



ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

Πάντειο Πανεπιστήμιο
Τμήμα Δημόσιας Διοίκησης

Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Συγγραφή: Ιωσηφίνα Ψαρράκη 7206M019

Επιβλέπων Καθηγητής: Κώστας Συριόπουλος

Ιούλιος 2008

Περίληψη

Σήμερα, η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι απαραίτητη για τη σωστή λειτουργία των επιχειρήσεων. Η κάθε χώρα υιοθετεί το δικό της κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης ανάλογα με τις οικονομικές, πολιτικές και κοινωνικές συνθήκες που επικρατούν σε αυτή και ανάλογα με τους στόχους που θέλει να επιτύχει. Προσπάθειες για τη δημιουργία ενός μοντέλου που θα μπορούσε να λειτουργήσει με επιτυχία σε όλες τις περιπτώσεις δυστυχώς έχουν πέσει στο κενό.

Τα κυριότερα μοντέλα που χρησιμοποιούνται είναι το εσωτερικό, που εφαρμόζεται κυρίως στη Γερμανία, και το εξωτερικό που εφαρμόζεται κυρίως στις Ηνωμένες Πολιτείες. Το καθένα από αυτά έχει τα θετικά και τα αρνητικά του σημεία. Στην Ελλάδα εφαρμόζεται κατά βάση το εξωτερικό μοντέλο, το οποίο από τη φύση του αντιμετωπίζει προβλήματα συμφερόντων. Το θεσμικό πλαίσιο που υπάρχει δεν είναι επαρκές για να προσελκύσει μεγάλα και αξιόπιστα κεφάλαια. Επομένως, η ανάγκη βελτίωσης του συστήματος είναι ιδιαίτερα έντονη.

Abstract

Nowadays, Corporate Governance is essential for the proper function of companies. Each country adopts its own code of corporate governance according to its economic, political and social circumstances and according to the goals that it seeks to succeed. Unfortunately, various attempts for the creation of a model, which would be appropriate under any circumstances, have failed.

The most important models that are used are the internal one, mainly applied in Germany, and the external one, used in the United States. Each one of them has its advantages and disadvantages. In Greece, we basically use the external model, which faces problems of interests. The legal framework is not sufficient to attract large and trustworthy capitals. Consequently, there is a strong need for the system's improvement.

Πίνακας Περιεχομένων

Περίληψη – Abstract	1
Πίνακας Περιεχομένων	2
Κεφάλαιο 1 – Εισαγωγή	3
Κεφάλαιο 2 – Το Ιστορικό Πλαίσιο	
2.1 Ορισμός	5
2.2 Ιστορική Αναδρομή	6
Κεφάλαιο 3 – Μοντέλα Εταιρικής Διακυβέρνησης	
3.1 Το Εσωτερικό Μοντέλο: Η περίπτωση της Γερμανίας	8
3.2 Το Εξωτερικό Μοντέλο: Η περίπτωση των Η.Π.Α.	14
Κεφάλαιο 4 – Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα	
4.1 Τα δικαιώματα των μετόχων και η προστασία τους	22
4.2 Το Διοικητικό Συμβούλιο	23
4.3 Συμμετοχή ανεξάρτητων μελών	24
4.4 Ο διαχωρισμός της θέσης του διευθύνοντος συμβούλου από αυτή του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου	25
4.5 Σύσταση επιτροπών	26
4.6 Διαφάνεια και αποκάλυψη πληροφοριών	28
4.7 Αρχές διαμόρφωσης αμοιβών	30
4.8 Έρευνα για την εταιρική διακυβέρνηση	30
Κεφάλαιο 5 – Συμπεράσματα	32
Βιβλιογραφία	34

Κεφάλαιο 1 – Εισαγωγή

1.1 Προσδιορισμός του προβλήματος και προσπάθειες για την επίλυσή του

Η δημιουργία των ανώνυμων εταιρικών έγινε η αιτία διάκρισης κατοχής και διοίκησης των στις επιχειρήσεις. Η πρόοδος της τεχνολογίας και η ανάγκη διαχείρισης μεγάλων κεφαλαίων οδήγησαν στην σημερινή μορφή των ανώνυμων εταιριών όπου χαρακτηρίζονται από την ύπαρξη μετόχων, διοικητικών διευθυντών και διοικητικού συμβουλίου. Στις σύγχρονες επιχειρήσεις τα συμφέροντα των βασικών φορέων τους δεν ταυτίζονται πάντα. Αντίθετα εκδηλώνονται συχνά συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στις παραπάνω ομάδες με συνέπειες στη λειτουργία της επιχείρησης που σε ορισμένες περιπτώσεις οδηγούν σε κατάρρευση της. Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης επιδιώκουν να περιορίσουν τα σχετικά προβλήματα αν και αδυνατούν να τα εξαλείψουν.

Από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 υπό την πίεση δυσμενών επιχειρηματικών εξελίξεων άρχισε στη Βρετανία μια πρωτοβουλία μεταρρύθμισης του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης των βρετανικών επιχειρήσεων η οποία εξαπλώθηκε σύντομα σε πολλές χώρες. Οι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης που αναπτύχθηκαν διεθνώς στηρίχθηκαν σε δύο μοντέλα.

Το πρώτο είναι το αγγλοσαξονικό ή εξωτερικό μοντέλο όπου το πρόβλημα είναι η σύγκρουση συμφερόντων μετόχων και εκτελεστικής διοίκησης, τυπικοί εκπρόσωποι του μοντέλου αυτού είναι οι ΗΠΑ και η Μ.Βρετανία. Το δεύτερο μοντέλο είναι το εσωτερικό μοντέλο όπου λόγω της διάρθρωσης της κεφαλαιαγοράς εμφανίζεται σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ ισχυρών μεγαλομετόχων και αδύναμων μετόχων μειοψηφίας. Χαρακτηριστικό εκπρόσωπος του μοντέλου αυτού είναι η Γερμανία.

Οι εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι οι μεταρρυθμίσεις επιδρούν θετικά στον τρόπο λειτουργίας των επιχειρήσεων και των κεφαλαιαγορών. Στη χώρα μας οι σχετικές μεταρρυθμίσεις ουσιαστικά θεσπίστηκαν με το Νόμο 3016/2002. Ως πρώτη προσπάθεια ο νόμος αυτός αποτελεί πολύ θετική εξέλιξη η οποία θωρακίζει το θεματικό πλαίσιο λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς. Στο μέλλον αυτός ο νόμος μπορεί εμπλουτιστεί με επιπλέον διατάξεις που προστατεύουν περαιτέρω τα συμφέροντα των μετόχων.

Συμπερασματικά μπορούμε να πούμε ότι οι οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις επιβάλλουν στους φορείς εταιρικής διακυβέρνησης τη συνεχή ενασχόληση τους με τη βελτίωση των πρακτικών διαφάνειας και αξιοπιστίας εφόσον η πολιτική εταιρικής διακυβέρνησης δεν είναι στατική και η τρέχουσα καλή αποτίμηση δεν εξασφαλίζει την μακροχρόνια αποτελεσματική πορεία των επιχειρήσεων και γενικά των κεφαλαιαγορών.

1.2 Συνοπτική παρουσίαση της εργασίας

Κεφάλαιο 1- Εισαγωγή

Το κεφάλαιο αυτό δίνει μια γενική εικόνα της όλης εργασίας. Αναφέρεται επιγραμματικά στα προβλήματα που προκύπτουν μέσα σε μια εταιρία και στις προσπάθειες για την εύρεσης λύσης μέσω μεταρρυθμίσεων.

Κεφάλαιο 2- Το ιστορικό πλαίσιο

Στο κεφάλαιο αυτό δίνεται ορισμός της εταιρικής διακυβέρνησης σύμφωνα με όσα έχουν γραφτεί κατά καιρούς από διάφορους αναλυτές. Επίσης γίνεται μία ιστορική αναδρομή στη δημιουργία των πρώτων ανώνυμων εταιριών και στην ανάγκη που δημιουργήθηκε για εταιρική διακυβέρνηση.

Κεφάλαιο 3- Μοντέλα Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Αναλύονται τα δύο σημαντικότερα μοντέλα εταιρικής διακυβέρνησης. Το Εσωτερικό και το Εξωτερικό το πρώτο απαντάται κατά βάση στη Γερμανία ενώ το δεύτερο στις Η.Π.Α. και τη Μεγάλη Βρετανία. Γίνεται αναφορά στα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα του κάθε συστήματος.

Κεφάλαιο 4- Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα.

Γίνεται αναφορά στους βασικούς άξονες της ελληνικής εταιρικής διακυβέρνησης σε σύγκριση με τους αντίστοιχους ευρωπαϊκούς ενώ παράλληλα εξετάζεται αν οι κανόνες αυτοί ανταποκρίνονται στις απαιτήσεις των θεσμικών επενδυτών.

Κεφάλαιο 5 - Συμπεράσματα

Το τελευταίο κεφάλαιο καταλήγουμε σε κάποια συμπεράσματα μετά από τη μελέτη της σχετικής βιβλιογραφίας. Επίσης γίνονται κάποιες προτάσεις για την βελτίωση των συνθηκών για το συγκεκριμένο θέμα που εξετάζεται.

Κεφάλαιο 2 – Ιστορικό Πλαίσιο

2.1 Ορισμός

Η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι ένας τομέας που τα τελευταία χρόνια έχει προσελκύσει το γενικότερο ενδιαφέρον λόγω της προφανούς σημασίας της για την οικονομική ευρυθμία των εταιρειών και κατ' επέκταση της κοινωνίας. Αν και είναι δύσκολο να ορίσει κανείς μια έννοια η οποία καλύπτει έναν μεγάλο αριθμό οικονομικών φαινομένων, θα προσπαθήσουμε να δώσουμε μια εικόνα για το τι περιλαμβάνει η εταιρική διακυβέρνηση μέσα από τους ορισμούς που έχουν δοθεί κατά καιρούς από διάφορους αναλυτές.

Η εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα πεδίο της οικονομικής επιστήμης το οποίο διερευνά τρόπους για να εξασφαλιστεί η αποτελεσματική διαχείριση των εταιρειών με τη χρήση μηχανισμών που δίνουν κίνητρα, όπως συμβόλαια, οργανωτικούς σχεδιασμούς και ανάλογη νομοθεσία. Αυτά συνήθως περιορίζονται στο στόχο της βελτίωσης της οικονομικής απόδοσης, για παράδειγμα αναζητούν τρόπους με τους οποίους οι επιχειρηματίες θα μπορούν να εξασφαλίσουν ότι οι εταιρικοί διευθυντές θα επιδώσουν μια ανταγωνιστική τιμή επιστροφής (Mathiesen, 2002).

Σύμφωνα με τους Shleifer και Vishny (1997), η εταιρική διακυβέρνηση πραγματεύεται τους τρόπους με τους οποίους οι φορείς παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών στις εταιρείες εξασφαλίζουν ότι θα έχουν κάποια επιστροφή στην επένδυσή τους. Σύμφωνα με άλλο ορισμό, πρόκειται για ένα σύστημα με το οποίο οι εταιρείες καθοδηγούνται και ελέγχονται. Η δομή της εταιρικής διακυβέρνησης προσδιορίζει την κατανομή των δικαιωμάτων και ευθυνών ανάμεσα στους διάφορους συμμετέχοντες στην εταιρία, όπως το διοικητικό συμβούλιο, τους διευθυντές, τους μετόχους και άλλους κύκλους συμφερόντων, και ορίζει τους κανόνες και τις διαδικασίες για τη λήψη αποφάσεων σε εταιρικά θέματα. Με αυτό τον τρόπο παρέχεται επίσης η στρατηγική με την οποία καθορίζονται οι στόχοι της εταιρίας και τα μέσα για την επίτευξη αυτών των στόχων καθώς και τον έλεγχο την απόδοσης (Cadbury, 1992).

Θα μπορούσαμε λοιπόν να ορίσουμε την εταιρική διακυβέρνηση ως ένα σύνολο διαδικασιών, τακτικών, νόμων και θεσμών, το οποίο επηρεάζει τον τρόπο με τον οποίο καθοδηγείται και ελέγχεται μία επιχείρηση. Επίσης, περιλαμβάνει τις σχέσεις ανάμεσα στους διάφορους κύκλους συμφερόντων που εμπλέκονται και τους στόχους τους οποίους θέτει η διοίκηση της εταιρίας. Ο βασικός κύκλος συμφερόντων είναι οι μέτοχοι και το διοικητικό συμβούλιο. Άλλοι ενδιαφερόμενοι είναι οι εργαζόμενοι, οι προμηθευτές, οι πελάτες, οι τράπεζες και άλλοι δανειστές, οι ρυθμιστές, το περιβάλλον και η ευρύτερη κοινότητα.

Η εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα θέμα με πολλές πτυχές. Μία από αυτές, ίσως η πιο σημαντική, είναι η εξασφάλιση της αξιοπιστίας συγκεκριμένων ατόμων μέσα σε έναν οργανισμό. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω μηχανισμών, οι οποίοι προσπαθούν να μειώσουν ή να ελαχιστοποιήσουν το πρόβλημα της διαμεσολάβησης. Μια σχετική αλλά διαφορετική πτυχή

του θέματος εστιάζει στην επίδραση του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης στην οικονομική αποδοτικότητα, με ιδιαίτερη έμφαση στην ευημερία των μετόχων.

Το θέμα που απασχολεί κυρίως την εταιρική διακυβέρνηση είναι η εξεύρεση ενός όσο το δυνατόν καλύτερου τρόπου διαχείρισης μιας εταιρίας. Ο βασικότερος σκοπός είναι να εξασφαλιστεί ότι οι άνθρωποι που διοικούν την εταιρία εργάζονται προς το συμφέρον των ανθρώπων που κατέχουν την εταιρία. Για το σκοπό αυτό έχουν αναπτυχθεί διάφορα μοντέλα διακυβέρνησης, τα οποία θα αναλύσουμε εκτενέστερα στις παρακάτω ενότητες.

Όταν λοιπόν η εταιρική διακυβέρνηση λειτουργεί σωστά, η διοίκηση εργάζεται με σκοπό την ανάπτυξη των οικονομικών συμφερόντων των μετόχων. Επίσης, η καλή διακυβέρνηση είναι προς όφελος των εργαζομένων, των πελατών και της κυβέρνησης, η οποία χρησιμοποιεί τους φόρους από τα εταιρικά έσοδα για την εξυπηρέτηση δημόσιων στόχων. Αντίθετα, σε περίπτωση αποτυχίας παρατηρείται πτώση των τιμών των μετοχών με αποτέλεσμα απολύσεις εργαζομένων. Με αυτό τον τρόπο η κοινή γνώμη χάνει την εμπιστοσύνη της στις εταιρείες και οι επενδυτές αποφεύγουν την κεφαλαιαγορά, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε γενικότερη οικονομική ύφεση.

2.2 Ιστορική Αναδρομή

Η εταιρική διακυβέρνηση ως έννοια δεν είναι νέα. Σύμφωνα με τον Μούζουλα (2003), εμφανίστηκε στις αρχές του 19^{ου} αιώνα στις αγγλοσαξονικές χώρες με την ανάπτυξη του καπιταλισμού και την εμφάνιση των πρώτων ανώνυμων εταιρειών. Αυτές αποτελούσαν τότε την επικρατούσα μορφή οργάνωσης των επιχειρήσεων και επρόκειτο να αναλάβουν την πραγμάτωση σημαντικών και πολύπλοκων έργων σε εθνικό επίπεδο. Οι εταιρείες αυτές έπρεπε να αναπτυχθούν έτσι ώστε να έχουν το μέγεθος που θα τους επέτρεπε τη χρήση των τεχνολογιών και της υποδομής με την οποία θα επιτύγχαναν την εκπλήρωση του έργου που είχαν αναλάβει.

Αυτές οι εξελίξεις οδήγησαν σε εξειδίκευση των εταιρειών. Επίσης, το αυξημένο μέγεθος των εταιρειών απαιτούσε την αναζήτηση και ανεύρεση κεφαλαίων και συνεπώς κατέστη απαραίτητο οι επιχειρήσεις να αναζητήσουν εξωτερικούς επενδυτές ως χρηματοδότες. Επιπλέον, οι νέες τεχνολογίες απαιτούσαν μια εξειδικευμένη διοίκηση ώστε να καθίσταται εφικτή η εποπτεία των δραστηριοτήτων της. Εμφανίστηκαν λοιπόν τα στελέχη επιχειρήσεων. Με αυτό τον τρόπο, η ανώνυμη επιχείρηση λειτουργούσε με βάση τη διάκριση της κυριότητας από τον έλεγχο και διαφοροποιήθηκε από τις υπάρχουσες, παραδοσιακές επιχειρήσεις. Αυτή η διάκριση κυριότητας και ελέγχου αποτύπωσε τη διαφοροποίηση των συμφερόντων των φορέων και έγινε η αιτία για την ανάπτυξη της έννοιας της εταιρικής διακυβέρνησης.

Σταδιακά, οι επιχειρήσεις αύξησαν τα δικαιώματα των διοικητικών συμβουλίων τους, ώστε να μπορούν να διευθύνουν χωρίς να είναι απαραίτητη η απόλυτη συναίνεση όλων των μετόχων. Οι μέτοχοι διατήρησαν το δικαίωμα της αξιολόγησης με σκοπό την μεγαλύτερη

αποτελεσματικότητα της εταιρίας. Από τότε, τα δικαιώματα των μεμονωμένων ιδιοκτητών περιορίστηκαν σημαντικά. Η ανησυχία των μετόχων σχετικά με την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης και την απώλεια μετοχών είχαν κατά καιρούς οδηγήσει στην απαίτηση για αναμόρφωση της εταιρικής διακυβέρνησης.

Κατά τον 20^ο αιώνα, υπό την επίδραση του απόηχου του Κραχ στην Αμερική, κάποιοι αναλυτές, όπως οι Adolf Augustus Berle, Edwin Dodd και Gardiner C. Means μελέτησαν την αλλαγή του ρόλου της σύγχρονης εταιρίας στην κοινωνία και τα συγγράμματά τους ασκούν έντονη επιρροή ακόμη και σήμερα. Ο Ronald Coase (1937) από την Οικονομική Σχολή του Σικάγο ήταν ο πρώτος που εισήγαγε την έννοια του κόστους συναλλαγών για την κατανόηση της αιτίας για την οποία δημιουργούνται εταιρείες και του τρόπου με τον οποίο συνεχίζουν να συμπεριφέρονται. Πενήντα χρόνια αργότερα, οι Eugene Fama και Michael Jensen (1983) παρουσίασαν και στήριξαν τη θεωρία της διαμεσολάβησης ως ένα τρόπο κατανόησης της εταιρικής διακυβέρνησης. Σύμφωνα με αυτή, η εταιρία παρουσιάζεται ως μια σειρά συμβολαίων.

Από το τέλος της δεκαετίας του 1970, η εταιρική διακυβέρνηση γίνεται αντικείμενο μελέτης σε όλο τον κόσμο. Οι μεγαλύτερες προσπάθειες για αναμόρφωση της εταιρικής διακυβέρνησης ξεκίνησαν από την ανάγκη και την επιθυμία των μετόχων να ασκήσουν τα δικαιώματά τους για εταιρική κυριότητα και να αυξήσουν την αξία των μετοχών τους και συνεπώς τον πλούτο τους.

Ακόμα μεγαλύτερο ενδιαφέρον για τις πρακτικές που εφαρμόζονται στο χώρο της εταιρικής διακυβέρνησης αναπτύχθηκε από το 2001 και έπειτα, με αφορμή την κατάρρευση ενός μεγάλου αριθμού μεγάλων εταιρειών στις Ηνωμένες Πολιτείες. Μια σειρά από λογιστικά σκάνδαλα και χρεοκοπίες μεγάλων εταιρειών έφερε στην επικαιρότητα την εταιρική διακυβέρνηση με βασικό ζητούμενο την αποτελεσματική προστασία των μετόχων. Η ενίσχυση της διαφάνειας, η έγκυρη και έγκαιρη πληροφόρηση των επενδυτών, οι αποτελεσματικοί και ανεξάρτητοι έλεγχοι, η ισχυροποίηση του εποπτικού ρόλου του διοικητικού συμβουλίου, καθώς και η κατάρτιση αξιόπιστων λογιστικών καταστάσεων είναι οι κυριότερες προκλήσεις τις οποίες καλείται να διασφαλίσει η εταιρική διακυβέρνηση των οργανωμένων κεφαλαιαγορών (Ξανθάκης et.al., 2003). Για το σκοπό αυτό έχουν αναπτυχθεί διάφορα μοντέλα εταιρικής διακυβέρνησης τα οποία θα εξετάσουμε στην αμέσως επόμενη ενότητα.

Κεφάλαιο 3 - Μοντέλα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η βασική διάκριση μοντέλων εταιρικής διακυβέρνησης γίνεται στο εσωτερικό και στο εξωτερικό μοντέλο (Μούζουλας, 2003). Το πρώτο εφαρμόζεται στην Ευρώπη και κυρίως στη Γερμανία, ενώ το δεύτερο κυρίως στις Ηνωμένες Πολιτείες. Πολλές άλλες χώρες χρησιμοποιούν ένα από τα δύο μοντέλα με κάποιες διαφοροποιήσεις ανάλογα με τα εταιρικά δεδομένα της κάθε χώρας.

3.1 Το Εσωτερικό Μοντέλο: Η περίπτωση της Γερμανίας

Σύμφωνα με τον Rotanin (2003), το εσωτερικό μοντέλο, το οποίο απαντάται στη Γερμανία και για το λόγο αυτό ονομάζεται και Γερμανικό, χαρακτηρίζεται από την υψηλή τιμή του μετοχικού κεφαλαίου κοινών μετοχών από συνεργατικές εταιρείες και ένα σύστημα, το οποίο ορίζει αυτόν τον τύπο ιδιοκτησίας των μετοχών. Η δομή των κοινών μετοχών είναι αξιοσημείωτη για τα υψηλά επίπεδα συγκέντρωσής της. Συνήθως, πολλοί σημαντικοί μέτοχοι ελέγχουν περισσότερο από το 50% των μετοχών. Ο εταιρικός έλεγχος ασκείται σε μεγάλο βαθμό εσωτερικά. Σε ιδανικές συνθήκες, οι εταιρείες διοικούνται στη βάση της κοινής συναίνεσης και της κοινωνικής αλληλεπίδρασης ανάμεσα στους μετόχους και άλλα εμπλεκόμενα μέρη, συμπεριλαμβανομένων των εργαζομένων. Οι σημαντικότεροι μέτοχοι δεσμεύονται με την εταιρία μέσω κοινών επαγγελματικών συμφερόντων. Ως αποτέλεσμα, οι δεσμοί μεταξύ των μετόχων και της εταιρίας είναι ουσιαστικά ιδιαίτερα ισχυροί στη Γερμανία και οι μέτοχοι ενδιαφέρονται για την πραγματική συμμετοχή τους στη διοίκηση της εταιρίας.

Τα οικονομικά πλεονεκτήματα του Γερμανικού μοντέλου είναι προφανή. Οι μέτοχοι εστιάζουν κυρίως στην επίτευξη μακροπρόθεσμων στρατηγικών στόχων, οι εταιρείες έχουν υψηλό βαθμό βιωσιμότητας και οι επαγγελματικές σχέσεις έχουν μία σταθερότητα. Το αρνητικό του στοιχείο είναι ότι έχει σχετικά μικρή ευελιξία, έναν υπερβολικό φόβο του κινδύνου και την αδυναμία λήψης γρήγορων αποφάσεων όταν υπάρχει ανάγκη ρευστοποίησης αναποτελεσματικών επιχειρησιακών μονάδων ή μείωσης προσωπικού.

Σύμφωνα με τους Baums & Scott (2003), οι περισσότερες γερμανικές εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο ελέγχονται από μια οικογένεια, μια πλειοψηφία μετόχων που ασκεί τον έλεγχο ή τουλάχιστον από έναν αριθμό μεγαλομετόχων. Για αυτό το λόγο, η γερμανική εταιρική ρύθμιση έχει εστιάσει σε μικρότερο βαθμό στις ρυθμίσεις που σχετίζονται με τις συγκρούσεις μεταξύ μετόχων και διευθυντών και περισσότερο σε αυτές μεταξύ των μετόχων που ασκούν τον έλεγχο και τους μικρότερους μετόχους. Επίσης, η γερμανική νομοθεσία περιλαμβάνει μια ενότητα η οποία απευθύνεται στις συγκρούσεις συμφερόντων που μπορεί να προκύψουν κατά τη διάρκεια συναλλαγών ανάμεσα στην εταιρία και τους μετόχους που έχουν το βασικό έλεγχο. Σε αυτή την ενότητα καθορίζονται και κάποιες από τις υποχρεώσεις αφοσίωσης που οι βασικοί μέτοχοι οφείλουν να επιδεικνύουν προς τους μικρομετόχους, μέσα από ορισμένες διαδικασίες, όπως η σύνταξη ετήσιας αναφοράς ελέγχου σχέσεων που πρέπει να ετοιμάζεται από ανεξάρτητους ελεγκτές. Κανόνες και αρχές που ρυθμίζουν τις συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των διευθυντών και της εταιρίας, είναι λιγότερο αναπτυγμένα στο Γερμανικό μοντέλο διακυβέρνησης. Γίνεται επίσης διάκριση

ανάμεσα στους συγκεκριμένους κανόνες που εστιάζουν σε συγκεκριμένες καταστάσεις και τις γενικές αρχές που συμπληρώνουν τέτοιους κανόνες.

Όπως αναφέρεται στην ηλεκτρονική διεύθυνση της Επιτροπής για τον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης της Γερμανίας, βασικό στοιχείο του Γερμανικού Μοντέλου είναι ο διαχωρισμός ανάμεσα στο διοικητικό και το εποπτικό συμβούλιο. Αυτά τα δύο συμβούλια έχουν σαφώς διαχωρισμένες δραστηριότητες και καθήκοντα, και κανένα μέλος του ενός συμβουλίου δεν μπορεί να ανήκει παράλληλα και στο άλλο.

Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου είναι υπεύθυνα για τη διοίκηση της εταιρίας και ασχολούνται με τις επιχειρηματικές της σχέσεις. Επίσης, έχουν την υποχρέωση να μην εκμεταλλεύονται την εταιρία για προσωπικό τους όφελος από ευκαιρίες που προκύπτουν σε σχέση με τα καθήκοντά τους στην εταιρία. Από την άλλη πλευρά, το εποπτικό συμβούλιο είναι αυτό που αποφασίζει ποια θα είναι τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και έχει τη δυνατότητα να τα απομακρύνει, όταν υπάρχει σοβαρή αιτιολογία, όπως ανικανότητα διαχείρισης και αθέτηση καθηκόντων. Με άλλα λόγια, έχει το ρόλο του ελέγχου και της επίβλεψης των μελών του διοικητικού συμβουλίου ως προς τις συναλλαγές που έχουν με την εταιρία. Επίσης, συμβουλεύει το διοικητικό συμβούλιο και σε συνεργασία με αυτό εγκρίνει όλες τις θεμελιώδεις για την εταιρία αποφάσεις.

Με τον όρο επίβλεψη του διοικητικού συμβουλίου, εννοείται ότι το εποπτικό συμβούλιο πρέπει να φροντίζει ώστε να περιορίζονται τα ιδιωτικά κέρδη που μπορεί να προκύπτουν από τον έλεγχο της εταιρίας. Ακόμη μία αρμοδιότητα του εποπτικού συμβουλίου είναι να ελέγχει την απόδοση του διοικητικού συμβουλίου και να δημιουργεί τις προϋποθέσεις για την επιτυχία της εταιρίας, μέσα από το διορισμό ικανών στελεχών, τη συνεχή αξιολόγηση της απόδοσής τους και αν είναι απαραίτητο την απομάκρυνση των μη ικανών στελεχών. Αν και αυτή η τελευταία αρμοδιότητα παρουσιάζει τόσο θεωρητικές όσο και πρακτικές δυσκολίες (Hopt & Leyens, 2004).

Σε γενικές γραμμές, το εποπτικό συμβούλιο είναι υποχρεωμένο να δεσμεύεται στις υποχρεώσεις που ορίζει ο εταιρικός κώδικας και να είναι αφοσιωμένο στην εταιρία. Ωστόσο, οι υποχρεώσεις που επιβάλλονται από τον κώδικα δεν έχουν ως σκοπό αποκλειστικά την προστασία των μετόχων. Αντιθέτως, ο βασικός στόχος είναι η προστασία των συμφερόντων της εταιρίας. Η θέση αυτή αποκτά μεγαλύτερη ισχύ με την εκπροσώπηση των εργαζομένων στο εποπτικό συμβούλιο, η οποία περιγράφεται παρακάτω.

Το γερμανικό μοντέλο εγγυάται την ανεξαρτησία των μελών του εποπτικού συμβουλίου από το διοικητικό συμβούλιο με τους ακόλουθους τρόπους. Πρώτον, το εποπτικό συμβούλιο διορίζει τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Δεύτερον, η επίδραση του διοικητικού συμβουλίου στην επιλογή των μελών του εποπτικού συμβουλίου περιορίζεται από το γεγονός ότι σε εταιρείες με περισσότερους από 2.000 εργαζόμενους μόνο το μισό εποπτικό συμβούλιο διορίζεται από τους μετόχους. Το υπόλοιπο εκλέγεται από τους εργαζομένους. Σε

εταιρείες με 500 έως 2.000 εργαζομένους, οι εργαζόμενοι καθορίζουν το ένα τρίτο του εποπτικού συμβουλίου. Στην πράξη, ωστόσο, η ικανότητα του διοικητικού συμβουλίου να επηρεάζει την επιλογή των εκπροσώπων των μετόχων στο εποπτικό συμβούλιο εξαρτάται από το αν η εταιρία έχει έναν ή περισσότερους μετόχους που επικρατούν (Sadowski et.al., 1999).

Σύμφωνα με τους Baums και Scott (2003), στην περίπτωση που υπάρχει ένας μέτοχος, ο οποίος διατηρεί την πλειοψηφία των μετοχών, και τα δύο συμβούλια, εποπτικό και διοικητικό, θα επηρεάζονται σημαντικά από αυτόν το μέτοχο. Αντίθετα, σε εταιρείες στις οποίες το πλήθος των μετοχών μοιράζεται σε πολλούς μετόχους χωρίς μεγάλες διαφορές μεταξύ τους, ο πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου συχνά έχει αποφασιστικό λόγο στην επιλογή των μελών του διοικητικού και του εποπτικού συμβουλίου. Η πιθανότητα λοιπόν αμοιβαίας βοήθειας ανάμεσα στα μέλη των δύο συμβουλίων αυξάνεται από το γεγονός ότι στις όποιες προβληματικές δοσοληψίες ανάμεσα σε μέλος του εποπτικού συμβουλίου και την εταιρία, το διοικητικό συμβούλιο δεν μπορεί να δράσει μόνο του εκ μέρους της εταιρίας αλλά σε συνεργασία με ολόκληρο το εποπτικό συμβούλιο. Έτσι, ο γερμανικός κώδικας παραχωρεί αυτές τις συναλλαγές στη δικαιοδοσία του εποπτικού συμβουλίου και χρησιμοποιεί κυρίως διαδικαστικούς κανόνες για το χειρισμό τέτοιων υποθέσεων.

Αυτοί οι διαδικαστικοί κανόνες αφορούν στην επίλυση προβλημάτων που προκύπτουν από συναλλαγές ανάμεσα σε στελέχη και την εταιρία και ισχύουν μόνο για μέλη του διοικητικού και του εποπτικού συμβουλίου. Δεν επεκτείνονται στις συναλλαγές άλλων ενδιαφερομένων μερών, όπως συγγενείς στελεχών ή άλλα άτομα με τα οποία τα στελέχη έχουν στενούς δεσμούς. Αν το εποπτικό συμβούλιο δεν καταφέρει να επιβάλει τους κατάλληλους κανόνες στο διοικητικό συμβούλιο ως προς τις δοσοληψίες του, και ως αποτέλεσμα αυτής της αποτυχίας, η εταιρία έχει κάποια ζημιά, τότε το εποπτικό συμβούλιο καθίσταται υπεύθυνο για αυτό το αποτέλεσμα. Επιπλέον, αν ένα μέλος του διοικητικού συμβουλίου προσπαθήσει να επωφεληθεί από τα κέρδη της εταιρίας μεταφέροντας μέρος αυτών στο όνομά του ή σε πρόσωπο του περιβάλλοντός του, στην περίπτωση αυτή παραβιάζει την υποχρέωσή του να είναι πιστός και αφοσιωμένος στην εταιρία και πρέπει να κριθεί με αυστηρούς κανόνες. Ενδέχεται να υπάρξουν ακόμα και ποινικές κυρώσεις, αν η πράξη αυτή έγινε εκ προθέσεως.

Όπως αναφέρει ο McConvill (2005), ο γερμανικός κώδικας περιλαμβάνει αυτή την υποχρέωση των στελεχών να είναι αφοσιωμένα στο συμφέρον της εταιρίας. Η οποιαδήποτε παραβίαση αποτελεί αξιόμιμητη πράξη που πιθανόν να προκαλεί απώλειες στην εταιρία και επιφορτίζει προσωπική ευθύνη στον παραβάτη. Παρόλα αυτά, οι κανόνες που καθορίζουν τι ακριβώς αποτελεί παράβαση είναι ασαφείς καθιστώντας έτσι δύσκολη την ποινική δίωξη. Επιπλέον, ο γερμανικός εταιρικός κώδικας δίνει μεγάλη βαρύτητα στην έγκριση των συναλλαγών από τα στελέχη, τα οποία πιθανόν να μην είναι ανεξάρτητα ως προς τον έλεγχο των συναλλαγών και να μην λαμβάνουν πάντα τις καλύτερες αποφάσεις.

Αποτελεί βασική αρχή του γερμανικού μοντέλου ότι ο διευθυντής μιας εταιρίας πρέπει να ενεργεί με την προσήλωση ενός συνετού επιχειρηματία. Πράξεις που είτε από αμέλεια είτε εκ προθέσεως παραβιάζουν αυτό το καθήκον της συνετής διοίκησης προκαλούν ζημιά στην εταιρία. Δυστυχώς όμως στην πραγματικότητα, ελάχιστες από αυτές τις πράξεις ορίζονται ως παραβατικές, επειδή υπάρχουν δύο περιορισμοί. Πρώτον, υπάρχει η δικαιολογία της «επιχειρηματικής κρίσης» που επιτρέπει στο διευθυντή να ισχυριστεί ότι δεν παραβίασε τις υποχρεώσεις του, απλώς έκρινε με βάση το επιχειρηματικό του πνεύμα. Δεύτερον, ο υπάρχων εταιρικός κώδικας καθιστά ιδιαίτερα δύσκολη τη στροφή μιας εταιρίας εναντίον των στελεχών της. Πρακτικά, λοιπόν, η πιο σημαντική κύρωση για τυχόν επιχειρηματικά σφάλματα και εμπορικές αποτυχίες είναι η μη επανεκλογή των στελεχών στο συμβούλιο.

Τα στελέχη ενδέχεται να φέρουν πρακτική ευθύνη μόνο για θέματα που σχετίζονται με την ασφάλεια στην αναγγελία μετοχών της εταιρίας, η οποία πρέπει να ικανοποιεί διεθνή πρότυπα. Σύμφωνα με τη γερμανική νομοθεσία, σε περίπτωση δημοσίευσης ψεύτικων πληροφοριών σε σχέση με μια μετοχή, ο διευθυντής της εταιρίας έχει την ευθύνη μόνο αν μπορεί να αποδειχθεί ότι σκόπιμα επεδίωξε να εξαπατήσει. Επιπλέον, τα δικαστήρια απαιτούν να αποδειχθεί η αιτιότητα ανάμεσα στις λανθασμένες πληροφορίες και τη συγκεκριμένη συναλλαγή. Επομένως, και σε αυτή την περίπτωση περιορίζεται η πιθανότητα ποινικής δίωξης. Δυστυχώς, η γερμανική νομοθεσία δεν έχει καταφέρει ακόμα να βρει ένα μηχανισμό δράσης για το χειρισμό τέτοιων περιπτώσεων.

Ένα ακόμα πρόβλημα του γερμανικού μοντέλου είναι ο καθορισμός ενός υποχρεωτικού μεγέθους για τα εποπτικά συμβούλια. Για τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις, απαιτείται εποπτικό συμβούλιο με 20 μέλη. Αν υπολογίσει κανείς και τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, η εταιρία επιφορτίζεται με περίπου 30 άτομα ή και περισσότερα, και αυτό αποτελεί μειονέκτημα για το γερμανικό σύστημα. Λόγω του πλήθους των ατόμων, το εποπτικό συμβούλιο δεν είναι ιδιαίτερα ευέλικτο και συγκαλείται λιγότερο συχνά, με αποτέλεσμα πολλά να εξαρτώνται από τη δουλειά του προέδρου του εποπτικού συμβουλίου και από μικρότερες επιτροπές. Έχουν κατά καιρούς γίνει επανειλημμένες προτάσεις για τη μείωση του αριθμού των μελών του εποπτικού συμβουλίου, οι προσπάθειες όμως ήταν ανεπιτυχείς. Αυτό συνέβη κυρίως λόγω της αντίθεσης των εργατικών συνδικάτων, τα συμφέροντα των οποίων στηρίζουν την ύπαρξη μεγάλων συμβουλίων. Προτιμούν αυτή την επιλογή επειδή με αυτό τον τρόπο μπορούν να διορίζουν τρία δικά τους μέλη και επίσης επειδή οι εκπρόσωποι των εργατικών συνδικάτων και των εργαζομένων φροντίζουν η εργασία τους στο συμβούλιο να λειτουργεί προς όφελος των συνδικάτων (Baums & Scott, 2003).

Έτσι λοιπόν οι συναντήσεις του εποπτικού συμβουλίου μειώνονται σημαντικά και περιορίζονται σε λίγες συναντήσεις με σκοπό να ενημερωθούν για τυχόν αναφορές από το διοικητικό συμβούλιο, να υιοθετήσουν δυναμικές αποφάσεις και να ασχοληθούν με θέματα που επηρεάζουν ιδιαίτερα τα ενδιαφέροντα των εργαζομένων. Θέματα στρατηγικής σημασίας και η όποια κριτική του διοικητικού συμβουλίου συχνά συζητώνται σε ξεχωριστές ανεπίσημες συναντήσεις ανάμεσα στους αντιπροσώπους των μετόχων στο εποπτικό

συμβούλιο και το διοικητικό συμβούλιο. Σε καταστάσεις εκτάκτου ανάγκης, ωστόσο, το εποπτικό συμβούλιο αναγκάζεται να ενεργοποιηθεί. Γενικά, ένα εποπτικό συμβούλιο που περιλαμβάνει αντιπροσώπους ενός ή λίγων μεγαλομετόχων μπορεί να αγωνιστεί πολύ πιο σθεναρά για την ικανοποίηση των συμφερόντων των μετόχων παρά ένα συμβούλιο που αποτελείται από εκπροσώπους μικρότερων μετόχων (Goergen et.al., 2004).

Οι περισσότερες γερμανικές εταιρείες, συμπεριλαμβανομένων των εισηγμένων στο χρηματιστήριο, εξακολουθούν να έχουν μεγαλομετόχους ή μετόχους που ασκούν έλεγχο de facto. Συνήθως, πρόκειται για οικογένειες, ιδρύματα, άλλες εταιρείες ή και το ίδιο κράτος. Οι θεσμικοί μέτοχοι, όπως οι ασφαλιστικές εταιρείες και οι τράπεζες, και ιδιαίτερα οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές, έχουν κάνει πιο έντονη την παρουσία τους στη Γερμανία. Και ενώ αυτά τα ξένα ιδρύματα κατέχουν πολλές μετοχές σε αρκετές γερμανικές εταιρείες, το υψηλό κόστος των πληροφοριών στη Γερμανία έχει κάνει αυτούς τους επενδυτές περισσότερο διστακτικούς στο να πιέσουν για καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση ή να απαιτήσουν θέσεις σε εποπτικά συμβούλια στη Γερμανία απ' ό,τι θα έκαναν στις δικές τους αγορές. Αλλά αυτή η διστακτικότητα είναι πιθανό να πάψει να υφίσταται στο μέλλον, ιδιαίτερα σε περιπτώσεις όπου ένας αριθμός θεσμικών επενδυτών με μεγάλα μερίδια μετοχών θα είναι σε θέση να ενεργούν από κοινού (Jenkinson & Ljungqvist, 1997).

Όπως αναφέρουν οι Baums και Scott (2003), ένας ακόμα λόγος για να περιμένουμε μεγαλύτερη δραστηριοποίηση είναι μια πρόσφατη αλλαγή στο ρόλο που ασκούν οι γερμανικές τράπεζες στην εταιρική διακυβέρνηση. Παρά τον ιστορικά σημαντικό ρόλο των τραπεζών στις γερμανικές εταιρείες, η επίδραση των γερμανικών τραπεζών τα τελευταία χρόνια έχει απότομα μειωθεί. Το 2002 με την εισαγωγή μιας ευνοϊκής φορολογικής απαλλαγής, οι τράπεζες άρχισαν να πουλούν μεγάλο μέρος των μετοχών τους και τα τραπεζικά στελέχη έχουν πλέον παραιτηθεί από τις παραδοσιακές τους θέσεις στα εποπτικά συμβούλια των πελατών τους.

Αναφορικά με τις υποχρεώσεις των στελεχών της εταιρίας, θεωρητικά αναμένεται ότι δεν θα αθετήσουν τις νομικές και ηθικές τους υποχρεώσεις ως προς την εταιρία λόγω της αίσθησης του καθήκοντος και των αξιών που έχουν ενστερνιστεί. Θα ήταν όλα ευκολότερα φυσικά αν αυτές οι νομικές και ηθικές υποχρεώσεις είχαν οριστεί με μεγαλύτερη σαφήνεια, αντί να υπάρχει μια ασάφεια και αβεβαιότητα ως προς το ποια συμφέροντα πρέπει να εξυπηρετηθούν. Αλλά σε οποιαδήποτε περίπτωση, τα στελέχη έχουν ουσιαστικό λόγο στις διάφορες αποφάσεις, έτσι πρέπει να δίνεται ιδιαίτερη προσοχή στα προσωπικά τους κίνητρα. Παρόλο που αναμφισβήτητα υπάρχουν πολλοί διευθυντές, οι οποίοι κινητοποιούνται σε μεγάλο βαθμό από την ηθική και νομική αίσθηση του καθήκοντος, μπορούν σαφώς να υπάρχουν και άλλα κίνητρα πέρα από αυτά. Οι διευθυντές ενδέχεται να επιθυμούν να διατηρήσουν τη θέση τους λόγω του status, των γνωριμιών και της υλικής αποζημίωσης που τη συνοδεύει. Αν πράγματι είναι έτσι, θα προσπαθούν να ικανοποιούν τις επιθυμίες αυτών που έχουν τη δύναμη να τους διορίσουν αλλά και να τους απομακρύνουν από το συμβούλιο για να μην τους δυσαρεστήσουν.

Όταν οι διευθυντές είναι ταυτόχρονα και μέτοχοι, πράγμα που συμβαίνει συχνά, έχουν ένα ακόμα κίνητρο να αυξήσουν την αξία των μετοχών της εταιρίας. Στις περισσότερες περιπτώσεις, ωστόσο, αυτό δεν είναι ένα αρκετά ισχυρό κίνητρο, καθώς το μερίδιο μετοχών των διευθυντών είναι συνήθως σχετικά μικρό. Αναμφίβολα, οι διευθυντές έχουν ακόμα ένα κίνητρο για να είναι συνεπείς, και αυτό είναι η διατήρηση της φήμης τους και η αποφυγή των νομικών κυρώσεων. Αλλά κανένα από αυτά τα κίνητρα δεν δημιουργεί απαραίτητα ισχυρή πίεση ώστε οι διευθυντές να ισχυριστούν ανεξαρτησία από τη διοίκηση και να εργαστούν σκληρά με σκοπό να κατανοήσουν την εταιρία και να μεγιστοποιήσουν το κέρδος των μετόχων.

Ένας άλλος τρόπος για να ενθαρρυνθούν τα στελέχη να αυξήσουν την αποτελεσματικότητά τους και την τιμή της μετοχής είναι να ευθυγραμμιστούν τα συμφέροντά τους με αυτά των μετόχων με τη χρήση αμοιβών. Δηλαδή να επιβραβεύονται για την καλή απόδοσή τους, παρά να τιμωρούνται με νομικές κυρώσεις για την κακή απόδοση. Τα πακέτα αποζημιώσεων έχουν σκοπό να κινητοποιήσουν τα στελέχη συμπεριλαμβάνοντας ένα σταθερό κίνητρο και ένα μεταβλητό που θα καθορίζει την αποζημίωση. Αλλά πέρα από το ποιο πρέπει να είναι το συνολικό ποσό της αποζημίωσης και με ποιο τρόπο αυτό καθορίζεται στην πραγματικότητα, προκύπτουν και άλλα προβλήματα σχετικά με τη μέτρηση της απόδοσης της διοίκησης.

Γενικά, η μέτρηση της απόδοσης μπορεί να γίνει με δύο τρόπους. Πρώτον, με βάση λογιστικά μέτρα και δεύτερον, με βάση την τιμή της μετοχής. Και οι δύο τρόποι έχουν σημαντικά μειονεκτήματα. Τα λογιστικά νούμερα υπόκεινται σε ουσιαστική εκμετάλλευση από τη διοίκηση, ενώ οι τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν τις γενικότερες τάσεις της οικονομίας, για τις οποίες η διοίκηση δεν ευθύνεται. Για το λόγο αυτό δεν είναι εύκολο να αξιολογηθεί η διοίκηση, ούτε θετικά ούτε αρνητικά.

Συμπερασματικά, μέχρι σήμερα, ο γερμανικός κώδικας δεν έχει καταφέρει να ρυθμίζει με τον καταλληλότερο τρόπο τις συναλλαγές ανάμεσα στους μετόχους που ασκούν τον έλεγχο, τα στελέχη, τα εμπλεκόμενα μέρη και την εταιρία. Το κύριο πρόβλημα είναι η έλλειψη αρκετών πληροφοριών σχετικά με αυτές τις συναλλαγές. Ένα πρώτο βήμα, θα μπορούσε να είναι η δημοσιοποίηση των αναφορών για εταιρείες σε πτώχευση. Θα ήταν ιδιαίτερα χρήσιμο αν γνωστοποιούνταν οι συναλλαγές των τελευταίων πέντε ετών πριν από την πτώχευση ανάμεσα σε θυγατρικές εταιρείες και ιδιώτες.

Ως προς τις κυρώσεις των στελεχών, η πιο σημαντική κύρωση που μπορεί να επιβληθεί για κακή απόδοση είναι η μη επανεκλογή του στελέχους στο συμβούλιο και σε σοβαρότερες περιπτώσεις η πρόωγη απομάκρυνση από τη θέση του. Επιπλέον, το εποπτικό συμβούλιο θα μπορούσε θεωρητικά να μηνύσει ένα διευθυντή σε περίπτωση αξιόμημπης συμπεριφοράς. Η πιο πρόσφατη αναμόρφωση της Εταιρικής Πράξης των Μετοχών προβλέπει με αρκετή σαφήνεια ότι ο γερμανικός κώδικας θα πρέπει να αναμορφωθεί για να διευκολύνει την τακτική πληροφόρηση των επενδυτών από τους διευθυντές και τις εταιρείες.

Επίσης, θα πρέπει να επιτραπεί στις γερμανικές εταιρείες να επιλέξουν ανάμεσα στη χρήση δύο συμβουλίων του εποπτικού και του διοικητικού ή σε μια διοικητική δομή, το οποίο είναι το μοντέλο που προτείνεται από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Η αγορά θα ήταν τότε σε θέση να συγκρίνει τα δυνατά σημεία και τις αδυναμίες των δύο εκδοχών και να αποφασίσει ποια θα υιοθετήσει. Ανεξάρτητα από αυτό, τα γερμανικά εποπτικά συμβούλια είναι υπερβολικά μεγάλα για να μπορέσουν να εκτελέσουν αποτελεσματικά τα καθήκοντά τους, και για το λόγο αυτό θα έπρεπε να περιορίσουν το μέγεθός τους. Επιπλέον, ως προς το θέμα της συμμετοχής των εργαζομένων στο συμβούλιο, φαίνεται να είναι σφάλμα το γεγονός ότι εκπροσωπούνται μόνο εργαζόμενοι που κατοικούν στη Γερμανία. Ολόκληρο αυτό το σύστημα θα έπρεπε να εξεταστεί και να προσαρμοστεί ανάλογα. Μακροπρόθεσμα, οι διεθνείς επενδυτές δεν θα δέχονται εποπτικά συμβούλια με εθνική ταυτότητα γιατί δικαίως θα φοβούνται ότι οι αποφάσεις δεν θα λαμβάνονται με σκοπό την περαιτέρω αποτελεσματικότητα της εταιρίας, αλλά για να εξυπηρετήσουν κοινωτικά συμφέροντα, συγκεκριμένα αυτά του τοπικού εργατικού συνδικάτου.

Ως προς την αποδοτικότητα των στελεχών, θα μπορούσε ως ένα βαθμό να εξασφαλιστεί αν τα στελέχη ήταν υποχρεωμένα να κρατήσουν για μια περίοδο μερικών ετών ένα μεγάλο τμήμα των αποζημιώσεών τους, είτε σε μετρητά είτε σε μετοχές, σε ένα «τραπεζικό» σχήμα το οποίο θα επηρεάζεται από τη μετέπειτα απόδοση της εταιρίας. Αυτό θα βοηθούσε τη διοίκηση να παίρνει τις αποφάσεις της με μια μακροπρόθεσμη προοπτική ενώ θα μειώνονταν τα κίνητρα για εκμετάλλευση. Μια τέτοια αλλαγή δεν θα έπρεπε απαραίτητως να είναι στο πλαίσιο μιας υποχρεωτικής νομικής απαίτησης. Θα μπορούσε όμως να ενθαρρυνθεί μέσω μιας διαφορετικής αντιμετώπισης ως προς τη φορολογία ή μέσω του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης.

3.2 Το Εξωτερικό Μοντέλο: Η περίπτωση των Η.Π.Α.

Στο εξωτερικό μοντέλο διακυβέρνησης η εξουσία θεμελιώνεται στους κανόνες της αγοράς και για την προστασία των μετόχων δεν βασίζεται τόσο στους νόμους, όσο σε μια σειρά επίσημων και ανεπίσημων μηχανισμών. Οι Ηνωμένες Πολιτείες αποτελούν την ενσάρκωση αυτής της προσέγγισης, με τον εταιρικό κανονισμό τους να υποστηρίζει ότι τα διάφορα μέρη μπορούν να αποφασίσουν να μη συμμετέχουν στις δομές διακυβέρνησης.

Σύμφωνα με τον Potanin (2003), το Αμερικανικό Μοντέλο ορίζεται κυρίως από την επικράτηση των ανεξάρτητων μεμονωμένων μετόχων, οι οποίοι δεν έχουν άλλες επιχειρησιακές σχέσεις με μια εταιρία παρά μόνο μέσω του μετοχικού τους κεφαλαίου. Οι περισσότεροι μέτοχοι ενδιαφέρονται μόνο για τα κέρδη τους ανά μετοχή, και όχι για την εκπροσώπησή τους στο διοικητικό συμβούλιο ή τη συμμετοχή τους στη διοίκηση της εταιρίας. Οι Αμερικανοί έχουν μια επιθετική προσέγγιση προς την επιχείρηση. Γρήγορα και εύκολα εγκαταλείπουν τα αναποτελεσματικά τμήματα και δεν διστάζουν να διακόψουν κάποιες εργασίες και να εισαγάγουν νέους τύπους εργασιών.

Τα πλεονεκτήματα στο Αμερικανικό σύστημα έγκεινται στην κινητικότητα των πόρων επενδύσεων και στη γρήγορη ροή κεφαλαίων από στάσιμους τομείς σε πιο αποτελεσματικούς. Το μειονέκτημά του είναι ότι οι εταιρείες έχουν ως κύριο στόχο την απόδοση των μετοχών, ορισμένες φορές βλάπτοντας τη στρατηγική ανάπτυξη της εταιρίας. Συνολικά, το Αμερικανικό μοντέλο φαίνεται να είναι πιο αποτελεσματικό κατά τη διάρκεια περιόδων καινοτομικής ανάπτυξης, αλλά είναι ιδιαίτερα ευάλωτο σε περιόδους αγοραστικών κρίσεων.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες, ο εταιρικός κώδικας περιέχει έναν αριθμό από σημαντικές εξασφαλίσεις, παρόλο που οι περισσότερες αποτελούν προεπιλεγμένους κανόνες και λίγες από αυτές προστατεύουν τους μετόχους από εσωτερικούς καταχραστής. Στην πραγματικότητα, ο κώδικας εμποδίζει την προστασία των μετόχων αναφέροντας σε συγκεκριμένες ενότητες του ότι οι εργασίες και οι σχέσεις της κάθε εταιρίας θα ορίζονται από ένα συμβούλιο διευθυντών. Δίνει υπερβολική εξουσία στο συμβούλιο και επομένως στα άτομα τα οποία εξουσιοδοτεί το συμβούλιο για να έχουν διοικητικό έλεγχο. Με αυτό τον τρόπο στερεί από τους μετόχους το νομικό έλεγχο στις καθημερινές επαγγελματικές σχέσεις και στη συνολική εταιρική πολιτική, παρόλο που οι μέτοχοι, ιδιαίτερα οι θεσμικοί επενδυτές, μπορούν και πράγματι εμπλέκονται έμμεσα σε αυτά τα ζητήματα. Η αναμόρφωση Sarbanes-Oxley που εισήχθη από το Κογκρέσο μετά τα σκάνδαλα της Enron και της WorldCom, και την οποία θα περιγράψουμε συνοπτικά παρακάτω, δεν άλλαξε ιδιαίτερα αυτή τη βασική κατανομή εταιρικής εξουσίας.

Σύμφωνα λοιπόν με αυτή την αναμόρφωση, η οποία είχε ως στόχο να αποκαταστήσει το δημόσιο αίσθημα εμπιστοσύνης στην εταιρική διακυβέρνηση, όλες οι εισηγμένες εταιρείες των Ηνωμένων Πολιτειών είναι υποχρεωμένες να λειτουργούν με βάση τις έντεκα αρχές που ορίζει αυτή η Πράξη. Αυτές οι αρχές περιλαμβάνουν βασικά θέματα που αφορούν τις εταιρείες από τα εταιρικά συμβούλια έως και τις ποινικές κυρώσεις. Μέχρι και σήμερα εξακολουθεί να υπάρχει διαμάχη για τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της αναμόρφωσης. Οι υποστηρικτές της ισχυρίζονται ότι ήταν απαραίτητη και έχει παίξει σημαντικό ρόλο στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης της κοινής γνώμης στην εθνική κεφαλαιαγορά ισχυροποιώντας τους εταιρικούς λογιστικούς ελέγχους. Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν ισχυρισμοί ότι είναι υπεύθυνη για τη μείωση της ανταγωνιστικότητας της Αμερικής σε διεθνές επίπεδο λόγω του περίπλοκου και ρυθμιστικού περιβάλλοντος στη χώρα.

Σύμφωνα, με νεώτερες μελέτες μόνο μια ισχυρή προστασία θα εξασφάλιζε ότι οι μέτοχοι δεν θα τύχουν εκμετάλλευσης από τους παράγοντες μέσα στην εταιρία. Ο βασικός κανόνας είναι ότι οι μέτοχοι είναι πιο πρόθυμοι να επενδύσουν όταν έχουν αρκετή εμπιστοσύνη ότι το σύστημα δεν λειτουργεί εναντίον τους. Αν ο πραγματικός στόχος είναι η προστασία των μετόχων από τις καταχρήσεις και την κακοδιαχείριση των διευθυντών, καθώς και η προστασία της μειοψηφίας των μετόχων από ομορτιστές μετόχους που επιδιώκουν τον

έλεγχο, θα ήταν καλύτερα να υπάρξει μια στροφή σε ένα υποχρεωτικό μοντέλο εταιρικής νομοθεσίας αντί ενός συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης που θεμελιώνεται στην αγορά.

Ο Paredes (2005) τονίζει ότι στην Αμερική δεν είναι οι γραπτοί νόμοι αλλά οι κοινοί νόμοι καταπιστευματικών καθηκόντων που κρίνουν και καθορίζουν την ικανότητα. Εν συντομία, το καθήκον του ενδιαφέροντος απαιτεί από τους διευθυντές να διοικούν την εταιρία με περισσή φροντίδα και να αφιερώνουν χρόνο και προσπάθεια για τη λήψη συνετών επιχειρησιακών αποφάσεων. Το καθήκον της πιστής αφοσίωσης τους υποχρεώνει να λειτουργούν με ειλικρίνεια και τους απαγορεύει να εκμεταλλεύονται την εταιρία και να προσπαθούν να προωθούν δικά τους συμφέροντα εις βάρος της εταιρίας. Ένα άλλο σημαντικό όφελος του ελέγχου της διαχείρισης μέσω τέτοιου τύπου υποχρεώσεων είναι ότι όταν προκύψει πρόβλημα η κάθε υπόθεση κρίνεται χωριστά, σε διαφορετική βάση. Εξαιτίας αυτού πολλοί είναι αυτοί που πιστεύουν ότι πρόκειται για μια πιο αποτελεσματική εταιρική νομοθεσία από την προσέγγιση που αντιμετωπίζει τα πάντα με τον ίδιο τρόπο και εφαρμόζεται σε παγκόσμιο επίπεδο.

Με βάση αυτές τις αρχές, δισεκατομμύρια μετοχές αλλάζουν χέρια καθημερινά στο Χρηματιστήριο Αξιών της Νέας Υόρκης παρά την έλλειψη ισχυρής νομοθετικής προστασίας για τους επενδυτές. Και αυτό συμβαίνει επειδή οι επενδυτές προστατεύονται από άλλους μη νομικούς μηχανισμούς όπως συμβόλαια, δυνάμεις της αγοράς και νόρμες καλής πρακτικής τις οποίες ακολουθούν οι διευθυντές. Ο τρόπος με τον οποίο πληρώνονται τα στελέχη είναι ένα παράδειγμα της χρήσης συμβολαίων. Μια σειρά από γνωστές δυνάμεις της αγοράς, συμπεριλαμβανομένου του αγοραστικού ανταγωνισμού και των ανταγωνιστικών εξαγορών, επίσης προστατεύουν τους επενδυτές ευθυγραμμίζοντας τα συμφέροντα των διευθυντών με αυτά των μετόχων. Αυτές οι δυνάμεις της αγοράς μειώνουν τα προβλήματα τιμωρώντας τους διευθυντές και τα διοικητικά συμβούλια όταν παρακολουθούν ότι το κέρδος των μετοχών δεν μεγιστοποιείται.

Για παράδειγμα, αν μια εταιρία δεν έχει την αναμενόμενη απόδοση, ο πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου μπορεί να απομακρυνθεί, το διοικητικό συμβούλιο μπορεί να αλλάξει σύσταση, το κόστος κεφαλαίου της εταιρίας θα αυξηθεί, οι εταιρία ενδέχεται να χάσει πελάτες από ανταγωνιστές που παρέχουν καλύτερα προϊόντα και υπηρεσίες σε χαμηλότερες τιμές και τέλος η εταιρία κινδυνεύει να γίνει στόχος εξαγοράς. Οι αναλυτές και οι επενδυτές σήμερα δίνουν μεγαλύτερη σημασία στην εταιρική διακυβέρνηση και στις θεμελιώδεις αρχές της επιχείρησης, από οποιαδήποτε άλλη στιγμή στο παρελθόν και οι μελέτες δείχνουν ότι οι εταιρίες που πάσχουν στον τομέα της εταιρικής διακυβέρνησης συχνά έχουν μικρότερη απόδοση και έχουν μικρή εμπορευσιμότητα.

Τα στελέχη δεν ανησυχούν μόνο για την απόκτηση μιας θέσης, τη μεγιστοποίηση της αποζημίωσής τους και την ανταγωνιστικότητα της εταιρίας αλλά ανησυχούν και για τη φήμη τους. Δεν θα ήθελαν σε καμία περίπτωση να τους περιφρονούν για την απόρριψη καλών πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης, οδηγώντας την εταιρία προς μια λανθασμένη

κατεύθυνση. Με άλλα λόγια, το αίσθημα της ντροπής συμπληρώνει άλλες κυρώσεις και τρόπους ελέγχου που αναγκάζουν αυτούς που βρίσκονται μέσα στην εταιρία να δίνουν λογαριασμό για τις κινήσεις τους. Οι διευθυντές συχνά κάνουν αυτό που πρέπει με σκοπό τη μεγιστοποίηση του κέρδους της εταιρίας ακόμα και όταν δεν υπάρχει κάποιος να τους ελέγχει ή όταν υπάρχει μικρός κίνδυνος νομικής, αγοραστικής ή ηθικής κύρωσης. Τουλάχιστον σε κάποιο βαθμό, το αμερικανικό μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης στηρίζεται στο γεγονός ότι αυτοί που διοικούν τις εταιρείες επιβάλλουν στον εαυτό τους κανόνες καλής διακυβέρνησης. Υπάρχει μια σημαντική πλευρά ατομικής διακυβέρνησης στον εταιρικό νόμο ως προς τις καθημερινές δραστηριότητες της επιχείρησης, η οποία λειτουργεί κυρίως λόγω της ευαισθησίας των διευθυντών να κάνουν αυτό που είναι σωστό, επαγγελματικό, έντιμο και επικερδές. Για την ενθάρρυνση της καινοτομίας, της επιχειρηματικότητας και της λήψης ριψοκίνδυνων αποφάσεων, το αμερικανικό μοντέλο αφήνει στη διακριτικότητα των διευθυντών τη διαχείριση της εταιρίας, και την προστασία των μετόχων κυρίως σε μη νομικές επιρροές.

Σύμφωνα με τον Paredes (2005), παρόλα τα θετικά στοιχεία που μπορεί να έχει το μοντέλο διακυβέρνησης που βασίζεται κυρίως στην αγορά, δεν θα μπορούσε να λειτουργήσει αποτελεσματικά σε όλες τις περιπτώσεις. Για παράδειγμα, στις χώρες του αναπτυσσόμενου κόσμου δεν θα ήταν φρόνιμο να εφαρμοστεί για διάφορους λόγους. Πρώτον, υπάρχει έλλειψη των περισσότερων επίσημων και ανεπίσημων θεσμών που κάνουν λειτουργικό ένα τέτοιο μοντέλο. Από τις αναπτυσσόμενες χώρες απουσιάζουν οι προηγμένες αγορές οι οποίες είναι απαραίτητες για την εφαρμογή ενός τέτοιου μοντέλου. Επίσης, από αυτές τις οικονομίες απουσιάζουν άλλοι δευτερογενείς θεσμοί, όπως έμπειροι τραπεζίτες, δικηγόροι, ασφαλιστικοί αναλυτές, λογιστές, στελέχη, που δίνουν τη δυνατότητα ελέγχου της αγοράς. Οι αναπτυσσόμενες χώρες συχνά πάσχουν από έλλειψη ενός αποτελεσματικού δικαστικού συστήματος. Οι δικαστές σε κάποιες χώρες μπορεί να διστάζουν να ασκήσουν τη μορφή της διακριτικότητας που απαιτείται για την εφαρμογή των καταπιστευματικών καθηκόντων. Ο νόμος των καταπιστευματικών καθηκόντων είναι αναποτελεσματικός αν οι δικαστές δεν είναι πρόθυμοι να ασκήσουν τη διακριτική ευχέρεια της απόφασης ή αν οι δικαστές δεν τυγχάνουν σεβασμού ώστε οι αποφάσεις τους να έχουν εγκυρότητα.

Ένας δεύτερος λόγος για τον οποίο είναι δύσκολη η εφαρμογή του μοντέλου, είναι ότι η ιδιωτική ρύθμιση δεν είναι εύκολη. Η επιτυχημένη ιδιωτική ρύθμιση εξαρτάται από μια σειρά σημαντικών αναγκαίων προϋποθέσεων που οι περισσότερες δεν ισχύουν στις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Τα ενδιαφερόμενα μέρη πρέπει να γνωρίζουν πως να οργανώσουν τις εσωτερικές σχέσεις της εταιρίας, πως να εφαρμόσουν μια δομή διακυβέρνησης και πως να αξιολογήσουν διάφορες πρακτικές διακυβέρνησης. Χρειάζονται κατανόηση των θεμάτων καθώς και βαθύτερη γνώση για το ποια είναι μια λογική κατανομή δικαιωμάτων, καθηκόντων και κινδύνων για μια συγκεκριμένη εταιρία με βάση την ομάδα διαχείρισης, τις οικονομικές ανάγκες, τη λειτουργική ιστορία, τις οικονομικές συνθήκες, τις μελλοντικές προοπτικές και τη δομή του κεφαλαίου. Η επίσημη εκπαίδευση δεν είναι αρκετή. Οι τραπεζίτες, οι δικηγόροι, οι επενδυτές και άλλοι παράγοντες της αγοράς

χρειάζονται το είδος της καλλιέργειας και της εμπειρίας που προέρχεται μόνο από την εκπαίδευση πάνω στην εργασία. Σε ένα σύστημα που βασίζεται στην αγορά, είναι σημαντικό οι αγοραστικοί παράγοντες να έχουν παρόμοιες εμπειρίες και ένα κοινό πνευματικό μοντέλο επιχειρηματικών συμφωνιών και εταιρικής διακυβέρνησης επειδή με αυτό τον τρόπο μειώνεται το κόστος συναλλαγής εξασφαλίζοντας ότι όλοι βρίσκονται στην ίδια συχνότητα και έχουν κοινή αντίληψη και κοινές προσδοκίες.

Τρίτον, για ένα μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης το οποίο εξαρτάται σε σχετικά λίγες νομικές προσταγές για να λειτουργήσει σωστά, το μέλλον έχει σημασία. Δηλαδή, η μακροπρόθεσμη απόδοση κέρδους για τα στελέχη που συνεργάζονται πρέπει να ξεπερνά την βραχυπρόθεσμη απόδοση που θα μπορούσε να προκύψει από την εκμετάλλευση των μετόχων. Το μέλλον έχει ακόμα μεγαλύτερη σημασία όταν ένα άτομο αναμένει να εμπλακεί σε μια σειρά επαναλαμβανόμενων συναλλαγών για τις οποίες η φήμη του για συνεργασία και τιμιές συμφωνίες είναι απαραίτητη. Η κοινωνική, πολιτική και οικονομική αστάθεια που υπάρχει σε πολλές χώρες σημαίνει ότι οι μελλοντικές προοπτικές μειώνονται κατά πολύ και αξίζουν λιγότερο από τα άμεσα κέρδη της φυγοπονίας, της κλοπής και άλλων τύπων επίβουλης συμπεριφοράς.

Ένα σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης που να βασίζεται στην αγορά δεν μπορεί να επιτευχθεί σε μια νύχτα. Οι θεσμοί είναι το αποτέλεσμα μιας μακράς πορείας και η διαδικασία των θεσμικών αλλαγών είναι αυξητική. Είναι δύσκολο να δημιουργηθούν θεσμοί ή να επιταχυνθεί η ανάπτυξή τους επειδή η διαδικασία της θεσμικής αλλαγής και ανάπτυξης είναι αβέβαιη, ιδιαίτερα όταν κάποιος προσπαθεί να θεσμοθετήσει έθιμα, νόρμες και συνεργασία. Αν οι αγορές και άλλοι μη νομικοί τρόποι εταιρικής διακυβέρνησης είναι ακατάλληλοι για την προστασία των επενδυτών, οι αναπτυσσόμενες χώρες θα έπρεπε να υιοθετήσουν ένα πιο σαφές μοντέλο εταιρικού κανονισμού το οποίο να χρησιμοποιεί ξεκάθαρους κανόνες για το ρόλο του κάθε μέρους. Το σύστημα θα πρέπει να είναι πιο απαγορευτικό και κατευθυντήριο στη φύση του σε σχέση με αυτό των ΗΠΑ, θέτοντας περισσότερους περιορισμούς και επιβάλλοντας επιπλέον απαιτήσεις στους διευθυντές, δίνοντας στους μετόχους ένα μεγαλύτερο ρόλο στην εταιρική διακυβέρνηση και παρέχοντας στους μικρομετόχους μεγαλύτερη προστασία κατά της ισχύς και της επιρροής του ελέγχου των μετόχων. Οι ξεκάθαροι κανόνες είναι αρκετοί για να συνεισφέρουν σε ένα πιο αποτελεσματικό μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης. Είναι γενικά πιο σαφείς και επομένως πιο προβλέψιμοι. Επίσης, είναι πιο εύκολο για τους δικαστές να τους ερμηνεύσουν και να τους εφαρμόσουν. Τέλος, οι σαφείς κανόνες διευκολύνουν τον έλεγχο των προβλημάτων διαφθοράς. Οι σαφείς κανόνες διευκολύνουν την αγοραστική ενδυνάμωση του εταιρικού κανονισμού επειδή είναι πιο εύκολο να εντοπιστούν αυτοί που δεν εργάζονται βάσει των κανόνων.

Από την άλλη πλευρά, οι επικριτές αυτού του κατευθυντήριου συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης ανησυχούν ότι η παρέμβαση του κράτους στην οικονομία θα ήταν υπερβολικά μεγάλη, υπονομεύοντας τον ιδιωτικό τομέα. Αυτό αποτελεί έναν κίνδυνο.

Ωστόσο, μια τέτοιου είδους διακυβέρνηση θα έδινε μεγαλύτερο έλεγχο στους μετόχους και πιθανόν και σε άλλους κύκλους ενδιαφέροντος. Σε καμία περίπτωση δεν αποτελεί ένα κάλεσμα προς το κράτος για να αντικαταστήσει την επιχειρηματική κρίση στην αγορά. Η ισχυρή νομική προστασία θα πρέπει να αποτελεί την ασπίδα των μετόχων από την εσωτερική εκμετάλλευση και όχι από τα εταιρικά ρίσκα. Πάντα υπάρχει το ενδεχόμενο για τις εταιρείες να αποτύχουν και για τους επενδυτές να χάσουν χρήματα.

Για την επίτευξη της βελτίωσης του Αμερικανικού Μοντέλου έχουν κατά καιρούς υπάρξει διάφορες προτάσεις. Για παράδειγμα, τα διοικητικά συμβούλια θα μπορούσαν να αποδειχθούν πιο αποτελεσματικά στο ρόλο του ελέγχου της διοίκησης, αν γινόταν σαφές ότι η βασική τους ευθύνη είναι απέναντι στους μετόχους. Αν παίρναμε σοβαρά την προστασία των μετόχων, αυτό θα σήμαινε το τέλος των συγκεχυμένων και ανταγωνιστικών ιδεών σχετικά με το ρόλο του συμβουλίου.

Τέλος, οι Davis και Useem (1999) με αφορμή το γεγονός ότι κάποιες εταιρείες συμβάλλουν στην οικονομική ευημερία της κοινωνίας, απορούν αν πράγματι υπάρχει κάποιο μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης που να είναι το καλύτερο και, αν τελικά υπάρχει, αν μπορεί να εφαρμοστεί σε όλες τις κοινωνίες και τους πολιτισμούς. Υποστηρίζουν ότι το αμερικανικό μοντέλο εταιρικής δομής και διακυβέρνησης είναι αυτό που οι περισσότεροι ερευνητές θα υποδείκνυαν ως παράδειγμα για τη νέα χιλιετία. Άλλωστε, οι αμερικανικές επιχειρήσεις καθοδηγούν την παγκόσμια οικονομία τα τελευταία χρόνια. Αλλά σύμφωνα με τους Davis και Useem λίγα χρόνια πριν το μοντέλο που επικρατούσε ήταν μία ανάμιξη του Γερμανικού και του Ιαπωνικού τρόπου διαχείρισης. Επομένως, η απάντηση στο ερώτημα για το καλύτερο μοντέλο διακυβέρνησης φαίνεται όλο και πιο δύσκολο να δοθεί.

Υποστηρίζουν επίσης ότι στο μέλλον θα υπάρξουν σταδιακά στοιχεία σύγκλισης στη διοικητική πρακτική και στην εταιρική διακυβέρνηση ανά τον κόσμο ως αποτέλεσμα των αναπόφευκτων πιέσεων της παγκόσμιας αγοράς εργασίας. Με τις επιχειρήσεις να αναζητούν κεφάλαια από όλο τον κόσμο, είναι αναμενόμενο ότι οι επενδυτές προτιμούν σχετικά σταθερά μοντέλα τα οποία πιστεύουν ότι θα βελτιστοποιήσουν το κέρδος των μετόχων και την διαφάνεια στην εταιρία. Στο μέλλον είναι πιθανό να δούμε μια μεγαλύτερη εστίαση σε αυτές τις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης και στις μορφές ηγεσίας που λειτουργούν καλά τόσο σε εθνικό περιβάλλον όσο και σε διάφορες πολιτιστικές διαφοροποιήσεις.

Ένας παράγοντας που θα είναι κοινός σε οποιοδήποτε περιβάλλον, τονίζουν ότι είναι η ηγεσία. Δεδομένης της έντασης που προκαλεί ο παγκόσμιος ανταγωνισμός και η τεχνολογική αλλαγή σε πολλές αγορές, η ηγεσία είναι πιθανό να κάνει τη διαφορά στο μέλλον. Η ηγεσία μέσα στην εταιρία είναι μία κρίσιμη παράμετρος. Αν δεν κινητοποιηθεί η ομάδα και γίνει κατανοητή η αποστολή της, δεν είναι πιθανό να αποδώσουν την αξία που θέλει η διοίκηση. Επομένως, ανεξάρτητα από τον πολιτισμό, την τοποθεσία και άλλους παράγοντες, η ηγεσία θα είναι κρίσιμη για την επιτυχία της εταιρίας.

Το καλύτερο μοντέλο πρακτικής είναι λοιπόν ακόμα κάτι που δεν έχει σχηματιστεί, αν πράγματι υπάρχει, αλλά ο δρόμος προς τη σύγκριση απλώνεται μπροστά μας. Οι Davis και Useem καταλήγουν ότι είναι πιο πιθανό να ανακαλυφθεί ένα πλήθος από μέτρα, τα οποία όταν συνδυαστούν επιδέξια, προσαρμοστούν σε νομικά πλαίσια και πολιτιστικές ευαισθησίες, θα πρέπει να παράγουν αυτό που επιθυμούν τα στελέχη, οι διευθυντές, οι μέτοχοι και οι αναλυτές.

Ας προχωρήσουμε λοιπόν στη σύγκριση του κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζεται στην Ελλάδα με τους αντίστοιχους κώδικες άλλων Ευρωπαϊκών χωρών.

Κεφάλαιο 4 - Εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα

Η ιστορία της σύγχρονης ελληνικής κεφαλαιαγοράς σημαδεύτηκε από τα γεγονότα του 1999. Η απότομη πτώση του Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών που ακολούθησε την άνοδο των προηγούμενων ετών συνεχίστηκε για πολλά χρόνια εξανεμίζοντας την αξία των μετοχών και αποτέλεσε την αφορμή για μία σημαντικού μεγέθους αναδιανομή του πλούτου. Το γεγονός αυτό χαρακτηρίζεται από πολλούς ως το μεγαλύτερο οικονομικό σκάνδαλο στην Ελλάδα μεταδικτατορικά. Αυτά τα δεδομένα σε συνδυασμό με τις διεθνείς εξελίξεις οδήγησαν την Επιτροπή κεφαλαιαγοράς στη δημιουργία της «Επιτροπής για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα». Η επιτροπή τον Οκτώβριο του 1999 δημοσίευσε τον εθελοντικό κανόνα εταιρικής διακυβέρνησης με τίτλο «Αρχές εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα : συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του Ανταγωνιστικού Μετασχηματισμού». (Λευκή Βίβλος) Για την ενίσχυση της διαφάνειας το 2000 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εκδίδει τον πρώτο υποχρεωτικό Κανόνα Λειτουργίας των εισηγμένων εταιριών με αριθμό 5/204/2000. Στην προσπάθεια βελτίωσης του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας των εταιριών το 2002 ψηφίστηκε ο Νόμος 3016 περί εταιρικής διακυβέρνησης ενισχύοντας ουσιαστικά την προστασία των επενδυτών.

Ιστορικά διαφαίνεται ότι οι ελληνικές εισηγμένες εταιρίες επιθυμούν την συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών στις επιχειρήσεις τους. Με τον όρο θεσμικός επενδυτής εννοούμε εταιρίες διαχείρισης χαρτοφυλακίου, ασφαλιστικές εταιρίες, συνταξιοδοτικά ταμεία, χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Ο θεσμικός επενδυτής, ως γνωστόν, επενδύει όχι μόνο παθητικά αλλά και στρατηγικά σε μία εισηγμένη εταιρία. Το γεγονός αυτό σημαίνει ότι αρκετές φορές αγοράζει μετοχές με σκοπό τη μακροχρόνια διακράτηση, και ταυτόχρονα επιθυμεί να διαδραματίσει το ρόλο του ενεργού επενδυτή, διατυπώνοντας στο διοικητικό συμβούλιο ή τη γενική συνέλευση - τις απόψεις του για τη στρατηγική ανάπτυξη της εκάστοτε εισηγμένης επιχείρησης. Επίσης, ο θεσμικός επενδυτής θέλει να διασφαλίζεται το γεγονός ότι η εκάστοτε εισηγμένη επιχείρηση λειτουργεί με γνώμονα την εξυπηρέτηση των συμφερόντων όλων των ενδιαφερομένων μερών (μεγαλομετόχων, στρατηγικών επενδυτών, μικρομετόχων, στελεχών, κοινωνικού περιβάλλοντος), έτσι ώστε όλα τα παραπάνω μέρη να απολαμβάνουν την ωφέλεια που τους αναλογεί από τη λειτουργία της επιχείρησης. Σε κάθε περίπτωση, ο θεσμικός επενδυτής επιθυμεί τη διασφάλιση ότι θα ακουσθεί η γνώμη του και θα υπολογίζεται η παρουσία του στο μετοχικό κεφάλαιο της εισηγμένης εταιρίας (Μούζουλας 2003) Πρακτικά, αυτό μπορεί να συμβεί ευκολότερα, εάν οι δομές και οι λειτουργίες της εταιρίας σε επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης βρίσκονται σε υψηλό σημείο με βάση τα διεθνή πρότυπα. Έρευνα των πανεπιστημίων Harvard και Pennsylvania (Ξανθάκης et.al 2003) απέδειξε ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης και της αξίας της εταιρίας καθώς επίσης και η χαμηλή προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων συσχετίζεται με χαμηλά κέρδη, χαμηλούς ρυθμούς πωλήσεων υψηλά κεφαλαιακά έξοδα και περισσότερες εξαγορές. Σε αυτήν την περίπτωση βέβαια υπό την ικανοποίηση και άλλων παραγόντων ο θεσμικός επενδυτής θα πεισθεί πιο εύκολα να επενδύσει σε μία εισηγμένη εταιρία.

Έρευνα της εταιρίας Συμβούλων Mckinsey το 2000 βασισμένη σε 200 θεσμικούς επενδυτές αποκαλύπτει ότι τουλάχιστον το 75% των θεσμικών επενδυτών λαμβάνει υπόψη του για την διαμόρφωση των επενδυτικών του επιλογών εξίσου σοβαρά τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης των εταιριών όσο και των κεφαλαιαγορών γενικά.(Τραυλός Ν. 2002)

Με βάση τα παραπάνω κρίνεται ενδιαφέρον και χρήσιμο να εξετασθούν οι βασικοί άξονες του ελληνικού θεσμικού πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης σε σύγκριση με άλλους ευρωπαϊκούς και κατά πόσο αυτοί ανταποκρίνονται στις προσδοκίες και τις ανάγκες των θεσμικών επενδυτών.

4.1 Τα δικαιώματα των μετόχων και η προστασία τους

Τα βασικά δικαιώματα των μετόχων αναγνωρίζονται από το νομικό πλαίσιο όλων των χωρών και η προστασία τους αποτελεί θεμελιώδες στοιχείο για την αποτελεσματική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς. Η ισότιμη μεταχείριση των μετόχων ουσιαστικά μεταφράζεται «μια μετοχή –μια ψήφος» και αποτελεί βασικό στοιχείο για την αποτελεσματική προστασία των μετόχων μειοψηφίας (Ξανθάκης et al2003). Στο πλαίσιο αυτό όλοι οι κώδικες κάνουν αναφορά. Οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ (1999) αναφέρουν ότι «όλοι οι μέτοχοι ανεξαρτήτως κατηγορίας θα πρέπει να έχουν τα ίδια δικαιώματα ψήφου» και προσθέτει επίσης ότι «όλοι οι επενδυτές θα πρέπει να έχουν την δυνατότητα να λαμβάνουν πληροφόρηση σχετικά με τα δικαιώματα ψήφου που συνοδεύουν τις μετοχές πριν τις αγοράσουν». Στη Βρετανία μια χώρα με παράδοση στο εθιμικό δίκαιο όπου τα δικαιώματα των μετόχων προστατεύονται αποτελεσματικότερα ο κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης (2006) αναφέρει ότι το διοικητικό συμβούλιο και οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν έναν εποικοδομητικό διάλογο και είναι ευθύνη του διοικητικού συμβουλίου ότι ο διάλογος αυτός θα πραγματοποιηθεί. Επίσης το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να ενθαρρύνει τη συμμετοχή των μετόχων στην γενική συνέλευση ενώ υπογραμμίζει την σημασία της συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών με σύνεση στις ψηφοφορίες της γενικής συνέλευσης. Επίσης ο κώδικας αναφέρει ότι όλες οι κοινές μετοχές θα πρέπει να έχουν τα ίδια δικαιώματα ψήφου. Σύμφωνα με τον αυστριακό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης όλοι οι μέτοχοι είναι ίσοι και αντιμετωπίζονται με τον ίδιο τρόπο. Η ίση αντιμετώπιση ισχύει τόσο για τους θεσμικούς όσο και για τους ιδιώτες επενδυτές. Όλοι οι επενδυτές ενημερώνονται από την ιστοσελίδα της επιχείρησης για τον τόπο, την ημερομηνία και τα θέματα της γενικής συνέλευσης. Ορίζει επίσης ότι «η επιχείρηση πρέπει να παρακινεί τους μετόχους να συμμετέχουν στην γενική συνέλευση, να ασκούν τα δικαιώματα ψήφου τους.». Στην Φιλανδία η νομοθεσία υπαγορεύει στην εταιρίες να λαμβάνουν τα κατάλληλα μέτρα προκειμένου να υπάρχει ισότητα μεταξύ των μετόχων. Η ίση αντιμετώπιση ισχύει τόσο για τους θεσμικούς όσο και για τους ιδιώτες επενδυτές. Στην Γερμανία η νομοθεσία προβλέπει πλήρη δικαιώματα ψήφου για κάθε κοινή μετοχή. Στην Πορτογαλία ακόμα και αυτοί που κατέχουν μία μετοχή παροτρύνονται να συμμετέχουν στην γενική συνέλευση της εταιρίας. Η ίση αντιμετώπιση ισχύει τόσο για τους θεσμικούς όσο και για τους ιδιώτες επενδυτές. Σχετική αναφορά για την αρχή μια μετοχή μία ψήφος γίνεται και στο Βελγικό κώδικα

εταιρικής διακυβέρνησης. Στον ελληνικό κώδικα αναφέρεται ότι σαν βασικά δικαιώματα των μετόχων νοείται μεταξύ άλλων η συμμετοχή και η ψήφος στις γενικές συνελεύσεις.

Οι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης ενθαρρύνουν την ενημέρωση των μετόχων με την χρήση του διαδικτύου και τη δημιουργία τμήματος στις επιχειρήσεις για την επικοινωνία με τους επενδυτές. Στην Ελλάδα το ζήτημα έχει καθοριστεί με τον Κανονισμό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Συγκεκριμένα αναφέρεται ότι κάθε επιχείρηση θα πρέπει να έχει υπηρεσία εξυπηρέτησης μετόχων και εταιρικών ανακοινώσεων η οποία θα έχει την ευθύνη της άμεσης και ισότιμης πληροφόρησης των μετόχων για την άσκηση των δικαιωμάτων τους με βάση το νόμο και το καταστατικό της εταιρίας.

4.2 Το Διοικητικό Συμβούλιο

Ένα ισχυρό και σταθερό διοικητικό συμβούλιο αποτελεί τη βάση για την εφαρμογή ενός αποτελεσματικού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης. Το διοικητικό συμβούλιο επιλέγει τα πρόσωπα που θα ασκήσουν την καθημερινή διοίκηση της εταιρίας και τα ελέγχει. Επηρεάζει ενεργά την αποτελεσματικότητα της εταιρίας εκπληρώνοντας έτσι την υποχρέωση του να διασφαλίζει ότι τα συμφέροντα όλων των συμβαλλόμενων εξασφαλίζονται. Σύμφωνα με τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης της Μ.Βρετανίας όλες οι επιχειρήσεις πρέπει να διαθέτουν ένα αποτελεσματικό διοικητικό συμβούλιο το οποίο είναι συλλογικά υπεύθυνο για την επιτυχή πορεία της επιχείρησης.

Οι περισσότεροι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης δεν υποδεικνύουν κάποιο άριστο μέγεθος για το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας. Υποστηρίζεται όμως ότι το διοικητικό συμβούλιο δεν θα πρέπει να είναι ούτε πολύ μεγάλο ώστε να εμφανίζονται προβλήματα έλλειψης συντονισμού ούτε πολύ μικρό ώστε να μη επαρκεί για την ανταλλαγή ιδεών. Ο Immiik (2002) σε έρευνα του υποστηρίζει ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους διοικητικού συμβουλίου και επιπέδου εταιρικής διακυβέρνησης ενώ υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ αριθμού ανεξάρτητων μελών και εταιρικής διακυβέρνησης. (Ξανθάκης et al 2003). Από τους λίγους κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης που κάνουν αναφορά στον αριθμό των μελών είναι ο Βελγικός ο οποίος υποστηρίζει ότι τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου δεν θα πρέπει να ξεπερνούν τα 12 ενώ ο Αυστριακός υποστηρίζει ότι τα μέλη του εποπτικού συμβουλίου δεν πρέπει να είναι περισσότερα από δέκα. Στην Σουηδία προτείνεται να είναι μεταξύ έξι έως εννέα ατόμων ενώ στη Γαλλία η νομοθεσία προβλέπει το διοικητικό συμβούλιο να απαρτίζεται από έξι έως δώδεκα μέλη. Η επιτροπή για την εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα προτείνει ο αριθμός των μελών του να μην ξεπερνά τα 13 άτομα, η πρόταση αυτή δεν αποτελεί όμως κανόνα που πρέπει να εφαρμόζεται αλλά απλή σύσταση. Ο αριθμός των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου κάθε εταιρίας ποικίλει ανάλογα με την δραστηριότητα της επιχείρησης. Η συχνότητα των συνεδριάσεων προσδιορίζει την αποτελεσματικότητα του διοικητικού συμβουλίου. Σύμφωνα με την ελληνική νομοθεσία έτσι όπως ορίζεται από το Ν2190/1920 το διοικητικό συμβούλιο οφείλει να συνεδριάζει τακτικά και έκτακτα όταν το απαιτούν οι περιστάσεις.

Σε πολλές χώρες επίσης η νομοθεσία δεν επιτρέπει στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου να συμμετέχουν σε διοικητικά συμβούλια άλλων εταιριών. Στην Αυστρία για παράδειγμα επιτρέπεται η συμμετοχή μόνο σε τέσσερις εταιρίες. Ο περιορισμός αυτός που υποστηρίζεται και από τους θεσμικούς επενδυτές διασφαλίζει ότι το κάθε μέλος διαθέτει χρόνο για να ασχοληθεί αποτελεσματικά με τα καθήκοντά του.

Στην Ελλάδα ο νόμος περί εταιριών θέτει περιορισμό στον αριθμό των θέσεων που ένα εκτελεστικό μέλος επιτρέπεται να κατέχει σε διοικητικά συμβούλια, ενώ δεν ισχύει το ίδιο για τα μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη. Ωστόσο αναφέρεται ότι αριθμός των θέσεων δεν θα πρέπει να είναι υπερβολικός ούτε η συμμετοχή σε άλλα διοικητικά συμβούλια να επηρεάζει την ανεξαρτησία του(για τα ανεξάρτητα μέλη). Επιπλέον αναφέρεται ότι θα πρέπει να εξετάζεται κατά περίπτωση αν η συμμετοχή σε άλλο διοικητικό συμβούλιο επηρεάζει την αποτελεσματικότητα στα καθήκοντα του. Σε κάθε περίπτωση πάντων η συμμετοχή σε άλλα διοικητικά συμβούλια πρέπει να αναφέρεται και να εγκρίνεται στην γενική συνέλευση.

Επίσης η Μ.Βρετανία καθορίζει ότι για τον διορισμό των μελών του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να ακολουθείται μια επίσημη, αυστηρή με διαφάνεια διαδικασία. Για το σκοπό αυτό υπάρχει μια επιτροπή (nominate committee) η οποία αποτελείται από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη και κάνει της προτάσεις της στο συμβούλιο. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να ενημερώνονται έγκαιρα για να μπορούν να ανταποκρίνονται στα καθήκοντά τους ενώ ταυτόχρονα θα πρέπει να βρίσκονται σε διαρκή διαδικασία βελτίωσης των γνώσεων και των δεξιοτήτων τους.

4.3 Συμμετοχή ανεξάρτητων μελών

Κατά βασική απαίτηση των θεσμικών επενδυτών το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας, που αποτελεί το συλλογικό διοικητικό όργανο πρέπει να αποτελείται από πλειοψηφία ανεξάρτητων μελών. Η απαίτηση αυτή στηρίζεται στην προσδοκία ότι τα ανεξάρτητα μέλη θα ασκήσουν αυστηρότερο και εντονότερο έλεγχο στη διοίκηση της εταιρίας αυξάνοντας έτσι την οικονομική αποτελεσματικότητα.

Ως ανεξάρτητα μέλη θεωρούνται γενικά τα μέλη που δεν συνδέονται με την εταιρία με σχέση που θα μπορούσε να επηρεάσει αρνητικά την αντικειμενικότητα τους στον έλεγχο της διοίκησης π.χ. δεν θεωρείται ανεξάρτητο μέλος μέτοχος, υπάλληλος της εταιρίας, προμηθευτής ή συγγενής μετόχου της εταιρίας.

Συμμετοχή μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας συστήνεται από όλους σχεδόν τους κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης. Στον κώδικα του ΟΟΣΑ (OECD 1999) αναφέρεται ότι «τα διοικητικά συμβούλια θα πρέπει να εξετάζουν τη δυνατότητα εκλογής επαρκούς μη εκτελεστικών μελών ικανών να ασκούν ανεξάρτητα τα καθήκοντα τους όταν δημιουργούνται προβλήματα σύγκρουσης συμφερόντων». Στη Μεγάλη Βρετανία ο κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης που δημοσιεύτηκε τον Ιούνιο του

2006 αναφέρει ότι το διοικητικό συμβούλιο πρέπει να περιλαμβάνει μια ισορροπία μεταξύ εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών (συγκεκριμένα ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών) έτσι ώστε κανένας μεμονωμένα ή μια μικρή ομάδα να μη μπορεί να καθοδηγεί τις αποφάσεις του διοικητικού συμβουλίου. Για να επιβεβαιωθεί ότι η δύναμη και η πληροφόρηση δεν θα επικεντρωθεί σε μεμονωμένα άτομα θα πρέπει να υπάρχει στο διοικητικό συμβούλιο ισχυρή παρουσία τόσο των εκτελεστικών όσο και των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών. Στις μεγάλες εταιρίες υποστηρίζεται ότι τα μισά τουλάχιστον μέλη, εκτός από τον πρόεδρο, θα πρέπει να είναι ανεξάρτητα. Στις μικρότερες εταιρίες τα ανεξάρτητα μέλη θα πρέπει να είναι τουλάχιστον δύο. Σύμφωνα με τον Σουηδικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας δεν μπορεί να συμμετέχει πάνω από ένα μέλος της διοίκησης της εταιρίας ενώ όλα τα υπόλοιπα θα πρέπει να είναι ανεξάρτητα. Στη Δανία η επιτροπή για την εταιρική διακυβέρνηση δίνει σαν οδηγία ότι τουλάχιστον τα μισά μέλη του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να είναι ανεξάρτητα. Με την αναθεώρηση του κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης στη Γαλλία (2006) απαιτείται σε εταιρίες με μεγάλο αριθμό μετόχων, όπου δεν υπάρχουν επενδυτές που να κατέχουν μεγάλο μέρος του εταιρικού κεφαλαίου, τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να είναι τα μισά. Στην αντίθετη περίπτωση ο κανόνας «το 1/3 τουλάχιστον» που ισχύει από το 1999 εξακολουθεί να εφαρμόζεται.

Στην Ελλάδα η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προτείνει επίσης στο διοικητικό συμβούλιο των εταιριών να συμμετέχουν στην πλειοψηφία μη εκτελεστικά μέλη. Ένας αριθμός των μελών θα πρέπει να είναι ανεξάρτητο. Η επιτροπή δεν καθορίζει τον αριθμό των ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο σε παραπομπή όμως αναφέρει ότι θα πρέπει ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών να είναι ικανοποιητικός ώστε οι απόψεις τους να έχουν επαρκές ειδικό βάρος στη λήψη αποφάσεων.

Ο νόμος 3016/2002 επιβάλλει τη συμμετοχή ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο και ικανοποιεί σε γενικές γραμμές τη γενική αυτή απαίτηση. Δεν προχωράει όμως τόσο ώστε να επιβάλλει την πλειοψηφία τους στο διοικητικό συμβούλιο. Τα άρθρα 3 και 4 του νόμου ορίζουν ότι το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να αποτελείται τουλάχιστον το 1/3 του από μη εκτελεστικά μέλη, δύο από αυτά θα πρέπει να είναι ανεξάρτητα. Κατά κανόνα επομένως τα ανεξάρτητα μέλη αποτελούν μικρή μειοψηφία του συνόλου του διοικητικού συμβουλίου και δεν είναι σε θέση να ασκήσουν αποφασιστικό έλεγχο στην διοίκηση της εταιρίας. Επίσης ο νόμος δεν δίνει το δικαίωμα στα ανεξάρτητα μέλη να κάνουν έρευνα για τις εταιρικές υποθέσεις, ούτε προβλέπεται η υποχρέωση των εκτελεστικών μελών να παρέχουν συστηματική πληροφόρηση στα μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου.

4.4 Ο διαχωρισμός της θέσης του διευθύνοντος συμβούλου από αυτή του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου

Ο πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας μεριμνά για την εύρυθμη και αποτελεσματική λειτουργία του συμβουλίου ενώ ο διευθύνων σύμβουλος για τη λειτουργία

της εταιρίας. Ο διαφορετικός ρόλος αυτών των φορέων εξουσίας επιβάλλει τη διάκριση των ευθυνών τους κατά τρόπο που να διασφαλίζεται η ισορροπία στην εξουσία. Κάτω από αυτές τις συνθήκες το ορθότερο θα ήταν οι ιδιότητες του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου να μην συμπίπτουν στο ίδιο άτομο. Οι θεσμικοί επενδυτές υποστηρίζουν επίσης ότι όχι μόνο είναι αναγκαίος αυτός ο διαχωρισμός αλλά κατ' επέκταση είναι της άποψης ότι στην θέση του προέδρου πρέπει να ορίζεται πρόσωπο ανεξάρτητο της εταιρίας προκειμένου να ενισχυθεί η εποπτική αποτελεσματικότητα του διοικητικού συμβουλίου.

Οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ (1999) αν και δεν συστήνουν ξεκάθαρα τον διαχωρισμό αναφέρουν ότι ο διαχωρισμός των ρόλων του ανώτατου εκτελεστικού διευθυντή από τον πρόεδρο συστήνεται ως μια μέθοδος εξασφάλισης της αξιοπιστίας και της ικανότητας του διοικητικού συμβουλίου να λαμβάνει ανεξάρτητα τις αποφάσεις του. Σύμφωνα με τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης (2006) της Μ.Βρετανίας «οι θέσεις του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου δεν θα πρέπει να εκτελούνται από το ίδιο πρόσωπο. Ο διαχωρισμός των ευθυνών του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου θα πρέπει να οριστούν ξεκάθαρα με απόφαση του διοικητικού συμβουλίου». Το συμβούλιο για την εταιρική διακυβέρνηση της Νορβηγίας (NCGB) το 2007 κάνει σαφές ότι δεν μπορεί να είναι ο διευθύνων σύμβουλος και πρόεδρος της εταιρίας. Η νομοθεσία, επίσης στη Γαλλία για την εξασφάλιση της διαφάνειας στις επιχειρήσεις ορίζει την ύπαρξη διαχωρισμού ανάμεσα στις δύο αυτές θέσεις. Στη χώρα μας προτείνεται από την αρμόδια επιτροπή ότι θα πρέπει οι επιχειρήσεις να ενθαρρύνουν τον διαχωρισμό στα ανώτατα διοικητικά κλιμάκια.

Ο νόμος περί εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα δεν υιοθέτησε την διεθνή τάση και την απαίτηση των θεσμικών επενδυτών οι θέσεις προέδρου και διευθύνοντος συμβούλου να κατέχονται από διαφορετικά πρόσωπα. Παρά την έλλειψη ειδικής πρόβλεψης οι εταιρίες δεν εμποδίζονται να καθιερώσουν το διαχωρισμό αυτό με ρύθμιση στο καταστατικό τους.

4.5 Σύσταση επιτροπών

Οι θεσμικοί επενδυτές δεν αρκούνται απλώς στη συμμετοχή ανεξάρτητων μελών αλλά επιμένουν σταθερά στη σύσταση επιτροπών στο πλαίσιο του διοικητικού συμβουλίου. Σε αυτές θα συμμετέχουν μικρός αριθμός μελών του διοικητικού συμβουλίου ανάλογα με το αντικείμενο της επιτροπής και κυρίως αν όχι αποκλειστικά ανεξάρτητα μέλη. Με τον τρόπο αυτό επιδιώκεται η επαγγελματικοποίηση της λειτουργίας του διοικητικού συμβουλίου η επικέντρωση της ευθύνης, η βελτίωση της ταχύτητας και της αποτελεσματικότητας και αξιοπιστίας των αποφάσεων. Για το λόγο αυτό η λειτουργία των επιτροπών θα πρέπει να διέπεται από σαφείς κανόνες οργάνωσης και να υπάγονται σημαντικά ζητήματα τα οποία δημιουργούν σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ διοίκησης και μετόχων. Συνήθως δημιουργούνται οι παρακάτω επιτροπές :

Επιτροπή λογιστικού ελέγχου (audit committee). Είναι ίσως η πιο σημαντική επιτροπή που είναι επιφορτισμένη με την εποπτεία του λογιστικού συστήματος. Η σημασία της επιτροπής αυτής αναδείχθηκε ακόμα περισσότερο μετά την αποκάλυψη των λογιστικών απατών στις ΗΠΑ. Πιο συγκεκριμένα η επιτροπή αυτή έχει σαν σκοπό την υποστήριξη του ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ

ΣΥΜΒΟΎΛΙΟ στην άσκηση της εποπτείας για την ακρίβεια των οικονομικών καταστάσεων της εταιρίας, τη συμμόρφωση της εταιρίας με νομικές ρυθμίσεις, την ανεξαρτησία των εξωτερικών ορκωτών ελεγκτών και την απόδοση του εσωτερικού λογιστικού συστήματος Επιτροπή επιλογής υποψήφιων μελών του διοικητικού συμβουλίου (nominating committee).

Η επιτροπή αυτή καθορίζει τα κριτήρια βάσει των οποίων θα επιλεγούν οι υποψήφιοι για εκλογή στο διοικητικό συμβούλιο για το λόγο αυτό θα πρέπει να αποτελείται κατ' αποκλειστικότητα από ανεξάρτητα μέλη.

Επιτροπή καθορισμού αμοιβής διευθυντικών στελεχών (compensation committee). Η επιτροπή αυτή είναι αρμόδια για την διατύπωση των γενικών αρχών της πολιτικής αμοιβών και την εφαρμογή τους. Ειδικότερα η επιτροπή προσδιορίζει στόχους απόδοσης της εταιρίας και των διευθυντικών στελεχών, αξιολογεί την απόδοση των στελεχών σε σχέση με τους προκαθορισμένους στόχους και καθορίζει την αμοιβή των στελεχών βάσει της σχετικής σύγκρισης.

Επιτροπή ελέγχου απόδοσης των διευθυντικών στελεχών (performance committee). Η επιτροπή αυτή ελέγχει σε τακτά χρονικά διαστήματα την απόδοση των διευθυντικών στελεχών και κάνει προτάσεις ως προς την συνέχιση της θητείας τους.

Επιτροπή εσωτερικού ελέγχου. Η επιτροπή αυτή ελέγχει τη γενική λειτουργία της εταιρίας και την τήρηση του εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας με σκοπό την πρόληψη και έγκαιρη αποκάλυψη ενεργειών που προσκρούουν στο νόμο και τα συμφέροντα των μετόχων. Η αποτελεσματική λειτουργία της επιτροπής αυτής προϋποθέτει οπωσδήποτε ότι διενεργείται από ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου

Η λειτουργία ειδικών επιτροπών του διοικητικού συμβουλίου συστήνεται σε όλους σχεδόν τους κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης της Ευρώπης και στοχεύει στην αποτελεσματική εποπτεία της εκτελεστικής διοίκησης της εταιρίας από το διοικητικό συμβούλιο

Στην Ελλάδα ο νόμος περί εταιρικής διακυβέρνησης στα άρθρα 7 και 8 προέβλεψε τη σύσταση μόνο του εσωτερικού ελέγχου, όχι σαν επιτροπή αλλά σαν υπηρεσία στην οποία ανατέθηκε ο ρόλος του ελέγχου τήρησης του εσωτερικού κανονισμού. Το θετικό αυτό βήμα στην ελληνική κεφαλαιαγορά δεν συνοδεύτηκε από θεσμικές ρυθμίσεις ώστε οι εσωτερικοί ελεγκτές να ορίζονται από ανεξάρτητη επιτροπή αλλά στην παρούσα φάση από το ίδιο το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας.(άρθρο 7 παρ. 2 Ν3016/2002) Το έργο της υπηρεσίας αυτής εποπτεύεται από μη εκτελεστικά μέλη όχι απαραίτητα από ανεξάρτητα μέλη(άρθρο 7 παρ. 3 Ν3016/2002).

Το ελληνικό δίκαιο κατά συνέπεια δεν επιβάλλει ούτε προτείνει την σύσταση επιτροπών σύμφωνα με τις προσδοκίες των θεσμικών επενδυτών. Η δημιουργία επιτροπών επομένως εξαρτάται αποκλειστικά από τις εταιρίες και στα πλαίσια που ορίζει ο νόμος. Δηλαδή η σύσταση των επιτροπών αυτών με απόφαση του διοικητικού συμβουλίου ή με διάταξη του καταστατικού πρέπει να θεωρείται επιτρεπτή και η λειτουργία τους τυπικά θα έχει μεν συμβουλευτικό χαρακτήρα αλλά θα αποτελεί δεσμευτική δύναμη για το διοικητικό συμβούλιο.

Στη Μ.Βρετανία προβλέπεται η επιτροπή εσωτερικού ελέγχου που στόχο έχει την προστασία των επενδύσεων των μετόχων και την προστασία της περιουσίας της επιχείρησης, παράλληλα υιοθετούνται και οι υπόλοιπες επιτροπές. Στην Πορτογαλία ο κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης προβλέπει την δημιουργία επιτροπών τόσο για τον λογιστικό έλεγχο όσο και τον καθορισμό των αμοιβών τα μέλη των επιτροπών αυτών προτρέπεται να είναι ανεξάρτητα. Στην Αυστρία η δομή της διοίκησης αποτελείται από το εποπτικό και το διοικητικό συμβούλιο. Παράλληλα υπάρχουν και οι παραπάνω επιτροπές το μέγεθος των οποίων προσδιορίζεται από το εποπτικό συμβούλιο της εταιρίας. Στον Αυστριακό κώδικα επισημαίνεται η σημασία της ανεξαρτησία του λογιστικού ελέγχου. Στην Δανία ο κώδικας προτείνει την δημιουργία της επιτροπής λογιστικού ελέγχου, επιλογής μελών διοικητικού συμβουλίου και αμοιβών.

4.6 Διαφάνεια και αποκάλυψη πληροφοριών

Η πλήρης, συμμετρική και έγκυρη αποκάλυψη πληροφοριών που σχετίζονται με την εταιρία αποτελεί θεμελιώδη παράγοντα για τη διασφάλιση της διαφάνειας την προστασία των επενδυτών και την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς. Η αποτελεσματική πληροφόρηση αποτελεί προϋπόθεση για την προσέλκυση των θεσμικών επενδυτών. Θεωρείται καλή πρακτική οι εταιρίες να γνωστοποιούν πληροφορίες που σχετίζονται με τη δραστηριότητα τους, να παρουσιάζουν στοιχεία που συνδέονται με τις σχέσεις που αναπτύσσονται μεταξύ των φορέων τους και να αναπτύσσουν αποτελεσματικά συστήματα διαχείρισης των κινδύνων που αναλαμβάνουν. Επιπλέον πέρα από την περιοδική δημοσιοποίηση των πληροφοριών είναι απαραίτητη η έγκυρη δημοσιοποίηση κάθε πληροφορίας που έχει επίδραση πάνω στην τιμή της μετοχής. Η ισότιμη και δίκαιη μεταχείριση των μετόχων καθώς και η συστηματική ενημέρωση τους ενισχύει την εμπιστοσύνη τους προς τις επιχειρήσεις και γενικά τις κεφαλαιαγορές.

Στην Ελλάδα ο Νόμος 3556/2007 ορίζει τις προϋποθέσεις με τις οποίες εξασφαλίζεται η διαφάνεια στην πληροφόρηση για τις εταιρίες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο οι οποίες συνοπτικά είναι οι ακόλουθες: η εταιρία δημοσιοποιεί Α) ετήσια οικονομική έκθεση εντός τριών (3) μηνών από τη λήξη κάθε οικονομικής χρήσης. Η ετήσια οικονομική έκθεση περιλαμβάνει: τις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις, την έκθεση του διοικητικού συμβουλίου και τις δηλώσεις του προέδρου, του διευθύνοντος συμβούλου και ενός ακόμα μέλους που έχει ορισθεί από αυτό. Οι οικονομικές καταστάσεις καταρτίζονται με βάση τα διεθνή λογιστικά πρότυπα και παρουσιάζουν το ενεργητικό, το παθητικό και την καθαρά θέση καθώς και τα αποτελέσματα χρήσεως της εταιρίας. Η έκθεση του διοικητικού συμβουλίου απεικονίζει την εξέλιξη, τις επιδόσεις και τη θέση της εταιρίας. Περιλαμβάνει ακόμα τη διάρθρωση του μετοχικού κεφαλαίου τους περιορισμούς στη μεταβίβαση μετοχών της εταιρίας, τις σημαντικές άμεσες και έμμεσες συμμετοχές της εταιρίας, τους περιορισμούς στο δικαίωμα ψήφου, τις συμφωνίες μεταξύ των μετόχων που είναι γνωστές στην επιχείρηση, τους κανόνες για το διορισμό μέλους του διοικητικού συμβουλίου και τροποποιήσεις του καταστατικού. Β) εξαμηνιαία οικονομική έκθεση που περιλαμβάνει τις

αντίστοιχες πληροφορίες που περιλαμβάνουν οι ετήσιες οικονομικές εκθέσεις αφορούν όμως το πρώτο εξάμηνο του οικονομικού έτους και την οποία πρέπει να δημοσιεύσει εντός δύο μηνών από τη λήξη της περιόδου αυτής. Γ) επίσης δημοσιεύει τριμηνιαία οικονομική έκθεση για το πρώτο και τρίτο τρίμηνο του οικονομικού έτους.

Επίσης μέτοχος που αποκτά ή διαθέτει σημαντικό αριθμό μετοχών με δικαίωμα ψήφου υποχρεούται να ενημερώσει την εκδότρια εταιρία με το ποσοστό του δικαιώματος ψήφου. Υποχρεωτική είναι ακόμα η ενημέρωση του κοινού αναφορικά με την αγορά ή διάθεση ιδίων μετοχών. Τέλος οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις θα πρέπει να αναρτούν στην ιστοσελίδα τους πληροφορίες που έχουν σχέση με την άσκηση των δικαιωμάτων των μετόχων διασφαλίζοντας έτσι την ίση μεταχείριση τους με συμμετρική πληροφόρηση για θέματα όπως τον τόπο, την ημερομηνία, τα θέματα γενικών συνελεύσεων, τη διανομή μερίσματος και την έκδοση νέων μετοχών.

Οι πρακτικές αυτές δημοσίευσης ισχύουν σε όλες τις χώρες της ΕΕ και πρόκειται για προσαρμογή της εθνικής νομοθεσίας κάθε κράτους μέλους στις διατάξεις της Οδηγίας 2004/109 του ευρωπαϊκού κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 15^{ης} Δεκεμβρίου 2004 για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με τις εταιρίες των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές

Η εδραίωση της διαφάνειας για τους θεσμικούς επενδυτές απαιτεί επίσης τη δημοσιοποίηση των αμοιβών των ανώτατων διοικητικών στελεχών της εταιρίας και των μελών του διοικητικού συμβουλίου. Στη Δανία προτείνεται η δημοσίευση του συνόλου των αμοιβών των διοικητικών στελεχών και όχι για τον καθένα ξεχωριστά. Τονίζεται επίσης ότι οι επιχειρήσεις θα πρέπει να δημοσιεύουν στην ιστοσελίδα τους την πολιτική αμοιβών που χρησιμοποιούν τόσο για τους σταθερούς μισθούς όσο και για τα bonus που χορηγούν
Αναφορά σε ευρωπαϊκές χώρες αναφορικά με την πολιτική δημοσίευσης των αμοιβών

Ο νόμος 3016/2002 έθιξε μερικώς το θέμα της δημοσιότητας των αμοιβών. Το άρθρο 5 του νόμου ορίζει ότι οι αμοιβές των μελών του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να αναφέρονται σε χωριστή κατηγορία στο προσάρτημα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων. Επιπλέον στο άρθρο 3 αναθέτει στο διοικητικό συμβούλιο τον καθορισμό της γενικής πολιτικής αμοιβών των διευθυντικών στελεχών. Το γεγονός ότι το διοικητικό συμβούλιο καθορίζει την πολιτική αμοιβών είναι θετικό γιατί υπάρχει η δέσμευση ότι θα τις ακολουθήσει αλλά το διοικητικό συμβούλιο δεν δεσμεύεται να τις δημοσιοποιήσει. Εδώ πρέπει να προσθέσουμε ότι οι επιχειρήσεις που επιθυμούν να εισάγουν τις μετοχές τους στο Χ.Α.Α. πρέπει να δημοσιεύουν τα ποσά που έχουν καταβάλει ως αμοιβές στα διευθυντικά στελέχη, στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και στα μέλη των εποπτικών οργάνων. Η παραπάνω όμως δημοσίευση δεν είναι περιοδική επομένως η ενημέρωση της αγοράς σχετικά με τις αμοιβές περιορίζεται στην γενική ενημέρωση από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις. Οι παραπάνω ρυθμίσεις για τις ελληνικές επιχειρήσεις όχι μόνο δεν

ανταποκρίνονται στις απαιτήσεις των θεσμικών επενδυτών αλλά ούτε συμβιβάζονται με το γενικό πνεύμα που διέπει τις ανεπτυγμένες χρηματιστηριακές αγορές.

4.7 Αρχές διαμόρφωσης αμοιβών

Σύμφωνα με τη θεωρία της εταιρικής διακυβέρνησης, άποψη που συμμερίζονται και οι θεσμικοί επενδυτές, η πολιτική, η μέθοδος προσδιορισμού, των αμοιβών μπορεί να αποτελέσει μέσο για την άμβλυση της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ μετόχων-διοικητικού συμβουλίου-διοίκησης. Το αποτέλεσμα αυτό όμως μπορεί να επιτευχθεί όταν σημαντικό μέρος της αμοιβής δεν είναι σταθερό αλλά προσδιορίζεται από την απόδοση της εταιρίας.

Στη Μ.Βρετανία υποστηρίζεται ότι οι αμοιβές πρέπει να είναι τέτοιες ώστε να προσελκύουν τα διοικητικά στελέχη και να τους δίνουν κίνητρα να είναι παραγωγικοί. Παράλληλα όμως δεν θα πρέπει να πληρώνονται παραπάνω από ότι αξίζουν. Για το σκοπό αυτό κάθε εταιρία θα πρέπει να εφαρμόζει πολιτική διαμόρφωσης αμοιβών. Οι αμοιβές για τα μη εκτελεστικά μέλη και ανεξάρτητα θα πρέπει να είναι ανάλογες του χρόνου που διαθέτουν για τα εταιρικά τους καθήκοντα. Προτείνεται επίσης να μην συμμετέχουν στα κέρδη γιατί αυτό επηρεάζει την ανεξαρτησία τους. Τέλος γίνεται αναφορά στο γεγονός ότι κανένα από τα μέλη δεν θα πρέπει να συμμετέχει στην επιτροπή που καθορίζει την πολιτική μισθών της εταιρίας. Η πρακτική που ακολουθείται στη Μ.Βρετανία προτείνεται και από τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης στην Δανία.

Σύμφωνα με την ελληνική νομοθεσία ο βασικός κανόνας για την αμοιβή των μελών του διοικητικού συμβουλίου για τις υπηρεσίες που παρείχαν στην εταιρία κατά τη διάρκεια της σχετικής εταιρικής χρήσης συνίσταται στην καταβολή συγκεκριμένου ποσού εγκρίνεται από την γενική συνέλευση και καταγράφεται στο καταστατικό της εταιρίας. Επίσης είναι δυνατόν να καταβάλλεται στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου μέρος των κερδών που θα απομείνουν μετά τη διανομή του πρώτου μερίσματος. Επιτρέπεται επίσης η διανομή μετοχών στους υπαλλήλους της εταιρίας και χορήγηση του δικαιώματος προαίρεσης.

Οι παραπάνω ρυθμίσεις της ελληνικής νομοθεσίας επιτρέπουν γενικά την ανάπτυξη μηχανισμού αμοιβής για την ευθυγράμμιση των συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διοικητικών στελεχών. Τα δικαιώματα προαίρεσης όπως προβλέπονται μπορούν να λειτουργήσουν ως κίνητρο προαγωγής της μετοχικής αξίας.

4.8 Έρευνα για την εταιρική διακυβέρνηση

Στο σημείο αυτό παρουσιάζουμε έρευνα που πραγματοποιήθηκε από το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών και την εταιρία Grant Thornton για την υιοθέτηση των ελληνικών επιχειρήσεων των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης :

Όσο αφορά τη δομή και την αποτελεσματικότητα του διοικητικού συμβουλίου οι ελληνικές εταιρίες έχουν τα ακόλουθα χαρακτηριστικά

Σε 6' από τις 10 επιχειρήσεις ο πρόεδρος και ο διευθύνων σύμβουλος είτε ταυτίζονται είτε συνδέονται με σχέση συγγένειας ενώ σε 7 από τις 10 ο πρόεδρος έχει επιφορτιστεί και με εκτελεστικά καθήκοντα

- Δεν αξιολογούν την απόδοση των μελών του διοικητικού συμβουλίου και των επιτροπών
- Εφαρμόζουν σε περιορισμένο βαθμό διεθνείς βέλτιστες πρακτικές όπως συγκρότηση επιτροπής ορισμού νέων μελών στο διαδικασιών δημοσιοποίηση διαδικασιών ορισμού νέων μελών.κλπ

Η σκοπιμότητα ύπαρξης μη-εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο ως αντίβαρο στις καταχρηστικές συμπεριφορές της διοίκησης αναγνωρίζεται στο σύνολο των ελληνικών εισηγμένων εταιριών και ικανοποιούν την απαιτούμενη από το νόμο αναλογία εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο. Στην περίπτωση όμως των ανεξάρτητων μελών όπως η ανεξαρτησία ορίζεται από το Νόμο 3016/2002 μόνο το 65,1% ικανοποιούν ένα προς ένα τα κριτήρια. Επίσης τα συμφέροντα των μετόχων μειοψηφίας ικανοποιούνται ικανοποιητικά μέσω άμεσης εκπροσώπησης στο διοικητικό συμβούλιο μόνο σε 3 στις 10 εταιρίες.

Η πολιτική αμοιβών έχει την εξής διάρθρωση

- Οι 7 στις 10 εταιρίες συνδέουν το ύψος των αποδοχών των διευθυντών με την επίτευξη στόχων και την απόδοση της εταιρίας
- Σχεδόν το 60% των επιχειρήσεων συνδέει τις αμοιβές των μη εκτελεστικών στελεχών με το χρόνο που αυτά αφιερώνουν με τα θέματα της επιχείρησης
- Σχεδόν 6 στις 10 επιχειρήσεις δημοσιεύουν ξεχωριστά τις αποδοχές των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών μελών τους.
- Μόνο το 15% των εταιριών αναθέτει την εποπτεία των αποδοχών της ανώτατης διοίκησης σε επιτροπή αποδοχών εκλεγμένη από τη γενική συνέλευση.

Για την εσωτερική οργάνωση και τον κανονισμό λειτουργίας ισχύουν τα αποτελέσματα έχουν ως εξής:

Ικανοποιητική είναι η θέση των εισηγμένων εταιριών σε θέματα του Εσωτερισμού Κανονισμού Λειτουργίας προσδιορίζοντας στον εσωτερικό κανονισμό ένα προς ένα όλα τα στοιχεία που ορίζονται από το Νόμο.

Για τον εσωτερικό έλεγχο :

Μέχρι το 2006 οι ελληνικές επιχειρήσεις δείχνουν να έχουν περιορισμένη δραστηριότητα αναφορικά με τη αναμόρφωση του εσωτερικού ελέγχου. Αν και το 75,4 επιχειρήσεων έχουν συγκροτήσει επιτροπή εσωτερικού ελέγχου μόλις 3 στις 10 επιχειρήσεις έχουν στελεχώσει την επιτροπή ελέγχου με επαρκή αριθμό εξωτερικών μη εκτελεστικών μελών

Υψηλής σημασίας είναι για τις ελληνικές εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις η πληροφόρηση των μετόχων. Το σύνολο σχεδόν των επιχειρήσεων παρέχει στους μετόχους έγκαιρη ισότιμη και χαμηλού κόστους πληροφόρηση για τα εταιρικά δρώμενα. Υπάρχει επίσης και ένα σημαντικό ποσοστό εταιριών (63,6%) που προσφέρει στους μετόχους τη δυνατότητα να ψηφίζουν στις γενικές συνελεύσεις εν τη απουσία τους.

Κεφάλαιο 5 - Συμπεράσματα

Από την εξέταση των παραπάνω ζητημάτων μπορούμε να πούμε ότι η εταιρική διακυβέρνηση ως ένα σύστημα καθορισμού της συμπεριφοράς των φορέων εξουσίας είναι πολύ σημαντική για την εύρυθμή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς και των επιχειρήσεων ιδιαίτερα στην Ελλάδα λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της (ανωριμότητα επενδυτών, οικογενειακές επιχειρήσεις, ιδεολογία εύκολου πλουτισμού). Ο σχετικός νόμος που ψηφίστηκε το 2002 αποτελεί μια καλή προσπάθεια μεταρρύθμισης της τότε υπάρχουσας κατάστασης. Η εδραίωσης του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης στη χώρα θωράκισε το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς αποτρέποντας να εμφανιστούν πάλι τα κερδοσκοπικά επεισόδια της χρηματιστηριακής κρίσης του 1999.

Ο νόμος όμως 3016 ασχολείται με τη ρύθμιση ζητημάτων οργάνωσης του διοικητικού συμβουλίου και αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και κινείται πολύ κοντά στο πλαίσιο του Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς της Επιτροπής Cadbury (Μ.Βρετανία 1992) που από τη φύση του αντιμετωπίζει προβλήματα σύγκρουσης συμφερόντων μετόχων-διευθυντών που εμφανίζονται στην συγκεκριμένη αγορά. Στην Ελλάδα το ιδιοκτησιακό καθεστώς των επιχειρήσεων λειτουργεί διαφορετικά και δημιουργεί σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων. Κατά συνέπεια το θεσμικό πλαίσιο που έχει δημιουργηθεί δεν είναι επαρκές για να προσελκύσει μεγάλα και αξιόπιστα κεφάλαια στις ελληνικές επιχειρήσεις. Η ανάγκη επομένως πρόσθετης βελτίωσης παραμένει επιτακτική.

Η βελτίωση δεν είναι υποχρεωτικό να επέλθει με νομοθετικές ρυθμίσεις άλλα από πρωτοβουλίες των επιχειρήσεων. Κάτω από τις υποδείξεις των διεθνών εταιριών αξιολόγησης της εταιρικής διακυβέρνησης, τις απαιτήσεις των θεσμικών επενδυτών και τις βέλτιστες πρακτικές των πιο ανεπτυγμένων χωρών κάθε επιχείρηση μπορεί να αναζητήσει μόνη της την επιτυχία και την ανάπτυξη. Μελέτες έχουν δείξει ότι η ουσιαστική υιοθέτηση κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, και όχι μόνο η τυπική, αυξάνει την αξιοπιστία των επιχειρήσεων και βελτιώνει τα οικονομικά τους θέση με αποτέλεσμα να προσελκύουν τους θεσμικούς επενδυτές, φορείς μεγαλύτερων και περισσότερο αξιόπιστων κεφαλαίων.

Για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρίες η υιοθέτηση κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης που ισχύουν διεθνώς αποτελεί μονόδρομο αν θέλουν να αυξήσουν τον δυναμισμό και την κερδοφορία τους. Η μείωση των τιμών των μετοχών πολύ μεγάλου αριθμού εισηγμένων επιχειρήσεων, ο κίνδυνος να μπουν σε καθεστώς επιτήρησης, η πίεση του ανταγωνισμού και οι απαιτήσεις των επενδυτών θα αναγκάσουν τους Έλληνες επιχειρηματίες που χρειάζονται κεφάλαια και πρόσβαση στις αγορές της Ευρώπης να χειρίζονται τα εταιρικά ζητήματα με περισσότερη διαφάνεια, να προσαρμοστούν στις απαιτήσεις των διεθνών αγορών και να εμπλουτίσουν τα διοικητικά συμβούλια με πρόσωπα που έχουν γνώσεις, εμπειρία και ανεξαρτησία γνώμης, χαρακτηριστικά πολύ σημαντικά για την μακροχρόνια κερδοφορία των επιχειρήσεων. Αυτό που πραγματικά χρειάζεται η

ελληνική κεφαλαιαγορά σαν τμήμα της παγκόσμιας αγοράς είναι δυναμικούς και ευσυνειδήτους επιχειρηματίες και ενημερωμένους επενδυτές.

Τέλος πρέπει να προσθέσουμε ότι ένας κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να είναι δυναμικός και προσαρμοστικός αυτό δεν σημαίνει ελαστική εφαρμογή των κανόνων αλλά ικανότητα να μεταβάλλεται ώστε να ανταποκρίνεται στις συνεχώς μεταβαλλόμενες εξελίξεις ενώ ταυτόχρονα επιτρέπει να λειτουργήσουν οι δυνάμεις της αγοράς και οι επιχειρηματίες να μπορούν να εκμεταλλεύονται τις επιχειρηματικές ευκαιρίες που τους παρουσιάζονται.

Βιβλιογραφία

- Baums, T. & Scott, K.E. (2003). Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany. *ECGI – Law Working Paper* No.17/2003
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=473185
- Cadbury, A. (1992). *The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. London: Gee and Company. www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf
- Coase, R.H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica* Vol. 4, No.16
www.cerna.ensmp.fr/Enseignement/CoursEcoIndus/SupportsdeCours/COASE.pdf
- Commission of the German Corporate Governance Code
<http://www.corporate-governance-code.de/index-e.html>
- Davis, G. & Useem, M. (1999). *Does a Best Model Exist for Corporate Governance?*
<http://knowledge.wharton.upenn.edu/article.cfm?articleid=76>
- Δούκας, Π. (2002). *Εταιρική Διακυβέρνηση Κεφαλαιαγορές Χρηματιστήριο & Αξιολόγηση Επιχειρήσεων*. Εκδόσεις Ι.Σιδέρης
- European Corporate Governance Institute
www.ecgi.org
- Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983). Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No.2, pp. 301-325. The University of Chicago Press
- Goergen, M., Manjon, M.C. & Renneboog, L.D.R. (2004). Recent Developments in German corporate governance. *ECGI – Finance Working Paper* No.41/2004.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=539383
- Grant Thornton (2006) *Έρευνα για την Εταιρική Διακυβέρνηση 2006*
www.grant-thorton.gr
- Hopt, K.J. & Leyens P.C. (2004). Board Models in Europe – Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy. *ECGI – Law Working Paper* No.18/2004
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=487944
- International Corporate Governance Network
www.icgn.org
- Jenkinson, T. & Ljungqvist, A. (1997). Hostile Stakes and the Role of Banks in German Corporate Governance. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=33678
- Mathiesen, H. (2002). *Managerial Ownership and Financial Performance*. Ph.D. Thesis, Copenhagen Business School, Denmark.
- McConvill, J. (2005). Positive Corporate Governance and its Implications for Executive Compensation. *German Law Journal* No.12.
www.germanlawjournal.com/article.php?id=677
- Μούζουλας Σ. (2003). *Εταιρική Διακυβέρνηση (corporate governance). Διεθνής Εμπειρία, Ελληνική Πραγματικότητα*. Εκδόσεις Σάκκουλα.
- Μούζουλας Σ. (2003) *N.3016/2002 για την Εταιρική Διακυβέρνηση*. Εκδόσεις Σάκκουλα.

Ξανθάκης Μ. - Τσιπούρη Λ. - Σπανός Λ.(2003). *Εταιρική Διακυβέρνηση*. Εκδόσεις Παπαζήση.

Paredes, T.A. (2005). Corporate Governance and Economic Development. *Washington U. School of Law Working Paper* No. 05-04-04
Regulation, Vol. 28, No.1, pp. 34-39, Spring 2005
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=710821

Potanin, V. (2003). *Corporate Governance: Russian Model in Progress*.
<http://eng.globalaffairs.ru/numbers/4/495.html>

Sarbanes – Oxley Act 2002 / A Guide to the Sarbanes – Oxley Act
www.soxlaw.com

Sadowski, D., Junkes, J. & Lindenthal S. (1999). Labour Co-Determination and Corporate Governance in Germany: The Economic Impact of Marginal and Symbolic Rights. *Quint – Essenzen* No.60. www.iaaeg.de/documents/QuintE60.pdf

Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* Vol. 52 No. 2. Blackwell Publishing for the American Finance Association.

Τραυλός, Ν. (2002). Εταιρική Διακυβέρνηση. Έννοιες και εμπειρικά πορίσματα. *Οικονομικός Ταχυδρόμος*. 13-4-2002 σελ. 67-69.