



ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ & ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΠΜΣ Διεθνών και Ευρωπαϊκών Σπουδών
Τμήμα Διεθνούς Οικονομικού, Χρηματοοικονομικού & Τραπεζικού Δικαίου

Διπλωματική Εργασία

***Η θεσμική εξέλιξη της Εταιρικής Διακυβέρνησης και η εφαρμογή
της στις ελληνικές επιχειρήσεις
Επισκόπηση του ρόλου των Επιτροπών που λειτουργούν στο
πλαίσιο του Διοικητικού Συμβουλίου***

Επιμέλεια: Γραφιαδέλλη Στυλιανή [ΑΜ 1212Μ075]

Επιβλέπουσα: Καθηγήτρια κ. Μεγκ-Παπαντώνη Μαρία

ΑΘΗΝΑ, ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2014

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η συγκεκριμένη διπλωματική έχει ως αντικείμενο την παρουσίαση της θεσμικής εξέλιξης της Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΔ) και του έργου που αυτή διαδραματίζει, που δεν είναι άλλο από τη βελτίωση της αξίας των επιχειρήσεων μέσω της επίτευξης διαφάνειας στη λειτουργία τους αλλά και την προστασία των επενδυτών, των μικρομετόχων και των πιστωτών. Επιχειρείται μια ανάλυση και σύγκριση του θεσμικού και νομοθετικού πλαισίου περί των κανόνων και αρχών για χρηστή ΕΔ σε διεθνές επίπεδο καθώς και των λόγων που οδήγησαν στην καθιέρωσή τους και των μηχανισμών που αναπτύχθηκαν και εφαρμόζονται στο πλαίσιο αυτό.

Πιο αναλυτικά, στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μια προσπάθεια εννοιολογικής προσέγγισης της ΕΔ, με την παράθεση των διαφορετικών ορισμών που έχουν διατυπωθεί για αυτήν, γεγονός που αποδεικνύει και την πολυπλοκότητα του ζητήματος. Ακολούθως παρουσιάζονται οι βασικές θεωρίες που συνέβαλαν στην ανάπτυξή της και γίνεται εισαγωγή στη γεωγραφία των συστημάτων ΕΔ και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά αυτών ανάλογα με τη χώρα στην οποία εφαρμόζονται.

Στο δεύτερο κεφάλαιο επιχειρείται η παρουσίαση της εξέλιξης της ΕΔ τόσο στις διεθνείς αγορές όσο και στην ελληνική επικράτεια. Εν προκειμένω γίνεται μία λεπτομερής περιγραφή του θεσμικού και νομοθετικού πλαισίου που οδήγησε στην καθιέρωση των καλών πρακτικών της ΕΔ, όπως αυτές διαμορφώθηκαν και ισχύουν μέχρι σήμερα και όπως χρησιμοποιούνται από τις εισηγμένες και μη εταιρίες, προκειμένου αυτές να είναι πιο αποδοτικές και να αυξήσουν την οικονομική τους αξία. Το παρόν κεφάλαιο χωρίζεται ουσιαστικά σε τέσσερα μέρη: στο πρώτο μέρος γίνεται αναφορά στην εξέλιξη της ΕΔ στις ΗΠΑ, όπου οι κανόνες που θεσπίστηκαν αναφορικά με την ΕΔ είχαν κυρίως την ισχύ νόμου και η εφαρμογή τους από τις επιχειρήσεις ήταν υποχρεωτική. Ακολούθως στο δεύτερο μέρος περιγράφεται αναλυτικά η θεσμική εξέλιξη της ΕΔ όπως έλαβε χώρα στο Ηνωμένο Βασίλειο και εν προκειμένω γίνεται εμφανής η προτίμηση στην εφαρμογή προαιρετικών κωδικών ενώ εισάγεται και ο μηχανισμός της συμμόρφωσης ή εξήγησης (comply or explain). Στη συνέχεια παρουσιάζεται η υιοθέτηση των καλών πρακτικών από την ευρωπαϊκή ένωση, η οποία προσπαθεί να τις θέσει υπόψη των κρατών μελών της κυρίως όμως συμβουλευτικά, δηλαδή χωρίς να υιοθετεί το αυστηρό και υποχρεωτικό πρότυπο των ΗΠΑ. Στο τέταρτο και τελευταίο μέρος γίνεται εκτενής αναφορά στην υιοθέτηση των καλών πρακτικών ΕΔ από την Ελλάδα, η οποία ακολουθούσε τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες με μία μικρή καθυστέρηση. Και ενώ στις αγγλοσαξωνικές χώρες επικρατεί η εθελοντική συμμόρφωση στην Ελλάδα ισχύει κυρίως η νομική υποχρέωση συμμόρφωσης και μόνο τα τελευταία χρόνια ο ΣΕΒ προτείνει με έμφαση την εθελοντική εφαρμογή των κωδικών και όχι τη νομοθετική-ρυθμιστική. Έτσι αναλύονται εν προκειμένω τόσο οι νόμοι όσο και οι κώδικες ΕΔ που αναπτύχθηκαν στη χώρα μας αλλά και ο τρόπος εφαρμογής τους από τις ελληνικές εισηγμένες και μη επιχειρήσεις.

Στο τελευταίο κεφάλαιο αναλύεται ένα από τα χαρακτηριστικά της ΕΔ, που είναι η σύσταση των Επιτροπών που λειτουργούν στο πλαίσιο του Διοικητικού Συμβουλίου (ΔΣ). Στόχος της ανάλυσης αυτής είναι να εξεταστεί ενδελεχώς ο ρόλος των εν λόγω υποεπιτροπών και να προκύψουν συμπεράσματα σχετικά με το κατά πόσο οι επιτροπές αυτές λειτουργούν ως ανεξάρτητα όργανα ή απλώς συνεπικουρούν το ΔΣ στο έργο του, το οποίο τελικώς έχει και τον τελευταίο λόγο και λαμβάνει τις τελειωτικές αποφάσεις. Με άλλα λόγια ερευνάται αν οι επιτροπές μπορούν να λάβουν δεσμευτικές για τη λειτουργία της εταιρίας αποφάσεις ή απλώς συντάσσουν προτάσεις που θα βοηθήσουν τα μέλη του ΔΣ να αποφασίσουν. Τέλος, στο εν λόγω κεφάλαιο εξηγούμε τη δυνατότητα που έχει το ΔΣ να συστήνει όσες επιτροπές κρίνει απαραίτητο να συσταθούν προκειμένου να το βοηθήσουν στο έργο του και παρουσιάζουμε τις βασικές επιτροπές που προβλέπονται από τους νόμους ή τους κώδικες, όπως είναι η επιτροπή ελέγχου και η επιτροπή αμοιβών.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	3
ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α – Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ, ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ	7
1. Η έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης	7
1.1. Ορισμός της Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	8
1.2. Σημασία και χρησιμότητα της ΕΔ.....	10
2. Οι θεωρίες της Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	13
2.1. Θεωρία της αντιπροσώπευσης (agency theory)	13
2.2. Θεωρία των ενδιαφερομένων μερών (stakeholder theory).....	16
2.3. Θεωρία Επιτροπείας ή Επιμελητείας (stewardship theory).....	19
2.4. Θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης (managerial hegemony theory).....	20
3. Τα συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης	21
3.1. Το Αγγλοσαξωνικό ή εξωτερικό σύστημα.....	22
3.2. Το Ευρωπαϊκό ή εσωτερικό σύστημα	24
3.3. Το ιαπωνικό μοντέλο.....	25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β – Η ΘΕΣΜΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΔΙΕΘΝΩΣ ΚΑΙ ΣΤΟΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΩΡΟ	27
1. Η θεσμική εξέλιξη της Εταιρικής Διακυβέρνησης στις διεθνείς αγορές	27
1.1. Η διαμόρφωση της Εταιρικής Διακυβέρνησης στις ΗΠΑ.....	27
1.1.1. Η ίδρυση του οργανισμού SEC.....	27
1.1.2. Η Οδηγία της Επιτροπής COSO	28
1.1.3. Ο Νόμος Sarbanes-Oxley (SOX).....	30
1.2. Η Εταιρική Διακυβέρνηση στο Ηνωμένο Βασίλειο	32
1.2.1. Η Έκθεση της Επιτροπής Cadbury	32
1.2.2. Η οδηγία της Επιτροπής Ruttelman	34
1.2.3. Οι προτάσεις της Επιτροπής Greenbury	34
1.2.4. Η Επιτροπή Hampel.....	35
1.2.5. Ο Ενοποιημένος Κώδικας 1998.....	36
1.2.6. Η Οδηγία Turnbull.....	37
1.2.7. Οι προτάσεις IIA-Inc	39
1.2.8. Η εργασία των Higgs and Smith.....	39
1.2.9. Ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης του HB	40
1.3. Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ευρωπαϊκή Ένωση.....	41
1.3.1. Οι Αρχές του ΟΟΣΑ	41
1.3.2. Σχέδιο Δράσης 2003	43
1.3.3. Οδηγία 2006/46/EK	44
1.3.4. Σχέδιο Δράσης 2012	45
1.3.5. Ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το Corporate Governance Package	47
2. Η θεσμική εξέλιξη της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα.....	50
2.1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις	50
2.2. Η εξέλιξη του νομικού και θεσμικού πλαισίου της ΕΔ.....	51
2.3. Ο ν. 3016/2002 και η εφαρμογή της ΕΔ στις ελληνικές επιχειρήσεις	56
2.4. Ο Νόμος 3873/2010.....	59
2.5. Ο Νόμος 3884/2010	60

2.6. Τα νέα δεδομένα στην Εταιρική Διακυβέρνηση	61
2.6.1. Σχέδιο Νόμου.....	61
2.6.2. Ο Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	63
2.7. Έρευνα της Grant Thornton για την εφαρμογή των αρχών της ΕΔ από τις ελληνικές εισηγμένες εταιρίες.....	64
2.7.1. Το ΔΣ και τα μέλη του.....	66
2.7.2. Εσωτερικός Έλεγχος.....	67
2.7.3. Αμοιβές	68
2.7.4. Σχέσεις με τους Μετόχους	68
ΚΕΦΑΛΑΙΟ Γ – ΟΙ ΕΠΙΤΡΟΠΕΣ ΠΟΥ ΛΕΙΤΟΥΡΓΟΥΝ ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ ΔΣ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥΣ.....	70
1. Συγκρότηση και σύνθεση των ειδικών Επιτροπών	70
2. Η Επιτροπή ελέγχου (Audit Committee)	73
2.1. Σύνθεση	73
2.2. Αρμοδιότητες	74
2.3. Λοιπές υποχρεώσεις και καθήκοντα	76
2.4. Οφέλη από τη λειτουργία της επιτροπής ελέγχου	76
3. Η Επιτροπή αμοιβών (Remuneration Committee)	77
3.1. Βασικά καθήκοντα και αρμοδιότητες	78
3.2. Συμβουλευτικός ρόλος	78
3.3. Συγκρότηση και λειτουργία.....	79
4. Η Επιτροπή ανάδειξης υποψηφιοτήτων (Nomination Committee).....	80
4.1 Σύνθεση και αρμοδιότητες της επιτροπής ανάδειξης υποψηφιοτήτων	81
5. Η Επιτροπή κινδύνου (Risk committee)	82
5.1. Σύσταση ξεχωριστής Επιτροπής Κινδύνου	83
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	86
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	89

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α: Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ, ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ

1. Η έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η ΕΔ αποτελεί ένα από τα πλέον σημαντικά θέματα στον κόσμο των επιχειρήσεων τα τελευταία χρόνια. Μάλιστα από τα μέσα περίπου της δεκαετίας του '90 αποτελεί ένα σημαντικό θέμα μελέτης και περαιτέρω διεύρυνσης όσον αφορά στις επιχειρήσεις αλλά και τον ακαδημαϊκό χώρο. Αυτή η τάση επεκτείνεται σταδιακά από τις ανεπτυγμένες οικονομίες στις υπόλοιπες ενώ συγχρόνως επιχειρείται εμπλουτισμός και εμβάθυνση στους εξεταζόμενους δείκτες και τις ασκούμενες πολιτικές¹. Το βασικό κίνητρο για να ασχοληθούν οι επιχειρήσεις και να εφαρμόσουν την ΕΔ ήταν τα οικονομικά σκάνδαλα αδιαφάνειας και οι διαστρεβλώσεις των λογιστικών απεικονίσεων που παρατηρήθηκαν τα τελευταία χρόνια.

Οι κυβερνήσεις και οι επιχειρήσεις σε κάθε γωνιά του πλανήτη έχουν αρχίσει να συνειδητοποιούν την αξία της δημιουργίας μηχανισμών ΕΔ και επιδιώκουν να τους ενσωματώσουν στον τρόπο λειτουργίας τους και στις εν γένει επιχειρηματικές τους δραστηριότητες. Ο στόχος άλλωστε της ΕΔ, σύμφωνα με τις περισσότερες εμπειρικές μελέτες, είναι η βελτίωση της αξίας των επιχειρήσεων και η εύρυθμη λειτουργία τους. Επιπροσθέτως η ΕΔ στοχεύει στην εξασφάλιση της διαφάνειας και την αποτελεσματική λειτουργία της επιχείρησης αλλά και στην προστασία των επενδυτών, των μικρομετόχων και των πιστωτών.

Στην Ελλάδα το ζήτημα της ΕΔ τέθηκε μόλις στα τέλη της δεκαετίας του 1990. Το έναυσμα για την έναρξη της συζήτησης και της νομικής αντιμετώπισης του θέματος ήταν η ραγδαία ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα και η ανάγκη εναρμόνισης του εταιρικού θεσμικού πλαισίου της με τις Ευρωπαϊκές Κατευθυντήριες Οδηγίες (Directives)². Η ελληνική αγορά ωστόσο και οι ελληνικές επιχειρήσεις δεν έδειξαν την απαιτούμενη προσοχή στο θεσμό της ΕΔ. Αντιθέτως η ΕΔ αντιμετωπίστηκε ως μια έννοια ξένη και αδιάφορη προς την ελληνική πραγματικότητα και τις ανάγκες των ελληνικών εταιριών. Εκείνοι που ιδιαιτέρως πρότειναν την ανάγκη υιοθέτησης των αρχών της ΕΔ στην Ελλάδα ήταν οι ξένοι επενδυτές και ειδικά οι θεσμικοί. Η ανάγκη τους αυτή δημιουργήθηκε εκ του γεγονότος ότι οι χώρες προέλευσής τους είχαν νομικές και κανονιστικές απαιτήσεις ώστε να επιβληθούν κανόνες διαφάνειας. Αυτές οι απαιτήσεις εισχώρησαν στην Ελλάδα ως απαραίτητες προϋποθέσεις για την επένδυση κεφαλαίων στη χώρα.

¹ Μ. Ξανθάκης, Λ. Τσιπούρη, Λ. Σπανός, «Εταιρική Διακυβέρνηση, Έννοια και μέθοδοι αξιολόγησης», Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα 2003

² Λαζαρίδης Θεμιστοκλής, Δρυμπέτας Ευάγγελος, «Εταιρική Διακυβέρνηση, Διεθνής Πρακτική & Ελληνική Εμπειρία», Εκδόσεις Σοφία, Θεσσαλονίκη 2011, σελ. 21

1.1. Ορισμός της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η έννοια της ΕΔ δεν είναι αποτέλεσμα των τελευταίων χρόνων. Αντιθέτως εμφανίστηκε στις αρχές του προηγούμενου αιώνα, στις αγγλοσαξωνικές χώρες, με την ανάπτυξη του καπιταλισμού. Μάλιστα η ΕΔ συνδέεται με την οργάνωση της διαδικασίας παραγωγής, η οποία επιδιώχθηκε από αρχαιοτάτων χρόνων³. Παρόλ' αυτά η εντατική έρευνα σχετικά με την ΕΔ ξεκίνησε τη δεκαετία του 1970, οπότε και αποκαλύφθηκαν οικονομικά σκάνδαλα, επιχειρήσεις οδηγούνταν στην πτώχευση και άρχισε να γίνεται εμφανής η ανάπτυξη των συνταξιοδοτικών οργανισμών και των μορφών συλλογικής επένδυσης. Τα δεδομένα αυτά οδήγησαν σε διάφορες σκέψεις και προτάσεις σχετικά με την οργάνωση της εξουσίας στην εταιρία, ως τεχνικής οργάνωσης της επιχειρηματικής δραστηριότητας, με στόχο κυρίως την εξισορρόπηση των εξουσιών της διοίκησης και των μετόχων⁴.

Η διάκριση μεταξύ κυριότητας και ελέγχου όπως επιτελέστηκε από τους Berle και Means, αποτέλεσε τη βάση για τη συζήτηση σχετικά με την ΕΔ. Η εργασία των Berle και Means το 1932 θεωρείται ως η πρώτη που έθεσε με ξεκάθαρο τρόπο το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης των ιδιοκτητών στη διοίκηση ή τη συμμετοχή τους σε αυτή. Η ΕΔ εκφράζει μια φιλοσοφία και αποτυπώνει τις αντιλήψεις γύρω από την εξουσία και τους τρόπους που αυτή πρέπει να ασκείται. Επιπλέον αξιολογεί τους φορείς που ασκούν την εξουσία και προσπαθεί να οριοθετήσει τις σχέσεις τους, αναφορικά με 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 ΕΔ ως έννοια.

Μια πρώτη προσέγγιση της ΕΔ εκλαμβάνει αυτήν ως ένα σύνολο διευθετήσεων, νομικών, παραδοσιακών και θεσμικών, οι οποίες οριοθετούν το πλαίσιο δράσης και τις επιμέρους ενέργειες των ανοικτών εταιριών, απαντώντας στα ερωτήματα ποιος ελέγχει αυτές, πως ασκείται ο έλεγχος και πως κατανέμονται οι κίνδυνοι και οι αποδόσεις από τη δραστηριότητα της επιχείρησης⁵. Σύμφωνα με μία δεύτερη προσέγγιση, η ΕΔ αναφέρεται στους τρόπους με τους οποίους οι παροχείς χρηματοοικονομικών μέσων εξασφαλίζουν ότι θα αποκομίσουν όφελος από την επένδυσή τους. Με άλλα λόγια η ΕΔ προσπαθεί να βρει τρόπους με τους οποίους εκείνοι που προμηθεύουν με κεφάλαια τις εταιρίες θα καταφέρουν να εξασφαλίσουν μια επωφελή απόδοση των επενδύσεών τους⁶.

Η ύπαρξη των διαφορετικών ορισμών της ΕΔ αποδεικνύει και την πολυπλοκότητα του ζητήματος, το οποίο όπως προανέφερα αντιμετωπίζεται από διαφορετικές πλευρές. Έτσι σύμφωνα με την πρώτη προσέγγιση το κέντρο βάρους εστιάζεται προς τη ίδια την εταιρία ενώ σύμφωνα με τη δεύτερη εστιάζεται στους

³ Frédéric Parrat, *"Le gouvernement d'entreprise , Ce qui a déjà changé, ce qui va encore évoluer - suivi de l'enquête intégrale réalisée par KPMG"*, Maxima, Paris 2000

⁴ Σπήλιος Αντ. Μούζουλας, «Εταιρική Διακυβέρνηση, Διεθνής εμπειρία, ελληνική πραγματικότητα», Εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, Αθήνα-Θεσσαλονίκη 2003, σελ. 22

⁵ K.J. Hopt, H. Kanda, M.J. Roe, E. Wymeersch, S. Prigge, *"Comparative corporate governance, The state of the art and emerging research"*, Oxford University Press, Oxford, 1999

⁶ A. Shleifer, R. Vishny, *"A survey of Corporate Governance"*, The journal of Finance, Vol LII, No 2, June 1997

επιμέρους φορείς για τους οποίους η εταιρία παράγει οικονομικό όφελος. Κάθε μία από τις προσεγγίσεις εκφράζει διαφορετικούς στόχους οι οποίοι κάποιες φορές μπορεί να αποδειχθούν αντιφατικοί μεταξύ τους.

Επιπλέον, η ΕΔ εκλαμβάνεται υπό στενή έννοια και υπό ευρεία έννοια και από μια άλλη οπτική. Σύμφωνα με την πρώτη μορφή, η ΕΔ περιγράφει το σύστημα ευθύνης των προσώπων που ασκούν τη διοίκηση της εταιρίας έναντι των μετόχων. Στην ευρύτερη έννοια η ΕΔ περιλαμβάνει το συνολικό πλαίσιο των σχέσεων οι οποίες δημιουργούνται από τη λειτουργία της εταιρίας και τις συνέπειες που έχουν οι εν λόγω σχέσεις στην κοινωνία. Με άλλα λόγια η ΕΔ θα καλύπτει τις δομές, τις διαδικασίες, τις αρχές και τα συστήματα που προωθούν την επιτυχή διεκπεραίωση των υποθέσεων της εταιρίας ή άλλων οργανισμών⁷.

Ακολουθώντας ως ΕΔ θα λογίζεται το σύστημα σύμφωνα με το οποίο διευθύνονται και ελέγχονται οι εταιρίες. Η δομή της ΕΔ προσδιορίζει την κατανομή των δικαιωμάτων και των ευθυνών μεταξύ διαφορετικών συμμετεχόντων στην εταιρία, όπως του ΔΣ και γενικότερα των οργάνων διοίκησης, των διευθυντών, των μετόχων και άλλων συνεταίρων και καθορίζει τους κανόνες και τις διαδικασίες που απαιτούνται ή είναι πρόσφορες για τη λήψη αποφάσεων σχετικά με τις εταιρικές υποθέσεις⁸. Επιτυγχάνοντας αυτό παρέχει επίσης τη δομή δια μέσου της οποίας τίθενται οι στόχοι της εταιρίας και τα μέσα για την πραγματοποίηση των στόχων αυτών, όπως και την παρακολούθηση της επίτευξής τους⁹.

Σε αντίθεση με τα παραπάνω ορισμένοι υποστηρίζουν, σύμφωνα με μια πολύ πιο στενή άποψη, ότι η ΕΔ εκφράζει τον τρόπο με τον οποίο τα μέλη της διοίκησης και τα πρόσωπα που ασκούν το management και οι ελεγκτές διαχειρίζονται τις ευθύνες τους απέναντι στους μετόχους. Κάποιοι άλλοι πάλι υιοθετούν μια περισσότερο οικονομική προσέγγιση σύμφωνα με την οποία η ΕΔ θεωρείται ένας τομέας ο οποίος μελετά το πώς οι εταιρίες μπορούν να γίνουν περισσότερο αποδοτικές χρησιμοποιώντας θεσμικές δομές, όπως συμβατικές δεσμεύσεις, οργανωτικά σχέδια και νομοθεσία. Η αύξηση της αποδοτικότητας μιας εταιρίας συνήθως περιορίζεται στη βελτίωση της αξίας της μετοχής, οπότε η ΕΔ προσδιορίζει το πώς οι κύριοι της εταιρίας μπορούν να δώσουν κίνητρα και να διασφαλίσουν ότι τα μέλη του ΔΣ θα διανείμουν ένα ανταγωνιστικό ποσοστό απόδοσης.

Σύμφωνα με τα παραπάνω ο ορισμός της ΕΔ θα μπορούσε να προσδιοριστεί ως το συνολικό σύστημα δικαιωμάτων, διαδικασιών και ελέγχων, που έχουν καθιερωθεί εσωτερικά και εξωτερικά ως προς τη διοίκηση της εταιρίας, με στόχο να προστατευθούν τα συμφέροντα όλων των παραγόντων που σχετίζονται με την εταιρική δραστηριότητα (stakeholders). Τα δικαιώματα δε μπορεί να είναι νομοθετικής, κανονιστικής ή συμβατικής φύσεως. Οι διαδικασίες είναι μηχανισμοί οι οποίοι επηρεάζουν τη διοίκηση όπως για παράδειγμα τα εργασιακά συμβούλια

⁷ K. Keasey, S. Thompson, M. Wright, *“Corporate governance, Economic, management and financial issues”*, Oxford University Press, Oxford, 1997

⁸ Σπήλιος Αντ. Μουζουλός, «Εταιρική Διακυβέρνηση, Διεθνής εμπειρία, ελληνική πραγματικότητα», Εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, Αθήνα-Θεσσαλονίκη 2003, σελ. 25

⁹ ΟΟΣΑ, Απρίλιος 1999, Ο ορισμός του ΟΟΣΑ ταιριάζει με αυτόν που παρουσιάστηκε από την έκθεση Cadbury το 1992 στη Μεγ. Βρετανία

(works councils). Οι έλεγχοι αποτελούν μηχανισμούς μέσω των οποίων οι stakeholders ενημερώνονται για τη δραστηριότητα της επιχείρησης, όπως για παράδειγμα ο εσωτερικός έλεγχος¹⁰. Η ΕΔ αποδίδει τους τρόπους προσέγγισης των διαφόρων συμφερόντων (των επενδυτών και του management) και διασφάλισης της λειτουργίας της επιχείρησης προς το συμφέρον των επενδυτών, αφορά τις σχέσεις μεταξύ των εσωτερικών μηχανισμών της εταιρίας και των αντιλήψεων της κοινωνίας για την ΕΔ και περιλαμβάνει τις δομές, τις διαδικασίες, τις αντιλήψεις και τα συστήματα που διασφαλίζουν την επιτυχή λειτουργία του οργανισμού.

1.2. Σημασία και χρησιμότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η ΕΔ έχει σημαντικές επιπτώσεις στην αναπτυξιακή προοπτική μιας οικονομίας και στην εταιρική ανάπτυξη εν γένει. Οι ορθές πρακτικές ΕΔ μειώνουν τους επιχειρηματικούς κινδύνους που μπορεί να αντιμετωπίζουν οι επενδυτές και βελτιώνουν τη χρηματοοικονομική απόδοση των επιχειρήσεων. Ειδικά σε μια εποχή κατά την οποία ο ανταγωνισμός αυξάνεται συνεχώς όπως αυξάνεται και η κίνηση των κεφαλαίων, η ΕΔ ανάγεται σε θεμελιώδες στοιχείο που επηρεάζει τον εταιρικό ανταγωνισμό. Σε μία εμπειρική μελέτη που έγινε από τους Felton, Hudnut και Heeckeren παρουσιάστηκε το συμπέρασμα ότι οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να πληρώσουν κατά μέσο όρο 11% της υπεραξίας για επιχειρήσεις που θεωρούν ότι έχουν καλή ΕΔ¹¹.

Θα πρέπει να προβούμε στο σημείο αυτό σε μία ανάλυση της σύγχρονης λειτουργίας των αγορών. Τα τελευταία χρόνια η παγκοσμιοποίηση των αγορών και η διαρκής παγκόσμια κίνηση των κεφαλαίων αύξησαν σε μεγάλο βαθμό τις πηγές από τις οποίες μπορούν να αντληθούν τα επενδυτικά-χρηματοδοτικά κεφάλαια (fundings) των επιχειρήσεων. Από τη μία οι επιχειρήσεις χρειάζονται κεφάλαια, που θα τις βοηθήσουν να αυξήσουν το μέγεθός τους και να αναπτυχθούν στην εγχώρια και παγκόσμια οικονομία και από την άλλη οι επενδυτές-χρηματοδότες (investors) ψάχνουν επιχειρήσεις για να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους, οι οποίες θα τους εξασφαλίζουν μια αυξημένη απόδοση για μακρό χρονικό διάστημα καθώς και ότι είναι και θα παραμείνουν οικονομικά υγιείς και κερδοφόρες στο παρόν και στο μέλλον.

Προκειμένου οι επενδυτές να διασφαλίσουν τη μακροχρόνια απόδοση των κεφαλαίων τους, μελετούν και αναλύουν τα ετήσια δελτία, τις οικονομικές καταστάσεις και τα λοιπά στοιχεία της επιχείρησης που τους ενδιαφέρει. Τα παραπάνω δημοσιεύονται με επιμέλεια των επιχειρήσεων και θεωρούνται ασφαλή, αξιόπιστα και ότι απεικονίζουν την αληθινή και λεπτομερή εικόνα της επιχείρησης στη συγκεκριμένη χρονική στιγμή στην οποία αναφέρονται καθώς υπόκεινται σε

¹⁰ CEPS, “Corporate governance in Europe, Report of a CEPS Working party”, Working Report No 12

¹¹ R.F. Felton, A. Hudnut, J. Heeckeren, “Putting a value on board governance”, The McKinsey Quarterly, No. 4, 1996, pp. 170-175

ανεξάρτητο έλεγχο από τους εξωτερικούς ελεγκτές, οι οποίοι είναι ικανά άτομα, που λειτουργούν ανεξάρτητα από την εκάστοτε ελεγχόμενη επιχείρηση. Οι εξωτερικοί ελεγκτές προσπαθούν να εξακριβώσουν εάν οι προς έλεγχο πληροφορίες είναι σύμφωνες με τις γενικά παραδεκτές αρχές της λογιστικής και με προκαθορισμένα κριτήρια. Αυτό βέβαια εξαρτάται άμεσα και από το είδος της ειδικής γνώμης του κάθε ελεγκτή όσον αφορά την οικονομική διαχείριση κάθε επιχείρησης για μια δεδομένη χρονική περίοδο. Τα διάφορα πιστοποιητικά ελέγχου αποτελούν το επισφράγισμα της νομιμότητας κάθε ορθής διαχείρισης και συγχρόνως συνθέτουν την ασφαλιστική δικλείδα που θα προλάβει ή θα επανορθώσει λάθη, ατασθαλίες και κάθε λογής αυθαιρεσίες¹². Επειδή όμως η κάθε επιχείρηση είναι μία πολύπλοκη οικονομική οντότητα πρέπει να περιμένουμε πως κάποια στοιχεία που αφορούν την ίδια και τη δράση της είτε δεν παρουσιάζονται με ευκρίνεια είτε δεν εμφανίζονται καθόλου στα ετήσια δελτία και τις οικονομικές καταστάσεις.

Τις προηγούμενες δεκαετίες, ωστόσο, παρόλο που τα ετήσια δελτία και οι οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων παρουσίαζαν μια υγιή και κερδοφόρα εικόνα αυτών, αποκαλύφθηκαν αρκετά εταιρικά σκάνδαλα και εταιρικές καταρρεύσεις. Μερικά παραδείγματα τέτοιων σκανδάλων και καταρρεύσεων που απασχόλησαν την παγκόσμια εταιρική και οικονομική κοινότητα αποτελούν οι επιχειρήσεις Lehmann Brothers, Enron, Barings Bank, Royal Ahold, Parmalat και άλλες παρόμοιες, οι οποίες συγκέντρωναν τεράστια κεφάλαια και αποτελούσαν ένα πολύ σημαντικό κομμάτι της παγκόσμιας οικονομίας. Στη δημιουργία αυτών και άλλων παρόμοιων σκανδάλων οδήγησαν η έλλειψη διαφάνειας στη δράση των επιχειρήσεων, η απουσία ή η αναποτελεσματική λειτουργία συστήματος εσωτερικού ελέγχου, η κατάχρηση εξουσίας από στελέχη ούτως ώστε αυτά να επωφεληθούν οικονομικά ή να ικανοποιήσουν ατομικές τους επιδιώξεις, η απουσία έγκυρης, έγκαιρης και αξιόπιστης πληροφόρησης των ενδιαφερομένων ομάδων κάθε επιχείρησης, η έλλειψη εσωτερικών δικλίδων ασφαλείας και η έλλειψη εποπτείας των συναλλαγών και των προσώπων που ενεργούσαν για τις επιχειρήσεις αυτές και μια πλειάδα άλλων παραγόντων.

Τα παραπάνω φαινόμενα οδήγησαν τις επιχειρήσεις, τους μετόχους, τους επενδυτές και τα λοιπά ενδιαφερόμενα μέρη στη ζήτηση πλήρους διαφάνειας και μεγαλύτερης εποπτείας στις διαδικασίες που ακολουθούνται και στις συναλλαγές που πραγματοποιούνται από τις επιχειρήσεις. Οι επιχειρήσεις με τη δράση τους δημιουργούν ένα σύνολο σχέσεων μεταξύ προσώπων ή ομάδων οι οποίες έχουν είτε άμεση είτε έμμεση σχέση με την επιχείρηση. Αναλυτικότερα εξαιτίας των εταιρικών σκανδάλων και καταρρεύσεων, επηρεάζονται αρνητικά όλα τα πρόσωπα και οι ομάδες που έχουν σχέση με την επιχείρηση και συγκεκριμένα οι μέτοχοι επειδή απομειώνεται η αξία της περιουσίας τους, οι εργαζόμενοι επειδή κινδυνεύουν να απολυθούν, οι προμηθευτές και πιστωτές της επιχείρησης επειδή κινδυνεύουν να μείνουν ανεξόφλητοι για τα υλικά ή άυλα αγαθά που εισέφεραν στην επιχείρηση

¹² Άγγελος Α. Τσακλάγκανος, «Ελεγκτική», Εκδόσεις Κυριακίδη Αφοί, Θεσσαλονίκη 2005

καθώς και ένα σύνολο ενδιαφερομένων μερών που έχουν άμεση ή έμμεση σχέση με την επιχείρηση.

Κατά συνέπεια η εφαρμογή ενός αποτελεσματικού συστήματος ΕΔ στις επιχειρήσεις επηρεάζει θετικά ένα σημαντικό μέρος της εγχώριας και παγκόσμιας οικονομίας στις οποίες δραστηριοποιούνται οι παραπάνω ομάδες καθώς δημιουργεί κλίμα εμπιστοσύνης στις κεφαλαιαγορές και στους άμεσα και έμμεσα σχετιζόμενους με τις επιχειρήσεις, γεγονός που οδηγεί στην καλή φήμη αυτών και στην περαιτέρω χρηματοδότησή τους. Επίσης οδηγεί στην κατάρτιση αξιόπιστων χρηματοοικονομικών καταστάσεων ενισχύοντας την αξία των επιχειρήσεων, ενισχύει τον εποπτικό ρόλο των ΔΣ, διασφαλίζει την περιουσία των μετόχων, βοηθά στην επίτευξη των αντικειμενικών σκοπών των επιχειρήσεων, προωθεί τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας των ΔΣ και τον έλεγχο των αποφάσεων αυτών προς το εταιρικό αλλά και το ευρύτερο κοινωνικό συμφέρον, ευθυγραμμίζει τα συμφέροντα των ιδιοκτητών-μετόχων των επιχειρήσεων με αυτά της εκτελεστικής διοίκησης, δημιουργεί χαμηλό κόστος δανεισμού στις επιχειρήσεις και λειτουργεί καταλυτικά στην έγκαιρη, έγκυρη, αξιόπιστη και συμμετρική δημοσίευση πληροφοριών που αφορούν μετρήσιμα ή μη μεγέθη της επιχείρησης.

Ο ρόλος της ΕΔ είναι να προστατεύσει και να προάγει τα συμφέροντα των μετόχων καθορίζοντας την κατεύθυνση της στρατηγικής μιας επιχείρησης και διορίζοντας και εποπτεύοντας ικανή εκτελεστική διοίκηση για να το επιτύχει¹³. Οι αρχές και πρακτικές διακυβέρνησης συνοπτικά αποσκοπούν στη διασφάλιση των συμφερόντων της επιχείρησης, τη λειτουργία της στο χαμηλότερο κόστος και την άσκηση εποπτείας στην εξουσία των μελών του ΔΣ και της γενικής συνέλευσης¹⁴. Σε αρκετούς επιχειρηματίες, αλλά και χρηματιστές και επενδυτές υπάρχει η λανθασμένη αντίληψη ότι μοναδικός σκοπός της ΕΔ, είναι ο έλεγχος των αποφάσεων της διοίκησης της κάθε εταιρίας από τους μετόχους μειοψηφίας. Αυτή όμως, είναι μόνο η μισή αλήθεια. Η εφαρμογή χρηστής ΕΔ από τις επιχειρήσεις αποβαίνει σε πολύ μεγάλο βαθμό πρωτίστως εις όφελος των ίδιων των εταιριών.

Σε αρκετές χώρες του κόσμου έχουν ήδη θεσπισθεί κανόνες ΕΔ, οι οποίοι έχουν σαν βασικό στόχο τη διασφάλιση διαφανούς, χρηστής και αποτελεσματικής διοίκησης που μεγιστοποιεί την οικονομική αξία των εταιριών, προστατεύοντας ταυτοχρόνως τα συμφέροντα όλων των μετόχων. Οι κανόνες αυτοί αναφέρονται κυρίως στο ΔΣ της κάθε εταιρίας, την οργάνωσή του και την εξασφάλιση της ανεξαρτησίας του από μεγαλομετόχους και ανώτατα διευθυντικά στελέχη της εταιρίας. Η κεντρική ιδέα πίσω από τους εν λόγω κανόνες, που θα αναλύσουμε λεπτομερώς παρακάτω, είναι πως όσο ενισχύεται η ανεξαρτησία του ΔΣ έναντι των διευθυντικών στελεχών, τόσο θωρακίζεται το ΔΣ στην άσκηση του εποπτικού και ελεγκτικού του ρόλου επί των διευθυντικών στελεχών της επιχείρησης, με αποτέλεσμα τη βελτίωση των οικονομικών αποτελεσμάτων ή ακόμα και την αντικατάσταση των ανεπαρκών στελεχών.

¹³ Jill Solomon, "Corporate Governance and Accountability", publication Wiley, 2011

¹⁴ Γεώργιος Παπούλιας, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση-Financial Management», Ιδιωτική Έκδοση, Αθήνα 2000

Τα τελευταία δέκα χρόνια, υπό την πίεση δυσμενών επιχειρηματικών εξελίξεων σε αρκετές χώρες, ξεκίνησε από τη Βρετανία μια πρωτοβουλία μεταρρύθμισης του συστήματος ΕΔ των Βρετανικών επιχειρήσεων που μεταδόθηκε σύντομα σε πολλές χώρες σε όλες τις ηπείρους. Τα εμπειρικά ευρήματα ενισχύουν την άποψη πως οι κανόνες ΕΔ, εφ' όσον εφαρμοσθούν σωστά, αυξάνουν την εταιρική αξία και την ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων¹⁵.

2. Οι θεωρίες της Εταιρικής Διακυβέρνησης

2.1. Θεωρία της αντιπροσώπευσης (agency theory)

Η θεωρία της αντιπροσώπευσης εδραιώθηκε αρχικά από τον Adam Smith το 1776 και στη συνέχεια στους σύγχρονους καιρούς από τους Berle και Means το 1932. Οι Berle και Means μελέτησαν τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας από την εποπτεία της εταιρίας. Η θεωρία της αντιπροσώπευσης αναφέρεται στη σχέση που υπάρχει μεταξύ των δύο μερών σε μια επιχείρηση, δηλαδή του κυρίου (principal) ή αλλιώς εντολέα και του αντιπροσώπου (agent) ή αλλιώς εντολοδόχου. Οι μέτοχοι (εντολείς) λόγω έλλειψης γνώσεων, δεξιοτήτων, χρόνου αλλά και μεγάλου κόστους διοίκησης και ελέγχου της εταιρίας αναθέτουν τα σχετιζόμενα με τη διοίκηση θέματα σε επαγγελματίες (εντολοδόχους), οι οποίοι αναλαμβάνουν την εξουσία επί των στοιχείων του ενεργητικού και του ανθρώπινου δυναμικού και έχουν την ευθύνη της διοίκησης αυτών. Με αυτόν τον τρόπο μεταξύ μετόχου και εταιρίας παρεμβάλλεται ένα παρένθετο πρόσωπο, που θα πρέπει να ελέγχεται για την αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα του τρόπου με τον οποίο διοικεί¹⁶.

Το ζητούμενο της θεωρίας αυτής είναι η ευθυγράμμιση των συμφερόντων μεταξύ των ιδιοκτητών-εντολέων και των αντιπροσώπων. Τα υπόλοιπα ενδιαφερόμενα μέρη (δηλαδή οι εργαζόμενοι, δανειστές, προμηθευτές, δημόσιο κλπ) δεν βοηθούν σημαντικά στη διαμόρφωση της εταιρικής ταυτότητας και ισορροπίας. Ωστόσο, εν προκειμένω εμφανίζεται ένα πρώτο πρόβλημα της θεωρίας, που είναι αυτό της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ των μετόχων και των επαγγελματιών στελεχών. Από τη μία δηλαδή ο αντιπρόσωπος έχει το πλεονέκτημα της πληροφορίας καθώς συμμετέχει άμεσα στο επιχειρηματικό γίγνεσθαι και από την άλλη ο ιδιοκτήτης-εντολέας, κυρίως αν είναι παθητικός, πληροφορείται μόνο μέσω του αντιπροσώπου του, με αποτέλεσμα ο τελευταίος να ελέγχει σε μεγάλο βαθμό τι είδους πληροφορίες θα μεταφέρονται στον ιδιοκτήτη.

Επιπλέον ένα δεύτερο ζήτημα που απασχολεί τους μελετητές της θεωρίας αυτής είναι το γεγονός ότι τα επαγγελματικά στελέχη επειδή έχουν καταστεί πλέον,

¹⁵ Μπάμπης Εγγλέζος, «Εταιρική Διακυβέρνηση και Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, ως παράγοντες βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας των σύγχρονων επιχειρήσεων», Οκτώβριος 2007

¹⁶ Λαζαρίδης Θεμιστοκλής, Δρυμπέτας Ευάγγελος, «Εταιρική Διακυβέρνηση, Διεθνής Πρακτική & Ελληνική Εμπειρία», Εκδόσεις Σοφία, Θεσσαλονίκη 2011, σελ. 50

λόγω της συνεχώς αυξανόμενης πολυπλοκότητας των εταιρικών θεμάτων, οι μόνοι με τις απαραίτητες εξειδικευμένες γνώσεις για να λειτουργήσουν την εταιρία, έχουν αποκτήσει βαθμιαία τον πραγματικό έλεγχο. Τα επαγγελματικά στελέχη προσλαμβάνονται επειδή έχουν την ικανότητα να μελετούν, σχεδιάζουν, παρακολουθούν, εποπτεύουν και αξιολογούν τα δεδομένα του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντος της εταιρίας. Η απόκτηση αυτής της εξουσίας από τα επαγγελματικά στελέχη έχει ως αποτέλεσμα τη σχεδόν αποκλειστική ανάθεση της ευθύνης της εποπτείας των στελεχών στα ΔΣ. Το ΔΣ είναι, και πρέπει να είναι αν και αυτό δεν συμβαίνει πάντα, ένα ενδιάμεσο ολιγομελές σώμα το οποίο έχει τις απαραίτητες γνώσεις, δεξιότητες και χρόνο για να αξιολογήσει τις αποφάσεις της διοίκησης και να κρίνει αν αυτές συμβαδίζουν με τα συμφέροντα των μετόχων.

Βέβαια ο ιδιοκτήτης-μέτοχος είναι εκείνος που δίνει την εξουσία στα επαγγελματικά στελέχη να διοικούν και να διαχειρίζονται την εταιρία και κατ' επέκταση να την ελέγχουν και να λαμβάνουν τις αποφάσεις. Για το λόγο αυτό οι ιδιοκτήτες είναι αυτοί που θα πρέπει να βρουν μηχανισμούς ώστε να ελέγχουν και να παρακολουθούν τα στελέχη, όπως είναι για παράδειγμα η εποπτεία και το σύστημα κινήτρων. Το νέο όμως πρόβλημα που δημιουργείται εν προκειμένω είναι ότι η αποτελεσματικότητα αυτών των μηχανισμών αποτελεί συνάρτηση του κόστους (agency cost) και πολλές φορές το κόστος γίνεται αποτρεπτικός παράγοντας για την εφαρμογή και την άσκηση των ανωτέρω αναφερόμενων μηχανισμών ελέγχου και παρακολούθησης των επαγγελματικών στελεχών. Κατά συνέπεια οι ιδιοκτήτες έχουν τρεις επιλογές, είτε να ασκήσουν τον έλεγχο όπως προαναφέρθηκε με το αναμενόμενο κόστος, είτε να δείξουν πίστη, δηλαδή να εναποθέσουν τις προσδοκίες τους στην ικανότητα της αγοράς να πειθαρχήσει τα επαγγελματικά στελέχη και αν η αγορά είναι αναποτελεσματική να αποδεχθούν τυφλά τις αποφάσεις των στελεχών, είτε να διαλέξουν το δρόμο της εξόδου από την εταιρία.

Όπως προαναφέρθηκε η θεωρία της αντιπροσώπευσης αντιμετωπίζει το ζήτημα της ευθυγράμμισης των συμφερόντων μεταξύ των ιδιοκτητών-εντολέων και των αντιπροσώπων και σε αυτό το ζήτημα προκύπτουν τα παραπάνω προβλήματα, για την επίλυση των οποίων έχουν προταθεί διάφοροι μηχανισμοί, διαδικασίες ή θεσμοί. Μερικές από αυτές τις προτάσεις στηρίζονται σε τυπικά συμβόλαια (νόμοι, κώδικες) ενώ άλλες στηρίζονται σε άτυπα συμβόλαια ή ακόμη και σε μηχανισμούς ανάπτυξης εμπιστοσύνης.

Οι προτεινόμενες λύσεις που παρουσιάζονται συχνότερα στη βιβλιογραφία είναι τρεις¹⁷. Η πρώτη επιλογή των ιδιοκτητών είναι η εποπτεία, δηλαδή η παρακολούθηση του έργου και της ποιότητας των αποφάσεων των επαγγελματικών στελεχών. Η επιλογή αυτή απαιτεί την όσο το δυνατόν έγκυρη και ποιοτική πληροφόρηση των ιδιοκτητών σε πραγματικό χρόνο. Οι βασικοί ωστόσο περιορισμοί της εποπτείας και του ελέγχου είναι δύο, αφενός μεν το κόστος της διαδικασίας αφετέρου δε το σύνολο των γνώσεων, δεξιοτήτων και ικανοτήτων που είναι απαραίτητες για την αποτελεσματική άσκησή τους. Οι γνώσεις και οι δεξιότητες

¹⁷ Λαζαρίδης Θεμιστοκλής, Δρυμπέτας Ευάγγελος, «Εταιρική Διακυβέρνηση, Διεθνής Πρακτική & Ελληνική Εμπειρία», Εκδόσεις Σοφία, Θεσσαλονίκη 2011, σελ. 56

απαιτούν χρόνο και χρήμα για να αποκτηθούν και για αυτό για τους μικρομετόχους η απόκτησή τους είναι ασύμφορη. Η διαπραγματευτική δύναμη του μικρομετόχου δεν αρκεί για να ασκήσει πίεση στα στελέχη να πράξουν σύμφωνα με τα δικά του συμφέροντα. Όταν συμβαίνει αυτό οι επιλογές του μικρομετόχου είναι δύο: είτε να εμπιστευθεί τυφλά τη διοίκηση της εταιρίας είτε να «ψηφίσει με τα πόδια», δηλαδή να πουλήσει τις μετοχές του. Από την άλλη οι μέτοχοι που κατέχουν σχετικά υψηλό ποσοστό μετοχών έχουν το κίνητρο να ασκήσουν έλεγχο και εποπτεία. Η βασική υπόθεση του ελέγχου και της εποπτείας είναι ότι το στέλεχος που γνωρίζει ότι ελέγχεται θα συμμορφωθεί με τα συμφέροντα των μετόχων¹⁸. Εάν δεν συμμορφωθεί αυτό θα γίνει γρήγορα αντιληπτό και θα επέλθουν οι διορθωτικές ενέργειες. Η έλλειψη εποπτείας σε μια εταιρία μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα την κακή ή εσφαλμένη χρήση των στοιχείων ενεργητικού, την επιλήψιμη συμπεριφορά, απάτη από την πλευρά των στελεχών και την μειωμένη αποδοτικότητα των κεφαλαίων.

Ο δεύτερος μηχανισμός για την στάθμιση των συμφερόντων των στελεχών και των ιδιοκτητών είναι η παροχή κινήτρων. Η σύνδεση, δηλαδή, των αμοιβών με την απόδοση της εταιρίας για τη μέτρηση της ποιότητας των αποφάσεων των στελεχών, μπορεί θεωρητικά να αποτελέσει έναν αποτελεσματικό μηχανισμό. Τα κίνητρα αυτά μπορούν να είναι είτε δικαιώματα προαίρεσης (stock options), είτε μετοχών, bonus κλπ. Η απόκτηση της μετοχικής ιδιότητας από τα στελέχη είναι ισχυρό κίνητρο για τη σύγκλιση των συμφερόντων αφού το στέλεχος είναι πλέον και μέτοχος. Ο δεύτερος τρόπος για την παροχή κινήτρων είναι η σύνδεση της αμοιβής τους με την απόδοση της εταιρίας. Η μακροχρόνια απόδοση ωστόσο δεν είναι εύκολο να μετρηθεί και αποτιμηθεί με αντικειμενικούς όρους. Κατά συνέπεια, οι εταιρίες θέλοντας να συνδέσουν την αμοιβή με την απόδοση καταλήγουν στη χρήση βραχυχρόνιας αποτίμησης της εταιρίας και της απόδοσης του στελέχους και συνεπώς το στέλεχος έχει το κίνητρο να εμφανίσει βραχυχρόνια καλά αποτελέσματα και να χειραγωγήσει τους μηχανισμούς προετοιμασίας των χρηματοοικονομικών καταστάσεων.

Ο τρίτος μηχανισμός είναι οι πιέσεις που ενδέχεται να δεχθούν τα στελέχη από την αγορά, κεφαλαιαγορά και αγορά στελεχών. Η πρώτη αφορά στη διαμόρφωση της τιμής της μετοχής (σύνδεση της απόδοσης με την αμοιβή), η δεύτερη στη διαχρονική φήμη των στελεχών και η τρίτη στις εξαγορές και συγχωνεύσεις. Οι επενδυτές συχνά χρησιμοποιούν τις επιλογές της εξόδου εάν διαφωνούν με τη διοίκηση ή έχουν απογοητευθεί από την απόδοση της εταιρίας, δίνοντας το σήμα για την ανάγκη των στελεχών να βελτιώσουν την απόδοση¹⁹. Η κεφαλαιαγορά, μέσω της διαμόρφωσης της τιμής της μετοχής ή των εξαγορών, για να αποτελέσει μηχανισμό μείωσης του κόστους αντιπροσώπευσης θα πρέπει να είναι αποτελεσματική. Μια αποτελεσματική αγορά δε θα επιτρέψει τα στελέχη να εκτραπούν από τα συμφέροντα των ιδιοκτητών, διότι η αποτελεσματική αγορά απορροφά άμεσα και γρήγορα τις

¹⁸ V. Basu, A.L. Ledere, "An Agency Theory Model of ERP Implementation", Proceedings of the 2004 SIGMIS conference on Computer personnel research: Careers, culture and ethics in a networked environment, NY USA 2004

¹⁹ L.J. Spanos, "Corporate Governance in Greece: developments and policy implications", Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, Vol. 5, No 1, pp 15-30, 2005

πληροφορίες. Στην πραγματικότητα όμως οι κεφαλαιαγορές δεν είναι αποτελεσματικές και οι πληροφορίες δεν διαχέονται άμεσα χωρίς κόστος ή εμπόδια, γεγονός που αποτελεί σημαντικό αντικείμενο προβληματισμού. Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις ως μηχανισμός ΕΔ λειτουργεί ως εξής: Οι εταιρίες που δεν έχουν εμφανίσει καλά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα για μία σειρά περιόδων παρουσιάζουν μικρή ελκυστικότητα στους επενδυτές και η τιμή της μετοχής στην κεφαλαιαγορά πέφτει. Όταν η τιμή πέσει κάτω από ένα όριο, τότε η εταιρία είναι ελκυστική για εξαγορά γιατί η αξία των στοιχείων ενεργητικού είναι μεγαλύτερη από τη χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση. Είναι σύνηθες τα στελέχη της εξαγοραζόμενης επιχείρησης να απομακρύνονται από αυτήν ως αναποτελεσματικά. Η κακή διαχείριση από τα στελέχη θεωρείται ότι είναι μία από τις αιτίες παραγωγής αρνητικών αποτελεσμάτων και συνεπώς η απομάκρυνσή τους από την εταιρία και η εγκαθίδρυση ενός συστήματος αποτελεσματικής διαχείρισης θα μπορούσε να είχε ως αποτέλεσμα την επαναφορά της εταιρίας στην κερδοφορία και την αύξηση της αξίας της. Ο φόβος της απομείωσης της αξίας των στελεχών στην αντίστοιχη αγορά εργασίας είναι το κίνητρο για την καλή απόδοσή τους και την επιμέλειά τους στη μεγέθυνση της αξίας της εταιρία και την παρουσίαση καλών χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων.

2.2. Θεωρία των ενδιαφερομένων μερών (stakeholder theory)

Η θεωρία των ενδιαφερομένων μερών βρίσκεται στον αντίποδα της θεωρίας αντιπροσώπευσης, διότι βασίζεται στην ιδέα ότι πέρα από τους μετόχους υπάρχουν διάφορες άλλες ομάδες που ενδιαφέρονται για τις αποφάσεις και τις ενέργειες μιας επιχείρησης, οι οποίες ομάδες αποτελούν τα λεγόμενα ενδιαφερόμενα μέρη. Οι άμεσα ενδιαφερόμενοι σε μία επιχείρηση είναι οι μέτοχοι, οι εργαζόμενοι, οι δανειστές-πιστωτές (τράπεζες). Έμμεσα ενδιαφερόμενοι είναι το κράτος, οι τοπικές κοινωνίες στις οποίες δραστηριοποιείται μια επιχείρηση, οι ομάδες πίεσης (pressure groups), όπως για παράδειγμα οι ακτιβιστές και οι διαδηλωτές. Η θεωρία των ενδιαφερομένων μερών βοηθάει την επιχείρηση να λάβει υπόψη της όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη, τόσο τα άμεσα όσο και τα έμμεσα και να ξεκινήσει μια ουσιώδη διαδικασία διαλόγου πριν καθορίσει το πρόγραμμα δράσης της.

Ο όρος ενδιαφερόμενα μέρη εμφανίστηκε για πρώτη φορά το 1963 σε ένα εσωτερικό υπόμνημα του Stanford Research Institute²⁰ και έρχεται σε αντιδιαστολή με τον όρο μέτοχοι (shareholders). Η έννοια του ενδιαφερόμενου μέρους ορίζονταν αρχικά ως αυτές οι ομάδες που χωρίς την υποστήριξή τους ο οργανισμός θα σταματούσε να υπάρχει²¹, ωστόσο σήμερα ο όρος έχει διευρυνθεί σημαντικά και περιλαμβάνει πλέον όλους αυτούς που επηρεάζουν ή επηρεάζονται από τα επιτεύγματα και τους στόχους ενός οργανισμού. Η διεύρυνση του ορισμού και οι

²⁰ J. Dobaldson, *"Business Ethics: a European Casebook"*, Academic Press Limited, 1992, pp 53-54

²¹ R.E. Freeman, *"Strategic Planning: a Stakeholder Approach"*, Pitman Publishing, 1984, p. 32

δυσκολίες που αυτή παρουσιάζει αποτέλεσε αντικείμενο μεγάλης συζήτησης και αντιπαλότητας από τους ακαδημαϊκούς²².

Σύμφωνα με τις απόψεις του Dunlap (1994) οι διευθυντές ανησυχούν αλλά και μετρούν την απόδοση της εταιρίας έτσι ώστε να ικανοποιούνται οι στόχοι των ενδιαφερομένων μερών. Κάτι τέτοιο είναι λογικό αν σκεφτούμε ότι η ποιότητα των σχέσεων των ενδιαφερομένων μερών οδηγεί σε χρηματοοικονομική απόδοση. Με άλλα λόγια έχει αποδειχθεί ότι όταν ένας υπάλληλος είναι ικανοποιημένος τότε θα είναι και ο πελάτης ικανοποιημένος και αυτό συνδέεται με τη συνολική απόδοση της επιχείρησης. Σύμφωνα με τη θεωρία του Clarkson (1995) τα ενδιαφερόμενα μέρη διακρίνονται σε δύο κατηγορίες, τα κύρια και τα δευτερεύοντα. Τα κύρια ενδιαφερόμενα μέρη είναι εκείνα που χωρίς τη διαρκή συμμετοχή τους η επιχείρηση δεν μπορεί να συνεχίσει να λειτουργεί και είναι συγκεκριμένα οι μέτοχοι, οι επενδυτές, οι εργαζόμενοι, οι προμηθευτές και το κράτος. Τα δευτερεύοντα ενδιαφερόμενα μέρη είναι εκείνα που επηρεάζουν και επηρεάζονται από την εταιρία, χωρίς ωστόσο να προβαίνουν σε συναλλαγές μαζί της και δεν είναι τόσο απαραίτητα για τη συνέχιση της λειτουργίας της επιχείρησης.

Ο Mitchell (1997) προτείνει ότι για να χαρακτηριστεί μια ομάδα σαν ενδιαφερόμενο μέρος θα πρέπει να διαθέτει τα εξής χαρακτηριστικά: α) να συνεισφέρει στην προσφορά πολύτιμων για την επιχείρηση πόρων, β) η προσφορά πρέπει να γίνεται υπό όρους και να εξαρτάται και η δική της ευημερία από την ευημερία της επιχείρησης και από τη συνεργασία της με αυτή, γ) να διαθέτει δύναμη έτσι ώστε να μπορεί να ασκήσει επιρροή σε μία επιχείρηση. Κάθε ομάδα που διαθέτει ένα από τα παραπάνω χαρακτηριστικά μπορεί να γίνει ομάδα κοινωνικών εταίρων. Η θεωρία του Phillips Reichard (2000) υποστηρίζει ότι μόνο τα ανθρώπινα όντα μπορούν να χαρακτηριστούν σαν ενδιαφερόμενο μέρος ενώ αντίθετα ο Jacobs (1997) αναφέρει ότι και το περιβάλλον μπορεί να θεωρηθεί ως κοινωνικός εταίρος μέσα από το ενδιαφέρον για τις μελλοντικές γενιές. Τέλος, το περιβάλλον θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη κατά τη λήψη αποφάσεων από μία εταιρία αν κάποιος από τους κοινωνικούς εταίρους ενδιαφέρεται για αυτό (π.χ. οικολόγοι).

Η θεωρία των ενδιαφερομένων μερών θεωρήθηκε όπως προαναφέρθηκε ότι μπορεί να αποτελέσει αντίβαρο στη θεωρία της αντιπροσώπευσης και να διορθώσει τις αδυναμίες των εταιριών και της επιχειρηματικής ηθικής. Η βάση της θεωρίας αυτής δεν είναι πια το ατομικό κέρδος, όπως ήταν της θεωρίας αντιπροσώπευσης, αλλά είναι η ευθύνη της εταιρίας έναντι όλων των μερών και από την οπτική αυτή η ηθική αποκτά σημαντικό ρόλο στα πλαίσια αυτής της θεωρίας. Το βασικό επιχείρημα της θεωρίας των ενδιαφερομένων μερών είναι ότι στο βαθμό που η ανάπτυξη της επιχείρησης βασίζεται στην αλληλεπίδραση κοινωνικών ομάδων, στο εσωτερικό και εξωτερικό της, τα συμφέροντα των ομάδων αυτών θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη στη διοίκησή της. Έτσι η επιχείρηση μπορεί να γίνει μακροχρόνια πιο αποτελεσματική και να ανταποκρίνεται πιο γρήγορα σε μεταβολές στο περιβάλλον της. Εξάγεται επομένως το συμπέρασμα ότι η θεωρία αυτή εστιάζει την προσοχή της

²² Elaine Sternberg, "The Defects of Stakeholder Theory, Corporate Governance: An International Review", Vol. 5, Issue 1, pp 3-10, January 1997

στη μακροχρόνια αποτελεσματικότητα ενώ η θεωρία αντιπροσώπευσης στη βραχυχρόνια.

Ωστόσο υπάρχουν ακαδημαϊκοί που πιστεύουν ότι η θεωρία έχει πολλά μειονεκτήματα. Συγκεκριμένα σύμφωνα με τη Sternberg (1997) είναι ανίκανη να προσφέρει καλύτερη ΕΔ και απόδοση της εταιρίας, δεν είναι συμβατή με όλους τους αντικειμενικούς σκοπούς και υπονομεύει και την ιδιωτική ιδιοκτησία. Η εξισορρόπηση των ωφελειών των ενδιαφερομένων μερών είναι από μόνος του ένας αδύνατος στόχος καθώς:

α) ο αριθμός των ατόμων των οποίων τα συμφέροντα πρέπει να ληφθούν υπόψη είναι πολύ μεγάλος. Επίσης κάποια άτομα ανήκουν συχνά σε περισσότερες από μία ομάδες συμμετοχών.

β) Η θεωρία δεν εξηγεί τι θα έπρεπε να θεωρείται ως ωφέλεια όταν γίνεται προσπάθεια για ισορρόπηση των ωφελειών και πώς οι manager θα γνωρίζουν τι θεωρούν ως ωφέλεια τα ενδιαφερόμενα μέρη.

γ) Ακόμα κι αν διακρίνονται τα οφέλη, η θεωρία δεν παρέχει κάποια καθοδήγηση για το πώς θα πρέπει να γίνει η εξισορρόπηση τους. Λόγω μάλιστα των διαφορετικών ενδιαφερόντων των διαφόρων μερών κάτι που ωφελεί μια ομάδα μπορεί συχνά να βλάπτει μια άλλη.

Σύμφωνα επίσης και με άλλους φιλελεύθερους θεωρητικούς (Freidman, Gilbert, Sullivan) η θεωρία των ενδιαφερομένων μερών συγκρίνεται με τη ληστεία ή αντιμετωπίζεται «ως παράσιτο που είναι ενεργό μόνο όσο οι στόχοι του αντέχουν τις επιθέσεις του»²³. Η αντίληψη αυτή προκύπτει από το γεγονός της μεταστροφής του εστιακού σημείου της αποστολής της επιχείρησης από τα συμφέροντα των μετόχων στα συμφέροντα όλων των ενδιαφερομένων μερών. Κατά τους συγκεκριμένους συγγραφείς αυτή η μεταστροφή αδικεί παράφορα τους μετόχους διότι τους στερεί το βασικό δικαίωμα της επιστροφής του κεφαλαίου και της προσδοκώμενης απόδοσης.

Παρά τα προαναφερθέντα μειονεκτήματά της, η θεωρία αυτή είναι ευρέως διαδεδομένη. Ένας λόγος που συμβαίνει αυτό είναι το γεγονός ότι οι επιπτώσεις της σπάνια γίνονται εμφανείς. Επίσης δίνει την εντύπωση ότι προσφέρει ένα «δωρεάν γεύμα», με την έννοια ότι προσελκύει εκείνους που θα ήθελαν να έχουν τα οφέλη της επιχείρησης, χωρίς όμως την πειθαρχία που αυτά απαιτούν. Ωστόσο αυτό είναι μια εσφαλμένη εντύπωση καθώς τίποτα δεν δημιουργείται από το τίποτα, έτσι και τα οφέλη από τις επιχειρήσεις θα υπάρξουν μόνο εφόσον επιτευχθεί ο μακροπρόθεσμος στόχος της μεγιστοποίησης της αξίας και δεν επιτραπεί στους επενδυτές να πάρουν οι ίδιοι μόνο τα οφέλη των επενδύσεών τους.

Συμπερασματικά, η συνεχής κερδοφορία μιας επιχείρησης εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την ικανότητά της να πετυχαίνει τόσο τον οικονομικό όσο και τον κοινωνικό της στόχο, ο οποίος δεν είναι άλλος από τα να δημιουργεί και να μοιράζεται αρκετό πλούτο, ώστε κάθε ομάδα ενδιαφερομένων να συνεχίζει να είναι μέρος του συστήματος ενδιαφερομένων της επιχείρησης. Μια εταιρία είναι σαν ένα σύνολο από συσχετιζόμενες σχέσεις μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών της.

²³ Elaine Sternberg, "The Defects of Stakeholder Theory, Corporate Governance: An International Review", Vol. 5, Issue 1, page 5, January 1997

Δημιουργώντας μακροχρόνιες σχέσεις μεταξύ τους οι εταιρίες επεκτείνουν τις σχέσεις τους πέρα από τις απλές συναλλαγές που πραγματοποιούνται στην αγορά, δημιουργώντας έτσι αξία.

2.3. Θεωρία Επιτροπείας ή Επιμελητείας (stewardship theory)

Σύμφωνα με τους Donaldson και Davis (1991) και Davis et al. (1997) η θεωρία της επιτροπείας ή επιμελητείας παρουσιάζει σημαντικές διαφορές με τις άλλες δύο βασικές θεωρίες που αναλύθηκαν ανωτέρω, με σημαντικότερη όλων το γεγονός πως η θεωρία αυτή αναγνωρίζει άλλα, πλην της οικονομικής ιδιοτέλειας, κίνητρα για τις ενέργειες των στελεχών. Στη θεωρία της επιτροπείας με άλλα λόγια δεν νοείται σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ επαγγελματικών στελεχών, που λειτουργούν ως αντιπρόσωποι και ιδιοκτητών, δηλαδή μετόχων, και για να είναι επιτυχής η οργάνωση μιας επιχείρησης απαιτείται μία δομή στην οποία ο συντονισμός μπορεί να γίνει πιο αποδοτικά²⁴. Σύμφωνα λοιπόν με τη θεωρία αυτή οι διαχειριστές (η εκτελεστική διοίκηση) επιδιώκουν να ικανοποιήσουν και να επιτύχουν μη οικονομικούς στόχους, όπως το να ικανοποιήσουν την αίσθηση του καθήκοντος, να έχουν μια καλή φήμη, μια καλή δουλειά, ένα αίσθημα ικανοποίησης από το έργο που επιτελούν. Τα στελέχη δηλαδή κινητοποιούνται από μια ανάγκη να επιτύχουν, να απολάβουν την ικανοποίηση που ενσωματώνεται στην επιτυχή εκτέλεση των εγγενώς προκλητικών εργασιών, να ασκήσουν ευθύνη και εξουσία και να αποκτήσουν αναγνώριση από τους συναδέλφους τους και τα αφεντικά τους²⁵.

Ωστόσο το γεγονός ότι τα στελέχη κινητοποιούνται κυρίως από μη χρηματικά κίνητρα δεν είναι επιβεβαιωμένο στην πράξη. Μάλιστα τα πρόσφατα σκάνδαλα κακής διαχείρισης των κεφαλαίων και των στοιχείων του ενεργητικού, όπως αποτελεί το παράδειγμα της Enron, αποδεικνύουν την αποτυχία της συγκεκριμένης θεωρίας. Το βασικό πλεονέκτημα της θεωρίας της επιμελητείας είναι ότι δεν παρουσιάζει το κενό της θεωρίας της αντιπροσώπευσης, σχετικά με τα κίνητρα συμπεριφοράς των στελεχών και ότι λαμβάνει υπόψη της την κουλτούρα της κάθε επιχείρησης, η οποία μπορεί να επηρεάσει τη συμπεριφορά και την απόδοση των στελεχών. Κατά αυτόν τον τρόπο δεν υφίσταται ούτε ο ηθικός κίνδυνος αλλά ούτε και το πρόβλημα της επιζήμιας επιλογής, εφόσον το στέλεχος από τη φύση του θα προσπαθήσει να εκτελέσει τα καθήκοντά του όσο καλύτερα μπορεί.

Δεν πρέπει ωστόσο να παραλείψουμε το γεγονός ότι η αναγνώριση μόνο ιδιοτελών κινήτρων στη συμπεριφορά των στελεχών αποτελεί εξαιρετική υπόθεση για άτομα που η δημιουργικότητα, η πρόκληση και η αναγνώριση αποτελούν σημαντικό στοιχείο του χαρακτήρα τους. Με βάση τα ανωτέρω, αν και η θεωρία της επιμελητείας είναι η πιο σύγχρονη, δεν έχει τύχει σημαντικής αποδοχής από την

²⁴ V. Dulewicz, P. Herbert, "Does the composition and practice of Board Bear Any Relationship to the Performance of their Companies?", *Corporate Governance: An International Review*, 2004

²⁵ L. Donaldson, "The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory", *Academy of Management Review*, 1990

ακαδημαϊκή αλλά και από τη νομοπαρασκευαστική και ρυθμιστική-εποπτική κοινότητα. Έτσι αν και η οπτική γωνία της θεωρίας, όσον αφορά στα κίνητρα των αντιπροσώπων και την ευθυγράμμιση των συμφερόντων, είναι ενδιαφέρουσα, η θεωρία της επιμελητείας δεν μπόρεσε να αναπτύξει την ερμηνευτική δύναμη των φαινομένων που παρατηρήθηκαν τις τελευταίες δεκαετίες. Εκείνο ωστόσο που μειώνει την αξία της θεωρίας αυτής είναι ότι δεν μπορεί να προτείνει μια εναλλακτική πρακτική λύση. Για το λόγο αυτό η θεωρία της επιμελητείας μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως αναλυτικό εργαλείο και μόνο.

2.4. Θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης (managerial hegemony theory)

Στη θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης ή των στελεχών αναφέρθηκαν αρχικά ο Mace το 1971 και έπειτα οι Vance (1983), Lorsch και MacIver (1989). Σύμφωνα με αυτή κυρίαρχη μονάδα εξουσίας μέσα στην επιχείρηση καθίστανται τα επαγγελματικά στελέχη ενώ εξασθενούν οι μηχανισμοί εποπτείας, ελέγχου και γενικότερα της οργάνωσης των επιχειρήσεων που αφορούν στη δράση της εκτελεστικής διοίκησης, δηλαδή των μετόχων. Οι μέτοχοι, που θεωρούνται το κυρίαρχο ενδιαφερόμενο μέρος, δεν βρίσκουν πλέον κίνητρα για την ανάληψη καθηκόντων, με αποτέλεσμα να αποδυναμώνεται η δυναμική τους συμμετοχή στο επιχειρηματικό γίγνεσθαι και να επιλέγουν άλλοτε το δρόμο της πίστης, προς τα επαγγελματικά στελέχη, και άλλοτε το δρόμο της εξόδου από την εταιρία. Το πρόβλημα αυτό δημιουργείται όταν η σχέση αντιπροσώπευσης και η επιχειρησιακή ηθική δεν καταφέρνουν να επιβάλουν κανόνες οι οποίοι θα διευκολύνουν τα ενδιαφερόμενα μέρη και κυρίως τους μετόχους να αναλάβουν τα καθήκοντά τους, δηλαδή τις υποχρεώσεις τους και τα δικαιώματά τους.

Η θεωρία της ηγεμονίας βρίσκεται στον αντίποδα της θεωρίας των ενδιαφερομένων μερών. Εντός της επιχείρησης, μέσα από τη σύγκρουση συμφερόντων, μια ομάδα ενδιαφερομένων μερών (τα επαγγελματικά στελέχη) υπερισχύει των υπολοίπων και αποκτά κάποια πλεονεκτήματα, όπως η λεπτομερής πληροφόρηση όσον αφορά στις λειτουργίες και τη δράση της επιχείρησης ή η συμμετοχή στη διοίκηση της ίδιας της επιχείρησης. Έτσι η ομάδα αυτή έχει πλέον τη δυνατότητα να παραποιεί τα οικονομικά στοιχεία, να παραπληροφορεί τα υπόλοιπα ενδιαφερόμενα μέρη και να οικειοποιείται μεγάλα χρηματικά ποσά προς ίδιον όφελος. Ενδείξεις της ηγεμονίας των επαγγελματικών στελεχών όπως την περιγράψαμε αποτελούν οι περιπτώσεις της εξαπάτησης του επενδυτικού κοινού και της ρευστοποίησης εκατομμυρίων δολαρίων σε μετοχές, δικαιώματα προαίρεσης κλπ από τα ανώτατα στελέχη εταιριών λίγο πριν την κατάρρευσή τους (όπως το παράδειγμα της Global Crossing και της Enron). Η δυνατότητα ελέγχου της πληροφορίας και των διαδικασιών μέσα στην επιχείρηση καθώς και η έλλειψη αποτελεσματικού εσωτερικού και εξωτερικού ελέγχου οδήγησε στα παραπάνω φαινόμενα.

Η σημασία αυτής της θεωρίας έγκειται στο γεγονός ότι οι νομοθέτες παγκοσμίως αναγνώρισαν την ερμηνευτική της δύναμη και υιοθέτησαν αρκετές από τις προτάσεις που αυτή προέβλεπε ως αντιστάθμισμα στην ηγεμονία των επαγγελματικών στελεχών. Μία από τις επιρροές της εν λόγω θεωρίας ήταν η τοποθέτηση ικανού αριθμού ανεξάρτητων μελών στο ΔΣ, που θεωρείται παγκοσμίως καλή πρακτική της ΕΔ. Παρόλα αυτά η θεωρία της ηγεμονίας είναι υποβαθμισμένη σε σχέση με τις υπόλοιπες θεωρίες που επηρέασαν την ανάπτυξη της ΕΔ γεγονός που οφείλεται στους παρακάτω λόγους:

α) την οξύτητα της σύγκρουσης μεταξύ της θεωρίας της αντιπροσώπευσης και εκείνης των ενδιαφερομένων μερών, η οποία βρισκόταν συνεχώς στο προσκήνιο,

β) την σύγκρισή της με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης με την οποία παρουσιάζει πολλές ομοιότητες,

γ) το γεγονός ότι αναπτύχθηκε κατά το χρονικό διάστημα που αδιαμφισβήτητος ηγέτης στη θεωρία ήταν η φιλελεύθερη σχολή σκέψης που προέβαλε έντονα τη θεωρία της αντιπροσώπευσης και

δ) εστιάζει περισσότερο στο αποτέλεσμα της σχέσης αντιπροσώπευσης των μετόχων από τα επαγγελματικά στελέχη και όχι στη σχέση αυτή καθαυτή²⁶.

3. Τα συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

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

Επιπροσθέτως, η O'Sullivan (2000) υποστηρίζει ότι ένα σύστημα ΕΔ διαδραματίζει προεξέχοντα ρόλο στο οικονομικό κύκλωμα και μπορεί να έχει σημαντικές επιπτώσεις στην απόδοση της οικονομίας στο σύνολο της. Η άποψη αυτή αναγνωρίζει τη σημαντικότητα της επιχείρησης για την κατανομή των πόρων στην οικονομία και μέσω του υιοθετούμενου συστήματος ΕΔ διαμορφώνεται το πλαίσιο υπό το οποίο λαμβάνονται οι επενδυτικές αποφάσεις, τα πρόσωπα τα οποία τις

²⁶ Λαζαρίδης Θεμιστοκλής, Δρυμπέτας Ευάγγελος, «Εταιρική Διακυβέρνηση, Διεθνής Πρακτική & Ελληνική Εμπειρία», Εκδόσεις Σοφία, Θεσσαλονίκη 2011, σελ. 84

λαμβάνουν, τι είδους επενδυτικά σχέδια υλοποιούνται και πώς η απόδοση των επενδύσεων κατανέμεται²⁷.

Εν προκειμένω θα περιγράψουμε τις δύο ακραίες τάσεις που συνθέτουν το πολυδιάστατο πεδίο της παγκόσμιας ΕΔ αλλά και την οπτική γωνία πάνω στην οποία βασίζονται οι εν λόγω τάσεις. Η μία θεώρηση (shareholder theory) ενσωματώνει στην ανάλυσή της ένα μοντέλο που προσανατολίζεται αποκλειστικώς στην ικανοποίηση των συμφερόντων των μετόχων επενδυτών, οι οποίοι αποτελούν την πιο σημαντική, για την εταιρία, πηγή άντλησης χαμηλού κόστους επενδυτικών κεφαλαίων. Επίσης, η συμμετοχή των άλλων ομάδων stakeholders είναι αποσπασματική έως ιδιαίτερα περιορισμένη καθώς αναλώνεται στη λήψη αποφάσεων χαμηλότερου επιχειρησιακού επιπέδου. Στην εν λόγω θεώρηση είναι εμφανής η επίδραση του νεοκλασικού οικονομικού μοντέλου, όπου οι επιχειρήσεις μέσα από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης, σε όλες τις αγορές των οικονομικών πόρων, επιτυγχάνουν την αριστοποίηση της οικονομικής τους απόδοσης. Το μοντέλο αυτό οργάνωσης (αγγλοσαξωνικό) ακολουθείται από τις ΗΠΑ και γενικά από χώρες όπου η διασκορπισμένη μετοχική σύνθεση είναι η επικρατούσα μορφή ιδιοκτησιακής δομής και η αυξημένη μερισματική απόδοση είναι το κύριο ζητούμενο.

Η δεύτερη θεωρία στηρίζεται στην προαγωγή από τους managers, κατά τη διαδικασία λήψεως των εταιρικών αποφάσεων, των συμφερόντων όλων των παραγόντων που αναμειγνύονται και έχουν συμφέρον από την εταιρική λειτουργία και όχι μόνο των μετόχων (stakeholder theory). Αυτή η άποψη λαμβάνει την επιχείρηση ως μία ολοκληρωμένη κοινωνική και οικονομική οντότητα που καλείται να υπηρετήσει τα ευρύτερα συμφέροντα των stakeholders, δηλαδή να προάγει το εταιρικό συμφέρον χωρίς αυτό να σημαίνει ότι δεν λαμβάνονται υπόψη τα συμφέροντα των μετόχων, τα οποία σαφώς και εξυπηρετούνται αφού δεν διαφοροποιούνται με το εταιρικό συμφέρον. Το εν λόγω μοντέλο οργάνωσης που σε γενικές γραμμές ακολουθείται από τα ευρωπαϊκά κράτη εκτός του Ηνωμένου Βασιλείου, αναδεικνύει τη σημασία των εργαζομένων και των ενώσεών τους ως φορείς άσκησης διακυβέρνησης και κατοχής μεριδίου ιδιοκτησίας.

3.1. Το Αγγλοσαξωνικό ή εξωτερικό σύστημα

Κύριο χαρακτηριστικό των εξωτερικών συστημάτων ΕΔ, που εφαρμόζουν κυρίως οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, είναι η ύπαρξη μεγάλων και υψηλής ρευστότητας κεφαλαιαγορών. Τα μετοχικά κεφάλαια των εταιριών παρουσιάζουν μεγάλη διασπορά. Οι μέτοχοι, εκμεταλλευόμενοι το δικαίωμα της ψήφου τους, μπορούν να εκλέγουν το ΔΣ της εταιρίας και να αποφασίζουν για σημαντικά θέματα. Στην πράξη βέβαια η δυνατότητα παρακολούθησης και ελέγχου της εκτελεστικής διοίκησης από τους μετόχους είναι περιορισμένη. Η μεγάλη διασπορά του μετοχικού κεφαλαίου των εταιριών, φέρνει τους μετόχους αντιμέτωπους με το πρόβλημα του

²⁷ Mary O' Sullivan, "Corporate Governance and Globalization", Working Paper 2000

«ελεύθερου επιβάτη» (free-rider problem). Επειδή οι μέτοχοι έχουν μικρό μερίδιο στην εταιρία δεν είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν το έργο της εποπτείας και ελέγχου των αποφάσεων της εκτελεστικής διοίκησης, διότι το κόστος μιας τέτοιας διαδικασίας, το οποίο οι ίδιοι πρέπει να αναλάβουν, μπορεί να υπερβαίνει το προσδοκώμενο όφελος²⁸.

Η αδυναμία των μετόχων να ελέγχουν τη λειτουργία της εκτελεστικής διοίκησης, καθιστά την κεφαλαιαγορά ως τον κυριότερο μηχανισμό πειθαρχίας της. Κατά συνέπεια όταν η εκτελεστική διοίκηση δεν συμμορφώνεται με τα συμφέροντα των μετόχων, εκείνοι μπορούν να επιλέξουν τη μαζική έξοδο από τη μετοχή της εταιρίας και με αυτόν τον τρόπο να επέλθει η άμεση πτώση της τιμής της μετοχής. Με αυτήν την επιλογή οι μέτοχοι προειδοποιούν την εκτελεστική διοίκηση να τροποποιήσει τις πολιτικές της και να τις ευθυγραμμίσει με τα συμφέροντά τους.

Παράλληλα οι επιχειρήσεις είναι εκτεθειμένες στην απειλή των (επιθετικών) εξαγορών. Η ύπαρξη ενεργητικής αγοράς εταιρικού ελέγχου αποτελεί σημαντικό μηχανισμό ελέγχου της εκτελεστικής διοίκησης από τους μετόχους. Στο Ηνωμένο Βασίλειο την τελευταία δεκαετία έλαβαν χώρα κατά μέσο όρο 200 εξαγορές και συγχωνεύσεις ανά έτος. Στο 90% των επιθετικών εξαγορών το ΔΣ της εξαγοραζόμενης εταιρίας δεν παρέμεινε το ίδιο. Κατά συνέπεια, οι εξαγορές αποτελούν έναν κεντρικό μηχανισμό αλλαγής των ΔΣ στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Ένα άλλο χαρακτηριστικό του εξωτερικού συστήματος είναι η υιοθέτηση από τους μετόχους αλλά και την εκτελεστική διοίκηση βραχυπρόθεσμων συμπεριφορών. Αυτό οφείλεται στη μεγάλη διασπορά των μετοχικών κεφαλαίων των εταιριών. Έτσι ο ισχυρός ανταγωνισμός μεταξύ των θεσμικών επενδυτών-μετόχων τους κινητοποιεί να αναζητούν βραχυπρόθεσμες αποδόσεις από τις εταιρίες στις οποίες επενδύουν τα κεφάλαιά τους, χωρίς μάλιστα να είναι διατεθειμένοι να παραμένουν σε αυτές αναζητώντας μακροχρόνια οφέλη. Με τη σειρά τους οι διευθύνοντες σύμβουλοι (επαγγελματικά στελέχη), υποστηρίζουν ότι η παρουσία τέτοιων επενδυτών-μετόχων στη μετοχική σύνθεση των εταιριών τους, προκαλεί αστάθεια που τους πιέζει να υιοθετήσουν και οι ίδιοι στρατηγικές οι οποίες θα επιδιώκουν την απόδοση βραχυπρόθεσμων κεφαλαιακών κερδών²⁹.

Τα τελευταία χρόνια τόσο στις ΗΠΑ όσο και στο Ηνωμένο Βασίλειο παρουσιάζεται μια διαρκώς αυξανόμενη τάση συγκέντρωσης μετοχικών μεριδίων από θεσμικούς επενδυτές και κυρίως από συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρίες και union trusts. Στο Ηνωμένο Βασίλειο οι 25 μεγαλύτεροι θεσμικοί επενδυτές ελέγχουν άνω του 40% της αξίας των μετοχών που έχει στην κυριότητά του το σύνολο των θεσμικών επενδυτών. Επιπλέον στις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες, οι θεσμικοί επενδυτές αποτελούν τους μεγαλύτερους μετόχους. Αντίστοιχη είναι και η τάση στις ΗΠΑ³⁰. Μάλιστα οι θεσμικοί επενδυτές έχουν αρχίσει να ενδιαφέρονται σοβαρά για ζητήματα ΕΔ. Μία μελέτη της McKinsey & Company

²⁸ Λουκάς Σπανός, «Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης και σύγχρονη επιχείρηση», Ένωση Ελληνικών Τραπεζών

²⁹ J. Coffee, "The future as history: The prospects for global convergence in Corporate Governance and its implications", Working Paper 1999

³⁰ CEPS, "Corporate governance in Europe, Report of a CEPS Working party", Working Report No 12, 1995

μεταξύ των θεσμικών επενδυτών σε επιλεγμένες χώρες της Ευρώπης, των ΗΠΑ, της Ασίας και της Λατινικής Αμερικής³¹ έδειξε ότι η πλειοψηφία τους υποστηρίζει ότι λαμβάνει ήδη υπόψη την ΕΔ στη διαδικασία λήψης των επενδυτικών τους αποφάσεων. Στη συντριπτική τους πλειοψηφία οι θεσμικοί επενδυτές δηλώνουν ότι θα μπορούσαν να πληρώσουν περισσότερο για να αγοράσουν μία μετοχή εταιρίας της οποίας το ΔΣ λειτουργεί σύμφωνα με τις καλές πρακτικές της ΕΔ, παρά να αγοράσουν φθηνότερα μια μετοχή εταιρίας της οποίας το ΔΣ δεν ακολουθεί τις καλές πρακτικές τη ΕΔ.

3.2. Το Ευρωπαϊκό ή εσωτερικό σύστημα

Εσωτερικό σύστημα ΕΔ ακολουθούν κυρίως οι χώρες της Ευρώπης πλην του Ηνωμένου Βασιλείου. Κύρια χαρακτηριστικά του είναι η υψηλή συγκέντρωση της μετοχικής ιδιοκτησίας ή των δικαιωμάτων ψήφου και η ύπαρξη πολλαπλών σταυροειδών σχέσεων μεταξύ των επιχειρήσεων. Οι κεφαλαιαγορές είναι συνήθως μικρές και χαμηλής ρευστότητας. Εν προκειμένω ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών είναι πολύ πιο περιορισμένος σε σχέση με το εξωτερικό σύστημα. Πολύ βασικό χαρακτηριστικό αυτών των συστημάτων ΕΔ και η διαφορά τους με τα εξωτερικά συστήματα, είναι ότι παρέχουν στους μετόχους τη δυνατότητα να ασκήσουν τον έλεγχό τους με μικρό σχετικά κόστος³². Πιο συγκεκριμένα, οι «ισχυροί» μέτοχοι έχουν και το κίνητρο αλλά και τη δύναμη να ασκούν έλεγχο και εποπτεία στις αποφάσεις της εκτελεστικής διοίκησης. Το πρόβλημα του «εντολέα-εντολοδόχου», ως η συγκρουσιακή σχέση μεταξύ των «αδύναμων» μετόχων και της «ισχυρής» εκτελεστικής διοίκησης, που συναντάται στα εξωτερικά συστήματα ΕΔ, μεταβάλλεται σε σύγκρουση των «ισχυρών» μεγαλομετόχων με τους «αδύναμους» μετόχους μειοψηφίας.

Οι διαφορές στα συστήματα ΕΔ ασκούν επιρροή και στο κόστος κεφαλαίου. Η κεφαλαιοποίηση των χρηματιστηρίων ως ποσοστό του ΑΕΠ στις χώρες που προσεγγίζουν το εσωτερικό σύστημα ΕΔ είναι συνήθως χαμηλότερη από ότι στις χώρες που προσεγγίζουν στο εξωτερικό σύστημα. Οι τράπεζες παίζουν σημαντικό ρόλο στην ΕΔ σε αρκετές χώρες της Ηπειρωτικής Ευρώπης. Συγκεκριμένα, το 90% των 200 μεγαλύτερων επιχειρήσεων της Γερμανίας έχει τουλάχιστον ένα μέτοχο με μερίδιο της τάξης του 25% του συνόλου των μετοχών που έχουν εκδοθεί³³.

Οι μεγαλομέτοχοι έχουν τη δυνατότητα να επικοινωνούν άμεσα μεταξύ τους και να συναποφασίζουν για τον τρόπο που θα ασκούν την εποπτεία και τον έλεγχο στην εκτελεστική διοίκηση. Κατά συνέπεια όπως είναι εμφανές στο εσωτερικό σύστημα κυριαρχεί το στοιχείο της συναίνεσης παρά το στοιχείο της σύγκρουσης. Επίσης, οι περιπτώσεις επιθετικών εξαγορών είναι περιορισμένες. Σημαντικά μερίδια

³¹ McKinsey & Company, "Investor Opinion Survey on Corporate Governance", June 2000

³² Λουκάς Σπανός, «Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης και σύγχρονη επιχείρηση», Ένωση Ελληνικών Τραπεζών

³³ J.R. Franks, C. Mayer, "Corporate Control: A synthesis of the international evidence", IFA Working Paper, 1994

μετοχών είναι συγκεντρωμένα στους ιδρυτές της εταιρίας, σε τράπεζες ή σε άλλα μη χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα οποία λόγω των μακροχρόνιων δεσμών τους με την εταιρία, συντάσσονται σχεδόν πάντα με την εκτελεστική διοίκηση, παρά με τα σχέδια όσων προτίθενται να προβούν σε κινήσεις επιθετικών εξαγορών. Είναι χαρακτηριστικό ότι στη Γερμανία για να αντικατασταθούν οι εκπρόσωποι των μετόχων στο Εποπτικό Συμβούλιο, απαιτείται η συγκέντρωση πλειοψηφίας της τάξης του 75% στη γενική συνέλευση των μετόχων³⁴.

Η ύπαρξη μακροχρόνιων και συναινετικών σχέσεων στο γερμανικό σύστημα ΕΔ ενθαρρύνει την ανάπτυξη μεγαλύτερης εμπιστοσύνης, αφοσίωσης και δέσμευσης μεταξύ του management και των διαφόρων εταίρων, κυρίως δε των τραπεζών. Οι τράπεζες έχουν σχετικά εύκολη πρόσβαση σε εξειδικευμένες πληροφορίες της επιχείρησης, μειώνοντας έτσι το premium κινδύνου με το οποίο τις χρεώνουν, άρα και το συνολικό κόστος της χρηματοδότησής τους. Αυτό με τη σειρά του ευνοεί την ανάληψη επενδυτικών σχεδίων με μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα.

3.3. Το ιαπωνικό μοντέλο

Μια διαφορετική σε σχέση με τις δημοφιλείς δυτικές αντιλήψεις πρόταση περί ΕΔ προσφέρει η σημερινή ιαπωνική εταιρική πραγματικότητα. Η μορφή ιδιοκτησιακού καθεστώτος που παρατηρείται στην Ιαπωνία προβλέπει τη συμμετοχή των εταιριών στην ιδιοκτησία άλλων εταιριών (σταυροειδής συμμετοχή) και τη «σταθερή» και συγκεντρωμένη ιδιοκτησία ως καθοριστικούς παράγοντες ποιοτικής ΕΔ με παράλληλη σημαντική μείωση των όποιων παρατηρούμενων φαινομένων εκδήλωσης ομοιοταγικών διευθυντικών συμπεριφορών. Εκτός αυτού στο εν λόγω μοντέλο, που παρουσιάζεται από διάφορες μελέτες να υπερέχει έναντι του αντίστοιχου αγγλοσαξωνικού, αποδίδεται η επίτευξη υψηλού επιπέδου οικονομικών αποτελεσμάτων των ιαπωνικών εταιριών σε πολύ έντονα διεθνή ανταγωνιστικά περιβάλλοντα καθώς και η τροφοδότηση και συντήρηση μέχρι και σήμερα της ραγδαίας βιομηχανικής ανάπτυξης που έγινε συνώνυμο της μεταπολεμικής ιαπωνικής οικονομίας.

Μια ακόμη σημαντική διαφορά του πλαισίου ΕΔ στην Ιαπωνία σε σχέση με τις ΗΠΑ, είναι ο ρόλος των τραπεζών. Το σύστημα ΕΔ τους βασίζεται κυρίως στην εμπιστοσύνη και τις διαπροσωπικές σχέσεις. Η ιδιοκτησία βασίζεται στο σύστημα keiretsu, όπου ο κυρίαρχος μέτοχος είναι η κύρια τράπεζα³⁵. Οι τράπεζες, ως το κέντρο ενός μεγάλου δικτύου από συνδεδεμένες εταιρίες κρατούν ένα αρκετά μεγάλο κομμάτι των μετοχών και χρηματοδοτούν τους υποστηρικτές όταν απαιτείται. Η χρηματοδότηση δεν βασίζεται στην αντίληψη της δημιουργίας βραχυχρόνιων κερδών. Αντίθετα οι τράπεζες χρηματοδοτούν τις εταιρίες για να δημιουργήσουν

³⁴ M. Maher, T. Andersson, "Corporate Governance: effects on firm performance and economic growth", OECD 1999

³⁵ P. M. Bhasa, "Global corporate governance debates and challenges", Corporate Governance: The international Journal of Business in Society, Vol. 4, No. 2, 2004

μακροχρόνιες σχέσεις και παίζουν ενεργό ρόλο ως μεγάλοι συνέταιροι στη λειτουργία της επιχείρησης. Σε αντίθεση με άλλες χώρες όπου οι τράπεζες ανακαλούν τα δανεισθέντα ποσά όταν αισθάνονται ότι η εταιρία θα χρεοκοπήσει, οι Ιαπωνικές τράπεζες υποστηρίζουν τον εταιρικό πελάτη τροφοδοτώντας κεφάλαια σε κρίσιμες στιγμές.

Στο πλαίσιο του Ιαπωνικού μοντέλου και μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1990 οι τράπεζες έφταναν στο σημείο να δημιουργούν με τις δανειολήπτριες εταιρίες σταθερές και μακροχρόνιες σχέσεις και να διατηρούν υψηλού επιπέδου κίνητρα εποπτείας των δραστηριοτήτων τους ελέγχοντας την πιστοληπτική τους ικανότητα προς αποφυγή κινδύνων μη ικανοποίησης των δανειακών υποχρεώσεών τους. Εκτός αυτού, αναπτυσσόταν ένας μηχανισμός παρέμβασης των τραπεζών στις δραστηριότητες αναδιοργάνωσης εταιριών με την αποτομή του management αυτών που αντιμετώπιζαν χρηματοοικονομικές δυσχέρειες. Με άλλα λόγια οι τράπεζες στην Ιαπωνία έπαιζαν το ρόλο που οι εποπτικοί φορείς και οι νομοθέτες στις αγγλοσαξωνικές χώρες και την Ευρώπη θα ήθελαν να παίζουν, ήταν δηλαδή μέτοχοι, συνέταιροι, χρηματοδότες, υποστηρικτές και συμμετείχαν στον μη συστημικό κίνδυνο από τη λειτουργία της επιχείρησης.

Ωστόσο, η κρίση του ιαπωνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος, που κορυφώθηκε κατά τη δεκαετία του 1990, ανέδειξε την ανεπάρκεια των τραπεζών να ασκήσουν αποτελεσματικό έλεγχο στις εταιρικές δραστηριότητες και επιβεβαίωσε περίτρανα ότι οι πιέσεις του διεθνή ανταγωνισμού αποτελούσαν και αποτελούν τον πιο σημαντικό μηχανισμό εποπτείας των δραστηριοτήτων των ιαπωνικών εταιριών εξαγωγικού προσανατολισμού, συμπεριλαμβανομένων των εταιριών υψηλής τεχνολογίας (αυτοκινητοβιομηχανίες, βιομηχανίες ηλεκτρονικών) που ουδέποτε ανέπτυξαν σταθερές και μακροχρόνιες σχέσεις με κάποιον από τους μεγάλους τραπεζικούς οργανισμούς³⁶. Η δραματική πτώση της εμπιστοσύνης προς τις χρηματοδοτικές υπηρεσίες που αντιμετώπισαν οι τραπεζικοί οργανισμοί, τους ανάγκασε να επεκτείνουν δίχως ποσοτικούς φραγμούς και υπό την ασπίδα προστασίας και ανοχής των κρατικών ρυθμιστικών αρχών, την πιστωτική τους πολιτική σε επιχειρήσεις μη παραγωγικού και εμπορικού χαρακτήρα. Η προαναφερθείσα τακτική επιβίωσης αποδείχθηκε εκ των υστέρων προβληματική οδηγώντας κορυφαίους τραπεζικούς οργανισμούς σε καταφανέστατη έλλειψη κεφαλαιακής επάρκειας και στην άμεση ανάγκη από πλευράς κρατικών αρχών για ανάληψη διαρθρωτικών ενεργειών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Είναι χαρακτηριστικό ότι από τους 19 μεγάλους τραπεζικούς οργανισμούς κατά την περίοδο της κρίσης (1992) μόνο ένας διατήρησε ανέπαφη την ταυτότητά του, ενώ οι ανακατατάξεις στον τραπεζικό τομέα ώθησαν τις εταιρίες των οποίων οι βασικές τράπεζες συμμετείχαν στα προγράμματα εξυγίανσης, να αναδιαμορφώσουν πλήρως τις στρατηγικές επιλογές τους³⁷.

³⁶ Y. Yafeh, "Corporate Governance in Japan: past performance and future prospects", Oxford Review of Economic Policy, Vol. 16, 2000

³⁷ T. Seki, "Legal Reform and Shareholder Activism by Institutional Investors in Japan", Corporate Governance: An International Review, Vol. 13, 2005

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β: Η ΘΕΣΜΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΔΙΕΘΝΩΣ ΚΑΙ ΣΤΟΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΩΡΟ

1. Η θεσμική εξέλιξη της Εταιρικής Διακυβέρνησης στις διεθνείς αγορές

Η εξέλιξη της ΕΔ στις σύγχρονες διεθνείς αγορές, κυρίως στις ΗΠΑ και τη Μεγάλη Βρετανία, οδήγησε στη διαμόρφωση πρακτικών που εστιάζουν στην αύξηση του βαθμού διαφάνειας των εισηγμένων σε Χρηματιστήρια Αξιών επιχειρήσεων, στην επίλυση των συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ διαφορετικών ομάδων στην επιχείρηση, καθώς και στις πολιτικές μετοχοποιήσεων και ιδιωτικοποιήσεων δημόσιων επιχειρήσεων. Στο εν λόγω κεφάλαιο θα αναλυθούν τα σημαντικότερα εξελικτικά στάδια των συστημάτων ΕΔ έτσι όπως διαμορφώθηκαν στις αγορές των ΗΠΑ και της Μεγάλης Βρετανίας, για να επιτευχθεί ακολούθως μια συσχέτιση με την εξέλιξη και εφαρμογή των σύγχρονων πρακτικών ΕΔ στην Ελλάδα.

1.1. Η διαμόρφωση της Εταιρικής Διακυβέρνηση στις ΗΠΑ

1.1.1. Η ίδρυση του οργανισμού Securities and Exchange Commission (SEC)

Η θεσμική εξέλιξη της ΕΔ στις ΗΠΑ έχει επηρεάσει σε σημαντικό βαθμό και τις υπόλοιπες χώρες παγκοσμίως. Το 1929 με αφορμή το κραχ του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης, η αμερικανική κυβέρνηση αποφάσισε την ίδρυση του οργανισμού SEC Securities and Exchange Commission, ο οποίος θα ήταν υπεύθυνος για την άσκηση εποπτείας και ελέγχου μέσω της λήψεως σχετικών αποφάσεων στη λειτουργία και συμπεριφορά των εισηγμένων σε χρηματιστηριακές αγορές εταιριών. Ο εν λόγω οργανισμός αποτελεί πολύ σημαντική ρυθμιστική αρχή σε θέματα λογιστικά, ελεγκτικά, εσωτερικού ελέγχου και χρηματοοικονομικών καταστάσεων και άσκησε σημαντική επιρροή στην διαμόρφωση της ΕΔ στις ΗΠΑ. Μία από τις σημαντικότερες απαιτήσεις που τέθηκε από τον SEC ήταν εκείνη που αφορούσε στην ύπαρξη επιτροπών ελέγχου αποτελούμενες από ανεξάρτητα και μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ τόσο στις εισηγμένες, όσο και στις υπό εισαγωγή στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης εταιρίες.

Τον Δεκέμβριο του 1977 ψηφίστηκε στις ΗΠΑ ο νόμος περί διαφθοράς (The US Foreign Corrupt Practices Act), ο οποίος επηρέασε σημαντικά την ΕΔ τόσο στις ΗΠΑ, όσο και στην Μεγάλη Βρετανία³⁸. Ακολούθως, το 1979 ο SEC εξέδωσε προτάσεις για την εφαρμογή υποχρεωτικών κανόνων συμπεριφοράς από τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης εταιρίες, οι σημαντικότερες των οποίων ήταν η έμφαση στο σύστημα εσωτερικού λογιστικού ελέγχου της εταιρίας και η παρακολούθησή του μέσω προϋπολογισμών ή μέσω μιας ανεξάρτητης υπηρεσίας

³⁸ Ernst & Ernst, United States, "Foreign corrupt practices act of 1977 : an overview of the law and its implications", New York 1978

εσωτερικού ελέγχου, η ύπαρξη επαρκούς συστήματος εσωτερικού λογιστικού ελέγχου μέσα από διαδικασίες όπως η περιοδική επισκόπηση και επαλήθευση της ορθής λειτουργίας των εταιριών, η επισκόπηση του περιβάλλοντος ελέγχου της εταιρίας, η γνώμη της διοίκησης σχετικά με το Σύστημα Εσωτερικού Ελέγχου της εταιρίας³⁹.

Ωστόσο οι προτάσεις αυτές αποσύρθηκαν το 1980 διότι τα ενδιαφερόμενα μέρη δεν συμφωνούσαν στην εφαρμογή τους κυρίως σε ότι αφορά την υποχρέωση δημοσίευσης από τις εταιρίες της έκφρασης γνώμης τους για τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου τους. Αυτό όμως δε σημαίνει ότι δεν επηρέασαν σημαντικό αριθμό εταιριών οι οποίες σχεδίασαν έτσι τις πολιτικές και διαδικασίες τους ώστε να συμμορφώνονται με τις ανωτέρω προτάσεις. Αρκετές μάλιστα εταιρίες ως αποτέλεσμα των ανωτέρω συστάσεων, άρχισαν να πραγματοποιούν περιοδικές επισκοπήσεις των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και για αρκετά χρόνια δημοσίευαν την γνώμη της διοίκησης στους ετήσιους απολογισμούς τους (Annual Reports).

1.1.2. Η Οδηγία της Επιτροπής COSO

Επιπλέον, σημείο αναφοράς στην εξέλιξη της ΕΔ αποτέλεσαν οι προτάσεις του Treadway Commission των ΗΠΑ το οποίο προέβλεπε για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης εταιρίες την περιοδική πραγματοποίηση σχετικής αξιολόγησης κινδύνων που σχετίζονται με απάτες και την ανάπτυξη σχετικών ελεγκτικών μηχανισμών, την ανάπτυξη ενός επαρκούς συστήματος εσωτερικού ελέγχου που θα παρέχει λογική επιβεβαίωση ως προς την πρόληψη εταιρικών απατών, την ανάπτυξη σχετικών κωδικών δεοντολογίας που θα ενδυναμώνουν το περιβάλλον ελέγχου, τη διατήρηση μιας αποτελεσματικής λειτουργίας εσωτερικού ελέγχου με κατάλληλο αριθμό πιστοποιημένων εσωτερικών ελεγκτών, τη λειτουργία επιτροπών ελέγχου στελεχωμένες από ανεξάρτητα και μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ και τέλος τη δημοσίευση από πλευράς διοικήσεως της γνώμης τους ως προς την αποτελεσματικότητα του συστήματος εσωτερικού ελέγχου.

Το 1992 στο πλαίσιο του Treadway Commission εκδόθηκε η πολύ σημαντική οδηγία αναφορικά με την ΕΔ και τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου, η Committee of Sponsoring Organizations (COSO)⁴⁰, η οποία συμπληρώθηκε το 2004 με τη Μεθοδολογία Διαχείρισης Επιχειρηματικών Κινδύνων (COSO Enterprise Risk Management) που ανέπτυξε η επιτροπή COSO σε συνεργασία με την εταιρία ορκωτών ελεγκτών και συμβούλων επιχειρήσεων PricewaterhouseCoopers. Η μεθοδολογία αυτή αποτελεί τη βέλτιστη πρακτική στο κομμάτι της διαχείρισης

³⁹ SEC, "Report of Management's Responsibilities", Securities and Exchange Commission: Proposed Rules: US Federal Register Volume 44, No. 88: May 1979

⁴⁰ COSO, "Internal Control – Integrated Framework", Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO Report), USA: 1992

επιχειρηματικών κινδύνων και εστιάζει εκτεταμένα σε θέματα ΕΔ⁴¹. Η επιτροπή COSO αποτελείται από εκπροσώπους του Σώματος Ορκωτών Λογιστών των ΗΠΑ (American Institute of Certified Public Accountants - AICPA), του Διεθνούς Ινστιτούτου Εσωτερικών Ελεγκτών (The Institute of Internal Auditors – The IIA Inc.), του Αμερικάνικου Συνδέσμου για την Λογιστική (American Accounting Association – AAA), του Ινστιτούτου Διοικητικών Λογιστών (Institute of Management Accountants – IMA) και του Συνδέσμου Ανώτερων Χρηματοοικονομικών Στελεχών (Financial Executives International – FEI).

Η οδηγία του COSO ουσιαστικά συμπλήρωσε και ενίσχυσε μετά από μια δεκαπενταετία έρευνας και προτάσεων των επιμέρους ενδιαφερόμενων μερών, τις προτάσεις του SEC περί ΕΔ, οι οποίες παρά την απόσυρση τους το 1980 είχαν σημαντική απήχηση, όπως προαναφέρθηκε τόσο σε εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης εταιρίες, όσο και σε εταιρίες στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού, αλλά κυρίως στη Μεγάλη Βρετανία. Το πλαίσιο COSO αποτελείται από τέσσερις τόμους. Ο πρώτος τόμος περιλαμβάνει μια περίληψη προς τα εκτελεστικά στελέχη, τα ΔΣ και τους νομοθέτες, ο δεύτερος παρουσιάζει το πλαίσιο, ορίζει τον εσωτερικό έλεγχο, και παρέχει κριτήρια με τα οποία η διοίκηση, το ΔΣ και τα λοιπά ενδιαφερόμενα μέρη μπορούν να αξιολογήσουν τα συστήματα ελέγχου, ο τρίτος αποτελεί ένα συμπληρωματικό έγγραφο που παρέχει οδηγίες στους οργανισμούς που δημοσιεύουν εκθέσεις σχετικά με τον εσωτερικό έλεγχο της προετοιμασίας των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων και ο τέταρτος τόμος περιλαμβάνει εργαλεία αξιολόγησης τα οποία παρέχουν τα στοιχεία που μπορεί να είναι χρήσιμα στην πραγματοποίηση της αξιολόγησης ενός συστήματος εσωτερικού ελέγχου.

Τα κυριότερα σημεία της οδηγίας COSO είναι:

α) το σύστημα εσωτερικού ελέγχου αποτελεί διαδικασία η οποία απαιτεί τη λήψη συγκεκριμένων δράσεων και είναι ενσωματωμένη σε κάθε μία από τις δραστηριότητες των διοικήσεων των εταιριών (π.χ. στον προγραμματισμό, την εκτέλεση και την επισκόπηση των δραστηριοτήτων της εταιρίας),

β) τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου καθορίζονται και επηρεάζονται από ανθρώπους. Οι διοικήσεις των εταιριών θέτουν τόσο τους στόχους, όσο και τους ελεγκτικούς μηχανισμούς (δικλείδες ασφαλείας) προκειμένου να επιτυγχάνονται οι τεθέντες στόχοι. Για αυτό το λόγο τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου διαφέρουν από εταιρία σε εταιρία και χαρακτηρίζονται από αδυναμίες,

γ) κανένα σύστημα εσωτερικού ελέγχου δεν παρέχει απόλυτη εξασφάλιση ως προς την επιτυχία των στόχων που έχουν τεθεί από τις διοικήσεις των εταιριών και αυτό γιατί συγκεκριμένα γεγονότα μπορεί να επηρεάσουν την αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα τους και

δ) τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου καθορίζονται βάσει των στόχων που τίθενται από τις διοικήσεις των εταιριών και η αποτελεσματικότητά τους κρίνεται από την επιτυχία των τεθέντων στόχων σε συνδυασμό με το αίσθημα ασφάλειας που παρέχει η αποτελεσματική λειτουργία ενός συστήματος εσωτερικού ελέγχου.

⁴¹ Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, “Enterprise Risk Management Framework”, USA: 2004

1.1.3. Ο Νόμος Sarbanes-Oxley (SOX)

Τις τελευταίες δεκαετίες, ωστόσο, θεσμικά η εξέλιξη της ΕΔ οδήγησε σε ένα πιο αυστηρό πλαίσιο πρακτικών. Ειδικότερα, τα μεγάλα εταιρικά σκάνδαλα της δεκαετίας του 2000 με πιο χαρακτηριστικά παραδείγματα εκείνων της Enron και της Worldcom οδήγησαν την κυβέρνηση των ΗΠΑ στην ψήφιση του νόμου Sarbanes-Oxley/30.7.2002, ο οποίος θεωρείται ο πιο αυστηρός νόμος περί ΕΔ που έχει αναπτυχθεί μέχρι σήμερα⁴². Ο SOX είναι ομοσπονδιακός νόμος των ΗΠΑ και θεσπίζει νέα πρότυπα ή ενισχύει τα ήδη υπάρχοντα για όλα τα συμβούλια των εισηγμένων εταιριών, τις διοικήσεις και τις ελεγκτικές εταιρίες των ΗΠΑ. Ως αποτέλεσμα του SOX η ανώτατη διοίκηση πρέπει τώρα να πιστοποιεί την ακρίβεια των οικονομικών πληροφοριών ξεχωριστά. Επιπλέον, οι κυρώσεις που προβλέπονται σχετικά με δόλιες χρηματοοικονομικές δραστηριότητες είναι πιο αυστηρές. Τέλος με τον SOX ενισχύθηκε η ανεξαρτησία των εξωτερικών ελεγκτών, οι οποίοι ελέγχουν την ακρίβεια των οικονομικών καταστάσεων και αυξήθηκε ο εποπτικός ρόλος του ΔΣ⁴³.

Ο SOX αποτελείται από έντεκα τμήματα:

- Συμβούλιο Λογιστικής Τυποποίησης και Ελέγχων (Section 100-Public Company Accounting Oversight Board): Προβλέπεται η ίδρυση Συμβουλίου Λογιστικής Τυποποίησης και Ελέγχων το οποίο θα έχει την μορφή ανεξάρτητου μη κερδοσκοπικού οργανισμού με σημαντικότερη αρμοδιότητα την επισκόπηση των ελεγκτικών εργασιών των διαφόρων αναγνωρισμένων λογιστικών και ελεγκτικών εταιριών επί των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης επιχειρήσεων. Σημαντικότερος στόχος του ανωτέρω οργάνου είναι η προστασία των επενδυτών δια μέσου της παραγωγής ορθών, πλήρων και με κατάλληλα πληροφοριακά στοιχεία αναφορών ελέγχου (Audit Reports).

- Ανεξαρτησία Ορκωτού Ελεγκτή (Section 200-Auditor Independence): Δεν επιτρέπεται πλέον η παροχή συμβουλευτικών και άλλων υπηρεσιών από τον ορκωτό ελεγκτή. Επίσης, για τις περιπτώσεις παροχής μη ελεγκτικών υπηρεσιών που δεν προβλέπονται από τον SOX απαιτείται η έγκριση της Επιτροπής Ελέγχου (Audit Committee).

- Εταιρική Ευθύνη (Section 300-Corporate Responsibility): Αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα τμήματα του νόμου καθώς υποχρεώνει όλες τις εισηγμένες και τις υποψήφιες για εισαγωγή στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης εταιρίες να έχουν ιδρύσει επιτροπή ελέγχου η οποία θα αποτελείται αποκλειστικά από ανεξάρτητα⁴⁴ και μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ. Η επιτροπή ελέγχου καθίσταται υπεύθυνη για την πρόσληψη των ορκωτών ελεγκτών, ενώ οι τελευταίοι αναφέρονται απευθείας σε

⁴² The Sarbanes -Oxley Act of 2002: Summary of key provisions of interest to Internal Auditor, USA: The Institute of Internal Auditors, 2002

⁴³ P.D. Kimmel, J.J. Weygandt, D.E. Kieso, “Financial Accounting: Tools for Business Decision Making”, Excel Working Papers, 6th Edition, November 2011

⁴⁴ Με τον όρο ανεξάρτητα εννοούνται τα μέλη εκείνα του ΔΣ που δεν λαμβάνουν άλλου είδους αμοιβές από την εταιρία για συμβουλευτικές υπηρεσίες ή δεν συνδέονται με κανέναν άλλο τρόπο με αυτή, όπως θα αναλυθεί παρακάτω

αυτή. Σε αυτό το τμήμα καθίσταται υπεύθυνη η διοίκηση της εταιρίας τόσο για το περιεχόμενο του ετήσιου δελτίου της εταιρίας, όσο και για την ανάπτυξη και περιοδική επισκόπηση του συστήματος εσωτερικού ελέγχου αυτής. Ενδεχόμενες σημαντικές αδυναμίες θα πρέπει να αποκαλύπτονται στους μετόχους, καθώς και όλες οι απάτες που έχουν εντοπιστεί ανεξάρτητα εάν είναι ή όχι σημαντικές. Απαιτείται η καταγραφή των χρηματοοικονομικών δικλίδων ασφαλείας και η οποιαδήποτε σημαντική αλλαγή θα πρέπει να αναφέρεται στο επενδυτικό κοινό μέσω του ετήσιου δελτίου. Τέλος απαγορεύεται ο επηρεασμός των ορκωτών ελεγκτών από οποιοδήποτε στέλεχος της εταιρίας ή τρίτο.

- Επαυξημένες Υποχρεώσεις Δημοσιεύσεων (Section 400-Enhanced Financial Disclosures): Προβλέπεται η δημοσίευση όλων των σημαντικών διορθώσεων στα λογιστικά βιβλία της εταιρίας από τους ορκωτούς ελεγκτές και η δημοσίευση όλων των σημαντικών συναλλαγών που διενεργούνται με τρίτους.

- Συγκρούσεις Συμφερόντων Οικονομικών Αναλυτών (Analysts Conflicts of Interest): Σε αυτό το τμήμα περιγράφεται το τι συνιστά σύγκρουση συμφέροντος για έναν πιστοποιημένο στην Αμερικάνικη χρηματιστηριακή αγορά οικονομικό αναλυτή.

- Ανθρώπινοι πόροι Αμερικάνικης Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και εξουσιοδότηση (Securities & Exchange Commission) (Commission Resources & Authority): Προβλέπονται συγκεκριμένες προδιαγραφές και τεχνικά χαρακτηριστικά του προσωπικού που θα απασχοληθεί στην Αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στοχεύει στην ενδυνάμωση του ρόλου της ως οργάνου επισκοπήσεως των εργασιών των εταιριών ορκωτών ελεγκτών, των επενδυτικών εταιριών, της πρόληψης και καταστολής απάτης, της ενδυνάμωσης των διαδικασιών διαχείρισης κινδύνων, της συμμόρφωσης με το κανονιστικό περιβάλλον, κ.λ.π.

- Μελέτες και Αναφορές (Studies & Reports): Χρήσιμες μελέτες και αναφορές από διάφορους οργανισμούς υπάρχουν διαθέσιμες σε αυτό το τμήμα.

- Εταιρικές Απάτες (Corporate & Criminal Fraud Accountability): Σε αυτό το τμήμα περιλαμβάνονται διάφοροι κανονισμοί και ποινές σχετικά με τις εταιρικές απάτες, ειδικά δε αυτές που αφορούν κινητές αξίες.

- Επιπρόσθετες Κακουργηματικές Διατάξεις Εταιρικών Ατασθαλιών (White-Collar Crime Penalty Enhancements): Σε αυτό το τμήμα περιλαμβάνονται οι διάφορες ποινές για κακουργηματικές πράξεις εταιριών (απάτες και ατασθαλίες).

- Εταιρικές Επιστροφές Φόρων (Corporate Tax Returns): Σε αυτό το τμήμα περιλαμβάνονται οι διατάξεις για τις εταιρικές επιστροφές φόρων κάτω από συγκεκριμένες προϋποθέσεις.

- Εταιρικές Απάτες και Υπευθυνότητα (Corporate Fraud and Accountability): Σε αυτό το τμήμα περιλαμβάνονται οι διατάξεις περί εταιρικής απάτης και ευθύνης των ανώτατων διευθυντικών στελεχών, ενώ επίσης προβλέπονται και αυξημένες ποινές σε περίπτωση εντοπισμού αυτών.

Ο SOX θα μπορούσε να φανεί χρήσιμος και στην Ελλάδα ως πηγή άντλησης ιδεών για το πώς μπορεί να διαμορφωθεί το υπάρχον νομοθετικό πλαίσιο περί ΕΔ. Υπάρχει, ωστόσο, και ο αντίλογος ο οποίος έγκειται στο ότι τυχόν υιοθέτηση

κάποιων από τις διατάξεις αυτές θα αυξήσει σημαντικά τα έξοδα των εταιριών χωρίς να είναι άμεσα ορατό το όφελος που προκύπτει. Εντούτοις, θεωρούμε ότι κάποια από τα τμήματα του νόμου θα μπορούσαν να προσαρμοσθούν στα ελληνικά δεδομένα με γνώμονα πάντοτε το συμφέρον των επενδυτών.

1.2. Η Εταιρική Διακυβέρνηση στο Ηνωμένο Βασίλειο

Μολονότι η Μεγάλη Βρετανία δεν αποτελεί υπέρμαχο της έκδοσης κανονιστικών πράξεων για την ΕΔ, εντούτοις αποτελεί ιδιαίτερα ευαισθητοποιημένη χώρα σε θέματα διακυβέρνησης, διαχείρισης κινδύνων και οργάνωσης επαρκών συστημάτων εσωτερικού ελέγχου. Η προσπάθεια προσδιορισμού και εφαρμογής της ΕΔ στις εισηγμένες σε Χρηματιστήρια Αξιών επιχειρήσεις ξεκίνησε ουσιαστικά την προηγούμενη δεκαετία όταν ακόμη η έννοια της ΕΔ ήταν άγνωστη στις περισσότερες χώρες. Μέχρι σήμερα έχουν πραγματοποιηθεί μεγάλες θεσμικές εξελίξεις για τη διαμόρφωση των πρακτικών της ΕΔ και την εφαρμογή τους σε εισηγμένες σε Χρηματιστήρια εταιρίες στη Μεγάλη Βρετανία. Θεσμικοί σταθμοί αποτέλεσαν οι Cadbury Report (1992), Rutteman Report (1994), Greenbury Report (1995), Hampel Report (1998) και Combined Code (1998). Η Μεγάλη Βρετανία επηρεαζόταν πάντοτε από τη νομοθεσία των ΗΠΑ σχετικά με την ΕΔ. Γύρω στα μέσα της δεκαετίας του 1970 ορισμένες Βρετανικές εταιρίες ακολούθησαν τις οδηγίες του SEC περί σύστασης επιτροπών ελέγχου στελεχωμένες από ανεξάρτητα και μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ και περί εκδόσεων κωδίκων δεοντολογίας (IIA-UK, 1994).

1.2.1. Η Έκθεση της Επιτροπής Cadbury

Στη Μεγάλη Βρετανία εκδόθηκαν, όπως προαναφέρθηκε, προαιρετικοί κώδικες. Ο πρώτος πολύ σημαντικός κώδικας έμεινε γνωστός από το όνομα του προέδρου της επιτροπής που τον συνέταξε, τον Sir Adrian Cadbury (Report of the Committee of the Financial Aspects of Corporate Governance - Cadbury Report). Η τελική έκθεση εκδόθηκε τον Δεκέμβριο του 1992 και ήταν η πρώτη ολοκληρωμένη προσπάθεια στη Μεγάλη Βρετανία να αποτυπωθούν οι απόψεις ανώτατων διευθυντικών στελεχών, επαγγελματιών και ακαδημαϊκών περί ΕΔ, σε μορφή έκθεσης βέλτιστων πρακτικών ΕΔ⁴⁵. Η έκθεση αυτή πραγματεύεται κυρίως το ρόλο των ΔΣ και των εξωτερικών ελεγκτών των εταιριών.

Παρά τον προαιρετικό χαρακτήρα του κώδικα βέλτιστων πρακτικών ΕΔ της επιτροπής Cadbury, το Χρηματιστήριο Αξιών του Λονδίνου υποχρέωσε τις εισηγμένες σε αυτό εταιρίες να αναφέρουν στις ετήσιες εκθέσεις τους προς τους μετόχους εάν συμμορφώνονται ή όχι με αυτόν, κάτι που ήταν μια πραγματικά πρωτοποριακή διαδικασία, η οποία επρόκειτο να αυξήσει το επίπεδο προστασίας του

⁴⁵ Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report). London: Gee, 1992

επενδυτικού κοινού και των λοιπών stakeholders. Με άλλα λόγια εισήγαγε ένα μηχανισμό συμμόρφωσης ή εξήγησης (comply or explain), ο οποίος σημαίνει ότι μία εταιρία θα πρέπει να συμμορφώνεται με τον κώδικα, αλλά εάν δεν μπορεί να συμμορφωθεί με κάποια συγκεκριμένη πρακτική του, τότε θα πρέπει να εξηγεί για ποιο λόγο δεν μπορεί να συμμορφωθεί με αυτήν. Αυτή η γνωστοποίηση δίνει στους επενδυτές λεπτομερείς πληροφορίες σχετικά με τυχόν περιπτώσεις μη συμμόρφωσης και τους δίνει τη δυνατότητα να αποφασίσουν αν η μη συμμόρφωση της εταιρίας είναι δικαιολογημένη⁴⁶.

Οι αναφορές της επιτροπής Cadbury επηρέασαν σημαντικά τόσο τις εισηγμένες σε Χρηματιστήρια Αξιών όσο και μη εισηγμένες επιχειρήσεις της Μεγάλης Βρετανίας και έπαιξαν πολύ σημαντικό ρόλο στην εφαρμογή αποτελεσματικών πρακτικών ΕΔ. Θα μπορούσαμε εν προκειμένω να παραθέσουμε τα πιο σημαντικά σημεία του κώδικα:

- Ο ρόλος του ΔΣ είναι να καθορίζει τη στρατηγική της εταιρίας μέσα από συχνές συναντήσεις και επισκόπηση των δραστηριοτήτων της. Δεν θα πρέπει να συγκεντρώνεται μεγάλη δύναμη σε κανένα μέλος του ΔΣ, θα πρέπει να συμμετέχουν σε αυτό εκτός από τα εκτελεστικά και ανεξάρτητα και μη εκτελεστικά μέλη με αυξημένης βαρύτητας άποψη. Θα πρέπει επίσης να λαμβάνονται οι αποφάσεις στρατηγικής για όλα τα σημαντικά ζητήματα που αφορούν την εταιρία, ενώ θα πρέπει να δίνεται η δυνατότητα να ζητούνται επαγγελματικές συμβουλές από εμπειρογνώμονες όταν το ΔΣ δεν διαθέτει την απαραίτητη γνώση για τη λήψη αποφάσεων.

- Τα μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ θα πρέπει να θέτουν στη διάθεση της εταιρίας την ανεξάρτητη γνώση τους και να συνεισφέρουν σε θέματα στρατηγικής, αξιολόγησης, διαχείρισης πόρων κλπ. Ωφέλιμο θα ήταν η πλειοψηφία των μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ να είναι και ανεξάρτητα από τη διοίκηση της εταιρίας, όπως και να μην έχουν καμία άλλου είδους εξάρτηση από αυτήν (π.χ. προμηθευτές ή πιστωτές της εταιρίας). Η αμοιβή τους θα πρέπει να αντικατοπτρίζει το χρόνο που αφιερώνουν στην εταιρία. Θα πρέπει να χρησιμοποιούνται για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και να μην ανανεώνεται η θητεία τους αυτόματα, ενώ και η επιλογή τους θα πρέπει να γίνεται αξιοκρατικά μέσα από συγκεκριμένες πολιτικές και διαδικασίες στελέχωσης του ΔΣ.

- Η θητεία των εκτελεστικών μελών του ΔΣ δεν θα πρέπει να υπερβαίνει τα τρία χρόνια χωρίς την έγκριση των μετόχων, θα πρέπει δε να γνωστοποιείται το σύνολο των αμοιβών τους, και ειδικότερα του προέδρου και του υψηλότερα αμειβόμενου μέλους του ΔΣ, ενώ θα πρέπει να αιτιολογούνται οι αμοιβές συνδεδεμένες με την απόδοση σε ξεχωριστό πίνακα. Τέλος, οι μισθοί των μελών του ΔΣ θα πρέπει να προκύπτουν έπειτα από πρόταση σχετικής επιτροπής αμοιβών και παροχών.

- Αποτελεί ευθύνη του ΔΣ να παρουσιάζει την ορθή οικονομική κατάσταση της εταιρίας προς τους μετόχους και τους άλλους ενδιαφερόμενους, να εξασφαλίζει και

⁴⁶ Christine A. Mallin, *“Corporate Governance”*, Oxford University Press 2007, pp 24

να διατηρεί επαγγελματικές σχέσεις με τους εξωτερικούς ελεγκτές της εταιρίας, να ορίζει επιτροπή ελέγχου στελεχωμένη τουλάχιστον από τρία μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ με συγκεκριμένες καταγεγραμμένες αρμοδιότητες. Η ευθύνη του ΔΣ ως προς την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων θα πρέπει να δημοσιεύεται μαζί με αυτές, ενώ επίσης θα πρέπει να γίνεται αναφορά ως προς την επάρκεια και αποτελεσματικότητα του συστήματος εσωτερικού ελέγχου της εταιρίας.

Η έκθεση της επιτροπής Cadbury, ανέφερε ότι θα ήταν καλή πρακτική από πλευράς εταιριών να υιοθετήσουν κώδικες δεοντολογίας για το προσωπικό και να εγκαταστήσουν λειτουργία εσωτερικού ελέγχου που θα αναφέρεται απευθείας στην επιτροπή ελέγχου και θα είναι υπεύθυνη για την περιοδική επισκόπηση και αξιολόγηση του συστήματος εσωτερικού ελέγχου της εταιρίας.

1.2.2. Η οδηγία της Επιτροπής Rutteman

Ακολούθως το 1994 δημοσιεύτηκε η οδηγία της επιτροπής Rutteman (Rutteman Report)⁴⁷. Η συγκεκριμένη οδηγία αναφερόταν στον τρόπο με τον οποίο θα πρέπει τα μέλη των ΔΣ των εταιριών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Λονδίνου και τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη να συμπεριφέρονται σε σχέση με τις προτάσεις του κώδικα βέλτιστων πρακτικών ΕΔ της επιτροπής Cadbury και ειδικότερα σε ότι αφορά την αναφορά από πλευράς ΔΣ ως προς την αποτελεσματικότητα του συστήματος εσωτερικού ελέγχου της εταιρίας.

Ωστόσο, το αρχικό σχέδιο της οδηγίας της επιτροπής Rutteman δέχθηκε αρκετή κριτική κυρίως λόγω των μακροσκελών και υψηλού κόστους προτάσεων της αλλά και για το γεγονός ότι αναφερόταν σε σχέση με τις υποχρεώσεις του ΔΣ ως προς την αποτελεσματικότητα του συστήματος εσωτερικού χρηματοοικονομικού ελέγχου της εταιρίας, κάτι το οποίο περιορίζει το εύρος της όποιας αναφοράς, σε σχέση με την πιο ευρεία έννοια του συστήματος εσωτερικού ελέγχου (η οποία δεν περιορίζεται στις χρηματοοικονομικές δικλείδες ασφαλείας, αλλά περιλαμβάνει και θέματα στρατηγικής, διακυβέρνησης, οργάνωσης, λειτουργιών, συμμόρφωσης, διαχείρισης κινδύνων κλπ). Η τελική οδηγία της επιτροπής Rutteman αποτελείτο από οκτώ σελίδες που όμως δεν πρόσφεραν τίποτα παραπάνω στις ήδη υπάρχουσες οδηγίες της επιτροπής COSO στις ΗΠΑ και της επιτροπής Cadbury στην Μεγάλη Βρετανία.

1.2.3. Οι προτάσεις της Επιτροπής Greenbury

Στη συνέχεια, το 1995 ακολούθησαν οι προτάσεις της επιτροπής Greenbury σχετικά με τις βέλτιστες πρακτικές ΕΔ, οι οποίες αναφέρονταν στο θέμα των αμοιβών των μελών των ΔΣ των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου εταιριών αλλά και στις ελλειπείς αναφορές σχετικά με αυτό το θέμα στην ετήσια έκθεση των

⁴⁷ Internal Control and Financial Reporting – Guidance for directors of listed companies registered in the UK (Rutteman Report), London: ICAEW, 1994

επιχειρήσεων. Έγινε πολύ συζήτηση για το κατά πόσο ήταν απαραίτητο να γνωστοποιούνται οι αμοιβές των μελών του ΔΣ και πόσο λεπτομερείς θα έπρεπε να είναι οι αναφορές αυτές. Κι ενώ το έργο της Επιτροπής Greenbury επικεντρώνονταν στα μέλη του ΔΣ των εισηγμένων εταιριών, υπήρχε η επιθυμία οι προτάσεις της να εφαρμοστούν και από τις πιο μικρές και μη εισηγμένες εταιρίες.

Στο επίκεντρο της Επιτροπής Greenbury ήταν οι συστάσεις της σχετικά με την ενίσχυση της λογοδοσίας και την ενίσχυση της απόδοσης των διευθυντικών στελεχών. Αυτοί οι δύο στόχοι θα επιτευχθούν αφενός με τη σύσταση και λειτουργία των επιτροπών αμοιβών στελεχωμένες από μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ, οι οποίες θα πρέπει κάθε χρόνο να κάνουν πλήρη αναφορά στους μετόχους για την εκτελεστική πολιτική αμοιβών της εταιρίας, συμπεριλαμβανομένης της πλήρους δημοσιοποίησης των στοιχείων σχετικά με την αμοιβή των μελών του ΔΣ και αφετέρου με την υιοθέτηση μέτρων επίδοσης και ικανοποιητικών οικονομικών απολαβών, οι οποίες όμως θα πρέπει να συσχετίζονται τόσο με την απόδοση της εταιρίας όσο και με την απόδοση των επιμέρους μελών και να μην υπερβαίνουν συγκεκριμένα όρια⁴⁸.

1.2.4. Η Επιτροπή Hampel

Οι προτάσεις των επιτροπών Cadbury και Greenbury αναθεωρήθηκαν το 1997 μετά από συστάσεις του Χρηματιστηρίου Αξιών του Λονδίνου. Η αναθεώρηση έλαβε χώρα από μια νέα επιτροπή για την ΕΔ, γνωστή και ως επιτροπή Hampel, από το όνομα του προέδρου της. Η ανωτέρω επιτροπή δημοσίευσε την τελική της έκθεση τον Ιανουάριο του 1998 με θέματα που αφορούσαν τις αρχές ΕΔ, τις αμοιβές των μελών του ΔΣ και των ανώτερων διευθυντικών στελεχών, το ρόλο των μετόχων, καθώς και τη σχέση της εταιρίας με τις ρυθμιστικές αρχές και τους ελεγκτές. Ευθύνη της επιτροπής Hampel αποτέλεσε η επισκόπηση της εργασίας των επιτροπών Cadbury και Greenbury, καθώς και η επιπρόσθετη αρμοδιότητα να γίνει πιο ενδελεχής ανάλυση στον ρόλο των μελών του ΔΣ, τις σχέσεις της εταιρίας με τους μετόχους της και το ρόλο των ελεγκτών⁴⁹.

Η Επιτροπή Hampel, όπως και οι πρόδρομοί της, τόνισε επίσης τον πολύ σημαντικό ρόλο των θεσμικών επενδυτών στις εταιρίες στις οποίες επενδύουν. Επιθυμητός στόχος της ήταν να διεξαχθεί ένας διάλογος ανάμεσα στους θεσμικούς επενδυτές και τις εταιρίες έτσι ώστε οι θεσμικοί επενδυτές να κάνουν σωστή χρήση των μεριδίων τους, με άλλα λόγια να σκεφτούν πολύ προσεκτικά ποια λύση θα πρέπει να ψηφίσουν ούτως ώστε να καταλήξουν σε μια ορθολογική απόφαση⁵⁰.

Ως θεσμικοί επενδυτές μπορούν να θεωρηθούν, οι ασφαλιστικές εταιρίες, τα συνταξιοδοτικά ταμεία, οι εταιρίες αμοιβαίων κεφαλαίων, οι εταιρίες επενδυτικών κεφαλαίων, οι τράπεζες, τα ταμεία εξασφάλισης και ο δημόσιος τομέας. Οι θεσμικοί επενδυτές χαρακτηρίζονται ως υπερεπενδυτές κεφαλαίων ή αλλιώς ως εξειδικευμένοι

⁴⁸ Christine A. Mallin, "Corporate Governance", Oxford University Press 2007, pp 24

⁴⁹ Committee on Corporate Governance: Final Report (Hampel Committee Report). UK: 28 January 1998

⁵⁰ Christine A. Mallin, "Corporate Governance", Oxford University Press 2007, pp 25

επενδυτές οι οποίοι κατέχουν μεγάλα ποσά κεφαλαίων ή διαθεσίμων τα οποία επενδύουν σε επιχειρήσεις, είναι δηλαδή διαχειριστές ξένης περιουσίας, την οποία επανεπενδύουν σε επιχειρήσεις που εκείνοι επιλέγουν. Οι θεσμικοί επενδυτές χαρακτηρίζονται από τη μεγάλη έκταση του χαρτοφυλακίου επενδύσεων που κατέχουν, με την έννοια ότι επενδύουν σε πολλές επιχειρήσεις μικρά ή και μεγάλα κεφάλαια. Κάτι τέτοιο μειώνει τον κίνδυνο των επενδύσεών τους, καθώς εάν μια επιχείρηση στην οποία έχουν επενδύσει δεν επιτύχει τότε αυτή αποτελεί μόνο ένα μικρό μέρος του χαρτοφυλακίου τους και δε θα τους επηρεάσει δυσμενώς σε μεγάλο βαθμό.

Η επιρροή των θεσμικών επενδυτών στις επιχειρήσεις στις οποίες επενδύουν είναι μεγάλη και σημαντική. Η Mallin χαρακτηριστικά αναφέρει πως με βάση το μέγεθος των συμμετοχών των θεσμικών επενδυτών στις επιχειρήσεις, η δύναμη τους είναι αδιαμφισβήτητη. Οι θεσμικοί επενδυτές κατέχουν μεγάλα ποσοστά ιδιοκτησίας από τις επιχειρήσεις που επιλέγουν να επενδύσουν και έχουν στο χαρτοφυλάκιό τους ένα σημαντικό μέρος του συνόλου του μετοχικού κεφαλαίου των επιχειρήσεων αυτών. Αυτό αυτόματα τους καθιστά ισχυρούς, καθώς η μεγάλη κατοχή στο μετοχικό κεφάλαιο των επιχειρήσεων τους δίνει δικαιώματα ψήφου στο ΔΣ αυτών, αποκτώντας ενεργή συμμετοχή στις αποφάσεις των επιχειρήσεων και τη δύναμη να συμμετέχουν στη μακροπρόθεσμη στρατηγική αυτών.

Μια άλλη επιρροή που έχουν οι θεσμικοί επενδυτές στις επιχειρήσεις στις οποίες επενδύουν και πρώτος τη διατύπωσε ο Hirschman (1970), είναι η άσκηση της δύναμής τους μέσα σε ένα πλαίσιο «εξόδου και ομιλίας». Αφενός δηλαδή, οι επενδυτές μπορούν να εκφράσουν τη δυσαρέσκειά τους για οποιοδήποτε ζήτημα είτε απευθυνόμενοι κατευθείαν στη διοίκηση των επιχειρήσεων (επιλογή ομιλίας), είτε πουλώντας τις μετοχές που κατέχουν (επιλογή εξόδου). Συγκεκριμένα, οι θεσμικοί επενδυτές, λόγω της κατοχής μεγάλου αριθμού μετοχών των επιχειρήσεων στις οποίες επενδύουν, έχουν τη δυνατότητα να καθορίσουν ποιες επιχειρήσεις θα παραμείνουν στην αγορά και ποιες θα προβούν σε αναζήτηση πιθανών αγοραστών ή ποιες θα παύσουν τις λειτουργίες τους. Οι θεσμικοί επενδυτές ενδιαφέρονται για την εφαρμογή κανόνων ΕΔ από τις επιχειρήσεις στις οποίες έχουν επενδύσει ή σκοπεύουν να επενδύσουν, καθώς με αυτόν τον τρόπο διασφαλίζεται η αντικειμενική επιλογή των επιχειρήσεων εκείνων που θα τους αποφέρουν τα μέγιστα επιθυμητά αποτελέσματα μακροπρόθεσμα, μέσα από την εξέταση και διερεύνηση των χρηματοοικονομικών τους καταστάσεων και των ετήσιων δελτίων τους.

1.2.5. Ο Ενοποιημένος Κώδικας 1998

Τον Ιούνιο του 1998 η Επιτροπή για την ΕΔ των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών του Λονδίνου εταιριών κατέληξε σε μία έκθεση η οποία περιλάμβανε τις προτάσεις των επιτροπών Cadbury, Greenbury και Hampel. Η έκθεση αυτή έγινε γνωστή με το όνομα «Ενοποιημένος Κώδικας: Αρχές καλής διακυβέρνησης και κώδικας βέλτιστων πρακτικών (The Combined Code: Principles

of Good Governance and Code of Best Practice)»⁵¹. Σε γενικές γραμμές ενοποιούσε τα αποτελέσματα των εργασιών των προηγούμενων επιτροπών και αποτελούνταν από δύο τμήματα, με το ένα να αναφέρεται στις επιχειρήσεις και το δεύτερο στους θεσμικούς επενδυτές. Σημαντικό ρόλο στην υιοθέτηση των προτεινόμενων βέλτιστων πρακτικών ΕΔ έπαιξε το Χρηματιστήριο Αξιών του Λονδίνου, το οποίο είχε την πρόθεση να πιέσει τουλάχιστον τις εισηγμένες σε αυτό εταιρίες να δημοσιεύουν την συμμόρφωση τους ή μη με τις αρχές και τις συστάσεις του ενοποιημένου κώδικα (comply or explain). Και αυτός ο κώδικας είναι προαιρετικός για τις εταιρίες και για αυτό τον λόγο έχει δεχθεί κριτική από σημαντικούς φορείς όπως είναι το Ινστιτούτο Εσωτερικών Ελεγκτών της Μεγάλης Βρετανίας και Ιρλανδίας⁵². Έτσι, ενώ αποτελεί απαίτηση του Ενοποιημένου Κώδικα να αναφέρουν οι εισηγμένες εταιρίες συμμόρφωση ή μη με τις βέλτιστες πρακτικές ΕΔ, δεν επιβάλλεται ρητά η συμμόρφωση με αυτόν.

Σύμφωνα με τον Ενοποιημένο Κώδικα οι εταιρίες θα πρέπει να ακολουθούν συγκεκριμένες βέλτιστες πρακτικές ΕΔ, οι οποίες είναι προαιρετικής φύσεως και αποτελεί απαίτηση του Χρηματιστηρίου Αξιών του Λονδίνου να κοινοποιούνται από τις εταιρίες οι λόγοι μη συμμόρφωσης με αυτές. Συνοψίζοντας, οι βέλτιστες πρακτικές ΕΔ περιλαμβάνουν τα μέλη του ΔΣ (εκτελεστικά και μη εκτελεστικά), τις αμοιβές τους και αμοιβές των ανώτερων στελεχών, τις σχέσεις με τους μετόχους, τις υποχρεώσεις των εταιριών προς τους μετόχους, τις ρυθμιστικές αρχές και τους ελεγκτές (εσωτερικούς και εξωτερικούς) της εταιρίας, όπως επίσης και τις σχέσεις με τους θεσμικούς επενδυτές.

1.2.6. Η Οδηγία Turnbull

Πολύ σημαντική προσφορά στην κατανόηση της σχέσης των Συστημάτων Εσωτερικού Ελέγχου με το πλαίσιο ΕΔ στη Μεγάλη Βρετανία είχε το Σώμα Ορκωτών Ελεγκτών, Λογιστών της Αγγλίας και Ουαλίας (The Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW)), το οποίο εξέδωσε οδηγία σχετική με τα Συστήματα Εσωτερικού Ελέγχου των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου εταιριών και τη συμμόρφωσή τους με τον Ενοποιημένο Κώδικα ΕΔ της Μεγάλης Βρετανίας (Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code, 1999)⁵³. Η ανωτέρω οδηγία η οποία έχει γίνει γνωστή από το όνομα του προέδρου της σχετικής επιτροπής σύνταξης Nigel Turnbull (Turnbull Committee Guidance, 1999), είχε την υποστήριξη του Χρηματιστηρίου Αξιών του Λονδίνου το οποίο και υποστήριξε ότι τυχόν συμμόρφωση των ΔΣ των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών του Λονδίνου εταιριών με την οδηγία του ICAEW, θα αποτελεί ουσιαστικά συμμόρφωση με τον ενοποιημένο κώδικα.

⁵¹ The Combined Code, “*Principles of Good Governance and Code of Best Practice*”, UK, June 1998

⁵² The Institute of Internal Auditors, “*A New Agenda for Corporate Governance Reform*”, UK and Ireland, July 2002

⁵³ The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, “*Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code*”, London, September 1999

Σύμφωνα με την ανωτέρω οδηγία είναι πολύ σημαντική η οργάνωση επαρκών Συστημάτων Εσωτερικού Ελέγχου στην επίτευξη των επιχειρησιακών στόχων, καθώς εξασφαλίζουν την αποτελεσματικότερη διαχείριση των κινδύνων. Τα ΔΣ είναι υπεύθυνα για τη διατήρηση αποτελεσματικών συστημάτων εσωτερικού ελέγχου. Κύρια αρμοδιότητα τους αποτελεί η διαχείριση των επιχειρηματικών κινδύνων που χαρακτηρίζουν την εταιρία και η οργάνωση ενός αποτελεσματικού συστήματος εσωτερικού ελέγχου. Η διοίκηση της εταιρίας είναι υπεύθυνη για την εφαρμογή των πολιτικών και διαδικασιών που καθορίζονται από το ΔΣ σχετικά με τη διαχείριση των επιχειρηματικών κινδύνων και τη διατήρηση ενός αποτελεσματικού συστήματος εσωτερικού ελέγχου. Ένα καλά οργανωμένο σύστημα εσωτερικού ελέγχου δεν μπορεί να δώσει απόλυτη επιβεβαίωση για την αποτελεσματική επίτευξη των στόχων που τίθενται από την επιχείρηση επειδή οργανώνεται και παρακολουθείται από ανθρώπους που ενδεχομένως τα συμφέροντά τους να είναι διαφορετικά από αυτά της εταιρίας, σίγουρα όμως μπορεί να αποτρέψει τη διενέργεια ή τη μη ανακάλυψη σημαντικών λαθών ή παραλείψεων. Προκειμένου το ΔΣ να επιτελεί αποτελεσματική επισκόπηση του Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου της εταιρίας, θα πρέπει να εξασφαλίζει την περιοδική επισκόπηση του από τα αρμόδια όργανα της εταιρίας, όπως είναι οι εσωτερικοί ελεγκτές. Αποτελεί καλή πρακτική για το ΔΣ να δημοσιεύει στο ετήσιο δελτίο τη γνώμη του σχετικά με την αποτελεσματικότητα του Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου της εταιρίας.

Σημαντική μπορεί να χαρακτηριστεί η παρέμβαση του Financial Reporting Council (FRC) της Μεγάλης Βρετανίας το 2004 το οποίο ανέλαβε να επικαιροποιήσει την ανωτέρω οδηγία⁵⁴. Το σημαντικότερο συμπέρασμα που προέκυψε από αυτή την εργασία ήταν ότι η εργασία της επιτροπής Turnbull το 1999 συντέλεσε στη βελτίωση των διαδικασιών διαχείρισης κινδύνων και συστημάτων εσωτερικού ελέγχου των εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου σύμφωνα τόσο με τα ίδια τα ΔΣ των εταιριών όσο και με τους επενδυτές. Σημαντική κρίθηκε επίσης η συμμόρφωση με τα απαιτούμενα από την επιτροπή Turnbull στο επίπεδο γενικών αρχών και η προαιρετική τήρηση αυτών (πρακτική που ταιριάζει στην κουλτούρα της Μεγάλης Βρετανίας), σε αντίθεση με τις ΗΠΑ όπου έχουν τεθεί αυστηροί υποχρεωτικοί κανόνες συμμόρφωσης για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης εταιρίες. Παρόλο που όπως φάνηκε από την εργασία του FRC η οδηγία Turnbull έχει συντελέσει στην καλύτερη οργάνωση συστημάτων διαχείρισης κινδύνων και συστημάτων εσωτερικού ελέγχου, γνώμη της επιτροπής αναθεώρησης αποτελεί η αναγκαιότητα συνεχούς βελτίωσής τους και η αποτελεσματικότερη επικοινωνία με τους επενδυτές ώστε να γίνεται εύκολα κατανοητό το πλαίσιο διαχείρισης κινδύνων, όπως επίσης και το πλαίσιο οργάνωσης και διατήρησης επαρκών και αποτελεσματικών συστημάτων εσωτερικού ελέγχου.

⁵⁴ Financial Reporting Council, “Internal control: Revised Guidance for Directors on the Combined Code”, FRC, London, October 2005

1.2.7. Οι προτάσεις IIA-Inc.

Το Ινστιτούτο Εσωτερικών Ελεγκτών της Μεγάλης Βρετανίας και Ιρλανδίας με αφορμή τα εταιρικά σκάνδαλα της Enron και WorldCom δημοσίευσε τον Ιούλιο του 2002 μία σημαντική μελέτη σχετικά με προτάσεις αναμόρφωσης των βέλτιστων πρακτικών ΕΔ (The IIA-Inc., 2002), σκοπός της οποίας ήταν να δώσει έμφαση στον ρόλο που πρέπει να επιτελούν τόσο οι εξωτερικοί, όσο και οι εσωτερικοί ελεγκτές των εταιριών, καθώς και τα μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη των ΔΣ σύμφωνα με τις βέλτιστες πρακτικές ΕΔ. Οι ανωτέρω οδηγίες ήρθαν να συμπληρώσουν τον Ενοποιημένο Κώδικα, ο οποίος δεν ανέπτυξε σε ιδιαίτερο βάθος θέματα σχετικά με τα Συστήματα Εσωτερικού Ελέγχου. Επίσης, θα πρέπει να τονίσουμε ότι λόγω της προαιρετικής φύσεως του Ενοποιημένου Κώδικα, οι εταιρίες τείνουν να μην συμμορφώνονται με συγκεκριμένα κομμάτια αυτού και να δημοσιεύουν προς το επενδυτικό κοινό «έγκυρους» κατά αυτές λόγους για αυτή την πρακτική με αποτέλεσμα να μην εξασφαλίζεται πάντοτε η προστασία του επενδυτικού κοινού των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου εταιριών.

Το Ινστιτούτο Εσωτερικών Ελεγκτών της Μεγάλης Βρετανίας πρότεινε την τροποποίηση των προαιρετικών διατάξεων του Ενοποιημένου Κώδικα, ώστε να υπάρχει υποχρεωτική πλέον συμμόρφωση με τα απαιτούμενα από αυτόν, με γνώμονα το συμφέρον των μετόχων και των λοιπών stakeholders. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφέρουμε ότι η μέχρι τώρα εμπειρία όσον αφορά την συμμόρφωση με τις προαιρετικές διατάξεις των κωδίκων ΕΔ δεν εξασφαλίζεται, καθώς οι εταιρίες συχνά δημοσιεύουν έγκυρους κατά αυτές λόγους για τη μη συμμόρφωση τους.

Οι σημαντικότερες προτάσεις έτσι όπως απορρέουν από τις εργασίες του Ινστιτούτου Εσωτερικών Ελεγκτών (The IIA-UK and Ireland., 2002) σχετικά με προτεινόμενες αλλαγές στις πρακτικές ΕΔ⁵⁵, αφορούν θέματα σχετικά με την ΕΔ, τους εξωτερικούς ελεγκτές, τα ανεξάρτητα και μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ και τις επιτροπές ελέγχου.

1.2.8. Η εργασία των Higgs and Smith

Η ΕΔ στην Μεγάλη Βρετανία συνεχώς εξελίσσεται και μεταβάλλεται πάντοτε σύμφωνα με τις προτεινόμενες καλές πρακτικές, ενώ σε καμία περίπτωση δεν επιβάλλεται η υποχρεωτική συμμόρφωση των εισηγμένων εταιριών με τις βέλτιστες πρακτικές. Μέσα στο πλαίσιο αυτό κινείται και η εργασία των Higgs and Smith, οι οποίοι δημοσίευσε το 2003 προτάσεις αναφορικά με το ρόλο των ανεξάρτητων και μη εκτελεστικών μελών των ΔΣ καθώς επίσης και τις επιτροπές ελέγχου⁵⁶. Κι ενώ φαίνεται ότι η εφαρμογή των προτάσεων των Higgs and Smith μπορεί να βελτιώσει την λειτουργία των ΔΣ, η σημαντικότερη κατά την γνώμη μας πρόταση σχετίζεται με

⁵⁵ The Institute of Internal Auditors, "A New Agenda for Corporate Governance Reform", UK and Ireland, July 2002, pp. 1-8

⁵⁶ C. A. Mallin, "Corporate Governance", Oxford University Press 2007, pp 26

την εγκατάσταση και λειτουργία Διευθύνσεων Εσωτερικού Ελέγχου η οποία προτείνεται ως καλή πρακτική, σε αντίθετη δε περίπτωση θα πρέπει να κοινοποιούνται μέσω σχετικής δημοσιοποίησης προς τους μετόχους, οι λόγοι για τους οποίους μια εταιρία δεν εγκαθιδρύει Διεύθυνση ή υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου. Η εργασία των Higgs and Smith έρχεται να συμπληρώσει τον Ενοποιημένο Κώδικα, ο οποίος δεν ασχολήθηκε ιδιαίτερα με τον εσωτερικό έλεγχο. Επίσης, η εργασία των Higgs and Smith έρχεται να αναγνωρίσει την σημασία των Διεθνών Επαγγελματικών Προτύπων Εσωτερικού Ελέγχου (Standards for Professional Practice) και του σημαντικού ρόλου του εσωτερικού ελέγχου ως αντικειμενικού οργάνου αξιολόγησης των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου. Με αυτόν τον τρόπο υποστηρίζεται αποτελεσματικότερα και η λειτουργία των επιτροπών ελέγχου.

1.2.9. Ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης του HB (UK Corporate Governance Code)

Ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης του HB (γνωστός πρωτότερα ως Ενοποιημένος Κώδικας) καθορίζει τα πρότυπα καλών πρακτικών που πρέπει να εφαρμόζουν τα ΔΣ των εταιριών σχετικά με την ηγεσία και την αποτελεσματικότητά τους, την αμοιβή των μελών τους, την υπευθυνότητά τους και τις σχέσεις τους με τους μετόχους. Ο Κώδικας περιέχει γενικές αρχές και ειδικές διατάξεις. Οι εισηγμένες εταιρίες οφείλουν να υποβάλουν έκθεση σχετικά με το πώς έχουν εφαρμόσει τις βασικές αρχές του κώδικα, και είτε να επιβεβαιώσουν ότι έχουν συμμορφωθεί με τις διατάξεις του Κώδικα ή -εφόσον δεν έχουν- να δώσουν τις απαραίτητες εξηγήσεις.

Μια αναθεωρημένη έκδοση του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης του Ηνωμένου Βασιλείου δημοσιεύθηκε από το FRC στις 28 Σεπτεμβρίου 2012, όπως ανακοινώθηκε στο δελτίο τύπου του. Ο επικαιροποιημένος κώδικας ισχύει για χρήσεις που ξεκινούν την ή μετά την 1η Οκτωβρίου 2012. Η νέα έκδοση του Κώδικα δημοσιεύθηκε τον Σεπτέμβριο του 2012 και έχει εφαρμογή για την υποβολή εκθέσεων περιόδους που ξεκινούν την ή 1 Οκτωβρίου 2012. Το FRC έχει δημοσιεύσει επίσης κατευθυντήριες γραμμές για τα ΔΣ και τις επιτροπές τους προκειμένου να τους βοηθήσει κατά την εφαρμογή του Κώδικα. Αυτές οι κατευθυντήριες οδηγίες αναφέρονται στην αποτελεσματικότητα του ΔΣ, το ρόλο της επιτροπής ελέγχου, τη διαχείριση των κινδύνων, τον εσωτερικό έλεγχο και τη χρηματοοικονομική πληροφόρηση⁵⁷.

Τον Απρίλιο του 2014, το FRC ξεκίνησε μια διαβούλευση σχετικά την ανασκόπηση των αλλαγών που έχουν γίνει στον Κώδικα ΕΔ του HB, μετά από προηγούμενες διαβουλεύσεις σχετικά με τις αποδοχές των διευθυντών (Οκτώβριος 2013) και τη διαχείριση των κινδύνων, τον εσωτερικό έλεγχο και τη βάση της

⁵⁷ <https://www.frc.org.uk>, UK Corporate Governance Code

συνεχιζόμενης δραστηριότητας της λογιστικής (Νοέμβριος 2013). Η διαβούλευση θα ολοκληρωθεί στις 27 του Ιουνίου του 2014⁵⁸.

1.3. Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ευρωπαϊκή Ένωση

Η Ευρωπαϊκή Ένωση τις τελευταίες δεκαετίες προσπαθεί να θέσει υπόψη των κρατών μελών της τις βέλτιστες πρακτικές ΕΔ, κυρίως όμως συμβουλευτικά, δηλαδή χωρίς να υιοθετεί το αυστηρό και υποχρεωτικό πρότυπο των ΗΠΑ. Μάλιστα για το λόγο αυτό, προχώρησε στη σύσταση συμβουλευτικής επιτροπής για την ΕΔ και το εταιρικό δίκαιο η οποία στελεχώθηκε από εξέχοντα πρόσωπα τόσο από τον ακαδημαϊκό χώρο, όσο και από το χώρο των επιχειρήσεων⁵⁹. Επίσης, προχώρησε στην έκδοση οδηγιών για το ρόλο των ανεξάρτητων και μη εκτελεστικών μελών των ΔΣ των εισηγμένων σε Χρηματιστήρια Αξιών εταιριών⁶⁰, για τις αποδοχές των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών⁶¹, για τα δικαιώματα των μετόχων⁶², σχετικά με την υιοθέτηση ή μη της αρχής συμμόρφωσης ή εξήγησης μη συμμόρφωσης (comply or explain principle)⁶³, σχετικά με τη διαχείριση επιχειρηματικών κινδύνων και τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου⁶⁴, ενώ έχει οργανώσει συναντήσεις με ενδιαφερόμενα μέρη για το μέλλον της ΕΔ στην Ευρωπαϊκή Ένωση⁶⁵. Μέχρι σήμερα, ωστόσο, η Ευρωπαϊκή Ένωση δεν έχει αναπτύξει έναν ενιαίο κώδικα ΕΔ στα πρότυπα των ΗΠΑ.

1.3.1. Οι Αρχές του ΟΟΣΑ

Πολύ σημαντικό ρόλο στην υιοθέτηση βέλτιστων πρακτικών ΕΔ έπαιξε ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ). Οι αρχές του ΟΟΣΑ υιοθετήθηκαν από τους υπουργούς του ΟΟΣΑ το 1999 και από τότε έχουν γίνει ένα διεθνές συγκριτικό πρότυπο για τους σχεδιαστές πολιτικής, τους επενδυτές, τις εταιρίες και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη σε όλο τον κόσμο. Οι αρχές τροποποιήθηκαν το 2004 και δημιουργούν ένα γενικό πλαίσιο για το πρόβλημα της ΕΔ. Είναι ένα από

⁵⁸ <http://www.icaew.com>, UK Corporate Governance Code

⁵⁹ Commission Decision of 28 April 2005 establishing a group of non-governmental experts on corporate governance and company law (2005/380/EC), Official Journal of the European Union, L126/40, 19-5-2005

⁶⁰ European Commission, “Recommendation on the role of (independent) non-executive or supervisory directors”, Brussels, 5 May 2004

⁶¹ European Commission, “Fostering an appropriate regime for the remuneration of Directors”, MARKT, 23 February 2004

⁶² DG MARKT, “Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights – Synthesis of the comments on the consultation document of the services of the internal market directorate general”, A working document of DG Internal Market, Brussels, April 2005

⁶³ <http://ec.europa.eu>, “Statement of the European Corporate Governance Forum on the Comply-or-Explain Principle”, Brussels, 22/2/2006

⁶⁴ Statement of the European Corporate Governance Forum on Risk Management and Internal Control. Brussels, June 2006

⁶⁵ Speech by Commissioner McGreevy, “Hearing on Future Priorities for the Action Plan on Company Law and Corporate Governance – Closing Remarks”, Brussels, 3 May 2006

τα δώδεκα κύρια πρότυπα για άρτια χρηματοοικονομικά συστήματα που υιοθετήθηκαν από το Financial Stability Forum (FSF)⁶⁶. Για τη διασφάλιση ενός αποτελεσματικού πλαισίου ΕΔ είναι αναγκαίο να δημιουργηθεί ένα κατάλληλο και αποτελεσματικό νομικό, ρυθμιστικό και θεσμικό πλαίσιο, επί του οποίου όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά θα μπορούν να στηρίζουν τις συμβατικές τους σχέσεις⁶⁷.

Οι Αρχές αποτελούν ένα γενικό πλαίσιο που δεν περιορίζεται στη δημοσιοποίηση χρηματοοικονομικών πληροφοριών. Όπως θα διαπιστώσουμε αναλύοντας τα βασικά σημεία τους οι Αρχές αντιμετωπίζουν την εταιρία ως σύνολο (οργανωτικό, κοινωνικό, ηθικό, χρηματοοικονομικό κλπ). Συνεπώς η ευθυγράμμιση με τις Αρχές πρέπει να περιλαμβάνει αλλαγές στην κουλτούρα, τις μεθόδους, τις τεχνολογίες, τις διαδικασίες, την ηθική, τις πολιτικές και την αποστολή της εταιρίας. Η πληροφόρηση και η ροή της πληροφορίας μέσα και έξω από την εταιρία είναι ένας κρίσιμος παράγοντας επιτυχίας για τη δημιουργία ενός νέου σημείου ισορροπίας της εταιρίας. Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ «ελλιπής δημοσιοποίηση και μη διαφανείς πρακτικές μπορούν να συνεισφέρουν σε ανήθικη συμπεριφορά και σε μία απώλεια της ακεραιότητας της αγοράς με μεγάλο κόστος όχι μόνο για την εταιρία και τους μετόχους αλλά και την οικονομία ως σύνολο».

Τα βασικότερα σημεία των Αρχών του ΟΟΣΑ είναι τα εξής⁶⁸:

α) τα δικαιώματα των μετόχων και βασικές λειτουργίες ιδιοκτησίας: σε αυτό το τμήμα διασφαλίζονται τα δικαιώματα των μετόχων, όπως το δικαίωμα συμμετοχής στις γενικές συνελεύσεις των εταιριών, το δικαίωμα ψήφου σε αυτές, το δικαίωμα στην ισότιμη αντιμετώπιση και πληροφόρηση από τις εταιρίες,

β) ίση μεταχείριση των μετόχων: εδώ γίνεται προσπάθεια καθορισμού κανόνων ίσης μεταχείρισης των μετόχων, ειδικότερα δε των μετόχων μειοψηφίας και των μετόχων που βρίσκονται σε χώρα διαφορετική από αυτή που δραστηριοποιείται η εταιρία στην οποία έχουν επενδύσει,

γ) ο ρόλος των ενδιαφερομένων μερών: εν προκειμένω ο ΟΟΣΑ προσπαθεί να θέσει υπόψη καλές πρακτικές σχετικά με τη συμπεριφορά των επιχειρήσεων στους έχοντες νόμιμα συμφέροντα στην εταιρία. Προκειμένου να επιτευχθεί αυτό οι εταιρίες θα πρέπει να αναπτύξουν κατάλληλες διαδικασίες επικοινωνίας και πληροφόρησης με τους έχοντες νόμιμα συμφέροντα καθώς επίσης να παρέχουν οποιαδήποτε οικονομική και άλλη πληροφόρηση απαιτείται από αυτούς και

δ) δημοσιοποίηση και διαφάνεια: σε αυτό το τμήμα καθιερώνονται καλές πρακτικές προστασίας του επενδυτικού κοινού και πολιτικές διαφάνειας τα οποία εξασφαλίζονται με έγκαιρη και έγκυρη ενημέρωση από μέρους διοικήσεων των επιχειρήσεων, συμπεριλαμβάνοντας στοιχεία που αφορούν την οικονομική κατάσταση της εταιρίας, τους στόχους και την απόδοση αυτής με τακτική ενημέρωση ειδικότερα όταν συμβαίνουν γεγονότα που χρήζουν ερμηνείας, πολιτικές διαχείρισης

⁶⁶ OECD, "Methodology for Assessing the implementation of the OECD Principles on Corporate Governance", OECD Paris, 2006

⁶⁷ OECD, "Principles of Corporate Governance", OECD Paris 2004

⁶⁸ Λαζαρίδης Θεμιστοκλής, Δρυμπέτας Ευάγγελος, «Εταιρική Διακυβέρνηση, Διεθνής Πρακτική & Ελληνική Εμπειρία», Εκδόσεις Σοφία, Θεσσαλονίκη 2011, σελ. 179, πίνακας 6

κινδύνων και εφαρμοσμένους ελεγκτικούς μηχανισμούς, αποτελέσματα ελέγχων ορκωτών ελεγκτών.

Οι αρχές του ΟΟΣΑ δεν έχουν δεσμευτικό χαρακτήρα, ούτε περιέχουν ποινικές διατάξεις για την καταστολή των οικονομικών εγκλημάτων, όμως η διάπραξη τέτοιας φύσης εγκλημάτων δυσχεραίνεται στις περιπτώσεις που τα κράτη μέλη θεσπίζουν κανόνες και νόμους συναφείς προς τις αρχές του ΟΟΣΑ. Αναγνωρίζεται η δυνατότητα συμμετοχής των εργαζομένων στα εταιρικά όργανα σύμφωνα με τα όσα ορίζονται από τις εθνικές νομοθεσίες περί εκπροσώπησης των εργαζομένων. Επίσης τονίζεται η ανάγκη της συνεργασίας των κοινωνικών εταίρων για την επίτευξη μακροπρόθεσμης και επιτυχούς λειτουργίας των επιχειρήσεων. Συμπερασματικά οι αρχές του ΟΟΣΑ αποτέλεσαν σημείο αναφοράς για την ανάπτυξη νομοθετικού και κανονιστικού πλαισίου για την ΕΔ ανάλογα με την οικονομική, κοινωνική, νομική και πολιτιστική κατάσταση του κάθε κράτους ενώ χρησιμοποιήθηκαν και από συμμετέχοντες στην αγορά για την ανάπτυξη πρακτικών σε ατομικό ή επιχειρησιακό επίπεδο.

1.3.2. Σχέδιο δράσης 2003⁶⁹

Στις 21 Μαΐου 2003 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενέκρινε το πρόγραμμα δράσης για τον εκσυγχρονισμό του εταιρικού δικαίου και της ΕΔ σε κοινοτικό επίπεδο, με το οποίο ανήγγειλε την επιβεβαίωση της συλλογικής ευθύνης των μελών του συμβουλίου εταιρίας, τη βελτίωση των πληροφοριών που θα πρέπει να παρέχονται από τις εταιρίες και την καθιέρωση της έκδοσης μιας εμπειριστατωμένης δήλωσης, αναφορικά με την εφαρμογή του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης. Το πρόγραμμα δράσης προσφέρει ένα σαφές και καλά σχεδιασμένο πλαίσιο το οποίο συνδυάζει τις νέες νομοθετικές πρωτοβουλίες που αναπτύχθηκαν εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το εν λόγω πρόγραμμα δράσης δίνει ιδιαίτερη προσοχή σε πρωτοβουλίες ΕΔ που στοχεύουν στη ενδυνάμωση της εμπιστοσύνης στις αγορές κεφαλαίων.

Σύμφωνα με το πρόγραμμα δράσης, το ευρωπαϊκό κανονιστικό πλαίσιο για το εταιρικό δίκαιο και την ΕΔ χρειάζεται να εκσυγχρονιστεί λόγω της αυξανόμενης τάσης των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων να λειτουργούν διασυνοριακά στην εσωτερική αγορά, της συνεχιζόμενης ολοκλήρωσης της ευρωπαϊκής αγοράς κεφαλαίων, της ταχείας ανάπτυξης νέων τεχνολογιών πληροφόρησης και επικοινωνίας, της διεύρυνσης της ΕΕ και των επιζήμιων επιπτώσεων των πρόσφατων οικονομικών σκανδάλων, Parmalat, Enron.

Δύο είναι οι βασικοί στόχοι που επιδιώκει η Επιτροπή με την αναδιάρθρωση του εταιρικού δικαίου στην Ευρώπη: αφενός μεν η ενίσχυση των δικαιωμάτων των μετόχων και προστασία των τρίτων μερών αφετέρου δε η ανάπτυξη της αποδοτικότητας και της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων. Για την επίτευξη του πρώτου στόχου που προτείνει το σχέδιο δράσης, είναι απαραίτητο να διασφαλιστεί

⁶⁹ COM (2003) 284 final, Brussels, 21.5.2003

ένα αποτελεσματικό και εκσυγχρονισμένο σύστημα προστασίας των μετόχων και των δικαιωμάτων τους. Επίσης, πρέπει να εξεταστεί με τη δέουσα προσοχή η θέση ορισμένων τρίτων μερών, που είναι ιδιαίτερα ικανά όσον αφορά τα συμφέροντά τους: οι πιστωτές και οι εργαζόμενοι. Από αυτήν την οπτική γωνία, η προσέγγιση της Επιτροπής στο ζήτημα της διακυβέρνησης δείχνει υπεραπλουστευτική και ανεπαρκής. Η ΕΔ παρουσιάζεται σαν πρόβλημα που περιορίζεται στις σχέσεις ανάμεσα στους μετόχους και τη διοίκηση, λες και η επιχείρηση είναι μια οντότητα την οποία απασχολούν μόνο τα συμφέροντα των μετόχων. Με αυτόν τον τρόπο περιγράφει μια ιδεατή εταιρία, χωρίς να δίνεται η δέουσα σημασία στους εργαζομένους και χωρίς γενικότερες ευθύνες προς άλλες κατηγορίες μερών που ενδιαφέρονται για τη βιωσιμότητα της ίδιας της εταιρίας, όπως, για παράδειγμα, οι πιστωτές και οι άλλοι μέτοχοι. Όσον αφορά στο δεύτερο στόχο, η ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων μπορεί να ενισχυθεί από διάφορα στοιχεία, όπως η αναπόφευκτη ύπαρξη του κατάλληλου ρυθμιστικού πλαισίου για το εταιρικό δίκαιο, σταθερά ισορροπημένου ανάμεσα στα εθνικά και τα κοινοτικά μέτρα⁷⁰.

1.3.3. Οδηγία 2006/46/EK

Στο πλαίσιο των ενωσιακών μέτρων για τον εκσυγχρονισμό της ΕΔ⁷¹, την πρόληψη και αντιμετώπιση οικονομικών σκανδάλων και εταιρικών παρατυπιών, εξεδόθη η Οδηγία 2006/46/EK. Ένα εξ αυτών των σκανδάλων συνιστά το σκάνδαλο της εταιρίας Enron. Στο πλαίσιο αυτού του σκανδάλου στήθηκε από την εν λόγω εταιρία ένας πολύπλοκος μηχανισμός, σύμφωνα με τον οποίο μέσω των συναλλαγών της εταιρίας με τρεις εταιρίες ειδικού σκοπού (SPVs) γνωστών ως LJM, LJM2, LJM3 και με τη χρήση πρακτικών δημιουργικής λογιστικής, η Enron αφαιρούσε υποχρεώσεις από τον ισολογισμό της και εμφάνιζε αυξημένα έσοδα και κέρδη. Οι πρακτικές αυτές σε συνδυασμό με την απροθυμία της ελεγκτικής εταιρίας να θέσει φραγμούς στις πρακτικές της Enron, προσφέροντας τις ελεγκτικές της υπηρεσίες με αντικειμενικότητα και ανεξαρτησία, εξαιτίας του ότι εκτός των ελεγκτικών καθηκόντων της, πρόσφερε επ' αμοιβής και άλλες υπηρεσίες στην Enron, όπως συμβουλευτικές υπηρεσίες στη διοίκησή της, οδήγησαν στην οικονομική κατάρρευση της εταιρίας, την κατακόρυφη πτώση της αξίας των μετοχών της και την υποβάθμιση της πιστοληπτικής της ικανότητας.

Η Οδηγία επέβαλε την υποχρέωση δημοσιοποίησης των συναλλαγών που πραγματοποιεί η εταιρία με τα συνδεδεμένα μέρη. Επίσης, εισήγαγε την υποχρέωση των εισηγμένων εταιριών να δημοσιοποιούν ετήσια δήλωση ΕΔ, στην οποία να

⁷⁰ <http://www.europarl.europa.eu>, Ghilardotti (PSE), εισηγήτρια, Συζητήσεις, 19/4/2004, Στρασβούργο

⁷¹ Οδηγία 2006/46/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 14^{ης} Ιουνίου 2006, για την τροποποίηση της οδηγίας 78/660/ΕΟΚ του Συμβουλίου περί των ετήσιων λογαριασμών εταιριών ορισμένων μορφών, της οδηγίας 83/349/ΕΚ του Συμβουλίου σχετικά με τους ενοποιημένους λογαριασμούς, της οδηγίας 86/635/ΕΟΚ του Συμβουλίου για τους ετήσιους και ενοποιημένους λογαριασμούς των τραπεζών και λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και της οδηγίας 91/674/ΕΟΚ του Συμβουλίου για τους ετήσιους και τους ενοποιημένους λογαριασμούς των ασφαλιστικών επιχειρήσεων (ΕΕ L 224 της 18.6.2006, σ. 1–7)

υποδηλώνουν αν συμμορφώνονται με κάποιον κώδικα ΕΔ και, εάν πράγματι συμμορφώνονται, να επισημαίνουν με ποιον (άρθρο 1, παράγραφος 7, υποπαράγραφος 1 της Οδηγίας). Ειδικότερα, σύμφωνα με την Οδηγία η εταιρία πρέπει να παρέχει στους μετόχους ευκόλως προσβάσιμα στοιχεία σχετικά με τις πράγματι εφαρμοζόμενες πρακτικές ΕΔ, συμπεριλαμβανομένης της περιγραφής των κυρίων χαρακτηριστικών τυχόν συστημάτων διαχείρισης κινδύνων και εσωτερικού ελέγχου στο πλαίσιο της διαδικασίας σύνταξης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Η δήλωση αυτή θα αποτελεί σημαντικό στοιχείο της διαχεόμενης από τις εισηγμένες εταιρίες οικονομικής πληροφόρησης των επενδυτών και στοιχείο αξιολόγησης του πρόσφορου ή μη της επενδυτικής επιλογής.

Μέσω της μεθόδου «comply or explain» η εκάστοτε εισηγμένη εταιρία πρέπει να περιλαμβάνει στη δήλωση ΕΔ αναφορά στο συγκεκριμένο Κώδικα ΕΔ που εφαρμόζει και, στο βαθμό που αποφασίζει να αποκλίνει από ορισμένα μέρη του σχετικού Κώδικα ή να μην εφαρμόσει κάποιες από τις διατάξεις του, να αιτιολογεί τους λόγους της απόκλισης ή της μη εφαρμογής (“duty to disclose/explain”). Μάλιστα, η υπαγωγή στους κανόνες αυτούς είναι εκούσια, μη εξαναγκαστή, η μη συμμόρφωση ωστόσο πρέπει να αιτιολογείται.

Η προσέγγιση αυτή επιτρέπει στις εταιρίες να ανταποκρίνονται στις συγκεκριμένες απαιτήσεις του κλάδου της επιχειρηματικής δραστηριότητάς τους στις δε αγορές να αξιολογούν τις παρεχόμενες εξηγήσεις και αιτιολογήσεις και με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται εμμέσως η δέσμευση των εταιριών να εφαρμόσουν τους κανόνες αυτορρύθμισης⁷².

1.3.4. Σχέδιο Δράσης 2012: Ευρωπαϊκό Εταιρικό Δίκαιο & Εταιρική Διακυβέρνηση, ένα σύγχρονο νομικό πλαίσιο για πιο ενεργό συμμετοχή των μετόχων και βιώσιμες εταιρίες

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενέκρινε στις 12 Δεκεμβρίου 2012 σχέδιο δράσης στο οποίο περιγράφονται οι μελλοντικές πρωτοβουλίες στους τομείς του εταιρικού δικαίου και της ΕΔ. Το ευρωπαϊκό εταιρικό δίκαιο και η ΕΔ πρέπει να διασφαλίζουν ότι οι εταιρίες είναι ανταγωνιστικές και βιώσιμες. Από την ανάλυση και τις διαβουλεύσεις της Επιτροπής που έγιναν την τελευταία διετία προκύπτει σαφώς ότι μπορούν να υπάρξουν περαιτέρω βελτιώσεις, ενθαρρύνοντας και διευκολύνοντας τη μακροπρόθεσμη ενεργό συμμετοχή των μετόχων με την αύξηση του επιπέδου της διαφάνειας μεταξύ των εταιριών και των μετόχων τους και με την απλούστευση των διασυννοριακών δραστηριοτήτων των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων.

Βασίζομενη στον προβληματισμό της και τα αποτελέσματα των διαβουλεύσεων, η Επιτροπή εντόπισε πολυάριθμους άξονες δράσης στους τομείς του εταιρικού δικαίου και της ΕΔ που έχουν καίρια σημασία ενόψει της θέσπισης σύγχρονων νομοθετικών κειμένων για τις βιώσιμες και ανταγωνιστικές εταιρίες. Ο

⁷² Γεώργιος Μιχαλόπουλος, «Εκδοχές εταιρικής διακυβέρνησης», ΧρΙΔ, Γ/2003, σελ. 392

Επίτροπος για την Εσωτερική Αγορά και τις Υπηρεσίες Michel Barnier δήλωσε τα εξής: «Σε αυτό το σχέδιο δράσης για το εταιρικό δίκαιο και την ΕΔ προσδιορίζεται η μελλοντική πορεία: στους μετόχους οφείλουν να δοθούν πρόσθετα δικαιώματα, αλλά εκείνοι θα πρέπει επίσης να επωμισθούν απολύτως τις ευθύνες τους για να διασφαλίζεται ότι η επιχείρηση θα παραμείνει ανταγωνιστική μακροπρόθεσμα. Οι εταιρίες πρέπει επίσης να καταστούν πιο διαφανείς από πολλές απόψεις. Αυτό θα συμβάλει στην αποτελεσματική διακυβέρνηση των επιχειρήσεων.»

Τα βασικά στοιχεία του σχεδίου δράσης είναι τα εξής:

α) Η αύξηση του επιπέδου της διαφάνειας μεταξύ των εταιριών και των μετόχων τους προκειμένου να βελτιωθεί η εταιρική διακυβέρνηση. Αυτή συνεπάγεται ιδίως: την αύξηση της διαφάνειας των εταιριών όσον αφορά την πολυμορφία των ΔΣ τους και τις πολιτικές διαχείρισης κινδύνου, τη βελτίωση των διαδικασιών υποβολής εκθέσεων για την ΕΔ, τη βελτιωμένη ταυτοποίηση των μετόχων από τους εκδότες και την ενίσχυση των κανόνων διαφάνειας για τους θεσμικούς επενδυτές όσον αφορά τις πολιτικές στα θέματα ψηφοφορίας και συμμετοχής τους.

β) Πρωτοβουλίες που αποσκοπούν στην ενθάρρυνση και διευκόλυνση της μακροπρόθεσμης δέσμευσης των μετόχων, όπως: η ενίσχυση της διαφάνειας σχετικά με τις πολιτικές αποδοχών και τις επιμέρους αποδοχές των διευθυντικών στελεχών, καθώς και το δικαίωμα ψήφου των μετόχων σχετικά με την πολιτική αποδοχών και την έκθεση που υποβάλλεται για τις αποδοχές, η καλύτερη εποπτεία των μετόχων όσον αφορά τις συναλλαγές με συνδεδεμένα μέρη, δηλαδή τις σχέσεις μεταξύ της εταιρίας και των διευθυντών της ή των μετόχων που κατέχουν ελέγχουσα συμμετοχή, η θέσπιση κατάλληλων επιχειρησιακών κανόνων για τους εντεταλμένους συμβούλους (ήτοι τις επιχειρήσεις που παρέχουν υπηρεσίες προς τους μετόχους, κυρίως συμβουλές σε θέματα ψηφοφοριών), ιδίως όσον αφορά τη διαφάνεια και τις συγκρούσεις συμφερόντων, η διευκρίνιση της έννοιας «που ενεργούν σε συνεννόηση με άλλα πρόσωπα», κατά τρόπο ώστε να διευκολύνεται η συνεργασία των μετόχων σε θέματα ΕΔ και η διερεύνηση του κατά πόσο μπορεί να ενθαρρυνθεί η συμμετοχή των εργαζομένων στο μετοχικό κεφάλαιο.

γ) Πρωτοβουλίες στον τομέα του εταιρικού δικαίου με στόχο την υποστήριξη των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων και την ενθάρρυνση της ανάπτυξης και της ανταγωνιστικότητάς τους, όπως: περαιτέρω έρευνα με θέμα τη σκοπιμότητα ανάληψης πρωτοβουλίας για την διασυνοριακή μεταφορά των εδρών για τις εταιρίες, διευκόλυνση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων, σαφείς κανόνες της ΕΕ για τις διασυνοριακές διασπάσεις, έμπρακτη παρακολούθηση της πρότασης περί καταστατικού της Ευρωπαϊκής Ιδιωτικής Εταιρίας (IP/08/1003) με στόχο την αύξηση των διασυνοριακών ευκαιριών για τις ΜΜΕ, διεξαγωγή ενημερωτικής εκστρατείας για το καταστατικό της Ευρωπαϊκής Εταιρίας/της Ευρωπαϊκής Συνεταιριστικής Εταιρίας και στοχοθετημένα μέτρα για τους ομίλους εταιριών, δηλαδή αναγνώριση της έννοιας του συμφέροντος του ομίλου και μεγαλύτερη διαφάνεια όσον αφορά τη δομή του ομίλου.

Επιπλέον, στο σχέδιο δράσης προβλέπεται η συγχώνευση όλων των σημαντικών οδηγιών για το εταιρικό δίκαιο σε ενιαίο μέσο. Αυτό θα καταστήσει το

εταιρικό δίκαιο της ΕΕ πιο προσιτό και κατανοητό και θα περιορίσει τον κίνδυνο μελλοντικών αναντιστοιχιών. Στην στρατηγική της Επιτροπής για την «Ευρώπη 2020» (IP/10/225) απευθύνεται έκκληση για τη βελτίωση του περιβάλλοντος για τις επιχειρήσεις στην Ευρώπη. Οι κανόνες της ΕΕ στους τομείς του εταιρικού δικαίου και της ΕΔ για τις επιχειρήσεις, τους επενδυτές και τους εργαζόμενους πρέπει να προσαρμοστούν στις ανάγκες της σημερινής κοινωνίας και στις μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες. Αποστολή του ευρωπαϊκού εταιρικού δικαίου και της ΕΔ είναι να διασφαλίζουν ότι οι εταιρίες είναι ανταγωνιστικές και βιώσιμες. Με την Πράσινη Βίβλο της για την εταιρική διακυβέρνηση της ΕΕ (IP/11/404) η Επιτροπή κίνησε τη διαδικασία ενδεδειγμένης εξέτασης με στόχο να αξιολογηθεί η αποτελεσματικότητα των σημερινών κανόνων ΕΔ για τις ευρωπαϊκές επιχειρήσεις. Προέβη επίσης σε δημόσια επιγραμματική διαβούλευση για το μέλλον του ευρωπαϊκού εταιρικού δικαίου η οποία είχε ως αποτέλεσμα να της περιέλθει μεγάλος αριθμός απαντήσεων από ευρύτατο φάσμα ενδιαφερόμενων φορέων (IP/12/149)⁷³.

1.3.5. Ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το Corporate Governance Package

Η σημασία της δημιουργίας ενός σύγχρονου και αποτελεσματικού πλαισίου ΕΔ για τις ευρωπαϊκές επιχειρήσεις, τους επενδυτές και τους εργαζόμενους, το οποίο πρέπει να προσαρμόζεται στις ανάγκες της σημερινής κοινωνίας και στο μεταβαλλόμενο οικονομικό περιβάλλον, αναγνωρίστηκε με την ανακοίνωση της Επιτροπής «Ευρώπη 2020»⁷⁴, με την οποία ζητείται βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος στην Ευρώπη. Τα τελευταία έτη, ωστόσο, αναδείχθηκαν ορισμένες αδυναμίες στην ΕΔ των ευρωπαϊκών εισηγμένων εταιριών. Αυτές οι αδυναμίες συνδέονται με διάφορους παράγοντες: τις εταιρίες και τα ΔΣ τους, τους μετόχους και τους πληρεξούσιους συμβούλους. Οι αδυναμίες που έχουν εντοπιστεί αφορούσαν κυρίως δύο προβλήματα: την ανεπαρκή ενεργό συμμετοχή των μετόχων και την έλλειψη επαρκούς διαφάνειας.

Για το λόγο αυτό πραγματοποιήθηκε διαβούλευση με τους ενδιαφερομένους σχετικά με δύο Πράσινες Βίβλους («Η εταιρική διακυβέρνηση στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς»⁷⁵ και «Το ενωσιακό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης»⁷⁶) όσον αφορά τα ζητήματα που ήταν σημαντικότερο να αντιμετωπιστούν σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Βάσει των διαβουλεύσεων αυτών, το σχέδιο δράσης της Επιτροπής του έτους 2012, όπως ανωτέρω αναλύσαμε⁷⁷ περιλαμβάνει τον χάρτη πορείας της Επιτροπής στον τομέα αυτόν, βάσει των δύο στόχων της

⁷³ Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Δελτίο Τύπου, «Η Επιτροπή σκοπεύει να εκσυγχρονίσει το ευρωπαϊκό εταιρικό δίκαιο και την εταιρική διακυβέρνηση», Βρυξέλλες, 12 Δεκεμβρίου 2012

⁷⁴ Ανακοίνωση της Επιτροπής, Ευρώπη 2020. Μια στρατηγική για έξυπνη, διατηρήσιμη και χωρίς αποκλεισμούς ανάπτυξη, COM(2010) 2020 τελικό.

⁷⁵ COM (2010) 284 τελικό

⁷⁶ COM (2011) 164 τελικό

⁷⁷ COM (2012) 740 τελικό

βελτίωσης της διαφάνειας και της αύξησης της ενεργού συμμετοχής των μετόχων. Το συγκεκριμένο σχέδιο δράσης ανακοινώνει ορισμένες πρωτοβουλίες και, μεταξύ άλλων, την ενδεχόμενη αναθεώρηση της οδηγίας σχετικά με τα δικαιώματα των μετόχων.

Στο πλαίσιο αυτό, πρωταρχικός στόχος της πρότασης⁷⁸, «οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για την τροποποίηση της Οδηγίας 2007/36/EK όσον αφορά την ενθάρρυνση της μακροπρόθεσμης ενεργού συμμετοχής των μετόχων και της Οδηγίας 2013/34/ΕΕ όσον αφορά ορισμένα στοιχεία της δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης» είναι να συμβάλει στη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα των εταιριών στην ΕΕ, να δημιουργήσει ένα ελκυστικό περιβάλλον για τους μετόχους και να βελτιώσει τη διασυννοριακή ψήφο, αυξάνοντας την αποτελεσματικότητα της αλυσίδας επενδύσεων σε μετοχικό κεφάλαιο, ώστε να συνεισφέρει στην οικονομική ανάπτυξη, τη δημιουργία θέσεων εργασίας και την ανταγωνιστικότητα στην ΕΕ. Αποτελεί συνέχεια της δέσμευσης της ανανεωμένης στρατηγικής για τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση της ευρωπαϊκής οικονομίας⁷⁹, συμβάλλει σε μια περισσότερο μακροπρόθεσμη οπτική των μετόχων, που εξασφαλίζει καλύτερες συνθήκες λειτουργίας για τις εισηγμένες εταιρίες.

Αυτό απαιτεί την επίτευξη των κάτωθι πιο συγκεκριμένων στόχων:

α) αύξηση του επιπέδου και της ποιότητας της ενεργού συμμετοχής των ιδιοκτητών και των διαχειριστών περιουσιακών στοιχείων στις εταιρίες στις οποίες γίνονται επενδύσεις·

β) δημιουργία καλύτερης σχέσης μεταξύ των αποδοχών και της απόδοσης των διοικητικών στελεχών των εταιριών·

γ) βελτίωση της διαφάνειας και της εποπτείας των συναλλαγών συνδεδεμένων μερών από τους μετόχους·

δ) εξασφάλιση της αξιοπιστίας και της ποιότητας των συμβουλών που παρέχουν οι πληρεξούσιοι σύμβουλοι·

ε) διευκόλυνση της διαβίβασης διασυννοριακών πληροφοριών (συμπεριλαμβανομένων των ψήφων) στην αλυσίδα επενδύσεων, ιδίως μέσω της εξακρίβωσης των στοιχείων των μετόχων.

Η παρούσα πρόταση συνάδει επίσης με το υφιστάμενο κανονιστικό πλαίσιο. Συγκεκριμένα, η νέα οδηγία και ο κανονισμός για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις (δέσμη μέτρων της ΟΚΑ IV)⁸⁰, για την αντιμετώπιση του προβλήματος της ανάληψης υπερβολικού κινδύνου, ενίσχυσαν περαιτέρω το πλαίσιο σχετικά με τις απαιτήσεις που αφορούν τη σχέση μεταξύ της μεταβλητής (πριμ) και της σταθερής συνιστώσας (μισθός) των αποδοχών. Οι κανόνες αυτοί ισχύουν για τα πιστωτικά ιδρύματα και τις επιχειρήσεις επενδύσεων, τόσο εισηγμένες όσο και μη εισηγμένες. Οι κανόνες της παρούσας πρότασης θα εφαρμόζονται, ωστόσο, μόνο σε εισηγμένες εταιρίες και έχουν στόχο να αυξηθεί η διαφάνεια και να έχουν οι μέτοχοι ψήφο επί της πολιτικής αποδοχών και της έκθεσης αποδοχών. Οι υφιστάμενοι κανόνες σχετικά με τους

⁷⁸ COM (2014) 213 final

⁷⁹ Ανακοίνωση για τη μακροχρόνια χρηματοδότηση COM(2014)

⁸⁰ Οδηγία 2013/36/ΕΕ και κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 575/2013

θεσμικούς επενδυτές και τους διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων, παραδείγματος χάριν, αυτοί που προβλέπονται στις οδηγίες ΟΣΕΚΑ⁸¹, ΔΟΕΕ⁸² και MIFID⁸³, συμφωνούν με την παρούσα οδηγία.

Κατά την ημερομηνία έγκρισης της παρούσας πρότασης, η Επιτροπή ενέκρινε επίσης σύσταση για την ποιότητα της υποβολής εκθέσεων ΕΔ («συμμόρφωση ή εξήγηση»). Το ενωσιακό πλαίσιο ΕΔ βασίζεται, πρώτα απ' όλα, στην προσέγγιση «συμμόρφωση ή εξήγηση», που επιτρέπει στα κράτη μέλη και τις εταιρίες να δημιουργούν ένα πλαίσιο που να είναι σύμφωνο με την νοοτροπία, τις παραδόσεις και τις ανάγκες τους. Για τη στήριξη της ορθής λειτουργίας της προσέγγισης αυτής, η Επιτροπή ενέκρινε τη σύσταση. Ωστόσο, ορισμένα στοιχεία της ΕΔ θα πρέπει, λόγω της διασυννοριακής σημασίας και σπουδαιότητάς τους, να ρυθμιστούν σε ευρωπαϊκό επίπεδο, με πιο δεσμευτική μορφή, ώστε να εξασφαλιστεί εναρμονισμένη προσέγγιση σε ολόκληρη την ΕΕ (π.χ. η εξακρίβωση των στοιχείων των μετόχων, η διαφάνεια και η ενεργός συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών και οι αποδοχές του διοικητικού συμβουλίου).

Η προτεινόμενη δράση της ΕΕ προσφέρει σημαντική προστιθέμενη αξία. Οι αλλοδαποί μέτοχοι κατέχουν περίπου το 44% των μετοχών των εισηγμένων εταιριών στην ΕΕ. Οι περισσότεροι από τους επενδυτές αυτούς είναι θεσμικοί επενδυτές και διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων. Μόνον η δράση σε επίπεδο ΕΕ μπορεί να διασφαλίσει ότι οι θεσμικοί επενδυτές και οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων, αλλά και οι διαμεσολαβητές και οι πληρεξούσιοι σύμβουλοι από άλλα κράτη μέλη υπόκεινται σε κατάλληλους κανόνες διαφάνειας και ενεργού συμμετοχής. Επιπλέον, σημαντικός αριθμός εισηγμένων εταιριών ασκούν δραστηριότητες σε διάφορα κράτη μέλη της ΕΕ. Επομένως, η καθιέρωση κατάλληλων προτύπων, που να διασφαλίζουν την ομαλή λειτουργία της ΕΔ των εταιριών αυτών, με σκοπό τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητά τους, είναι προς το συμφέρον όχι μόνο των κρατών μελών όπου έχουν την έδρα τους οι εν λόγω εταιρίες, αλλά και εκείνων των κρατών μελών όπου δραστηριοποιούνται. Μόνο η κοινή δράση σε επίπεδο ΕΕ μπορεί να διασφαλίσει την καθιέρωση τέτοιων κοινών προτύπων.

⁸¹ Οδηγία 2009/65/ΕΚ

⁸² Οδηγία 2011/61/ΕΕ

⁸³ Οδηγία 2004/39/ΕΚ

2. Η θεσμική εξέλιξη της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα

2.1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Η ΕΔ στην Ελλάδα από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 άρχισε να ενδιαφέρει τους εποπτικούς και θεσμικούς φορείς χωρίς όμως να αποτελεί προτεραιότητα για την αγορά και τις επιχειρήσεις. Οι ελληνικές εταιρίες δεν είχαν πεισθεί για τα οφέληματα της ΕΔ, αντίθετα όμως η ΕΔ μπορούσε να ειπωθεί ως ένα αναπόφευκτο κόστος⁸⁴. Ο διαφορετικός τρόπος αντιμετώπισης και κατά συνέπεια εξέλιξης της ΕΔ σε σύγκριση με τις άλλες ευρωπαϊκές χώρες οφείλεται στην ανάπτυξη του επιχειρηματικού προτύπου στην Ελλάδα από τις αρχές του 20^{ου} αι.⁸⁵. Κατά συνέπεια ενώ η ανάγκη της εφαρμογής της ΕΔ στις αναπτυγμένες χώρες προέκυψε από την προσπάθεια των επιχειρήσεων να αυξήσουν τη μετοχική αξία βελτιώνοντας την εικόνα τους προς τους επενδυτές και μειώνοντας τις συγκρούσεις στο εσωτερικό τους περιβάλλον, στην Ελλάδα η εφαρμογή της ΕΔ προέκυψε ως ανάγκη επιβαλλόμενη από τη συμμετοχή της Ελλάδας στην Ευρωπαϊκή Ένωση και συνεπώς την ανάγκη για συμμόρφωση και σύγκλιση με τα ευρωπαϊκά πρότυπα και τους κανόνες διακυβέρνησης των εταιριών. Από την άλλη η ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς και η αύξηση της συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών στη μετοχική σύνθεση των ελληνικών εισηγμένων εταιριών οδήγησαν κι αυτές με τη σειρά τους στην υιοθέτηση της ΕΔ.

Οστόσο ενώ στις αγγλοσαξωνικές χώρες επικρατεί η εθελοντική συμμόρφωση και έχει υιοθετηθεί ο μηχανισμός του *comply or explain*, στην Ελλάδα ισχύει κυρίως η νομική υποχρέωση συμμόρφωσης, διότι οι περισσότερες εταιρίες δεν παραθέτουν τους λόγους της μη συμμόρφωσης. Χαρακτηριστικό δε είναι ότι στην Ελλάδα δεν έχει προηγηθεί η επιμόρφωση των φορέων ενάσκησης της επιχειρηματικής δραστηριότητας ώστε αυτοί να αντιληφθούν τις ευεργετικές συνέπειες της υιοθέτησης κανόνων ορθής ΕΔ⁸⁶, με αποτέλεσμα η ανάπτυξη να ακολουθεί έναν μιμητισμό. Η διαφορετική πορεία επιχειρηματικής ανάπτυξης οδήγησε σε μία σχετική αδιαφορία και ουδέτερη ή ακόμα και αρνητική στάση ως προς την ΕΔ από την πλευρά των επιχειρήσεων, δηλαδή από την πλευρά αυτών που θα κληθούν να εφαρμόσουν τις αρχές και πρακτικές της ΕΔ και αυτών που θα έπρεπε να συμμετέχουν ενεργά στη μεταρρύθμιση του νομικού, θεσμικού πλαισίου και στην εύρυθμη λειτουργία της αγοράς και τη σταθερότητα της οργανωτικής δομής και λειτουργίας τους.

Ένα από τα πιο βασικά ενδιαφερόμενα μέρη, που αποτέλεσε και διαμορφωτής άποψης για την ΕΔ, είναι ο Σύνδεσμος Βιομηχανιών Ελλάδος (ΣΕΒ). Ο ΣΕΒ προτείνει με έμφαση την εθελοντική εφαρμογή των κωδίκων και όχι τη νομοθετική-

⁸⁴ A. Florou, A. Galarniotis, "Benchmarking Greek Corporate Governance against different standards", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15, No 5, pp 991, September 1997

⁸⁵ Λαζαρίδης Θεμιστοκλής, Δρυμπέτας Ευάγγελος, «Εταιρική Διακυβέρνηση, Διεθνής Πρακτική & Ελληνική Εμπειρία», Εκδόσεις Σοφία, Θεσσαλονίκη 2011, σελ. 84

⁸⁶ Σπήλιος Αντ. Μούζουλας, «Εταιρική Διακυβέρνηση, Διεθνής εμπειρία, ελληνική πραγματικότητα», Εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, Αθήνα-Θεσσαλονίκη 2003, σελ. 18

ρυθμιστική και συνεπώς επιβαλλόμενη προσέγγιση της ΕΔ⁸⁷. Μάλιστα με πρωτοβουλία του ΣΕΒ συντάχθηκε ο Ελληνικός Κώδικας ΕΔ, ο οποίος κατόπιν τροποποιήθηκε στο πλαίσιο της πρώτης αναθεώρησής του από το Ελληνικό Συμβούλιο ΕΔ (ΕΣΕΔ) στις 28 Ιουνίου 2013.

2.2. Η εξέλιξη του νομικού και θεσμικού πλαισίου της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Μέχρι και τα μέσα περίπου του 1999 οπότε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς υιοθέτησε τις «Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα – Οδηγίες για τον Ανταγωνιστικό Μετασχηματισμό της», το όλο θέμα ήταν, θεσμικά τουλάχιστον, άγνωστο στα επιχειρηματικά δρώμενα της χώρας μας. Ωστόσο, οι εν λόγω προτάσεις, γνωστές και ως «Γαλάζια Βίβλος», που αναπτύχθηκαν με πρότυπο τις Αρχές του ΟΟΣΑ, δεν απέκτησαν ποτέ την ισχύ κώδικα. Η καθυστέρηση αυτή έναντι των υπολοίπων χωρών της ΕΕ, πρέπει να αποδοθεί, εκτός των όσων αναφέρθηκαν ανωτέρω, και στο γεγονός ότι η πλειοψηφία των ελληνικών επιχειρήσεων ήταν, μέχρι τότε, οικογενειακές και η δραστηριότητά τους περιοριζόταν κατά βάση εντός των συνόρων. Μέχρι εξάλλου το 1998 δεν υπήρχε ιδιαίτερο ενδιαφέρον από τους ξένους επενδυτές για την ελληνική κεφαλαιαγορά και ειδικότερα για τις εταιρίες των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονταν το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Συνεπακόλουθα δεν υπήρχαν οι «πιέσεις» που θα επέβαλαν την ενσωμάτωση στο ελληνικό κανονιστικό πλαίσιο των διεθνώς αποδεκτών βέλτιστων πρακτικών ΕΔ.

Πρέπει ωστόσο να επισημανθεί ότι τόσο στο ισχύον βασικό εταιρικό δίκαιο που θεσπίστηκε με τον κ.ν. 2190/1920, ο οποίος έκτοτε τροποποιήθηκε πολλές φορές με την κατάθεση άρθρων σε σχετικά νομικά πλαίσια, προεδρικά διατάγματα, υπουργικές αποφάσεις κλπ και συμπληρώθηκε με τον ν. 3604/2007, με το οποίο εξειδικεύονται οι κανόνες λειτουργίας των ελληνικών επιχειρήσεων όσο και στο ν. 2076/92 που αφορούσε, αποκλειστικά, την ανάληψη-άσκηση δραστηριότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων, υπήρχαν κάποιες διατάξεις, που έστω και ακούσια εξυπηρετούσαν τις βέλτιστες πρακτικές ΕΔ. Ενδεικτικά αναφέρουμε την απαγόρευση του κ.ν.2190/1920 για δανειοδότηση μελών του ΔΣ και τις διατάξεις του ίδιου νόμου περί ισοτίμης μεταχείρισης της ψήφου όλων ανεξαιρέτως των μετόχων.

Ως πρώτο βήμα για τη σύγκλιση με τα διεθνώς κρατούντα καταγράφεται η απόφαση 5/204/14.11.2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με την οποία ορίστηκαν οι κανόνες συμπεριφοράς των εταιριών που έχουν εισάγει τις μετοχές τους στο ΧΑΑ και των συνδεδεμένων με αυτές προσώπων. Η απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 5/204/14.11.2000, σε συνδυασμό με τις δύο σχετικές ερμηνευτικές εγκυκλίους υπ' αριθμόν 9 και 10 αποτέλεσε το έναυσμα στην Ελλάδα για την υιοθέτηση βέλτιστων πρακτικών ΕΔ, οι οποίες αργότερα ενσωματώθηκαν στο ν.3016/2002 περί ΕΔ. Η απόφαση 5/204/14.11.2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αφορά τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρίες, καθώς και τους βασικούς

⁸⁷ A. Florou, A. Galarniotis, "Benchmarking Greek Corporate Governance against different standards", Corporate Governance: An International Review, Vol. 15, No 5, pp 979-998, September 1997

μετόχους τους, τα μέλη των ΔΣ, τα στελέχη με ειδικές αρμοδιότητες, καθώς και κάθε άλλο φυσικό ή νομικό πρόσωπο που συνδέεται είτε άμεσα, είτε έμμεσα με αυτές. Βασικός στόχος της συγκεκριμένης απόφασης είναι η προστασία του επενδυτικού κοινού μέσα από την υιοθέτηση καλών πρακτικών συμπεριφοράς από πλευράς επιχείρησης όπως είναι η έγκαιρη δημοσιοποίηση γεγονότων που μπορεί να επηρεάσουν την τιμή της μετοχής της εταιρίας, η διατήρηση της εμπιστευτικότητας μέχρι τη δημοσιοποίηση συγκεκριμένων γεγονότων που επιδρούν στην επενδυτική συμπεριφορά και η υιοθέτηση γενικότερα κατάλληλων μηχανισμών εσωτερικής λειτουργίας με γνώμονα το συμφέρον των μετόχων.

Συνοπτικά, τα σημαντικότερα άρθρα που περιλαμβάνονται στην απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι:

- το άρθρο 4 που αφορά τις υποχρεώσεις γνωστοποίησης της εταιρίας προς τους μετόχους και στο ευρύ επενδυτικό κοινό,
- το άρθρο 5 που αφορά πρόσθετες υποχρεώσεις των εταιριών σε περίπτωση που υπάρξουν φήμες ή ανεπιβεβαίωτες πληροφορίες,
- το άρθρο 7 που αφορά υποχρεώσεις τήρησης του απορρήτου από πλευράς εταιρίας,
- το άρθρο 8 που περιλαμβάνει τις προϋποθέσεις συναλλαγών για συγκεκριμένα πρόσωπα που συνδέονται είτε άμεσα, είτε έμμεσα με την εταιρία,
- το άρθρο 10 που περιλαμβάνει τις υποχρεώσεις προαναγγελίας συναλλαγών,
- το άρθρο 11 που απαιτεί την ύπαρξη εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας σε κάθε εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχείρησης,
- το άρθρο 12 που απαιτεί την λειτουργία τμήματος εσωτερικού ελέγχου στην εταιρία με συγκεκριμένα καθήκοντα και υποχρεώσεις,
- το άρθρο 13 που απαιτεί την λειτουργία υπηρεσίας εξυπηρέτησης μετόχων,
- το άρθρο 14 που απαιτεί την λειτουργία υπηρεσίας εταιρικών ανακοινώσεων και
- το άρθρο 16 που απαιτεί τη διαθεσιμότητα εταιρικού ετήσιου δελτίου απολογισμού δράσεως⁸⁸.

Ακολούθησε, τον Ιούλιο του 2001 η εκ μέρους του Συνδέσμου Ελλήνων Βιομηχάνων (ΣΕΒ) δημοσιοποίηση κειμένου αρχών ΕΔ, μια πρωτοβουλία ωστόσο που είχε άτυπο χαρακτήρα.

Το εκ μέρους της πολιτείας ενδιαφέρον για την άσκηση της ΕΔ εκδηλώθηκε με το ν. 3016/17.5.2002, με τον οποίο καθιερώθηκαν υποχρεωτικοί κανόνες συμπεριφοράς για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεις για θέματα σύνθεσης των ΔΣ, στελέχωσης αυτών τόσο με εκτελεστικά, όσο και με μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη, θέματα αμοιβών ανώτερων διευθυντικών στελεχών και μελών του ΔΣ, θέματα οργάνωσης με ανάπτυξη σχετικού Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας, καθώς και θέματα οργάνωσης και υποχρεωτικής

⁸⁸ Βλέπε Απόφαση 5/204/14.11.2000 του ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με θέμα: «Κανόνες Συμπεριφοράς των Εταιρειών που έχουν εισαγάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και των συνδεδεμένων με αυτές προσώπων».

λειτουργίας τμημάτων όπως είναι αυτά του εσωτερικού ελέγχου, της εξυπηρέτησης μετόχων και των εταιρικών ανακοινώσεων.

Επίσης, ο εν λόγω νόμος περιλαμβάνει υποχρεώσεις γνωστοποίησης συναλλαγών της εταιρίας και των συνδεόμενων με αυτή προσώπων και γενικότερα αποφάσεων που ενδεχομένως μπορούν να επηρεάσουν την τιμή της μετοχής της εταιρίας. Ο ν. 3016/2002 στη συνέχεια συμπληρώθηκε με τους νόμους 3091/2002 και 3156/2003 που ενδυνάμωσαν το πλαίσιο ΕΔ στην Ελλάδα. Ειδικά ο ν. 3156/2003 κατέστησε υποχρεωτική την οργάνωση υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου στις μη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών δημόσιες επιχειρήσεις, γεγονός που χαρακτηρίζεται ως πολύ σημαντικό, καθώς είναι η πρώτη φορά που απαιτείται η εφαρμογή βέλτιστων πρακτικών ΕΔ σε μη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεις στην Ελλάδα.

Το 2005 το ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς καθόρισε τις υποχρεώσεις των εκδοτών για τη δημοσίευση προνομιακών πληροφοριών με την απόφαση 3/347/17.2.2005 στην οποία καθορίζονταν τα γεγονότα και οι καταστάσεις τα οποία συνιστούν προνομιακές πληροφορίες, οι υποχρεώσεις δημοσιοποίησης τους και η υποχρέωση τήρησης καταλόγου προσώπων που κατέχουν πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες και τα οποία θα πρέπει να γνωστοποιούν τυχόν συναλλαγές τους ώστε να τεκμηριώνεται ότι δεν συνδέονται με προνομιακή πληροφόρηση. Τον Μάιο του 2005, με τον νόμο 3340 περί προστασίας της Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς ενδυναμώθηκε περαιτέρω το πλαίσιο ΕΔ της Ελλάδας. Τον Ιούλιο του 2005 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τροποποίησε ορισμένες διατάξεις της απόφασης 5/204/14.11.2000 (με την απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 3/348/19.7.2005). Τέλος, η τελευταία τροποποίηση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αφορούσε το περιεχόμενο του Ετήσιου Δελτίου των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεων (απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 7/372/15.2.2006).

Επίσης, στην προσπάθεια προσέγγισης των βέλτιστων πρακτικών ΕΔ συντελούν ο ν. 3693/2008 που επιβάλλει τη σύσταση επιτροπών ελέγχου, καθώς και σημαντικές υποχρεώσεις γνωστοποίησης, όσον αφορά στο ιδιοκτησιακό καθεστώς και τη διακυβέρνηση μιας εταιρίας, ο ν. 3884/2010 που αφορά σε δικαιώματα των μετόχων και πρόσθετες εταιρικές υποχρεώσεις γνωστοποιήσεων προς τους μετόχους στο πλαίσιο της προετοιμασίας της Γενικής τους Συνέλευσης και ο ν. 3873/2010, που ενσωμάτωσε στην ελληνική έννομη τάξη την Οδηγία 2006/46/ΕΚ της Ευρωπαϊκής Ένωσης και που προβλέπει τη σύνταξη και γνωστοποίηση δήλωσης ΕΔ για όλες τις εισηγμένες εταιρίες⁸⁹. Ο ν. 3873/2010 αποτέλεσε το «θεμέλιο λίθο» του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης που συνέταξε ο ΣΕΒ, ο οποίος εφαρμόζει την προσέγγιση «συμμόρφωση ή εξήγηση» και θεσπίζει πρότυπα βέλτιστων πρακτικών διακυβέρνησης για τις ελληνικές εταιρίες. Ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης ΣΕΒ αναπτύχθηκε προκειμένου να καλύψει την ανάγκη για ένα ευρέως αποδεκτό και

⁸⁹ <http://www.euro2day.gr/>, Ανδρέας Κουτούπης, Δημήτρης Τσαπόγας, «Τα νέα δεδομένα στην Εταιρική Διακυβέρνηση», 22 Οκτωβρίου 2013

εφαρμοσμένο κώδικα, τον οποίο θα μπορούσαν να υιοθετήσουν ή να χρησιμοποιήσουν ως πρότυπο οι ελληνικές εταιρίες.

Το 2012, η ΕΧΑΕ και ο ΣΕΒ, ως απόδειξη της δέσμευσής τους για την προώθηση αρχών χρηστής ΕΔ, ίδρυσαν το Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΣΕΔ), το οποίο ανέλαβε να μελετά και να υλοποιεί δράσεις και ενέργειες, να συντάσσει προτάσεις και να διοργανώνει διαβουλεύσεις για την προαγωγή των αρχών της ΕΔ, με κάθε πρόσφορο μέσο. Στο πλαίσιο των αρμοδιοτήτων του, το ΕΣΕΔ ανέλαβε την πρώτη αναθεώρηση του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης και την οριστικοποίηση της δεύτερης έκδοσής του. Σκοπός της αναθεώρησης είναι η ανασκόπηση της εφαρμογής του Κώδικα, η ενημέρωσή του σύμφωνα με τις εξελίξεις στις βέλτιστες πρακτικές και το κανονιστικό πλαίσιο, καθώς και σύμφωνα με τις ανάγκες του ελληνικού επιχειρηματικού κόσμου. Ο Αναθεωρημένος Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης, αναμένεται να λάβει υπόψη τις πρωτοβουλίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, οι οποίες ήταν αποτέλεσμα της διαβούλευσης της Πράσινης Βίβλου για την ΕΔ, αλλά και τις σχετικές πρωτοβουλίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς⁹⁰.

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τα προαναφερθέντα στάδια εξέλιξης της διαμόρφωσης των βέλτιστων πρακτικών ΕΔ, που είτε έλαβαν τη μορφή κανόνων με την ψήφιση σχετικών νόμων είτε τη μορφή αρχών οι οποίες περιληφθήκαν σε προαιρετικούς κώδικες:

K.N. 2190/1920	Εισάγει βασικούς κανόνες διακυβέρνησης εταιριών
1999, Γαλάζια Βίβλος	Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς υιοθετεί τις αρχές ΕΔ με πρότυπο τις αρχές του ΟΟΣΑ
2001, Γενικές Αρχές ΕΔ	Ο ΣΕΒ συντάσσει γενικές αρχές ΕΔ
N. 3016/2002	Επιβάλλει: τη συμμετοχή μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στα ΔΣ των ελληνικών εισηγμένων εταιριών και τη θέσπιση και λειτουργία μονάδας εσωτερικού ελέγχου και την υιοθέτηση εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας
N. 3693/2008	Επιβάλλει: τη σύσταση επιτροπών ελέγχου και σημαντικές υποχρεώσεις γνωστοποίησης όσον αφορά στο

⁹⁰ Grant Thornton, Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης 2012, Μάρτιος 2013, Εισαγωγή, σελ. 2

	ιδιοκτησιακό καθεστώς και τη διακυβέρνηση μιας εταιρίας
N. 3884/2010	Αφορά σε δικαιώματα των μετόχων και πρόσθετες εταιρικές υποχρεώσεις γνωστοποιήσεων προς τους μετόχους στο πλαίσιο της προετοιμασίας της γενικής τους συνέλευσης
N. 3873/2010	Ενσωματώνει στην ελληνική έννομη τάξη την Οδηγία 2006/46/EC της ΕΕ και υποχρεώνει τις εισηγμένες εταιρίες να συμπεριλάβουν τη δήλωση ΕΔ στις ετήσιες οικονομικές τους εκθέσεις
2011, Κώδικας ΕΔ ΣΕΒ	Με πρωτοβουλία του ΣΕΒ αναπτύσσεται ο Κώδικας «συμμόρφωσης ή εξήγησης» που θεσπίζει πρότυπα βέλτιστων πρακτικών διακυβέρνησης για τις ελληνικές εταιρίες
2012, ΕΣΕΔ	Η ΕΧΑΕ και ο ΣΕΒ ιδρύουν το ελληνικό συμβούλιο ΕΔ, το οποίο θα μελετά και υλοποιεί δράσεις και ενέργειες, θα συντάσσει προτάσεις και θα διοργανώνει διαβουλεύσεις για την προαγωγή των αρχών ΕΔ
2012, EU Action Plan	Το Δεκέμβριο του 2012 δημοσιεύτηκε το Σχέδιο Δράσης της ΕΕ ως αποτέλεσμα των διαβουλεύσεων για την πράσινη βίβλο και επιβεβαιώνει το πλαίσιο συμμόρφωση ή εξήγηση
2013, “Non-legislative” EU initiative	Αφορά κυρίως στη βελτίωση της ποιότητας των δηλώσεων ΕΔ των εταιριών
2013, Ελληνικός Κώδικας ΕΔ	Δημοσίευση του αναθεωρημένου Κώδικα ΕΔ
2013, Σχέδιο Νόμου Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την ΕΔ	Αναμένεται η αποστολή Σχεδίου Νόμου για την ΕΔ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στο Υπουργείο

	Οικονομικών, του οποίου βασικά σημεία αποτελούν η πολιτική αμοιβών που εφαρμόζουν οι εταιρίες, ο σαφέστερος διαχωρισμός των αρμοδιοτήτων των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ κάθε εταιρίας, η θέσπιση εσωτερικών επιτροπών εντός της εταιρίας που θα ελέγχουν διάφορες αρμοδιότητες του ΔΣ και θα συνεργάζονται με τους εσωτερικούς ελεγκτές της επιχείρησης, αλλά και η επιβολή κυρώσεων σε περίπτωση μη συμμόρφωσης.
2014, Corporate Governance Package	Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προτείνει ενίσχυση του ρόλου των μετόχων και «λόγο επί των αποδοχών» όσον αφορά τις μεγαλύτερες εταιρίες της Ευρώπης

2.3. Ο ν. 3016/2002 και η εφαρμογή της Εταιρικής Διακυβέρνησης στις ελληνικές επιχειρήσεις

Στην Ελλάδα η ΕΔ επιδιώκεται θεσμικά (ν. 2190/1920 που διέπει τη λειτουργία των ανώνυμων εταιριών, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Κανονισμός λειτουργία Χρηματιστηρίου Αθηνών κλπ) και εκφράζεται νομοθετικά στο πλαίσιο του ν. 3016/2002 «Για την ΕΔ, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις», όπως τροποποιήθηκε από το άρθρο 26 του ν. 3091/2002, με τον οποίο πραγματοποιήθηκε η εισαγωγή των ανωτέρω κανόνων στο ελληνικό εταιρικό δίκαιο και η προσαρμογή της νομοθεσίας που διέπει τη διοίκηση και τη λειτουργία των ανώνυμων εταιριών στα ξεχωριστά δεδομένα που προκύπτουν από την εισαγωγή των μετοχών τους σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές. Υπογραμμίζεται ότι ο ν. 2190/1920 τροποποιείται μόνο ως προς τα ειδικά θέματα που ρυθμίζονται από το ν. 3016/2002 και μόνο όσον αφορά στις εισηγμένες εταιρίες. Ο ν. 3016/2002 δεν κινείται στη λογική «συμμόρφωση ή εξήγηση», όπως η Επιτροπή για την ΕΔ στην Ελλάδα, αλλά προβλέπει κυρώσεις για τη μη εφαρμογή των διατάξεών του, κυρώσεις τις οποίες θα επιβάλει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Ο νόμος δίνει ιδιαίτερη έμφαση στο ρόλο των μη-εκτελεστικών μελών του ΔΣ και υποχρεώνει μεταξύ άλλων την εταιρία να υποβάλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς πρακτικό εκλογής μελών ΔΣ, στο οποίο να καθορίζεται ποια από τα μέλη του είναι εκτελεστικά, ποια μη εκτελεστικά και ποια ανεξάρτητα.

Σύμφωνα με τις διατάξεις του ν. 3016/2002, όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται στην εισηγητική του έκθεση, το συνταγματικά κατοχυρωμένο δικαίωμα της ιδιοκτησίας επί μετοχών αποδίδει στους μετόχους τρεις εξουσίες: της διοίκησης, της απόληψης μερισμάτων και της συμμετοχής στο προϊόν της εκκαθάρισης. Στην περίπτωση των εισηγμένων εταιριών όμως το θεμελιώδες δικαίωμα της διοίκησης καθίσταται ανενεργό εξαιτίας του μεγάλου πλήθους των μετόχων τη στιγμή μάλιστα που σε αυτούς ακριβώς αποβλέπει η εταιρία για τη χρηματοδότησή της μέσω της κεφαλαιαγοράς. Ο νομοθέτης στην προσπάθειά του να αποκαταστήσει αυτήν την αποδυνάμωση του δικαιώματος των μετόχων των εισηγμένων εταιριών δίνει έμφαση στην ανάγκη προστασίας του μερίσματος και της αξίας της μετοχής, προκειμένου να επαναφέρει την απαιτούμενη ισορροπία που επιβάλλει η ανωτέρω συνταγματική επιταγή περί προστασίας της ιδιοκτησίας επί μετοχών. Απόρροια της αναγκαιότητας αυτής είναι η διάταξη του άρθρου 2 παρ. 1, που προτάσσει ως υποχρέωση και καθήκον των μελών του ΔΣ κάθε εισηγμένης εταιρίας τη διαρκή επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρίας.

Είναι άξιο προσοχής το γεγονός ότι ο ανωτέρω νόμος αφενός αναφέρεται μόνο στις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες και αφετέρου περιορίζεται από τη μία πλευρά στη ρύθμιση ζητημάτων που αφορούν στην οργάνωση και τη λειτουργία του ΔΣ και από την άλλη στην οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου της εταιρίας. Με άλλα λόγια δεν καλύπτεται πλήθος ζητημάτων που σχετίζονται με τη λειτουργία της εταιρίας, τις σχέσεις των μετόχων με την εταιρία κλπ. Πιο συγκεκριμένα ο ν. 3016/2002 εισάγει στα άρθρα 2 έως 5 ρυθμίσεις για τα καθήκοντα του ΔΣ, το διορισμό εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών και τα καθήκοντά τους και στα άρθρα 6 έως 8 τις υποχρεώσεις των εισηγμένων εταιριών για τον εσωτερικό κανονισμό λειτουργίας και τον εσωτερικό τους έλεγχο.

Το άρθρο 2 συγκεκριμενοποιεί τα ιδιαίτερα καθήκοντα της διοίκησης της ανώνυμης εταιρίας που έχει εισάγει τις μετοχές της σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Οι διοικήσεις αυτών των εταιριών οφείλουν να αποβλέπουν στους μετόχους-επενδυτές ως ένα ευνοϊκό και συμφέροντα τρόπο χρηματοδότησης για την εταιρία, σε αντιδιαστολή με την παραδοσιακή αλλά και επαχθέστερη μέθοδο του τραπεζικού δανεισμού. Για το λόγο αυτό καθήκον της διοίκησης των εισηγμένων εταιριών είναι εκτός από την ενίσχυση της οικονομικής αξίας της εταιρίας, να λαμβάνεται αντίστοιχη μέριμνα για την πορεία της τιμής της μετοχής της. Υπό το πρίσμα αυτό μια ελαφρά απόκλιση από τα προβλεπόμενα στο ν. 2190/1920 κρίνεται ως εύλογη όσον αφορά στις εισηγμένες εταιρίες.

Όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται στην εισηγητική έκθεση του ν. 3016/2002, «τίθεται ως θεμελιώδης αρχή η υποχρέωση των μελών του ΔΣ να επιδιώκουν την ενίσχυση της αποδοτικότητας της εταιρίας αλλά και των μετοχών της. Η υποχρέωση είναι σωρευτικά διπλή. Τα μέλη του ΔΣ δεν πρέπει να επιδιώκουν μόνο την άνοδο της εσωτερικής αξίας της μετοχής αγνοώντας τη χρηματιστηριακή, καθώς αυτό μπορεί να αποβεί σε βάρος των εταιριών που επιδιώκουν χρηματοδότηση μέσω της αγοράς». Η ανάγκη για την ορθή εφαρμογή της ανωτέρω διάταξης ενδέχεται να δημιουργήσει ερμηνευτικά προβλήματα, καθώς τα όρια ανάμεσα στην μέριμνα για την ενίσχυση

της χρηματιστηριακής τιμής και τη χειραγώγηση ενίοτε τυγχάνουν δυσδιάκριτα. Η διοίκηση μιας εισηγμένης εταιρίας είναι πιθανόν κατά την εφαρμογή της εν λόγω διάταξης να παρασυρθεί επί παραδείγματι στην επιλεκτική παροχή πληροφοριών ακόμα και ενώπιον της γενικής συνέλευσης, προκειμένου να διαφυλάξει την τιμή μετοχής της εταιρίας.

Περαιτέρω το άρθρο 2 προβλέπει ότι «πρώτιστη υποχρέωση και καθήκον των μελών του ΔΣ κάθε εισηγμένης εταιρίας είναι η διαρκής επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρίας και η προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος». Η ανωτέρω διάταξη καθιστά την υποχρέωση προστασίας της εταιρικής συμμετοχής ως την ειδοποιό διαφορά των υποχρεώσεων του ΔΣ των εισηγμένων εταιριών. Μόνο που ο ακριβής προσδιορισμός του εταιρικού συμφέροντος και κατ' επέκταση των υποχρεώσεων των μελών του ΔΣ των εισηγμένων εταιριών, δεν έχει επιτευχθεί από τη θεωρία, με αποτέλεσμα να προκύπτουν εύλογα ερμηνευτικά προβλήματα. Οι λοιπές ρυθμίσεις του άρθρου 2 που αναφέρονται στα μέλη του ΔΣ και αφορούν αφενός στην απαγόρευση επιδίωξης ιδίων συμφερόντων που αντιβαίνουν στα συμφέροντα της εταιρίας και αφετέρου στην υποχρέωση ενημέρωσης προς τα υπόλοιπα μέλη του ΔΣ των ιδίων συμφερόντων που ενδέχεται να ανακύψουν από συναλλαγές της εταιρίας.

Το άρθρο 3 εισάγει τη διάκριση των μελών του ΔΣ σε εκτελεστικά, μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μη εκτελεστικά. Η διάκριση αυτή είναι διεθνώς αναγνωρισμένη και συνιστά κεντρική αρχή της ΕΔ. Ο ενιαίος χαρακτήρας του ΔΣ ως συλλογικού οργάνου δεν αναιρείται σε καμία περίπτωση, απλά επιχειρείται θεσμικά ένας εύλογος διαχωρισμός, ο οποίος μάλιστα ήδη είχε εφαρμοσθεί στην πράξη από πολλές εταιρίες. Τα εκτελεστικά μέλη είναι επιφορτισμένα με τα καθημερινά ζητήματα διοίκησης της εταιρίας, ενώ τα μη εκτελεστικά μέλη με την προαγωγή όλων των εταιρικών ζητημάτων. Ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ δεν πρέπει να είναι κατώτερος από το 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών του.

Περαιτέρω στο άρθρο 4 εισάγεται ο θεσμός των ανεξάρτητων μελών του ΔΣ, τα οποία πρέπει να είναι τουλάχιστον 2 και συγκαταλέγονται στα μη εκτελεστικά. Το πνεύμα του νομοθέτη στην περίπτωση των ανεξάρτητων μελών είναι η εξασφάλιση αντικειμενικότερων απόψεων στο ΔΣ, οι οποίες προτάσσουν το εταιρικό συμφέρον χωρίς να επηρεάζονται με οποιονδήποτε τρόπο από οικονομικά, προσωπικά ή επαγγελματικά κίνητρα. Η ανεξαρτησία αυτή επιτυγχάνεται με τη ρητή πρόβλεψη ότι δεν πρέπει τα εν λόγω μέλη να είναι μέτοχοι της εταιρίας και να έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρία ή με συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα. Η ανάγκη ύπαρξης των ανεξάρτητων μελών για τις εταιρίες με ευρεία μετοχική βάση είναι προφανής και δικαιολογημένη, ενόψει της σύγκρουσης συμφερόντων που ενδεχομένως θα αντιμετώπιζαν μέλη του ΔΣ χωρίς τα ανωτέρω εχέγγυα ουδετερότητας και ανεξαρτησίας. Η δυνατότητα εξάλλου που παρέχεται στα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ να υποβάλουν ξεχωριστές αναφορές και εκθέσεις στη γενική συνέλευση υπογραμμίζει τον ανεξάρτητο χαρακτήρα της συμμετοχής τους και ενισχύει ουσιαστικά την εμπιστοσύνη των μετόχων απέναντι στο θεσμό του ΔΣ.

Στο άρθρο 6 αποκτά ισχύ νόμου λαμβάνοντας τη θεσμική θέση που του αρμόζει το ελάχιστο περιεχόμενο το οποίο θα πρέπει να έχει ο εσωτερικός κανονισμός λειτουργίας της εταιρίας. Το ελάχιστο αυτό περιεχόμενο μπορεί να εξειδικεύεται με βάση κανονιστικές αποφάσεις των αρμόδιων εποπτικών αρχών χωρίς βέβαια να θίγεται ο πυρήνας του, όπως ορίζεται από το εν λόγω άρθρο. Σκοπός του εσωτερικού κανονισμού είναι η αυτοδέσμευση της εταιρίας να ακολουθεί διαδικασίες που θα έχει διαμορφώσει εκούσια σχετικά με τη διάρθρωση των υπηρεσιών της, τον προσδιορισμό των αρμοδιοτήτων των μελών του ΔΣ, τις διαδικασίες πρόσληψης διευθυντικών στελεχών, τις διαδικασίες παρακολούθησης των συναλλαγών των μελών του ΔΣ κλπ.

Το άρθρο 7 αναφέρεται στην οργάνωση της ειδικής υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου της εταιρίας, στόχος της οποίας είναι καταρχήν η παρακολούθηση του εσωτερικού κανονισμού και δευτερευόντως του καταστατικού και της ειδικής νομοθεσίας, καθώς και των λοιπών κανόνων που διέπουν τη λειτουργία της εταιρίας. Όσον αφορά στη διαφάνεια των εταιρικών λειτουργιών, ο ν. 2533/1985 υποχρεώνει τις εισηγμένες εταιρίες να δημοσιεύουν εξαμηνιαίες και τριμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις. Επίσης από το 2001 όλες οι εισηγμένες εταιρίες υποχρεούνται να δημοσιεύουν ετήσια έκθεση, η οποία θα πρέπει να δημοσιεύεται σε διάστημα τουλάχιστον δέκα ημερών πριν από τη γενική συνέλευση των μετόχων. Η πιστή εφαρμογή των κανόνων ΕΔ είναι σε θέση να συντελέσει ουσιαστικά, μέσω της βελτίωσης της εταιρικής διοίκησης των εισηγμένων εταιριών, στη συνολική αναβάθμιση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

2.4. Ο Νόμος 3873/2010

Το 2010 ψηφίστηκε ο ν. 3873 για την ενσωμάτωση στην ελληνική έννομη τάξη της Οδηγίας 2006/46/EK σχετικά με τους ετήσιους και ενοποιημένους λογαριασμούς εταιριών ορισμένων μορφών και της Οδηγίας 2007/63/EK για την απαίτηση για τη σύνταξη έκθεσης από ανεξάρτητο εμπειρογνώμονα σε περίπτωση συγχώνευσης ή διάσπασης ανώνυμων εταιριών. Στην παρ. 2 του άρθρου 2 του ν. 3873/2010 αναφέρεται ότι οι εισηγμένες εταιρίες θα πρέπει μαζί με την ετήσια έκθεση διαχείρισης να υποβάλουν και δήλωση ΕΔ, η οποία συμπεριλαμβάνεται ως ειδικό τμήμα της ετήσιας έκθεσης διαχείρισης και περιέχει τουλάχιστον τα παρακάτω πληροφοριακά στοιχεία:

α) αναφορά στον κώδικα ΕΔ στον οποίο υπάγεται η εταιρία ή τον οποίο έχει αποφασίσει αυτοβούλως να εφαρμόζει, καθώς και τον τόπο στον οποίο είναι διαθέσιμο στο κοινό το σχετικό κείμενο,

β) αναφορά στις πρακτικές ΕΔ που εφαρμόζει η εταιρία επιπλέον των προβλέψεων του νόμου, καθώς και παραπομπή στον τόπο όπου τις έχει δημοσιοποιήσει,

γ) περιγραφή των κύριων χαρακτηριστικών των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων της εταιρίας σε σχέση με τη διαδικασία σύνταξης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων τα πληροφοριακά στοιχεία που απαιτούνται κατά

το άρθρο 10 παράγραφος 1 στοιχεία γ), δ), στ), η) και θ) της οδηγίας 2004/25/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Απριλίου 2004, σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς, εφόσον η εταιρία υπάγεται στην εν λόγω οδηγία,

δ) πληροφοριακά στοιχεία για τον τρόπο λειτουργίας της γενικής συνέλευσης των μετόχων και τις βασικές εξουσίες της, καθώς και περιγραφή των δικαιωμάτων των μετόχων και του τρόπου άσκησής τους,

ε) τη σύνθεση και τον τρόπο λειτουργίας του ΔΣ και τυχόν άλλων διοικητικών, διαχειριστικών ή εποπτικών οργάνων ή επιτροπών της εταιρίας.

Αν η εταιρία αποκλίνει από τον κώδικα ΕΔ στον οποίο υπάγεται ή τον οποίο εφαρμόζει, η δήλωση ΕΔ περιλαμβάνει περιγραφή της απόκλισης με αναφορά στα σχετικά μέρη του κώδικα ΕΔ και αιτιολόγηση της απόκλισης αυτής. Αν η εταιρία δεν εφαρμόζει ορισμένες διατάξεις του κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης, στον οποίο υπάγεται ή τον οποίο εφαρμόζει, η δήλωση ΕΔ περιλαμβάνει αναφορά της διάταξης που δεν εφαρμόζει και εξήγηση των λόγων της μη εφαρμογής.

Η βασική αλλαγή στη νομοθεσία που άλλαξε το τοπίο στις απαιτήσεις περί ΕΔ έγινε με το ν. 3873/2010, στον οποίο αναφέρεται για πρώτη φορά ρητά ότι οι εισηγμένες εταιρίες οφείλουν να υιοθετήσουν και στη συνέχεια να γνωστοποιήσουν σε όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη, έναν κώδικα ΕΔ, είτε επιλέγοντας από τους γενικά αποδεκτούς κώδικες που έχουν εκδοθεί διεθνώς ή στην Ελλάδα, είτε καθορίζοντας και προσδιορίζοντας οι ίδιες αναλυτικά τους ειδικότερους κανόνες και αρχές ΕΔ που δεσμεύονται να εφαρμόζουν. Ωστόσο, στο ν.3873/2010 δεν περιγράφεται κάποιο πρότυπο το οποίο θα μπορούσαν να ακολουθήσουν οι εταιρίες προκειμένου να αναπτύξουν τον κώδικα ΕΔ τους. Για το λόγο αυτό ο ΣΕΒ ανέλαβε την πρωτοβουλία να συντάξει τον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης ΣΕΒ, ο οποίος συνδυάζει τις απαιτήσεις που προκύπτουν από το ισχύον νομοθετικό πλαίσιο με τις βέλτιστες πρακτικές διακυβέρνησης.

2.5. Ο Ν. 3884/2010 - Ενίσχυση δικαιωμάτων των μετόχων στις γενικές συνελεύσεις εισηγμένων εταιριών

Με το ν. 3884/24-9-2010 διευκολύνεται η άσκηση των δικαιωμάτων των μετόχων στις γενικές συνελεύσεις, ενισχύοντας έτσι την ενεργό συμμετοχή των μετόχων στη λήψη αποφάσεων, η οποία αποτελεί βασική προϋπόθεση για υγιή ΕΔ. Ειδικότερα, οι νέες διατάξεις προβλέπουν:

α) την ηλεκτρονική καταγραφή της ημερομηνίας απόκτησης της μετοχικής ιδιότητας στα αρχεία του φορέα (EXAE) που τηρεί τις κινητές αξίες των εταιριών με αξιοποίηση ηλεκτρονικών μέσων (record date),

β) την κατάργηση του συστήματος της δέσμευσης/κατάθεσης των μετοχών ως προϋπόθεση για τη συμμετοχή των μετόχων και την άσκηση του δικαιώματος ψήφου στις γενικές συνελεύσεις εισηγμένων εταιριών,

γ) την πρόβλεψη από το καταστατικό της δυνατότητας συμμετοχής στη γενική συνέλευση με ηλεκτρονικά μέσα, χωρίς φυσική παρουσία στις συνελεύσεις (η

συμμετοχή αυτή μπορεί να γίνει είτε με μετάδοση της συνέλευσης σε πραγματικό χρόνο είτε με αμφίδρομη επικοινωνία σε πραγματικό χρόνο), καθώς και τη δυνατότητα εξ αποστάσεως συμμετοχής των μετόχων στην ψηφοφορία είτε με την άσκηση του δικαιώματος ψήφου με ηλεκτρονικά μέσα είτε με ψηφοφορία δι' αλληλογραφίας,

δ) την έγκαιρη δημοσιοποίηση της πρόσκλησης των γενικών συνελεύσεων καθώς και όλων των απαραίτητων εγγράφων και πληροφοριών στην ιστοσελίδα κάθε εισηγμένης εταιρίας,

ε) τη συμμετοχή των μετόχων στη γενική συνέλευση μέσω αντιπροσώπων, και την υποχρέωση του αντιπροσώπου να γνωστοποιεί στην εταιρία κάθε γεγονός που μπορεί να είναι χρήσιμο στους μετόχους για την αξιολόγηση του κινδύνου να εξυπηρετεί ο αντιπρόσωπος άλλα συμφέροντα πλην αυτών του μετόχου (θέματα σύγκρουσης συμφερόντων μετόχου και αντιπροσώπου),

στ) την υποχρέωση των εισηγμένων εταιριών να δημοσιεύουν στην ιστοσελίδα τους το αργότερο εντός πέντε ημερών, τα αποτελέσματα της ψηφοφορίας μετά από κάθε γενική συνέλευση, παρέχοντας επίσης πληροφορίες σχετικές με τον τρόπο ψήφισης κατά τη λήψη των αποφάσεων ,

ζ) το δικαίωμα της μειοψηφίας των μετόχων για προσθήκη θεμάτων στην ημερήσια διάταξη γενικών συνελεύσεων για όλες τις εταιρίες συμπεριλαμβανομένων και των εισηγμένων εταιριών και για τις εταιρίες με μετοχές εισηγμένες σε χρηματιστήριο και την υποχρέωση του ΔΣ τους να θέτει στη διάθεση των μετόχων σχέδια αποφάσεων για θέματα που έχουν περιληφθεί στην αρχική ή αναθεωρημένη ημερήσια διάταξη,

η) τη δυνατότητα του ΔΣ να απαντά ενιαία σε ερωτήματα μετόχων με το ίδιο περιεχόμενο, και την υποχρέωση παροχής πληροφοριών, είτε όταν οι σχετικές πληροφορίες παρέχονται ήδη στην ιστοσελίδα της εταιρίας σε μορφή ερωτήσεων - απαντήσεων είτε αν η αιτιολόγηση αντιβαίνει στο νόμο και τα χρηστά ήθη.

2.6. Τα νέα δεδομένα στην Εταιρική Διακυβέρνηση

2.6.1. Σχέδιο Νόμου

Σήμερα μετά από όλες τις προαναφερθείσες νομοθετικές αλλά και θεσμικές πρωτοβουλίες τίθεται το ερώτημα κατά πόσο οι ελληνικές εισηγμένες εταιρίες επιθυμούν την ουσιαστική συμμόρφωση με το κόστος και τις προσπάθειες που αυτή συνεπάγεται ή στοχεύουν σε τυπική εφαρμογή και συμμόρφωση με τις βέλτιστες πρακτικές και το ρυθμιστικό πλαίσιο όπως αυτό έχει διαμορφωθεί έως τώρα. Λαμβάνοντας υπόψη τις πρόσφατες δυσμενείς οικονομικές εξελίξεις, τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που διέπουν τη σημερινή ελληνική αγορά και οικονομία, το χρηματιστήριο καθώς και την κατάσταση των ελληνικών εισηγμένων εταιριών, η υιοθέτηση βέλτιστων πρακτικών ΕΔ και ο έλεγχος αυτών θεωρείται απαραίτητη εκ των ουκ άνευ. Τη συγκεκριμένη απαίτηση καλείται να καλύψει το νέο σχέδιο νόμου

για την ΕΔ το οποίο ενισχύει το ρυθμιστικό πλαίσιο και αναβαθμίζει τις πρακτικές ΕΔ. Με το εν λόγω σχέδιο νόμου επέρχονται μια σειρά από σημαντικότερες αλλαγές στη διοίκηση και λειτουργία των εισηγμένων εταιριών.

Στο νομοσχέδιο προβλέπεται πως το ΔΣ κάθε εταιρίας υποχρεωτικά θα συστήνει επιτροπή αμοιβών και παροχών αποτελούμενη αποκλειστικά από μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη του ΔΣ. Περιγράφονται επίσης λεπτομερώς οι υποχρεώσεις εσωτερικού ελέγχου, ενημέρωσης των επενδυτών αλλά και των προβλεπομένων κυρώσεων (που φτάνουν το 1 εκατ. Ευρώ) από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σε περιπτώσεις μη συμμόρφωσης. Η Επιτροπή Αμοιβών και Παροχών οφείλει να υποβάλει στο ΔΣ αναλυτικές προτάσεις σχετικά με την αμοιβή κάθε εκτελεστικού μέλους συμπεριλαμβανομένων των αποδοχών και παροχών βάσει κινήτρων και να προτείνει στόχους απόδοσης σχετικά με τις μεταβλητές αμοιβές μελών διοικητικού συμβουλίου ή στόχων συνδεδεμένων με προγράμματα χορήγησης δικαιωμάτων προαίρεσης ή μετοχών.

Επίσης, κάθε εταιρία θα υποχρεούται να προβαίνει σε άμεση επιβεβαίωση ή διάψευση κάθε ανεπιβεβαίωτης πληροφορίας η οποία θα μπορούσε να επηρεάσει αισθητά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων ή την τιμή των συνδεδεμένων με αυτά παράγωγων μέσων. Η κάθε ανακοίνωση θα πρέπει να μην περιέχει στοιχεία που επιδέχονται διττής ή ασαφούς ερμηνείας. Στις περιπτώσεις αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών, το ΔΣ της εταιρίας υποβάλλει στη γενική συνέλευση έκθεση στην οποία αναφέρονται οι γενικές κατευθύνσεις του επενδυτικού σχεδίου της εταιρίας, ενδεικτικό χρονοδιάγραμμα υλοποίησής του, καθώς και απολογισμός της χρήσης των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από την προηγούμενη αύξηση, εφόσον έχει παρέλθει από την αύξηση αυτή χρόνος μικρότερος των τριών ετών⁹¹.

Γενικότερα, το σχέδιο νόμου έχει ως στόχο εκτός των άλλων να ενισχύσει τον ρόλο των ανεξάρτητων μελών του ΔΣ και να διασφαλίσει την ουσιαστική ανεξαρτησία τους, όπως επίσης να αναβαθμίσει τον ρόλο του εσωτερικού ελέγχου καθώς και να αυξήσει τη διαφάνεια σε επίπεδο αμοιβών διοίκησης. Σε κάθε περίπτωση όμως εκτός των νομοθετικών ρυθμίσεων, οι οποίες στην προκειμένη περίπτωση είναι σαφώς θετικές και προς τη σωστή κατεύθυνση, ο σημαντικότερος ίσως παράγοντας για την ουσιαστική συμμόρφωση με τις βέλτιστες πρακτικές ΕΔ είναι η ίδια η νοοτροπία και κουλτούρα των διοικήσεων των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων.

Συνίσταται με πρωτοβουλία φορέων όπως η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, το Χρηματιστήριο Αξιών, το Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΣΕΔ), ο Σύνδεσμος Επενδυτών Διαδικτύου (ΣΕΔ), η Ένωση Εισηγμένων Εταιρειών (ΕΝ.ΕΙΣ.ΕΤ.) να διεξαχθεί διάλογος για την ουσιαστική και όχι τυπική συμμόρφωση με τις απαιτήσεις του νόμου. Είναι γεγονός ότι οι περισσότερες εταιρίες όπως έχουν δείξει σχετικές έρευνες δεν έχουν επενδύσει στη συμμόρφωση με τις βέλτιστες

⁹¹ <http://www.toxrima.gr/>, «Νέος Νόμος για την Εταιρικής Διακυβέρνηση», 27 Δεκεμβρίου 2013

πρακτικές ΕΔ και κανένας νόμος δεν πρόκειται να αλλάξει την προσέγγισή τους αν δεν καταλάβουν οι ίδιες τη χρησιμότητα των καλών πρακτικών ΕΔ⁹².

2.6.2. Ο Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης

Στην Ελλάδα, από τον Οκτώβριο του 2013, έχει δημιουργηθεί ο Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης, ο οποίος ήρθε να αντικαταστήσει τον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης που είχε διαμορφώσει ο ΣΕΒ για τις εισηγμένες εταιρίες από το Μάρτιο του 2011. Ο Κώδικας αφορά στις ελληνικές ανώνυμες εταιρίες με έδρα την Ελλάδα και περιλαμβάνει δύο ειδών διατάξεις: «Γενικές αρχές», οι οποίες αποτελούν γενικές κατευθυντήριες γραμμές που απευθύνονται σε όλες τις εταιρίες, εισηγμένες και μη, και «Ειδικές πρακτικές», οι οποίες αναπτύσσουν περαιτέρω τη σχετική γενική αρχή και καθοδηγούν την εφαρμογή της στο πλαίσιο του ρυθμιστικού και ιδιοκτησιακού καθεστώτος των εισηγμένων εταιριών. Ο Κώδικας είναι προσαρμοσμένος στην ελληνική νομοθεσία και την επιχειρηματική πραγματικότητα και έχει συνταχθεί με βάση την αρχή της «συμμόρφωσης ή εξήγησης», περιλαμβάνοντας έτσι και θέματα που ξεπερνούν τους υπάρχοντες νόμους και κανόνες. Ο εν λόγω Κώδικας δεν επιβάλλει υποχρεώσεις, αλλά εξηγεί πώς να υιοθετηθούν ορθές πρακτικές και διευκολύνει τη διαμόρφωση πολιτικών και πρακτικών ΕΔ, που θα ανταποκρίνονται στις συγκεκριμένες συνθήκες κάθε εταιρίας.

Επιπλέον, με τον Νόμο 3873/2010 οι εισηγμένες ελληνικές εταιρίες είναι υποχρεωμένες να υιοθετήσουν Κώδικα ΕΔ και να δημοσιοποιούν σε ετήσια βάση έκθεση ΕΔ με τις ενέργειες που ακολουθούν για την εφαρμογή του. Σε αυτό το πλαίσιο, ο Ελληνικός Κώδικας ΕΔ λειτουργεί ως το βασικό πλαίσιο αναφοράς των εισηγμένων εταιριών για τη συμμόρφωσή τους με τον Νόμο 3873/2010. Για τις μη εισηγμένες εταιρίες η ελληνική νομοθεσία δεν επιβάλλει την δημόσια υιοθέτηση Κανόνων ΕΔ. Ωστόσο, οι εταιρίες αυτές μπορούν επίσης να ωφεληθούν από την υιοθέτηση τέτοιων κανόνων, μιας και έτσι θα ενισχυθεί η αξιοπιστία τους προς όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη και θα διασφαλιστεί σε μεγαλύτερο βαθμό η μακρόχρονη ανάπτυξη τους.

Βασικός στόχος του Κώδικα είναι η εκπαίδευση και καθοδήγηση των ΔΣ των ελληνικών εταιριών σε θέματα βέλτιστων πρακτικών διακυβέρνησης καθώς και η βελτίωση της πληροφόρησης των ιδιωτών ή θεσμικών μετόχων και η ενίσχυση της συμμετοχής τους στις εταιρικές υποθέσεις. Κεντρικό στόχο του Κώδικα αποτελεί και η δημιουργία ενός προσβάσιμου και κατανοητού συστήματος αναφοράς για εισηγμένες ελληνικές εταιρίες, οι οποίες καλούνται πλέον να δημοσιοποιήσουν σε ετήσια βάση πληροφορίες για την εταιρική τους διακυβέρνηση σύμφωνα με το ν. 3873/2010⁹³. Η τήρηση του Κώδικα αποτελεί οικειοθελή επιλογή κάθε εταιρίας. Οι

⁹² <http://www.euro2day.gr/>, Ανδρέας Κουτούπης, Δημήτρης Τσαπόγας, «Τα νέα δεδομένα στην Εταιρική Διακυβέρνηση», 22 Οκτωβρίου 2013

⁹³ ΕΣΕΔ, Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΚΕΔ) για τις Εισηγμένες Εταιρίες, Οκτώβριος 2013, Προοίμιο, Στόχοι του Κώδικα

διατάξεις του στοχεύουν στη βαθμιαία υιοθέτηση από ελληνικές εταιρίες βέλτιστων πρακτικών ΕΔ, όπως αυτές αποτυπώθηκαν στις Αρχές ΕΔ του ΟΟΣΑ (και τη «Γαλάζια Βίβλο» της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς), καθώς και στις σχετικές ευρωπαϊκές οδηγίες και συστάσεις και άλλες διεθνείς βέλτιστες πρακτικές. Προτείνει πολιτικές και διαδικασίες που μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τις ελληνικές ανώνυμες εταιρίες ως εργαλείο επίτευξης καλών πρακτικών. Όντας θεμελιωμένες στο ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο –του οποίου οι επιταγές υπερισχύουν σε κάθε περίπτωση– οι αρχές και οι πρακτικές του Κώδικα στοχεύουν στην παροχή κατευθυντήριων γραμμών σε θέματα, τα οποία είτε δεν ρυθμίζονται νομοθετικά είτε προσδιορίζουν την ελάχιστη ανεκτή ανταπόκριση.

Σκοπός του Κώδικα είναι να προωθήσει την καλή διακυβέρνηση με την πεποίθηση ότι αυτή θα ενισχύσει τη μακροπρόθεσμη επιτυχία και ανταγωνιστικότητα των ελληνικών εταιριών. Η εφαρμογή του Κώδικα θα πρέπει να αντιμετωπίζεται από τις εταιρίες ή τους επενδυτές ως μια διαδικασία που προσδίδει αξία στην επιχείρηση και όχι ως απλή άσκηση συμμόρφωσης.

2.7. Έρευνα της Grant Thornton για την εφαρμογή των αρχών της ΕΔ από τις ελληνικές εισηγμένες εταιρίες

Σε διεθνές επίπεδο, για πολλές επιχειρήσεις και οργανισμούς η αποτελεσματική ΕΔ αποτελεί προϋπόθεση και οδηγό για τη βιώσιμη ανάπτυξη μιας εταιρίας. Οι πρακτικές ΕΔ που εφαρμόζει μια εταιρία αποκτούν ακόμη μεγαλύτερη βαρύτητα κατά την αξιολόγηση των επιδόσεών της σε όρους κοινωνικής υπευθυνότητας. Η Grant Thornton, η οποία παρέχει, μεταξύ άλλων, εξειδικευμένες υπηρεσίες στις περιοχές τόσο της ΕΔ όσο και της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης, αναγνωρίζει ότι η ΕΔ αποτελεί την απαραίτητη βάση για την ανάπτυξη οποιουδήποτε σχεδίου μιας εταιρίας, είτε πρόκειται για σχέδιο διάσωσης, είτε για σχέδιο ανάκαμψης, είτε για σχέδιο βιώσιμης ανάπτυξης. Για το λόγο αυτό προσπαθεί μέσα από την εκπόνηση της ετήσιας Έρευνας ΕΔ να συμβάλει στην προώθηση των αρχών ΕΔ και παράλληλα στηρίζει κάθε σχετική προσπάθεια οργανισμών και φορέων. Στο πλαίσιο αυτό, η Grant Thornton υποστήριξε την ημερίδα που διοργάνωσε τον Μάρτιο του 2013 το ΕΣΕΔ με θέμα «Εταιρική Διακυβέρνηση: Ο Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης & οι πρωτοβουλίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής»⁹⁴.

Κατά τη διάρκεια της εκδήλωσης η Grant Thornton παρουσίασε τα αποτελέσματα της έρευνας «Εταιρική Διακυβέρνηση 2012» σχετικά με την εφαρμογή των αρχών ΕΔ από τις εισηγμένες εταιρίες στο ΧΑΑ, η οποία αποτελεί έρευνα γραφείου και τα δεδομένα που συγκεντρώθηκαν και αναλύθηκαν αφορούν στις ελληνικές εισηγμένες εταιρίες, των οποίων η τελευταία διαχειριστική χρήση είχε καταληκτική ημερομηνία είτε το Δεκέμβριο του 2011, είτε τον Ιούνιο του 2012. Η ομάδα ερευνητών της Grant Thornton μελέτησε τις δηλώσεις ΕΔ, που συμπεριέλαβαν

⁹⁴ <http://csrnews.gr>, «Grant Thornton: Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης», 28/5/2013

στην ετήσια οικονομική τους έκθεση οι ανωτέρω εταιρίες. Ο πληθυσμός της έρευνας αποτελείται από 224 εισηγμένες εταιρίες. Οι υπό μελέτη εταιρίες χωρίστηκαν σε: μεγάλης κεφαλαιοποίησης (25 εταιρίες) και μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης (199 εταιρίες)⁹⁵. Βασικό συμπέρασμα που προκύπτει από την ανάλυση των αποτελεσμάτων της έρευνας είναι ότι έχουν σημειωθεί βελτιώσεις σε σχέση με τις προηγούμενες χρονιές στην οργάνωση της ΕΔ και τη διαφάνεια στην επιχειρηματική συμπεριφορά, κυρίως όμως λόγω των πρόσφατων αλλαγών και απαιτήσεων της νομοθεσίας.

Το 2011, μετά τη θέσπιση του ν.3873/2010, κάθε εισηγμένη εταιρία συμπεριέλαβε για πρώτη φορά στην ετήσια έκθεση διαχείρισής της την αντίστοιχη δήλωση ΕΔ. Μέσω της δήλωσης αυτής κλήθηκαν οι εταιρίες να υιοθετήσουν και στη συνέχεια να γνωστοποιήσουν σε όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη έναν κώδικα ΕΔ, είτε επιλέγοντας από τους γενικά αποδεκτούς κώδικες που έχουν εκδοθεί διεθνώς ή στην Ελλάδα, είτε καθορίζοντας και προσδιορίζοντας οι ίδιες αναλυτικά τους ειδικότερους κανόνες και αρχές ΕΔ που δεσμεύονται να εφαρμόζουν. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας που πραγματοποίησε η Grant Thornton για την οικονομική χρήση 2011 η πλειοψηφία (61%) των εισηγμένων εταιριών επέλεξε να υιοθετήσει τον Κώδικα ΕΔ του ΣΕΒ, ενώ το 34% αποφάσισε να συμπεριλάβει τους ειδικότερους κανόνες και αρχές ΕΔ που εφαρμόζει, σε Κώδικα ΕΔ που αναπτύχθηκε από τις ίδιες τις εταιρίες.

Το σύνολο των εταιριών που υιοθέτησαν τον Κώδικα ΕΔ ΣΕΒ δεν ακολουθεί στο σύνολο τις προτεινόμενες από το ΣΕΒ ειδικές πρακτικές και για το λόγο αυτό στη δήλωση ΕΔ τους αναφέρουν τις ειδικές πρακτικές από τις οποίες αποκλίνουν, καθώς και το λόγο της απόκλισης. Ο βαθμός και η ποιότητα εξήγησης της μη συμμόρφωσης που παρέχει η πλειοψηφία των εταιριών (65%) είναι σχετικά ικανοποιητικός αλλά με σημαντικά περιθώρια βελτίωσης, ενώ για το 23% η ανάλυση που πραγματοποιείται για την εξήγηση των αποκλίσεων είναι πολύ περιορισμένη. Τέλος, ελάχιστες (12%) είναι οι εταιρίες που εξηγούν επαρκώς το λόγο των σημειωθείσων αποκλίσεων.

Η αξιολόγηση του βαθμού εξήγησης της μη συμμόρφωσης των εταιριών σε ειδικές πρακτικές που συμπεριλαμβάνονται στον Κώδικα ΕΔ ΣΕΒ πραγματοποιήθηκε από την ερευνητική ομάδα της Grant Thornton λαμβάνοντας υπόψη τις κατευθύνσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής αλλά και του FRC. Συνεπώς, οι εταιρίες παρέχουν «πολύ σημαντική εξήγηση» στις περιπτώσεις όπου αναφέρουν α) τις πρακτικές που αποκλίνουν, β) τους λόγους για τους οποίους σημειώνουν απόκλιση σε κάποιες πρακτικές, γ) δράσεις που έχουν αναλάβει ή σκοπεύουν να αναλάβουν προκειμένου να μη σημειώνουν απόκλιση και δ) αν στο μέλλον σκοπεύουν να υιοθετήσουν την πρακτική που τώρα δηλώνει απόκλιση.

⁹⁵ Grant Thornton, «Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης 2012», Μάρτιος 2013, Ταυτότητα της Έρευνας, σελ. 6

2.7.1. Το ΔΣ και τα μέλη του

Το ΔΣ των εισηγμένων εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης αλλά και των εταιριών στις οποίες συμμετέχει το Ελληνικό Δημόσιο αποτελείται κατά μέσο όρο από 12 μέλη, ενώ των εισηγμένων εταιριών μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης κατά μέσο όρο από 8 μέλη και των εταιριών στις οποίες συμμετέχουν ξένοι επενδυτές από 9 μέλη.

Αναφορικά με τη σύνθεσή τους, τα ΔΣ των εταιριών περιλαμβάνουν κατά μέσο όρο 3 εκτελεστικά μέλη και 5 μη εκτελεστικά μέλη, εκ των οποίων τα 2 μέλη, ανεξάρτητα μη εκτελεστικά. Ιδιαίτερα σημαντικό και ταυτόχρονα ενθαρρυντικό στοιχείο αποτελεί το γεγονός ότι η πλειοψηφία των εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης (64%) και των εταιριών στις οποίες συμμετέχει το ελληνικό δημόσιο (55%), καθώς και σημαντικό ποσοστό των εταιριών που συμμετέχουν ξένοι επενδυτές (38%) περιλαμβάνουν στα ΔΣ τους περισσότερα από 2 ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη. Ωστόσο, στο σύνολο των εισηγμένων εταιριών το 26% περιέλαβε κατά την εξεταζόμενη οικονομική χρήση περισσότερα από 2 ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη στο ΔΣ, ποσοστό το οποίο είναι αρκετά χαμηλό.

Επιπλέον, σε ελάχιστες εταιρίες υφίσταται πραγματικά διαχωρισμός μεταξύ της ιδιοκτησίας και της διοίκησης της εταιρίας, καθώς σε ποσοστό 36% των εταιριών ο Πρόεδρος του ΔΣ και ο Διευθύνων Σύμβουλος ταυτίζεται ενώ στο 75% των εταιριών ο Πρόεδρος του ΔΣ έχει εκτελεστικές αρμοδιότητες.

Αναφορικά με την αντιμετώπιση θεμάτων σύγκρουσης συμφερόντων, σύμφωνα με τις πληροφορίες που αναφέρουν οι εταιρίες στις δηλώσεις ΕΔ για την εξεταζόμενη οικονομική χρήση, προκύπτει ότι η πλειοψηφία (65%) έχει υιοθετήσει, ως μέρος των εσωτερικών κανονισμών της εταιρίας συγκεκριμένες πολιτικές διαχείρισης συγκρούσεων συμφερόντων ανάμεσα στα μέλη ΔΣ και στην εταιρία, αλλά και πολιτικές προστασίας του απορρήτου των πληροφοριών. Επίσης, από το σύνολο των εισηγμένων εταιριών η πλειοψηφία αναγνωρίζει τη σημαντικότητα της γνωστοποίησης των τυχόν επαγγελματικών δεσμεύσεων των μελών ΔΣ πριν από το διορισμό τους σε αυτό. Ειδικότερα, το 76% των εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης υιοθετούν την Ειδική Πρακτική του Κώδικα ΕΔ ΣΕΒ περί δημοσιοποίησης των λοιπών επαγγελματικών δεσμεύσεων τόσο πριν όσο και μετά το διορισμό τους στο ΔΣ, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό για τις εταιρίες μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης είναι 63%. Επιπλέον, οι εταιρίες στις οποίες συμμετέχει το Ελληνικό Δημόσιο φαίνεται να υιοθετούν σχεδόν στο σύνολό τους (91%) την Ειδική Πρακτική, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό στις εταιρίες στις οποίες συμμετέχουν ξένοι επενδυτές ανέρχεται στο 68%.

Αναφορικά με τη λειτουργία του ΔΣ προκύπτει ότι το 37% των εισηγμένων εταιριών δηλώνει ότι το ΔΣ λειτουργεί βάση συγκεκριμένου, σαφούς και επαρκώς λεπτομερούς κανονισμού λειτουργίας, ενώ μικρός σχετικά (36%) είναι και ο αριθμός των εταιριών που θεωρεί σημαντική την ύπαρξη προγραμμάτων εισαγωγικής ενημέρωσης και διαρκούς επιμόρφωσης των μελών του ΔΣ τους. Ωστόσο, θα πρέπει να αναφερθεί ότι η πλειοψηφία των εταιριών φαίνεται να αναγνωρίζει ως ιδιαίτερα

σημαντική την τακτική ενημέρωση των μελών ΔΣ και την τακτική επαφή τους με το στελεχιακό δυναμικό της εταιρίας.

Τέλος, ελάχιστες εταιρίες (13%) έχουν συστήσει Επιτροπή Ανάδειξης Υποψηφιοτήτων μελών του ΔΣ, ενώ ακόμα λιγότερες είναι αυτές που έχουν ορίσει και τις αρμοδιότητες της Επιτροπής. Αντίστοιχα, εξαιρετικά χαμηλό παραμένει το ποσοστό των εταιριών (15%) που δηλώνει ότι αξιολογεί συστηματικά την αποτελεσματικότητα των μελών του ΔΣ και των επιτροπών του.

2.7.2. Εσωτερικός Έλεγχος

Όλες οι εισηγμένες εταιρίες εναρμονίζονται με τη νομοθετική πρόβλεψη αναφορικά με τη σύσταση Επιτροπής Ελέγχου, πλην ελαχίστων εξαιρέσεων, όπου δε διαπιστώθηκε σχετική αναφορά στις δηλώσεις ΕΔ τους. Οι κύριες αρμοδιότητες της Επιτροπής Ελέγχου περιγράφονται αναλυτικά στον Κώδικα ΕΔ που έχει υιοθετήσει κάθε εταιρία, για την πλειοψηφία των εταιριών (85%). Το ποσοστό των εταιριών οι οποίες αναφέρουν ότι στις αρμοδιότητες της Επιτροπής Ελέγχου είναι η εξασφάλιση της λειτουργίας της μονάδας εσωτερικού ελέγχου σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα για την επαγγελματική εφαρμογή του εσωτερικού ελέγχου είναι αρκετά χαμηλό (26%). Εκτιμούμε ότι σε σημαντικό ποσοστό εταιριών, οι μονάδες εσωτερικού ελέγχου δεν είναι στην πραγματικότητα σε θέση να λειτουργούν σύμφωνα με τις αυξημένες απαιτήσεις που προβλέπουν τα διεθνή πρότυπα για την επαγγελματική εφαρμογή του εσωτερικού ελέγχου. Η αδυναμία αυτή ενδεχομένως εξηγείται από το ότι δεν απαιτείται, έως τώρα, από τη νομοθεσία η διενέργεια του εσωτερικού ελέγχου σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα, ούτε αποτελεί προϋπόθεση η κατοχή επαγγελματικού τίτλου για τον εσωτερικό ελεγκτή.

Παράλληλα, αντικείμενο προβληματισμού αποτελεί το εξαιρετικά χαμηλό ποσοστό (14%) των εταιριών που δημοσιοποιεί στη δήλωση ΕΔ το πλαίσιο εσωτερικού ελέγχου που εφαρμόζει. Κατά τη γνώμη μας, βασικός λόγος για τον οποίο δεν αναφέρεται το πλαίσιο του συστήματος εσωτερικού ελέγχου είναι ότι στην πραγματικότητα οι εταιρίες δεν είναι ακόμη εξοικειωμένες με την έννοια αυτή ενώ ταυτόχρονα δεν έχει ξεπεραστεί η σύγχυση μεταξύ των εννοιών της «λειτουργίας του εσωτερικού ελέγχου» (Internal audit) με το «σύστημα ή πλαίσιο εσωτερικού ελέγχου» (Internal controls system) το οποίο ουσιαστικά αφορά το σύνολο των πολιτικών, διαδικασιών, καθηκόντων, συμπεριφορών και άλλων στοιχείων που χαρακτηρίζουν κάθε εταιρία και τα οποία τίθενται σε εφαρμογή από το ΔΣ, τη Διοίκηση και το υπόλοιπο ανθρώπινο δυναμικό της.

Όσον αφορά στη σύνθεση της Επιτροπής Ελέγχου, στο σύνολο σχεδόν (95%) των εισηγμένων εταιριών η Επιτροπή Ελέγχου αποτελείται στην πλειονότητά της από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη. Αξίζει, επίσης, να σημειωθεί ότι οι εταιρίες μεσαίας-μικρής κεφαλαιοποίησης συμμορφώνονται με την εν λόγω ειδική πρακτική σε ποσοστό που αγγίζει το 94%, παρά το γεγονός ότι δεν απαιτείται από τη νομοθεσία. Ωστόσο, οι διοικήσεις οφείλουν να επιστήσουν την προσοχή τους στην

επιλογή των μελών, αναφορικά με την καταλληλότητα και επάρκεια των γνώσεών τους στον τομέα της ελεγκτικής και λογιστικής. Διαπιστώθηκε ότι μόνο το 22% του συνόλου των εταιριών σύμφωνα με τα στοιχεία που δημοσιοποιούνται (δηλώσεις, βιογραφικά σημειώματα) αναφέρει ότι τουλάχιστον ένα ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος της Επιτροπής Ελέγχου διαθέτει γνώσεις λογιστικής και ελεγκτικής.

Τέλος, ελάχιστες είναι οι εταιρίες που γνωστοποιούν στη δήλωση ΕΔ το έργο της Επιτροπής Ελέγχου κατά την εξεταζόμενη χρήση, ενισχύοντας έτσι την υποψία ότι σε πολλές εταιρείες η Επιτροπή Ελέγχου εξακολουθεί να έχει περισσότερο τυπικές και λιγότερο ουσιαστικές αρμοδιότητες.

2.7.3. Αμοιβές

Ελάχιστες είναι οι εταιρίες (23%) που έχουν προβεί στη σύσταση Επιτροπής Αμοιβών, προκειμένου η διαδικασία καθορισμού των αμοιβών να χαρακτηρίζεται από αντικειμενικότητα, διαφάνεια και επαγγελματισμό, και να είναι απαλλαγμένη από συγκρούσεις συμφερόντων. Το συμπέρασμα αφορά ειδικότερα τις εταιρίες που ανήκουν στην κατηγορία της μεσαίας-μικρής κεφαλαιοποίησης, με το ποσοστό απόκλισης να αγγίζει το 82%.

Επιπλέον, παρατηρήθηκε ότι μόλις το 8% του συνόλου των εισηγμένων εταιριών δημοσιοποιεί την πολιτική αμοιβών που εφαρμόζει, μέσω σχετικής ανάρτησης στον ιστότοπο της εταιρείας, ενώ το 40% των εταιριών αποφάσισε να συμπεριλάβει στις πολιτικές του την επιστροφή μέρους ή όλου του bonus από το ΔΣ σε περίπτωση αναθεώρησης των οικονομικών καταστάσεων.

Τέλος, μόλις το 11% των εταιριών δημοσιοποιεί στη δήλωση ΕΔ της έκθεση αμοιβών των μελών του ΔΣ με αναλυτικά πληροφοριακά στοιχεία.

2.7.4. Σχέσεις με τους Μετόχους

Η έγκαιρη ενημέρωση των επενδυτών και των μετόχων των εισηγμένων εταιριών κρίνεται ιδιαίτερα σημαντική, ειδικά στο τρέχον οικονομικό περιβάλλον, στο οποίο οι εξελίξεις οδηγούν συχνά τις επιχειρήσεις σε επαναπροσδιορισμό των στόχων τους και του τρόπου λειτουργίας τους. Οι συναντήσεις του Προέδρου και του Αντιπροέδρου (αν υφίσταται) του ΔΣ με μετόχους της εταιρίας με σημαντικό ποσοστό, αξιολογείται ως μια αποτελεσματική μέθοδος προσέγγισης και ενημέρωσης των επενδυτών, από ένα σημαντικό ποσοστό των εταιριών μεσαίας και χαμηλής κεφαλαιοποίησης. Χαμηλότερα ποσοστά συμμόρφωσης με την εν λόγω Ειδική Πρακτική εμφανίζουν οι εταιρίες που περιλαμβάνονται στο δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

Επίσης, είναι σημαντικό να ληφθεί υπόψη ότι το μεγαλύτερο ποσοστό των εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης (92%) διαθέτει γραφείο επενδυτικών σχέσεων, με κύρια αρμοδιότητα την ενημέρωση του επενδυτικού κοινού σε τοπικό και διεθνές επίπεδο για όλα τα ζητήματα που αγγίζουν την εισηγμένη εταιρία. Επιπλέον,

διαπιστώθηκε ότι η πλειοψηφία των εισηγμένων εταιριών (91%) διατηρεί ενεργό ιστότοπο, ο οποίος περιλαμβάνει απαραίτητες για τον επενδυτή πληροφορίες όπως περιγραφή ΕΔ, διοικητικής διάρθρωσης, ιδιοκτησιακού καθεστώτος, κ.λπ. Παράλληλα, σχεδόν το σύνολο των εισηγμένων εταιριών (94%) συμμορφώνεται με τις απαιτήσεις της νομοθεσίας σύμφωνα με την οποία καθίσταται απαραίτητη η γνωστοποίηση προς τους μετόχους πληροφοριών, για τη διεξαγωγή της Γενικής Συνέλευσης.

Οι εταιρίες αναρτούν στον ιστότοπό τους τις σχετικές πληροφορίες είκοσι (20) τουλάχιστον ημέρες πριν από τη Γενική Συνέλευση, ενώ η πλειοψηφία των εισηγμένων εταιριών (83%) θέτει στη διάθεση του επενδυτικού κοινού περίληψη των πρακτικών της Γενικής Συνέλευσης στον ιστότοπο της εταιρίας εντός 15 ημερών από την ημερομηνία διεξαγωγής της. Τέλος, όπως προκύπτει από την έρευνα, το 87% των εισηγμένων εταιριών θεωρεί ιδιαίτερα σημαντική την παρουσία του Προέδρου, του ανεξάρτητου Αντιπροέδρου (όπου υφίσταται) και του Διευθύνοντος Συμβούλου (ή του Γενικού Διευθυντή) και των Προέδρων των Επιτροπών του ΔΣ ή του Διευθυντή Επενδυτικών Σχέσεων (στην περίπτωση των εταιριών υψηλής κεφαλαιοποίησης) στη Γενική Συνέλευση των μετόχων, προκειμένου να ενημερώνουν τους μετόχους και να παρέχουν διευκρινήσεις επί θεμάτων της αρμοδιότητάς τους⁹⁶.

⁹⁶ Grant Thornton, «Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης 2012», Μάρτιος 2013, Βασικά Συμπεράσματα, σελ. 7-10

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Γ – ΟΙ ΕΠΙΤΡΟΠΕΣ ΠΟΥ ΛΕΙΤΟΥΡΓΟΥΝ ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ ΔΣ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥΣ

1. Συγκρότηση και σύνθεση των ειδικών Επιτροπών

Το ΔΣ στο πλαίσιο της ενάσκησης των καθηκόντων του μπορεί να εξετάσει τη σκοπιμότητα της δημιουργίας Επιτροπών, με συγκεκριμένο αντικείμενο δραστηριότητας⁹⁷. Οι επιτροπές λειτουργούν κυρίως ως συλλογικά όργανα, εκτός εάν το ΔΣ αναθέσει σε κάποιο από τα μέλη τους ειδικές εξουσίες. Η σύνθεση των επιτροπών, στην πράξη, περιλαμβάνει κατεξοχήν μη εκτελεστικά μέλη, πολλές φορές με δυνατότητα παράστασης και εκτελεστικών μελών, χωρίς δικαίωμα ψήφου. Η πρακτική των εταιριών γνωρίζει ήδη τέτοιες επιτροπές, όπως είναι για παράδειγμα η επιτροπή εσωτερικού ελέγχου, η επιτροπή επιλογής στελεχών, η επιτροπή καθορισμού αμοιβών, η επιτροπή κινδύνων. Η σύνθεση των επιτροπών πρέπει να γίνεται με τρόπο που θα διασφαλίζει την αντικειμενικότητα των αποτελεσμάτων των εργασιών τους. Το ΔΣ, επιπλέον, θα αποφασίζει για την ενδεχόμενη διαφύλαξη για το ίδιο, ως συλλογικό όργανο, της αρμοδιότητας για τη λήψη αποφάσεων σχετικά με συγκεκριμένα ζητήματα και της κατανομής των λοιπών αρμοδιοτήτων του μεταξύ των μελών του, ή της ανάθεσης συγκεκριμένων καθηκόντων σε ορισμένα πρόσωπα, σύμφωνα με τους κανόνες που θα περιέχει το καταστατικό της εταιρίας και ο τυχόν εσωτερικός κανονισμός του συμβουλίου. Σε κάθε δε περίπτωση, τα ζητήματα στρατηγικής της επιχείρησης και γενικά τα πιο σημαντικά θέματα που αφορούν στη διοίκηση της εταιρίας αλλά και αυτά τα οποία η νομοθεσία κατατάσσει μεταξύ των αποκλειστικών αρμοδιοτήτων του ΔΣ, θα παραμένουν στην αρμοδιότητα του συμβουλίου ως συλλογικού οργάνου.

Εν προκειμένω ανακύπτει το ερώτημα εάν το έργο που παράγουν οι επιτροπές θεωρείται ότι παράγεται κατ' ανάθεση αρμοδιοτήτων από το ΔΣ. Υποστηρίζεται η αρνητική απάντηση σε αυτό το ερώτημα⁹⁸. Πράγματι, η επιτροπή πρέπει να έχει σχετική ελευθερία για τη διεξαγωγή του έργου της, ακόμα κι αν αυτό τελικά χρειαστεί να επεκταθεί και σε ζητήματα που δεν έχουν ανατεθεί προς εξέταση από το ΔΣ. Εξάλλου, οι επιτροπές στην πράξη δεν έχουν αποφασιστική αρμοδιότητα, απλώς προτείνουν στο συμβούλιο το οποίο και αποφασίζει σχετικά. Με άλλα λόγια οι επιτροπές αποφασίζουν σε τεχνικό απλά επίπεδο και κυρίως διασφαλίζουν στο συμβούλιο μια πλήρη ενημέρωση, επικουρώντας το να λάβει τις αποφάσεις. Κατά συνέπεια, αναλογικώς σκεπτόμενοι, το ΔΣ φαίνεται να μην μπορεί να αναθέτει σε επιτροπές αποφασιστικά καθήκοντα, εφόσον αυτές έχουν απλώς συμβουλευτικό

⁹⁷ Σπήλιος Αντ. Μούζουλας, «Εταιρική Διακυβέρνηση, Διεθνής εμπειρία, ελληνική πραγματικότητα», Εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, Αθήνα-Θεσσαλονίκη 2003, σελ. 368

⁹⁸ Theisen, "Empirical evidence and economic comments on board structure in Germany" in K.J. Hopt, H. Kanda, M.J. Roe, E. Wymeersch, S. Prigge, "Comparative corporate governance, The state of the art and emerging research", Oxford University Press, Oxford, 1998

χαρακτήρα⁹⁹. Στην πραγματικότητα ωστόσο οι επιτροπές δρουν με αναφορά σε ένα πλαίσιο αρμοδιοτήτων το οποίο καθορίζεται από το ΔΣ, το οποίο και ουσιαστικά συνιστά ανάθεση αρμοδιοτήτων. Επομένως, οι επιτροπές έλκουν τις εξουσίες τους από το ίδιο το ΔΣ, κατ' εφαρμογή των σχετικών διατάξεων του Κ.Ν. 2190/1920¹⁰⁰.

Σύμφωνα δηλαδή με τα αμέσως προλεχθέντα το ΔΣ δικαιούται να αναθέσει στις επιτροπές και αποφασιστική αρμοδιότητα σχετικά με συγκεκριμένο ζήτημα, εκτός αν η απόφαση σχετικά με αυτό συνιστά αποκλειστική αρμοδιότητα του συμβουλίου. Άρα είναι πιο σωστό να δεχθούμε ότι οι επιτροπές που λειτουργούν στο επίπεδο του ΔΣ υποβοηθώντας αυτό στο έργο του, έλκουν τη νομιμοποίησή τους από την απόφαση του ΔΣ που τις συνιστά και που καθορίζει συγχρόνως και τις αρμοδιότητές τους, οι οποίες μπορεί να συνίστανται και στη λήψη αποφάσεων επί συγκεκριμένων ζητημάτων. Το συμβούλιο μπορεί επίσης να καθορίζει το γενικότερο πλαίσιο δράσης των επιτροπών, παρέχοντάς τους ελευθερία κινήσεων, δηλαδή και αποφασιστικές αρμοδιότητες. Κατά συνέπεια οι επιτροπές λειτουργούν ως υποκατάστατες του ΔΣ για την εκτέλεση των καθηκόντων που τους έχουν ανατεθεί. Αυτή η ιεραρχική τοποθέτηση των επιτροπών κάτω από το ΔΣ και η ένταξή τους στη σφαίρα της διοίκησης της εταιρίας, αντίστροφα, δεν επιτρέπει την ανάθεση σε αυτές άλλων καθηκόντων, τα οποία εγγράφονται εκτός του πλαισίου δράσης του οργάνου διοίκησης της εταιρίας.

Προκύπτει το ερώτημα εάν η επιτροπή επιτρέπεται να αναθέσει με τη σειρά της αρμοδιότητα που της έχει αναθέσει το συμβούλιο σε μέλος ή τρίτο. Το πιο ορθό είναι η ανάθεση από το ΔΣ αρμοδιοτήτων στην επιτροπή να προβλέπει σχετικά με την υπο-ανάθεση αρμοδιοτήτων της επιτροπής. Σε περίπτωση παράλειψης τέτοιας ρητής πρόβλεψης, η αποδοχή της δυνατότητας υπο-ανάθεσης θα προϋποθέτει ότι από την αρχική ανάθεση δε θα συνάγεται το αντίθετο. Εφόσον αυτό συμβαίνει, δηλαδή αν η υπο-ανάθεση δεν αποκλείεται, ορθότερο είναι να θεωρήσουμε ότι η επιτροπή δικαιούται να αναθέσει με τη σειρά της, τη σχετική αρμοδιότητά της σε άλλο πρόσωπο, μέλος της ή τρίτο, αρκεί να διατηρήσει την ευθύνη της για τις ενέργειες αυτού του προσώπου, οι οποίες υλοποιούν αυτή την τελευταία ανάθεση. Η επιτροπή οφείλει δε να ασκεί έλεγχο της σωστής εκπλήρωσης των καθηκόντων αυτού του προσώπου και να λογοδοτεί στο ΔΣ.

Η απόφαση σύστασης μιας επιτροπής θα πρέπει να είναι μέρος της ημερήσιας διάταξης μιας συνεδρίασης του ΔΣ, κατά την οποία τα μέλη του οφείλουν να καθορίσουν με σαφήνεια το σκοπό και τους στόχους της κάθε επιτροπής. Υπάρχουν δύο ειδών επιτροπές του ΔΣ:

α) Οι μόνιμες επιτροπές: οι οποίες επιτελούν τις τρέχουσες εργασίες της εταιρίας, όπως η επιτροπή ελέγχου, που εξετάζει τα οικονομικά της εταιρίας και τις σχέσεις με τους ελεγκτές, η επιτροπή ανάδειξης υποψηφιοτήτων, που διαχειρίζεται την οργάνωση του ΔΣ και προτείνει νέα μέλη και η επιτροπή αμοιβών, η οποία είναι

⁹⁹ R. M. Borges, "*Le droit d' information individuel des administrateurs de société anonyme*", Bull. Joly Sociétés 1997, No 10, pp 843

¹⁰⁰ Σπήλιος Αντ. Μούζουλας, «Εταιρική Διακυβέρνηση, Διεθνής εμπειρία, ελληνική πραγματικότητα», Εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, Αθήνα-Θεσσαλονίκη 2003, σελ. 369

αρμόδια για τη διαχείριση των αμοιβών των μελών του ΔΣ αλλά και του Διευθύνοντος Συμβούλου.

β) Οι *ad hoc* επιτροπές: οι οποίες συστήνονται για ένα συγκεκριμένο ζήτημα της εταιρίας ή για να επιλύσουν ένα πρόβλημα σε προσωρινή βάση. Όταν το έργο και ο σκοπός της εκάστοτε επιτροπής ολοκληρωθούν, αυτή διαλύεται.

Το ΔΣ θα πρέπει να καθορίζει τη διάρκεια των επιτροπών αναφορικά με τις ακόλουθες πληροφορίες: το σκοπό της κάθε επιτροπής, ένα ημερολόγιο εργασιών, τα μέλη και τις κύριες ευθύνες της. Θα πρέπει επίσης να εξετάζει τουλάχιστον μια φορά το χρόνο τη λειτουργία κάθε επιτροπής και το σκοπό της προκειμένου να ελέγξει κατά πόσον οι στόχοι της εξακολουθούν να είναι σαφείς και σημαντικοί για την εταιρία¹⁰¹.

Η έλλειψη σχετικής νομοθετικής ή κανονιστικής ρύθμισης δίνει ευρεία διακριτική ευχέρεια ως προς τις επιτροπές που θα συνιστώνται κατά περίπτωση. Στις ΗΠΑ έχει καθιερωθεί ο σχηματισμός ειδικών *ad hoc* επιτροπών για τη διευθέτηση συγκεκριμένων ζητημάτων ενώ κάποιες εταιρίες έχουν συστήσει ειδικές επιτροπές που διασφαλίζουν ότι η εταιρία είναι «καλός πολίτης» (*corporate citizen*). Οι επιτροπές που συναντώνται περισσότερο στην πρακτική των εταιριών είναι η επιτροπή εσωτερικού ελέγχου, η επιτροπή ανάδειξης στελεχών και αμοιβών και η επιτροπή διαχείρισης κινδύνων¹⁰². Η έκθεση της Επιτροπής Cadbury πρότεινε τη σύσταση της επιτροπής ελέγχου και της επιτροπής αμοιβών και ανέφερε ότι η σύσταση μιας επιτροπής ανάδειξης υποψηφιοτήτων θα βοηθούσε ώστε η διαδικασία διορισμών των μελών του ΔΣ να καταστεί πιο διαφανής. Η Έκθεση Higgs (2003) αναφέρει ότι οι περισσότερες εισηγμένες εταιρίες έχουν μια επιτροπή ελέγχου και μια επιτροπή αμοιβών ενώ ο Combined Code του 2006 προτείνει επίσης τη σύσταση μιας επιτροπής ανάδειξης υποψηφιοτήτων προκειμένου να ηγείται της διαδικασίας ανάδειξης υποψηφίων μελών του ΔΣ¹⁰³.

Όσον αφορά στα ελληνικά δεδομένα ο ν. 3693/2008 προβλέπει τη σύσταση επιτροπών ελέγχου για κάθε οντότητα δημοσίου ενδιαφέροντος (άρθρο 37 παρ. 1-4), δηλαδή για κάθε εισηγμένη εταιρία. Τη σύσταση επιτροπής ελέγχου προβλέπει επίσης και ο αναθεωρημένος Κώδικας ΕΔ (ΕΚΕΔ), στο μέρος Β, «εσωτερικός έλεγχος», ο οποίος προβλέπει και τη σύσταση επιτροπής αμοιβών, στο μέρος Γ, «αμοιβές»¹⁰⁴. Τέλος, το σχέδιο νόμου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την ΕΔ, το οποίο έχει κατατεθεί στο υπουργείο οικονομικών, προβλέπει επίσης τη θέσπιση επιτροπών αμοιβών και παροχών και εσωτερικών επιτροπών εντός της εταιρίας που θα ελέγχουν διάφορες αρμοδιότητες του ΔΣ και θα συνεργάζονται με τους εσωτερικούς ελεγκτές της επιχείρησης

¹⁰¹ <http://www.leadingboards.com>, “Board Committees, Why, when and who?”

¹⁰² Σπήλιος Αντ. Μούζουλας, «Εταιρική Διακυβέρνηση, Διεθνής εμπειρία, ελληνική πραγματικότητα», Εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, Αθήνα-Θεσσαλονίκη 2003, σελ. 370-371

¹⁰³ Christine A. Mallin, “Corporate Governance”, Oxford University Press 2007, pp 128

¹⁰⁴ ΕΣΕΔ, Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης, Οκτώβριος 2013

2. Η Επιτροπή ελέγχου (Audit Committee)

Ο Νόμος επιβάλλει τη σύσταση επιτροπής ελέγχου σε όλες τις εισηγμένες εταιρίες. Σύμφωνα με τη βέλτιστη ευρωπαϊκή πρακτική, ο Ελληνικός Κώδικας ΕΔ προτείνει τη σύσταση επιτροπής ελέγχου, η οποία αποτελείται στην πλειοψηφία της από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ. Η πρόταση αυτή βελτιώνει το καθεστώς εταιρικού ελέγχου των εισηγμένων εταιριών στην Ελλάδα, το οποίο χαρακτηρίζεται από την κυριαρχία των μεγαλομετόχων, καθώς ενισχύει το αίσθημα ασφάλειας των μετόχων μειοψηφίας, επιβάλλοντας την ανεξάρτητη εποπτεία του συστήματος και της μονάδας εσωτερικού ελέγχου, συμπεριλαμβανομένου και του ελέγχου της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης¹⁰⁵.

Το ΔΣ θα πρέπει να παρουσιάζει στους μετόχους και το κοινό μια σαφή αξιολόγηση της πραγματικής θέσης και των προοπτικών της εταιρίας, και να διασφαλίζει την αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων και την ορθότητα των εταιρικών ανακοινώσεων, όπου αυτές επιβάλλονται. Το ΔΣ μέσω της επιτροπής ελέγχου θα πρέπει επίσης να αναπτύσσει άμεση και τακτική επαφή με τους τακτικούς ελεγκτές, προκειμένου να λαμβάνει τακτική ενημέρωση από τους τελευταίους σε σχέση με την ορθή λειτουργία του συστήματος εσωτερικού ελέγχου.

Το ΔΣ, με την υποστήριξη της επιτροπής ελέγχου, θα πρέπει να θεσπίζει κατάλληλες πολιτικές όσον αφορά στον εσωτερικό έλεγχο και να διασφαλίζει την αποτελεσματικότητα του συστήματος. Θα πρέπει επίσης να ορίζει τη διαδικασία που θα υιοθετηθεί για την παρακολούθηση της αποτελεσματικότητας του συστήματος εσωτερικού ελέγχου, η οποία θα περιλαμβάνει το πεδίο εφαρμογής και τη συχνότητα των εκθέσεων της υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου που λαμβάνει και εξετάζει το ΔΣ κατά τη διάρκεια του έτους, καθώς και τη διαδικασία της ετήσιας αξιολόγησης του συστήματος εσωτερικού ελέγχου. Οι εταιρίες θα πρέπει να δημοσιοποιούν κατά πόσο χρησιμοποιούν το πλαίσιο εσωτερικού ελέγχου που συστήνεται από τον Κώδικα ή κάποιο άλλο αναγνωρισμένο πλαίσιο.

Το ΔΣ συστήνει μονάδα εσωτερικού ελέγχου, κατά τις απαιτήσεις της ελληνικής νομοθεσίας, που λειτουργεί σύμφωνα με γραπτό κανονισμό λειτουργίας. Η μονάδα εσωτερικού ελέγχου θα πρέπει να είναι ανεξάρτητη από τις υπόλοιπες επιχειρησιακές μονάδες και να αναφέρεται διοικητικά στον Διευθύνοντα Σύμβουλο και λειτουργικά στην επιτροπή ελέγχου του ΔΣ¹⁰⁶.

2.1. Σύνθεση

Η επιτροπή ελέγχου συγκροτείται με στόχο την υποστήριξη του ΔΣ στα καθήκοντά του σχετικά με τη χρηματοοικονομική πληροφόρηση, τον εσωτερικό έλεγχο και την εποπτεία του τακτικού ελέγχου. Αποτελεί καλή πρακτική η επιτροπή

¹⁰⁵ ΕΣΕΔ, Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης, Οκτώβριος 2013, Μέρος Β', Εσωτερικός έλεγχος, Γενικό πλαίσιο

¹⁰⁶ ΕΣΕΔ, Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης, Οκτώβριος 2013, Μέρος Β', Εσωτερικός έλεγχος, ειδικές Πρακτικές για τις εισηγμένες εταιρίες, παρ. 1.2.

ελέγχου να αποτελείται τουλάχιστον από τρία μέλη, είτε στο σύνολο τους, είτε στην πλειοψηφία τους ανεξάρτητα και μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ. Πρότυπες στην ΕΔ επιχειρήσεις στο εξωτερικό στελεχώνουν τις επιτροπές ελέγχου τους αποκλειστικά από μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη του ΔΣ. Η σύνθεση της επιτροπής ελέγχου θα πρέπει να ανταποκρίνεται στο μέγεθος της εταιρίας. Το ΔΣ έχει την ευθύνη στελέχωσης της επιτροπής ελέγχου από κατάλληλα καταρτισμένα άτομα ανεξάρτητα από τη διοίκηση της εταιρίας. Σημαντικό ρόλο παίζει η επιμόρφωση των ατόμων που στελεχώνουν την επιτροπή ελέγχου σε θέματα ΕΔ, διαχείρισης επιχειρηματικών κινδύνων και εσωτερικού - εξωτερικού ελέγχου προκειμένου να μπορούν να εκτελέσουν επαρκώς το έργο τους, ενώ καλή πρακτική αποτελεί και η στελέχωση τους από ένα τουλάχιστον πρόσωπο που να έχει γνώσεις στα χρηματοοικονομικά και στην λογιστική προκειμένου να δύναται να αναλύει και να αντιλαμβάνεται την πληθώρα οικονομικών στοιχείων και δεδομένων που υποβάλλονται στην επιτροπή ελέγχου.

2.2. Αρμοδιότητες

Σύμφωνα με διεθνή βιβλιογραφία, οι αρμοδιότητες της επιτροπής ελέγχου ως προς την ΕΔ είναι να εξασφαλίζει ότι η εταιρία συμμορφώνεται με τους σχετικούς νόμους και ρυθμιστικές διατάξεις, να λειτουργεί προάγοντας τον κοινωνικό ρόλο της και να διατηρεί ένα αποτελεσματικό σύστημα εσωτερικού ελέγχου¹⁰⁷. Όσον αφορά στο σύστημα εσωτερικού ελέγχου και τα συστήματα πληροφόρησης, η επιτροπή ελέγχου¹⁰⁸:

α) παρακολουθεί τη διαδικασία χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και την αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων της εταιρίας. Επίσης, θα πρέπει να επιβλέπει κάθε επίσημη ανακοίνωση που αφορά στη χρηματοοικονομική απόδοση της εταιρίας, και να εξετάζει τα βασικά σημεία των οικονομικών καταστάσεων που εμπεριέχουν σημαντικές κρίσεις και εκτιμήσεις από πλευράς Διοίκησης,

β) εποπτεύει τους εσωτερικούς χρηματοοικονομικούς ελέγχους της εταιρίας και παρακολουθεί την αποτελεσματικότητα των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων της εταιρίας, εκτός εάν αυτή η ευθύνη ανήκει ρητά στο ίδιο το ΔΣ ή σε κάποια άλλη επιτροπή του. Για το σκοπό αυτό, η επιτροπή ελέγχου θα πρέπει να εξετάζει σε περιοδική βάση το σύστημα εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων της εταιρίας, ώστε να διασφαλίζει ότι οι κυριότεροι κίνδυνοι προσδιορίζονται, αντιμετωπίζονται και δημοσιοποιούνται με ορθό τρόπο,

γ) εξετάζει συγκρούσεις συμφερόντων κατά τις συναλλαγές της εταιρίας και των θυγατρικών της με συνδεδεμένα μέρη και υποβάλλει στο ΔΣ σχετικές αναφορές,

¹⁰⁷ PricewaterhouseCoopers 2006, "State of the internal audit profession study: Continuous auditing gains momentum", PwC Advisory, Internal Audit

¹⁰⁸ ΕΣΕΔ, Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης, Οκτώβριος 2013, Μέρος Β', Εσωτερικός έλεγχος, ειδικές Πρακτικές για τις εισηγμένες εταιρίες, παρ. 1.5.

δ) στο βαθμό που απαιτείται από την πολιτική της εταιρίας, υποστηρίζει το ΔΣ ως προς την απόκτηση επαρκούς πληροφόρησης για τη λήψη αποφάσεων σε θέματα συναλλαγών μεταξύ συνδεδεμένων μερών,

ε) εξετάζει την ύπαρξη και το περιεχόμενο των διαδικασιών εκείνων, σύμφωνα με τις οποίες το προσωπικό της εταιρίας θα μπορεί, υπό εχεμύθεια, να εκφράσει τις ανησυχίες του για ενδεχόμενες παρανομίες και παρατυπίες σε θέματα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης ή για άλλα ζητήματα που άπτονται της λειτουργίας της επιχείρησης. Η επιτροπή ελέγχου θα πρέπει να διασφαλίζει την ύπαρξη διαδικασιών για την αποτελεσματική και ανεξάρτητη διερεύνηση τέτοιων ζητημάτων, καθώς και για την κατάλληλη αντιμετώπισή τους.

Όσον αφορά στην εποπτεία της μονάδας εσωτερικού ελέγχου, η επιτροπή ελέγχου:

α) θα πρέπει να εξασφαλίζει τη λειτουργία της μονάδας εσωτερικού ελέγχου σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα για την επαγγελματική εφαρμογή του εσωτερικού ελέγχου,

β) προσδιορίζει και εξετάζει τον κανονισμό λειτουργίας της μονάδας εσωτερικού ελέγχου της εταιρίας,

γ) παρακολουθεί και επιθεωρεί την ορθή λειτουργία της μονάδας εσωτερικού ελέγχου, και εξετάζει τις τριμηνιαίες εκθέσεις ελέγχου της μονάδας,

δ) διασφαλίζει την ανεξαρτησία του εσωτερικού ελέγχου, προτείνοντας στο ΔΣ το διορισμό και την ανάκληση του επικεφαλής της μονάδας εσωτερικού ελέγχου,

ε) αξιολογεί τον επικεφαλής της μονάδας εσωτερικού ελέγχου.

Όσον αφορά στην εποπτεία του τακτικού ελέγχου, η επιτροπή ελέγχου:

α) θα πρέπει, μέσω του ΔΣ, να κάνει προτάσεις στη Γενική Συνέλευση σχετικά με το διορισμό, τον επαναδιορισμό και την ανάκληση του τακτικού ελεγκτή, καθώς και για την έγκριση της αμοιβής και τους όρους πρόσληψης του τακτικού ελεγκτή,

β) εξετάζει και παρακολουθεί την ανεξαρτησία του τακτικού ελεγκτή και την αντικειμενικότητα και την αποτελεσματικότητα της ελεγκτικής διαδικασίας, λαμβάνοντας υπόψη τις σχετικές επαγγελματικές και κανονιστικές απαιτήσεις στην Ελλάδα,

γ) εξετάζει και παρακολουθεί την παροχή επιπρόσθετων υπηρεσιών στην εταιρία από την ελεγκτική εταιρία στην οποία ανήκει ο/οι τακτικός/οί ελεγκτής/ές. Για το σκοπό αυτό, θα πρέπει να αναπτύξει και να εφαρμόζει πολιτική για την πρόσληψη τακτικών ελεγκτών σχετικά με την παροχή μη ελεγκτικών υπηρεσιών, και να επιβλέπει την εφαρμογή της,

δ) θα πρέπει να συζητά με τον τακτικό ελεγκτή τις ουσιώδεις ελεγκτικές διαφορές που προέκυψαν κατά τη διάρκεια του ελέγχου του ανεξάρτητα εάν αυτές επιλύθηκαν στη συνέχεια ή έμειναν ανεπίλυτες,

ε) θα πρέπει να συζητά με τον τακτικό ελεγκτή την έκθεσή του που αναφέρεται στις αδυναμίες του συστήματος εσωτερικού ελέγχου, ιδίως δε αυτές που αφορούν στις διαδικασίες της παροχής χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και σύνταξης των οικονομικών καταστάσεων.

2.3. Λοιπές υποχρεώσεις και καθήκοντα

Η επιτροπή θα πρέπει να συνέρχεται τουλάχιστον τέσσερις φορές το χρόνο, ώστε να εκτελεί αποτελεσματικά τα καθήκοντά της. Τουλάχιστον δύο φορές το χρόνο θα πρέπει να συναντά τον τακτικό ελεγκτή της εταιρίας, χωρίς την παρουσία των μελών της Διοίκησης. Τα βασικά καθήκοντα και οι αρμοδιότητες της επιτροπής ελέγχου θα πρέπει να ορίζονται γραπτώς στον κανονισμό λειτουργίας της, ο οποίος θα πρέπει να είναι διαθέσιμος στον ιστότοπο της εταιρίας. Στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να περιγράφεται το έργο της επιτροπής κατά την εκτέλεση των καθηκόντων της, καθώς και ο αριθμός των συνεδριάσεων της κατά τη διάρκεια του έτους. Στην περίπτωση που ο τακτικός ελεγκτής παρέχει και μη ελεγκτικές υπηρεσίες στην επιχείρηση, θα πρέπει να εξηγείται στους μετόχους στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης με ποιον τρόπο διασφαλίζεται η αντικειμενικότητα και η ανεξαρτησία του ελεγκτή. Η επιτροπή ελέγχου μπορεί να χρησιμοποιεί τις υπηρεσίες εξωτερικών συμβούλων, και ως εκ τούτου θα πρέπει να της διατίθενται επαρκή κονδύλια για το σκοπό αυτό.

2.4. Οφέλη από τη λειτουργία της επιτροπής ελέγχου

Η καλή διαχείριση μιας εταιρίας προϋποθέτει την ανάθεση βασικών καθηκόντων σε κατάλληλους ανθρώπους για την επίτευξη καλύτερων αποτελεσμάτων. Η εταιρία μπορεί να ωφελείνεται από τη λειτουργία της Επιτροπής ελέγχου, ως εξής:

α) ορθή αξιοποίηση του χρόνου της: η υποβολή οικονομικών εκθέσεων γίνεται όλο και πιο σημαντική και περίπλοκη κάθε χρόνο. Μια επιτροπή ελέγχου θα πρέπει να καθοδηγείται από έναν καθορισμένο «οικονομικό εμπειρογνώμονα» και να στελεχώνεται από μια επίλεκτη ομάδα ανθρώπων που είναι γνώστες οικονομικών θεμάτων,

β) βελτίωση του εσωτερικού ελέγχου: ο εσωτερικός έλεγχος θα πρέπει να είναι στην κορυφή της λίστας των σημαντικών στόχων της εταιρίας. Η ορθή διεξαγωγή εσωτερικών ελέγχων θα οδηγήσει σε υψηλότερες αποδόσεις σε όλες τις διαδικασίες, λιγότερη σπατάλη πόρων, περισσότερες μεθόδους αντικειμενικής αξιολόγησης και πιο έγκαιρες και ακριβείς μετρήσεις διαχείρισης,

γ) βελτίωση της δημοσιονομικής διαχείρισης: η επιτροπή ελέγχου εστιάζει στην οικονομική διαχείριση και τον απολογισμό της εταιρίας. Αυτή η ομάδα παρέχει ένα υψηλό επίπεδο ειδικών γνώσεων σε αυτόν τον κρίσιμο τομέα της εταιρίας και

δ) αποσαφήνιση του ρόλου και των αρμοδιοτήτων του ΔΣ: ένας κοινός μύθος είναι ότι μια εταιρία μπορεί να λειτουργήσει και χωρίς τη σύσταση επιτροπής ελέγχου. Σε αυτήν την περίπτωση το ΔΣ θα είναι υπεύθυνο για να εκτελέσει το έργο της επιτροπής ελέγχου. Ωστόσο επειδή δεν θα του έχουν ανατεθεί σαφείς αρμοδιότητες υπάρχει ο κίνδυνος το έργο να είναι αναποτελεσματικό ή να εκτελεστεί αναποτελεσματικά, ή ίσως και να μην εκτελεστεί καθόλου. Η ύπαρξη μιας

ξεχωριστής επιτροπής ελέγχου αποσαφηνίζει τις βασικές αρμοδιότητες που ανατίθενται στο ΔΣ¹⁰⁹.

Επίσης τα βασικά πλεονεκτήματα της εύρυθμης λειτουργίας της επιτροπής ελέγχου είναι ότι:

α) αυξάνει την σημασία στον κίνδυνο και τον έλεγχο, συμπεριλαμβανομένων των τομέων αρμοδιότητας που έχουν ανατεθεί στη διοίκηση από το ΔΣ,

β) αποδεικνύει την πρόθεση των μελών του ΔΣ να είναι ιδιαίτερα προσεκτικά κατά την αναθεώρηση των οικονομικών πληροφοριών,

γ) βοηθάει τα μη εκτελεστικά μέλη να γνωρίζουν και να κατανοήσουν τα οικονομικά ζητήματα της εταιρίας,

δ) ενισχύει τη διαφάνεια στα συστήματα λογιστικής και ελέγχου της εταιρίας,

ε) αυξάνει τη γνώση των μελών του ΔΣ για τη διαδικασία εσωτερικού και εξωτερικού ελέγχου,

στ) βελτιώνει την επικοινωνία μεταξύ του ΔΣ και των εξωτερικών ελεγκτών,

ζ) συμβάλλει στη βελτίωση της ποιότητας των οικονομικών εκθέσεων, παρέχοντας μεγαλύτερη έμφαση,

η) δημιουργεί ένα φόρουμ για τον επικεφαλής των οικονομικών υπηρεσιών ή τον οικονομικό διευθυντή προκειμένου αυτοί να εγείρουν ζητήματα που προκαλούν ανησυχία αλλά και για τον εξωτερικό ελεγκτή προκειμένου να διεκδικήσει την ανεξαρτησία του, σε περίπτωση διαφωνίας με τη διοίκηση και

θ) ενδυναμώνει τη λειτουργία εσωτερικού ελέγχου εξασφαλίζοντας την ανεξαρτησία της από τη διοίκηση¹¹⁰.

3. Η Επιτροπή αμοιβών (Remuneration Committee)

Η βασική ευθύνη του ΔΣ όσον αφορά στις αμοιβές συνίσταται στον καθορισμό των αμοιβών των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του. Επιπλέον, και κυρίως σε τομείς της οικονομίας που εξαρτώνται ιδιαίτερα από την ποιότητα του ανθρώπινου δυναμικού, το ΔΣ πρέπει να έχει μια ευρύτερη εποπτεία της πολιτικής των αμοιβών της εταιρίας απέναντι στη διοίκηση αλλά και τους εργαζομένους. Με σκοπό τη δημιουργία μακροπρόθεσμης εταιρικής αξίας η διάρθρωση των κινήτρων θα πρέπει να στοχεύει στην ισορροπία ανάμεσα στη βραχυπρόθεσμη και τη μακροπρόθεσμη απόδοση των στελεχών της διοίκησης, καθώς και στην προώθηση της αξιοκρατίας, έτσι ώστε η επιχείρηση να προσελκύει στελέχη που διαθέτουν τα κατάλληλα προσόντα για την αποτελεσματική διοίκηση της εταιρίας. Κατά συνέπεια, η διαδικασία καθορισμού των αμοιβών θα πρέπει να χαρακτηρίζεται από αντικειμενικότητα, διαφάνεια και επαγγελματισμό, και να είναι απαλλαγμένη από συγκρούσεις συμφερόντων. Για το σκοπό αυτό, καλή πρακτική είναι η διαδικασία αυτή να ανατίθεται σε μία επιτροπή αμοιβών του ΔΣ¹¹¹.

¹⁰⁹ <http://www.grfcpa.com>, "Publications, Audit Committees: The Roles and Responsibilities"

¹¹⁰ <https://www.kpmg.com>, "The Role of Audit Committee", Audit Committee Institute Sponsored by KPMG

¹¹¹ ΕΣΕΔ, Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης, Οκτώβριος 2013, μέρος Γ, αμοιβές

3.1. Βασικά καθήκοντα και αρμοδιότητες

Η σύσταση της επιτροπής αμοιβών προβλέπεται και στο σχέδιο νόμου για την ΕΔ που έχει κατατεθεί στη βουλή ήδη από το τέλος του 2013¹¹² και έχει ως έργο τα ακόλουθα κύρια καθήκοντα¹¹³. Κατά πρώτον, θα πρέπει να εισηγείται και να παρέχει συμβουλές στο ΔΣ ως προς τη διαμόρφωση της πολιτικής σχετικά με τις αμοιβές των εκτελεστικών μελών και ως προς την εφαρμογή αυτής της πολιτικής, προτείνοντας ειδικά πακέτα παροχών για τα εκτελεστικά μέλη, στα οποία πακέτα περιλαμβάνονται και τα συνταξιοδοτικά δικαιώματα, τα ασφαλιστικά προγράμματα και οι αποζημιώσεις. Ακολούθως, θα πρέπει να συνδράμει το ΔΣ στη σύνταξη του τμήματος της ετήσιας έκθεσης και των ετήσιων λογαριασμών, που αναφέρονται στις αμοιβές των μελών του ΔΣ. Η επιτροπή προτείνει επίσης στο συμβούλιο την πολιτική αμοιβών και ως προς τα ανώτερα στελέχη της εταιρίας. Έργο της επιτροπής συνιστά και η ενδεχόμενη μεταβολή αυτής της πολιτικής σε συνάρτηση με τις υφιστάμενες συνθήκες. Στα καθήκοντα της επιτροπής εγγράφεται επίσης και η αναγνώριση στα μέλη του ΔΣ και τα στελέχη της εταιρίας της δυνατότητας να χρησιμοποιούν περιουσιακά στοιχεία αυτής που δε χρησιμοποιεί η εταιρία, για προσωπικό όφελος, όπως για παράδειγμα άδειες θέσεις σε αεροπλάνο ή άδεια διαμερίσματα της εταιρίας. Ειδικότερα η επιτροπή θα προετοιμάζει το μέρος της έκθεσης διαχείρισης του ΔΣ προς τη γενική συνέλευση, που θα αναφέρεται στις αμοιβές των στελεχών και των μελών του ΔΣ.

3.2. Συμβουλευτικός ρόλος

Η τελική διαμόρφωση, ωστόσο, της πολιτικής αμοιβών της εταιρίας εναπόκειται στο ΔΣ ως ενιαίο συλλογικό όργανο¹¹⁴. Άλλωστε και στον αναθεωρημένο ελληνικό κώδικα ΕΔ μπορούν να διακρίνουμε τον συμβουλευτικό ρόλο της επιτροπής αμοιβών, καθώς σύμφωνα με την παράγραφο 1.4. του μέρους Γ, αμοιβές, «ειδικές πρακτικές για τις εισηγμένες εταιρίες», ορίζεται ότι «η αμοιβή κάθε εκτελεστικού μέλους του ΔΣ θα πρέπει να εγκρίνεται από το ΔΣ μετά από πρόταση της επιτροπής αμοιβών, χωρίς την παρουσία των εκτελεστικών μελών. Στις περιπτώσεις που η έγκριση αποδοχών εναπόκειται στη γενική συνέλευση σύμφωνα με το νόμο, η σχετική πρόταση θα πρέπει να διαμορφώνεται από το ΔΣ σύμφωνα με την παραπάνω διαδικασία...» και για τα μη εκτελεστικά μέλη στην παράγραφο 1.10 του ως άνω ορίζεται ότι «η αμοιβή των μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ εγκρίνεται από τη γενική συνέλευση μετά από πρόταση του ΔΣ [...] Το ΔΣ θα πρέπει να προσδιορίζει και να προτείνει στους μετόχους βασική ετήσια αμοιβή των μελών του,

¹¹² Ανδρέας Κουτούπης, Δημήτρης Τσαπόγας, «Τα νέα δεδομένα στην Εταιρική Διακυβέρνηση», 22 Οκτωβρίου 2013

¹¹³ Combined Code, όροι B.2.1. και B.3.1, Sir R. Greenbury, Report of a Study Group, London, 1995, όρος A.1. και American Law Institute, Principles of corporate governance

¹¹⁴ Έκθεση Hampel

καθώς και τυχόν πρόσθετη σταθερή αμοιβή για τη συμμετοχή ή την προεδρία τους στις επιτροπές του ΔΣ».

Ο συμβουλευτικός ρόλος της επιτροπής αμοιβών στερεί από τις εργασίες της τον εξαναγκαστό χαρακτήρα. Ωστόσο, η επιτροπή παρέχει ένα μέτρο αξιολόγησης των εισηγήσεων προς το αρμόδιο για τη λήψη απόφασης σχετικά με τις αμοιβές, κατά περίπτωση, όργανο. Η επιτροπή αμοιβών, σε τελική ανάλυση, με βάση το σύστημα του ν. 2190/1920 θα λειτουργεί ως αντιστάθμισμα της πρακτικής δυνατότητας του ΔΣ να εισηγηθεί και να επιβάλει στη γενική συνέλευση αμοιβές που δεν ανταποκρίνονται στην προσφορά του μέλους, ή στην ποιότητα και το είδος των υπηρεσιών που παρέχει στην εταιρία. Επιπρόσθετα, η επιτροπή αμοιβών προετοιμάζει τις σχετικές με τις αμοιβές εισηγήσεις του ΔΣ. Στο επίπεδο υποβοήθησης του συμβουλίου στον καθορισμό της αμοιβής των στελεχών της εταιρίας, η επιτροπή αμοιβών υλοποιεί, προτείνοντας πακέτα αποδοχών, την πολιτική αμοιβών που υιοθετεί το συμβούλιο ως συλλογικό όργανο, με βάση και τις σχετικές αποφάσεις της γενικής συνέλευσης.

Σε ένα τέτοιο πλαίσιο ιδεών, το American Law Institute προτείνει η συζήτηση σχετικά με τις αμοιβές των εκτελεστικών μελών του συμβουλίου να διενεργείται στο επίπεδο της επιτροπής αμοιβών¹¹⁵. Στην έκθεση Hampel ωστόσο περιέχεται σύσταση σύμφωνα με την οποία η αμοιβή των μη εκτελεστικών μελών θα συζητείται στο επίπεδο του συμβουλίου ως συνόλου, με το συγκεκριμένο μέλος, το οποίο, κατά περίπτωση, αφορά η αμοιβή να μη μετέχει στις σχετικές συζητήσεις. Δεν αποκλείεται όμως η ανάθεση της αρμοδιότητας του συμβουλίου για αυτό το θέμα σε μία υπο-επιτροπή η οποία θα μπορούσε να περιλαμβάνει και το διευθύνοντα σύμβουλο. Η συμμετοχή του διευθύνοντος συμβούλου στην υπο-επιτροπή πάντως θα έχει ως αποτέλεσμα ότι ένα εκτελεστικό μέλος, το οποίο υπόκειται στον έλεγχο των μη εκτελεστικών μελών, θα εξέφραζε προτάσεις για την αμοιβή των τελευταίων.

3.3. Συγκρότηση και λειτουργία

Η επιτροπή αμοιβών απαρτίζεται από μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ, τα οποία δεν έχουν συμφέρον από τα ζητήματα που εμπίπτουν στο αντικείμενο των αρμοδιοτήτων της επιτροπής¹¹⁶ και μπορεί να προεδρεύεται από ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος του ΔΣ. Ο πρόεδρος του ΔΣ μπορεί να συμμετέχει στην επιτροπή υπό προϋποθέσεις. Η επιτροπή θα πρέπει να συνέρχεται αρκετά συχνά, ώστε να εκτελεί αποτελεσματικά τα καθήκοντά της. Θα πρέπει να δημοσιοποιεί στον ιστότοπο της εταιρίας τον κανονισμό λειτουργίας της, στον οποίο να εξηγούνται ο ρόλος και οι αρμοδιότητές της. Στη δήλωση της ΕΔ της εταιρίας, θα πρέπει να περιγράφεται το έργο της επιτροπής αμοιβών και να αναφέρεται ο αριθμός των συνεδριάσεών της κατά τη διάρκεια του έτους¹¹⁷.

¹¹⁵ American Law Institute, Principles of Corporate Governance

¹¹⁶ Έκθεση Hampel, όρος 4.11, Combined Code 2006, para B.2.1, Ελληνικός Κώδικας ΕΔ, παρ. 1.16

¹¹⁷ ΕΣΕΔ, Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης, Οκτώβριος 2013, Μέρος Γ', αμοιβές, παρ. 1.8

Η επιτροπή αμοιβών μπορεί να ζητά τη γνώμη ειδικών εξωτερικών συμβούλων για ζητήματα που άπτονται των καθηκόντων της, ιδίως για την ανάλογη πρακτική που εφαρμόζουν άλλες επιχειρήσεις με συναφή δραστηριότητα ή ανάλογου μεγέθους. Τα αποτελέσματα αυτών των συμβουλών θα συζητούνται με τον πρόεδρο της επιτροπής πριν αυτή λάβει τις σχετικές αποφάσεις. Στην έκθεσή της προς το ΔΣ σκόπιμο είναι για λόγους διαφάνειας η επιτροπή να αναφέρει και τα ονόματα των εξωτερικών συμβούλων που θα έχει χρησιμοποιήσει. Χρήσιμο θα είναι εξάλλου σχετικά με την επιτροπή αμοιβών να παρέχονται στην έκθεση διαχείρισης πληροφορίες για τα ονόματα των μελών της, καθώς και εάν το ΔΣ δέχθηκε τις προτάσεις, με ή χωρίς τροποποιήσεις, ή ακόμη και τα ονόματα των προσώπων που έδωσαν συμβουλές στην επιτροπή σε ζητήματα αμοιβών.

4. Η Επιτροπή ανάδειξης υποψηφιοτήτων (Nomination Committee)

Η σύσταση της εν λόγω επιτροπής προβλέπεται από τους διάφορους Κώδικες ΕΔ ως καλή πρακτική για την αξιοκρατική και με αντικειμενικά κριτήρια ανάδειξη των υποψηφίων μελών του ΔΣ καθώς και για την ομαλή διαδοχή των μελών του και των ανώτατων διοικητικών στελεχών, με σκοπό τη μακροπρόθεσμη επιτυχία της εταιρίας. Η σύσταση της επιτροπής ανάδειξης υποψηφιοτήτων αποσκοπεί στην υιοθέτηση και εφαρμογή διαδικασίας επιλογής των προσώπων που θα αποκτήσουν την ιδιότητα του στελέχους ή του μέλους του ΔΣ. Η επιτροπή διασφαλίζει ότι επιλέγονται με βάση αντικειμενικά κριτήρια για τη θέση στελέχους ή μέλους του ΔΣ, εκτελεστικού ή μη εκτελεστικού, πρόσωπα που εμφανίζουν εχέγγυα καταλληλότητας, εμπειρίας και αξιοπιστίας. Προς τούτο η επιτροπή μπορεί να συνεργάζεται με εξωτερικούς συμβούλους, ιδίως με οργανισμούς ανεύρεσης στελεχών.

Η επιτροπή προτείνει υποψηφίους στο αρμόδιο για την εκλογή όργανο, κατά περίπτωση, ΔΣ ή γενική συνέλευση. Συνεδριάζει επομένως πριν από την επιλογή του εκάστοτε υποψηφίου. Πρέπει να τονιστεί εν προκειμένω ότι ο ρόλος της επιτροπής δεν εξικνείται στην τυπική εξέταση των προσόντων του υποψηφίου αλλά η επιτροπή θα εξετάζει γενικότερα την καταλληλότητά του για τη συγκεκριμένη θέση που προορίζεται. Η επιτροπή ιδίως ως προς τα πρόσωπα που θα είναι υποψήφια για τη θέση ανεξάρτητου μέλους του ΔΣ θα ελέγχει την ανεξαρτησία τους¹¹⁸. Ωστόσο, η επιτροπή δεν επιλέγει η ίδια τα μέλη του ΔΣ, ιδίως τα ανεξάρτητα. Απλώς προτείνει σχετική λίστα στη συνέλευση ή στο ΔΣ. Επιπρόσθετα μπορεί να καθορίζει και τα κριτήρια επιλογής προσώπου για τη συγκεκριμένη θέση, ιδίως τα προσόντα αυτού ή άλλες ιδιότητές του, όπως για παράδειγμα τυχόν όρια ηλικίας. Η επιτροπή ανάδειξης υποψηφιοτήτων θα μπορούσε να προτείνει και τον αριθμό των μελών του ΔΣ στα όρια που διαγράφει το καταστατικό της εταιρίας, τον αριθμό των εκτελεστικών, μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών, καθώς και τα ειδικότερα καθήκοντα μεταξύ των μελών του συμβουλίου. Επιπλέον, θα μπορούσε να θεσπίσει ένα πλαίσιο

¹¹⁸ American Law Institute, Principles of corporate governance

κριτηρίων αξιολόγησης των μελών του συμβουλίου κατά την ενάσκηση των καθηκόντων τους, με βάση ενδεικτικά την παρουσία τους στις συνεδριάσεις του συμβουλίου, την προετοιμασία των συνεδριάσεων, τη συμμετοχή σε επιτροπές, την παρέμβασή τους σε διάφορα σχέδια ή ζητήματα κλπ. Με βάση αυτήν την αξιολόγηση θα μπορούσε να προτείνει και την αντικατάσταση του μέλους με την τήρηση βέβαια της νόμιμης διαδικασίας. Η επιτροπή, επιπλέον, προτείνει στο συμβούλιο και τη σύνθεση των διαφόρων επιτροπών που λειτουργούν στο επίπεδο της διοίκησης της εταιρίας.

Εν προκειμένω προκύπτει ένα βασικό ερώτημα, αν είναι δηλαδή δυνατό στον εσωτερικό κανονισμό της εταιρίας να προβλέπεται ότι η επιτροπή εκφέρει δεσμευτική γνώμη για το ΔΣ, για την εκλογή μέλους του ΔΣ σε αντικατάσταση εκπεσόντος μέλους¹¹⁹. Ορθότερο φαίνεται να δεχθούμε ότι στο μέτρο που το καταστατικό της εταιρίας απονέμει αυτήν την αρμοδιότητα στο συμβούλιο, κατ' εφαρμογή του άρθρου 34 ν. 2190/1920, μία τέτοια πρόβλεψη θα ήταν αντίθετη στο καταστατικό. Το ερώτημα ωστόσο που ανακύπτει είναι εάν δύναται στο καταστατικό να ορίζεται ότι στην περίπτωση κένωσης θέσης μέλους του ΔΣ η επιτροπή θα προτείνει δεσμευτικά στο συμβούλιο αντικαταστάτη του. Κατά τη γνώμη μας θα πρέπει να γίνει δεκτό ότι η αντικατάσταση μέλους του ΔΣ αποτελεί αποκλειστική του αρμοδιότητα, η οποία δεν μπορεί να ανατεθεί σε άλλο φορέα, ακόμη και με πρόβλεψη στο καταστατικό ή με απόφαση του συμβουλίου, την οποία προϋποθέτει η ψήφιση εσωτερικού κανονισμού. Επομένως, το ΔΣ δεν επιτρέπεται να μεταθέσει την αρμοδιότητά του για την εκλογή αντικαταστάτη εκπεσόντος μέλους του σε επιτροπή του, ούτε το καταστατικό μπορεί να παρέχει τέτοια δυνατότητα στο συμβούλιο.

4.1 Σύνθεση και αρμοδιότητες της επιτροπής ανάδειξης υποψηφιοτήτων

Η επιτροπή θα πρέπει να έχει τουλάχιστον τρία μέλη, μη εκτελεστικά στην πλειονότητά τους, εκτός αν πρόκειται για μικρότερες εισηγμένες εταιρίες οι οποίες εξαιρούνται από αυτήν την υποχρέωση. Θα πρέπει να προεδρεύεται από ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος ή από τον Πρόεδρο του ΔΣ εφόσον το ΔΣ του έχει αναθέσει και καθήκοντα διευθύνοντος συμβούλου και εφόσον η επιτροπή περιλαμβάνει τουλάχιστον ένα ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος¹²⁰. Ο διευθύνων σύμβουλος με τη γνώση της καθημερινής λειτουργίας της εταιρίας είναι σε θέση να εκτιμήσει τις ανάγκες της αλλά και να αξιολογήσει τον υποψήφιο για τη συγκεκριμένη θέση¹²¹. Εάν πάντως κάποιος θελήσει να προσδώσει στην επιτροπή έναν περισσότερο ανεξάρτητο από το management της εταιρίας ρόλο, θα μπορούσε να καθιερώσει τη συνεργασία της επιτροπής με τον διευθύνοντα σύμβουλο στα ζητήματα των

¹¹⁹ Σπήλιος Αντ. Μούζουλας, «Εταιρική Διακυβέρνηση, Διεθνής εμπειρία, ελληνική πραγματικότητα», Εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, Αθήνα-Θεσσαλονίκη 2003, σελ. 374

¹²⁰ ΕΣΕΔ, Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης, Μέρος Α, ενότητα V, παρ. 5.6

¹²¹ Σπήλιος Αντ. Μούζουλας, «Εταιρική Διακυβέρνηση, Διεθνής εμπειρία, ελληνική πραγματικότητα», Εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, Αθήνα-Θεσσαλονίκη 2003, σελ. 374

αρμοδιοτήτων της, χωρίς όμως αυτός να μετέχει στη σύνθεση της επιτροπής¹²². Η επιτροπή κάτω από αυτό το πρίσμα θα εξετάζει τις σχετικές προτάσεις του διευθύνοντος συμβούλου ενώ εκείνος θα μπορεί να ενεργοποιείται και να υποβάλει με δική του πρωτοβουλία προτάσεις στην επιτροπή.

Η επιτροπή θα πρέπει να διασφαλίζει την ύπαρξη αποτελεσματικής και διαφανούς διαδικασίας για την ανάδειξη υποψηφίων μελών του ΔΣ. Στις αρμοδιότητές της θα πρέπει να συγκαταλέγονται:

α) ο καθορισμός κριτηρίων επιλογής και διαδικασιών διορισμού των μελών του ΔΣ,

β) η υποβολή προτάσεων για την υιοθέτηση πολιτικών για την επιδίωξη της ποικιλομορφίας μεταξύ των μελών του ΔΣ, περιλαμβανομένης της ισορροπίας μεταξύ των φύλων,

γ) η περιοδική αξιολόγηση του μεγέθους και της σύνθεσης του ΔΣ, καθώς και η υποβολή σε αυτό προτάσεων προς εξέταση σχετικά με το επιθυμητό προφίλ του,

δ) η αξιολόγηση της υφιστάμενης ισορροπίας προσόντων, γνώσεων, απόψεων, ικανοτήτων, εμπειρίας καθώς και φύλου στο ΔΣ και με βάση αυτήν την αξιολόγηση, η σαφής περιγραφή του ρόλου και των ικανοτήτων που απαιτούνται για την πλήρωση κενών θέσεων,

ε) η διεκπεραίωση της διαδικασίας προσδιορισμού και επιλογής υποψηφίων και

στ) η υποβολή προτάσεων στο ΔΣ για την ανάδειξη των υποψηφίων μελών του¹²³.

Η επιτροπή θα πρέπει να συνέρχεται τακτικά ώστε να εκτελεί αποτελεσματικά τα καθήκοντά της. Θα πρέπει να δημοσιοποιεί στον ιστότοπο της εταιρίας τον κανονισμό λειτουργίας της στον οποίο εξηγούνται ο ρόλος και οι αρμοδιότητές της. Στη δήλωση ΕΔ θα πρέπει να περιγράφεται το έργο της επιτροπής και ο αριθμός των συνεδριάσεών της κατά τη διάρκεια του έτους¹²⁴. Τέλος, η επιτροπή θα πρέπει να μπορεί να χρησιμοποιεί τις υπηρεσίες εξωτερικών συμβούλων και ως εκ τούτου θα πρέπει να της παρέχονται επαρκή κονδύλια για το σκοπό αυτό¹²⁵.

5. Η Επιτροπή κινδύνου (Risk committee)

Κατά τη λειτουργία πολλών επιχειρήσεων μπορούν να προκύψουν διάφοροι κίνδυνοι. Για το λόγο αυτό ακόμα και αν δεν προτείνεται άμεσα από τους κώδικες ΕΔ, οι επιχειρήσεις είτε συστήνουν μια ξεχωριστή επιτροπή κινδύνου είτε διαμορφώνουν την επιτροπή ελέγχου κατά τέτοιο τρόπο ώστε να ελέγχει αλλά και να διαχειρίζεται τους κινδύνους. Είναι ωστόσο απαραίτητο τα μέλη του ΔΣ να συνειδητοποιούν ότι και τα ίδια είναι υπεύθυνα για το σύστημα εσωτερικού ελέγχου της εταιρίας και ότι διαθέτουν μηχανισμούς οι οποίοι διασφαλίζουν ότι τα συστήματα

¹²² The American Law Institute, “*Principles of corporate governance: analysis and Recommendations*”, Proposed Final Draft, Mar. 31, 1992

¹²³ ΕΣΕΔ, Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης, Μέρος Α, Ενότητα V, παρ. 5.4

¹²⁴ ΕΣΕΔ, Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης, Μέρος Α, Ενότητα V, παρ. 5.7

¹²⁵ ΕΣΕΔ, Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης, Μέρος Α, Ενότητα V, παρ. 5.8

εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης των κινδύνων της εταιρίας λειτουργούν αποτελεσματικά.

Κατά αυτόν τον τρόπο, πολλές εταιρίες, ιδίως οι μεγαλύτερες αλλά και όσες έχουν σημαντικές συναλλαγές στο εξωτερικό, χρειάζεται να καλύψουν τα ανοίγματα που έχουν σε τόκους και ισοτιμίες. Η κακή χρήση των παραγώγων εξαιτίας της ανεπάρκειας των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και της έλλειψης παρακολούθησης οδήγησαν στην πτώχευση εταιριών ενώ άλλες εταιρείες μπορεί να είναι αντιμετώπιζουν ανάλογο κίνδυνο. Η επιτροπή κινδύνου θα πρέπει, επομένως, να μπορεί να προβλέπει τους κινδύνους που συνδέονται με την, μεταξύ άλλων, χρήση των παραγώγων. Για να επιτευχθεί κάτι τέτοιο απαιτείται ένα αρκετά υψηλό επίπεδο οικονομικής τεχνογνωσίας και για το λόγο αυτό η επιτροπή θα πρέπει να έχει τη δυνατότητα να αναζητά επαγγελματική συμβουλή από εξωτερικούς συμβούλους, όπου τη χρειάζεται.

Σε μία έρευνα των Taylor, Stiles και Tampoe (2001), σχετικά με την πολυπλοκότητα του ρόλου του ΔΣ προέκυψαν τρεις σημαντικές προκλήσεις που θα αντιμετωπίσουν τα ΔΣ των εταιριών κατά την επόμενη πενταετία. Αυτές οι προκλήσεις αφορούν στη δημιουργία πιο ικανών ΔΣ, τα οποία θα είναι πιο αποτελεσματικά και σε θέση να αντιδρούν κατάλληλα σε τυχόν αλλαγές στην κουλτούρα εταιρικής διακυβέρνησης. Με τη σύσταση αποτελεσματικότερων ΔΣ, θα ενθαρρυνθεί η καινοτομία και η επιχειρηματικότητα και οι επιχειρήσεις θα έχουν καλύτερες επιδόσεις. Έτσι, η σύνθεση του ΔΣ θα διαδραματίσει καίριο ρόλο στο κατά πόσο μια εταιρία μπορεί να ανταποκριθεί με επιτυχία στις προκλήσεις αυτές. Μάλιστα η παρουσία των πιο κατάλληλων μη εκτελεστικών μελών θα βοηθήσει το ΔΣ στο έργο αυτό¹²⁶.

5.1. Σύσταση ξεχωριστής Επιτροπής Κινδύνου

Το ΔΣ ως συλλογικό όργανο μπορεί να έχει την ευθύνη της διαχείρισης κινδύνων, η οποία αντλείται άλλωστε από τη συλλογική ευθύνη για το σχεδιασμό της στρατηγικής μιας επιχείρησης. Με άλλα λόγια αν το ΔΣ διαχειρίζεται την στρατηγική της εταιρίας συλλογικά θα πρέπει επίσης να μπορεί να καθορίζει και τους κινδύνους που ενυπάρχουν σε αυτήν την στρατηγική. Αν το ΔΣ είναι υπεύθυνο για την παρακολούθηση της εκτέλεσης της στρατηγικής θα πρέπει επίσης να εξετάζει το κατά πόσον οι σημαντικοί κίνδυνοι μπορούν να αντιμετωπιστούν αποτελεσματικά. Κατά συνέπεια η διαχείριση των κινδύνων μπορεί να επιτευχθεί είτε από το ΔΣ ως συλλογικό όργανο είτε από μία ή περισσότερες επιτροπές του ΔΣ, με την προϋπόθεση όμως ότι η συλλογική ευθύνη της διαδικασίας θα παραμένει στο ΔΣ.

Το ΔΣ έχει τη δυνατότητα, εκτός αν υποχρεωτικοί κανόνες ορίζουν διαφορετικά, να οργανώνεται με τέτοιο τρόπο λαμβάνοντας υπόψη το μέγεθος της εταιρίας, τη δομή, την πολυπλοκότητα, τον πολιτισμό, και το προφίλ του κινδύνου.

¹²⁶ Christine A. Mallin, *“Corporate Governance”*, Oxford University Press 2007, pp 131

Ωστόσο προκειμένου να ενισχυθεί η αποτελεσματικότητα και η αποδοτικότητα της εταιρίας, το ΔΣ μπορεί να αναθέτει συγκεκριμένες ευθύνες διαχείρισης κινδύνων σε ειδικές επιτροπές του, οι οποίες ευθύνες θα πρέπει να είναι συναφείς με τις αρμοδιότητες κάθε επιτροπής. Αυτή η μεταβίβαση ευθύνης μπορεί να επιτευχθεί με διάφορους τρόπους, όπως για παράδειγμα με τη δημιουργία μιας ξεχωριστής επιτροπής κινδύνου ή με την επέκταση του ρόλου της επιτροπής ελέγχου ή των διάφορων άλλων επιτροπών του ΔΣ.

Στην περίπτωση που το ΔΣ σκέφτεται να αναθέσει τη διαχείριση και εποπτεία των κινδύνων στην Επιτροπή Ελέγχου θα πρέπει να αναλογιστεί αν η Επιτροπή Ελέγχου έχει στη διάθεσή της τον απαραίτητο χρόνο, τις δεξιότητες και την υποστήριξη για να ασκεί την εποπτεία. Αν τελικά το ΔΣ αποφασίσει ότι η Επιτροπή Ελέγχου θα πρέπει να ασκεί την εποπτεία θα πρέπει να λάβει υπόψη του ότι η εν λόγω επιτροπή έχει ήδη επωμιστεί με αρκετές ευθύνες οι οποίες σχετίζονται με τις χρηματοοικονομικές αναφορές και στην περίπτωση που αυτές είναι σύνθετες δεν θα καταφέρει να διαχειριστεί αποτελεσματικά και τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους. Μάλιστα η πολυπλοκότητα των κινδύνων της εταιρίας μπορεί να δικαιολογήσει μια διαφορετική προσέγγιση από την ανάθεση της πρωταρχικής ευθύνης για την εποπτεία των κινδύνων στην επιτροπή ελέγχου.

Η δημιουργία μιας ξεχωριστής επιτροπής κινδύνου δεν είναι μία λύση που ταιριάζει σε όλες τις εταιρίες, αλλά προϋποθέτει ειδικές περιπτώσεις. Για παράδειγμα τα διοικητικά συμβούλια των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, εταιρίες ενέργειας, και άλλοι οργανισμοί με πολύπλοκους κινδύνους αγοράς, πιστωτικούς και ρευστότητας οι οποίοι απαιτούν ιδιαίτερη προσοχή μπορεί να θεωρήσουν τη σύσταση μιας ξεχωριστής επιτροπής κινδύνου απαραίτητη. Το ίδιο και οι εταιρίες με ταχέως μεταβαλλόμενο επιχειρηματικό περιβάλλον και σημαντικούς αναδυόμενους κινδύνους, όπως για παράδειγμα τεχνολογική καινοτομία που εξελίσσεται γρήγορα ή κινδύνους ασφάλειας στον κυβερνοχώρο.

Τα μέλη της επιτροπής κινδύνου εστιάζουν την προσοχή τους στους πιο κρίσιμους κινδύνους της επιχείρησης και τις δυνατότητες διαχείρισης των κινδύνων αυτών. Για το σκοπό αυτό, το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να διαβεβαιώνει ότι τα μέλη που απαρτίζουν την εν λόγω επιτροπή έχουν την απαιτούμενη γνώση και εμπειρία για να ασκήσουν αποτελεσματική εποπτεία στους κινδύνους που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της επιτροπής. Η επιτροπή κινδύνου προωθεί μια ολοκληρωμένη προσέγγιση για τον προσδιορισμό και τη διαχείριση των κινδύνων και παρέχει μια ώθηση προς την κατεύθυνση της βελτίωσης της ποιότητας της αναφοράς και της παρακολούθησης των κινδύνων, τόσο για τη διοίκηση όσο και για το ΔΣ. Η επιτροπή κινδύνου μπορεί επίσης να παράσχει μεγαλύτερη υποστήριξη για τα στελέχη της εταιρίας στα οποία ανατίθενται ευρείες αρμοδιότητες διαχείρισης κινδύνου. Τέλος, επιτρέπει στην επιτροπή ελέγχου και τις άλλες επιτροπές να επικεντρωθούν στις αντίστοιχες βασικές τους αρμοδιότητες.

Η σύσταση, ωστόσο, μιας ξεχωριστής επιτροπής κινδύνου δεν είναι πανάκεια και μπορεί να ανακύψουν μια σειρά από ζητήματα όπως:

α) Αν δεν απαρτίζεται από επαρκή αριθμό ανεξάρτητων μελών τα οποία θα πρέπει να έχουν βαθιά γνώση και εμπειρία σχετικά με τη βιομηχανία και τους κρίσιμους κινδύνους της, η επιτροπή κινδύνου θα στερείται αποτελεσματικότητας.

β) Η επιτροπή του κινδύνου δεν μπορεί να καλύψει τα κενά στη διαδικασία διαχείρισης κινδύνων της εταιρίας και εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την ποιότητα των εισροών και των εκροών από αυτή τη διαδικασία και από τις πληροφορίες και τα στοιχεία που προκύπτουν από εξωτερικές πηγές.

γ) Μπορεί να προκύψει περιττή δραστηριότητα σε περίπτωση που ζητήματα διαχείρισης κινδύνων συμπεριληφθούν στο έργο άλλων επιτροπών του ΔΣ.

δ) Αρκετά μέλη του ΔΣ στελεχώνουν ήδη άλλες επιτροπές του. Ως εκ τούτου η ύπαρξη μιας ακόμη επιτροπής μπορεί να αποδυναμώσει τη δράση του ΔΣ.

Ο προσδιορισμός των κινδύνων που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της ξεχωριστής επιτροπής κινδύνου εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη φύση της επιχείρησης και την πολυπλοκότητα των κινδύνων της, ενώ απαιτείται κατάλληλη τεχνογνωσία προκειμένου να ασκείται αποτελεσματική εποπτεία. Ως εκ τούτου, η σύσταση ξεχωριστής επιτροπής κινδύνου είναι μια απόφαση που εξαρτάται από πολλούς παράγοντες. Ανεξαρτήτως όμως αυτού, το ΔΣ ως συλλογικό όργανο έχει την ευθύνη για την παροχή αποτελεσματικής εποπτείας των κινδύνων. Σύμφωνα λοιπόν με αυτό, το ΔΣ θα πρέπει να αποφασίσει πως θα οργανωθεί καλύτερα για να ασκεί κατάλληλη εποπτεία. Κατά συνέπεια η σύσταση μιας ξεχωριστής επιτροπής κινδύνου δεν συνεπάγεται ότι το ΔΣ θα μπορέσει να παραμελεί θέματα εποπτείας κινδύνων και να τα αφήσει στην αποκλειστική αρμοδιότητα της επιτροπής¹²⁷. Και εν προκειμένω διαπιστώνουμε, λοιπόν, ότι η επιτροπή κινδύνου, όπως και οι επιτροπές που εξετάσαμε ανωτέρω, συνεπικουρεί το ΔΣ και δεν ασκεί μόνη της και αποκλειστικά την εποπτεία και τη διαχείριση των κινδύνων.

¹²⁷ <http://blogs.law.harvard.edu>, “Should Your Board Have a Separate Risk Committee?”, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, Matteo Tonello, The Conference Board, on Sunday February 12, 2012

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στη διεξαχθείσα εργασία διαπιστώθηκε ότι το βασικό κίνητρο για να ασχοληθούν οι επιχειρήσεις και να εφαρμόσουν την ΕΔ ήταν τα οικονομικά σκάνδαλα αδιαφάνειας και οι διαστρεβλώσεις των λογιστικών απεικονίσεων. Ο στόχος της ΕΔ είναι η βελτίωση της αξίας των επιχειρήσεων και η εύρυθμη λειτουργία τους. Εν προκειμένω έγινε μια προσπάθεια ανάλυσης του ορισμού και της έννοιας της ΕΔ, η ύπαρξη, ωστόσο, πολλών και διαφορετικών ορισμών μας απέδειξε και την πολυπλοκότητα του ζητήματος. Παρολ' αυτά είδαμε ότι η ΕΔ πρόκειται για ένα σύνολο διευθετήσεων, νομικών, παραδοσιακών και θεσμικών, οι οποίες οριοθετούν το πλαίσιο δράσης και τις επιμέρους ενέργειες των εταιριών, απαντώντας στα ερωτήματα ποιος ελέγχει αυτές, πως ασκείται ο έλεγχος και πως κατανέμονται οι κίνδυνοι και οι αποδόσεις από τη δραστηριότητα της επιχείρησης. Επίσης, διαπιστώθηκε ότι οι ορθές πρακτικές της ΕΔ μειώνουν τους επιχειρηματικούς κινδύνους που μπορεί να αντιμετωπίζουν οι επενδυτές και βελτιώνουν τη χρηματοοικονομική απόδοση των επιχειρήσεων.

Στη συνέχεια ερευνήθηκε η εξέλιξη της ΕΔ στις σύγχρονες διεθνείς αγορές προκειμένου να διαπιστωθούν οι πρακτικές που διαμορφώθηκαν και οι οποίες εστιάζουν στην αύξηση του βαθμού διαφάνειας των εισηγμένων σε χρηματιστήρια αξιών επιχειρήσεων, στην επίλυση των συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ διαφορετικών ομάδων στην επιχείρηση, καθώς και στις πολιτικές μετοχοποιήσεων και ιδιωτικοποιήσεων δημόσιων επιχειρήσεων. Αρχικά μελετήσαμε τη θεσμική εξέλιξη της ΕΔ στις ΗΠΑ με πιο σημαντικό σημείο αναφοράς την ψήφιση του νόμου Sarbanes-Oxley, ο οποίος θεωρείται ο πιο αυστηρός νόμος περί ΕΔ που έχει αναπτυχθεί μέχρι σήμερα. Κατά συνέπεια παρατηρείται ότι στις ΗΠΑ οι αρχές και οι πρακτικές της ΕΔ συμπεριλήφθηκαν σε νομοθετικές διατάξεις και η εφαρμογή τους από τις εταιρίες είναι υποχρεωτική.

Από την άλλη στη Μεγάλη Βρετανία παρατηρήθηκε το αντίθετο φαινόμενο, δηλαδή η σύσταση προαιρετικών κωδικών οι οποίες συμπεριέλαβαν τους κανόνες ΕΔ. Ο πιο σημαντικός θεσμικός σταθμός ήταν η Έκθεση της Επιτροπής Cadbury, η οποία εισήγαγε το μηχανισμό συμμόρφωσης ή εξήγησης (comply or explain), ο οποίος σημαίνει ότι μία εταιρία θα πρέπει να συμμορφώνεται με κώδικα ΕΔ, αλλά εάν δεν μπορεί να συμμορφωθεί με κάποια συγκεκριμένη πρακτική του, τότε θα πρέπει να εξηγεί για ποιο λόγο δεν μπορεί να συμμορφωθεί με αυτήν, κάτι που ήταν μια πραγματικά πρωτοποριακή διαδικασία, η οποία επρόκειτο να αυξήσει το επίπεδο προστασίας του επενδυτικού κοινού και των λοιπών stakeholders.

Είδαμε, επίσης, και την Ευρωπαϊκή Ένωση η οποία προσπαθεί να θέσει υπόψη των κρατών μελών της τις βέλτιστες πρακτικές ΕΔ, κυρίως όμως συμβουλευτικά, δηλαδή χωρίς να υιοθετεί το αυστηρό και υποχρεωτικό πρότυπο των ΗΠΑ. Για το λόγο αυτό, προχώρησε στη σύσταση συμβουλευτικής επιτροπής για την ΕΔ και το εταιρικό δίκαιο και στην έκδοση οδηγιών για το ρόλο των ανεξάρτητων και μη εκτελεστικών μελών των ΔΣ των εισηγμένων σε χρηματιστήρια αξιών εταιριών, για τις αποδοχές των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών, για τα δικαιώματα των

μετόχων σχετικά με την υιοθέτηση ή μη της αρχής συμμόρφωσης ή εξήγησης μη συμμόρφωσης, για τη διαχείριση επιχειρηματικών κινδύνων και τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου. Πολύ σημαντικό ρόλο στην υιοθέτηση βέλτιστων πρακτικών ΕΔ στην Ευρωπαϊκή Ένωση έπαιξαν οι αρχές του ΟΟΣΑ οι οποίες δημιουργούν ένα γενικό πλαίσιο για το πρόβλημα της ΕΔ και είναι ένα από τα δώδεκα κύρια πρότυπα για άρτια χρηματοοικονομικά συστήματα που υιοθετήθηκαν από το Financial Stability Forum.

Σημαντικό μέρος της παρούσας εργασίας αποτέλεσε η αναφορά στην ιστορική και θεσμική εξέλιξη της ΕΔ στην Ελλάδα, η οποία από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 άρχισε να ενδιαφέρει τους εποπτικούς και θεσμικούς φορείς χωρίς όμως να αποτελεί προτεραιότητα για την αγορά και τις επιχειρήσεις. Στη χώρα μας ισχύει κυρίως η νομική υποχρέωση συμμόρφωσης ενώ τα τελευταία χρόνια ο ΣΕΒ πρότεινε με έμφαση την εθελοντική εφαρμογή των κωδίκων και όχι τη νομοθετική. Έτσι το 1999 αναπτύχθηκε η Γαλάζια Βίβλος με πρότυπο τις αρχές του ΟΟΣΑ αλλά δεν απέκτησε ποτέ την ισχύ κώδικα, ενώ το πρώτο βασικό βήμα για τη σύγκλιση με τα διεθνώς κρατούντα ήταν η απόφαση 5/204/2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με την οποία ορίστηκαν οι κανόνες συμπεριφοράς των εισηγμένων εταιριών και των συνδεδεμένων με αυτές προσώπων. Το εκ μέρους της πολιτείας ενδιαφέρον για την άσκηση της ΕΔ εκδηλώθηκε με το ν. 3016/2002, με τον οποίο καθιερώθηκαν υποχρεωτικοί κανόνες συμπεριφοράς για τις εισηγμένες επιχειρήσεις. Επίσης, στην προσπάθεια προσέγγισης των βέλτιστων πρακτικών ΕΔ συντέλεσαν ο ν. 3693/2008 που επιβάλλει τη σύσταση επιτροπών ελέγχου, ο ν. 3884/2010 που αφορά σε δικαιώματα των μετόχων και ο ν. 3873/2010, που ενσωμάτωσε στην ελληνική έννομη τάξη την Οδηγία 2006/46/EC και που προβλέπει τη σύνταξη και γνωστοποίηση δήλωσης ΕΔ για όλες τις εισηγμένες εταιρίες. Ο ν. 3873/2010 αποτέλεσε το θεμέλιο λίθο του Κώδικα ΕΔ που συνέταξε ο ΣΕΒ το Μάρτιο του 2011, ο οποίος εφαρμόζει την προσέγγιση «συμμόρφωση ή εξήγηση» και θεσπίζει πρότυπα βέλτιστων πρακτικών διακυβέρνησης για τις ελληνικές εταιρίες. Από τον Οκτώβριο του 2013 έχει δημιουργηθεί ο Ελληνικός Κώδικας ΕΔ, ο οποίος ήρθε να αντικαταστήσει τον Κώδικα ΕΔ του ΣΕΒ. Ο Κώδικας είναι προσαρμοσμένος στην ελληνική νομοθεσία και την επιχειρηματική πραγματικότητα και έχει συνταχθεί με βάση την αρχή της «συμμόρφωσης ή εξήγησης», περιλαμβάνοντας έτσι και θέματα που ξεπερνούν τους υπάρχοντες νόμους και κανόνες. Ο εν λόγω Κώδικας δεν επιβάλλει υποχρεώσεις, αλλά εξηγεί πώς να υιοθετηθούν ορθές πρακτικές και διευκολύνει τη διαμόρφωση πολιτικών και πρακτικών ΕΔ, που θα ανταποκρίνονται στις συγκεκριμένες συνθήκες κάθε εταιρίας.

Το τελευταίο θέμα που αποτέλεσε αντικείμενο έρευνας της εν λόγω εργασίας ήταν η θέσπιση από το ΔΣ των εταιριών ειδικών επιτροπών, βασικός στόχος των οποίων συνιστά η παροχή βοήθειας στο έργο του ΔΣ. Διαπιστώθηκε εν προκειμένω ότι το ΔΣ στο πλαίσιο της ενάσκησης των καθηκόντων του μπορεί να εξετάσει τη σκοπιμότητα της δημιουργίας επιτροπών, με συγκεκριμένο αντικείμενο δραστηριότητας. Η πρακτική των εταιριών γνωρίζει ήδη τέτοιες επιτροπές, όπως είναι η επιτροπή ελέγχου, η επιτροπή επιλογής στελεχών, η επιτροπή αμοιβών, η επιτροπή

κινδύνων. Είδαμε επίσης ότι στη χώρα μας είναι υποχρεωτική η σύσταση επιτροπής ελέγχου από τις εισηγμένες εταιρίες, όπως προβλέπει ο ν. 3693/2008 ενώ με το σχέδιο νόμου που έχει κατατεθεί στο υπουργείο οικονομικών καθίσταται υποχρεωτική και η σύσταση Επιτροπής αμοιβών, η οποία ωστόσο μέχρι σήμερα προβλέπεται ως καλή πρακτική στον ελληνικό κώδικα ΕΔ του ΕΣΕΔ. Η σύσταση επίσης της Επιτροπής ανάδειξης υποψήφιων μελών του ΔΣ προβλέπεται από τον Κώδικα, κατά συνέπεια δεν είναι υποχρεωτική, ενώ για τη σύσταση άλλων ειδικών επιτροπών αποφασίζουν τα ΔΣ των εταιριών ανάλογα με τις ανάγκες τους, χωρίς να δεσμεύονται από νομοθετικές ή κανονιστικές διατάξεις.

Τέλος, ένα βασικό ζήτημα που μας απασχόλησε στο ίδιο κεφάλαιο είναι το κατά πόσον οι ειδικές επιτροπές λειτουργούν ως ανεξάρτητα από το ΔΣ όργανα και ως εκ τούτου μπορούν να λαμβάνουν δεσμευτικές αποφάσεις σχετικά με τη διαχείριση και λειτουργία της εταιρίας. Το συμπέρασμα που προέκυψε είναι ότι ο ρόλος των επιτροπών είναι κυρίως συμβουλευτικός και βασικό τους έργο είναι να συνεπικουρούν το ΔΣ και να του υποβάλουν προτάσεις για τις οποίες εκείνο θα δώσει την τελική έγκριση. Οι επιτροπές έχουν σχετική ελευθερία για τη διεξαγωγή του έργου τους, ακόμα κι αν αυτό τελικά χρειαστεί να επεκταθεί και σε ζητήματα που δεν έχουν ανατεθεί προς εξέταση από το ΔΣ, αλλά στην πράξη δεν έχουν αποφασιστική αρμοδιότητα, απλώς προτείνουν στο συμβούλιο το οποίο και αποφασίζει σχετικά. Με άλλα λόγια οι επιτροπές αποφασίζουν σε τεχνικό απλά επίπεδο και κυρίως διασφαλίζουν στο συμβούλιο μια πλήρη ενημέρωση, επικουρώντας το να λάβει τις αποφάσεις.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Μ. Ξανθάκης, Λ. Τσιπούρη, Λ. Σπανός, *«Εταιρική Διακυβέρνηση, Έννοια και μέθοδοι αξιολόγησης»*, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα 2003
- Λαζαρίδης Θεμιστοκλής, Δρυμπέτας Ευάγγελος, *«Εταιρική Διακυβέρνηση, Διεθνής Πρακτική & Ελληνική Εμπειρία»*, Εκδόσεις Σοφία, Θεσσαλονίκη 2011
- Σπήλιος Αντ. Μούζουλας, *«Εταιρική Διακυβέρνηση, Διεθνής εμπειρία, ελληνική πραγματικότητα»*, Εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, Αθήνα-Θεσσαλονίκη 2003
- Άγγελος Α. Τσακλάγκανος, *«Ελεγκτική»*, Εκδόσεις Κυριακίδη Αφοί, Θεσσαλονίκη 2005
- Γεώργιος Παπούλιας, *«Χρηματοοικονομική Διοίκηση - Financial Management»*, Ιδιωτική Έκδοση, Αθήνα 2000
- Μπάμπης Εγγλέζος, *«Εταιρική Διακυβέρνηση και Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, ως παράγοντες βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας των σύγχρονων επιχειρήσεων»*, Οκτώβριος 2007
- Λουκάς Σπανός, *«Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης και σύγχρονη επιχείρηση»*, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών
- Γεώργιος Μιχαλόπουλος, *«Εκδοχές εταιρικής διακυβέρνησης»*, ΧρΙΔ, Γ/2003, σελ. 392
- Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Δελτίο Τύπου, *«Η Επιτροπή σκοπεύει να εκσυγχρονίσει το ευρωπαϊκό εταιρικό δίκαιο και την εταιρική διακυβέρνηση»*, Βρυξέλλες, 12 Δεκεμβρίου 2012
- Ανδρέας Κουτούπης, Δημήτρης Τσαπόγας, *«Τα νέα δεδομένα στην Εταιρική Διακυβέρνηση»*, 22 Οκτωβρίου 2013
- Grant Thornton, *«Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης 2012»*, Μάρτιος 2013,
- ΕΣΕΔ, Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΚΕΔ) για τις Εισηγμένες Εταιρίες, Οκτώβριος 2013
- Ανακοίνωση της Επιτροπής, Ευρώπη 2020, COM(2010) 2020 τελικό
- COM (2010) 284 τελικό
- COM (2011) 164 τελικό
- COM (2012) 740 τελικό
- Οδηγία 2006/46/EK
- Οδηγία 2013/36/EE
- Οδηγία 2009/65/EK
- Οδηγία 2011/61/EE
- Οδηγία 2004/39/EK

- Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 575/2013
- Απόφαση 5/204/14.11.2000 του ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

- Frédéric Parrat, *“Le gouvernement d'entreprise , Ce qui a déjà changé, ce qui va encore évoluer - suivi de l'enquête intégrale réalisée par KPMG”*, Maxima, Paris 2000
- K.J. Hopt, H. Kanda, M.J. Roe, E. Wymeersch, S. Prigge, *“Comparative corporate governance, The state of the art and emerging research”*, Oxford University Press, Oxford, 1998
- A. Shleifer, R. Vishny, *“A survey of Corporate Governance”*, The journal of Finance, Vol LII, No 2, June 1997
- K. Keasey, S. Thompson, M. Wright, *“Corporate governance, Economic, management and financial issues”*, Oxford University Press, Oxford, 1997
- R.F. Felton, A. Hudnut, J. Heeckeren, *“Putting a value on board governance”*, The McKinsey Quarterly, No. 4, 1996m, pp. 170-175
- Jill Solomon, *“Corporate Governance and Accountability”*, publication Wiley, 2011
- V. Basu, A.L. Ledere, *“An Agency Theory Model of ERP Implementation”*, Proceedings of the 2004 SIGMIS conference on Computer personnel research: Careers, culture and ethics in a networked environment, NY USA 2004
- L.J. Spanos, *“Corporate Governance in Greece: developments and policy implications”*, Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, Vol. 5, No 1, 2005
- J. Dobaldson, *“Business Ethics: a European Casebook”*, Academic Press Limited, 1992
- R.E. Freeman, *“Strategic Planning: a Stakeholder Approach”*, Pitman Publishing, 1984
- Elaine Sternberg, *“The Defects of Stakeholder Theory, Corporate Governance: An International Review”*, Vol. 5, Issue 1, pp 3-10, January 1997
- V. Dulewicz, P. Herbert, *“Does the composition and practice of Board Bear Any Relationship to the Performance of their Companies?”*, Corporate Governance: An International Review, 2004
- L. Donaldson, *“The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory”*, Academy of Management Review, 1990
- Mary O’ Sullivan, *“Corporate Governance and Globalization”*, Working Paper 2000
- J. Coffee, *“The future as history: The prospects for global convergence in Corporate Governance and its implications”*, Working Paper 1999
- McKinsey & Company, *“Investor Opinion Survey on Corporate Governance”*, June 2000

- J.R. Franks, C. Mayer, “*Corporate Control: A synthesis of the international evidence*”, IFA Working Paper, 1994
- M. Maher, T. Andersson, “*Corporate Governance: effects on firm performance and economic growth*”, OECD 1999
- P. M. Bhasa, “*Global corporate governance debates and challenges*”, Corporate Governance: The international Journal of Business in Society, Vol. 4, No. 2, 2004
- Y. Yafeh, “*Corporate Governance in Japan: past performance and future prospects*”, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 16, 2000
- T. Seki, “*Legal Reform and Shareholder Activism by Institutional Investors in Japan*”, Corporate Governance: An International Review, Vol. 13, 2005
- Ernst & Ernst, United States, “*Foreign corrupt practices act of 1977 : an overview of the law and its implications*”, New York 1978
- Christine A. Mallin, “*Corporate Governance*”, Oxford University Press 2007
- P.D. Kimmel, J.J. Weygandt, D.E. Kieso, “*Financial Accounting: Tools for Business Decision Making*”, Excel Working Papers , 6th Edition, November 2011
- A. Florou, A. Galarniotis, “*Benchmarking Greek Corporate Governance against different standards*”, Corporate Governance: An International Review, Vol. 15, No 5, pp 979-998, September
- CEPS, “*Corporate governance in Europe, Report of a CEPS Working party*”, Working Report No 12, 1995
- OECD, “*Principles of Corporate Governance*”, OECD, Paris 2004
- OECD, “*Methodology for Assessing the implementation of the OECD Principles on Corporate Governance*”, OECD Paris, 2006
- SEC, “*Report of Management’s Responsibilities*”, Securities and Exchange Commission: Proposed Rules: US Federal Register Volume 44, No. 88: May 1979
- COSO, “*Internal Control – Integrated Framework*”, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO Report), USA: 1992
- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, “*Enterprise Risk Management Framework*”, USA: 2004
- The Sarbanes -Oxley Act of 2002: Summary of key provisions of interest to Internal Auditor, USA: The Institute of Internal Auditors, 2002
- Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report), London: Gee, 1992
- Internal Control and Financial Reporting – Guidance for directors of listed companies registered in the UK (Rutteman Report), London: ICAEW, 1994
- Committee on Corporate Governance, “*Final Report (Hampel Committee Report)*”, UK, January 1998
- The Combined Code, “*Principles of Good Governance and Code of Best Practice*”, UK, June 1998

- The Institute of Internal Auditors, “A New Agenda for Corporate Governance Reform”, UK and Ireland, July 2002
- The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, “*Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code*”, London, September 1999
- Financial Reporting Council, “*Internal control: Revised Guidance for Directors on the Combined Code*”, FRC, London, October 2005
- Commission Decision of 28 April 2005 establishing a group of non-governmental experts on corporate governance and company law (2005/380/EC), Official Journal of the European Union, L126/40, 19-5-2005
- European Commission, “*Recommendation on the role of (independent) non-executive or supervisory directors*”, Brussels, 5 May 2004
- European Commission, “*Fostering an appropriate regime for the remuneration of Directors*”, MARKT, 23 February 2004
- DG MARKT, “*Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights – Synthesis of the comments on the consultation document of the services of the internal market directorate general*”, A working document of DG Internal Market, Brussels, April 2005
- Speech by Commissioner McGreevy, “*Hearing on Future Priorities for the Action Plan on Company Law and Corporate Governance – Closing Remarks*”, Brussels, 3 May 2006
- COM (2003) 284 final, Brussels, 21.5.2003
- COM (2014) 213 final
- Theisen, “*Empirical evidence and economic comments on board structure in Germany*” in K.J. Hopt, H. Kanda, M.J. Roe, E. Wymeersch, S. Prigge, “*Comparative corporate governance, The state of the art and emerging research*”, Oxford University Press, Oxford, 1998
- R. M. Borges, “*Le droit d’information individuel des administrateurs de société anonyme*”, Bull. Joly Sociétés 1997, No 10, pp 843
- PricewaterhouseCoopers 2006, “*State of the internal audit profession study: Continuous auditing gains momentum*”, PwC Advisory, Internal Audit
- The American Law Institute, “*Principles of corporate governance: analysis and Recommendations*”, Proposed Final Draft, Mar. 31, 1992

ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΟΙ ΤΟΠΟΙ

- <https://www.frc.org.uk>, UK Corporate Governance Code
- <http://www.icaew.com>, UK Corporate Governance Code
- <http://ec.europa.eu>, “*Statement of the European Corporate Governance Forum on the Comply-or-Explain Principle*” Brussels, 22/2/2006

- <http://ec.europa.eu>, “*Statement of the European Corporate Governance Forum on Risk Management and Internal Control*”, Brussels, June 2006
- <http://www.europarl.europa.eu>, Ghilardotti (PSE), εισηγήτρια, Συζητήσεις, 19/4/2004, Στρασβούργο
- <http://www.toxrima.gr/>, «*Νέος Νόμος για την Εταιρικής Διακυβέρνηση*», 27 Δεκεμβρίου 2013
- <http://www.leadingboards.com>, “*Board Committees, Why, when and who?*”
- <http://www.grfcpa.com>, “*Publications, Audit Committees: The Roles and Responsibilities*”
- <https://www.kpmg.com>, “*The Role of Audit Committee*”, Audit Committee Institute Sponsored by KPMG
- <http://blogs.law.harvard.edu>, “*Should Your Board Have a Separate Risk Committee?*”, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, Matteo Tonello, The Conference Board, on Sunday February 12, 2012