλήθηκε από δόλο ή βαριά αμέλεια των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, όλα τα υπαίτια μέλη ευθύνονται σε αποζημίωση έναντι των εταιρικών πιστωτών. Την ίδια ευθύνη έχει και εκείνος που άσκησε την επιρροή του στα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, προκειμένου να προβούν σε πράξεις ή παραλείψεις που είχαν ως αποτέλεσμα την πτώχευση της εταιρίας. Η ευθύνη στις περιπτώσεις αυτές είναι εις ολόκληρων. Τα παραπάνω ισχύουν και στις Εταιρίες Περιορισμένης Ευθύνης.
- Προβλέπεται ποινική ευθύνη, καθώς και φυλάκιση τόσο των οφειλετών όσο και των πιστωτών που με δόλο επιδιώκουν όφελος σε βάρος των λοιπών εχόντων έννομο συμφέρον.
- Ομοίως, όταν η πτώχευση αναφέρεται σε νομικά πρόσωπα, ποινική ευθύνη έχουν εκείνοι από τους διαχειριστές, τα μέλη της διοίκησης και οι διευθυντές τους, οι οποίοι διέπραξαν τα εν λόγω εγκλήματα.

4.6.2. Αξιολόγηση του νόμου - προστασία των μετόχων και των λοιπών εμπλεκομένων

Σημειώνεται ότι ο νέος πτωχευτικός κώδικας αντικατέστησε την αναχρονιστική πτωχευτική νομοθεσία που ίσχυε από το 1937 και αποτελούσε τροχοπέδη στην επιχειρηματικότητα.

Η πτωχευτική διαδικασία κατά το παρελθόν αποτελούσε πολλές φορές μέσο καταδολίευσης δανειστών (με προκατασκευασμένες πτωχεύσεις) και μετατρέπονταν σε μέσο λεηλασίας περιουσιακών στοιχείων μεγάλων επιχειρήσεων, λόγω της μεθόδου που ακολουθούνταν στις πωλήσεις στις οποίες μετέχουν ομαδοποιημένοι αγοραστής με σκοπό την κερδοσκοπία, χωρίς να υπάρχει καμιά προοπτική διατήρησης της επιχείρησης σε λειτουργία.

Η συλλογική ικανοποίηση των πιστωτών, που είναι ο στόχος του πτωχευτικού, δεν επιτυγχάνονταν, ακόμη και στις πτωχεύσεις που είχαν περιουσία, αφενός λόγω της παρέλευσης μεγάλου χρονικού διαστήματος κατά τον οποίο μια επιχείρηση που δεν λειτουργεί απαξιώνετε και αφετέρου με τη μεθοδευμένη δράση των «ομαδοποιημένων αγοραστών» που οδηγεί στη μείωση του τιμήματος, εκμεταλλευόμενοι το ότι κύριο ενδιαφέρον είναι η εκποίηση και μόνο της πτωχευτικής περιουσίας.

Οι συνέπειες από τη μη επιτυχή αντιμετώπιση της πτώχευσης εντοπίζονται στην απώλεια θέσεων εργασίας, στη μείωση του παραγωγικού δυναμικού της χώρας και στην απαξίωση και τμηματική εκποίηση παραγωγικών εγκαταστάσεων, με συνέπειες για την ευρύτερη οικονομία.

Στα πλαίσια αυτά, οι σύγχρονες ανάγκες της οικονομίας της χώρας απαιτούν να παύσει η πτώχευση να αποτελεί αποκλειστικά μέσο ικανοποίησης των πιστωτών και να γίνει

μέσο για μια διαδικασία αναδιοργάνωσης που θα οδηγήσει τόσο στην ικανοποίηση των πιστωτών όσο και στη διάσωση της επιχείρησης.

Σύμφωνα με δηλώσεις αρμόδιων υπουργών (σχετική δημοσίευση στην περιοδική έκδοση θεσμικής και νομικής ενημέρωσης της κεντρικής δομής υποστήριξης των ΚΕΤΑ – τεύχος 15, Μάιος 2007) ο νέος κώδικας έρχεται να καλύψει τις ανάγκες αυτές και να συμβάλει στην οικονομία της αγοράς και στην ενίσχυση της επιχειρηματικότητας και της αγοράς εργασίας.

Συνοπτικά, όπως προκύπτει ως συμπέρασμα αλλά και όπως αναφέρεται στο παραπάνω αναφερόμενο άρθρο, ο νέος πτωχευτικός κώδικας συγκρινόμενος με την προϋφιστάμενη νομοθεσία παρέχει πρόσθετα πλεονεκτήματα τόσο στις επιχειρήσεις όσο και στους πιστωτές, καθώς κινείται στους ακόλουθους άξονες:

- Δίνει μια δεύτερη ευκαιρία στο μη δολίως πτωχεύσαντα και επιχειρείται όχι η αντιμετώπιση του προβλήματος της οργανικής διάλυσης, δηλαδή του <θανάτου> της επιχείρησης, αλλά η προοπτική να επιβιώσει μέσα από την ανασυγκρότησή της, προστατεύοντας έτσι τα συμφέροντα της επιχείρησης, των μετόχων, των πιστωτών αλλά και των εργαζομένων που διατηρούν τις θέσεις εργασίας τους, βοηθώντας έτσι την εθνική απασχόληση. Ιδιαίτερα, όσον αφορά στα συμφέροντα των εργαζομένων, σημειώνεται ότι αυτά προστατεύονται πλήρως ακόμη και στην περίπτωση ρευστοποίησης της περιουσίας της επιχείρησης, λόγω της προνομιακής σειράς στην είσπραξη των απαιτήσεών τους.

Μέχρι σήμερα η πτώχευση στις περισσότερες περιπτώσεις είχε να κάνει με το άμεσο ξεπούλημα των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, γεγονός που την καθιστούσε αδύνατη να συνεχίσει τη λειτουργία της.

- Εισάγεται η διαδικασία συνδιαλλαγής υπό δικαστική καθοδήγηση και έλεγχο, με στόχο την επίτευξη συμβιβασμού που θα αποτρέψει των πτώχευση επιχειρήσεων.

- Γίνεται προσπάθεια να ικανοποιηθούν και να προστατεύονται τα συμφέροντα τόσο των επιχειρήσεων, όσο και των πιστωτών.

- Ενισχύεται σε σχέση με το παρελθόν η επιβολή ποινών σε όλους τους εμπλεκόμενους (διαχειριστές, μέτοχοι, πιστωτές, κ.α.) που δολίως επιδιώκουν όφελος σε βάρος των υπολοίπων και κατ' αυτόν τον τρόπο δεσμεύονται προσωπικά οι διοικούνται την επιχείρηση απέναντι σε όλους όσους έχουν έννομο συμφέρον.

δ) Επιταχύνεται η διαδικασία της πτώχευσης, σε αντίθεση με τις μέχρι σήμερα διαδικασίες, με τις οποίες η πτώχευση μπορούσε να διαρκέσει ακόμη και δεκαετίες, με ελεγκτικούς μηχανισμούς που προσπαθούν να διασφαλίσουν καλύτερα σε σχέση με το παρελθόν την άμεση ρευστοποίηση της πτωχευτικής περιουσίας καθώς και τη διανομή της προς όφελος των ενδιαφερομένων. Οι διαδικασίες της ρευστοποίησης της περιουσίας και της διανομής επιταχύνονται κυρίως με την άμεση έναρξη της εκκαθάρισης μόλις ολοκληρωθεί η εξέλεξη των πιστώσεων, καθώς και με την προβλεπόμενη ταχεία εκδίκαση όλων των πτωχευτικών υποθέσεων.

ε) Γίνεται προσπάθεια να περιοριστεί η δράση των <κορακιών> των πλειστηριασμών και να προστατευτεί έτσι ο οφειλέτης.

ζ) Προβλέπεται ειδική αντιμετώπιση των μικροπτωχεύσεων, δηλαδή αυτών των οποίων η αξία της περιουσίας δεν υπερβαίνει το ποσό των 100.000 ευρώ και που αποτελούν το μεγαλύτερο ποσοστό των πτωχεύσεων. Πρόκειται για απλοποιημένη διαδικασία που διασφαλίζει μεγαλύτερη και ταχύτερη περάτωση της πτώχευσης.

Επίσης, σύμφωνα με τα αναφερόμενα στο ίδιο άρθρο, με ανακοινώσεις τους οι παραγωγικοί φορείς εκφράζουν την ικανοποίησή τους για την αναμόρφωση του Πτωχευτικού κώδικα εκτιμώντας ότι θα βοηθήσει την επιχειρηματικότητα και την ετοιμότητα ανάληψης επιχειρηματικού κινδύνου, καθώς και τον αποκλεισμό φαινόμενων αισχροκέρδειας κατά τη διάρκεια των εκποιήσεων.

Υπό το πρίσμα αυτό, ο νέος Πτωχευτικός Κώδικας αξιολογείται θετικά, καθώς μέσω της επιδίωξης, πλέον της μεγιστοποίησης της αξίας των περιουσιακών στοιχείων του οφειλέτη, κυρίως με τη συνέχιση ή την αναδιοργάνωση της επιχείρησης, όταν αυτό είναι επωφελές για τους πιστωτές, επιδιώκεται η μεγιστοποίηση της ωφέλειας για όλους τους εμπλεκόμενους (μέτοχοι, εργαζόμενοι, πιστωτές, επιχείρηση, εθνική απασχόληση).

Ως αρνητικό στοιχείο θα μπορούσαμε να αναφέρουμε ότι επί των εκκρεμών κατά την ψήφιση του νέου Πτωχευτικού Κώδικα υποθέσεων ισχύουν οι προϋφιστάμενες

αναχρονιστικές διατάξεις, καθώς ο τελευταίος εφαρμόζεται επί των διαδικασιών που αρχίζουν μετά την έναρξη ισχύος του.

4.7.Σχέση Εταιρικής Διακυβέρνησης και Πτώχευσης στην Ελλάδα

Όπως προαναφέρθηκε, η πλειοψηφία των επιχειρήσεων στην Ελλάδα είναι οικογενειακές. Για το λόγο αυτό τα προβλήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης δεν έχουν να κάνουν με πιθανές διαμάχες ανάμεσα σε μετόχους και διαχειριστές, όσο με την πραγματική ανεξαρτησία των διαχειριστών και την εσωτερική οργάνωση, περιλαμβανομένων των ελεγκτικών δομών.

Στις μικρότερες επιχειρήσεις τα παραπάνω φαινόμενα είναι ακόμη πιο έντονα, με πολύ χαμηλό βαθμό χρησιμοποίησης πληροφοριακών συστημάτων και λοιπών τεχνολογιών και έλλειψη σύγχρονων μεθόδων Στρατηγικού Σχεδιασμού, Διοίκησης και Μάρκετινγκ που θα τους βοηθούσαν στην ανάπτυξη και στη σωστή επιλογή πελατών και προμηθευτών, στη σωστή διαχείριση του κόστους, κ.α..

Από την άλλη πλευρά, η έλλειψη πραγματικής ανεξαρτησίας των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, αλλά και μηχανισμών εσωτερικού ελέγχου, λόγω του οικογενειακού χαρακτήρα, μπορεί να αποβεί μοιραία για την επιχείρηση όταν φορέας της δεν μπορεί να τη διαχειριστεί σωστά και λαμβάνει αλόγιστες επιχειρηματικές αποφάσεις.

Αποτέλεσμα των παραπάνω είναι ότι οι επιχειρήσεις αυτές χαρακτηρίζονται από υψηλότερο πιστωτικό κίνδυνο και η πρόσβασή τους σε χρηματοδότηση από τράπεζες και

κεφαλαιαγορές να είναι περιορισμένη και περισσότερο ακριβή, με συνέπεια τις περιορισμένες προοπτικές ανάπτυξής τους, ή τον αφανισμό τους, ιδίως σε περιόδους ύφεσης της οικονομίας.

Σύμφωνα με μελέτη της HELLASTAT (2008), η μέση πιθανότητα αθέτησης υποχρέωσης εκτιμάται για το σύνολο των επιχειρήσεων σε 2%, με τις μεγάλες επιχειρήσεις να εμφανίζουν ποσοστό 1,36%, ενώ οι πολύ μικρές ποσοστό 2,58%

Πάντως, η Ελλάδα έχει ένα από τα χαμηλότερα ποσοστά πτωχεύσεων στην Ευρώπη με μόλις 8 ανά 10.000 επιχειρήσεις (ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, 2008), με χαμηλότερο το ποσοστό μόνο στην Ισπανίας (2 επιχειρήσεις).

Ως ένα παράδειγμα Ελληνικής επιχείρησης που κατέληξε σε πτώχευση, ως αποτέλεσμα μη αποτελεσματικής Εταιρικής Διακυβέρνησης, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε την εταιρία «Manos Travel», η οποία ιδρύθηκε το 1965.

Η επιχείρηση για πολλά χρόνια δημοσίευε ζημιογόνους ισολογισμούς, οι οποίοι ήταν αποτέλεσμα των αλόγιστων, όπως αποδείχτηκε, επενδυτικών επεκτάσεων του φορέα, που είχαν ως συνέπεια τη συσσώρευση χρεών.

Πέραν των ξενοδοχειακών μονάδων τις οποίες εξαγόρασε, ο φορέας της επιχείρησης ίδρυσε και τον αερομεταφορέα AirManos, με αποτέλεσμα οι οφειλές να ξεφύγουν από κάθε έλεγχο και ο επιχειρηματίας να εξαναγκαστεί σε διαδοχικές πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων.

Τελικά τα ξενοδοχεία πέρασαν στον έλεγχο των πιστωτριών τραπεζών, ενώ ο όμιλος δεν έλαβε ούτε σεντς από την πώληση θυγατρικής του στο Λονδίνο. Στην συνέχεια

ακολούθησαν πλειστηριασμοί που είχαν ως αποτέλεσμα την πώληση των μετοχών της σε εξευτελιστική τιμή και την κήρυξη πτώχευσης το 2002.

5ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Με βάση τα όσα προβλέπονται στο νόμο 3016/02 (πρώτος νόμος που ψηφίσθηκε για την Εταιρική Διακυβέρνηση), στους λοιπούς αναφερόμενους νόμους και κώδικες δεοντολογίας της χώρας μας και στον Πτωχευτικό Κώδικα που ισχύει από πέρυσι (αναφέρονται αναλυτικά στο προηγούμενο κεφάλαιο), διαφαίνεται η προσπάθεια που γίνεται και στη χώρα μας όπως και σε άλλες χώρες, για την αύξηση της προστασίας των επιχειρήσεων και των δικαιούχων τους (μετόχων ή μικρομετόχων) από τους ασκούντες τη διοίκηση, αλλά και λοιπούς παράγοντες της αγοράς, καθώς και την εξισορρόπηση και διασφάλιση όλων των αντικρουόμενων, τις περισσότερες φορές, συμφερόντων μεταξύ των εμπλεκόμενων (stakeholders) μιας επιχείρησης στην περίπτωση της πτώχευσης, αλλά και γενικότερα.

Παρά το γεγονός ότι ο στόχος των αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η πρόληψη δυσάρεστων εξελίξεων, ενώ του Πτωχευτικού Δικαίου, η καλύτερη διαχείριση της αρνητικής εξέλιξης μιας επιχείρησης, η κοινή συνισταμένη και των δύο είναι η προστασία όλων αυτών που έχουν έννομο συμφέρον.

Όπως φαίνεται, γίνεται προσπάθεια να διασφαλιστούν τα συμφέροντα τόσο των πιστωτών από δόλιες συμπεριφορές που μπορεί να υπάρξουν σε βάρος τους, υπέρ ή όχι κάποιων τρίτων, όσο και των ίδιων των οφειλετών από ορισμένους <βιαστικούς> πιστωτές που επιδιώκουν την άμεση

ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων σε περίπτωση πτώχευσης.

Διασφαλιστικές δικλείδες ενσωματώνονται διαχρονικά και συνεχώς σε όλα τα νομοθετικά πλαίσια των διαφόρων χωρών τόσο όσον αφορά στην Εταιρική Διακυβέρνηση, όσο και στο εκάστοτε Πτωχευτικό Δίκαιο, προκειμένου να καλυφθούν όσο το δυνατό περισσότερο κενά μπορεί να υπάρχουν που δίνουν την ευκαιρία τόσο στις επιχειρήσεις και τις διοικήσεις τους όσο και στους πιστωτές, να εκμεταλλεύεται ο ένας τις αδυναμίες του άλλου.

Αυτονόητο είναι ότι καθώς οι οικονομικές αγορές διευρύνονται και αλλάζουν, αλλάζουν και πολλοί παράγοντες που σχετίζονται με τις μορφές ιδιοκτησίας, σχέσεων και δικαιωμάτων που απορρέουν από τις αλλαγές αυτές, με αποτέλεσμα την αναγκαιότητα για δυναμική εξέλιξη των προσπαθειών για την προστασία των κεφαλαιαγορών.

Η εμπειρία από την οικονομική κατάρρευση μεγάλων επιχειρήσεων ανά τον κόσμο που παρατίθεται αναλυτικά σε προηγούμενο κεφάλαιο (Enron, WorldCom, Parmalat, κ.α.), λόγω απάτης ή κακής διαχείρισης από τη διοίκηση και με δυσμενή επακόλουθα για όλη την κοινωνία, όπως για παράδειγμα την οικονομική καταστροφή ασφαλιστικών ταμείων που είχαν επενδύσει σε αυτές, έδωσε τις τελευταίες δεκαετίες ένα μεγαλύτερο έναυσμα για προσπάθεια αποτελεσματικότερης αντιμετώπισης της απάτης και ενίσχυσης της προστασίας όλων των ενδιαφερομένων, με τη λήψη αυστηρότερων μέτρων.

Σημαντικά σημεία των νόμων, στην Ελλάδα και στο εξωτερικό, τόσο αυτών που σχετίζονται με την Εταιρική Διακυβέρνηση, όσο και αυτών που σχετίζονται με την Πτώχευση, αποτελούν η πρόβλεψη ακόμη και ποινικών διώξεων σε βάρος μελών του Διοικητικού Συμβουλίου εφόσον προκύψει βαριά αμέλεια ή δόλια συμπεριφορά σε βάρος της επιχείρησης, ή των λοιπών δικαιούχων, καθώς και η λήψη της προσωπικής ευθύνης των υψηλόβαθμων στελεχών για την εικόνα των οικονομικών καταστάσεων που παρουσιάζεται προς τα έξω.

Η νομική αυτή κάλυψη, πλέον των όσων λοιπών προαναφέρθηκαν, συνδέεται άμεσα με την αναγκαιότητα σωστών αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης, προσφέρει πρόσθετη ασφάλεια όχι μόνο στους πιστωτές, αλλά και στους μετόχους που εμπιστεύονται χρηματικά κεφάλαια στην επιχείρηση και δείχνει τη σταδιακά αυξανόμενη σημασία που δίνεται από όλες τις οικονομίες, πλέον, στην αναγκαιότητα εφαρμογής των ηθικά αποδεκτών αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Ωστόσο, παρά τις προσπάθειες που έχουν γίνει και συνέβαλαν θετικά στη γενικότερη κατάσταση, τα προβλήματα αν και έχουν περιοριστεί, δεν έχουν αντιμετωπιστεί πλήρως και χρειάζεται περαιτέρω έρευνα τόσο στις επιμέρους παραμέτρους των Εταιρικής Διακυβέρνησης, όσο και στο θέμα της νομοθεσίας.

Για παράδειγμα, αν και οι μεταρρυθμίσεις των τελευταίων χρόνων στο νομοθετικό πλαίσιο περί Εταιρικής Διακυβέρνησης δείχνουν να συμβάλουν αρκετά αποτελεσματικά στη λειτουργία των επιχειρήσεων, ωστόσο

δεν φάνηκαν αρκετές για να προστατεύσουν μεγάλες τράπεζες από την κατάρρευση, στα πλαίσια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης που διανύουμε την περίοδο αυτή, με τις τόσο σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις στην κοινωνία.

Το γεγονός αυτό, σίγουρα, θα πρέπει να προκαλέσει στους ιθύνοντες σκεπτικισμό, για το τι πήγε στραβά και τι ενδεχομένως πρέπει να διορθωθεί, προκειμένου να μην επαναληφθούν τέτοια φαινόμενα στο μέλλον, στο βαθμό, τουλάχιστον, που η Εταιρική Διακυβέρνηση μπορεί να συνεισφέρει, καθώς υπάρχουν και πολλοί άλλοι παράγοντες που καθορίζουν τέτοια φαινόμενα. Ειδικότερα στον τραπεζικό και ασφαλιστικό κλάδο θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη έμφαση στον εσωτερικό και εξωτερικό έλεγχο του Διοικητικού Συμβουλίου, αλλά και των επιμέρους λειτουργιών, καθώς και στο τομέα διαχείρισης κινδύνου.

Ωστόσο, πέρα από τις αναλύσεις που μπορεί να γίνουν και στο μέλλον και στους νόμους που θα εφαρμοστούν, όπως προκύπτει και από την βιβλιογραφία, μεγάλο μέρος της διαφάνειας θα οφείλεται στην αναγκαιότητα για άντληση χρηματοδότησης με χαμηλό κόστος από τις αγορές κεφαλαίων, μετά την αυξανόμενη σημασία που δίνεται σε αυτήν από τους επενδυτές, ενώ σε μεγάλο βαθμό η τήρηση των σωστών κανόνων δεοντολογίας μπορεί να προέλθει μόνο από την αλλαγή της συμπεριφοράς και της κουλτούρας των ανθρώπων που ασχολούνται με το Management.

Πολλές φορές οι αποδείξεις ότι η οικονομική δυσπραγία μιας επιχείρησης οφείλεται σε απάτη ή αμέλεια των διαχειριστών της δεν είναι εύκολο να βρεθούν ή μπορεί πολύ εύκολα να καλυφθούν όσο προνοητικό και δεσμευτικό να είναι το

νομικό και θεσμικό πλαίσιο που αυτή εντάσσεται. Για το λόγο αυτό όσο η κουλτούρα δεν αλλάζει και το προσωπικό συμφέρον υπερισχύει, προφανές είναι ότι οικονομικά σκάνδαλα και απάτες θα συνεχίσουν να υπάρχουν, ακόμη και μέσα από κάποια <παραθυράκια> της νομοθεσίας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

-

1. **Research notes and communications – Corporate Governance and the bankrupt firm: An empirical assessment** (by Catherine M. Daily and Dan R. Dalton – Strategic Management Journal, Vol. 15, 643-654, 1994)
2. **Financial distress and corporate governance: an empirical analysis** (by Fathi Elloumi and Jean-Pierre Gueyie – Corporate Governance. Bradford:2001.vol.1., iss.1; pg15)
3. **Corporate governance and corporate failure: A survival analysis** (by Susan Parker, Gary F Peters, Howard F Turetsky – Corporate Governance.Bradford: 2002.Vol.2, Iss. 2: pg 4, 9 pgs)
4. **Bankruptcy and Social Welfare Theory** (by Cristopher W. Frost)
5. **Should The CEO Be the Chairman?** (by Jay w. Lorsch and Andy Zelleke – MIT Sloan Manage Rev 46 no2 Wint 2005).
6. **Bringing out charisma: CEO charisma and external stakeholders** (by Angelo Fanelli and Vilmos F. Misangyi – academy of management review 2006, Vol. 31. No 4, 1049-1061).
7. **Corporate Governance and the Regulation of Financial Reporting** (Whittington, Accounting and

Business Research, Vol. 23, No 91A, pp 311-319, 1993).

8. **Corporate Governance** – What has happened and what we need to go (By William H. Donaldson – Business Economics, 38 no3 jl 2003).
9. **Corporate governance:** the new frontier (by Richard m. Steinberg and Deborah Polunis – The Internal Auditor 57 no6 D 2000).
10. **Spotlight on corporate governance** (by Dan R. Dalton, Catherine M. Dalton – Business Horiz 48 no2 Mr/Ap 2005).
11. **Corporate Governance and Financial Distress** – Evidence from Chinese Listed Companies (by Zong-jun Wang and Xiao-Lan Deng – The Chinese Economy, vol. 39, no. 5, September-October 2006, pp. 5-27, 2006).
12. **Recent Changes in the association between Bankruptcies and Prior Audit Opinions** (by Marshall A. Geiger, K. Raghunandan and Dasaratha V. Rama- Auditing: a journal of practice & theory, Vol. 24, No 1, May 2005, pp. 21-35).
13. **Likely Effects of Stock Exchange Governance Proposals and Sarbanes – Oxley on Corporate Boards and Financial Reporting** (April Klein – Accounting Horiz 17 no 4 D 2003).

14. **The Financial Sector and Corporate Governance: the UK case*** (by Chris Mallin, Andy Mullineux and Clas Wihlborg, volume 13, number 4, July 2005).
15. **When a Strategic Plan includes Bankruptcy** (by John A. Pearce II and Samuel A. Dilullo – Business Horizons, September-October 1998).
16. **Bankruptcy: who Sacrifices;** (by Cohen, Adrian L. ACT Guide to Ethical Conflicts in finance, 1994 p83-94, 12p.)
17. **Corporate Governance Scoring and the Link Between Corporate Governance and Performance Indicators: in search of the Holy Grail*** (Nick Bradley, volume 12 Number 1 January 2004, Blackwell Publishing Ltd 2004).
18. **Corporate Governance and financial Performance of selected commercial banks in Uganda** (Matama Rogers, CRRC 2008:Call for Papers open, 7-8 September 2008, Queen's University Belfast).
19. **Corporate Governance Failures: to what extent is Parmalat a particularly Italian Case?*** (by Andrea Melis, Volume 13 Number 4, July 2005, Blackwell Publishing Ltd 2005)
20. **Corporate Governance and Financial Distress: when structures have to change** (Michael J. Mumford, volume 11 number 1, January 2003)

21. **Reorganization in US and European Bankruptcy law** (by Maria Brouwer, Spring Science + Business Media LLC 2006).
22. **A Crisis in Corporate Governance? The WorldCom Experience** (by Dick Thornburgh, Counsel, Kirkpatrick & Lockhart LLP Former Attorney General of the United States and Court – Appointed Examiner in the WorldCom Bankruptcy Proceedings to The Executive Forum, California Institute of Technology, Marc 22 2004)
23. **Ownership, Board, Agency Costs and Financial Distress: Evidence from Chinese Listed Companies** (by Wang-jui, Li Hong-xia, Wang Wei, 1-4244-1312-5/07/\$25, 2007 IEEE)
24. **Corporate governance in Greece: developments and policy implications** (Loukas J. Spanos Ph. D. Candidate)
25. **Corporate Governance and Family Firms: The Greek Case** (by Loukas Spanos, Lena Tsipouri, Manolis Xanthakis)
26. **Can Corporate Governance be Rated? Ideas based on the Greek experience*** (by Lena Tsipouri and Manolis Xanthakis, volume 12, number 1, January 2004).
27. **Benchmarking Greek Corporate Governance against Different Standards** (by Annita Florou and

Argiris Galarniotis, volume 15, number 5, September 2007).

28. Bankruptcy Around the World: Explanations of its Relative Use (by Leora Klapper, World Bank)

29. POOR CORPORATE GOVERNANCE, UNDISCIPLINED MARKET AND CRONYISM IN THE 1997 ASIAN CRISIS (by Christopher Gan, Goh Wai lee, Andrea Koh Lee Hoon, Commerce Division, Discussion Paper No 93, March 2001).

30. The association between Disclosure, Distress and Failure (by Lori Holder-Webb, Jaffrey R. Cohen, spring 2007)

31. Creditor' s Crucial Role in Corporate Governance (by Cheryl W. Gray, Finance & Development, June 1997).

32. Basel II and corporate governance issues (by Jaime Caruana, 2005)

33. Solvency II: changes within the European single insurance market (by Sterzynski, Dhaene, 2006)

34. Εταιρική Διακυβέρνηση - Έννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης (Μ. Ξανθάκης – Λ. Τσιπούρη – Λ. Σπανός, εκδόσεις Παπαζήση 2003).

35. **Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία** (Βασίλης Ν. Παπαδάκης, εκδόσεις Μπένος 2007).
36. **Exploring Corporate Strategy** (by Gerry Johnson, Kevan Scholes, Richard Whittington, 8th edition, 2008)
37. **Η προστασία του επενδυτή στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά** (ομιλία του Προέδρου του Χρηματιστηρίου Αθηνών κ. Παναγιώτη Αλεξάκη, Νοέμβριος 2003).
38. **Περιοδική έκδοση θεσμικής και νομικής ενημέρωσης της κεντρικής δομής υποστήριξης των ΚΕΤΑ** (τεύχος 15, Μάιος 2007).
39. **Η χρηματοοικονομική κρίση και η εταιρική τραπεζική διακυβέρνηση- ποια είναι τα συμπεράσματα πρόσφατης έρευνας της Nestor Advisors για το ρόλο των διοικητικών συμβουλίων 25 ευρωπαϊκών τραπεζών** (Νέστορας Στίλπωνας, ΒΗΜΑ 17.8.08, Σελ.:D12, κωδικός άρθρου: B15437D121, ID: 296385)
40. **Αξιολόγηση φερεγγυότητας ελληνικών επιχειρήσεων** (Hellastat 13.10.08)
41. **Manos Travel: Το χρονικό ενός προαναγγελθέντος θανάτου**
(www.phantis.gr/news/?newsID=20021228121852)

42. **Δημοσιεύματα του τύπου** (ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ 29.10.07, ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ 2008)
43. **Ιστοσελίδα Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς**
(www.hcmc.gr)
44. **Ιστοσελίδα Ομοσπονδίας δικαστικών επιμελητών Ελλάδος** (www.odde.gr)
45. **Ιστοσελίδα ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**
(περί Εταιρικής Διακυβέρνησης – www.nbg.gr)
46. **Νομος 3588/2007 – ΦΕΚ 153 / Α' / 10.7.2007**
(Πτωχευτικός κώδικας).
47. **Νόμος 3016/2002** <για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις> (ΦΕΚ 110/17.05.2002), όπως τροποποιήθηκε από το άρθρο 26 του νόμου 3091/2002 (ΦΕΚ, 330/24.12.2002).
48. **Ο Ν 3016/2002 και οι πρόσφατες εξελίξεις στο χώρο της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα** (Ιωάννης Παν. Δήμας – Δικηγόρος LL.M., PhD, Αθήνα, Σεπτέμβριος 2003)
49. **Νόμος 3606/2007 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, ο οποίος έχει ενσωματώσει την οδηγία MiFID.**
50. **Νόμος Sarbanes – Oxley Act of 2002.**