

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία με Θέμα:

Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματοοικονομική
Επίδοση

Επιβλέπων Καθηγητής: κ. Παπαδόπουλος Δημήτριος

Επιμέλεια: Τσόχα Μαρία

Αριθ. Μητρώου 4809

Θεσσαλονίκη, Νοέμβριος 2009

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	5
-----------------------	---

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματοοικονομική Επίδοση: Γενική Θεώρηση

1.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις.....	7
-----------------------------------	---

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματοοικονομική Επίδοση: Έννοια, Ορισμοί, Αρχές και Μηχανισμοί Ελέγχου Νομιμότητας

2.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις.....	12
2.2 Εταιρική Διακυβέρνηση: Εννοιολογικό Περιεχόμενο.....	12
2.3 Εταιρική Διακυβέρνηση: Ιστορική Εξέλιξη.....	14
2.4 Εταιρική Διακυβέρνηση: Πρόβλημα «εντολοδόχου- εντολέα»	16
2.5 Αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	17
2.5.1 Γενικές Παρατηρήσεις.....	17
2.5.2 Εξασφάλιση της βάσης για ένα αποτελεσματικό πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	18
2.5.3 Τα δικαιώματα των μετόχων.....	19
2.5.4 Η ισότιμη μεταχείριση των μετόχων.....	21
2.5.5 Ο ρόλος των ενδιαφερομένων στην Εταιρική Διακυβέρνηση.....	21
2.5.6 Γνωστοποίηση και διαφάνεια.....	22
2.5.7 Οι ευθύνες του Διοικητικού Συμβουλίου.....	23
2.6 Ειδικοί Μηχανισμοί Ελέγχου Νομιμότητας.....	24
2.6.1 Γενικές Παρατηρήσεις.....	24
2.6.2 Εσωτερικοί ως προς την εταιρία μηχανισμοί ελέγχου.....	25
2.6.3 Εξωτερικοί ως προς την εταιρία μηχανισμοί ελέγχου.....	27

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματοοικονομική Επίδοση: Τρόποι Αξιολόγησης του Προβλήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης και Μεθοδολογικές Δυσκολίες

3.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις.....	31
3.2 Τρόποι αντιμετώπισης του προβλήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	31
3.2.1 Η ορθολογικοποίηση της Διοίκησης της εταιρίας.....	31
3.2.2 Ενθάρρυνση μετόχων για ενεργοποίησή τους.....	33
3.2.3 Μεγάλοι Πιστωτές.....	35
3.2.4 Δανεισμός.....	35
3.2.5 Βελτιστοποίηση του λογιστικού ελέγχου.....	36
3.2.6 Νομική προστασία επενδυτών και πιστωτών.....	37
3.2.7 Συμβόλαια αποδοτικότητας.....	38
3.3 Εταιρική Διακυβέρνηση: Συστήματα Αξιολόγησης.....	38
3.3.1 Αγγλοσαξονικό ή εξωτερικό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	39
3.3.2 Εσωτερικό ή Ηπειρωτικό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	40
3.4 Εταιρική Διακυβέρνηση: Γεωγραφική κατανομή και σύγκριση των δύο συστημάτων αξιολόγησης.....	40
3.5 Μεθοδολογικά προβλήματα στην αξιολόγηση της Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	43

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματοοικονομική Επίδοση: Πρακτική Προσέγγιση των δύο εννοιών στο πλαίσιο της διεθνούς βιβλιογραφίας

4.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις.....	48
4.2 Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματοοικονομική Επίδοση: Εμπειρικές μελέτες από το διεθνή χώρο.....	48
4.2.1 Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματοοικονομική Επίδοση: Μια μελέτη των Γερμανικών και των Βρετανικών Αρχικών Δημοσίων Προσφορών.....	49
4.2.2 Μηχανισμοί Διακυβέρνησης, Μέγεθος και Χρηματοοικονομική Επίδοση των Βρετανικών Επιχειρήσεων.....	50

4.2.2.1 Η Έκθεση της Επιτροπής Cadbury.....	51
4.2.3 Εταιρική Διακυβέρνηση σε Οικογενειακές Επιχειρήσεις : Μια συγκριτική μελέτη μεταξύ Χονγκ Κονγκ και Ταϊλάνδης.....	52
4.2.4 Εσωτερικοί και Εξωτερικοί Μηχανισμοί Διακυβέρνησης: Η επίδραση τους στην Απόδοση μεγάλων Βρετανικών Επιχειρήσεων.....	54
4.2.5 Η σχέση μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και Χρηματοοικονομικής Επίδοσης.....	56
4.2.6 Μια εμπειρική μελέτη για την Εταιρική Διακυβέρνηση και την Χρηματοοικονομική Επίδοση.....	57
4.2.7 Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματοοικονομική Επίδοση σε Επιχειρήσεις στην Πολωνία.....	60
4.2.8 Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματοοικονομική Επίδοση.....	62
4.2.9 Οι τιμές των μετοχών αντανακλούν την ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης των Ιαπωνικών Επιχειρήσεων;.....	65
4.2.10 Το αόρατο χέρι στην Εταιρική Διακυβέρνηση.....	67
4.2.11 Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματοοικονομική Επίδοση στις Αραβικές Χρηματαγορές: <i>Η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας μετράει;</i>	70
4.2.12 Εταιρική Διακυβέρνηση και Επίδοση Επιχείρησης.....	71

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματοοικονομική Επίδοση: Θεωρητική και Εμπειρική Προσέγγιση στην Ελληνική Πραγματικότητα

5.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις.....	74
5.2 Εταιρική Διακυβέρνηση: Στάδια Εξέλιξης στην Ελλάδα.....	75
5.3 Νόμος 3016/2002.....	77
5.4 Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.....	79
5.5 Εταιρική Διακυβέρνηση: Πλήρες και Σύγχρονο Μοντέλο από την ΕΧΑΕ.....	80
5.6 Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματοοικονομική Επίδοση στην Ελλάδα.....	82

5.7 Εταιρική Διακυβέρνηση: EIRIS (Corporate Governance Ranking 2005).....	84
5.8 Εταιρική Διακυβέρνηση και χρηματοοικονομική επίδοση: έρευνα στα πλαίσια της ελληνικής πραγματικότητας.....	84
5.8.1 Έρευνα της εταιρίας συμβούλων επιχειρήσεων Cantor.....	84
5.8.2 Εταιρική Διακυβέρνηση και χρηματοοικονομική επίδοση: Έρευνες της Grant Thornton σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών (2005-2006).....	86
5.8.3 Εταιρική Διακυβέρνηση και χρηματοοικονομική επίδοση: Έρευνες της Grant Thornton σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών (2007).....	88

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματοοικονομική Επίδοση: Συμπεράσματα και Προτάσεις για περαιτέρω διεύρυνση του θέματος

6.1 Συμπεράσματα και Προτάσεις για περαιτέρω διεύρυνση του θέματος.....	92
---	----

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	96
--------------------------	-----------

ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ.....	97
-------------------------	-----------

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Από τα μέσα της δεκαετίας του '90 μέχρι και σήμερα η Εταιρική Διακυβέρνηση (corporate governance) αποτελεί ένα σημαντικό θέμα μελέτης και περαιτέρω διεύρυνσης όσον αφορά τις επιχειρήσεις άλλα και τον ακαδημαϊκό χώρο. Κίνητρο για την ενασχόληση και την εφαρμογή της Εταιρικής Διακυβέρνησης από πλευράς των επιχειρήσεων ήταν τα οικονομικά σκάνδαλα και οι διαστρεβλώσεις των λογιστικών απεικονίσεων που έχουν παρατηρηθεί τα τελευταία χρόνια. Στόχος της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η προστασία των επενδυτών, των μικρομετόχων και των πιστωτών. Επιπλέον, η Εταιρική Διακυβέρνηση στοχεύει στην εξασφάλιση της διαφάνειας και στην αποτελεσματική λειτουργία της εκάστοτε επιχείρησης. Ειδικότερα, οι ελληνικές επιχειρήσεις βρίσκονται σε πρώιμο στάδιο όσον αφορά την εφαρμογή «μηχανισμών» Εταιρικής Διακυβέρνησης, οι οποίοι κυρίως εμφανίζονται με εθελοντικό χαρακτήρα.

Σημαντικές είναι οι προσπάθειες διαφόρων φορέων και οργανισμών για την διατύπωση αρχών και κανόνων Εταιρικής διακυβέρνησης. Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι κυβερνήσεις διαφόρων χωρών έχουν εφαρμόσει υποχρεωτικές ρυθμίσεις με σκοπό την αποτελεσματικότερη λειτουργία των επιχειρήσεων και την προστασία των επενδυτών. Στην Ευρώπη τα τελευταία πέντε χρόνια δημοσιοποιήθηκαν εικοσιπέντε κώδικες Εταιρικής Διακυβέρνησης με στόχο την εφαρμογή τους από ολοένα και περισσότερες χώρες.

Η παρούσα μελέτη επιδιώκει να αναλύσει για το αν υπάρχει ή όχι συσχέτιση μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρήσεων στον διεθνή χώρο αλλά και στην Ελλάδα. Κρίνεται, σκόπιμο όμως, πριν την ανάλυση της προαναφερθείσας συσχέτισης, η εισαγωγή του αναγνώστη στις βασικές έννοιες της Εταιρικής Διακυβέρνησης, προκειμένου να δημιουργηθεί μια πιο ολοκληρωμένη και κατανοητή εικόνα στο βαθμό που μας επιτρέπει η υπάρχουσα διεθνής και ελληνική βιβλιογραφία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΔΟΣΗ: ΓΕΝΙΚΗ ΘΕΩΡΗΣΗ

1.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Η αποτελεσματική λειτουργία των επιχειρήσεων επηρεάζεται από παράγοντες οι οποίοι δρουν τόσο στο εξωτερικό όσο και στο εσωτερικό τους περιβάλλον. Όσον αφορά τη μικροοικονομική προσέγγιση, οι ενδοεπιχειρησιακοί παράγοντες επηρεάζουν ολοένα και περισσότερο τον καθορισμό της ανταγωνιστικής θέσης μιας επιχείρησης στο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον, στον βαθμό που οι μακροοικονομικές πολιτικές σχεδιάζονται από υπερεθνικά όργανα και διεθνείς οργανισμούς. Στο πλαίσιο αυτό, το είδος των διαφόρων μορφών διακυβέρνησης που αναπτύσσονται σε μια εταιρία προσδιορίζει σε μεγάλο βαθμό το αποτέλεσμα των οικονομικών επιδόσεων και προοπτικών της (Ξανθάκης, Τσιπούρη και Σπανός, 2003). Αυτό έχει ως αποτέλεσμα ώστε η Εταιρική Διακυβέρνηση και οι συνέπειες που έχει στην χρηματοοικονομική επίδοση να αποτελούν αντικείμενο μελέτης διεθνώς, κάτι το οποίο επιβεβαιώνεται από τον όγκο της σχετικής βιβλιογραφίας.

Επιπλέον, πρόσφατα οικονομικά σκάνδαλα και διαστρεβλώσεις λογιστικών καταστάσεων που έλαβαν χώρα σε επιχειρήσεις – κολοσσούς παγκοσμίως, όπως η Enron στην Αμερική, η Parmalat στην Ιταλία και άλλες περιπτώσεις, είχαν ως συνέπεια τη ρήξη των σχέσεων μεταξύ επενδυτών και επιχειρήσεων. Αυτή η κατάσταση αποτέλεσε και την έναρξη συζητήσεων που αφορούσαν τις σχέσεις μεταξύ επιχειρήσεων, επενδυτών και συμμετεχόντων και ειδικότερα την αποτελεσματική προστασία των επενδυτών. Συνέπεια αυτών των συνθηκών αποτέλεσε η επέκταση της Εταιρικής Διακυβέρνησης σε όλες τις οικονομίες, είτε ανεπτυγμένες, είτε αναπτυσσόμενες, όχι όμως στην ίδια έκταση.

Όπως αναφέρθηκε και πιο πάνω, η Εταιρική Διακυβέρνηση εφαρμόζεται και στις αναπτυσσόμενες χώρες. Αποτελεί μία πολύ σημαντική πρόκληση καθώς οι ιδιωτικοποιήσεις αποτελούν και τη βάση για την φιλελευθεροποίηση αυτών των χωρών. Αυτές οι αλλαγές θα πρέπει να μπορούν να δημιουργήσουν και να διασφαλίσουν μια υγιή και σταθερή μετοχική βάση και να προκρίνουν πρακτικές διακυβέρνησης, οι οποίες θα μπορούν να εξασφαλίζουν μακροχρόνια επενδυτικά κεφάλαια (Maher και Andersson, 1999).

Ένα άλλο σημαντικό θέμα, το οποίο διαφέρει από επιχείρηση σε επιχείρηση, είναι η εφαρμογή των κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης. Πιο συγκεκριμένα, οι

κανόνες θα πρέπει να επιβάλλονται ή θα πρέπει να έχουν εθελοντικό χαρακτήρα; Αρκετές έρευνες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι αρκετές επιχειρήσεις σε πρώτη φάση προτιμούν τον εθελοντικό χαρακτήρα των κανόνων και των αρχών της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Σε κάποιες περιπτώσεις ο εθελοντικός χαρακτήρας έχει θετικά αποτελέσματα, σε άλλες όχι. Εκεί όπου δημιουργούνται εμπόδια θα πρέπει η επιχείρηση να προβεί σε επιβολή των κανόνων, προκειμένου να μπορέσει να διασφαλίσει την προστασία των επενδυτών και την διαφάνεια της εταιρίας. Πάντως και στις δύο περιπτώσεις θα πρέπει να δίνετε μεγάλη σημασία στην σωστή και αξιόπιστη πληροφόρηση των επενδυτών σχετικά με την κατάσταση της εταιρίας και στην κατάρτιση αξιόπιστων λογιστικών καταστάσεων. Στόχος των εταιριών θα πρέπει να είναι η ουσιαστική εφαρμογή των κανόνων και των αρχών της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Το βασικό ερώτημα, το οποίο θα αναλυθεί και σε αυτή την εργασία, είναι για το αν υπάρχει σχέση μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και χρηματοοικονομικής επίδοσης. Αν ναι, υπάρχει θετική ή αρνητική συσχέτιση; Από έρευνες που έχουν γίνει κατά καιρούς έχει σχηματιστεί η άποψη ότι υπάρχει συσχέτιση και μάλιστα θετική. Συνέπεια αυτής της άποψης, είναι το γεγονός ότι δημιουργούνται αξιόπιστα συστήματα αξιολόγησης της αποτελεσματικότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Αυτό βοηθά στο να κατακτήσουν οι επιχειρήσεις μια καλή ανταγωνιστική θέση στην παγκόσμια οικονομία και στο να είναι εφικτή και μία σύγκριση μεταξύ τους. Έχει αποδειχτεί μέσα από διάφορες έρευνες ότι, εταιρίες οι οποίες εφαρμόζουν αρχές «καλής» Εταιρικής Διακυβέρνησης καταφέρνουν να αποτελέσουν πόλο έλξης μακροπρόθεσμων κεφαλαίων και να κερδίσουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Επιπλέον, αξίζει να αναφερθεί ότι οι επενδυτές είναι σε θέση να πληρώσουν υψηλότερες τιμές για μετοχές που ανήκουν σε επιχειρήσεις οι οποίες εφαρμόζουν ισχυρά συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης. Σύμφωνα με μία έρευνα, που πραγματοποιήθηκε το έτος 2002, από την εταιρία Mc Kinsey, προέκυψαν τα έξης αποτελέσματα. Το 80% των ερωτηθέντων θα πλήρωναν υψηλότερες τιμές για επιχειρήσεις που εφαρμόζουν μια ισχυρή Εταιρική Διακυβέρνηση. Η υψηλότερη αυτή τιμή (premium) διαφέρει από χώρα σε χώρα, ανάλογα με το σύστημα διακυβέρνησης που εφαρμόζει. Η υπεραξία αυτή για την Βόρεια Αμερική κυμαίνεται κατά μέσο όρο, από 12% έως 14%, ενώ για τη Λατινική Αμερική είναι από 20%

μέχρι 25%, το ίδιο ισχύει και για την Ασία. Τέλος, για την Αφρική και την Ανατολική Ευρώπη η υπεραξία ξεπερνά το 30%.

Όπως αναφέρθηκε και πιο πάνω, υπάρχει συσχέτιση μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και χρηματοοικονομικής επίδοσης, παρόλο αυτά υπάρχουν σημαντικές μεθοδολογικές δυσκολίες. Αυτό εξηγείται από το γεγονός, ότι υπάρχουν πολλές και διαφορετικές ερμηνείες όσον αφορά την Εταιρική Διακυβέρνηση καθώς και πολλαπλές έννοιες οι οποίες συνδέονται με την χρηματοοικονομική επίδοση.

Πιο συγκεκριμένα, η Εταιρική Διακυβέρνηση αναφέρεται στην δομή του Διοικητικού Συμβουλίου και στις υποχρεώσεις που έχει, στην λήψη αποφάσεων και στο κατά πόσο διασφαλίζεται η διαφάνεια μέσα στην εταιρία και στον έλεγχο. Επίσης, περιλαμβάνει και τις σχέσεις μεταξύ επιχείρησης και συμμετεχόντων (stakeholders). Ένα άλλο σημαντικό κομμάτι είναι ο καθορισμός της «καλής» και της «κακής» Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Η χρηματοοικονομική επίδοση συνδέεται με έννοιες, όπως η κερδοφορία, η τιμή της μετοχής, η εκτίμηση της αξίας της εταιρίας. Λόγω της πολυπλοκότητας των δύο εννοιών παρατηρείται μία σύγχυση και μία δυσκολία όσον αφορά τον πλήρη προσδιορισμό τους και τον εντοπισμό της ακριβούς συσχέτισής τους.

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι ο προσδιορισμός της έννοιας Εταιρική Διακυβέρνηση και η αναφορά στις αρχές που την διέπουν. Επιπλέον, θα γίνει αναφορά στις επιπτώσεις που έχει στην χρηματοοικονομική επίδοση μιας επιχείρησης τόσο σε διεθνές επίπεδο όσο και στην ελληνική πραγματικότητα.

Στο **πρώτο** κεφάλαιο παρουσιάστηκε μία γενική θεώρηση για την εξεταζόμενη έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης και τι αποτέλεσε την αφετηρία για την ενασχόληση και τη διερεύνηση έννοιας αυτής και γίνεται αναφορά και στο ερώτημα για το αν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ διακυβέρνησης και χρηματοοικονομικής επίδοσης.

Στο **δεύτερο** κεφάλαιο παρουσιάζονται διάφοροι ορισμοί της Εταιρικής Διακυβέρνησης, οι οποίοι θα βοηθήσουν στην αποσαφήνιση και στην κατανόηση αυτής της έννοιας. Παρακάτω, παρουσιάζεται η ιστορική εξέλιξη της Εταιρικής Διακυβέρνησης και γεγονότα τα οποία αποτέλεσαν την αφετηρία για τον προσδιορισμό, την εξέλιξη και την εφαρμογή της διακυβέρνησης σε διάφορες

επιχειρήσεις ανά τον κόσμο. Στην συνέχεια του κεφαλαίου παρουσιάζεται το πρόβλημα «εντολοδόχου- εντολέα» (principal- agent problem). Επίσης, αναφέρονται οι Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης, οι οποίες δημοσιεύτηκαν από τον ΟΟΣΑ το 1999. Τέλος, παρουσιάζονται οι ειδικοί μηχανισμοί ελέγχου νομιμότητας, που διαχωρίζονται σε εξωτερικό και εσωτερικό έλεγχο.

Στο **τρίτο** κεφάλαιο παρουσιάζονται κάποιοι τρόποι αντιμετώπισης προβλημάτων που αφορούν την Εταιρική Διακυβέρνηση και πιο συγκεκριμένα αφορούν τους μετόχους, τους πιστωτές, το Διοικητικό Συμβούλιο, τον δανεισμό και τον λογιστικό έλεγχο. Στην συνέχεια, αναλύονται τα κύρια συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης και τέλος, τα μεθοδολογικά προβλήματα που συναντώνται στις αξιολογήσεις που αφορούν το επίπεδο Εταιρικής Διακυβέρνησης που υπάρχει σε διάφορες επιχειρήσεις.

Στο **τέταρτο** κεφάλαιο παρατίθενται πολλές εμπειρικές μελέτες από το διεθνή χώρο, οι οποίες αναλύουν για το αν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και χρηματοοικονομικής επίδοσης

Στο **πέμπτο** κεφάλαιο παρουσιάζεται μία θεωρητική αναφορά για το επίπεδο της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα καθώς και τα στάδια εξέλιξης. Στην συνέχεια, γίνεται αναφορά στον νόμο Ν.3016/2006, ο οποίος αφορά τις εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και αναφέρεται στα καθήκοντα και στις υποχρεώσεις του Διοικητικού Συμβουλίου. Παρακάτω, παρουσιάζεται το πλήρες και σύγχρονο μοντέλο από την ΕΧΑΕ και αναφέρονται σημαντικές έρευνες που έχουν γίνει στην Ελλάδα και φανερώνουν για το αν υπάρχει ή όχι συσχέτιση μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και χρηματοοικονομικής επίδοσης.

Στο **έκτο** κεφάλαιο παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της παρούσας εργασίας σχετικά με την συσχέτιση ή μη της Εταιρικής Διακυβέρνησης και της χρηματοοικονομικής επίδοσης σε διεθνές και σε ελληνικό επίπεδο.

Η βιβλιογραφία η οποία είναι διαθέσιμη και σχετική με το θέμα της παρούσας εργασίας είναι ογκώδης και είναι γραμμένη κυρίως στην αγγλική γλώσσα και προέρχεται από το Ηνωμένο Βασίλειο και τις Ηνωμένες Πολιτείες. Οι ερευνητικές προσπάθειες στην Ελλάδα, όπως και σε άλλες χώρες είναι περιορισμένες καθώς η Εταιρική Διακυβέρνηση βρίσκεται σε πρώιμο στάδιο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

**ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΔΟΣΗ:**

**ΕΝΝΟΙΑ, ΟΡΙΣΜΟΙ, ΑΡΧΕΣ ΚΑΙ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ
ΕΛΕΓΧΟΥ ΝΟΜΙΜΟΤΗΤΑΣ**

2.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο παρουσιάζονται διάφοροι ορισμοί καθώς και οι Αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης, οι οποίες δημοσιεύτηκαν από τον ΟΟΣΑ το 1999 και αποτελούν τη βάση για τη σωστή εφαρμογή της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Το 2004, οι αρχές αναδιατυπώθηκαν από τον ΟΟΣΑ λόγω των πολλών και δυναμικών εξελίξεων που διαδραματίστηκαν στην παγκόσμια οικονομία.

Πιο συγκεκριμένα, στην ενότητα 2.2 παρατίθενται διάφοροι ορισμοί, οι οποίοι έχουν διατυπωθεί από διάφορους ερευνητές ανά τον κόσμο, στην ενότητα 2.3 παρουσιάζεται η ιστορική εξέλιξη της Εταιρικής Διακυβέρνησης, Στην ενότητα 2.4 αναλύεται το πρόβλημα του «εντολοδόχου- εντολέα». Στην ενότητα 2.5 γίνεται ανάλυση των Αρχών της Εταιρικής Διακυβέρνησης και τέλος, στην ενότητα 2.6 παρατίθενται οι ειδικοί μηχανισμοί έλεγχου νομιμότητας, οι οποίοι χωρίζονται σε δύο κατηγορίες : α) ο εσωτερικός έλεγχος και β) ο εξωτερικός έλεγχος.

2.2 Εταιρική Διακυβέρνηση: Εννοιολογικό Περιεχόμενο

Υπάρχουν πάρα πολλοί ορισμοί, οι οποίοι εξηγούν την έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης, μερικοί από αυτούς παρατίθενται παρακάτω. Η Εταιρική Διακυβέρνηση εκφράζει, γενικότερα, μία φιλοσοφία και αποτυπώνει τις αντιλήψεις γύρω από την εξουσία και τους τρόπους ενάσκησής της. Αξιολογεί τους επιμέρους φορείς που μετέχουν στην εξουσία και επιχειρεί την οριοθέτηση των σχέσεων τους, με άξονα τη λειτουργία της εταιρίας, προς επίτευξη ενός στόχου. Ο στόχος ποικίλλει, ανάλογα με το σύστημα που θα έχει υιοθετηθεί, δηλαδή ανάλογα με τη φιλοσοφία που θα εκφράζει η Εταιρική Διακυβέρνηση ως έννοια (Μούζουλας, 2003). Οι Shleifer και Vishny (1997) αναφέρουν σε έρευνα τους ότι ένα πολύ σημαντικό κομμάτι με το όποιο ασχολείται η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι το πώς οι χρηματοδότες διάφορων επιχειρήσεων θα εξασφαλίσουν ότι θα λάβουν την απόδοση τους για τις επενδύσεις που έχουν κάνει. Ο La Porta (2000) υποστηρίζει ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση και οι μηχανισμοί της είναι υπεύθυνοι για την προστασία των εξωτερικών επενδυτών (πιστωτές και μέτοχοι) ενάντια στις τυχόν ατασθαλίες των εσωτερικών, που είναι η Διοίκηση και οι μάνατζερ. Σύμφωνα με την Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως

Εταιρική Διακυβέρνηση ορίζεται το σύνολο των πρακτικών που εφαρμόζει μια επιχείρηση ώστε να διασφαλίσει την προστασία των μετόχων της αλλά και όλων αυτών που έχουν νόμιμα συμφέροντα στην εταιρία και να εξασφαλίσει τη λειτουργία και την απόδοση της επιχείρησης σε ένα ικανοποιητικό επίπεδο. Ο ΟΟΣΑ (1999) και η Επιτροπή Cadbury (Cadbury Report, 1992) ορίζουν την έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης ως ένα σύστημα το οποίο δίνει τη δυνατότητα στις εταιρίες να ελέγχονται και να παρακολουθούνται. Γενικά, η Εταιρική Διακυβέρνηση εξειδικεύει τη διάρθρωση των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων μεταξύ των διαφορετικών συμμετεχόντων σε μία εταιρία, όπως το διοικητικό συμβούλιο, τα ανώτατα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη, οι μέτοχοι και οι άλλοι ενδιαφερόμενοι μέσα ή έξω από την εταιρία (stakeholders) (Ξανθάκης, Τσιπούρη και Σπανός, 2003). Τέλος, ένας κοινά αποδεκτός ορισμός είναι ότι: Ο όρος εταιρική Διακυβέρνηση είναι το συνολικό σύστημα δικαιωμάτων, διαδικασιών και ελέγχων, που έχουν καθιερωθεί εσωτερικά και εξωτερικά ως προς τη διοίκηση της εταιρίας, με στόχο την προστασία των συμφερόντων όλων των παραγόντων που αναμειγνύονται στην εταιρική δραστηριότητα (stakeholders) (Μούζουλας, 2003). Ακολουθεί σχετικός πίνακας:

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

Πίνακας 1: Ορισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης

2.3 Εταιρική Διακυβέρνηση: Ιστορική Εξέλιξη

Όπως αναφέρεται στο βιβλίο των Ξανθάκη, Τσιπούρη και Σπανού, 2003, διάφορα κερδοσκοπικά επεισόδια και φαινόμενα επιχειρησιακών σκανδάλων και χρεοκοπιών έχουν καταγραφεί ιστορικά στις κεφαλαιαγορές σε παγκόσμιο επίπεδο. Από τη φούσκα της εταιρίας South Sea το 1720 στη Βρετανία, τον πανικό του 1873 στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και το μεγάλο κραχ του 1929, μέχρι την κατάρρευση της Wall Street το 1987 και το πρόσφατο κύμα λογιστικών σκανδάλων και χρεοκοπιών μεγάλων εταιριών, όπως της Enron, της HealthSouth, της Tyco και της Worldcom, κεντρικό ζητούμενο παραμένει η αποτελεσματική προστασία των μετόχων. Η ενίσχυση της διαφάνειας, η έγκαιρη και έγκυρη πληροφόρηση των επενδυτών/ μετόχων, οι αποτελεσματικοί και ανεξάρτητοι έλεγχοι, η ισχυροποίηση του εποπτικού ρόλου του διοικητικού συμβουλίου, καθώς και η κατάρτιση αξιόπιστων λογιστικών καταστάσεων, είναι μερικές μόνο από τις προκλήσεις στις οποίες καλείται να ανταποκριθεί κάθε οργανωμένη κεφαλαιαγορά. Αποτελούν ουσιαστικά εχέγγυο για την αποτελεσματική προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων και την αποφυγή ή την έγκαιρη διάγνωση και αντιμετώπιση επιχειρηματικών δυσλειτουργιών και κακοδιαχειρίσεων. Συνήθως, οι μεγάλες κρίσεις δίδουν το έναυσμα για τη λήψη μιας σειράς μέτρων και την ανάληψη διαφόρων εθελοντικών πρωτοβουλιών. Την κρίση του 1929 διαδέχθηκε μια σειρά μέτρων, όπως η συγκρότηση της Επιτροπής Τίτλων και Συναλλάγματος, οι περιορισμοί στη δημιουργία πυραμίδας, ο έλεγχος των υποχρεωτικών ποσοστών διαθεσίμων κ.α. (Galbraith, 1993). Στο Ηνωμένο Βασίλειο τα σκάνδαλα εταιριών, όπως της BCCI και της Maxwell, καθώς και η αντιπαράθεση για το ύψος των αμοιβών των μελών των διοικητικών συμβουλίων οδήγησε στη σύσταση της Επιτροπής Cadbury, που τον Δεκέμβριο του 1992 διέτύπωσε ένα εθελοντικό κώδικα για την εταιρική διακυβέρνηση. Στην Ιαπωνία, μετά την κρίση της δεκαετίας του 1990, άνοιξε ένας μεγάλος διάλογος για τις αλλαγές της εταιρικής διακυβέρνησης. Η πρόταση νόμου, που ψηφίστηκε μέσα στο 2003, προβλέπει την εισαγωγή μιας σειράς αγγλοσαξονικών μηχανισμών παρακολούθησης της εκτελεστικής διοίκησης, όπως η σύσταση επιτροπών στο διοικητικό συμβούλιο, η συμμετοχή ανεξάρτητων μελών στα διοικητικά συμβούλια κ.α. Τα πρόσφατα σκάνδαλα μεγάλων αμερικανικών εταιριών, όπως της Enron, της HealthSouth, της Tyco και της Worldcom, οδήγησαν στην υιοθέτηση νέου νόμου για την εταιρική διακυβέρνηση τον Ιούλιο του 2002 από το

Αμερικάνικο Κογκρέσο (Sarbanes- Oxley Bill). Επίσης, το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης έχει προτείνει μια σειρά από πρόσθετα κριτήρια εισαγωγής εταιριών, μεταξύ των οποίων το διοικητικό συμβούλιο να απαρτίζεται στην πλειοψηφία του από ανεξάρτητα μέλη, η ελεγκτική επιτροπή να αποτελείται αποκλειστικά από ανεξάρτητα μέλη με ένα τουλάχιστον μέλος με χρηματοοικονομικές γνώσεις, και να υπάρχει περιορισμός στις υπηρεσίες που μπορούν να παρέχουν οι εξωτερικοί ελεγκτές στους πελάτες τους. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, εξάλλου, ανέθεσε σε ειδική ομάδα ειδικών υπό τον Jaap Winter (Winter Group) να κάνει προτάσεις για τον εκσυγχρονισμό του ρυθμιστικού πλαισίου που διέπει την Ευρωπαϊκή Ένωση σχετικά με το νόμο περί εταιριών. Μεταξύ των θεμάτων που εξέτασε η ομάδα εργασίας ήταν και αυτό της εταιρικής διακυβέρνησης. Συγκεκριμένα, προτάθηκε στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή να προχωρήσει στην έκδοση μιας σειράς οδηγιών προς τις χώρες- μέλη για την βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης (π.χ. υποχρεωτική έκδοση από τις εισηγμένες εταιρίες έκθεσης για την εταιρική διακυβέρνηση, υπολογισμός του κόστους των δικαιωμάτων προαίρεσης στους ετήσιους λογαριασμούς, καθορισμός της σύνθεσης και των αρμοδιοτήτων της ελεγκτικής επιτροπής). Αν και δεν συστήνεται η δημιουργία ευρωπαϊκού κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης η ομάδα εργασίας συστήνει τον συντονισμό των ενεργειών των χωρών- μελών, ώστε να αυξηθεί η αποτελεσματικότητα της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση (Winter Report, 2002).

Πολλοί διεθνείς οργανισμοί και εγχώριοι φορείς, στην προσπάθειά τους να βελτιώσουν τους μηχανισμούς που διέπουν τις σχέσεις μεταξύ των συμμετεχόντων σε μια εταιρία, έχουν διατυπώσει μια σειρά από βέλτιστες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης, οι οποίες έχουν εθελοντικό χαρακτήρα. Την τελευταία δεκαετία έχουν δημοσιευτεί πάνω από 50 κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης σε πάνω από 60 χώρες σε όλο τον κόσμο. Από το Ηνωμένο Βασίλειο, στις ΗΠΑ, τη Γαλλία, τη Γερμανία και την Ελλάδα, ως τη Νότια Αφρική, την Κορέα, την Ινδία και την Αυστραλία, είτε με πρωτοβουλία των αρμόδιων αρχών (χρηματιστήρια, εποπτικές αρχές, υπουργεία, διεθνείς οργανισμοί), είτε με πρωτοβουλία συλλογικών οργανώσεων και ιδιωτικών φορέων (ενώσεις θεσμικών επενδυτών, σύνδεσμοι επιχειρήσεων, ενώσεις μετόχων, ασφαλιστικά ταμεία κ.α.) διατυπώνεται μια σειρά από αρχές καλής εταιρικής διακυβέρνησης, που, σε εθελοντική βάση, συστήνεται προς τις (εισηγμένες) επιχειρήσεις να υιοθετήσουν. Σε όλους τους κώδικες

παρατηρείται μια ενιαία αντιμετώπιση βασικών ζητημάτων εταιρικής διακυβέρνησης, δεν λείπουν όμως και διαφορετικές συστάσεις σε επιμέρους ζητήματα. Η ποικιλία των συστάσεων απορρέει από το διαφορετικό νομικό και θεσμικό πλαίσιο κάθε χώρας, τη διαφορετική εταιρική κουλτούρα και αντιμετώπιση μιας σειράς ζητημάτων που σχετίζονται με την προστασία του περιβάλλοντος, την εταιρική κοινωνική ευθύνη κ.α.

2.4 Εταιρική Διακυβέρνηση: Πρόβλημα «εντολοδόχου- εντολέα»

Οι Berle και Means (1932), σε έρευνα τους, αναλύουν το πρόβλημα του «εντολοδόχου- εντολέα» (principal- agent problem), το οποίο αποτελεί ένα σημαντικό κομμάτι της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Το πρόβλημα αυτό ουσιαστικά αφορά τον τρόπο επιλογής των εντολοδόχων, δηλαδή των ικανότερων διαχειριστών της εταιρίας, το πώς αυτοί θα είναι αξιόπιστοι και κυρίως με ποιον τρόπο θα ενημερώνουν τους εντολείς, που είναι οι ιδιοκτήτες της εταιρίας. Συχνή είναι επίσης και η εμφάνιση αντικρουόμενων συμφερόντων μεταξύ των μετόχων, που είναι οι ιδιοκτήτες, και των διαχειριστών (εκτελεστική διοίκηση). Για παράδειγμα, μπορεί οι διαχειριστές να επιθυμούν αύξηση των πωλήσεων, ενώ οι μέτοχοι αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Γίνετε κατανοητό ότι οι προσδοκίες και τα συμφέροντα των δύο πλευρών έρχονται σε αντιπαράθεση. Το σύστημα την Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να έχει σαν στόχο την διασφάλιση των συμφερόντων των δύο πλευρών, καθώς και την όσο δυνατόν γίνετε ευθυγράμμιση τους, προκειμένου να επιτευχθεί το άριστο επίπεδο αποτελεσματικότητας και κερδοφορίας. Την άποψη αυτή φαίνεται να ασπάζονται και οι Shleifer και Vishny (1997) και ο Tirole (1999), σύμφωνα με έρευνες που έχουν διεξάγει.

Ένα άλλο θέμα το οποίο θα πρέπει να είναι σε θέση να αντιμετωπίσουν οι εταιρίες είναι η σύγκρουση μεταξύ μεγαλομετόχων και μετόχων μειοψηφίας. Αυτό κυρίως συναντάται σε επιχειρήσεις με μεγάλη συγκέντρωση στο μετοχικό κεφάλαιο. Παράμετροι οι οποίοι βοηθούν στην εξομάλυνση των σχέσεων των δύο μερών είναι η σύσταση του Διοικητικού Συμβουλίου, για παράδειγμα θα πρέπει να ορισθεί το ποιος θα είναι ο αριθμός των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών, για το ποιες θα είναι οι γνώσεις των μελών και η ύπαρξη επιτροπών μέσα στο Διοικητικό Συμβούλιο. Μία

άλλη παράμετρος είναι η ύπαρξη επαρκούς διαφάνειας και αποκάλυψης πληροφοριών, προκειμένου να υπάρχει αποτελεσματική προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων, είτε είναι μεγαλομέτοχοι, είτε μέτοχοι μειοψηφίας. Και τέλος, ο βαθμός κοινωνικής ευθύνης της εταιρίας. Όλα αυτά που αναφέρθηκαν παραπάνω, αποτελούν τη βάση για τη λήψη αποφάσεων από πλευράς των θεσμικών επενδυτών.

2.5 Αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης

2.5.1 Γενικές Παρατηρήσεις

Το 1999 ο Οργανισμός Οικονομικής Ανάπτυξης και Συνεργασίας (ΟΟΣΑ), με τον Κώδικα για την Εταιρική Διακυβέρνηση, δημοσίευσε τις βασικές αρχές, οι οποίες θα πρέπει να διέπουν κάθε ρύθμιση που αφορά την Εταιρική Διακυβέρνηση. Αυτές οι αρχές έχουν ως στόχο, να βοηθήσουν τις κυβερνήσεις όλων των χωρών και όχι μόνο των χωρών- μελών που ανήκουν στον ΟΟΣΑ, προκειμένου να αξιολογήσουν και να βελτιώσουν το νομικό, θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο και να είναι σε θέση να παρέχουν οδηγίες και προτάσεις στα χρηματιστήρια, στους επενδυτές και στις εταιρίες, οι οποίοι έχουν κυρίαρχο ρόλο στην διαμόρφωση και στην ανάπτυξη της Εταιρικής διακυβέρνησης. Οι αρχές, κυρίως, απευθύνονται σε εταιρίες εισηγμένες στο χρηματιστήριο, ωστόσο σε έναν ικανοποιητικό βαθμό μπορούν να ωφελήσουν την Εταιρική Διακυβέρνηση επιχειρήσεων, μη εισηγμένων. Προορίζονται να είναι προσιτές, κατανοητές και συνοπτικές για τη διεθνή κοινότητα και έχουν ένα ρόλο κυρίως εθελοντικό, ο οποίος στοχεύει στην ανάπτυξη της Εταιρικής Διακυβέρνησης, προκειμένου να φτάσει στο «βέλτιστο επίπεδο». Το πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης εξαρτάται κάθε φορά από το νομικό, θεσμικό και κανονιστικό περιβάλλον. Επιπλέον, εξαρτάται από παράγοντες, όπως η επιχειρηματική δεοντολογία, η εταιρική ευαισθητοποίηση όσον αφορά κοινωνικά και περιβαλλοντικά συμφέροντα διαφόρων κοινοτήτων που δρουν οι εκάστοτε επιχειρήσεις. Αυτοί είναι μερικοί από τους παράγοντες που μπορεί να έχουν σοβαρό αντίκτυπο στην φήμη και στην μακροπρόθεσμη επιτυχία της εταιρίας.

Η Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί ένα βασικό στοιχείο για την βελτίωση της οικονομικής αποτελεσματικότητας, καθώς και για την ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών. Η «καλή» Εταιρική Διακυβέρνηση θα πρέπει να παρέχει τα

κατάλληλα κίνητρα στο Διοικητικό Συμβούλιο και στους διαχειριστές να επιδιώκουν στόχους που να είναι προς το συμφέρον των μετόχων και της εταιρίας. Αναγκαία, επίσης, κρίνεται και η παρουσία ενός αποτελεσματικού συστήματος παρακολούθησης Εταιρικής Διακυβέρνησης που καλό είναι να έχουν όλες οι επιχειρήσεις, οι οποίες στο σύνολό τους, βοηθούν στην εύρυθμη λειτουργία της οικονομίας. Επιπλέον, το κόστος κεφαλαίου μειώνεται και οι επιχειρήσεις είναι σε θέση να χρησιμοποιήσουν τους πόρους τους πιο αποτελεσματικά, στηρίζοντας έτσι την ανάπτυξη.

Όπως παρουσιάστηκε και παραπάνω η «καλή» εταιρική Διακυβέρνηση θα πρέπει να έχει σαν στόχο την διασφάλιση των συμφερόντων των μετόχων και την αποφυγή συγκρούσεων με το Διοικητικό Συμβούλιο. Οι αρχές διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο όσον αφορά το θέμα αυτό και επικεντρώνονται στα προβλήματα που προκύπτουν από το διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και του ελέγχου. Ο ρόλος τους είναι μη δεσμευτικός και δεν αποσκοπούν στο να επιβάλλουν λεπτομερείς προδιαγραφές στην εθνική νομοθεσία. Σκοπός τους είναι να χρησιμεύουν ως ένα σημείο αναφοράς. Οι αρχές έχουν εξελικτικό χαρακτήρα και θα πρέπει κάθε φορά να επανεξετάζονται κάτω από το πρίσμα των οικονομικών και κοινωνικών εξελίξεων.

Οι έντονες οικονομικές και κοινωνικές εξελίξεις των τελευταίων χρόνων οδήγησαν στην ανάγκη για αναδιατύπωση των αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης, προκειμένου να είναι σε θέση να ανταποκριθούν στις σύγχρονες απαιτήσεις και ανάγκες των επιχειρήσεων. Για το λόγο αυτό, ο ΟΟΣΑ το 2004 δημοσίευσε αναθεωρημένες αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης, οι οποίες παρουσιάζονται παρακάτω(OECD, 2004).

2.5.2 Εξασφάλιση της βάσης για ένα αποτελεσματικό πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης

Το πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να προωθεί τις διαφανείς και αποτελεσματικές αγορές, να είναι συμβατό με το νόμο και να διατυπώνει με σαφήνεια την κατανομή των αρμοδιοτήτων μεταξύ των διαφόρων εποπτικών, εκτελεστικών και ρυθμιστικών αρχών. Οι νομικές και ρυθμιστικές απαιτήσεις, που επηρεάζουν τις πρακτικές της Εταιρικής Διακυβέρνησης, θα πρέπει να έρχονται σε συμφωνία με το νόμο. Η διάκριση των ευθυνών μεταξύ των διαφόρων αρχών θα

πρέπει να είναι σαφής και να διασφαλίζει την εξυπηρέτηση του δημόσιου συμφέροντος. Οι εποπτικές, εκτελεστικές και ρυθμιστικές αρχές θα πρέπει να έχουν την εξουσία, τους πόρους και την ακεραιότητα προκειμένου να εκπληρώσουν τα καθήκοντά τους με ακεραιότητα και αξιοπιστία. Οι αποφάσεις αυτές θα πρέπει να είναι έγκαιρες, διαφανείς και αποσαφηνισμένες. Τέλος, το πλαίσιο αυτό θα πρέπει να αναπτυχθεί λαμβάνοντας υπόψη τις συνέπειες του στην απόδοση της οικονομίας, στην ακεραιότητα της αγοράς και στα κίνητρα που δημιουργεί για τους συμμετέχοντες στην αγορά. Στόχος του είναι η προώθηση διαφανών και αποτελεσματικών αγορών.

2.5.3 Τα δικαιώματα των μετόχων

Αυτό το πλαίσιο αφορά την προστασία και την διευκόλυνση της άσκησης των δικαιωμάτων των μετόχων. Τα βασικά δικαιώματα των μετόχων είναι:

- 1) η διασφάλιση των μεθόδων καταγραφής της ιδιοκτησίας
- 2) η μεταφορά ή μεταβίβαση μετοχών
- 3) η λήψη σχετικών πληροφοριών και υλικού σχετικά με την εταιρία σε τακτική και έγκαιρη βάση
- 4) η συμμετοχή και το δικαίωμα ψήφου στις γενικές συνελεύσεις
- 5) η εκλογή και η απομάκρυνση μελών του Διοικητικού Συμβουλίου
- 6) η συμμετοχή στα κέρδη της επιχείρησης

Οι μέτοχοι θα πρέπει να ενημερώνονται επαρκώς για θέματα τα οποία αφορούν σημαντικές αλλαγές που αφορούν την εταιρία, όπως:

- ❖ τροποποιήσεις του καταστατικού
- ❖ έκδοση μετοχών
- ❖ έκτακτες συναλλαγές, όπως μεταβίβαση του συνόλου ή μέρους των περιουσιακών στοιχείων, το οποίο μπορεί να συνεπάγεται πώληση της επιχείρησης.

Οι μέτοχοι θα πρέπει να συμμετέχουν και να ψηφίζουν στις γενικές συνελεύσεις, καθώς και να ενημερώνονται σχετικά με το ποιοι είναι οι κανόνες που διέπουν τις συνελεύσεις, συμπεριλαμβανομένων και των διαδικασιών ψηφοφορίας. Οι κανόνες είναι:

- 1) οι μέτοχοι θα πρέπει να λαμβάνουν πλήρης και έγκαιρη πληροφόρηση για την τοποθεσία, την ημερομηνία και την ημερήσια διάταξη των γενικών συνελεύσεων, καθώς και των θεμάτων που θα συζητηθούν στις συνελεύσεις
- 2) οι μέτοχοι έχουν το δικαίωμα να υποβάλλουν ερωτήματα σχετικά με τον ετήσιο εξωτερικό λογιστικό έλεγχο, να προτείνει ψηφίσματα και να θέσει γενικότερα θέματα στην ημερήσια διάταξη και να δίνουν λύσεις μέσα σε λογικά πλαίσια
- 3) η διευκόλυνση των μετόχων στη συζήτηση εταιρικών θεμάτων, όπως η εκλογή νέων μελών, ο προσδιορισμός των αμοιβών των μελών του Διοικητικού συμβουλίου
- 4) οι μέτοχοι να μπορούν να ψηφίζουν είτε βρίσκονται στη συνέλευση, είτε όχι.

Απαιτείται η δημοσιοποίηση οποιοδήποτε μηχανισμών ή διαθρώσεων κεφαλαίου που επιτρέπουν σε ορισμένους μετόχους να ασκούν έλεγχο, που είναι δυσανάλογος με την κυριότητα των μετοχών του. Οι αγορές του εταιρικού ελέγχου θα πρέπει να λειτουργούν με αποτελεσματικό και διαφανή τρόπο, προκειμένου οι μέτοχοι να γνωρίζουν ποια είναι τα δικαιώματά τους σε περίπτωση συγχώνευσης, εξαγοράς, πώλησης σημαντικού μεριδίου της περιουσία μιας επιχείρησης. Επιπλέον, σε περίπτωση εξαγοράς να μην γίνεται τίποτα μεροληπτικά για την οχύρωση του Διοικητικού Συμβουλίου έναντι της υποχρέωσής τους για λογοδοσία. Θα πρέπει να διευκολύνεται η άσκηση των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας όλων των μετόχων και των θεσμικών επενδυτών. Οι θεσμικοί επενδυτές υποχρεούνται να κοινοποιούν τη στρατηγική που αφορά την Εταιρική Διακυβέρνηση, τις διαδικασίες που αφορούν την αξιοποίηση του δικαιώματος ψήφου και τον τρόπο πιθανής σύγκρουσης συμφερόντων, που μπορεί να έχει αντίκτυπο στην αποδοτικότητα της επένδυσης. Τέλος, οι μέτοχοι και οι θεσμικοί επενδυτές θα πρέπει να συμβουλευονται ο ένας τον άλλον για θέματα σχετικά με τα βασικά τους δικαιώματα, όπως αυτά καθορίζονται από τις Αρχές.

2.5.4 Η ισότιμη μεταχείριση των μετόχων

Σύμφωνα με αυτή την αρχή το πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να διασφαλίζει την ισότιμη μεταχείριση των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων και των μετόχων μειοψηφίας και των αλλοδαπών. Όλοι οι μέτοχοι θα πρέπει να χρήζουν σωστής και δίκαιης αντιμετώπισης, όσον αφορά την παραβίαση των δικαιωμάτων τους, με τη λήψη αποτελεσματικής αποζημίωσης. Όλοι οι μέτοχοι της ίδιας κατηγορίας θα πρέπει να αντιμετωπίζονται με τον ίδιο τρόπο, δηλαδή να έχουν όλοι τα ίδια ακριβώς δικαιώματα. Με τη σειρά τους οι επενδυτές θα πρέπει να είναι ενήμεροι για όλες τις κατηγορίες και τι δικαιώματα ανήκουν σε αυτές τις κατηγορίες, πριν προβούν στην αγορά τους. Σε περίπτωση τροποποίησης των δικαιωμάτων ψηφοφορίας, θα πρέπει να έχει προηγηθεί η συναίνεση των τάξεων που είναι άμεσα συνδεδεμένες με αυτές τις τροποποιήσεις. Για τους μετόχους μειοψηφίας, θα πρέπει να παρέχεται επαρκής προστασία από καταχρηστικές ενέργειες από τους μεγαλομετόχους και να δίδετε επαρκής αποζημίωση σε περίπτωση που συμβεί κάτι τέτοιο. Έγκυρη θα πρέπει να θεωρείτε η ψηφοφορία με αντιπροσώπους με εξουσιοδότηση, επιπλέον, οι διαδικασίες της ψηφοφορίας θα πρέπει να διαδραματίζονται με τέτοιο τρόπο, προκειμένου να επιτρέπεται η άσκηση των δικαιωμάτων όλων των μετόχων. Επίσης, θα πρέπει να απαγορεύονται οι προσωπικές ενέργειες και οι εσωτερικές αλλαγές που είναι καταχρηστικές και τέλος, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να ενημερώνουν το συμβούλιο για τυχόν υλικό, συμφέρον σε οποιαδήποτε συναλλαγή, που υπάρχει και το οποίο θα μπορούσε να έχει επίπτωση στην εταιρία.

2.5.5 Ο ρόλος των ενδιαφερομένων στην Εταιρική Διακυβέρνηση

Το πλαίσιο της εταιρικής Διακυβέρνησης που αφορά αυτή την αρχή, είναι υπεύθυνο για την αναγνώριση των δικαιωμάτων των συμμετεχόντων, όπως αυτά κατοχυρώνονται από το νόμο ή μέσω αμοιβαίων συμφωνιών, και θα πρέπει να είναι σε θέση να προάγουν και να ενθαρρύνουν τη συνεργασία μεταξύ επιχειρήσεων και φορέων, με σκοπό τη δημιουργία αξίας και τη διατήρηση των οικονομικά ισχυρών επιχειρήσεων. Πρώτον, θα πρέπει να υπάρχει σεβασμός για τα δικαιώματα των συμμετεχόντων, δεύτερον, σε περίπτωση παραβίασης των δικαιωμάτων θα πρέπει να προβλέπεται αποζημίωση. Τρίτον, θα πρέπει να δοθούν κίνητρα στους εργαζομένους και να μπορούν να συμμετέχουν στην Εταιρική Διακυβέρνηση, μέσω της ανάπτυξης

ειδικών μηχανισμών βελτίωσης της αποδοτικότητας και φυσικά, όλοι οι συμμετέχοντες θα πρέπει να έχουν πλήρη, έγκαιρη και τακτική πληροφόρηση αναφορικά με τις διαδικασίες στις οποίες συμμετέχουν. Οι ενδιαφερόμενοι, συμπεριλαμβανομένων και των μεμονωμένων εργαζομένων και των φορέων εκπροσώπησης τους, έχουν το δικαίωμα της ελεύθερης επικοινωνίας, προκειμένου να συζητούν και να αναλύουν διάφορους προβληματισμούς τους, χωρίς να τίθεται θέμα περιορισμού των δικαιωμάτων τους. Τέλος, το πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να είναι καταρτισμένο και με ένα αποτελεσματικό πλαίσιο για περιπτώσεις πτώχευσης της επιχείρησης και με την αποτελεσματική επιβολή των δικαιωμάτων των πιστωτών.

2.5.6 Γνωστοποίηση και διαφάνεια

Σύμφωνα με αυτή την αρχή το πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να διασφαλίζει, ότι στην εταιρία παρέχεται έγκαιρη και ακριβής πληροφόρηση για όλα τα σημαντικά θέματα που την αφορούν, συμπεριλαμβανομένων της οικονομικής της κατάστασης, της απόδοσης, της ιδιοκτησίας της και της διακυβέρνησης της. Η γνωστοποίηση πρέπει να περιλαμβάνει τα εξής:

- 1) τα οικονομικά και λειτουργικά αποτελέσματα της επιχείρησης,
- 2) τους στόχους την εταιρίας,
- 3) τα δικαιώματα ιδιοκτησίας και ψήφου,
- 4) την πολιτική των αποδοχών του Διοικητικού Συμβουλίου και των ανωτέρων στελεχών,
- 5) τις συναλλαγές με τα συνδεδεμένα μέρη,
- 6) τους προβλεπόμενους παράγοντες κινδύνου,
- 7) τα θέματα που αφορούν εργαζομένους και άλλους συμμετέχοντες,
- 8) τη διακυβέρνηση που αφορά τις δομές και τις πολιτικές και ιδίως το περιεχόμενο του κάθε κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Η διαδικασία της γνωστοποίησης θα πρέπει να γίνεται με την εφαρμογή υψηλής ποιότητας προτύπων λογιστικής καθώς και χρηματοοικονομικών και μη

μεταβλητών. Ο ετήσιος έλεγχος θα πρέπει να γίνεται από έναν εξωτερικό, ανεξάρτητο και ικανό ελεγκτή, ο οποίος να διαβεβαιώνει το Διοικητικό Συμβούλιο και του μετόχους ότι οι οικονομικές καταστάσεις αντικατοπτρίζουν την πραγματική εικόνα της οικονομικής κατάστασης της εταιρίας. Οι ελεγκτές είναι υπόλογοι απέναντι στους μετόχους και μόνο, έχοντας ως καθήκον τους απέναντι στην επιχείρηση να είναι επαγγελματίες κατά τη διεξαγωγή του ελέγχου. Το πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να περιλαμβάνει και μία αποτελεσματική προσέγγιση, η οποία θα πρέπει να περιλαμβάνει αναλύσεις και συμβουλές από αναλυτές, χρηματιστές, οργανισμούς αξιολόγησης, οι οποίες να είναι σχετικές με τις αποφάσεις των επενδυτών.

2.5.7 Οι ευθύνες του Διοικητικού Συμβουλίου

Η τελευταία αρχή ορίζει ότι το πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να διασφαλίζει τον στρατηγικό προσανατολισμό της επιχείρησης, την αποτελεσματική παρακολούθηση της διαχείρισης από το Διοικητικό Συμβούλιο και την λογοδοσία του Διοικητικού Συμβουλίου στην επιχείρηση και στους μετόχους. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να λειτουργούν σε μία τεκμηριωμένη βάση, με καλή πίστη και με τη δέουσα προσοχή και πάνω από όλα να βάζουν το συμφέρον της εταιρίας και των μετόχων. Επίσης, θα πρέπει να είναι πλήρως ενημερωμένοι για οποιαδήποτε ενέργεια, η οποία έχει σχέση με την εταιρία. Το συμβούλιο θα πρέπει να βάζει πάνω από όλα το συμφέρον των μετόχων και θα πρέπει να πληρεί ορισμένες προϋποθέσεις:

- 1) να επανεξετάζει κάθε φορά την εταιρική στρατηγική, τα κύρια σχέδια δράσης, την πολιτική κινδύνου, τους ετήσιους προϋπολογισμούς και τα επιχειρηματικά σχέδια, να καθορίζει για το ποιοι θα είναι οι στόχοι αποδοτικότητας, να ελέγχει την εταιρική αποδοτικότητα και να εποπτεύει σημαντικές κεφαλαιακές δαπάνες, εξαγορές, επενδύσεις και εκποιήσεις,
- 2) να ελέγχει την αποδοτικότητα των πρακτικών διακυβέρνησης και να προβαίνει σε αλλαγές αν χρειάζονται,
- 3) να επιλέγει, να ανταμείβει, να ελέγχει και να αντικαθιστά, όπου χρειάζεται, βασικά στελέχη,

- 4) να ευθυγραμμίζει τις αποδοχές των διοικητικών στελεχών με τα μακροχρόνια συμφέροντα των μετόχων και της εταιρίας,
- 5) να διασφαλίζει ότι η τελική εκλογή των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου γίνεται με διαφάνεια και αντικειμενικότητα,
- 6) να ελέγχει και να διαχειρίζεται πιθανές συγκρούσεις μεταξύ των μελών του συμβουλίου, της Διοίκησης και των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων των περιπτώσεων κακής χρήσης των εταιρικών περιουσιακών στοιχείων,
- 7) να διασφαλίζει την ακεραιότητα των λογιστικών και οικονομικών εκθέσεων και να έχει στη διάθεσή του συστήματα διαχείρισης του κινδύνου, τον οικονομικό και λειτουργικό έλεγχο και να είναι σε πλήρη συμμόρφωση με το νόμο και τις σχετικές διατάξεις,
- 8) να επιβλέπει την διαδικασία της δημοσιότητας και της επικοινωνίας.

Το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να είναι σε θέση να ασκεί ανεξάρτητη και αντικειμενική κρίση όσον αφορά τις εταιρικές υποθέσεις και θα πρέπει να έχει πρόσβαση σε σχετική, έγκαιρη και ακριβή πληροφόρηση, προκειμένου να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις και στις ευθύνες του. Η αντικειμενικότητα των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου ενισχύεται από την ύπαρξη ικανών ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών (NED), τα οποία ασκούν ανεξάρτητη κριτική, ιδίως σε θέματα σύγκρουσης συμφερόντων.

2.6 Ειδικοί Μηχανισμοί Ελέγχου Νομιμότητας

2.6.1 Γενικές Παρατηρήσεις

Ο Μούζουλας (2003) στο βιβλίο του «Εταιρική Διακυβέρνηση (Corporate Governance) Διεθνής Εμπειρία, Ελληνική Πραγματικότητα» αναφέρει χαρακτηριστικά ότι ο έλεγχος της νομιμότητας της συμπεριφοράς των φορέων εξουσιοδότησης στην εταιρία εμφανίζει μία πολυμορφία, από την πλευρά τόσο του υποκειμένου του ελέγχου όσο και του ειδικότερου αντικείμενου του. Οι μηχανισμοί ελέγχου που εγκαθιδρύονται όμως, λειτουργούν παραπληρωματικά μεταξύ τους, κατά τρόπο ώστε να συμβάλλουν, ο καθένας από την μεριά του, στην εκπλήρωση της

αποστολής του ελέγχου νομιμότητας, ως μέτρου διασφάλισης της προστασίας των εμπλεκομένων στη λειτουργία της εταιρείας συμφερόντων αφενός και της εμπιστοσύνης στο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης που θα έχει τεθεί σε εφαρμογή.

Η πολυμορφία των μηχανισμών ελέγχου της νομιμότητας της συμπεριφοράς των φορέων εξουσίας στην εταιρεία δεν αποκλείει την ομαδοποίηση τους για την κατάταξή τους σε χωριστές κατηγορίες. Κριτήριο ομαδοποίησης αυτών των μηχανισμών θα μπορούσε να αποτελέσει η ίδια η εταιρεία, κατά τρόπο η διάκριση τους να επιτελεστεί ανάλογα με το εάν τοποθετούνται στο εσωτερικό της εταιρείας, δηλαδή στο πλαίσιο της λειτουργίας των εταιρικών οργάνων, ή έξω από αυτή, δηλαδή εκτός του πλαισίου λειτουργίας αυτών των οργάνων.

2.6.2 Εσωτερικοί ως προς την εταιρία μηχανισμοί ελέγχου

Ο έλεγχος της νομιμότητας της λειτουργίας της εταιρίας διενεργείται στο επίπεδο όλων των εταιρικών οργάνων. Καταρχήν, ο ρόλος της γενικής συνέλευσης ως ανώτατου οργάνου της εταιρίας, αλλά, κυρίως, η αρμοδιότητα της για την εκλογή των μελών του διοικητικού συμβουλίου και των ελεγκτών, όπως και αυτήν για την ανάκληση των μελών του συμβουλίου, υποδηλώνουν το χαρακτήρα της γενικής συνέλευσης ως οργάνου εποπτείας της νομιμότητας της λειτουργίας της εταιρίας. Η αναγνώριση της γενικής συνέλευσης ως του ανώτατου οργάνου της εταιρίας, σε συνδυασμό με τη δυνατότητα ελεύθερης (*ad nutum*) ανάκληση των μελών του διοικητικού συμβουλίου, επιτρέπει, επιπλέον, στη συνέλευση να προβαίνει σε έναν έλεγχο σκοπιμότητας των αποφάσεων της διοίκησης της εταιρείας. Αυτή η παντοδυναμία της συνέλευσης, ωστόσο, πρακτικά, κάμπτεται από την αδυναμία της να ανταπεξέλθει σε ένα τέτοιο σημαντικό ρόλο, τουλάχιστον στις περιπτώσεις των ανοικτών εταιριών, όπου η εξουσία ελέγχου καθίσταται ρόλος τυπικής επικύρωσης των αποφάσεων της διοίκησης. Ένα τέτοιο αποτέλεσμα όχι μόνο υποβαθμίζει την ισχύ της συνέλευσης, αλλά κυρίως, δημιουργεί μία επίφαση ελέγχου, η οποία είναι επικίνδυνη, διότι η εμπιστοσύνη που φαίνεται να δημιουργεί είναι πλασματική. Η αποχή των μετόχων από της γενικές συνελεύσεις, αλλά και η έλλειψη της απαιτούμενης εμπειρίας και επαρκών εξειδικευμένων γνώσεων από αυτούς, ακόμη και σε ένα καθεστώς διαφάνειας και λειτουργίας της εταιρίας, επιτείνει την αδυναμία

της συνέλευσης να ασκήσει έναν ουσιαστικό έλεγχο της διοίκησης της εταιρίας. Εξάλλου, η ανάγκη τήρησης αυστηρής διαδικασίας για τη σύνοδο της συνέλευσης, κυρίως δε η ανάθεση στο διοικητικό συμβούλιο της αρμοδιότητας για τη σύγκλησή της, παρεμποδίζουν την ενάσκηση του ελέγχου, ο οποίος σε κάθε περίπτωση, ασκείται εκ των υστέρων, σε τακτά χρονικά διαστήματα ή έκτατα, ουδέποτε όμως σε καθημερινή βάση. Στη συνέχεια, ο ελεγκτής των οικονομικών καταστάσεων της εταιρίας διενεργεί, δια μέσου αυτών, τον έλεγχο της διαχείρισης της εταιρίας. Αυτός ο έλεγχος, καθαρά νομιμότητας, ασκείται παράλληλα με τους λοιπούς ελέγχους, υποθετικά δε, σε καθημερινή βάση, αν και πρακτικά, μέχρι τον ορισμό του ελεγκτή από τη γενική συνέλευση, όργανο για τον τακτικό έλεγχο της ανώνυμης εταιρίας δεν υφίσταται.

Περισσότερο αποτελεσματικός εμφανίζεται ο έλεγχος που ασκείται στο επίπεδο της διοίκησης της εταιρίας, κυρίως διότι αυτός ο έλεγχος ασκείται από πρόσωπα που, κατά τεκμήριο, διαθέτουν τις αναγκαίες γνώσεις και εμπειρία και σε καθημερινή βάση. Στο σύνολο δε των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης, δίδεται ιδιαίτερη έμφαση σε αυτό τον έλεγχο, ο οποίος εκφράζει μία πολυμορφία, τόσο ως προς το υποκείμενο και ως προς τις κατιδίαν τεχνικές που χρησιμοποιεί. Καταρχήν, το ίδιο το διοικητικό συμβούλιο, ως όργανο υπεύθυνο για τη διοίκηση της εταιρίας, διασφαλίζει ότι αυτή λειτουργεί νόμιμα, διενεργώντας κάθε αναγκαίο, για την επίτευξη αυτού του στόχου, στο πλαίσιο της υποχρέωσης επιμέλειας, η οποία διακρίνει τη συμπεριφορά των μελών του. Ακριβώς δε επειδή αυτή η ευθύνη του διοικητικού συμβουλίου δεν επιτρέπεται να περιοριστεί, το συμβούλιο οφείλει να ερευνά, σε διαρκή βάση, την επάρκεια και την αποτελεσματικότητα των διαδικασιών ελέγχου τους οποίους θα έχει θέσει σε εφαρμογή ιδίως δια μέσου του εσωτερικού κανονισμού της εταιρίας, χωρίς να μπορεί να απεμπολήσει αυτό το ρόλο, αναθέτοντας την τελική εξουσία ελέγχου σε μέλος του ή σε τρίτο. Με άλλες λέξεις, ο ελεγκτικός ρόλος του διοικητικού συμβουλίου συνιστά καθήκον του, το οποίο θα πρέπει να φέρεται εις πέρας, στο πλαίσιο που διαγράφει η υποχρέωση επιμέλειας.

Ο εσωτερικός έλεγχος γενικότερα, εκλαμβάνεται ως ο κύριος φορέας ελέγχου της νομιμότητας της λειτουργίας της εταιρίας, καταρχήν, με κριτήριο το περιεχόμενό του. Ο εσωτερικός έλεγχος, πράγματι, καταλαμβάνει το σύνολο των εσωτερικών ως προς την εταιρία ελεγκτικών μηχανισμών, που εμφανίζονται για να παράσχουν

διασφάλιση ότι, πρώτο, η εταιρία λειτουργεί αποτελεσματικά, δεύτερο, υφίστανται ενεργές διαδικασίες χρηματοοικονομικού ελέγχου και τρίτο, τηρούνται οι επιταγές της νομοθεσίας. Υπό αυτή την έννοια, ο εσωτερικός ελεγκτής ελέγχει και τη νομιμότητα των εργασιών του τακτικού ελεγκτή της εταιρίας. Επιπρόσθετα, η διενέργεια του ελέγχου από ανεξάρτητη ειδική υπηρεσία της εταιρίας, που εντάσσεται στο οργανόγραμμα της, επιτυγχάνει τη διάρκεια του ελέγχου, από τον εσωτερικό ελεγκτή, ο οποίος είναι απασχολούμενο στην εταιρία πρόσωπο και μάλιστα πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης. Δεν επιτρέπεται δε η ανάθεση του εσωτερικού ελέγχου σε φορέα εκτός της εταιρίας, αν και είναι δυνατή η ανάθεση σε φορέα τέτοιων καθηκόντων επιβοηθητικών του εσωτερικού ελέγχου. Η ανεξαρτησία του εσωτερικού ελεγκτή έχει την έννοια της μη υπαγωγής του, ιεραρχικά, σε άλλη υπηρεσία της εταιρίας αφενός και της απαγόρευσης διενέργειας, από τα πρόσωπα που μετέχουν στην υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου, οποιασδήποτε πράξης, για λογαριασμό της εταιρίας, εφόσον αυτή η πράξη τοποθετείται εκτός του πεδίου του εσωτερικού ελέγχου αφετέρου. Επιπρόσθετα, καθιερώνονται ασυμβίβαστα με την ιδιότητα του εσωτερικού ελεγκτή, κάποιο από τα οποία, με την ιδιότητα του διευθυντικού στελέχους άλλης υπηρεσίας της εταιρίας, όμως, προκύπτουν ούτως η άλλως τόσο από την απαίτηση πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης στην εταιρία, όσο και από τον ειδικό, δηλαδή αυτοτελή, χαρακτήρα της υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου, σε σχέση με τις λοιπές υπηρεσίες της εταιρίας.

2.6.3 Εξωτερικοί ως προς της εταιρία μηχανισμοί ελέγχου

Ο κύριος εξωτερικός ως προς την εταιρία μηχανισμός έλεγχου συνίσταται στην εποπτεία της δραστηριότητας της εταιρίας και των οργάνων της από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές. Πράγματι, οι ανοικτές στο κοινό εταιρίες, από τη στιγμή που υποβάλλονται στη διαδικασία εισαγωγής στο χρηματιστήριο, υπόκεινται σε εποπτεία, από την αρμόδια κατά περίπτωση αρχή, αυτή δε η εποπτεία διαρκεί μέχρις ότου η εταιρία διαγραφεί από το χρηματιστήριο. Αλλά και οι κλειστές ανώνυμες εταιρίες, αυτές δηλαδή που δεν έχουν εκδώσει κινητές αξίες διαπραγματεύσιμες σε χρηματιστηριακή αγορά, υπόκεινται σε καθεστώς εποπτείας, από την αρμόδια για τον έλεγχο των ανώνυμων εταιριών αρχή. Τέλος, ειδικής μορφής εταιρίες, όπως π.χ. οι τράπεζες, ή οι ασφαλιστικές εταιρίες, υπόκεινται και σε εποπτεία της ειδικής

αρμοδιότητάς τους. Δεν αποκλείεται δε η ίδια η εταιρία να υπόκειται στην εποπτεία περισσότερων της μίας αρχών, π.χ. ως ανώνυμη εταιρία, ως εισηγμένη εταιρία και ως εταιρία ειδικής δραστηριότητας. Η δε δραστηριότητα της εταιρίας είναι ενδεχόμενο επίσης να υπόκειται στην εποπτεία περισσότερων αρχών, ακόμη και διαφορετικής εθνικότητας, όταν π.χ. μία επιχείρηση επενδύσεων κατά την έννοια της οδηγίας 93/22 για τις επενδυτικές υπηρεσίες εποπτεύεται από την αρχή του κράτους καταγωγής της και από την αρχή του κράτους υποδοχής, δηλαδή του κράτους που παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες, ως προς τα ζητήματα που προβλέπει ή επιτρέπει η οδηγία. Το ίδιο ισχύει και για μια εταιρία εισηγμένη σε αλλοδαπό χρηματιστήριο, η οποία εποπτεύεται, ως ανώνυμη εταιρία, από την αρμόδια αρχή του κράτους καταγωγής της, ως δε εισηγμένη, από την αρμόδια αρχή του κράτους όπου λειτουργεί το χρηματιστήριο. Η εποπτεία από τις αρμόδια, κατά περίπτωση, αρχές αποτελεί μία μορφή προληπτικής εποπτείας, με την έννοια η αρχή ενεργεί έλεγχο πριν από την ολοκλήρωση της πράξης, παρέχοντας σχετική άδεια, η οποία είναι απαραίτητη για την νομική ισχύ της πράξης, χωρίς όμως να αποκλείεται και ο χαρακτήρας του ελέγχου ως κατασταλτικός, με την επιβολή κυρώσεων, σε περίπτωση μη τήρησης της υποχρέωσης. Εξάλλου, ακόμη και σε ένα σύστημα προληπτικής εποπτείας, διενεργείται και εκ των υστέρων έλεγχος συμπεριφοράς, η οποία αξιολογείται, σε συνάρτηση με την υφιστάμενη νομοθεσία. Η δε εκ των υστέρων διακρίβωση της μη νομιμότητας της συμπεριφοράς οδηγεί στην επιβολή κυρώσεων, η οποία συνιστά την κατεξοχήν έκφραση ενός κατασταλτικού συστήματος εποπτείας. Κάποιες δε φορές η εκ των υστέρων παρέμβαση της αρμόδιας αρχής επενεργεί διαρθρωτικά, με την έννοια της τακτοποίησης της κατάστασης. Η ύπαρξη της περισσότερων της μίας αρχών, ακόμη και εάν η κάθε μία έχει επιφορτιστεί με τον έλεγχο σε συγκεκριμένο πεδίο, επιβάλλει τη συνεργασία μεταξύ τους, ώστε η συνολική εποπτεία να ασκείται αποτελεσματικά. Δε θα πρέπει δε να διαφύγει της προσοχής ότι ο κατακερματισμός της εποπτείας δεν επιτρέπει σε καμία από τις μερικά εποπτεύουσες αρχές να έχει μία συνολική εικόνα της νομιμότητας της κατάστασης της εταιρίας. Ένα τέτοιο αποτέλεσμα κάθε άλλο παρά συμβάλει στην ποιότητα του εποπτικού έργου. Η συνεργασία των αρχών καθίσταται επιβεβλημένη, επιπρόσθετα, σε διεθνές επίπεδο. Μια τέτοια συνεργασία όμως δεν μπορεί παρά να τοποθετηθεί στο επίπεδο διεθνών οργανισμών, εάν δεν προκύψει από την σχετική πρωτοβουλία, η οποία θα εκδηλωθεί στο επίπεδο κατ'ιδίαν κρατών, οριοθετείται δε από τις υποχωρήσεις που είναι

διατεθειμένο να διενεργήσει το κάθε κράτος, με την αποδοχή της υπαγωγής κάποιων ζητημάτων στο πεδίο εποπτείας άλλης αρχής, διαφορετικής δικαιοδοσίας. Εξάλλου, ακόμη και σε ένα καθεστώς διεθνούς συνεργασίας, η περιορισμένη δικαιοδοσία των εποπτικών αρχών δεν επιτρέπει σε αυτές να ασκήσουν αποτελεσματικά το έργο τους. Η επιβολή κυρώσεων σε πρόσωπο που προέρχεται από τόπο εκτός της δικαιοδοσίας της αρχής, απαιτεί, συχνά, τη συνδρομή και της αρχής που εποπτεύει τον παραβάτη και που είναι αρμόδια, με βάση τη δική της δικαιοδοσία, για να επιβάλλει κυρώσεις, σε ανάλογες περιπτώσεις. Η κοινή στάση όμως των αρχών διαφορετικής δικαιοδοσίας προϋποθέτει την κοινή αντιμετώπιση ανάλογων περιπτώσεων, όχι μόνο με την εφαρμογή όμοιων, εναρμονισμένων, κανόνων, αλλά και με την ομοιόμορφη ερμηνεία αυτών των κανόνων. Παρά τις προσπάθειες που καταβάλλονται προς αυτήν την κατεύθυνση, ιδίως στο επίπεδο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, τα αποτελέσματα δεν έχουν ακόμη φθάσει σε ικανοποιητικό επίπεδο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΔΟΣΗ:

ΤΡΟΠΟΙ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΤΟΥ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΟΣ
ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ, ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ
ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΙΚΕΣ ΔΥΣΚΟΛΙΕΣ

3.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Σε αυτό το κεφάλαιο θα παρουσιαστούν οι φορείς εξουσίας μιας επιχείρησης, τα αντικρουόμενα συμφέροντά τους και τρόποι εξομάλυνσης των σχέσεων τους, με στόχο την επίτευξη του υψηλότερου βαθμού αποτελεσματικότητας της λειτουργίας της επιχείρησης. Κάθε χώρα έχει το δικό της σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης, εφόσον δεν υπάρχει το «ιδανικό» σύστημα, και προσπαθεί να θέσει με ακρίβεια ποια είναι τα δικαιώματα και ποιες οι υποχρεώσεις των φορέων εξουσίας (μέτοχοι, Διοίκηση και Διοικητικό Συμβούλιο).

Συγκεκριμένα, στην ενότητα 3.2 παρουσιάζονται διάφοροι τρόποι αντιμετώπισης του προβλήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης, στην ενότητα 3.3 παρουσιάζονται τα συστήματα αξιολόγησης της Εταιρικής Διακυβέρνησης, τα οποία διαχωρίζονται στο αγγλοσαξονικό και στο ευρωπαϊκό, στην ενότητα 3.4 παρουσιάζεται η γεωγραφική κατανομή των συστημάτων και μία σύγκριση μεταξύ τους και στην ενότητα 3.5 παρουσιάζονται τα μεθοδολογικά προβλήματα που προκύπτουν στην αξιολόγηση της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

3.2 Τρόποι αντιμετώπισης του προβλήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, το πλαίσιο δράσης των φορέων εξουσίας θα πρέπει να έχει ως στόχο τον υψηλότερο βαθμό αποτελεσματικότητας της λειτουργίας της εταιρίας. Παρόλο αυτά, υπάρχουν διάφορες συγκρούσεις και προβλήματα μεταξύ των τριών φορέων εξουσίας, που είναι η Διοίκηση, οι μέτοχοι και το Διοικητικό Συμβούλιο. Παρακάτω, παρουσιάζονται διάφοροι τρόποι εξομάλυνσης και αντιμετώπισης του προβλήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

3.2.1 Η ορθολογικοποίηση της Διοίκησης της εταιρίας

Η ορθολογικοποίηση της διοίκησης της εταιρίας διέρχεται από τη διαφοροποίηση του ρόλου των μελών του ενιαίου οργάνου διοίκησης, του διοικητικού συμβουλίου. Αυτή η διαφοροποίηση προστίθεται στην επιδίωξη

αποτελεσματικής οργάνωσης αυτού του οργάνου, αλλά και στην ενίσχυση ατομικών δικαιωμάτων των μελών του.

Θα πρέπει καταρχήν να διαχωριστεί η διαφοροποίηση αφενός μεν του ρόλου των μελών του διοικητικού συμβουλίου, από την οποία προκύπτει η απονομή σε αυτά συγκεκριμένης ιδιότητας, αφετέρου δε της θέσης των μελών στην εταιρία εξαιτίας άλλης σχέσης τους με αυτή, εκτός της ιδιότητάς του μέλους, γεγονός που χαρακτηρίζει αυτό ως «εσωτερικά» μέλη (inside directors). Σε αντίθεση με τα εσωτερικά μέλη, αυτά που δεν έχουν άλλη «εσωτερική» σχέση με την εταιρία, πέρα από τη συμμετοχή τους στο διοικητικό της συμβούλιο, καλούνται «εξωτερικά» (outside directors). Η πρακτική αξία αυτών των διακρίσεων, με κριτήριο τη σχέση του μέλους με την εταιρία, πέρα από αυτή που δημιουργείτε από την ιδιότητα του ως μέλος οργάνου της, εντοπίζεται στη σύνδεση αυτού με το management, δηλαδή με την καθημερινή διαχείριση της εταιρίας, αλλά και στην ανεξαρτησία του έναντι αυτής. Η διάκριση όμως μεταξύ των μελών του συμβουλίου επιτελείτε και με κριτήριο την ίδια τη συμμετοχή του μέλους στην καθημερινή διαχείριση, οπότε το μέλος καθίσταται εκτελεστικό, σε αντίθεση με τα άλλα μέλη, που χαρακτηρίζονται ως μη εκτελεστικά.

Η διάκριση μεταξύ εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου αποτελεί κοινό σημείο για το σύνολο των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης που έχουν προταθεί, υιοθετηθεί ή εφαρμοστεί. Η διάκριση επιτελείται με βάση ένα λειτουργικό κριτήριο, δηλαδή με το ρόλο που έχουν επωμισθεί τα μέλη του συμβουλίου, ως τέτοια. Η διάκριση δεν είναι πάντως τυπική, ούτε προέκυψε ύστερα από την επιβολή της, στο πλαίσιο της θέσπισης ενός συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης. Τα διοικητικά συμβούλια, στο σύνολο των περιπτώσεων, περιλαμβάνουν, μεταξύ των μελών τους, πρόσωπα που ασχολούνται με τις καθημερινές υποθέσεις της εταιρίας, στο πλαίσιο των καθηκόντων που τους έχει αναθέσει το συμβούλιο, κατ' εφαρμογή των σχετικώς διατάξεων του νόμου και του καταστατικού της εταιρίας. Η ενασχόληση του συνόλου των μελών του συμβουλίου με αυτές τις υποθέσεις δεν είναι πρακτικά δυνατή, όχι μόνο εξαιτίας της έλλειψης χρόνου των μελών, αλλά, κυρίως, επειδή το διοικητικό συμβούλιο, ως συλλογικό όργανο, δεν είναι εύκολο να υλοποιεί κάθε απόφαση του, με την ενέργεια του συνόλου των μελών του. Ο συλλογικός χαρακτήρας του διοικητικού συμβουλίου

εξαντλείται συνεπώς στη λήψη των αποφάσεων, σχετικά με τη διοίκηση της εταιρίας, αλλά και στην ανάθεση αρμοδιοτήτων, σε συγκεκριμένα πρόσωπα, με την τήρηση των διαδικασιών που προβλέπονται και ισχύουν κάθε φορά. Υπό αυτή την έννοια, η διάκριση μεταξύ εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών εφαρμόστηκε με άξονα το λειτουργικό ρόλο των πρώτων, που, πρακτικά, υλοποιούν τις αποφάσεις του συμβουλίου, ή διενεργούν πράξεις καθημερινής διαχείρισης. Στην πραγματικότητα, η διάκριση υπήρχε μεταξύ των εκτελεστικών και των λοιπών μελών του συμβουλίου, που δεν ήσαν εκτελεστικά. Η διάκριση όμως έλαβε μία άλλη διάσταση, με την προσπάθεια αναγνώρισης και στα λοιπά μέλη του συμβουλίου, πλην των εκτελεστικών, ενός ουσιαστικού ρόλου, στη λειτουργία του συμβουλίου ως συλλογικού οργάνου. Ο καθορισμός αυτού του ρόλου αποτελεί ωστόσο έργο δυσχερές, διότι η διάκριση μεταξύ των μελών του συμβουλίου δε θα πρέπει να απολήγει στη διάσπαση του συμβουλίου, ως συλλογικού οργάνου, υπευθύνου στη διοίκηση της εταιρίας, Αυτός ο κίνδυνος συνιστά τη δυσχέρεια ακριβούς καθορισμού του ρόλου των μη εκτελεστικών μελών, σε συνάρτηση με το ρόλο των εκτελεστικών (Μούζουλας, 2003).

3.2.2 Ενθάρρυνση μετόχων για την ενεργοποίησή τους

Η αγορά κινητών αξιών αναπτύσσεται ολοένα και περισσότερο, καθώς ολοένα και περισσότεροι επενδυτές διαβλέπουν προσοδοφόρες επενδύσεις κυρίως βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα. Οι επενδυτές αυξάνονται συνεχώς, σε σχέση με την αύξηση του πληθυσμού, αποταμιεύοντας σε επενδυτικά προϊόντα με στόχο είτε την εξασφάλιση μιας σύνταξης, είτε την επίτευξη μιας ικανοποιητικής απόδοσης των τοποθετήσεων τους. Ο επενδυτικός προσανατολισμός δεν κινείται, ούτε στην κατεύθυνση της διαδικασίας λήψης εταιρικών αποφάσεων, ούτε στην συμμετοχή επενδυτών σε εταιρικά θέματα. Υπό αυτή την έννοια, το επενδυτικό κοινό δεν εκφράζει την τάση ενεργοποίησης των μετόχων, αντιθέτως όταν επιτευχθεί η απαιτούμενη απόδοση, οι επενδυτές επιλέγουν την έξοδό τους από την εταιρία, στην οποία θα έχουν τοποθετήσει τις αποταμιεύσεις τους, ώστε να διασφαλίσουν τα κέρδη τους. Όλη αυτή η τάση δείχνει ότι, οι επενδυτές αρκούνται σε οποιαδήποτε πληροφορία, για να λάβουν μία επενδυτική απόφαση, μην έχοντας επαρκή

πληροφόρηση και γνώση για μια υφιστάμενη κατάσταση. Όλο αυτό συμβάλλει στην «απενεργοποίηση» των μετόχων από τα τεκταινόμενα της εταιρίας.

Είναι σημαντικό, όμως, οι μέτοχοι να συμμετέχουν στην διαδικασία λήψης αποφάσεων σε μια επιχείρηση και αυτό συμβαίνει όταν ο μέτοχος θεωρεί ότι η συμμετοχή του είναι σημαντική και ότι η ενεργοποίησή του θα επηρεάσει την αξία της. Η ενεργοποίηση των μετόχων εντείνεται, όταν η συμμετοχή τους είναι υψηλότερη, καθίσταται δε εντονότερη, όταν ο μέτοχος αναγνωρίζεται ως «μεγάλος», έχοντας σημαντική συμμετοχή στην εταιρία (Μούζουλας, 2003).

Οι μικροί μέτοχοι αρκούνται στην διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους, καθώς δεν είναι σε θέση να επηρεάσουν τις εταιρικές αποφάσεις. Αυτή η διαφοροποίηση έχει ως αποτέλεσμα τη διασπορά των μετοχών σε μεγάλο αριθμό προσώπων, η οποία έχει ως αποτέλεσμα τη διασπορά του κινδύνου. Είναι μεγάλο μειονέκτημα, όμως, η παράλειψη συμμετοχής των «μικρών» μετόχων στη διαδικασία λήψης εταιρικών αποφάσεων, γιατί με αυτόν τον τρόπο δεν λαμβάνονται υπόψη τα δικαιώματα και τα συμφέροντα όσων έχουν μικρή συμμετοχή στις μετοχές μια επιχείρησης. Η ύπαρξη «μικρών» μετόχων είναι συχνό φαινόμενο στις ΗΠΑ, λόγω πολλών νομοθετικών περιορισμών που έχουν τεθεί, και στο Ηνωμένο Βασίλειο. Στον υπόλοιπο κόσμο τα δεδομένα είναι αρκετά διαφορετικά. Στην Γερμανία, η συγκέντρωση μετόχων στα χέρια μεγάλων επενδυτών μόνο σπάνιο φαινόμενο δεν θεωρείται. Μεγάλες εμπορικές τράπεζες έχουν στη κατοχή τους μεγάλο τμήμα των μετοχών πολλών επιχειρήσεων, ενώ πάνω από το 80% των γερμανικών επιχειρήσεων έχουν ένα «μεγάλο» μέτοχο, οποίος είναι μη τραπεζικός (Goergen, 1998). Στην Ιαπωνία παρατηρείτε το ίδιο φαινόμενο, βέβαια όχι σε τόσο μεγάλο βαθμό όσο στη Γερμανία. Οι τράπεζες πάλι κατέχουν σημαντικό ρόλο στη συμμετοχή σε επιχειρήσεις αλλά και το δίκτυο μιας εταιρίας στην άλλη (cross- holdings). Τέλος, στον υπόλοιπο κόσμο, δηλαδή Ευρώπη, Αφρική και Λατινική Αμερική, οι μέτοχοι είναι και οι ιδρυτές των επιχειρήσεων (συγκέντρωση ιδιοκτησίας).

3.2.3 Μεγάλοι πιστωτές

Οι μεγάλοι πιστωτές, που μπορούν να χαρακτηριστούν οι τράπεζες, παρουσιάζουν αρκετές ομοιότητες με τους μεγαλομετόχους, γιατί και αυτοί επενδύουν σημαντικά κεφάλαια σε επιχειρήσεις και θέλουν να δουν γρήγορα αποτελέσματα και ικανοποιητικές αποδόσεις. Σε περίπτωση παραβίασης των όρων από την επιχείρηση, οι τράπεζες παίρνουν τα δικαιώματα ελέγχου. Επίσης, ο χρονικός ορίζοντας είναι βραχυπρόθεσμος, συνεπώς οι δανειζόμενοι επιστρέφουν σχετικά γρήγορα προκειμένου να δανειστούν άλλα κεφάλαια. Όλα αυτά έχουν σαν αποτέλεσμα, οι τράπεζες να κατέχουν τα ίδια ή ξένα κεφάλαια των επιχειρήσεων που επενδύουν και να συμμετέχουν στη διαδικασία λήψης εταιρικών αποφάσεων αναφορικά με τις ταμειακές ροές και τα δικαιώματα.

3.2.4 Δανεισμός

Σύμφωνα με τον Williamson (1988), μία επιχείρηση αποφασίζει τον τρόπο χρηματοδότησής της (ίδια ή ξένα κεφάλαια), αναφορικά με τον βαθμό αναδιάρθρωσής μιας επένδυσης, δηλαδή σε ποιο βαθμό μπορεί αυτή η επένδυση να χρησιμοποιηθεί για εναλλακτικούς σκοπούς. Κριτήρια για την επιλογή χρηματοδότησης αποτελούν ο βαθμός εξειδίκευσης και τα κόστη εγκατάστασης. Τα τελευταία διαφέρουν ως προς το βαθμό πολυπλοκότητας. Άλλο βαθμό πολυπλοκότητας έχουν τα ίδια κεφάλαια και άλλο τα ξένα κεφάλαια. Πιο συγκεκριμένα, το κόστος χρήσης των ξένων κεφαλαίων (D) είναι μικρότερο από το κόστος χρήσης των ιδίων κεφαλαίων (E). Όταν η εξειδίκευση κεφαλαίου αυξάνεται, και τα δύο κόστη αυξάνονται, απλά το κόστος των ξένων κεφαλαίων αυξάνει με μεγαλύτερο ρυθμό ($D' > E'$). Τα συμπεράσματα του συγγραφέα είναι ότι οι επενδύσεις που είναι χαμηλού βαθμού διάρθρωσης θα πρέπει να χρηματοδοτούνται με ίδια κεφάλαια, ενώ αντίστοιχα, επενδύσεις που είναι υψηλού βαθμού διάρθρωσης θα πρέπει να χρηματοδοτούνται με ξένα κεφάλαια.

Η συνηθέστερη μορφή χρηματοδότησης είναι η χρήση ξένων κεφαλαίων απ' ότι η χρήση ιδίων κεφαλαίων. Ο δανεισμός αποφέρει αρκετά οφέλη στην επιχείρηση, όπως τη μείωση των κοστών αντιπροσώπευσης. Όσον αφορά τα κόστη του δανεισμού, αυτά μπορεί να είναι η πίεση των πιστωτών για ρευστοποίηση

περιουσιακών στοιχείων σε περιόδους που δεν είναι συμφέρουσα για την επιχείρηση ή οι ρήτρες της δανειακής σύμβασης, που δεν αφήνουν την επιχείρηση να δανειστεί επιπλέον κεφάλαια ώστε να προχωρήσει σε άλλες συμφέρουσες επενδυτικές κινήσεις (Shleifer και Vishny, 1997).

Οι πιστωτές προστατεύονται καλύτερα από τους μετόχους, επειδή τα δικαιώματα και η παραβίαση αυτών είναι πιο εμφανή. Επίσης, είναι κατοχυρωμένοι απέναντι στη Διοίκηση της επιχείρησης, η οποία με τη σειρά της έχει ευθύνη απέναντι στον κάθε πιστωτή ξεχωριστά. Οι μέτοχοι, από τη πλευρά τους, αντιμετωπίζουν δύο βασικά μειονεκτήματα έναντι των πιστωτών: πρώτον, ο προσδιορισμός της αγοραίας αξίας της επιχείρησης, δηλαδή η εύρεση της σωστής τιμής της μετοχής είναι δύσκολος. Ο προσδιορισμός της απαιτεί και τον υπολογισμό του ρυθμού ανάπτυξης της επιχείρησης για το μέλλον, ενώ οι πιστωτές ενδιαφέρονται μόνο για την αξία των περιουσιακών στοιχείων. Δεύτερον, τα μερίσματα αποτελούν ένα μείζον θέμα για την επιχείρηση. Κανείς δεν υπόσχεται στους μετόχους ότι θα λάβουν συγκεκριμένες πληρωμές σε συγκεκριμένη ημερομηνία κατά την οποία η επιχείρηση θα ρευστοποιηθεί και θα διανέμει τα προϊόντα της. Τρίτον, οι μέτοχοι δεν μπορούν να διεκδικήσουν περιουσιακά στοιχεία τα οποία έχουν κάποια εγγύηση σε σύγκριση με τους πιστωτές.

3.2.5 Βελτιστοποίηση του λογιστικού ελέγχου

Ο λογιστικός έλεγχος έχει ποιοτικά αναβαθμιστεί, τα τελευταία χρόνια, με τη διαμόρφωση διαφόρων αρχών και κανόνων, οι οποίοι συνθέτουν ένα πλήρες υπόβαθρο, για την ενάσκηση των καθηκόντων του ελεγκτή, δίνοντας ιδιαίτερη βαρύτητα στις χρηματοοικονομικές πληροφορίες που παρέχονται στο επενδυτικό κοινό. Αυτό το υπόβαθρο έχει διεθνικό χαρακτήρα. Η περαιτέρω αναμόρφωση του ισχύοντος θεσμικού πλαισίου που διέπει το λογιστικό έλεγχο, με κανονιστική και νομοθετική παρέμβαση, κρίθηκε ωστόσο αναγκαία, προς συγκεκριμένες κατευθύνσεις, ιδίως με τα τελευταία σκάνδαλα στις ΗΠΑ. Στην βελτιστοποίηση του λογιστικού ελέγχου συνέβαλε και η ενίσχυση της ανεξαρτησίας του ελεγκτή, ώστε αυτός να είναι σε θέση να επιτελέσει το έργο του, προστατεύοντας το εταιρικό συμφέρον, καθώς και τα συμφέροντα των εμπλεκόμενων φορέων. Η επισφράγιση της

ποιότητας των χρηματοοικονομικών πληροφοριών που είναι το αντικείμενο του λογιστικού ελέγχου, συμβάλει στην βελτιστοποίησή του.

3.2.6 Νομική προστασία επενδυτών και πιστωτών

Οι επενδυτές αποφασίζουν να παρέχουν εξωτερική χρηματοδότηση σε επιχειρήσεις, προκειμένου να αποκτήσουν κάποια δικαιώματα ελέγχου. Σε περίπτωση παραβίασης κάποιου όρου από τη Διοίκηση, οι επενδυτές έχουν το δικαίωμα της προσφυγής τους στην δικαιοσύνη για να μπορέσουν να προστατέψουν τα δικαιώματά τους. Το σημαντικότερο δικαίωμά τους είναι η ψήφος τους σε διάφορες σημαντικές εταιρικές αποφάσεις. Έχουν το δικαίωμα να συμμετέχουν στη Γενική Συνέλευση, να συμμετέχουν στη λήψη εταιρικών αποφάσεων και να εκλέγουν μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.

Οι μέτοχοι επενδύουν τα κεφάλαιά τους, οπότε είναι λογικό να απαιτούν μεγαλύτερη προστασία εξαιτίας πιθανών καταχρήσεων των κεφαλαίων τους από τη Διοίκηση. Το δικαίωμα ψηφοφορίας των μετόχων υποστηρίζεται από το «καθήκον πίστης» που έχει η Διοίκηση απέναντι τους. Άλλωστε, σε περίπτωση οικονομικών δυσχερειών, οι μέτοχοι είναι αυτοί που θα τα χάσουν όλα και όχι οι άλλοι συμμετέχοντες, οι οποίοι θα στραφούν σε άλλη επιχείρηση (Shleifer και Vishny, 1997).

Σε έρευνα που διεξήχθη από τον καθηγητή La Porta το 1998 όσον αφορά τη νομική προστασία που παρέχει μια χώρα στους επενδυτές βρέθηκε ότι, σε μια κλίμακα από το 0 (χαμηλή προστασία) έως 6 (υψηλή προστασία), η Ελλάδα βαθμολογήθηκε με 2 σε αντίθεση με χώρες της Ν. Αφρικής και της κεντρικής Ευρώπης που βαθμολογήθηκαν με 5. Γενικά, ο βαθμός προστασίας των επενδυτών διαφέρει σημαντικά από χώρα σε χώρα. Στις ανεπτυγμένες χώρες, όπως Γερμανία, Γαλλία και Ιαπωνία, η προστασία σαφώς και είναι καλύτερη και δεν αρκείτε στην παρέμβαση μόνο σε ασήμαντες παραβιάσεις δικαιωμάτων των επενδυτών.

Όσον αφορά τους πιστωτές, υπάρχει μεγαλύτερη ευκολία στην προστασία των συμφερόντων τους σε σχέση με τους μετόχους, όταν στρέφονται στη δικαιοσύνη. Οι πιστωτές μπορούν να αποδείξουν πιο εύκολα την ύπαρξη οφειλής ή κατάσχεσης περιουσιακών στοιχείων.

3.2.7 Συμβόλαια αποδοτικότητας

Η σύναψη μακροπρόθεσμων συμβολαίων ανάμεσα στη Διοίκηση και στους μετόχους/ επενδυτές γίνεται με σκοπό την εναρμόνιση των συμφερόντων τους. Στα συμβόλαια αυτά υπάρχουν διάφορα κίνητρα, τα οποία έχουν σαν στόχο την παρακίνηση των μανάτζερ να δρουν έχοντας ως στόχο την προώθηση των συμφερόντων των μετόχων. Πρέπει βέβαια να ειπωθεί ότι τα συμβόλαια αποδοτικότητας αποτελούν σημαντικό κόστος για τους μετόχους. Οι Shleifer και Vishny (1997), σε μελέτη τους αναφέρουν ότι υπάρχουν κάποιοι μετρήσιμοι στόχοι που αν ο μανάτζερ καταφέρει και τους επιτύχει, τότε θα λάβει επιπλέον χρηματικά ποσά (bonus). Δηλαδή, όσο μεγαλύτερα είναι τα επιπλέον χρηματικά ενός μανάτζερ, τόσο περισσότερο θα είναι σε θέση ο μανάτζερ να δρα υπέρ των μετόχων.

Τα συμβόλαια αποδοτικότητας έχουν αρκετούς κινδύνους, γιατί προσφέρουν ευκαιρίες κερδοσκοπίας από την πλευρά της διοίκησης, ειδικά σε περιπτώσεις που η πληροφόρηση, η πείρα και οι γνώσεις δεν είναι επαρκείς. Τέτοιου είδους συμβόλαια προτιμώνται όταν αναμένεται αύξηση της τιμής της μετοχής (Yermack, 1997).

3.3 Εταιρική Διακυβέρνηση: Συστήματα αξιολόγησης

Δεν υπάρχει συνταγή για το «ιδανικό» σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης. Τα κράτη με τη σειρά τους, όμως, θα πρέπει να υιοθετούν συστήματα διακυβέρνησης, τα οποία να είναι σε θέση να προστατεύουν τα δικαιώματα και τα συμφέροντα των μετόχων/ επενδυτών, να ορίζουν με ακρίβεια τα καθήκοντα του Διοικητικού Συμβουλίου και να εξασφαλίζουν τη διαφάνεια μέσα στην επιχείρηση. Όλα αυτά θα πρέπει να έχουν σαν κοινό άξονα τη μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρίας.

Επιχειρήσεις οι οποίες υιοθετούν ισχυρά συστήματα Εταιρικής διακυβέρνησης, προσελκύουν το ενδιαφέρον και τα κεφάλαια των επενδυτών. Με τη σειρά τους αυτές οι επιχειρήσεις βοηθούν στην περαιτέρω ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών και στη μείωση του κόστους κεφαλαίου.

Με βάση τις παραπάνω ανάγκες, διαμορφώθηκαν δύο συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης: α) το αγγλοσαξονικό ή εξωτερικό (shareholder- based system) και β) το εσωτερικό ή ηπειρωτικό (stakeholder- based system).

Στο πρώτο σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης υπάγονται χώρες, όπως το Ηνωμένο Βασίλειο και οι ΗΠΑ και στο δεύτερο σύστημα υπάγονται χώρες, όπως η Γαλλία, η Ιαπωνία και η Γερμανία.

3.3.1 Αγγλοσαξονικό ή εξωτερικό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Το αγγλοσαξονικό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης έχει τα εξής χαρακτηριστικά:

- ❖ ύπαρξη μεγάλων και υψηλής ρευστότητας κεφαλαιαγορών,
- ❖ ύπαρξη ενεργητικής αγοράς εταιρικού ελέγχου (επιθετικές εξαγορές),
- ❖ μεγάλη διασπορά στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιριών,
- ❖ υψηλή συγκέντρωση μετοχικής δύναμης σε θεσμικούς επενδυτές,
- ❖ υψηλός ανταγωνισμός μεταξύ των θεσμικών επενδυτών που οδηγεί στην ανάπτυξη βραχυπρόθεσμων συμπεριφορών από τη πλευρά των μετόχων και της εκτελεστικής δύναμης,
- ❖ ύπαρξη επιθετικών εξαγορών που οδηγούν στην αλλαγή των διοικητικών συμβουλίων με στόχο την απόκτηση του εταιρικού ελέγχου,
- ❖ το πρόβλημα «εντολέα- εντολοδόχου», συνοψίζεται στη σύγκρουση των ‘αδύναμων’ μετόχων με την ‘ισχυρή’ εκτελεστική δύναμη.

Τόσο στο Ηνωμένο Βασίλειο, όσο και στις ΗΠΑ, παρατηρείται μία τάση συγκέντρωσης του μετοχικού μεριδίου από θεσμικούς επενδυτές. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, οι 25 μεγαλύτεροι θεσμικοί επενδυτές έχουν υπό τον έλεγχό τους πάνω από το 40% της αξίας των μετοχών όλων των θεσμικών επενδυτών. Στις ΗΠΑ, οι μεγαλύτεροι μέτοχοι είναι θεσμικοί επενδυτές εταιριών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο (Brancato, 1997). Το ίδιο ισχύει και στο Ηνωμένο Βασίλειο.

3.3.2 Εσωτερικό ή Ηπειρωτικό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Το εσωτερικό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης έχει τα εξής χαρακτηριστικά:

- ❖ ύπαρξη μικρών και χαμηλής ρευστότητας κεφαλαιαγορών,
- ❖ ύπαρξη υψηλής συγκέντρωσης της μετοχικής δύναμης σε τράπεζες, οικογένειες και κυβερνήσεις,
- ❖ οι επιθετικές αγορές είναι περιορισμένες,
- ❖ έντονη κυβερνητική παρέμβαση,
- ❖ έμφαση στην μακροπρόθεσμη ανάπτυξη της εταιρίας,
- ❖ το πρόβλημα «εντολέα- εντολοδόχου», συνοψίζεται μεταξύ των ‘ισχυρών’ μεγαλομετόχων και των ‘αδύναμων’ μετόχων μειοψηφίας.

Οι μακροχρόνιες και συναινετικές σχέσεις στο εσωτερικό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης ενθαρρύνουν την ανάπτυξη μεγαλύτερης εμπιστοσύνης και δέσμευσης μεταξύ διαφόρων εταιριών και της εκτελεστικής διοίκησης. Η μη ανεπτυγμένη ύπαρξη χρηματιστηριακής αγοράς μειώνει τις δυνητικές πηγές κεφαλαίων για καινούργιες επιχειρήσεις και προωθεί κυρίως επενδύσεις με μακροπρόθεσμο ορίζοντα, σε αντίθεση με το αγγλοσαξονικό σύστημα, όπου εκεί υπάρχει ο βραχυπρόθεσμος επενδυτικός ορίζοντας (Maher και Andersson, 1999).

3.4 Εταιρική Διακυβέρνηση: Γεωγραφική κατανομή και σύγκριση των δύο συστημάτων αξιολόγησης

Το αγγλοσαξονικό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης εφαρμόζεται κυρίως σε χώρες με ανεπτυγμένη χρηματιστηριακή αγορά, βρίσκει πλήρη εφαρμογή στις Η.Π.Α. και στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η Εταιρική Διακυβέρνηση στις Η.Π.Α. χαρακτηρίζεται από μετόχους οι οποίοι κρατούν μία παθητική στάση, αυτό έχει ως αποτέλεσμα τον διαχωρισμό της κυριότητας από τον έλεγχο. Σε αυτές τις δύο χώρες η Εταιρική Διακυβέρνηση βασίζεται στη τριγωνική σχέση μεταξύ του Διοικητικού Συμβουλίου, του μάνατζμεντ και των μετόχων. Οι εργαζόμενοι, οι πελάτες και οι

προμηθευτές θεωρούνται ως εξωτερικοί συνεργάτες που δεν έχουν δικαίωμα ούτε ρόλο στην λήψη εταιρικών αποφάσεων, κάτι το οποίο δεν ισχύει σε χώρες της Ευρώπης, όπου εκεί εφαρμόζεται το εσωτερικό σύστημα.

Το εσωτερικό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης εφαρμόζεται στη Γερμανία, στην Γαλλία, στην Ιταλία, στην Ολλανδία, στην Αυστρία, στο Βέλγιο και στην Ιαπωνία, όπου οι τράπεζες μπορεί να είναι σε μέγεθος πιο μικρές απ' ό,τι οι τράπεζες στις Η.Π.Α. αλλά διαδραματίζουν πολύ σημαντικό ρόλο και κατέχουν μεγάλο μέρος των μετόχων διαφόρων επιχειρήσεων που εδρεύουν σε αυτές τις χώρες. Έρευνα που διεξήχθη από τον Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ), έδειξε ότι στην Ιταλία οι ατομικές πλειοψηφικές συμμετοχές αποτελούν το 60% της συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς, κάτι που δεν ισχύει για το Ηνωμένο Βασίλειο και τις Η.Π.Α., όπου εκεί το ποσοστό πέφτει στο 5%. Επιπλέον, στις ιταλικές επιχειρήσεις οι 5 μεγαλύτεροι μέτοχοι κατέχουν συνήθως το 90% των μετοχών και τα μεγαλύτερα στελέχη αυτών των εταιριών είναι τα μέλη της οικογένειας που έχει την επιχείρηση. Η Γερμανία με τη σειρά της, έχει ποσοστό 41%, το οποίο εκφράζει τις μετοχές που μπορεί να έχουν στη κατοχή τους μεγάλοι μέτοχοι. Επίσης, παρατηρείται υψηλό ποσοστό συμμετοχής των τραπεζών, που αποτελούν και την κύρια πηγή χρηματοδότησης, στις εισηγμένες εταιρίες. Και οι εργαζόμενοι διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στις γερμανικές επιχειρήσεις, όπως και στις ολλανδικές, συμμετέχουν στη διαδικασία λήψης εταιρικών αποφάσεων και αποτελούν σημαντικούς παράγοντες στη διαμόρφωση της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Τέλος, στη Γαλλία ο βασικός μέτοχος είναι το δημόσιο, αν και τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μία αποκρατικοποίηση, η οποία με τη σειρά της δίνει το πράσινο φως για ιδιωτικοποίηση των επιχειρήσεων και για τη διασπορά των μετόχων τους στο κοινό.

Ο Μούζουλας το 2003 στο βιβλίο του «Εταιρική Διακυβέρνηση (Corporate Governance): Διεθνής Εμπειρία, Ελληνική Πραγματικότητα» παρουσιάζει και συγκρίνει τα δύο μοντέλα εταιρικής Διακυβέρνησης λέγοντας ότι τα δύο βασικά μοντέλα διακυβέρνησης, αυτό που χαρακτηρίζεται από σημαντικές συμμετοχές και εκείνο που έχει ως χαρακτηριστικό τη διασπορά των μετοχών, διακρίνονται από ένα πλεονέκτημα, το ένα έναντι του άλλου, το οποίο όμως καθίσταται μειονέκτημα του ενός έναντι του άλλου. Οι μέτοχοι σε ένα σύστημα ευρείας διασποράς δεν

συμμετέχουν στην πολιτική που χαράζει κάθε εταιρία, συνεπώς η εταιρία δεν είναι προσωποποιημένη. Επομένως, οι μέτοχοι εμφανίζονται σχετικά περισσότερο αντικειμενικοί, ως προς την αξιολόγηση της εταιρίας και των αποτελεσμάτων της. Αντίστροφα όμως, απολαμβάνουν μικρότερης σε έκταση ενημέρωσης, αυτό έχει ως αποτέλεσμα, να μην είναι σε θέση να ασκήσουν αποτελεσματικό έλεγχο της διοίκησης ή γενικότερα να συμμετέχουν στη διακυβέρνηση της εταιρίας. Από την άλλη πλευρά, οι μεγαλομέτοχοι σε μία επιχείρηση, επειδή ασκούν τον έλεγχο της διοίκησης, είναι πολύ περισσότερο ενήμεροι για τα θέματα και τα προβλήματα της εταιρίας, αυτό όμως τους αφαιρεί το πλεονέκτημα του να είναι αντικειμενικοί στην κρίση τους. Στο πρώτο σύστημα, η μονιμότητα των προσώπων δεν είναι εξασφαλισμένη, αλλά προωθούνται μέτρα ενημέρωσης των μετόχων, σε περιοδική βάση ή σε έκτακτη βάση. Αυτή η ενημέρωση όσο θετική και αν ακούγεται δεν παρέχει την δυνατότητα στους μετόχους να έχουν πλήρη εικόνα και ολοκληρωμένη άποψη προκειμένου να επιλέξουν την ενδεδειγμένη λύση ή να αποφασίσουν για ζητήματα στρατηγικής φύσης. Μια δημόσια πρόταση μπορεί να αποτελέσει κίνητρο για τη Διοίκηση να λειτουργήσει με γνώμονα το συμφέρον των μετόχων. Από την άλλη πλευρά, μία δημόσια πρόταση μπορεί να αποτελέσει και ευκαιρία εκτίμησης της αποδοτικότητας της διοίκησης. Η αγορά των εξαγορών μπορεί να επιτελέσει και ελεγκτικό έργο για τη διοίκηση, όταν ο εσωτερικός έλεγχος βρίσκεται σε ύφεση. Σε περίπτωση αποτροπής της εξαγοράς, τότε η εταιρία οδηγείται σε αμυντικά μέτρα, εταιρίες, όμως, οι οποίες που ακολουθούν μακροπρόθεσμη επενδυτική πολιτική είναι υποεκτιμημένες και αποτελούν στόχο επιθετικής εξαγοράς.

Η ρευστότητα της αγοράς δεν ταυτίζεται με τη διασπορά των μετοχών. Αντιθέτως, η ρευστότητα διευκολύνει σημαντικά την απόκτηση μεγάλης συμμετοχής. Αυτό εφαρμόζεται κυρίως στο ηπειρωτικό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης, ενώ στις Η.Π.Α. παρατηρείται μεγάλη διασπορά μετοχών. Σύμφωνα με όλες αυτές τις πληροφορίες, δεν είναι δυνατό να ειπωθεί ποιο από τα δύο συστήματα είναι καλύτερο από το άλλο. Απλώς εάν κάποιος προσπαθήσει να συγκεντρώσει σε ένα ενιαίο σύστημα όλα τα πλεονεκτήματα και των δύο συστημάτων, ενδέχεται να καταλήξει σε μεγάλες και μικρές συμμετοχές, με τους μικρομετόχους να λαμβάνουν άλλοτε καλύτερης ποιότητας ενημέρωση, και άλλοτε χαμηλότερης ποιότητας ενημέρωση, χωρίς όμως να αποκλείεται ότι αυτός ο συνδυασμός των συστημάτων δεν θα προκαλέσει περισσότερα προβλήματα από αυτά που έχει σαν στόχο να λύσει.

Τελικά, το πιο καλό και αξιόπιστο σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι αυτό που θα εξασφαλίζει στις εταιρίες μεγαλύτερη ελευθερία προκειμένου να διαμορφώνουν τις λεπτομέρειες συμφωνιών με εκείνους που παρέχουν τα κεφάλαια και να παρέχεται στην εταιρία ένα νομικό σύστημα το οποίο να επιβάλλει στη Διοίκηση και στους εργαζομένους την τήρηση των υποχρεώσεών τους.

Παρακάτω παρατίθεται πίνακας με τη σύγκριση των Συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης:

	Γερμανία	Ιαπωνία	Η.Π.Α
Αποδοχές Διοίκησης	Μέτριες	Χαμηλές	Υψηλές
Διοικητικό Συμβούλιο	Δύο επίπεδα Εποπτικό Διοικητικό	Κυρίως εσωτερικοί	Κυρίως εξωτερικοί NED
Ιδιοκτησία	Συγκεντρωμένη Οικογενειακή/εταιρική/ τραπεζική	Λιγότερο συγκεντρωμένη Τραπεζική/εταιρική/ μánaτζμεντ	Διάχυτη Μη εταιρική
Κεφαλαιαγορές	Χαμηλή ρευστότητα	Μέτρια ρευστότητα	Υψηλή ρευστότητα
Εξαγορές	Ελάχιστες	Ελάχιστες	Πολλές
Τράπεζες	Καθολικές τράπεζες	Σύστημα κύριας τράπεζας (main banking system)	

Πίνακας 2: Σύγκριση Συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης¹

3.5 Μεθοδολογικά προβλήματα στην αξιολόγηση της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Οι εταιρίες που ασχολούνται με την αξιολόγηση του επιπέδου εταιρικής διακυβέρνησης δημιουργούν μια σειρά από κριτήρια/ δείκτες και βαθμολογούν τις εταιρίες, έχοντας βέβαια προσδιορίσει τη ‘βέλτιστη’ πρακτική για κάθε δείκτη. Από μόνη της η διαδικασία αυτή παρουσιάζει προβλήματα, καθώς διαφορετικές εταιρίες

¹ Πηγή: Kaplan, S., N., Corporate Governance and Corporate Performance: A Comparison of Germany, Japan and the US in Chew D., H., Studies in International Finance and Governance Systems (New York: Oxford University Press, 1997)

αξιολόγησης μπορεί να καταλήξουν σε διαφορετικούς δείκτες, με διαφορετικές σταθμίσεις, και έτσι, για παράδειγμα, μια επιχείρηση μπορεί να αξιολογηθεί διαφορετικά από δύο διαφορετικούς αξιολογητές. Οι μηχανισμοί διακυβέρνησης της επιχείρησης όμως είναι οι ίδιοι. Οι περισσότερες, βέβαια, εταιρίες αξιολόγησης υιοθετούν κριτήρια/ δείκτες που έχουν την αναφορά τους σε διατυπωμένες και ευρέως αποδεκτές αρχές εταιρικής διακυβέρνησης, σε διεθνές ή σε εγχώριο επίπεδο. Το γεγονός αυτό μετριάζει το στοιχείο του υποκειμενισμού και οδηγεί, ως ένα βαθμό, σε σύγκλιση των δεικτών αξιολόγησης. Ακόμη όμως και σε αυτή την περίπτωση προκύπτουν δύο κίνδυνοι: πρώτον, αυτό που θεωρείται ως καλή πρακτική σε κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης, ενδέχεται, υπό προϋποθέσεις, να μην είναι καθόλου καλή πρακτική για τη συγκεκριμένη εταιρία που αξιολογείται. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί ο διαχωρισμός της θέσης του διευθύνοντος συμβούλου από αυτήν του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου, όπου συστήνεται ως καλή πρακτική σε πολλούς κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης. Όλα σχεδόν τα συστήματα αξιολόγησης βαθμολογούν θετικά τις εταιρίες που υιοθετούν αυτήν την πρακτική. Δεν αποκλείεται όμως μια εταιρία να μην υιοθετεί την πρακτική του διαχωρισμού των ευθυνών στα ανώτατα κλιμάκια, αλλά να διαθέτει αποτελεσματικούς αντισταθμιστικούς μηχανισμούς ελέγχου και εποπτείας και παρ' όλα αυτά να βαθμολογείται αρνητικά. Επιπλέον, μπορεί άλλοι παράγοντες, όπως το μέγεθος της εταιρίας, ή ακόμη και συγκυριακοί λόγοι να οδηγούν στον διαχωρισμό, ως βέλτιστη επιλογή, τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή και με δεδομένες τις συνθήκες. Το μεθοδολογικό αυτό σφάλμα εντείνεται, όταν κατά τη διαδικασία αξιολόγησης δεν διενεργείται απευθείας η επιλογή με 'ναι' ή 'όχι'. Συνοψίζοντας, οι διατυπωμένες αρχές εταιρικής διακυβέρνησης έχουν γενική ισχύ και δεν λαμβάνουν υπόψη κλαδικές ή άλλες διαφοροποιήσεις μεταξύ των επιχειρήσεων, κάτι όμως που παίζει μεγάλο ρόλο στις αξιολογήσεις.

Δεύτερον, οι καλές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης που περιέχουν οι διάφοροι κώδικες δεν είναι εξαντλητικές. Από την άλλη, οι αξιολογήσεις που διενεργούνται από τις διάφορες εταιρίες μπορεί να βασίζονται έως και σε 300 δείκτες. Είναι, επομένως, αναπόφευκτο, ακόμη και αν η κύρια αναφορά των δεικτών είναι οι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης, να συμπληρώνονται και άλλα κριτήρια. Όπου πλέον υπεισέρχεται το στοιχείο του υποκειμενισμού. Ορισμένοι μάλιστα δείκτες μπορεί δύσκολα να βρίσκουν εφαρμογή σε εταιρίες που προέρχονται από

διαφορετικά νομικά και ρυθμιστικά καθεστάτα. Βεβαίως, οι εταιρίες αξιολόγησης φροντίζουν, ώστε οι αξιολογήσεις που παρέχουν να προσαρμόζονται στις συνθήκες της αγοράς, με την ευρεία έννοια (ανεπτυγμένες, αναπτυσσόμενες, αναδυόμενες αγορές), παραμένει όμως το πρόβλημα της ομογενοποίησης των αξιολογήσεων, καθώς ακόμη και μεταξύ π.χ. των ανεπτυγμένων αγορών υπάρχουν διαφοροποιήσεις.

Διάφορα εξάλλου ερωτήματα ανακύπτουν για τις διαδικασίες συλλογής και επεξεργασίας των δεδομένων εταιρικής διακυβέρνησης και για τον τρόπο διαχείρισης των τελικών αξιολογήσεων. Ορισμένες εταιρίες συλλέγουν δεδομένα που προέρχονται από διαφοροποιημένες πληροφορίες, και αυτό που κάνουν είναι να στέλνουν στις υπό αξιολόγηση εταιρίες ένα ερωτηματολόγιο, όπου, δίχως επαφές ή συζητήσεις πρόσωπο με πρόσωπο, τις καλούν να το συμπληρώσουν με την επιλογή ‘ναι’ ή ‘όχι’ ή ‘δεν απαντώ’. Το πλεονέκτημα της διαδικασίας αυτής είναι αφενός το χαμηλό κόστος και αφετέρου ότι υπεισέρχεται η προσωπική, υποκειμενική γνώμη του αξιολογητή στην όλη διαδικασία. Ωστόσο, μια σειρά από ερωτήσεις δεν είναι εύκολο να απαντηθούν με ‘ναι’ ή ‘όχι’ και η απάντηση τους απαιτεί ιδιαίτερες συζητήσεις με στελέχη της εταιρίας, ώστε να αποφανθεί τελικά ο αξιολογητής. Επιπλέον, δίχως συναντήσεις με στελέχη της εταιρίας υπάρχει ο κίνδυνος το ερωτηματολόγιο να μην συμπληρωθεί από στέλεχος με τη σχετική εμπειρία, οδηγώντας σε λανθασμένα συμπεράσματα. Από την άλλη, οι εταιρίες αξιολόγησης που, πέραν των δημοσιοποιημένων πληροφοριών, εξετάζουν εξαντλητικά και άλλες πληροφορίες, που προέρχονται από ιδιωτικές συζητήσεις με στελέχη της επιχειρήσεις και από την ανάλυση εσωτερικών εγγραφών, ισχυρίζονται ότι με αυτόν τον τρόπο έχουν τη δυνατότητα να αντλούν πληροφορίες για ζητήματα που η επιλογή απάντησης ‘ναι’ ή ‘όχι’ δεν αρκεί. Επομένως, παρέχεται η δυνατότητα στον αξιολογητή να σχηματίσει προσωπική άποψη και να αξιολογήσει ανάλογα. Σε αυτή, όμως, την περίπτωση ενδέχεται διαφορετικοί αξιολογητές να σχηματίσουν διαφορετική άποψη για το ίδιο ζήτημα, καθώς καλούνται, μεταξύ άλλων, να ανιχνεύσουν την ετοιμότητα του συνομιλητή να δίδει απαντήσεις, την πειστικότητα του και άλλα υποκειμενικά στοιχεία.

Τέλος, μεγάλη σημασία έχει ο τρόπος με τον οποίο διατυπώνονται τα αποτελέσματα αξιολόγησης. Όλες σχεδόν οι εταιρίες αξιολόγησης παρουσιάζουν μεν τα αποτελέσματα των επιμέρους δεικτών, αλλά υπολογίζουν και ένα συνολικό

αποτέλεσμα αξιολόγησης, ένα μοναδικό αριθμό, ανάλογα με την κλίμακα που χρησιμοποιείται. Σε αυτήν τη περίπτωση, καθώς οι επενδυτές και το κοινό γενικότερα, είναι επιρρεπείς στην πρακτική σύνδεσης μιας επιχείρησης με ένα βαθμό ενδέχεται να οδηγηθούν σε λανθασμένα συμπεράσματα. Το τελικό αποτέλεσμα αξιολόγησης, ακόμη και αν είναι υψηλό, μπορεί να ‘κρύβει’ σοβαρές αδυναμίες της επιχείρησης. Αν μάλιστα ληφθεί υπόψη το εύρος των δεικτών αξιολόγησης που χρησιμοποιείται, η προσπάθεια απεικόνισης του επιπέδου εταιρικής διακυβέρνησης μιας επιχείρησης με ένα αριθμό ίσως να μην έχει μεγάλη σημασία, κινδυνεύει όμως να δίδει λανθασμένα μηνύματα. Σ’ αυτή την περίπτωση θα ήταν ίσως προτιμότερο να υπολογίζονται και να προβάλλονται τα αποτελέσματα αξιολόγησης ανά κατηγορία δεικτών (Ξανθάκης, Τσιπούρη και Σπανός, 2003).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΡΤΑΡΤΟ

ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΔΟΣΗ:

ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΩΝ ΔΥΟ ΕΝΝΟΙΩΝ ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

4.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Είναι πολύ σημαντική η αξιολόγηση της Εταιρικής Διακυβέρνησης και η συσχέτιση της με την χρηματοοικονομική επίδοση των επιχειρήσεων. Οι πρώτες έρευνες που διεξήχθησαν και εξέταζαν για το αν υπάρχει σχέση μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και χρηματοοικονομικής επίδοσης τοποθετούνται στο 1999. Εταιρίες οι οποίες έχουν καλή Εταιρική Διακυβέρνηση, προσελκύουν επενδυτές οι οποίοι είναι διατεθειμένοι, όπως έχει αναφερθεί, να πληρώσουν και premium, εφόσον έχουν σαν στόχο την αύξηση των μεριδίων τους στο μετοχικό κεφάλαιο.

Αυτές οι έρευνες παρουσιάζουν αρκετές μεθοδολογικές δυσκολίες. Η πιο βασική είναι ποσοτικοποίηση ποιοτικών παραμέτρων. Ένα άλλο σημαντικό εμπόδιο είναι ο προσδιορισμός της «καλής» και της «κακής» Εταιρικής Διακυβέρνησης, η συλλογή των δεδομένων, η επεξεργασία των αποτελεσμάτων και ο καθορισμός των κριτηρίων αξιολόγησης.

Όλες αυτές οι δυσκολίες και τα εμπόδια που αναφέρθηκαν, σε καμία περίπτωση δε υποβιβάζουν την σημασία των ερευνών και των αξιολογήσεων που αποτελούν πολύτιμα εργαλεία για τις επιχειρήσεις. Αυτές με τη σειρά τους μπορούν να συγκρίνουν τα αποτελέσματα τους με αυτά του κλάδου ή με τα αποτελέσματα άλλων επιχειρήσεων. Όλη αυτή η διαδικασία βοηθά στον προσδιορισμό της θέσης της εκάστοτε επιχείρησης μέσα στην αγορά, καθώς και τον προσδιορισμό της ανταγωνιστικής της θέσης. Οι επιχειρήσεις έχοντας αυτές τις αξιολογήσεις μπορούν να βρουν τα μελανά σημεία τους και να δουν αν υπάρχουν περιθώρια βελτίωσης. Επιπλέον, αυτές οι επιχειρήσεις αποτελούν και πόλο έλξης των επενδυτών, οι οποίοι θα επιλέξουν εταιρίες με υψηλές αξιολογήσεις Εταιρικής Διακυβέρνησης.

4.2 Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματοοικονομική Επίδοση: Εμπειρικές μελέτες από το διεθνή χώρο

Σε αυτή την ενότητα θα παρουσιαστούν διάφορες μελέτες, οι οποίες διαπραγματεύονται για το αν υπάρχει συσχέτιση Εταιρικής Διακυβέρνησης και χρηματοοικονομικής επίδοσης. Οι μελέτες παρατίθενται με χρονολογική σειρά.

4.2.1 Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματοοικονομική Επίδοση: Μια μελέτη των Γερμανικών και των Βρετανικών Αρχικών Δημοσίων Προσφορών

Ο Mark Goergen το 1999 στο βιβλίο του «Corporate Governance and Financial Performance: A Study of German and UK Initial Public Offerings» παρουσιάζει μία μελέτη που αφορά τις γερμανικές και τις βρετανικές χρηματοοικονομικές αγορές, και ειδικότερα, τη σχέση μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης, ιδιοκτησίας και χρηματοοικονομικής επίδοσης σε επιχειρήσεις που ιδρύθηκαν σε αυτές τις χώρες την δεκαετία του '80. Ο χρονικός ορίζοντας που μελετάται το παραπάνω θέμα είναι τα 6 χρόνια, γιατί θεωρείται ότι σε αυτό το διάστημα έχει ολοκληρωθεί και η διαμόρφωση της ιδιοκτησίας της κάθε επιχείρησης. Ο συγγραφέας επέλεξε τις δύο συγκεκριμένες χώρες λόγω της διαφορετικότητας τους, όσον αφορά τα χρηματοοικονομικά συστήματά τους. Ειδικότερα, υπάρχουν διαφορές στον καθορισμό της ιδιοκτησίας, του ελέγχου και του μανάτζμεντ. Γερμανία, για παράδειγμα, παρατηρούνται αρκετές οικογενειακές επιχειρήσεις, οι οποίες έχουν και τον έλεγχο της εταιρίας και φυσικά την πλειοψηφία στο μετοχικό κεφάλαιο, κάτι που δεν συμβαίνει στο Ηνωμένο Βασίλειο. Ο Goergen στο βιβλίο του χρησιμοποιεί μικρο- δεδομένα για να αναλύσει την ιδιοκτησία και την επίδοση κάθε επιχείρησης και να εξετάσει για τον υπάρχει σχέση μεταξύ αυτών των δύο εννοιών.

Τα αποτελέσματα της έρευνας δεν υποστηρίζουν, κάτι που ισχύει στην θεωρία, ότι δηλαδή εταιρίες οι οποίες χαρακτηρίζονται από υψηλό ρίσκο θα καταλήξουν με μια ιδιοκτησία η οποία ανήκει σε πολλά άτομα, προκειμένου να υπάρχει μεγάλη διασπορά κινδύνου. Μπορεί η ιδιοκτησία να ανήκει σε συγκεκριμένα άτομα, είτε η επιχείρηση είναι οικογενειακή, είτε όχι, και να γίνει ανάληψη του κινδύνου, και τελικά η επιχείρηση να μπορέσει να πετύχει θετική απόδοση. Επιπλέον, η εξέλιξη της ιδιοκτησίας εξαρτάται από συγκεκριμένα εταιρικά χαρακτηριστικά, και όχι γενικούς κανόνες που ισχύουν στην θεωρία. Και για το αν μια εταιρία πετυχαίνει θετική ή αρνητική χρηματοοικονομική επίδοση, αυτό δεν μπορεί να εξηγηθεί μόνο από τις διαφορές στη συγκέντρωση της ιδιοκτησίας, αλλά θα πρέπει να εξεταστούν και άλλοι παράμετροι. Αυτά τα αποτελέσματα συμφωνούν και με τα αποτελέσματα των ερευνών των Demsetz και Lehn (1985), Denis και Denis (1994) και Loderer και Martin (1997). Το βιβλίο ασχολείται με το αν η εταιρική ιδιοκτησία επηρεάζει ή επηρεάζεται από την χρηματοοικονομική επίδοση. Τα αποτελέσματα του βιβλίου

δίνουν μεγάλη σημασία στην Εταιρική Διακυβέρνηση και στα δύο συστήματα αξιολόγησης της (αγγλοσαξονικό και εσωτερικό), καθώς κάνουν λόγω και για τη δημόσια πολιτική και για την παγκοσμιοποίηση των χρηματοοικονομικών αγορών. Όλα αυτά επηρεάζουν την χρηματοοικονομική επίδοση μια επιχείρησης, η οποία με της σειρά της θα επηρεάσει την εταιρική ιδιοκτησία. Δεν μπορεί όμως να αναφερθεί με σιγουριά προς ποια κατεύθυνση θα επηρεαστεί η εταιρική ιδιοκτησία, γιατί θα πρέπει να εξεταστούν και όλα τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης.

4.2.2 Μηχανισμοί Διακυβέρνησης, Μέγεθος και Χρηματοοικονομική Επίδοση των Βρετανικών Επιχειρήσεων

Η έρευνα αυτή των Laing, D., και Weir, C., (1999), με τίτλο «Governance Structures, Size, and Corporate Performance in UK firms» εξετάζει τον βαθμό συμμόρφωσης των επιχειρήσεων σύμφωνα με την Επιτροπή Cadbury καθώς και το αντίκτυπο του στην χρηματοοικονομική επίδοση των βρετανικών επιχειρήσεων. Επιλέχθηκαν 115 εταιρίες, όλες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου και η έρευνα αναφέρεται στα έτη 1992 και 1995. Το 1992 δημοσιεύτηκε η Έκθεση της Επιτροπής Cadbury και το 1995 είναι το έτος όπου αντανακλάται η κατάσταση των επιχειρήσεων τρία χρόνια μετά τη δημοσίευση. Στόχος της έρευνας είναι η σύγκριση των μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης που εφαρμόζουν οι επιχειρήσεις πριν και μετά την δημοσίευση της Έκθεσης της Επιτροπής Cadbury και τι αντίκτυπο έχουν αυτοί οι μηχανισμοί στην χρηματοοικονομική επίδοση των επιχειρήσεων.

Τρεις είναι οι βασικοί μηχανισμοί: 1) η εισαγωγή επιτροπών, 2) ο διαχωρισμός του ρόλου του CEO και του προέδρου και 3) η ύπαρξη τουλάχιστον τριών NED (μη εκτελεστικά μέλη) στο Διοικητικό Συμβούλιο. Οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν είναι:

- 1) ROA: $(\text{EBIT} / \text{Σύνολο περιουσιακών στοιχείων}) * 100$
- 2) Δυαδισμός: δυαδική μεταβλητή, που λαμβάνει την τιμή μηδέν αν διαχωρίζονται οι ρόλοι του Διευθύνοντος Συμβούλου και του Προέδρου και την τιμή ένα αν είναι το ίδιο πρόσωπο.
- 3) NED1: αριθμός μη εκτελεστικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο.

- 4) NED2: ποσοστό μη εκτελεστικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο.
- 5) NED3: δυαδική μεταβλητή, που παίρνει τη τιμή ένα αν το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών είναι τουλάχιστον το 50% του Διοικητικού Συμβουλίου και την τιμή μηδέν αν συμβαίνει το αντίθετο.
- 6) NED4: δυαδική μεταβλητή, που παίρνει την τιμή ένα αν υπάρχουν πάνω από τρία εκτελεστικά μέλη στο Διοικητικό Συμβούλιο, σε αντίθετη περίπτωση παίρνει τη τιμή μηδέν.
- 7) Επιτροπές: δυαδική μεταβλητή, η οποία δείχνει την ύπαρξη ή μη επιτροπών λογιστικού ελέγχου και καθορισμού αποδοχών. Η μεταβλητή έχει την τιμή ένα αν υπάρχουν και οι δύο επιτροπές, αλλιώς παίρνει την τιμή μηδέν.
- 8) Μέγεθος: δείχνει την επίδραση του μεγέθους των επιχειρήσεων στους μηχανισμούς της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις, κυρίως οι μεγάλες, συμμορφώνονται με την Έκθεση της Επιτροπής Cadbury και υιοθετούν τους μηχανισμούς της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Η τιμή του ROA το έτος 1992 ήταν γύρω στο 7,3%, ενώ το 1995 ήταν γύρω στο 9,17%. Ο μηχανισμός της Εταιρικής Διακυβέρνησης που επηρέασε θετικά την χρηματοοικονομική επίδοση ήταν η υιοθέτηση των δύο επιτροπών. Οι άλλοι μηχανισμοί, όπως η ύπαρξη τουλάχιστον τριών NED στο Διοικητικό Συμβούλιο και ο διαχωρισμός του ρόλου του Διευθύνοντα Συμβούλου από αυτό του Προέδρου, δεν έδειξαν να σχετίζονται θετικά με τη χρηματοοικονομική επίδοση αυτών των επιχειρήσεων.

4.2.2.1 Η Έκθεση της Επιτροπής Cadbury

Σε αυτή την ενότητα παρουσιάζονται τα κριτήρια της Επιτροπής Cadbury, για να γίνουν πιο κατανοητές οι μεταβλητές της έρευνας.

- Οι επιχειρήσεις, οι οποίες συγκεντρώνουν τους δύο ρόλους, αυτό του Διευθύνοντα Συμβούλου και του Προέδρου, σε ένα πρόσωπο θα έχουν χειρότερη χρηματοοικονομική επίδοση σε σχέση με τις άλλες επιχειρήσεις, που διαχωρίζουν τους δύο ρόλους.

- Η ύπαρξη μεγάλου αριθμού μη εκτελεστικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο θα επιφέρει θετική χρηματοοικονομική επίδοση στις επιχειρήσεις.
- Το ποσοστό των NED, αν ξεπερνά το 50% του Διοικητικού Συμβουλίου, επηρεάζει θετικά την χρηματοοικονομική επίδοση μιας επιχείρησης, αυξάνοντάς την σε σχέση με επιχειρήσεις, που το ποσοστό των NED είναι μικρότερο.
- Η Επιτροπή Cadbury προτείνει ως κατώτατο όριο την ύπαρξη τουλάχιστον τριών εκτελεστικών μελών με σκοπό τον αποτελεσματικό έλεγχο της Διοίκησης. Συνεπώς, επιχειρήσεις που έχουν παραπάνω από τρία εκτελεστικά μέλη θα έχουν καλύτερη χρηματοοικονομική επίδοση.
- Η ύπαρξη της επιτροπής λογιστικού ελέγχου και της επιτροπής καθορισμού των αποδοχών έχει ως αποτέλεσμα την καλύτερη χρηματοοικονομική επίδοση για τις επιχειρήσεις που έχουν και τις δύο επιτροπές, σε σχέση με αυτές που δεν τις έχουν.

4.2.3 Εταιρική Διακυβέρνηση σε Οικογενειακές Επιχειρήσεις : Μια συγκριτική μελέτη μεταξύ Χονγκ Κονγκ και Ταϊλάνδης

Ο Saravuth Pitiyasak στο άρθρο του «Corporate Governance in Family Controlled Companies: A Comparative Study between Hong Kong and Thailand» υποστηρίζει ότι η έλλειψη Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτέλεσε παράγοντα για την Ασιατική Οικονομική Κρίση. Ωστόσο κάποιες μελέτες έδειξαν ότι η «κακή» διακυβέρνηση στον επιχειρηματικό κλάδο, οφείλεται για την κρίση και κυρίως λόγω της συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας. Οι περισσότερες επιχειρήσεις στην Ασία είναι οικογενειακές. Η ιδιοκτησία χαρακτηρίζεται από γκρουπ οικογενειών τα οποία χρησιμοποιούν εταιρικές πυραμίδες για να εκμεταλλευτούν τον πλούτο από τη μειοψηφία των ενδιαφερόμενων μερών.

Το άρθρο αυτό επιχειρεί να εξετάσει δύο αντιφατικές μελέτες. Η μία μελέτη υποστηρίζει ότι η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας έχει αρνητικό αντίκτυπο στην Εταιρική Διακυβέρνηση και επιπλέον, αποτελεί και έναν από τους παράγοντες για την Ασιατική Οικονομική Κρίση. Η άλλη μελέτη υποστηρίζει ότι η συγκέντρωση της

ιδιοκτησίας μπορεί να έχει και θετικό αντίκτυπο στην επίδοση μιας επιχείρησης και παρουσιάζει μία ανάλυση για τις οικογενειακές επιχειρήσεις του Χονγκ Κονγκ και της Ταϊλανδής, καθώς και των κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης που εφαρμόζονται. Η μελέτη αυτή προχώρα και στο θέμα της σύγκρισης των δύο χωρών καθώς και στο τι μπορούν να μάθουν η μία χώρα από την άλλη.

Όπως έχει αναφερθεί και πιο πάνω στην εργασία, η «καλή» Εταιρική Διακυβέρνηση προσελκύει επενδυτές, οι οποίοι είναι διατεθειμένοι να επενδύσουν σε αυτές τις χώρες και να πληρώσουν και premium για αυτές τις μετοχές. Στην παγκόσμια οικονομία όπου το κεφάλαιο κινείται ελεύθερα, η διάθεση και οι κινήσεις των επενδυτών αποτελούν το Α και το Ω, όσον αφορά την διακίνηση των μετρητών. Συνεπώς, η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι ένα από τα πιο σημαντικά κομμάτια για τις επιχειρήσεις και την βιωσιμότητά τους.

Η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι μέρος της κουλτούρας, των εθίμων και των πεποιθήσεων της κάθε χώρας. Διαφορετικές χώρες έχουν και διαφορετικές κουλτούρες, συνεπώς η Εταιρική Διακυβέρνηση της κάθε χώρας θα διαφέρει και θα προσπαθεί να αποτυπώσει τις ιδέες και τους στόχους της κάθε χώρας σύμφωνα με τις ανάγκες που αντιμετωπίζει. Σημαντικό είναι να αναφερθεί ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση που είναι κατάλληλη για μία χώρα μπορεί να μην μπορέσει να εφαρμοστεί σε άλλη χώρα με άλλη κουλτούρα και άλλες ανάγκες.

Συγκεκριμένα, τα αποτελέσματα της έρευνας για τις οικογενειακές επιχειρήσεις του Χονγκ Κονγκ και της Ταϊλανδής καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι μπορεί το σύστημα της Εταιρικής Διακυβέρνησης του Χονγκ Κονγκ να μην μπορεί να εφαρμοστεί στην Ταϊλανδή για να επιλύσει τα προβλήματα που αντιμετωπίζει, αλλά σε γενικές γραμμές κάποια γενικά χαρακτηριστικά της διακυβέρνησης, όπως οι επιτροπές λογιστικού ελέγχου και καθορισμού αποδοχών ή η ανεξαρτησία των μη διευθυντικών στελεχών, μπορεί να εφαρμοστούν σε άλλη χώρα για να λυθούν τα προβλήματά της.

4.2.4 Εσωτερικοί και Εξωτερικοί Μηχανισμοί Διακυβέρνησης: Η επίδραση τους στην Απόδοση μεγάλων Βρετανικών Επιχειρήσεων

Οι Weir, C., Laing, D., και McKnight, P., (2002) στο άρθρο τους «Internal and External Governance Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large UK Public Companies», αναλύουν της σχέση μεταξύ των εξωτερικών και των εσωτερικών μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης και της Χρηματοοικονομικής Επίδοσης μιας επιχείρησης. Η αγορά του εταιρικού ελέγχου θεωρείται ότι ανήκει στον εξωτερικό μηχανισμό, ενώ εσωτερικοί μηχανισμοί θεωρούνται η δομή του Διοικητικού Συμβουλίου, ο διαχωρισμός των ρόλων του Προέδρου και του Διευθύνοντος Συμβούλου, η δομή των επιτροπών κ.α (Jensen, 1986).

Η έρευνα αφορά επιχειρήσεις στο Ηνωμένο Βασίλειο, και συγκεκριμένα 311 επιχειρήσεις, για το διάστημα 1994 με 1996. Από το δείγμα εξαιρούνται επιχειρήσεις που παρέχουν χρηματοοικονομικές υπηρεσίες. Οι κύριες υποθέσεις του μοντέλου είναι:

H_{1α}: θετική συσχέτιση των μη εκτελεστικών μελών με την χρηματοοικονομική επίδοση της επιχείρησης.

H_{1β}: θετική συσχέτιση ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών και της χρηματοοικονομικής επίδοσης της επιχείρησης.

H₂: αρνητική συσχέτιση μεταξύ του μη διαχωρισμού των ρόλων του Διευθύνοντα Συμβούλου και του Προέδρου και της χρηματοοικονομικής επίδοσης.

H_{3α}: θετική συσχέτιση μεταξύ της επιτροπής ελέγχου και της χρηματοοικονομικής επίδοσης.

H_{3β}: θετική συσχέτιση μεταξύ ανεξάρτητων μελών της επιτροπής ελέγχου και της χρηματοοικονομικής επίδοσης.

H₄: θετική συσχέτιση μεταξύ της ποιότητας των μη εκτελεστικών μελών της επιτροπής ελέγχου και της χρηματοοικονομικής επίδοσης.

H₅: αρνητική μη γραμμική συσχέτιση μεταξύ κατοχής μετοχών και της χρηματοοικονομικής επίδοσης.

H₆: θετική σχέση μεταξύ μόχλευσης και χρηματοοικονομικής επίδοσης

H₇: θετική σχέση μεταξύ κατοχής μετοχών από εξωτερικούς επενδυτές και χρηματοοικονομικής επίδοσης της επιχείρησης.

H₈: θετική συσχέτιση μεταξύ απειλής εχθρικής εξαγοράς και χρηματοοικονομικής επίδοσης.

Η μέθοδος που χρησιμοποιείται στην συγκεκριμένη έρευνα είναι αυτή των ελαχίστων τετραγώνων. Τα αποτελέσματα της έρευνας είναι τα εξής:

- 1) Δεν υπάρχει ιδιαίτερη συσχέτιση μεταξύ της δομής του Διοικητικού Συμβουλίου και της χρηματοοικονομικής επίδοσης.
- 2) Υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ χρηματοοικονομικής επίδοσης και μόχλευσης.
- 3) Η δομή της επιτροπής ελέγχου δεν φαίνεται να επηρεάζει ούτε θετικά αλλά ούτε αρνητικά την χρηματοοικονομική επίδοση.
- 4) Υπάρχει μια ασθενής συσχέτιση μεταξύ της χρηματοοικονομικής επίδοσης και της ποιότητας των μη εκτελεστικών μελών της επιτροπής.
- 5) Η κατοχή μετοχών από εξωτερικούς δεν έχει σημαντικό αντίκτυπο στη λειτουργία του ελέγχου.
- 6) Η κατοχή μετόχων από τον Διευθύνοντα Σύμβουλο δείχνει να έχει κάποιο θετικό αντίκτυπο στη Διοίκηση (McConnell και Servaes, 1990) και (Hermalin και Weisbach, 1991).
- 7) Η αγορά του εταιρικού ελέγχου, που είναι ένας εξωτερικός μηχανισμός, λειτουργεί περισσότερο συμπληρωματικά στον προσδιορισμό της χρηματοοικονομικής επίδοσης (Rediker και Seth, 1995).

Τα αποτελέσματα της έρευνας μαρτυρούν ότι υπάρχει μια πολύπλοκη σχέση μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και Χρηματοοικονομικής επίδοσης. Ο Κώδικας Βέλτιστων Πρακτικών (Code of Best Practice) έχει μηχανισμούς Εταιρικής Διακυβέρνησης, οι οποίοι είναι συγκεκριμένοι και ομοιόμορφοι και αντιμετωπίζονται με αμφιβολία όσον αφορά την αποτελεσματικότητά τους. Όπως έχει ήδη ειπωθεί και στην εργασία, κάποιοι μηχανισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης μπορεί να λειτουργήσουν απολύτως θετικά για μια επιχείρηση, αυτό δεν σημαίνει ότι η

υιοθέτηση των συγκεκριμένων μηχανισμών θα έχει τα ίδια ευοίωνα αποτελέσματα και σε μια άλλη επιχείρηση. Αυτό συμβαίνει γιατί οι επιχειρήσεις μεταξύ τους έχουν διαφορετικές ανάγκες, αντικείμενο δραστηριότητας και προβλήματα, οπότε κρίνεται απαραίτητη η προσαρμογή των μηχανισμών ανάλογα με τις ανάγκες της εταιρίας. Η Επιτροπή Cadbury αναγνωρίζει ότι η ομοιομορφία και η συγκεκριμενοποίηση των μηχανισμών δεν επιφέρει θετικά αποτελέσματα, κάτι που όμως δεν υιοθετεί ο Κώδικας Βέλτιστων Πρακτικών (Code of Best Practice).

4.2.5 Η σχέση μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και Χρηματοοικονομικής Επίδοσης

Οι Stanwick, Peter A., και Stanwick Sarah D., το 2002 με το άρθρο τους «The Relationship between Corporate Governance and Financial Performance» επιχείρησαν να εξηγήσουν τη σχέση μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και Χρηματοοικονομικής Επίδοσης. Πιο συγκεκριμένα, εξέτασαν για το αν η «καλή» Εταιρική Διακυβέρνηση έχει θετικά αποτελέσματα στην επίδοση μιας επιχείρησης, από ότι η «κακή» διακυβέρνηση. Στην έρευνα χρησιμοποιήθηκαν οι διαβαθμίσεις του Best and Worst Board of Directors.

Η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι αναγκαία όχι μόνο για να προστατέψει τα δικαιώματα των μετόχων αλλά και των υπολοίπων μερών. Στόχος της είναι η εξασφάλιση της εμπιστοσύνης και της εχεμύθειας των μερών, διαβεβαιώνοντας πως η επιχείρηση είναι υπόλογη για τις ενέργειές τους.

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι η επίδοση των στελεχών, επηρεάζει την χρηματοοικονομική επίδοση της επιχείρησης. Η ανεξαρτησία των στελεχών, οι γνώσεις τους, η ποιότητά τους και ότι πρέπει να απολογούνται στους μετόχους, όλα αυτά βοηθούν στην αύξηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης και έχουν θετικό αντίκτυπο.

4.2.6 Μια εμπειρική μελέτη για την Εταιρική Διακυβέρνηση και την Χρηματοοικονομική Επίδοση

Ο Hsiang- tsai, C., το 2005 στην έρευνα του «An empirical study of Corporate Governance and corporate Performance» ασχολείται με την πληροφόρηση των επενδυτών και κατά πόσο αυτή επηρεάζει τη συμπεριφορά τους όσον αφορά τις επενδυτικές τους κινήσεις. Η διαφάνεια της πληροφόρησης, στην συγκεκριμένη έρευνα, χρησιμοποιείται ως δείκτης αξιολόγησης της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Η ασύμμετρη πληροφόρηση των επενδυτών τους κάνει να βρίσκονται σε μειονεκτική θέση, γιατί δεν είναι σε θέση να γνωρίζουν ακριβώς την κατάσταση στο εσωτερικό της εταιρίας. Γεγονός που έχει αρνητικό αντίκτυπο στις επενδυτικές επιλογές τους. Όλα αυτά υποστηρίζει η Θεωρία Σηματοδότησης (Signaling Theory). Στόχος των επιχειρήσεων θα πρέπει να είναι η σωστή και ολοκληρωμένη πληροφόρηση προς τους επενδυτές προκειμένου να πετυχαίνεται «καλή» Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματοοικονομική Επίδοση.

Το δείγμα της έρευνας είναι 225 επιχειρήσεις που εδρεύουν στην Ταϊβάν, είναι επιχειρήσεις που ανήκουν στο κλάδο της υψηλής τεχνολογίας και το έτος της έρευνας είναι το 2001. Για την μέτρηση της διαφάνεια της πληροφόρησης χρησιμοποιήθηκε η μεθοδολογία της εταιρίας Standard & Poor's. Σύμφωνα με αυτή την μεθοδολογία της εταιρίας, η διαφάνεια της πληροφόρησης χωρίζεται ως εξής:

1. Διαφάνεια που σχετίζεται με τη δομή της ιδιοκτησίας
2. Διαφάνεια που σχετίζεται με τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις
3. Διαφάνεια για την αποκάλυψη πληροφοριών
4. Διαφάνεια στις σχέσεις των επενδυτών
5. Διαφάνεια στις διαδικασίες του Διοικητικού Συμβουλίου.

Η έρευνα χρησιμοποιεί τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων και κάνει χρήση πολλαπλών παλινδρομήσεων. Οι βασικές μηδενικές υποθέσεις είναι:

H₀1: δεν σχετίζονται το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου με την χρηματοοικονομική επίδοση

H₀₂: δεν σχετίζεται ο διαχωρισμός του ρόλου του Προέδρου από αυτόν του CEO με την χρηματοοικονομική επίδοση

H₀₃: δεν σχετίζεται το επίπεδο συμμετοχής της Διοίκησης στην ιδιοκτησία με την χρηματοοικονομική απόδοση

H₀₄: δεν σχετίζεται το επίπεδο συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών στην ιδιοκτησία με την χρηματοοικονομική επίδοση

H₀₅: η συμμετοχή των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου δεν έχει σχέση με την χρηματοοικονομική επίδοση

H_{06A}: η διαφάνεια στη δομή της ιδιοκτησίας και στις σχέσεις των επενδυτών δεν σχετίζεται με την χρηματοοικονομική επίδοση

H_{06B}: δεν σχετίζεται η χρηματοοικονομική επίδοση μιας επιχείρησης μεγάλης διαφάνειας όσον αφορά τη δομή της ιδιοκτησίας και τις σχέσεις των επενδυτών με τη χρηματοοικονομική επίδοση μιας επιχείρησης με μικρή διαφάνεια.

H_{07A}: δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της διαφάνειας που αφορά τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις και της χρηματοοικονομικής επίδοσης.

H_{07B}: η χρηματοοικονομική επίδοση μιας επιχείρησης με μεγάλη διαφάνεια στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της δεν σχετίζεται με την χρηματοοικονομική επίδοση μιας επιχείρησης με μικρή διαφάνεια στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της.

H_{08A}: η διαφάνεια που αφορά τη δομή και τις διαδικασίες του Διοικητικού Συμβουλίου δεν σχετίζεται με τη χρηματοοικονομική επίδοση

H_{08B}: η χρηματοοικονομική επίδοση μιας επιχείρησης με μεγάλη διαφάνεια σχετικά με τη δομή και τις διαδικασίες του Διοικητικού Συμβουλίου και της Διοίκησης δεν έχει σχέση με τη χρηματοοικονομική επίδοση μιας επιχείρησης με μικρή διαφάνεια όσον αφορά τη δομή και τις διαδικασίες της Διοίκησης και του Διοικητικού Συμβουλίου.

Τα αποτελέσματα της έρευνας είναι τα εξής:

- 1) Όσον αφορά τη σχέση της δομής του Διοικητικού Συμβουλίου και της χρηματοοικονομικής επίδοσης παρατηρείται μία αρνητική συσχέτιση του μεγέθους του Διοικητικού συμβουλίου με την χρηματοοικονομική επίδοση.
- 2) Η χρηματοοικονομική επίδοση επηρεάζεται αρνητικά από τον μη διαχωρισμό των ρόλων του Διευθύνοντος συμβούλου και του Προέδρου.
- 3) Στην σχέση της δομής της ιδιοκτησίας και της χρηματοοικονομικής επίδοσης παρατηρείται μία ισχυρή θετική συσχέτιση μεταξύ του επιπέδου συμμετοχής των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου στην ιδιοκτησία και του δείκτη ROE. Το επίπεδο σημαντικότητας σε αυτή την περίπτωση είναι $\alpha = 0,05$.
- 4) Δεν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ της χρηματοοικονομικής επίδοσης και της συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών στην ιδιοκτησία.
- 5) Παρατηρείται ισχυρή αρνητική συσχέτιση μεταξύ των δεικτών ROE και ESP με την χρηματοοικονομική επίδοση, σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha = 0,01$.
- 6) Δεν υπάρχει συσχέτιση όσον αφορά τη διαφάνεια που αφορά τη δομή της ιδιοκτησίας και τις σχέσεις των επενδυτών και της χρηματοοικονομικής επίδοσης.
- 7) Υπάρχει, όμως, ισχυρή θετική συσχέτιση μεταξύ της διαφάνειας που αφορά τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις και την αποκάλυψη πληροφοριών και της χρηματοοικονομικής επίδοσης. Το επιβεβαιώνει και η Θεωρία Σηματοδότησης.
- 8) Δεν παρατηρείται ισχυρή θετική συσχέτιση μεταξύ της διαφάνειας που αφορά τη δομή και τις διαδικασίες της Διοίκησης και του Διοικητικού Συμβουλίου και της χρηματοοικονομικής επίδοσης. Δύο είναι οι κύριοι λόγοι αυτής της συσχέτισης: πρώτον, είτε γιατί η Διοίκηση δεν θέλει να κοινοποιήσει αυτές τις πληροφορίες σκόπιμα και δεύτερον, είτε γιατί θεωρεί ότι αυτή η πληροφορία δεν έχει να δώσει τίποτα στον επενδυτή και δεν θα τον επηρεάσει στις αποφάσεις του.

4.2.7 Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματοοικονομική Επίδοση σε Επιχειρήσεις στην Πολωνία

Ο Gruszczynski, M., στο άρθρο του «Corporate Governance and Financial Performance of Companies in Poland» το 2005 παρουσιάζει μια έρευνα για την Εταιρική Διακυβέρνηση και την χρηματοοικονομική επίδοση των επιχειρήσεων, οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Πολωνίας και θεωρούνται εταιρίες με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση. Το δείγμα της έρευνας αποτελείται από 53 επιχειρήσεις. Τα δεδομένα για νομικά ζητήματα αναφέρονται στο οικονομικό έτος 2003. Η αξιολόγηση του βαθμού της Εταιρικής Διακυβέρνησης αφορά το έτος 2004. Κύρια πηγή άντλησης πληροφοριών αποτέλεσε οι δηλώσεις των επιχειρήσεων του δείγματος όσον αφορά τη συμμόρφωσή τους με τον Κώδικα του Χρηματιστηρίου Warsaw.

Για την αξιολόγηση του επιπέδου της Εταιρικής Διακυβέρνησης της κάθε επιχείρησης λήφθηκαν υπόψη τουλάχιστον 60 χαρακτηριστικά, προκειμένου να δημιουργηθεί μια σωστή και ολοκληρωμένη εικόνα. Όλα αυτά τα χαρακτηριστικά συνοψίζονται στις εξής κατηγορίες:

- 1) Σύνθεση και ικανότητα του Εποπτικού Συμβουλίου.
- 2) Εποπτεία συναλλαγών προσώπων που συνδέονται με την επιχείρηση.
- 3) Η λειτουργία του Διοικητικού Συμβουλίου.
- 4) Η ανεξαρτησία των ελεγκτών.
- 5) Διευκόλυνση της συμμετοχής των μετόχων στις Γενικές Συνελεύσεις.
- 6) Η ρύθμιση των συναλλαγών των ιδίων μετόχων με την επιχείρηση.
- 7) Δήλωση και καθορισμός των στόχων των επιχειρήσεων.
- 8) Έλλειψη μηχανισμών κατά εξαγορών.
- 9) Διαφάνεια και διαθεσιμότητα της πληροφόρησης από την πλευρά των επιχειρήσεων.

Για την ανάλυση της σχέσης μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και χρηματοοικονομικής επίδοσης χρησιμοποιήθηκαν πολυωνυμικά μοντέλα, στα οποία

έχουμε μία ενδογενή μεταβλητή y , η οποία αντιπροσωπεύει τα αποτελέσματα της αξιολόγησης των επιχειρήσεων. Η διαβάθμιση για την αξιολόγηση είναι η εξής: A-, B+, B, B-, C+. Από την άλλη πλευρά, οι εξωγενείς μεταβλητές περιλαμβάνουν διάφορους χρηματοοικονομικούς δείκτες, οι οποίοι κατηγοριοποιούνται ως εξής :

- Αριθμοδείκτες Ρευστότητας
- Αριθμοδείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας
- Αριθμοδείκτες Δανειακής Επιβάρυνσης
- Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση σχετίζεται ως ένα βαθμό με τη χρηματοοικονομική επίδοση. Πιο συγκεκριμένα, η πιο αυξημένη συσχέτιση παρατηρείται μεταξύ του αριθμοδείκτη «Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους» και της χρηματοοικονομικής επίδοσης της επιχείρησης. Μια επιχείρηση αν παρουσιάζει υψηλό περιθώριο κέρδους θα έχει και μεγαλύτερη χρηματοοικονομική επίδοση. Ένας άλλος δείκτης που έχει μεγάλη συσχέτιση με την επίδοση είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση, δηλαδή ο δείκτης της δανειακής επιβάρυνσης, όπου εδώ αν ο δείκτης της δανειακής μόχλευσης είναι χαμηλός τότε η επιχείρηση θα έχει καλύτερη χρηματοοικονομική επίδοση. Από την άλλη πλευρά, οι περισσότεροι δείκτες δεν έδειξαν κάποιο συσχετισμό με την Εταιρική Διακυβέρνηση. Η διαβάθμιση της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι μία σύνθετη μεταβλητή που μπορεί να μην είναι σχετική άμεσα με τις χρηματοοικονομικές μεταβλητές.

Γενικότερα, δεν έχουν γίνει πολλές μελέτες γύρω από τις πολωνικές επιχειρήσεις, μόνο για εκείνες που είναι εισηγμένες στο Warsaw Stock Exchange. Θετικό είναι πάντως το γεγονός ότι όλο και περισσότερες επιχειρήσεις μπαίνουν στο Χρηματιστήριο, συνεπώς θα υπάρχουν περισσότερα δεδομένα για περαιτέρω έρευνες πάνω στην Εταιρική Διακυβέρνηση και στην σχέση της με την χρηματοοικονομική επίδοση.

4.2.8 Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματοοικονομική Επίδοση

Οι Brown, L., και Caylor, M., το 2006 με το άρθρο τους «Corporate Governance and Firm Performance» εξετάζουν την Εταιρική Διακυβέρνηση σε σχέση με τη χρηματοοικονομική επίδοση, δημιουργώντας τον δείκτη Gov- Score, ο οποίος βασίζεται σε δεδομένα που προέρχονται από το Institutional Shareholder Services. Το Gov- Score είναι ένα πολυσύνθετο μέτρο 51 παραγόντων, που έχει 8 κατηγορίες Εταιρικής Διακυβέρνησης. Οι κατηγορίες είναι:

- 1) Καταστατικό/ εσωτερικός μηχανισμός
- 2) Ελεγκτές και Οικονομικός Έλεγχος
- 3) Εκπαίδευση διευθυντών
- 4) Καταστάσεις συγχώνευσης
- 5) Ιδιοκτησία
- 6) Αποζημίωση διοικητικών και διευθυντικών στελεχών
- 7) Διοικητικό συμβούλιο
- 8) Πρακτικές που απευθύνονται στο Διοικητικό Συμβούλιο

Τα μέτρα που χρησιμοποιούνται για την μέτρηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης είναι 6. Και είναι τα εξής:

- 1) Καθαρό Περιθώριο Κέρδους
- 2) ROE
- 3) Αύξηση των Πωλήσεων
- 4) Tobin's Q (είναι ίσος με αγοραία αξία/ κόστος αντικατάστασης στοιχείων ενεργητικού)
- 5) Επαναγορά μετοχών
- 6) Μερισματική Απόδοση

Για την έρευνα χρησιμοποιήθηκε ένα δείγμα 2.327 επιχειρήσεων για το έτος 2002. Τα οικονομικά μεγέθη πάρθηκαν από τις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων και όσον αφορά για το ποιοι μηχανισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης υιοθετούνται, τα στοιχεία πάρθηκαν από το Institutional Shareholder Services. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται είναι η διαστρωματική ανάλυση και υπάρχουν 3 βήματα. Το πρώτο βήμα αφορά τη συσχέτιση του δείκτη Gov- Score με κάθε ένα από τα 6 μέτρα της χρηματοοικονομικής επίδοσης. Το δεύτερο βήμα αφορά τη συσχέτιση των 6 μέτρων της χρηματοοικονομικής επίδοσης με καθεμία από τις 8 κατηγορίες που έχουν αναφερθεί πιο πάνω και αφορούν την Εταιρική Διακυβέρνηση. Το τρίτο βήμα αφορά τη συσχέτιση των 6 μέτρων της χρηματοοικονομικής επίδοσης με τους 51 μηχανισμούς της Εταιρικής Διακυβέρνησης ξεχωριστά κάθε φορά.

Τα αποτελέσματα των συσχετίσεων, που αφορούν το πρώτο βήμα, είναι ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη Gov- Score και των 5 μέτρων χρηματοοικονομικής επίδοσης με επίπεδο σημαντικότητας 1%. Ο δείκτης που εξαιρείται από αυτή τη συσχέτιση είναι ο δείκτης «ανάπτυξη πωλήσεων». Πιο συγκεκριμένα, επιχειρήσεις με υψηλή τιμή του Gov- Score έχουν υψηλότερο καθαρό περιθώριο κέρδους, καλύτερη μερισματική απόδοση, υψηλότερη τιμή του ROE και υψηλότερη τιμή του δείκτη Tobin's. Από την άλλη πλευρά όμως, δεν παρουσιάζουν αυξημένο ρυθμό πωλήσεων. Το επίπεδο σημαντικότητας που αναφέρθηκε παραπάνω είναι 1% για να προσδίδει αξιοπιστία στην έρευνα.

Τα αποτελέσματα των συσχετίσεων, που αφορούν το δεύτερο βήμα, είναι ότι ο δείκτης ROE συσχετίζεται θετικά με τις 6 από τις 8 κατηγορίες της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Οι 6 κατηγορίες είναι:

- Ιδιοκτησία
- Αποζημίωση διοικητικών και διευθυντικών στελεχών
- Εκπαίδευση διευθυντών
- Διοικητικό συμβούλιο
- Καταστάσεις συγχώνευσης
- Πρακτικές που απευθύνονται στο Διοικητικό Συμβούλιο

Οι άλλες δύο κατηγορίες συσχετίζονται αρνητικά με το δείκτη ROE. Τα αποτελέσματα του καθαρού περιθωρίου κέρδους μοιάζουν με αυτά του ROE, δηλαδή σχετίζονται θετικά με τις 6 κατηγορίες που αναφέρθηκαν πιο πάνω, αλλά η ιδιοκτησία και οι καταστάσεις συγχώνευσης είναι στατιστικά ασήμαντες. Ο δείκτης Tobin's σχετίζεται με όλες τις κατηγορίες της Εταιρικής Διακυβέρνησης, εκτός της εκπαίδευσης διευθυντών. Ο δείκτης «ρυθμός αύξησης των πωλήσεων» συσχετίζεται αρνητικά με την ιδιοκτησία και το Διοικητικό Συμβούλιο. Η επαναγορά μετοχών σχετίζεται θετικά με 5 κατηγορίες της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Αυτές είναι: 1) εκπαίδευση διευθυντών, 2) καταστάσεις συγχώνευσης, 3) ιδιοκτησία, 4) αποζημίωση διοικητικών και διευθυντικών στελεχών, 5) Διοικητικό Συμβούλιο και 6) πρακτικές που απευθύνονται στο Διοικητικό Συμβούλιο. Οι δύο τελευταίες κατηγορίες είναι στατιστικά σημαντικές. Ο οικονομικός έλεγχος και οι ελεγκτές μαζί με τον εσωτερικό κανονισμό έχουν αρνητική συσχέτιση με τις επαναγορές μετοχών. Τέλος, η μερισματική απόδοση είναι αρνητικά συσχετισμένη με τους εσωτερικούς μηχανισμούς και θετικά συσχετισμένη με τις υπόλοιπες 5 κατηγορίες.

Τα αποτελέσματα των συσχετίσεων που αφορούν το τρίτο βήμα είναι ότι ο δείκτης ROE και το καθαρό περιθώριο κέρδους έχουν θετική συσχέτιση με το μηχανισμό Εταιρικής Διακυβέρνησης που λέει ότι η επιτροπή της Εταιρικής Διακυβέρνησης συσκέπτεται τουλάχιστον μία φορά το χρόνο και αρνητική συσχέτιση με τον μηχανισμό « οι συμβουλευτικές αμοιβές των εξωτερικών ελεγκτών είναι μικρότερες από τις ελεγκτικές». Ο δείκτης Tobin's Q σχετίζεται θετικά με το μηχανισμό που λέει ότι όλα τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου εκλέγονται κάθε έτος και αρνητική συσχέτιση έχει με τον μηχανισμό που λέει ότι εξωτερικοί ανεξάρτητοι ελεγκτές ελέγχουν πάνω από το 50% του Διοικητικού Συμβουλίου. Η μερισματική απόδοση σχετίζεται θετικά με το ότι τα στελέχη μιας εταιρίας θα πρέπει να τηρούν κάποιους κανόνες όσον αφορά την κατοχή μετοχών. Αρνητική συσχέτιση παρατηρείτε με τον μηχανισμό αναφέρει ότι χρειάζεται απλή πλειοψηφία προκειμένου να εγκριθεί μια συγχώνευση. Η επαναγορά των μετοχών σχετίζεται αρνητικά με το μηχανισμό που αναφέρεται στις συμβουλευτικές αμοιβές των ανεξάρτητων ελεγκτών που είναι μικρότερες από τις ελεγκτικές αμοιβές. Θετική συσχέτιση όμως παρατηρείτε με το ότι το Διοικητικό Συμβούλιο ελέγχεται πάνω από το 50% από εξωτερικούς ανεξάρτητους διευθυντές.

Τελικά, διαπιστώνεται ότι η χρηματοοικονομική επίδοση επηρεάζεται περισσότερο από την κατηγορία της Εταιρικής Διακυβέρνησης «Αποζημίωση διευθυντικών και διοικητικών στελεχών». Τη μικρότερη επίδραση τη δέχεται από τη κατηγορία Εταιρικής Διακυβέρνησης «Καταστατικό/ εσωτερικοί μηχανισμοί». Παλιότερες έρευνες που έχουν διεξαχθεί και που είναι σχετικές με το θέμα είναι από τους Gompers, Ishii και Metrick, (2003), Bedchuck και Cohen (2005) και Cremers και Nair (2005).

4.2.9 Οι τιμές των μετοχών αντανakλούν την ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης των Ιαπωνικών Επιχειρήσεων;

Οι Aman, H., και Nguyen, P., (2007), στο άρθρο τους «Do Stock Prices reflect the Corporate Governance Quality of Japanese firms;» παρουσιάζουν ένα δείκτη ο οποίος βασίζεται στην «καλή» Εταιρική Διακυβέρνηση και σε κάποια χαρακτηριστικά της. Τα χαρακτηριστικά του δείκτη είναι τρία: 1) η δομή της ιδιοκτησίας, 2) η σύνθεση του συμβουλίου και 3) η προστασία των δικαιωμάτων των επενδυτών, η οποία συνδέεται άμεσα με το τι είδους πληροφορίες θα αποκαλυφθούν στους επενδυτές. Ο δείκτης αυτός δίνει περισσότερο έμφαση στους εσωτερικούς εταιρικούς ελέγχους και όχι στους εξωτερικούς, τους οποίους θεωρούν πολύ σημαντικούς οι Gomper, Ishii και Metrick (2003) και έρχονται σε αντίθεση με τους Aman και Nguyen (2007). Αυτό συμβαίνει γιατί η αγορά του εταιρικού ελέγχου, που είναι ένας εξωτερικός εταιρικός έλεγχος, δεν έχει αναπτυχθεί στην Ιαπωνία, στην χώρα που έχει διεξαχθεί η έρευνα.

Τα συμπεράσματα που έχουν βγει για αυτά τα τρία χαρακτηριστικά είναι πρώτον, όσον αφορά τη δομή της ιδιοκτησίας (ownership characteristics) και τη σχέση της με την επίδοση μιας επιχείρησης, οι μεγάλοι μέτοχοι έχουν θετική επίδραση στη χρηματοοικονομική επίδραση και στην αξία της επιχείρησης (McConnell και Servaes 1990). Οι μεγαλομέτοχοι, όπως έχει ήδη αναφερθεί, ασκούν έλεγχο στη Διοίκηση και προχωρούν στις απαραίτητες ενέργειες σε περίπτωση πτώσης της απόδοση στις εταιρίας. Στην Ιαπωνία, όμως, οι μεγαλομέτοχοι μπορεί να αντιμετωπίσουν δυσκολίες όσον αφορά τη σχέση τους με τη Διοίκηση. Για το δεύτερο χαρακτηριστικό, τη δομή του Διοικητικού Συμβουλίου (board structure), η

έρευνα κυρίως επικεντρώνεται στο μέγεθός του. Ο Yermack (1996) υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις των Η.Π.Α. που έχουν μικρού μεγέθους συμβούλια πραγματοποιούν υψηλότερες αγοραίες αξίες. Οι Rosenstein και Wyatt (1990) με τη σειρά τους υποστηρίζουν ότι υπάρχει μία θετική αντίδραση της αγοράς με τον καθορισμό ανεξάρτητων διευθυντών. Οι Hermalin και Weisbach (2001) θεωρούν ότι η ανεξαρτησία του Διοικητικού Συμβουλίου ευνοεί τον έλεγχο και την αποτίμηση της αποδοτικότητας και αποτελεσματικότητας των μανάτζερ. Σε αντίθεση, όμως, οι Bhagat και Black (2002) θεωρούν ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της ανεξαρτησίας των διευθυντών και της εταιρικής επίδοσης. Η συγκεκριμένη μελέτη, η αναλογία των διευθυντικών στελεχών στο συμβούλιο χρησιμοποιείται ως μία ένδειξη που δείχνει ασθενή έλεγχο. Επιπλέον, οι ακροατές σε ένα συμβούλιο θεωρείται ότι έχουν θετικό αντίκτυπο στην απόδοση της επιχείρησης και ο έλεγχος γίνεται αποτελεσματικότερος. Οι ακροατές σε ένα συμβούλιο είναι χαρακτηριστικό γνώρισμα των ιαπωνικών επιχειρήσεων, γι' αυτό αναφέρεται και πρώτη φορά. Όσον αφορά το τρίτο χαρακτηριστικό για την προστασία των δικαιωμάτων των επενδυτών και την αποκάλυψη πληροφοριών (information and disclosure), τα αποτελέσματα αποκαλύπτουν ότι οι επιχειρήσεις που έχουν υψηλή ή έστω ικανοποιητική απόδοση τείνουν να αποκαλύπτουν περισσότερες πληροφορίες. Η ποιότητα αυτών των πληροφοριών συνδέεται με την επίδοση της επιχείρησης και η συσχέτιση αυτή είναι θετική. Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι η ποιότητα των πληροφοριών θα πρέπει να είναι τέτοια ώστε να απεικονίζεται η πραγματική κατάσταση της εταιρίας. Στην συγκεκριμένη μελέτη περιλαμβάνεται η επίκαιρη αποκάλυψη των πληροφοριών, που είναι πολύ σημαντική για τους επενδυτές, και μια ποσοτική εκτίμηση μιας εταιρικής ιστοσελίδας που βασίζεται στην ποσότητα της πληροφόρησης.

Τα γενικά συμπεράσματα της μελέτης είναι ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι συνδεδεμένη με τη χρηματοοικονομική επίδοση και μάλιστα με την καλύτερη επίδοση. Οι επιχειρήσεις που λειτουργούν κάτω από ευοίωνες συνθήκες έχουν και καλύτερους κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης και είναι διατεθειμένες να αποκαλύπτουν περισσότερες και έγκυρες πληροφορίες στους επενδυτές. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την προσέγγιση περισσότερων επενδυτών, οι οποίοι έχουν τη δυνατότητα και τη θέληση να πληρώσουν και ένα premium πάνω στις τιμές των μετοχών, γι' αυτό και οι μετοχές εμφανίζονται και με υψηλότερες τιμές. Οι Ιαπωνικές επιχειρήσεις κατηγοριοποιούνται σε διαφορετικά χαρτοφυλάκια, σύμφωνα με τις

εκτιμήσεις διακυβέρνησης και τις αποδόσεις για την περίοδο 2000- 2005. Αυτό γίνεται για να διαπιστωθεί εάν η Εταιρική Διακυβέρνηση απεικονίζει πλήρως τις τιμές των μετοχών. Το αποτέλεσμα είναι ότι το χαρτοφυλάκιο εταιριών με χαμηλό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης υπερτερεί από το χαρτοφυλάκιο εταιριών με υψηλό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης κατά 2% ανά μήνα. Εξήγηση για αυτό το εύρημα είναι ο κίνδυνος. Συγκεκριμένα, εταιρίες με χαμηλότερο σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης πετυχαίνουν καλύτερες αποδόσεις λόγω του ότι είναι εκτεθειμένες σε μεγαλύτερο κίνδυνο ενώ επιχειρήσεις με υψηλότερο σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης έχουν μικρότερες αποδόσεις λόγω μικρότερης ανάληψης κινδύνου. Αυτό έρχεται σε συμφωνία με τις μελέτες των Core, Guay και Rusticus (2006) και Bauer, Guenster και Otten (2004), αλλά έρχεται σε αντίθεση με αυτά που πρεσβεύουν οι Gompers, Ishii και Metrick (2003) και οι Drobetz, Schillhofer και Zimmermann (2004).

4.2.10 Το αόρατο χέρι στην Εταιρική Διακυβέρνηση

Το άρθρο των Chhaochharia, V., και Laeven, L., (2007) με τίτλο «The Invisible Hand in Corporate Governance» διαφέρει από τα μέχρι τώρα άρθρα της διεθνούς βιβλιογραφίας, λόγω του ότι πραγματεύεται και διαχωρίζει τους μηχανισμούς της Εταιρικής Διακυβέρνησης σε εταιρικό επίπεδο με αυτούς που ισχύουν σε εθνικό επίπεδο. Η έρευνα ασχολείται με 23 χώρες, εκτός των Η.Π.Α. Αυτός ο αριθμός είναι σημαντικός και δίνει την δυνατότητα για μια πιο ολοκληρωμένη και αξιόπιστη έρευνα σε εθνικό επίπεδο, γιατί κάθε χώρα έχει τους δικούς της κανόνες, τη δίκη της νομοθεσία, τους δικούς της μηχανισμούς Εταιρικής Διακυβέρνησης και διαφορετική οικονομική ανάπτυξη. Στην έρευνα παρατίθενται και δύο αντικρουόμενες απόψεις. Οι Klapper και Love (2004) καταλήγουν στα συμπεράσματα ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση και η αποδοτικότητα έχουν ισχυρότερη συσχέτιση και παίζουν σημαντικό ρόλο σε χώρες οι οποίες έχουν αδύναμα νομικά συστήματα και η κατάταξη αυτών των επιχειρήσεων των χωρών είναι χαμηλότερη σε σχέση με επιχειρήσεις που ανήκουν σε χώρες που έχουν ισχυρά νομικά συστήματα. Οι Doidge, Andrew και Rene (2006) από την άλλη πλευρά, θεωρούν ότι επιχειρήσεις που εδρεύουν σε χώρες με αδύναμα νομικά συστήματα έχουν μειωμένα κίνητρα για να εφαρμόσουν καλύτερους μηχανισμούς Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Στην έρευνα μετέχουν 2.300 επιχειρήσεις που εδρεύουν σε 23 χώρες. Τα δεδομένα, που δείχνουν τους μηχανισμούς Εταιρικής Διακυβέρνησης που υιοθετούν οι επιχειρήσεις, παίρνονται από τις βάσεις δεδομένων του ISS. Το ISS αντλεί δεδομένα όσον αφορά την Εταιρική Διακυβέρνηση επιχειρήσεων σε εταιρικό επίπεδο, από ένα δείγμα με επιχειρήσεις που εδρεύουν σε περισσότερες από 30 χώρες. Ο δείκτης Εταιρικής Διακυβέρνησης που υπάρχει στην έρευνα περιέχει τα εξής:

- 1) Απαίτηση υπερπλειοψηφίας για έγκριση συγχώνευσης.
- 2) Απαίτηση υπερπλειοψηφίας για τυχόν τροποποίηση του καταστατικού/ εσωτερικό μηχανισμό.
- 3) Διπλή τάξη μετοχών με διαφορετικά δικαιώματα ψήφων.
- 4) Δικαίωμα ψήφου μετόχων με γραπτή εξουσιοδότηση.
- 5) Δικαίωμα σύγκλησης από τους μετόχους έκτακτων συνελεύσεων.
- 6) Διαβαθμισμένο Διοικητικό Συμβούλιο, δηλαδή ένα συμβούλιο που θα αποτελείται από διάφορες τάξεις μελών, όσον αφορά τη διάρκεια της θητείας τους. Υπάρχουν τρεις τάξεις μελών.
- 7) Μηχανισμός poison pill ή blank check.
- 8) Μέθοδος συσσωρευτικής ψηφοφορίας. Ενισχύει την ικανότητα των μικρομετόχων να εκλέξουν ένα μέλος στο Διοικητικό Συμβούλιο.

Γίνεται χρήση παλινδρομήσεων και ο δείκτης μπορεί να πάρει τιμές από το 0 έως το 8. Οι τιμές κοντά στο 0 συνεπάγονται κάκιστη Εταιρική Διακυβέρνηση, ενώ τιμές κοντά στο 8 συνεπάγονται την καλύτερη Εταιρική Διακυβέρνηση. Η αξιολόγηση της αξίας της εταιρίας γίνεται με το δείκτη Tobin's, ενώ η μέτρηση για την εξωτερική χρηματοδότηση γίνεται με το δείκτη Demirguc- Kunt και Maksimovic. Επίσης, χρησιμοποιείται και μια μεταβλητή η οποία λαμβάνει δύο τιμές, το μηδέν και το ένα. Την τιμή 1 την λαμβάνει όταν μια επιχείρηση υπόκειται σε ρυθμίσεις των Η.Π.Α., ενώ την τιμή 0 όταν δεν συμβαίνει κάτι τέτοιο. Οι επιχειρήσεις ταξινομούνται σε 24 ομάδες, σύμφωνα με την MSCI ταξινόμηση, ανάλογα με το κλάδο που ανήκουν. Επίσης, κατασκευάζεται ένα μέτρο, που αντικατοπτρίζει τον

πρότυπο μέσο όρο της κάθε χώρας που πηγάζει από τη νομοθεσία της και την εταιρική συμπεριφορά της. Αυτός ο μέσος όρος δείχνει τους υποχρεωτικούς μηχανισμούς Εταιρικής Διακυβέρνησης, έτσι όπως ορίζονται κάθε φορά από τη νομοθεσία. Οι επιχειρήσεις, με αυτό τον τρόπο, είναι σε θέση να ορίσουν τον βαθμό που υιοθετούν τους μηχανισμούς της διακυβέρνησης και να δουν κατά πόσο βρίσκονται πάνω ή κάτω αντίστοιχα από τον πρότυπο μέσο όρο της χώρας που εδρεύουν.

Οι μηχανισμοί της Εταιρικής Διακυβέρνησης σε εταιρικό και εθνικό επίπεδο διαχωρίζονται από τη σύγκριση της τιμής του δείκτη Εταιρικής Διακυβέρνησης της κάθε επιχείρησης με αυτή του πρότυπου μέσου όρου της χώρας. Αν μια επιχείρηση θελήσει να ξεπεράσει την τιμή του πρότυπου μέσου όρου της χώρας που εδρεύει, τότε δεν έχει παρά να υιοθετήσει περισσότερους μηχανισμούς Εταιρικής Διακυβέρνησης, εκτός από αυτούς που επιβάλλονται από τη νομοθεσία.

Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι τα σκορ του πρότυπου μέσου όρου διαφέρουν από χώρα σε χώρα, και αυτό είναι λογικό καθώς έχει αναφερθεί ότι οι χώρες είναι διαφορετικές μεταξύ τους. Παρατηρούνται διακυμάνσεις στους μηχανισμούς Εταιρικής Διακυβέρνησης που εφαρμόζει η κάθε επιχείρηση της κάθε χώρας. Πιο συγκεκριμένα, Η Σουηδία και η Γαλλία εφαρμόζουν το μηχανισμό διακυβέρνηση «Διοικητικά Συμβούλια δύο επιπέδων». Οι περισσότερες χώρες υιοθετούν τους μηχανισμούς που αφορούν την υπερπλειοψηφία για εκτέλεση συγχωνεύσεων και την υπερπλειοψηφία για την αλλαγή καταστατικού/εσωτερικοί κανονισμοί. Εξαιρέση από την υιοθέτηση αυτών των μηχανισμών είναι οι Η.Π.Α., η Σιγκαπούρη και το Ισραήλ. Γενικότερα, επιχειρήσεις που εφαρμόζουν μηχανισμούς Εταιρικής Διακυβέρνησης και οι οποίοι βρίσκονται πάνω από το πρότυπο μέσο όρο της χώρας όπου ανήκουν, τότε παρουσιάζουν μία θετική επίδραση στην αξιολόγηση των αυτών των επιχειρήσεων. Τελικά, πολλές επιχειρήσεις επιλέγουν να εφαρμόσουν μηχανισμούς Εταιρικής Διακυβέρνησης προκειμένου να βελτιώσουν την κατάταξη τους ώστε να είναι πάνω από τον πρότυπο μέσο όρο της χώρας, άσχετα με το κόστος εφαρμογής τους.

4.2.11 Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματοοικονομική Επίδοση στις Αραβικές Χρηματαγορές: Η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας μετράει;

Οι Omran, Bolbol και Fatheldin (2008) στο άρθρο τους «Corporate Governance and Firm Performance in Arab Equity Markets: Does Ownership Concentration matter?» μελετούν τους καθοριστικούς παράγοντες της συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας και τι επιπτώσεις έχει αυτοί στην Εταιρική Διακυβέρνηση, στην εταιρική επίδοση και στη κερδοφορία μιας επιχείρησης. Οι La Porta, Lopez-de-Silanes και Shleifer και Vishny (1997, 1998, 1999, 2000) ασχολήθηκαν με την συγκέντρωση της ιδιοκτησίας και τις επιπτώσεις που έχει στην Εταιρική Διακυβέρνηση μιας εταιρίας. Το αποτέλεσμα είναι ότι η νομοθεσία δεν προσφέρει την απαραίτητη προστασία στους επενδυτές και στους ιδιοκτήτες μιας επιχείρησης, οπότε αυτοί με τη σειρά τους αναγκάζονται να έχουν στη κατοχή τους το μεγαλύτερο μέρος των μετοχών προκειμένου να εξασφαλίζουν και να προστατεύουν τα δικαιώματά τους. Η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας φαίνεται να μην έχει καμία επίδραση στην χρηματοοικονομική επίδοση της εταιρίας. Συνεπώς, η Εταιρική Διακυβέρνηση ή η μη ύπαρξή της δεν έχει κανένα αντίκτυπο στην χρηματοοικονομική επίδοση. Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε στην έρευνα είναι πάνω από 300 αραβικές επιχειρήσεις στις οποίες βρέθηκε ότι η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας δεν έχει σχέση με τη νομική προστασία.

Τα αποτελέσματα της έρευνας είναι τα εξής:

- 1) Η συγκέντρωση της εξουσίας στις Αραβικές επιχειρήσεις σχετίζεται αρνητικά με την νομική προστασία. Επιπλέον, μικρή συσχέτιση παρατηρείται μεταξύ της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας και με τις ενεργές χρηματαγορές και τους περιορισμούς στην οικονομική δραστηριότητα.
- 2) Η κερδοφορία των επιχειρήσεων και τα μέτρα επίδοσης δεν επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τη συγκέντρωση της ιδιοκτησίας.
- 3) Ο διαχωρισμός των ρόλων του Διευθύνοντος Συμβούλου και του Προέδρου δεν επηρεάζεται από τη συγκέντρωση της ιδιοκτησίας.

- 4) Μεγάλες επιχειρήσεις και επιχειρήσεις οι οποίες λειτουργούν σε μία όχι και τόσο ανοιχτή οικονομία έχουν μεγαλύτερο κέρδος και καλύτερη διακυβέρνηση από άλλες εταιρίες που λειτουργούν κάτω από διαφορετικές συνθήκες. Αυτό μπορεί να συμβαίνει λόγω κάποιων πλεονεκτημάτων που προκύπτουν από την δύναμη του μονοπωλίου.
- 5) Η συγκέντρωση ιδιοκτησίας είναι μια ενδογενής αντίδραση στην αδύναμη νομική προστασία των επενδυτών και δεν έχει σημαντική επίδραση στην εταιρική απόδοση.

4.2.12 Εταιρική Διακυβέρνηση και Επίδοση Επιχείρησης

Οι Bhagat, S., και Bolton, B., (2008) στο άρθρο τους «Corporate Governance and Firm Performance» εξετάζουν τον τρόπο μέτρησης της Εταιρικής Διακυβέρνησης και τη σχέση μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και χρηματοοικονομικής επίδοσης. Στην έρευνα διατυπώνεται ένα σύστημα εξισώσεων που καθορίζει τη σχέση μεταξύ των δύο εννοιών που έχουν αναφερθεί και επιπλέον της εταιρικής επίδοσης, της δομής της ιδιοκτησίας και της δομής του κεφαλαίου. Η μέτρηση της εταιρικής επίδοσης επηρεάζεται από τις προσδοκίες του επενδυτή και βασίζεται κυρίως στη χρηματαγορά, επιπλέον σχετίζεται και με την Εταιρική Διακυβέρνηση και αν επιδιώκεται και η επίδραση της πάνω στην εταιρική επίδοση τότε δεν θα πρέπει να ληφθούν υπόψη οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις των μετοχών, γιατί απλά δεν θα σχετίζονται ιδιαίτερα. Ουσιαστικά, οι προσπάθειες για καλύτερη Εταιρική Διακυβέρνηση θα πρέπει να εστιαστούν στην κυριότητα των μετοχών από τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου γιατί συσχετίζεται θετικά με τη λειτουργική επίδοση της εταιρίας. Θετικά, επίσης, σχετίζεται και η κατοχή μετόχων από τους μάνατζερ μιας επιχείρησης με απώτερο σκοπό τη δημιουργία κινήτρου από πλευράς τους προκειμένου να διασφαλίσουν και να ενεργήσουν σύμφωνα με το συμφέρον των μετόχων. Με αυτό το θέμα ασχολήθηκαν οι Grossman και Hart (1983). Από την άλλη μεριά, η ανεξαρτησία του συμβουλίου συσχετίζεται αρνητικά με τη μελλοντική λειτουργική επίδοση. Εάν επιχειρείται η βελτίωση της επίδοσης μέσω της ανεξαρτησίας του Διοικητικού Συμβουλίου, μπορεί να επιτευχθούν τα αντίθετα

αποτελέσματα. Όμως η ανεξαρτησία του Διοικητικού Συμβουλίου μπορεί να δώσει καρπούς όταν επιχειρείτε η πειθαρχία στη Διοίκηση μιας επιχείρησης η οποία έχει χαμηλή επίδοση.

Τα αποτελέσματα της έρευνας συνοψίζονται ως εξής:

- 1) Βελτίωση κατά 1% στην Εταιρική Διακυβέρνηση έχει ως αποτέλεσμα τη μεταβολή στη λειτουργική επίδοση κατά 0,854%.
- 2) Βελτίωση κατά 1% στην Εταιρική Διακυβέρνηση έχει ως αποτέλεσμα τη μεταβολή κατά 0,763% στην επίδοση του επόμενου χρόνου.
- 3) Βελτίωση κατά 1% στην Εταιρική Διακυβέρνηση έχει ως αποτέλεσμα τη μεταβολή κατά 0,287% στην επίδοση για τα επόμενα δύο χρόνια.
- 4) Η ανεξαρτησία του Διοικητικού Συμβουλίου είναι αρνητικά συσχετιζόμενη με την τρέχουσα λειτουργική επίδοση.
- 5) Τα μέτρα της Εταιρικής Διακυβέρνησης δεν σχετίζονται με την μελλοντική επίδοση της χρηματαγοράς.
- 6) Θετική συσχέτιση με τη τρέχουσα και τη μελλοντική λειτουργικά επίδοση έχουν η κατοχή μετοχών από το Διοικητικό Συμβούλιο, ο διαχωρισμός των ρόλων του Προέδρου και του Διευθύνοντος Συμβούλου (CEO) και η καλύτερη Εταιρική Διακυβέρνηση (Hermalin και Weisbach, 2007).
- 7) Η ανεξαρτησία του Διοικητικού Συμβουλίου και η κατοχή μετοχών από τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου σχετίζεται θετικά με τη πιθανότητα πειθαρχημένου όγκου συναλλαγών, όταν υπάρχει χαμηλή εταιρική επίδοση.
- 8) Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου με την κατάλληλη κυριότητα μετοχών θα μπορούν να παρέχουν αποτελεσματική παρακολούθηση και έλεγχο των διαδικασιών της επιχείρησης καθώς και να μετέχουν ενεργά στη λήψη των εταιρικών αποφάσεων (Bhagat, Carey και Elson, 1999).
- 9) Τα εταιρικά συμβούλια θα παίρνουν αποφάσεις για την πολιτική των αμοιβών που θα ακολουθεί μια επιχείρηση, για τη διακυβέρνηση που θα διέπει το συμβούλιο και για την επενδυτική πολιτική.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ

**ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΔΟΣΗ:**

**ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΣΤΗΝ
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ**

5.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Η Εταιρική Διακυβέρνηση και πιο συγκεκριμένα η «καλή» και αποτελεσματική διακυβέρνηση έχει θετικά αποτελέσματα στην επιχείρηση. Το πιο βασικό είναι η εξασφάλιση της διαφάνειας και της σωστής λειτουργίας της επιχείρησης. Η προστασία των δικαιωμάτων των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Η εξομάλυνση των σχέσεων μεταξύ μανάτζερ και συμβουλίου είναι ένα ακόμη από τα πολλά πλεονεκτήματα της «καλής» Εταιρικής Διακυβέρνησης. Όλα αυτά συμβάλλουν, με τη σειρά τους, στην καλύτερη χρηματοοικονομική επίδοση της επιχείρησης και στην προσέκλυση των εξωτερικών επενδυτών. Γίνεται κατανοητό δηλαδή, ότι οι επιχειρήσεις στρέφονται προς την κεφαλαιαγορά και προσφέρουν μετοχικούς τίτλους για να τους αγοράσουν οι επενδυτές. Αυτό έχει αντίκτυπο στην επιχείρηση την ύπαρξη της πολυμετοχικής ιδιοκτησίας, που σημαίνει το διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και Διοίκησης. Κάτι που δεν συμβαίνει στην Ελλάδα. Η ανάλυση αυτού του θέματος θα γίνει παρακάτω.

Στόχος όλων των επιχειρήσεων θα πρέπει να είναι η βελτίωση της Εταιρικής Διακυβέρνησης γιατί με αυτό τον τρόπο βελτιώνεται η ανταγωνιστική θέση της εταιρίας σε σχέση με τις υπόλοιπες, αυξάνεται ο πλούτος των μετόχων της και επιτυγχάνεται καλύτερη κατανομή των πόρων της επιχείρησης με απώτερο σκοπό την μεγιστοποίηση της χρηματοοικονομικής επίδοσής της.

Στην Ελλάδα, η διεθνής εμπειρία στον τομέα της Εταιρικής Διακυβέρνησης παρουσιάστηκε στις εταιρίες ως ένα παράδειγμα προς μίμηση, από το οποίο προέκυπτε η ανάγκη υιοθέτησης σχετικών κανόνων. Δεν είχε όμως προηγηθεί η επιμόρφωση των φορέων ενάσκησης επιχειρηματικής δραστηριότητας, ώστε αυτοί να αντιληφθούν τις ευεργετικές συνέπειες της υιοθέτησης κανόνων ορθής Εταιρικής Διακυβέρνησης. Αυτή η έλλειψη της διεργασίας επιμόρφωσης οφείλεται και στη ραγδαία ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, η οποία εντάχθηκε, σε μικρό χρονικό διάστημα, σε ένα οικονομικό περιβάλλον προηγμένων αγορών και, για αυτό το λόγο, έπρεπε να προσαρμοστεί με τις αρχές οργάνωσης τους, άμεσα. Η αμεσότητα του διαθέσιμου για την προσαρμογή στις νέες συνθήκες χρόνου δεν επέτρεπε τη διεργασία της επιμόρφωσης των επιχειρηματικών φορέων (Μούζουλας, 2003).

Η αρνητική στάση των ελληνικών επιχειρήσεων απέναντι στην εφαρμογή της Εταιρικής Διακυβέρνηση, δεν παρατηρήθηκε σε μεγάλο βαθμό από άλλες χώρες. Όσον αφορά την Ελλάδα, είχαν διατυπωθεί κάποιες επιφυλάξεις που αφορούσαν για το αν υπάρχει σκοπιμότητα στη εφαρμογή κανόνων και αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης. Μια άλλη διαφορά που παρατηρείτε στην Ελλάδα σε σχέση με άλλες χώρες είναι ότι το θέμα διαχωρισμού της Διοίκησης και της ιδιοκτησίας και η σύγκρουση συμφερόντων τους δεν υφίσταται σε τόσο μεγάλο βαθμό όσο υφίσταται σε άλλες χώρες. Το φαινόμενο των οικογενειακών επιχειρήσεων παρατηρείτε σε μεγάλο βαθμό στην Ελλάδα, οπότε τα μέλη της οικογένειας τις περισσότερες φορές είναι τα εκτελεστικά μέλη της Διοίκησης και η ιδιοκτησία συγκεντρώνεται στα χέρια λίγων ατόμων. Αυτό εξηγεί και τη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των μεγαλομετόχων και των μικρομετόχων και όχι την ύπαρξη σύγκρουσης μεταξύ Διοίκησης και ιδιοκτησίας.

Στην ενότητα 5.2 θα παρουσιαστεί η εξέλιξη της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα, στην ενότητα 5.3 θα γίνει μία παρουσίαση του νόμου Ν.3016/2002 που αφορά τις επιχειρήσεις που έχουν μπει στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Στην ενότητα 5.4 θα παρουσιαστεί η κίνηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών να ενθαρρύνει όλο και περισσότερες επιχειρήσεις να εφαρμόσουν κανόνες ορθής Εταιρικής Διακυβέρνησης, στην 5.5 θα αναπτυχθεί το πλήρες και σύγχρονο μοντέλο της ΕΧΑΕ, στην ενότητα 5.6 γίνεται μια γενική παρουσίαση της σχέσης Εταιρικής Διακυβέρνησης και χρηματοοικονομικής επίδοσης στα πλαίσια της ελληνικής πραγματικότητας, στην 5.7 θα παρουσιαστεί η έρευνα της EIRIS που δείχνει και την κατάταξη της Ελλάδας, στην ενότητα 5.8 παρουσιάζεται η έρευνα της εταιρίας επιχειρήσεων ερευνών Cantor για το 2000 για τις 100 μεγαλύτερες ελληνικές επιχειρήσεις και μετά η έρευνα της Grand Thornton σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών για τα έτη 2005, 2006, 2007.

5.2 Εταιρική Διακυβέρνηση: Στάδια Εξέλιξης στην Ελλάδα

Το προκαταρκτικό στάδιο για την περαιτέρω πρόταση ειδικών μέτρων, που θα αφορούσε εταιρίες με εισηγμένες κινητές αξίες στο Χρηματιστήριο, αποτέλεσε μία μελέτη που διεξήχθη το Μάιο του 1998, όταν το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, σε

συνεργασία με την Α.Σ.Υ.Κ. Α.Ε., εκπόνησε μελέτη για τα συστήματα ελέγχου της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Η μελέτη αυτή αποτέλεσε ενημέρωση για τις εταιρίες σχετικά με θέματα που αφορούν τη διακυβέρνηση των ανωνύμων εταιριών. Αργότερα συστάθηκε μία επιτροπή, η οποία ήταν υπεύθυνη για την υποβολή προτάσεων, οι οποίες θα εφαρμόζονταν σε επιχειρήσεις όχι όμως υποχρεωτικά. Υπήρχε η δυνατότητα δοκιμαστικής εφαρμογής για ένα χρονικό διάστημα τριών με πέντε ετών. Μετά τη διέλευση αυτής της περιόδου η επιτροπή συνέταξε κάποιες προτάσεις, οι οποίες θα προέκυπταν από τα προβλήματα που θα εμφανίζονταν από την εφαρμογή των μέτρων που είχε προτείνει. Η μελέτη αυτή εξ' αρχής είχε καθορίσει κάποια βασικά πράγματα που αφορούν την Εταιρική Διακυβέρνηση και αυτά ήταν: μέτρα που αφορούσαν την οργάνωση του Διοικητικού Συμβουλίου, την καθιέρωση συστημάτων εσωτερικού και εξωτερικού ελέγχου από ειδική επιτροπή, τον καθορισμό αμοιβών των διοικητικών στελεχών, πληροφορίες για το οικονομικού περιεχομένου και για τις περιπτώσεις εξαγοράς ή συγχώνευσης ανώνυμης εταιρίας. Το Νοέμβριο του 1999, η επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, που είχε συσταθεί με πρωτοβουλία της επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, εξέδωσε αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης, με τη μορφή συστάσεων, κυρίως για τις εταιρίες που είχαν μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Η επιτροπή καθόριζε τις αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου, το οποίο είναι υπεύθυνο για τη θεσμοθέτηση των κατάλληλων κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης. Επιπλέον, θα αποτελούνταν και από ανεξάρτητα μέλη και όλα τα μέλη διαχωρίζονται σε «εκτελεστικά» και «μη εκτελεστικά». Ένα άλλο μέλημα της επιτροπής είναι η πρόταση για τα μέτρα προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων και ο καθορισμός των υποχρεώσεών τους (Μούζουλας, 2003). Το 2000 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εξέδωσε ειδικούς κανόνες, οι οποίοι ήλεγχαν την καταλληλότητα των διοικητικών στελεχών των εταιριών που ήταν κάτω από τον έλεγχο της επιτροπής. Το 2001 ο ΣΕΒ (Σύνδεσμος Ελληνικών Βιομηχανιών) και η Ένωση των Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Εταιριών εξέδωσαν στην έκδοση ενός κώδικα αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης, ο οποίος δεν είχε δεσμευτικό χαρακτήρα και απευθυνόταν στα μέλη της ένωσης. Τον Αύγουστο του ίδιου έτους το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών καθόρισε ορισμένα ποιοτικά χαρακτηριστικά που θα πρέπει να έχουν οι εισηγμένες σε αυτό εταιρίες. Τα χαρακτηριστικά αυτά αφορούσαν τη διαφάνεια και την επικοινωνία των εταιριών με τους επενδυτές μέσω ιστοσελίδας, την προστασία

και την ισότιμη μεταχείριση των μετόχων, τον έλεγχο της Διοίκησης, την διεξαγωγή πληροφοριών προς τους επενδυτές κ.α. Τέλος, το 2002 ψηφίζεται ο νόμος Ν. 3016/2002 που αφορούσε εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο. Ο τίτλος του νόμου είναι «Για την Εταιρική Διακυβέρνηση, Θέματα Μισθολογίου και άλλες Διατάξεις».

5.3 Νόμος 3016/2002

Οι διατάξεις του νόμου Ν. 3016/2002 εφαρμόζονται στις ανώνυμες εταιρίες που εισάγουν ή έχουν εισαγάγει μετοχές ή άλλες κινητές αξίες τους σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Οι διατάξεις του νόμου Ν. 2190/1920, εφαρμόζονται, εφόσον δεν είναι αντίθετες με τις διατάξεις του νόμου αυτού. Ο Ν. 2190/1920 δεν ήταν σε θέση να θεμελιώσει ένα αποτελεσματικό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης των ανωνύμων ελληνικών εταιριών. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα, η επιτροπή να θεσπίσει το Ν. 3016/2002. Τα μέτρα που ορίζει αυτός ο νόμος παρατίθενται παρακάτω.

Για το Διοικητικό Συμβούλιο ορίζει τις υποχρεώσεις και τα καθήκοντά του. Πρώτιστη υποχρέωση των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου (Δ.Σ.) είναι η διαρκής επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρίας και η προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και κάθε τρίτο πρόσωπο στο οποίο έχουν ανατεθεί από το Δ.Σ. αρμοδιότητες του απαγορεύεται να επιδιώκουν ίδια συμφέροντα που αντιβαίνουν τα συμφέροντα της εταιρίας. Επιπλέον, τα μέλη του Δ.Σ. και κάθε τρίτος οφείλουν έγκαιρα να αποκαλύπτουν στα υπόλοιπα μέρη του Δ.Σ. τα ίδια συμφέροντα τους, που ενδέχεται να ανακύψουν από συναλλαγές της εταιρίας που εμπίπτουν στα καθήκοντά τους, καθώς και σε άλλη σύγκρουση ιδίων συμφερόντων με αυτών της εταιρίας ή συνδεδεμένων με αυτήν επιχειρήσεων. Οι εποπτικές αρχές έχουν την υποχρέωση κάθε χρόνο να αναρτούν μία έκθεση στην οποία το Δ.Σ. συντάσσει και αναφέρει αναλυτικά όλες τις συναλλαγές της εταιρίας με τις συνδεδεμένες με αυτήν επιχειρήσεις. Το Διοικητικό Συμβούλιο αποτελείται από τα εκτελεστικά και τα μη εκτελεστικά μέλη. Εκτελεστικά μέλη θεωρούνται αυτά που ασχολούνται με τα καθημερινά θέματα διοίκησης της εταιρίας, ενώ μη εκτελεστικά μέλη θεωρούνται

αυτά που είναι επιφορτισμένα με την προαγωγή όλων των εταιρικών ζητημάτων. Ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου δεν πρέπει να είναι μικρότερος του 1/3 του συνολικού αριθμού μελών. Μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να υπάρχουν δύο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη. Η ύπαρξη ανεξάρτητων μελών δεν είναι υποχρεωτική, όταν στο Διοικητικό Συμβούλιο ορίζονται ρητά και συμμετέχουν ως μέλη εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων. Επίσης το Δ.Σ. είναι επιφορτισμένο με θέματα τα οποία αφορούν τη μισθοδοσία των διευθυντικών στελεχών της εταιρίας, των εσωτερικών ελεγκτών της και γενικότερα για το ποια θα είναι η πολιτική αμοιβών.

Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου πρέπει κατά τη διάρκεια της θητείας τους να μην κατέχουν μετοχές σε ποσοστό μεγαλύτερο του 0,05% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας και να μην έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρία ή με συνδεδεμένα με αυτή πρόσωπα. Η σχέση εξάρτησης υπάρχει όταν ένα μέλος του Δ.Σ. διατηρεί επιχειρηματική ή άλλη επαγγελματική σχέση με την εταιρία ή μη συνδεδεμένη με αυτή επιχείρηση. Ένα μέλος αν είναι ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου ή διευθυντικό στέλεχος της εταιρίας ή είναι εκτελεστικό μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου σε συνδεδεμένη με την εταιρία επιχείρηση. Επίσης, αν ένα μέλος του Δ.Σ. έχει συγγένεια μέχρι δευτέρου βαθμού ή είναι σύζυγος εκτελεστικού μέλους του Διοικητικού Συμβουλίου ή διευθυντικού στελέχους ή μετόχου που συγκεντρώνει την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας.

Μια εταιρία για να μπορέσει να εισάγει μετοχές ή άλλες κινητές αξίες της σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, κατά την υποβολή της αίτησης περί εισαγωγής πρέπει να διαθέτει Εσωτερικό κανονισμό Λειτουργίας. Ο Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας καταρτίζεται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρίας.

Η οργάνωση και η λειτουργία του εσωτερικού ελέγχου αποτελεί προϋπόθεση για την εισαγωγή των μετοχών ή άλλων κινητών αξιών σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Η διενέργεια εσωτερικού ελέγχου πραγματοποιείται από ειδική υπηρεσία της εταιρίας. Οι εσωτερικοί ελεγκτές κατά την άσκηση των καθηκόντων τους είναι ανεξάρτητοι, δεν υπάγονται ιεραρχικά σε καμία άλλη υπηρεσιακή μονάδα της εταιρίας και εποπτεύονται από ένα έως τρία μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου. Επιπλέον, είναι πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης και ορίζονται από το Δ.Σ. της εταιρίας. Κατά την άσκηση των

καθηκόντων τους, οι εσωτερικοί ελεγκτές δικαιούνται να λάβουν γνώση οποιουδήποτε βιβλίου, εγγράφου, αρχείου κ.α. και να έχουν πρόσβαση σε οποιαδήποτε υπηρεσία της εταιρίας.

Οι αρμοδιότητες των εσωτερικών ελεγκτών είναι να παρακολουθούν την εφαρμογή και τη συνεχή τήρηση του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας και του καταστατικού της εταιρίας. Να αναφέρουν στο Δ.Σ. της εταιρίας περιπτώσεις σύγκρουσης των ιδιωτικών συμφερόντων των μελών του Δ.Σ. ή των διευθυντικών στελεχών της εταιρίας με τα συμφέροντα της εταιρίας. Τέλος, οι εσωτερικοί ελεγκτές παρέχουν οποιαδήποτε πληροφορία ζητηθεί εγγράφως από τις Εποπτικές Αρχές, αφού πρώτα έχει προηγηθεί έγκριση του Διοικητικού Συμβουλίου (Σκαλίδης, Βελέντζας και Σκαλίδη, 2004).

Ο νόμος Ν. 3016/2002, ουσιαστικά, επέβαλλε πρόσθετες υποχρεώσεις στις εταιρίες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Ο νόμος ψηφίστηκε από τη Βουλή των Ελλήνων. Υπήρξαν ποικίλα σχόλια και αντιδράσεις, γιατί επικρατούσε η ιδέα να ακολουθηθεί η διαδικασία της αυτορρύθμισης. Η ελληνική, όμως, νομοθεσία δεν φημίζεται για την ευκολία της, όσον αφορά την θέσπιση κανόνων. Τέλος, ο νόμος αυτός ουσιαστικά δημιούργησε παραπάνω προβλήματα, κυρίως ερμηνευτικά, και το ισχύον νομικό πλαίσιο δεν θεωρείται επαρκές για την ελληνική Εταιρική Διακυβέρνηση.

5.4 Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Ο Μούζουλας (2003) στο βιβλίο του αναφέρει ότι το 2003 το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ακολούθησε μία μεθοδολογία μέσω της οποίας ήθελε να ενθαρρύνει τις εισηγμένες επιχειρήσεις να υιοθετήσουν κανόνες ορθής Εταιρικής Διακυβέρνησης. Η μεθοδολογία στηριζόταν σε κάποια ποιοτικά χαρακτηριστικά εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο, τα οποία αργότερα θα έμπαιναν σε ένα κατάλογο με βάση το βαθμό εφαρμογής τους από τις επιχειρήσεις. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να δημιουργηθεί ένας κατάλογος «ποιοτικών» εταιριών.

Η διαδικασία έγινε με ερωτηματολόγιο, το οποίο στάλθηκε από το Χρηματιστήριο και είχε συνταχθεί από τις αρμόδιες υπηρεσίες του Χρηματιστηρίου.

Το ερωτηματολόγιο θα βοηθούσε το Χρηματιστήριο να ανακαλύψει το βαθμό εφαρμογής των ποιοτικών χαρακτηριστικών. Όλη αυτή η διαδικασία δεν έχει τον εξαναγκαστικό χαρακτήρα των νομοθετικών ρυθμίσεων, όπως συνέβη με το νόμο Ν. 3016/2002. Είναι μεταξύ αυτορρύθμισης και κανονιστικής παρέμβασης. Όπως και ο νόμος Ν. 3016/2002 δέχτηκε αμφισβήτηση, έτσι αυτή η μεθοδολογία τέθηκε υπό αμφισβήτηση, καθώς θεωρήθηκε ασυνεπής. Ο χαρακτηρισμός αυτός προέκυψε επειδή υπήρχε ο φόβος της αξιολόγησης μιας επιχείρησης ως «ποιοτική» και μπορούσε εκ των υστέρων αυτή η αξιολόγηση να ερχόταν σε αντίθεση με την αξιολόγηση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και σε αυτή τη περίπτωση επιβάλλονταν κυρώσεις.

Στην Ελλάδα η Εταιρική Διακυβέρνηση εκλήφθηκε ως ένα μέτρο βελτίωσης του τρόπου λειτουργίας των επιχειρήσεων και ειδικότερα των εισηγμένων εταιριών. Αυτή η πρωτοβουλία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και άλλων εποπτικών αρχών δεν έλαβε παρόλο αυτά θετικές αντιδράσεις, περισσότερο αμφισβήτηση δέχτηκε. Οι επιχειρηματίες δεν επιθυμούσαν τη εφαρμογή αυτών των κανόνων γιατί περιορίζονταν οι σε σημαντικό βαθμό οι εξουσίες τους και καθιερωνόταν η διαφάνεια της δραστηριότητα στους μέσα στην εταιρία. Η στάση αυτή προέκυψε αν αναλογιστεί κανείς ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις στην Ελλάδα είναι οικογενειακές και επικρατεί η συγκέντρωση της εξουσίας σε μία συμπαγή πλειοψηφία, η οποία θεωρεί ότι διαχειρίζεται την εταιρία με σωστό και αποτελεσματικό τρόπο και δεν χρειάζεται εξωτερικές παρεμβάσεις.

5.5 Εταιρική Διακυβέρνηση: Πλήρες και Σύγχρονο Μοντέλο από την EXAE

Η EXAE, σε ευθυγράμμιση με τους διεθνείς κώδικες και τις βέλτιστες πρακτικές, έχει θεσπίσει ένα πλήρες και σύγχρονο μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης το οποίο περιλαμβάνει:

- Σεβασμό και προστασία των δικαιωμάτων και συμφερόντων όλων των μετόχων.

- Διασφάλιση κατάλληλης σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου που να πληροί τα κριτήρια ανεξαρτησίας και σαφούς διαχωρισμού αρμοδιοτήτων από τα όργανα διοίκησης.
- Δημιουργία οργάνων διοίκησης με σαφείς ρόλους, που εξισορροπούν τα προσόντα και την εμπειρία των στελεχών με τις απαιτήσεις, τη φύση και το εύρος των εταιρικών δραστηριοτήτων.
- Καθορισμό συστημάτων ανταμοιβών, αξιολόγησης και ανάπτυξης, τέτοιων ώστε να προσελκύουν και να διατηρούν στελέχη με ικανότητες να επιτυγχάνουν την απόδοση που απαιτείται από τους μετόχους.
- Υποστήριξη της διαφάνειας, ακεραιότητας και υπευθυνότητας στις διαδικασίες λήψης αποφάσεων.
- Ανάπτυξη συγκεκριμένων εταιρικών διαδικασιών που απεικονίζουν τον τρόπο καθημερινής εργασίας και διασφάλιση ενός αποτελεσματικού συστήματος εσωτερικού ελέγχου που να λειτουργεί σύμφωνα με τις σύγχρονες θεωρίες διαχείρισης κινδύνων.
- Ικανοποίηση των αναγκών για ορθή, έγκαιρη και επαρκή παροχή πληροφοριών στην επενδυτική κοινότητα και το ευρύτερο κοινωνικό σύνολο σχετικά με την πορεία της επιχείρησης.
- Ευαισθητοποίηση σε θέματα κοινωνικής ευθύνης.

Ειδικότερα, η υπεύθυνη Εταιρική Διακυβέρνηση περιλαμβάνει και την ευαισθητοποίηση όλων των υπαλλήλων της Εταιρείας αλλά και του ομίλου στη σωστή διαχείριση των εμπιστευτικών πληροφοριών που περιέρχονται στην κατοχή τους και στην απαγόρευση χρήσης τους για την αποκόμιση ίδιου οφέλους. Μέσα από συγκεκριμένες διαδικασίες και πρακτικές, καλούνται όλοι, να διατηρούν υψηλό επίπεδο επαγγελματικής δεοντολογίας κατά την εκτέλεση των καθηκόντων τους αλλά και στις σχέσεις τους με τις δημόσιες αρχές και το κοινό εν γένει.

Τέλος, η Εταιρεία προωθεί τη συνεργασία με τους πελάτες της και όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά, αναπτύσσοντας νέα προϊόντα και υπηρεσίες που ανταποκρίνονται στις απαιτήσεις των πελατών της και συζητώντας σε βάθος όλες τις σημαντικές αποφάσεις ή τυχόν τροποποιήσεις των κανονισμών της. Με την εγκαθίδρυση του παραπάνω πλαισίου αρχών εταιρικής διακυβέρνησης, η Εταιρεία θεωρεί ότι είναι κατάλληλα εξοπλισμένη ώστε να ανταγωνιστεί διεθνώς, να

διατηρήσει και να προωθήσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών τόσο εντός όσο και εκτός των συνόρων της χώρας. Παράλληλα, το ίδιο σημαντική θεωρεί την επαγρύπνηση για τη διαρκή ανασκόπηση όλων των παραπάνω πρακτικών έτσι ώστε να επιβεβαιώνεται ότι συνεχίζουν να ανταποκρίνονται στις τοπικές και διεθνείς εξελίξεις (Καπράλος, Σ. - Πρόεδρος του Χρηματιστηρίου Αθηνών, Μέτοχος, 2007).

5.6 Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματοοικονομική Επίδοση στην Ελλάδα

Η πρόσφατη αναβάθμιση της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς από αναδυόμενη σε ώριμη, προσέδωσε μία νότα αισιοδοξίας στο ταλαιπωρημένο ελληνικό Χρηματιστήριο, επανέφερε όμως στο επίκεντρο της συζήτησης τον τρόπο με τον οποίο οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές αξιολογούν τις ελληνικές επιχειρήσεις. Δυστυχώς μέχρις στιγμής πολύς λόγος έχει γίνει για την ποσοτική διάσταση της αναβάθμισης, δηλαδή την ποσοστιαία συμμετοχή των κορυφαίων Ελληνικών επιχειρήσεων στον δείκτη της Morgan Stanley, αλλά ελάχιστα έχουν ειπωθεί για ποιοτικά θέματα, στα οποία οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα. Ένα από αυτά τα θέματα, το οποίο βρίσκεται ακόμα χαμηλά στην ιεραρχία των ζητημάτων που μας απασχολούν την μετα- αναδυόμενη εποχή, είναι και αυτό της εταιρικής διακυβέρνησης (corporate governance) των ελληνικών επιχειρήσεων.

Με απλά λόγια ο όρος εταιρική διακυβέρνηση αναφέρεται στο πλαίσιο που καθορίζει τις σχέσεις μεταξύ των τριών πυλώνων της σύγχρονης επιχείρησης, δηλαδή των μετόχων, των διευθυντικών στελεχών (management), και του διοικητικού συμβουλίου. Η ρύθμιση των δικαιωμάτων αλλά και των υποχρεώσεων των τριών αυτών πλευρών αποτελεί αντικείμενο συστηματικού προβληματισμού σε όλες τις αναπτυγμένες οικονομίες. Και ενώ διαφορετικές χώρες έχουν υιοθετήσει διαφορετικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, είναι βέβαιο πως η έλλειψη ενός συγκροτημένου και εφαρμόσιμου πλαισίου που να ρυθμίζει την εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί ασυγχώρητη παράλειψη του νομοθέτη.

Στην Ελλάδα η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης δυστυχώς δεν είναι ευρέως διαδεδομένη. Σε αυτό συνέτεινε το γεγονός ότι για την μέση ελληνική

επιχείρηση οι μέτοχοι, το management, και το διοικητικό συμβούλιο είναι ένα και το αυτό, με συνέπεια η ρύθμιση των σχέσεων μεταξύ των τριών πλευρών να καθίσταται προβληματική. Η ωρίμανση της κεφαλαιαγοράς τα τελευταία χρόνια οδήγησε στην μεγαλύτερη ευαισθητοποίηση του νομοθέτη αλλά και της αγοράς γύρω από τα ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης, όμως ο προβληματισμός αυτός έχει οδηγήσει μόνο στην εκπόνηση κάποιων σωστών συστάσεων από την αρμόδια υποεπιτροπή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, καθώς και στη λήψη λίγων αποσπασματικών μέτρων, που σε καμία περίπτωση δεν αντιμετωπίζουν το θέμα συνολικά.

Για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεις, η υιοθέτηση αυστηρών κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης είναι περίπου μονόδρομος, όχι διότι αυτό απαιτείται από το υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο, αλλά επειδή αργά ή γρήγορα η ίδια η αγορά θα ανταμείψει εκείνες τις εταιρείες, που θα ρυθμίζουν με το βέλτιστο τρόπο τις σχέσεις μεταξύ μετόχων, management, και διοικητικού συμβουλίου. Πρακτικές όπως η ανάδειξη του διοικητικού συμβουλίου σε κύριο πόλο λήψης αποφάσεων που αφορούν τη στρατηγική της επιχείρησης και ο διορισμός ανεξάρτητων, μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο θα αποτελούν ολοένα και πιο πολύ αντικείμενο διαφοροποίησης μεταξύ των εισηγμένων επιχειρήσεων. Πρόσφατη έρευνα της εταιρίας McKinsey κατέδειξε ότι οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν ένα premium, που ξεπερνά το 20%, για εταιρείες με σωστές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης.

Η βελτίωση των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης αφορά όμως εξ' ίσου και τις μη εισηγμένες εταιρείες. Η συμμετοχή εταιρειών venture capital στο μετοχικό κεφάλαιο μη εισηγμένων επιχειρήσεων είναι συνήθως το πρώτο βήμα προκειμένου οι εταιρείες αυτές να εξοικειωθούν με τις σύγχρονες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης και να προετοιμασθούν για τις υποχρεώσεις τους όταν θα διαβούν το κατώφλι της κεφαλαιαγοράς (Μητσοτάκης, Κ., Το Βήμα, 2001).

Οι έρευνες για την Εταιρική Διακυβέρνηση περιορίζονται στο βαθμό στον οποίο οι ελληνικές επιχειρήσεις εφαρμόζουν ή όχι τις αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Δεν γίνεται καμία αναφορά στο ερώτημα της παρούσας εργασίας, δηλαδή για το αν υπάρχει σχέση ή όχι μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και χρηματοοικονομικής επίδοσης.

5.7 Εταιρική Διακυβέρνηση: EIRIS (Corporate Governance Ranking 2005)

Ο Οργανισμός EIRIS το 2005 πραγματοποίησε μία έρευνα σχετικά με το επίπεδο εφαρμογής της Εταιρικής Διακυβέρνησης σε παγκόσμια κλίμακα. Η Ελλάδα κατέλαβε την 23^η θέση στην παγκόσμια κατάταξη. Αυτή η θέση είναι σχετικά από τις τελευταίες, σε πιο πάνω θέσεις βρίσκονται η Πορτογαλία και η Ισπανία, με την πρώτη να έχει την 16^η και τη δεύτερη την 21^η θέση αντίστοιχα.

Η αξιολόγηση έγινε με βάση 6 δείκτες:

- 1) Διαχωρισμός του ρόλου του Διευθύνοντος Συμβούλου και του προέδρου
- 2) Η Επιτροπή Λογιστικού Ελέγχου στην πλειοψηφία της να είναι ανεξάρτητη.
- 3) Ποιότητα του Κώδικα Δεοντολογίας
- 4) Το Διοικητικό Συμβούλιο να είναι ανεξάρτητο πάνω από το 1/3 του συνόλου των μελών του.
- 5) Να υπάρχει διαφάνεια στην Επιτροπή Καθορισμού Αμοιβών.
- 6) Τα συστήματα που είναι υπεύθυνα για την εφαρμογή του Κώδικα Δεοντολογίας να χαρακτηρίζονται από ποιότητα.

5.8 Εταιρική Διακυβέρνηση και χρηματοοικονομική επίδοση: έρευνα στα πλαίσια της ελληνικής πραγματικότητας

5.8.1 Έρευνα της εταιρίας συμβούλων επιχειρήσεων Cantor

Το 2000, η εταιρία συμβούλων επιχειρήσεων Cantor μελέτησε τις 100 μεγαλύτερες επιχειρήσεις στην Ελλάδα, με βάση το ενεργητικό τους και ανά πενταετία για το χρονικό διάστημα 1945 με 2000, καθώς και τις αλλαγές στον τρόπο διακυβέρνησης τους. Αντικείμενο της μελέτης με τίτλο «Εταιρική Διακυβέρνηση για Εταιρική Επιβίωση», ήταν η σχέση της Εταιρικής Διακυβέρνησης με τη βιωσιμότητα και την οικονομική απόδοση μιας επιχείρησης, δηλαδή ποιες επιχειρήσεις επιβίωσαν στο χρόνο και πόσο βοήθησε σε αυτό η διακυβέρνηση που ακολούθησαν. Βασικό συμπέρασμα είναι ότι πράγματι η καλή Εταιρική Διακυβέρνηση και η εταιρική επιβίωση συνδέονται στενά, ενώ η πιθανότητα επιβίωσης αυξάνεται όταν η επιχείρηση βελτιώνει και ισχυροποιεί την εταιρική της διακυβέρνηση. Για τους σκοπούς της ανάλυσης η μελέτη της Cantor για την Ελλάδα κατέταξε τις επιχειρήσεις σε 4 ομάδες, ανάλογα με το ιδιοκτησιακό καθεστώς, οικογενειακές, κρατικές,

εισηγμένες και θυγατρικές πολυεθνικών (εισηγμένες και μη). Κρίθηκε ότι αυτή η κατηγοριοποίηση αντανακλά καλύτερα και το διαφορετικό επίπεδο και είδος της Εταιρικής Διακυβέρνησης, που εφαρμόζουν οι ελληνικές επιχειρήσεις.

Έτσι, κάθε πενταετία έπαιρναν υπόψη τις 100 μεγαλύτερες επιχειρήσεις στην Ελλάδα, με βάση το ενεργητικό τους, και εξέταζαν τα ποσοστά που κατείχε η κάθε ομάδα επιχειρήσεων. Πρώτο συμπέρασμα της μελέτης είναι ότι διαχρονικά υπάρχει αύξηση των εισηγμένων επιχειρήσεων και των θυγατρικών πολυεθνικών και μείωση των οικογενειακών στο Top 100.

Διαπιστώνεται σημαντική σταδιακή πτώση του αριθμού των οικογενειακών εταιριών, καθώς το 1945 σχεδόν κυριαρχούν στο Top 100, είναι περίπου 80, ενώ το 2000 περιορίζονται στις 15 από τις 100. Αντίθετα, σημαντική αύξηση εμφανίζουν οι εισηγμένες επιχειρήσεις, ενώ οι θυγατρικές πολυεθνικών και οι κρατικές παρουσιάζουν αυξομειώσεις μικρού εύρους που οδηγούν διαχρονικά σε αύξηση μικρού βαθμού.

Επίσης, εξέταζαν τις ομάδες των επιχειρήσεων που επιβίωναν και αναπτύσσονταν και τις ομάδες των επιχειρήσεων που δεν επιβίωναν στο χρόνο. Δεύτερο συμπέρασμα είναι ότι οι εισηγμένες επιχειρήσεις παρουσιάζουν στο σύνολό σχεδόν των ετών μεγάλη ανάπτυξη, ενώ οι οικογενειακές παρουσιάζουν μία έντονη μείωση. Αντίστοιχα, οι θυγατρικές πολυεθνικών εμφανίζουν στην πλειοψηφία των ετών μεγάλη ανάπτυξη. Οι κρατικές επιχειρήσεις έχουν ανάλογη συμπεριφορά, αν και περίπου στα μισά από τα εξαρτημένα έτη δεν παρουσιάζουν ούτε ανάπτυξη, ούτε μείωση, με αποτέλεσμα να μην σημειώνονται σημαντικές μεταβολές στο πλήθος.

Η μελέτη εξέτασε και το αν ορισμένοι κλάδοι παρουσιάζουν μεγαλύτερη προσαρμογή στις σύγχρονες αντιλήψεις Εταιρικής Διακυβέρνησης. Πράγματι, ο γενικότερος τομέας των υπηρεσιών περιλαμβάνει κατά κύριο λόγο εισηγμένες επιχειρήσεις. Αντίθετα, θυγατρικές πολυεθνικών αποτελούν κυρίως επιχειρήσεις του βιομηχανικού κλάδου, κυρίως εξαιτίας των μεγάλων επενδυτικών αναγκών τους. Οι κρατικές επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται στη συντριπτική τους πλειοψηφία ως εταιρίες κοινής ωφέλειας, ενώ κάδοι οι οποίοι μπορούν να χαρακτηρισθούν ως πιο «παραδοσιακοί» κυριαρχούνται από οικογενειακές επιχειρήσεις.

5.8.2 Εταιρική Διακυβέρνηση και χρηματοοικονομική επίδοση: Έρευνες της Grant Thornton σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών (2005-2006)

Οι έρευνες της εταιρίας Grant Thornton σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν το 2005 και το 2006, δημοσίευσαν χρήσιμα και συγκριτικά στοιχεία που απεικονίζουν τη συμμόρφωση των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων σύμφωνα με τους νόμους και τις αρχές της εταιρικής Διακυβέρνησης.

Η έρευνα διεξήχθη με την χρήση ερωτηματολογίου, το οποίο αποτελεί το μέσο για την ανάπτυξη του προβληματισμού για τον αποδοτικό μετασχηματισμό του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης. Το ερωτηματολόγιο είχε αποσταλεί στο σύνολο των εισηγμένων στο Χ. Α. εταιρειών προκειμένου να συμβάλλουν στην διαμόρφωση μίας αντικειμενικής και εμπειριστατωμένης αποτύπωσης της τρέχουσας κατάστασης με την συμμετοχή τους. Το περιεχόμενο των ερωτήσεων, βασιζόταν στο Θεσμικό Πλαίσιο περί Εταιρικής Διακυβέρνησης, ήτοι στο Νόμο 3016/17.5.2002 και στις “Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα” 1999, από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Όσον αφορά τα κύρια θέματα που έχουν αναδείξει οι έρευνες της Grant Thornton και του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, παρουσιάζονται τα εξής:

- Όσον αφορά τον εποπτικό ρόλο και την ανεξαρτησία του Διοικητικού Συμβουλίου δεν παρατηρείται σημαντική πρόοδος. Ο φόβος για την απώλεια ελέγχου αποτελεί τροχοπέδη στο να κατανοήσουν οι εταιρίες ότι όσο πιο ανεξάρτητο είναι το Δ.Σ. και όσες περισσότερες είναι οι εσωτερικές επιτροπές σε μία επιχείρηση, τόσο πιο διαφανής χαρακτηρίζεται από το ευρύ κοινό. Επιπλέον, από την στιγμή που «κερδίζει» την εμπιστοσύνη των επενδυτών και του ευρύτερου κοινού, αποκτά το κύρος της ορθολογικά διοικούμενης εταιρίας, στην οποία δεν εξυπηρετούνται τα συμφέροντα των λίγων και ισχυρών.
- Θετικό σημείο αποτελεί το γεγονός ότι τουλάχιστον τηρείται η αναλογία των εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών που καθορίζονται από το νόμο.
- Παρατηρείται θετική εξέλιξη όσον αφορά την σύσταση της Επιτροπής Αποδοχών για τα διευθυντικά στελέχη και για την παροχή ανταποδόσεων. Βέβαια, σχετικά με την πολιτική αποδοχών, η πλειοψηφία των εισηγμένων

εφαρμόζει το γράμμα του Νόμου, αλλά όχι τις Βέλτιστες Πρακτικές. Θετικό βήμα αποτελεί και η σύνδεση των αποδοχών των διευθυντικών στελεχών αρχικά με την επίτευξη στόχων και στη συνέχεια με την κερδοφορία της επιχείρησης. Επίσης, η πολιτική αποδοχών των μη εκτελεστικών μελών είναι ανάλογη του χρόνου που αφιερώνουν για τα ζητήματα της επιχείρησης.

- Η πλειοψηφία των εισηγμένων επιχειρήσεων προσδιορίζει τις αρχές της επιχείρησης στον εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας, δηλαδή αναφέρονται όλα τα οριζόμενα από τον Νόμο σημεία στον εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας.
- Χρειάζονται μεγαλύτερα βήματα για την ποιοτική αναβάθμιση και την επαρκή στελέχωση του εσωτερικού ελέγχου των εταιριών. Παρόλο που η πλειοψηφία των εταιριών έχει προβεί σε σύσταση Επιτροπής με τον αναγκαίο αριθμό ανεξάρτητων μελών.
- Ικανοποιητικά κρίνονται τα αποτελέσματα όσον αφορά την ύπαρξη απαραίτητων συστημάτων και διαδικασιών για την αντιμετώπιση κινδύνων. Πλήρως προετοιμασμένοι δηλώνουν οι εταιρίες υψηλής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης.
- Οι ελληνικές επιχειρήσεις παρέχουν χαμηλού κόστους και εύκολη πρόσβαση στις πληροφορίες και στις οικονομικές καταστάσεις τους προς τους μετόχους και προς το ευρύ κοινό. Οι εταιρικές ιστοσελίδες, ο Εθνικός Τύπος καθώς και το Δελτίο Τύπου του Χ.Α. αποτελούν τις πιο δημοφιλείς πηγές ενημέρωσης.
- Γενικά, οι εταιρίες υψηλής κεφαλαιοποίησης παρουσιάζουν ικανοποιητικότερη πορεία σε σχέση με τις χαμηλής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης. Τέλος, τα αποτελέσματα του 2006 είναι πιο ικανοποιητικά από τα αντίστοιχα του 2005, γεγονός που υποδεικνύει ότι όλο και περισσότερες επιχειρήσεις διατυπώνουν ότι η συμμόρφωση με τις αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι απαραίτητη για την επιβίωση και την περαιτέρω ανάπτυξη τους. Όμως απαιτούνται ακόμη σημαντικά βήματα από τη πλευρά των ελληνικών επιχειρήσεων, ώστε να είναι σε θέση να ανταποκρίνονται στα ευρέως αποδεκτά και σίγουρα υψηλά standards.

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τις έρευνες καταγράφουν τις προσπάθειες των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων για συμμόρφωσή τους βάσει των αρχών της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Βέβαια, όσο ταχύτερα επιτευχθεί η συμμόρφωση αυτή

τόσο πιο γρήγορα θα πραγματοποιηθεί και το απαραίτητο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα για την προσέλκυση επενδυτικών κεφαλαίων και την περαιτέρω ανάπτυξη.

Οι λόγοι, στους οποίους οφείλεται η καθυστέρηση των ελληνικών επιχειρήσεων ως προς την συμμόρφωση τους βάσει των αρχών της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι δύο. Πρώτον, η πλειοψηφία των ελληνικών επιχειρήσεων συνεχίζει να βλέπει ως «αναγκαίο κακό» τη συμμόρφωση με το θεσμικό πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Ειδικότερα, οι οικογενειακές επιχειρήσεις θεωρούν ότι τα εσωτερικά συστήματα, τα οποία εφαρμόζουν είναι τα σωστά και ότι όλοι οι υπόλοιποι προβληματισμοί που πραγματεύεται η Εταιρική Διακυβέρνηση αφορούν τις λοιπές επιχειρήσεις. Δεύτερον, πολλές από αυτές θεωρούν την Εταιρική Διακυβέρνηση ένα μέσο ελέγχου και επίκρισης τους που μόνο το κόστος κεφαλαίου αυξάνει, χωρίς να μπορούν να αντιληφθούν σωστά τις ευκαιρίες τις οποίες προσφέρει για αύξηση της υπεραξίας τους. Καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι πρόκειται για προβλήματα που αφορούν θέματα νοοτροπίας και δεν προκύπτουν από την εφαρμογή της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

5.8.3 Εταιρική Διακυβέρνηση και χρηματοοικονομική επίδοση: Έρευνες της Grant Thornton σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών (2007)

Τα αποτελέσματα της έρευνας για το 2007 αποδεικνύουν για μία ακόμα φορά ότι στις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις δεν έχει ωριμάσει αρκετά η ανάγκη υλοποίησης της βασικής προσέγγισης «συμμόρφωση ή εξήγηση», εφαρμογής δηλαδή, της δυνατότητας που έχουν να επιλέξουν μεταξύ είτε της συμμόρφωσης με τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης είτε της δημοσιοποίησης της αιτιολόγησης των αποκλίσεων τους από αυτές. Σίγουρα χρόνο με το χρόνο παρατηρείται πρόοδος στη συμμόρφωση με τα επιμέρους στοιχεία των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης, όμως και πάλι παρατηρείται η συμμόρφωση με τα ελάχιστα απαιτούμενα στοιχεία του σχετικού νομοθετικού πλαισίου.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας οι 2 στις 10 εισηγμένες δηλώνουν ότι έχουν υιοθετήσει πλήρως τις αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης. Οι 7 στις 10 εισηγμένες δηλώνουν ότι έχουν υιοθετήσει επαρκώς τις σχετικές αρχές και συστάσεις. Παρόλα αυτά από τις 8 στις 10 που δηλώνουν ότι δεν δημοσιοποιούν

έκθεση συμμόρφωσης με το θεσμικό πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης μόλις οι 6 στις 10 εξηγούν το λόγο της απόκλισης. Σε γενικές γραμμές γίνεται αντιληπτό ότι οι εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης έκαναν μεγαλύτερη προσπάθεια σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια να εναρμονισθούν με τις Διεθνείς Βέλτιστες Πρακτικές και τις επιταγές της εθνικής νομοθεσίας. Αντίθετα δε συνέβη το ίδιο με τις εταιρείες μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης για τις οποίες τα αποτελέσματα φαίνεται να διατηρούνται στα ίδια ή και χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με το παρελθόν. Πιο συγκεκριμένα, και φέτος, οι εισηγμένες εξασφαλίζουν τον απαιτούμενο μέσο αριθμό μελών στα Δ.Σ. καθώς επίσης και τον αναγκαίο μέσο αριθμό συνεδριάσεων. Δεν ανταποκρίνονται πλήρως στον εποπτικό τους ρόλο (σε 4 από τις 10 εταιρείες ο Πρόεδρος και ο Διευθύνων Σύμβουλος ταυτίζονται και στις 3 από τις 10 εταιρείες στις οποίες δεν ταυτίζονται προκύπτει ότι συνδέονται με σχέση συγγένειας, ενώ σε 7 από τις 10 ο Πρόεδρος έχει επιφορτιστεί και με εκτελεστικά καθήκοντα). Χρησιμοποιώντας πρόσθετη στατιστική ανάλυση (paired samples t- test) προκύπτει ότι σε γενικές γραμμές δεν ταυτίζονται ο Πρόεδρος με το Διευθύνοντα Σύμβουλο της εταιρείας και ούτε έχουν μεταξύ τους συγγένεια α ή/και β βαθμού. Αυτό όμως δεν εξασφαλίζει την καθολική τήρηση του νόμου από τους ερευνώμενους.

Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι σημαντική πλειοψηφία των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων συμμορφώνεται με τις επιταγές του σχετικού νομοθετικού πλαισίου αναφορικά με την αναλογία εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ. Στις ελληνικές επιχειρήσεις σήμερα τα ανεξάρτητα μέλη ικανοποιούν “ένα-προς-ένα” τα κριτήρια ανεξαρτησίας του Νόμου 3016/2002 στο 71,1% των εταιρειών. Τα συμφέροντα των μετόχων μειοψηφίας προστατεύονται ικανοποιητικά μέσω άμεσης εκπροσώπησης στο Δ.Σ. σε μόνο 4 από τις 10 εταιρείες (έναντι 3 στις 10 το 2006 και 2 στις 10 το 2005). Η σταθερή βελτίωση των στοιχείων που προκύπτουν από τις έρευνες κατά την τελευταία τριετία αποδεικνύει το γεγονός ότι η σκοπιμότητα της ύπαρξης μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών αναγνωρίζεται ολοένα και περισσότερο από τις ελληνικές επιχειρήσεις.

Ιδιαίτερα ικανοποιητικός κρίνεται ο βαθμός συμμόρφωσης των ελληνικών επιχειρήσεων στο νομοθετικό πλαίσιο περί εφαρμογής Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας. Σχεδόν όλες οι εταιρείες δήλωσαν ότι διαθέτουν Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας, ωστόσο μόλις το 40,2% πληροί ένα προς ένα όλα τα κριτήρια που προκύπτουν από το σχετικό νομοθετικό πλαίσιο αναφορικά με το περιεχόμενό του.

Περιορισμένο εμφανίζεται και φέτος το ποσοστό των εταιρειών που διαθέτουν Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου (63,2%), αν και τα αντίστοιχα ποσοστά για τις εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης είναι αρκετά ικανοποιητικά (83,3%). Επί της ουσίας προκύπτει για μία ακόμα φορά ότι κύριο μέλημα των ελληνικών επιχειρήσεων είναι η συμμόρφωση με τον τύπο και όχι την ουσία των σχετικών νομοθετικών ρυθμίσεων. Κατά τα λοιπά σημαντικός αριθμός εταιρειών δήλωσε ότι διαθέτει συστήματα αντιμετώπισης κινδύνων, ενώ παράλληλα έχει λάβει τουλάχιστον επαρκή μέτρα για την προστασία των δεδομένων και την αδιάλειπτη λειτουργία των Η/Υ.

Σε θέματα αμοιβών η κατάσταση για το 2007 φαίνεται να είναι συγκεχυμένη. Σε κάποια ζητήματα η κατάσταση είναι ικανοποιητική και σε άλλα τα ποσοστά εμφανίζονται μειωμένα σε σχέση με τις δύο προηγούμενες χρονιές. Αναλυτικότερα, θετικό είναι ότι σχεδόν σε όλες τις εταιρείες η απόφαση για την αμοιβή των μελών του Δ.Σ. λαμβάνεται από τη Γενική Συνέλευση ή/και το ίδιο το Διοικητικό Συμβούλιο, παρά το γεγονός ότι υπάρχει μια ελαφρά τάση μείωσης των εταιρειών που επιλέγουν να εφαρμόσουν αυτήν την πρακτική που ορίζει ο νόμος με βάση τα στοιχεία του παρελθόντος. Χαμηλό παραμένει το ποσοστό των εταιρειών που έχουν συστήσει Επιτροπή Αποδοχών η οποία αποφασίζει για τις αμοιβές των διευθυντικών στελεχών καθώς κάτι τέτοιο δεν προβλέπεται από την ελληνική νομοθεσία. Μάλιστα οι εταιρείες οι οποίες έχουν προβεί σε κάτι τέτοιο, το οποίο υπερβαίνει τα όσα ορίζονται στη νομοθεσία, είναι κυρίως αυτές που συγκροτούν το δείκτη των εταιρειών υψηλής κεφαλαιοποίησης.

Η έρευνα κλείνει με ένα θέμα υψηλής σημασίας, την θέση, δηλαδή, που έχουν οι εταιρείες όσον αφορά τη συμμετοχή των μετόχων στη λήψη αποφάσεων. Είναι ιδιαίτερα ικανοποιητικό το γεγονός ότι σχεδόν σε όλες τις εταιρείες συμμετέχει στις Γενικές Συνελεύσεις ποσοστό μεγαλύτερο του 50% των μετόχων. Το σχετικό ποσοστό είναι πιο χαμηλό στις εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης και αυτό θα μπορούσαμε ενδεχομένως να το αποδώσουμε στο γεγονός ότι οι εταιρείες αυτές έχουν μεγαλύτερο αριθμό μετόχων. Επίσης όλες οι εταιρείες ανέφεραν ότι επικροτούν τη διευκόλυνση συμμετοχής των μετόχων στις γενικές συνελεύσεις. Την αισιόδοξη αυτή εικόνα ανακόπτει το γεγονός ότι σχετικά περιορισμένος αριθμός επιχειρήσεων δίνει το δικαίωμα στους μετόχους να ψηφίζουν εν τη απουσία τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ

**ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΔΟΣΗ:
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ
ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΟΥ ΘΕΜΑΤΟΣ**

6.1 Συμπεράσματα και Προτάσεις για περαιτέρω διεύρυνση του θέματος

Το θέμα της παρούσας εργασίας είναι η Εταιρική Διακυβέρνηση και η χρηματοοικονομική επίδοση και για το αν υπάρχει ή όχι συσχέτιση μεταξύ τους και αν τελικά υπάρχει συσχέτιση, είναι θετική ή αρνητική. Η εργασία παρουσιάζει το θέμα τόσο σε διεθνές επίπεδο όσο και στην ελληνική πραγματικότητα. Κίνητρο για την ενασχόληση και την εφαρμογή της Εταιρικής Διακυβέρνησης από την πλευρά των επιχειρήσεων ήταν τα οικονομικά σκάνδαλα και οι διαστρεβλώσεις των λογιστικών απεικονίσεων που έχουν παρατηρηθεί τα τελευταία χρόνια. Επιπλέον, η Εταιρική Διακυβέρνηση ως έννοια έχει αποτελέσει αντικείμενο ποικίλου σχολιασμού και διαμάχης μεταξύ των ερευνητών. Πολλές έρευνες έχουν γίνει σε επιχειρήσεις κυρίως που εδρεύουν στις Η.Π.Α. και στο Ηνωμένο Βασίλειο, κάποιες από αυτές παρατίθενται και σε αυτή την εργασία. Στην Ελλάδα οι έρευνες είναι σε πρώιμο στάδιο ακόμη.

Αρχικά, παρουσιάζονται διάφοροι ορισμοί και έννοιες της Εταιρικής Διακυβέρνησης που έχουν κατά καιρούς διατυπωθεί από διάφορους ερευνητές. Παρακάτω, παρουσιάζεται η ιστορική εξέλιξη της Εταιρικής Διακυβέρνησης και γεγονότα τα οποία αποτέλεσαν την αφετηρία για τον προσδιορισμό, την εξέλιξη και την εφαρμογή της διακυβέρνησης σε διάφορες χώρες. Στην συνέχεια, αναφέρονται οι Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης, οι οποίες δημοσιεύτηκαν από τον ΟΟΣΑ το 1999 και αναδημοσιεύτηκαν το 2004 με μικρές αλλά καίριες αλλαγές λόγω των εξελίξεων στον επιχειρηματικό χώρο. Επιπλέον, αναπτύσσονται τρόποι αντιμετώπισης του προβλήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης, διάφορες έρευνες από το διεθνή χώρο, οι οποίες αναλύουν τη σχέση της Εταιρικής Διακυβέρνησης με την χρηματοοικονομική επίδοση και με άλλες συνυφασμένες, με το αντικείμενο, έννοιες. Και στο τέλος, γίνεται μία αναφορά στην εξέλιξη της διακυβέρνησης στην Ελλάδα, στο κατά πόσο εφαρμόζεται, στο ισχύον νομικό πλαίσιο και παρουσιάζονται και κάποιες σχετικά πρόσφατες μελέτες για τη συμμόρφωση των ελληνικών επιχειρήσεων όσον αφορά την εφαρμογή των αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης.

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

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

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

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

Από έρευνες που έχουν γίνει κυρίως στο διεθνή χώρο, αποδεικνύεται ότι επιχειρήσεις με υψηλότερη αξιολόγηση Εταιρικής Διακυβέρνησης προσελκύουν περισσότερους επενδυτές. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την ισχυροποίηση της επιχείρησης στην παγκόσμια οικονομία. Η Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί

σημαντικό στοιχείο για το κτίσιμο μιας σχέσης εμπιστοσύνης μεταξύ επενδυτών και επιχειρήσεων.

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

Από την νομοθετική πλευρά, εφαρμόζεται ο νόμος Ν. 3016/2002 όσον αφορά τις εισηγμένες, στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, εταιρίες. Οι εταιρίες αυτές ακολουθούν το νόμο πιστά, χωρίς όμως να εφαρμόζουν «πραγματικά» τις αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Επιπλέον, είναι δύσκολο να ειπωθεί για το αν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και χρηματοοικονομικής επίδοσης. Το ερώτημα αρκείται στο αν εφαρμόζεται από τις επιχειρήσεις η Εταιρική Διακυβέρνηση. Οι επιχειρήσεις, ωστόσο, υψηλής κεφαλαιοποίησης, παρουσιάζουν ικανοποιητικότερη πορεία σε σύγκριση με επιχειρήσεις μεσαίας και χαμηλής κεφαλαιοποίησης.

Όσο για την περαιτέρω διεύρυνση της σχέσης μεταξύ Εταιρική Διακυβέρνησης και χρηματοοικονομικής επίδοσης θα πρέπει στο μέλλον να διεξαχθούν και άλλες θεωρητικές και εμπειρικές έρευνες. Στην παρούσα φάση οι περισσότερες έρευνες επικεντρώνονται γύρω από τις επιχειρήσεις που εδρεύουν στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπου εφαρμόζεται και το αγγλοσαξονικό σύστημα αξιολόγησης της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Αυτό το σύστημα, όμως, μπορεί να μην είναι κατάλληλο να εφαρμοστεί σε άλλες χώρες με διαφορετικές συνθήκες, είτε νομικές, είτε οικονομικές, είτε εθιμικές. Οι μελλοντικές έρευνες θα πρέπει να περιέχουν μία μεγάλη ποικιλία επιχειρήσεων από διάφορες κεφαλαιαγορές και διάφορες χώρες, όχι μόνο το Ηνωμένο Βασίλειο ή τις Η.Π.Α. Καθώς θα μεγαλώνει ο αριθμός των πρακτικών ερευνών και των θεωρητικών μελετών, θετικό θα είναι να υπάρξει μία γενική θεώρηση για την Εταιρική Διακυβέρνηση και την χρηματοοικονομική επίδοση.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ
ΚΑΙ
ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Διεθνής Βιβλιογραφία

Berle, A. και Means, G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. New York, Mac Millan

Brancato, C. (1997) *Institutional Investors and Corporate Governance: Best Practices for Increasing Corporate Value*. Chicago, Irwin Professional Publishing

Cadbury Report (1992), *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. London, Gee Professional Publishing Ltd

Gaibraith, K.J. (1993) *A Short History of Financial Euphoria*. Whittle Books

Goergen, M. (1998) *Corporate Governance and Financial Performance: a study of German and UK Initial Public Offerings*. UK, Elgar Edward Publishing

Kaplan, S.N. (1997) *Corporate Governance and Corporate Performance: A Comparison of Germany, Japan and the US* in Chew D., H., *Studies in International Finance and Governance Systems*. New York, Oxford University Press

Ελληνική Βιβλιογραφία

Μούζουλας, Σ. (2003) *Εταιρική Διακυβέρνηση (Corporate Governance): Διεθνής εμπειρία, Ελληνική πραγματικότητα*. Αθήνα, Εκδόσεις Σάκκουλα

Ξανθάκης, Μ., Τσιπούρη, Α. και Σπανός, Α. (2003) *Εταιρική Διακυβέρνηση: Έννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης*. Αθήνα, Εκδόσεις Παπαζήση

Σκαλίδης, Α., Βελέτζας, Γ. και Σκαλίδη, Χ. (2004) *Εμπορικός Κώδικας*. Θεσσαλονίκη, Εκδόσεις IuS

ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Διεθνής Αρθρογραφία

Aman, H., και Nguyen, P. (2007) Do stock prices reflect the Corporate Governance Quality of Japanese firms?. *Journal of the Japanese and International Economies*,

Bauer, R., Guenster, N., και Otten, R. (2004) Empirical evidence on Corporate Governance in Europe: the effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management*, 5, pp. 91- 104

Bebchuk, L., Cohen, A. (2005) The costs of entrenched boards. *Journal of Financial Economics*, 78, pp. 409– 433

Bhagat, S., Carey, D., και Elson, C. (1999) Director Ownership, Corporate Governance and Management Turnover. *The Business Lawyer* 54

Bhagat, S., και Black, B. (2002) The non- colleration between Board Indipendence and long term Firm Performance. *Journal of Corporate Finance*, 3, pp.189- 220

Bhagat, S., και Bolton, B. (2008) Corporate Governance and Firm Performance. *Journal of Corporate Finance*, 14, pp. 257- 273

Brown, L., και Caylor, M. (2006) Corporate Governance and Firm Evaluation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), pp. 409- 434

Core, J., Guay, W., και Rusticus, T. (2006) Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations. *Journal of Finance*, 61, pp. 655- 687

Cremers, J., και Nair, V.B. (2005) Governance Mechanisms and Equity Prices. *Journal of Finance*, 60, pp. 2859- 2894

Chhaochharia, V., και Laeven, L. (2007) The Invisible Hand in Corporate Governance. Finance Working Paper No 165/2007. ECGI Working Paper Series in Finance

Demsetz, H., και Lehn, K. (1985) The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. Journal of Political Economy, 33, pp. 3- 53

Denis, D.J., και Denis, D.K. (1994) Majority Owner- Managers and Organizational Efficiency. Journal of Corporate of Finance, 37, pp. 1- 10

Drobetz, W., Schillhofer, A., και Zimmermann, H. (2004) Corporate Governance and expect stock returns: Evidence from Germany, European Financial Management, 10, pp. 267- 293

EIRIS, (2005), How is Good Corporate Governance (www.eiris.org)

Gompers, P., Ishii, J., και Metrick, A. (2003) Corporate Governance and Equity Prices. Quarterly Journal of Economics, 118, pp. 45-61

Grossman, S., και Hart, O.D. (1983) An analysis of the principal- agent problem. Econometrica, 51, pp. 7- 45

Gruszczynski, M. (2005) Corporate Governance and Financial Performance of companies in Poland, Warsaw School of Economics, Poland, Paper presented to the 59th International Atlantic Economic Conference, London, 9- 13 March 2005

Hermalin, B., και Weisbach, M. (1991) 'The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance', Financial Management, Vol. 21, pp. 101- 112

Hermalin, B., και Weisbach, M. (2001) Board of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. Economic Policy Review

Hermalin, B., και Weisbach, M. (2007) Transparency and Corporate Governance, University of California and University of Illinois working paper

Hsiang-tsai, C. (2005) An empirical Study of Corporate Governance and corporate Performance. Journal of American Academic of Business, Cambridge, 6(1), pp. 95-101

Jensen, M.C. (1986a) 'The Take-over Controversy: Analysis and Evidence'. Midland Corporate Finance Journal, Vol. 4, pp. 6- 32.

Klapper, L., και Love, I. (2004) Corporate Governance, Investor protection and Performance in emerging markets. Journal of Corporate Finance, 10, pp. 703- 728

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., και Vishny, R. (1997) Legal determinants of external finance. Journal of Finance, 52, pp. 1131- 1150

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., και Vishny, R. (1998) Law and Finance. Journal of Political Economy, 106(6), pp. 1113- 1155

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., και Vishny, R. (1999) Corporate Ownership around the world. Journal of Finance, 54, pp. 471- 517

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

Laing, D., και Weir, C. (1999) Governance structures, size and Corporate Performance in UK firms. Management Decisions, 37, pp. 457- 464

Londerer, C., και Martin, K. (1997) 'Executive Stock Ownership and Performance Tracking Faint Traces'. Journal of Financial Economics, 45, pp. 223- 255

Maher, M., και Andersson, A. (1999) 'Corporate Governance: Effects on Firm Performance and economic Growth', paper presented at the Tilburg University

Conference on: Convergence and Diversity in Corporate Governance Regimes and Capital Markets, Eindhoven, The Netherlands, November 4- 5

McConnell, J., και Servaes, H. (1990) Additional evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 595- 612

OECD (1999) OECD Principals of Corporate Governance (www.oecd.org)

OECD (2004) OECD Principals of Corporate Governance, OECD publications

Omran, M., Bolbol, A., και Fatheldin, A. (2008) Corporate Governance and Firm Performance in Arab Equity markets: Does Ownership concentration matter?. *International Review of Law and Economics*, 28, pp. 32- 45

Pitayasak, S. Corporate Governance in Family Controlled Companies: A Comparative Study between Hong Kong and Thailand, www.thailandforum.com

Rediker, K.J., και Seth, A. (1995) 'Boards of Directors and Substitution Effects of Alternative Governance Mechanisms'. *Strategic Management Journal*, Vol.16, pp. 85- 99

Rosenstein, S., και Wyatt, J. (1990) Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth. *Journal of Financial Economics*, 26, pp. 175- 191

Shleifer, A., και Vishny, R. (1997) A survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52, pp. 737- 783

Stanwick, P., και Stanwick, S. (2002) The relationship between Corporate Governance and Financial Performance. *The Journal Corporate Citizenship*

Tirole, J. (2001) 'Corporate Governance'. *Econometrica*, 69, pp. 1- 35

Weir, C., Laing, D., και McKnight, P. (2002) Internal and External Governance Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large Uk Publick Companies. *Journal of Business Finance Accounting*, 29(5) & (6), pp. 579- 611

Williamson, O. (1988) Corporate Finance and Corporate Governance. *Journal of Finance*, 43, pp. 567- 591

Winter Report (2002) The High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framrwork for Company Law in Europe, Brussels

Yermack, D. (1996) Higher Market Valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 185- 212

Yermack, D. (1997) Good Timing: CEO stock awards and company news announcements. *Journal of Finance*, 52, pp. 449- 476

Ελληνική Αρθρογραφία

Καπράλος, Σ. (2007) Πλήρες και Σύγχρονο Μοντέλο από την ΕΧΑΕ. Ένθετο για την Εταιρική Διακυβέρνηση Μέτοχος, 483, σελ. 62

Μητσοτάκη, Κ. (2001) Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα. Εφημ. «Το Βήμα»

Παπαδημητρίου, Κ. (2003) Ζωογόνος η Εταιρική Διακυβέρνηση: Έρευνα στις 100 μεγαλύτερες επιχειρήσεις των τελευταίων 55 χρόνων δείχνει τον καταλυτικό της ρόλο. Εφημ. «Η Καθημερινή»

Grant Thornton και Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών (2005) Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης 2005 (www.grant-thorton.gr)

Grant Thornton και Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών (2006) έρευνα εταιρικής Διακυβέρνησης 2006 (www.grant-thorton.gr)

Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματοοικονομική Επίδοση

Grant Thornton και Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών (2007) έρευνα εταιρικής Διακυβέρνησης 2007 (www.grant-thornton.gr)