

# ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ

## 1. Ορισμός και εννοιολογικές παρατηρήσεις

Η εταιρική διακυβέρνηση (corporate governance) έχει γίνει αντικείμενο πολλών συζητήσεων μεταξύ ακαδημαϊκών και ανωτάτων στελεχών επιχειρήσεων, εξαιτίας της κρισιμότητάς της στον καθορισμό της συγκριτικής θέσης των επιχειρηματικών μονάδων στην παγκόσμια οικονομική ιεραρχία, αλλά και της σπουδαιότητάς της στη διαδικασία της οικονομικής ανάπτυξης.

Ο ΟΟΣΑ (1999) ορίζει ως εταιρική διακυβέρνηση το σύστημα με το οποίο οι εταιρείες παρακολουθούνται και ελέγχονται. Το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης εξειδικεύει τη διάρθρωση των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων μεταξύ των διαφορετικών συμμετεχόντων σε μία εταιρεία, όπως το Διοικητικό Συμβούλιο, τα ανώτατα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη, τους μετόχους (shareholders) και άλλους εταίρους (stakeholders), π.χ. εργαζόμενοι, προμηθευτές, μακροχρόνιοι πελάτες, τοπική κοινωνία και άλλοι. Η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί έναν τρόπο να προσεγγισθεί και να επιλυθεί το βασικό πρόβλημα του “εντολέα-εντολοδόχου” (principal-agent problem), πώς δηλαδή θα επιλεγούν οι ικανότεροι διαχειριστές της εταιρείας (εντολοδόχοι), και κυρίως με ποιο τρόπο θα είναι αξιόπιστοι και θα λογοδοτούν στους μετόχους-επενδυτές αυτής (εντολείς). Καθώς οι ιδιοκτήτες (μέτοχοι) και οι διαχειριστές (management) της εταιρείας μπορούν να έχουν διαφορετικά και αλληλοσυγκρουόμενα συμφέροντα, το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης οφείλει να διασφαλίζει ότι τα συμφέροντα αυτά ευθυγραμμίζονται, κατά το δυνατό,

## ΛΟΥΚΑ ΣΠΑΝΟΥ

Οικονομολόγου, Υποψηφίου Διδάκτορος  
Πανεπιστημίου Αθηνών, Τμήματος Οικονομικών Επιστημών

ώστε να επιτυγχάνεται το άριστο επίπεδο αποτελεσματικότητας και κερδοφορίας (Tirole [1999]).

Το ενδιαφέρον για την εταιρική διακυβέρνηση είναι καθολικό. Στις ανεπτυγμένες χώρες, η αποτελεσματική προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων μειοψηφίας και η ενίσχυση της αποτελεσματικότητας των διοικητικών συμβουλίων στο ρόλο της παρακολούθησης των αποφάσεων της εκτελεστικής διοίκησης (management) αποτελούν κρίσιμες διαδικασίες. Η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί σημαντική πρόκληση και για τον αναπτυσσόμενο κόσμο, ιδίως για τις πρώην κεντρικά σχεδιαζόμενες οικονομίες. Καθώς οι ιδιωτικοποιήσεις αποτελούν το βασικό μοχλό της διαδικασίας φιλελευθεροποίησής τους, έχει εξαιρετική σημασία οι αλλαγές στις εταιρείες να διασφαλίζουν τη δημιουργία υγιούς μετοχικής βάσης και να προκρίνουν πρακτικές διακυβέρνησης οι οποίες θα προσελκύουν μακροχρόνια επενδυτικά κεφάλαια.

## 2. Εναλλακτικά υποδείγματα εταιρικής διακυβέρνησης

### 2.1 Το Υπόδειγμα των Μετόχων (Shareholders Model)

Σύμφωνα με το υπόδειγμα των μετόχων, στόχος της επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της. Ωστόσο, όταν υπάρχει διαχωρισμός μεταξύ ιδιο-

κτησίας και ελέγχου οι διαχειριστές της εταιρείας μπορεί να αποκλίνουν από την επιδίωξη των αντικειμενικών τους στόχων, δηλαδή τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, και να επιδιώκουν άλλους, όπως η μεγιστοποίηση του μισθού τους, η άμεση άνοδος της τιμής της μετοχής κ.ά. Το πρόβλημα του “εντολέα-εντολοδόχου” είναι βασικό στοιχείο της θεωρίας των “ατελών συμβολαίων” (incomplete contracts) που πρώτος ανέπτυξε ο Coase (1937). Ιδανικά, ο εντολέας (μέτοχος-επενδυτής) και ο εντολοδόχος (επαγγελματίες διαχειριστές της εταιρείας) θα μπορούσαν να υπογράψουν ένα συμβόλαιο, στο οποίο θα οριζόνταν με ακρίβεια και σαφήνεια το τι θα έπρεπε να πράξει το κάθε συμβαλλόμενο μέρος σε κάθε μελλοντική ενδεχόμενη κατάσταση. Σε καθεστώς πλήρους και συμμετρικής πληροφόρησης, όπου οι κεφαλαιαγορές λειτουργούν τέλεια, θα ήταν πράγματι εφικτή η σύναψη πλήρων και τέλειων συμβολαίων. Ωστόσο, τα περισσότερα μελλοντικά ενδεχόμενα είναι εξαιρετικά δύσκολο να προβλεφθούν και να περιγραφούν, με αποτέλεσμα να είναι αδύνατη η σύναψη “τέλειων συμβολαίων” (Shleifer and Vishny [1997]). Στο πλαίσιο αυτό, μία σειρά μηχανισμών στοχεύουν ακριβώς στην υπέρβαση των προβλημάτων που προκύπτουν από το διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου:

- Χρησιμοποίηση διαφόρων μηχανισμών ευθυγράμμισης των συμφερόντων των διαχειριστών των εταιρειών με αυτά των μετόχων, όπως σχήματα αμοιβών, σχήματα προαίρεσης επί μετοχών (stock options), άμεση παρακολούθηση των αποφάσεων του management από το διοικητικό συμβούλιο κ.ά.
- Δημιουργία θεσμικού πλαισίου που να προστατεύει αποτελεσματικά τα δικαιώματα των μετόχων, και να εμποδίζει τη χρήση εσωτερικής πληροφόρησης στις χρηματιστηριακές συναλλαγές.
- Αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς εταιρικού ελέγχου (εξαγορές).

## 2.2 Το Υπόδειγμα των Εταίρων (Stakeholder Model)

Σύμφωνα με αυτό το υπόδειγμα των εταίρων, η εταιρεία οφείλει να λαμβάνει υπόψη τα συμφέροντα ευρύτερων ομάδων ενδιαφερομένων, οι οποίοι επηρεάζουν και επηρεάζονται από τη λειτουργία της επιχείρησης. Καθώς η σύγχρονη επιχείρηση δημιουργεί ποικίλες αλληλεξαρτήσεις (interdependencies) και προκαλεί σημαντικές εξωτερικές επιδράσεις (externalities) σε μια σειρά από εταίρους (εργαζόμενοι, πιστωτές, προμηθευτές, μακροχρόνιοι πελάτες, τοπική κοινότητα), οι στόχοι της οφείλουν να εξυπηρετούν το κοινωνικό σύνολο (Monks [1995]). Σ’ αυτό το πλαίσιο, η σύγχρονη επιχείρηση έρχεται αντιμέτωπη με νέες προκλήσεις, καθώς η μεγιστοποίηση όχι μόνο της αξίας των μετόχων, αλλά αυτής των εταίρων, εισάγει στο βελτιστοποιητικό της αλγόριθμο περαιτέρω πολύπλοκες, ασαφείς, αβέβαιες και αλληλοσυγκρουόμενες σχέσεις και διαδικασίες. Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι η διαδικασία εξισορρόπησης, ή μάλλον ενσωμάτωσης των συμφερόντων και των απόψεων ευρύτερων ομάδων ενδιαφερομένων, είναι δύσκολη. Ωστόσο, είναι αντιληπτό στον καθένα το μέγεθος της χρησιμότητας του να λαμβάνονται υπόψη οι συμπεριφορές, τα κίνητρα και τα αντικίνητρα των εταίρων που (αλληλο)επηρεάζονται από την επιχείρηση. Γίνεται λοιπόν λόγος για το “νέο υπόδειγμα των εταίρων” (new stakeholder model), το οποίο προσδιορίζει με μεγαλύτερη ακρίβεια και σε στενότερα όρια τα ενδιαφερόμενα προς την εταιρεία μέρη (εταίροι). Έτσι, ως “εταίροι” θεωρούνται όσοι έχουν συνεισφέρει στην επιχείρηση πόρους – υλικούς και άυλους, ανθρώπινους και μη (Blair [1995]). Στο πλαίσιο αυτό, κεντρική επιδίωξη της εταιρικής διακυβέρνησης είναι η ενθάρρυνση της συνεργασίας μεταξύ των εταίρων για τη δημιουργία πλούτου, θέσεων εργασίας, και υγιών οικονομικά επιχειρήσεων (OECD [1999], Zingales [1997]).

Η κριτική που ασκείται στο υπόδειγμα των εταίρων, είναι ότι παραβιάζει τη θεμελιώδη συνθήκη ότι κάθε οργανισμός πρέπει να έχει μία ενιαία

αντικειμενική συνάρτηση που να καθοδηγεί τη συμπεριφορά της (Jensen [2000]). Η ενσωμάτωση πολλαπλών, ανταγωνιστικών και ασυνεπών μεταξύ τους συμφερόντων, διαφόρων θεσμικών οντοτήτων, απαιτεί λεπτομερή εξειδίκευση και καθορισμό των όρων ανταλλαγής τους (tradeoff). Η θεωρία των εταίρων δεν παρέχει κάποιο κριτήριο για τον καθορισμό των ανταλλακτικών αυτών σχέσεων. Ως συνέπεια, η εκτελεστική διοίκηση (management) και το διοικητικό συμβούλιο, μη έχοντας κάποιο σαφώς προσδιορισμένο βασικό κριτήριο λήψης αποφάσεων, ενδέχεται να χρησιμοποιούν τους εταίρους ως άλλοθι προκειμένου να δικαιολογούν τη χαμηλή απόδοση της επιχείρησης (Jensen [2000], Maher and Andersson [1999]). Αντίθετα, υποστηρίζεται ότι το υπόδειγμα των μετόχων παρέχει ξεκάθαρες οδηγίες για τον καθορισμό των προτεραιοτήτων και των στόχων της επιχείρησης, καθώς και τους μηχανισμούς εκείνους για τη μέτρηση της αποδοτικότητάς της.

### 2.3 Εξωτερικά Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Κύριο χαρακτηριστικό των εξωτερικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης (τυπικά παραδείγματα αποτελούν οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο) είναι η ύπαρξη μεγάλων και υψηλής ρευστότητας κεφαλαιαγορών. Τα μετοχικά κεφάλαια των εταιρειών παρουσιάζουν μεγάλη διασπορά. Οι μέτοχοι, κάνοντας χρήση των δικαιωμάτων ψήφου, έχουν τη δυνατότητα να εκλέγουν το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας και να ψηφίζουν για σημαντικά ζητήματα. Ωστόσο, στην πράξη, η δυνατότητα παρακολούθησης και ελέγχου της εκτελεστικής διοίκησης από τους μετόχους είναι περιορισμένη. Η μεγάλη διασπορά του μετοχικού κεφαλαίου των εταιρειών, θέτει τους μετόχους αντιμέτωπους με το πρόβλημα του “ελεύθερου επιβάτη” (free-rider problem). Με μικρό μερίδιο στην εταιρεία, κανένας μέτοχος δεν θα είναι διατεθειμένος να αναλάβει το έργο της συστηματικής παρακολούθησης και ελέγχου

των αποφάσεων της εκτελεστικής διοίκησης, καθώς το κόστος μιας τέτοιας διαδικασίας (που επωμίζεται μόνος του) θα υπερβαίνει το προσδοκώμενο όφελος (το οποίο διαμοιράζεται pro rata σε όλους τους μετόχους της εταιρείας).

Η αδυναμία των μετόχων να παρακολουθούν αποτελεσματικά τη λειτουργία της εκτελεστικής διοίκησης, καθιστά την κεφαλαιαγορά ως τον κυριότερο μηχανισμό πειθαρχίας της εκτελεστικής διοίκησης. Έτσι, όταν η τελευταία δεν επιτυγχάνει αποτελεσματικά τα συμφέροντα των μετόχων, αυτοί με τη σειρά τους επιλέγουν τη μαζική έξοδο (exit) από τη μετοχή της εταιρείας, επιφέροντας άμεση πτώση της τιμής της και δίδοντας με αυτό τον τρόπο σήμα προς την εκτελεστική διοίκηση να μεταβάλλει τις πολιτικές της και να τις ευθυγραμμίσει με τέτοιες που να προάγουν τα συμφέροντά τους. Παράλληλα, οι επιχειρήσεις εκτίθενται στην απειλή των (επιθετικών) εξαγορών. Η ύπαρξη ενεργητικής αγοράς εταιρικού ελέγχου (market for corporate control) 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 διοικητικό συμβούλιο της εξαγοραζόμενης εταιρείας αντικαταστάθηκε σε διάστημα δύο ετών μέχρι την ολοκλήρωση της εξαγοράς. Ακόμη και στις “φιλικές” εξαγορές, σε ποσοστό περίπου 50% το διοικητικό συμβούλιο της εξαγοραζόμενης εταιρείας δεν παρέμεινε το ίδιο. Συνεπώς, οι εξαγορές αποτελούν ένα κεντρικό μηχανισμό αλλαγής των διοικητικών συμβουλίων στο Ηνωμένο Βασίλειο. Στην Ηπειρωτική Ευρώπη τα πράγματα είναι διαφορετικά. Στη Γερμανία την τελευταία δεκαετία έλαβαν χώρα κατά μέσο όρο μόνο 50 εξαγορές και συγχωνεύσεις ανά έτος (Goergen and Renneboog [1998], Brancato [1997]).

Επιπλέον, στο εξωτερικό σύστημα, η μεγάλη διασπορά στα μετοχικά κεφάλαια των εταιρειών, οδηγεί στην ανάδυση βραχυπρόθεσμων συμπεριφορών, τόσο από την πλευρά των μετόχων, όσο και από την πλευρά της εκτελεστικής διοίκησης. Ο

ισχυρός ανταγωνισμός μεταξύ των θεσμικών επενδυτών-μετόχων (π.χ. εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων) τους κινητοποιεί να αναζητούν βραχυπρόθεσμες αποδόσεις από τις εταιρείες στις οποίες επενδύουν, δίχως να φαίνονται διατεθειμένοι να παραμένουν σε αυτές προς αναζήτηση μακροχρόνιων ωφελημάτων<sup>(1)</sup>. Πολλοί διευθύνοντες σύμβουλοι (CEO's), πιστεύουν ότι η παρουσία τέτοιων επενδυτών-μετόχων στη μετοχική σύνθεση των εταιρειών τους, προκαλεί αστάθεια, πιέζοντας και τους ίδιους να υιοθετούν στρατηγικές με στόχο την αποκόμιση βραχυπρόθεσμων κεφαλαιακών κερδών (Daily et al. [1996], Coffee [1999]). Τα τελευταία χρόνια τόσο στις ΗΠΑ όσο και στο Ηνωμένο Βασίλειο, παρατηρείται μια διαρκώς αυξανόμενη τάση συγκέντρωσης μετοχικών μεριδίων από θεσμικούς επενδυτές (κυρίως συνταξιοδοτικά ταμεία, αλλά και ασφαλιστικές εταιρείες και union trusts). Στο Ηνωμένο Βασίλειο, οι 25 μεγαλύτεροι θεσμικοί επενδυτές ελέγχουν άνω του 40% της αξίας των μετοχών που έχουν στην κυριότητά τους το σύνολο των θεσμικών επενδυτών. Επιπλέον, στις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες, οι θεσμικοί επενδυτές αποτελούν τους μεγαλύτερους μετόχους. Αντίστοιχη είναι και η τάση στις ΗΠΑ (Brancato [1997], CEPS [1995]). Οι θεσμικοί επενδυτές έχουν αρχίσει να ενδιαφέρονται σοβαρά για ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης. Μελέτη της McKinsey & Company (opinion survey) μεταξύ των θεσμικών επενδυτών σε επιλεγμένες χώρες της Ευρώπης, των ΗΠΑ, της Ασίας και της Λατινικής Αμερικής (McKinsey & Company [2000]) έδειξε ότι η πλειοψηφία τους υποστηρίζει ότι λαμβάνει ήδη υπόψη την εταιρική διακυβέρνηση στη διαδικασία λήψης των επενδυτικών τους αποφάσεων. Στη συντριπτική τους πλειοψηφία (81% σε Ευρώπη/ΗΠΑ, 89% στην Ασία και 83% στη Λατινική Αμερική) οι θεσμικοί επενδυτές δηλώνουν ότι θα ήταν διατεθειμένοι να πληρώσουν περισσότερο για την αγορά της μετοχής μιας εταιρείας της οποίας το διοικητικό συμβούλιο λειτουργεί με βάση καλές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης, από τη μετοχή μιας εται-

ρείας της οποίας το διοικητικό συμβούλιο δεν χρησιμοποιεί τέτοιες καλές πρακτικές. Το μέσο premium που θα ήταν διατεθειμένοι να καταβάλουν διαφέρει. Στις Αγγλοσαξονικές χώρες (Ηνωμένο Βασίλειο, ΗΠΑ) προτίθενται να πληρώσουν σχετικά μικρό ποσό, στην Ιταλία, Γερμανία και Γαλλία λίγο υψηλότερο και σε χώρες της Λατινικής Αμερικής (Βενεζουέλα, Κολομβία) πολύ υψηλό.

#### **2.4 Εσωτερικά Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης**

Κύριο χαρακτηριστικό των εσωτερικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης (περιλαμβάνει τυπικά τις χώρες της Ευρώπης, πλην του Ηνωμένου Βασιλείου, καθώς και την Ιαπωνία και την Κορέα) 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. Ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών είναι πολύ πιο περιορισμένος απ' ό,τι στο εξωτερικό σύστημα. Κεντρικό χαρακτηριστικό των εσωτερικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης είναι ότι παρέχουν τη δυνατότητα στους μετόχους να ασκήσουν τον έλεγχό τους με μικρό σχετικά κόστος. Οι "ισχυροί" μέτοχοι έχουν τόσο το κίνητρο όσο και τη δύναμη να ελέγχουν και να παρακολουθούν τις αποφάσεις της εκτελεστικής διοίκησης. Το πρόβλημα του "εντολέα-εντολοδόχου", ως η συγκρουσιακή σχέση μεταξύ των "αδύναμων" μετόχων και της "ισχυρής" εκτελεστικής διοίκησης, όπου συναντάται στα εξωτερικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, μεταβάλλεται σε σύγκρουση των "ισχυρών" μεγαλομετόχων με τους "αδύναμους" μετόχους μειοψηφίας (minority shareholders).

<sup>(1)</sup> Βέβαια, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη και το μέγεθος του μερίσματος που δίδουν οι εταιρείες. Στο βαθμό που η κεφαλαιακή και η μερισματική απόδοση είναι υποκατάστατες μεταξύ τους, η συμπεριφορά των μετόχων-επενδυτών σε εταιρείες με χαμηλή μερισματική απόδοση θα τείνει να διαμορφώνεται με κριτήριο την αποκόμιση υψηλών κεφαλαιακών αποδόσεων.



Οι διαφορές στα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζουν και το κόστος κεφαλαίου. Η κεφαλαιοποίηση των χρηματιστηρίων ως ποσοστό του ΑΕΠ στις χώρες που προσεγγίζουν το εσωτερικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης είναι συνήθως χαμηλότερη απ' ό,τι στις χώρες που προσεγγίζουν στο εξωτερικό σύστημα. Οι τράπεζες παίζουν σημαντικό ρόλο στην εταιρική διακυβέρνηση σε χώρες όπως η Ιαπωνία, η Κορέα, καθώς και σε πολλές χώρες της Ηπειρωτικής Ευρώπης. Χαρακτηριστικά, το 90% των 200 μεγαλύτερων επιχειρήσεων της Γερμανίας έχει τουλάχιστον ένα μέτοχο με μερίδιο της τάξης του 25% του συνόλου των μετοχών που έχουν εκδοθεί (Franks and Mayers [1993]). Οι μεγαλομέτοχοι έχουν αναπτύξει και άλλες στενές σχέσεις με την εταιρεία, πέρα της τροφοδότησης της με πιστωτικά κεφάλαια (αν πρόκειται για τράπεζα), έχοντας τη δυνατότητα να επικοινωνούν άμεσα μεταξύ τους και να συναποφασίζουν για τον τρόπο παρακολούθησης και ελέγχου της εκτελεστικής διοίκησης. Αυτή η διαδικασία αναδύεται από ένα πλαίσιο όπου κυριαρχεί το στοιχείο της συναίνεσης παρά της σύγκρουσης. Οι περιπτώσεις επιθετικών εξαγορών είναι περιορισμένες. Μεγάλα μερίδια μετοχών είναι συγκεντρωμένα στους ιδρυτές της εταιρείας, σε τράπεζες ή σε άλλα (μη) χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα οποία λόγω των μακροχρόνιων δεσμών τους με την εταιρεία, 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 μετόχων (Maher and Andersson [1999]).

Η ύπαρξη μακροχρόνιων και συναινετικών σχέσεων στο γερμανικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης, ενθαρρύνει την ανάπτυξη μεγαλύτερης εμπιστοσύνης, αφοσίωσης και δέσμευσης μεταξύ του management και των διαφόρων εταίρων (κυρίως τράπεζες). 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 πιστωτικής χρηματοδότησής τους. Αυτό με τη σειρά του ευνοεί την ανάληψη επενδυτικών σχεδίων με μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα (π.χ. επενδύσεις σε R & D). Ωστόσο, η μετριασμένη σημασία της χρηματιστηριακής αγοράς και του θεσμού του venture capital, μειώνουν τις δυναμικές πηγές αναζήτησης κεφαλαίων για τις καινοτόμες νεο-ιδρυθείσες επιχειρήσεις (start-up firms).

### 3. Εταιρική διακυβέρνηση και η σύγχρονη επιχείρηση

Ο τρόπος με τον οποίο διοικούνται οι επιχειρήσεις και το κατά πόσο είναι υπόλογες για τις πράξεις τους διαδραματίζει σπουδαίο ρόλο στην εμπέδωση κλίματος εμπιστοσύνης και αξιοπιστίας στις κεφαλαιαγορές. Αρχικά, στο Ηνωμένο Βασίλειο, επιτροπή υπό τον Sir A. Cadbury διέτυπωσε κανόνες και αρχές καλής εταιρικής διακυβέρνησης (Cadbury Committee [1992]). Στο πλαίσιο αυτό, και ο ΟΟΣΑ το 1999 παρουσίασε μία σειρά Αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης (OECD Principles on Corporate Governance [1999]), οι οποίες καλύπτουν πέντε βασικές πλευρές της εταιρικής διακυβέρνησης, ήτοι, (i) τα δικαιώματα των μετόχων, (ii) η ισότιμη μεταχείριση των μετόχων, (iii) ο ρόλος των εταίρων (stakeholders), (iv) γνωστοποίηση και διαφάνεια και (v) οι ευθύνες του Διοικητικού Συμβουλίου. Οι Αρχές του ΟΟΣΑ, στοχεύουν πρωτίστως στο να βοηθήσουν τις κυβερνήσεις των κρατών-μελών του να αξιολογήσουν και βελτιώσουν το νομικό, θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο που επηρεάζει την εταιρική διακυβέρνηση. Επιπλέον, αποτελούν ένα αποτελεσματικό καθοδηγητικό όργανο για τα χρηματιστήρια, τους επενδυτές, τις επιχειρήσεις και κάθε άλλο φορέα που παίζει ρόλο στην ανάπτυξη καλής εταιρικής διακυβέρνησης.

Στη χώρα μας, καθώς τα περιθώρια άσκησης

εθνικής οικονομικής πολιτικής έχουν περιοριστεί σημαντικά λόγω της μεταβίβασής τους σε υπερεθνικό επίπεδο (βλέπε συναλλαγματική και νομισματική πολιτική), το κύριο εργαλείο άσκησης πολιτικής έγκειται σε αυτές που στοχεύουν στη βελτίωση της παραγωγικής βάσης και ανταγωνιστικότητας (διαρθρωτικές πολιτικές). Με άλλα λόγια, οι ενδοεπιχειρησιακοί παράγοντες (μικροοικονομική προσέγγιση) φαίνεται να παίζουν ολοένα και κρισιμότερο ρόλο στον προσδιορισμό της ανταγωνιστικής θέσης των επιχειρήσεων στο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον. Στο πλαίσιο αυτό, το είδος των διαφόρων μορφών διακυβέρνησης που αναπτύσσονται σε μια εταιρεία, προσδιορίζει σε μεγάλο βαθμό το αποτέλεσμα των οικονομικών επιδόσεων και προοπτικών της. Το μέγεθος και η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου (ο διαχωρισμός της θέσης του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου από αυτή του διευθύνοντος συμβούλου, η αναλογία των εκτελεστικών προς τα μη εκτελεστικά μέλη, ο αριθμός των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών), η ύπαρξη μηχανισμών που να διασφαλίζουν ότι τα δικαιώματα των μετόχων, και δη των μετόχων μειοψηφίας, προστατεύονται αποτελεσματικά, η επαρκής αποκάλυψη πληροφοριών από την εταιρεία, ο βαθμός κοινωνικής υπευθυνότητας που επιδεικνύει, αποτελούν παραμέτρους που σε μεγάλο βαθμό προσδιορίζουν το είδος και την ποιότητα των σχέσεων και διαδικασιών που αναπτύσσονται στο εσωτερικό μιας εταιρείας, μεταξύ των διαφόρων μερών (μέτοχοι, διοικητικό συμβούλιο, διευθυντικά στελέχη, λοιπά ενδιαφερόμενα μέρη). Αποτελούν ταυτόχρονα κρίσιμοι παράγοντες στη διαδικασία λήψης απόφασης από τους επενδυτές και κυρίως τους θεσμικούς.

Πολλές χώρες έχουν συστήσει επιτροπές οι οποίες έχουν προτείνει μια σειρά πρακτικών καλής εταιρικής διακυβέρνησης. Στη χώρα μας, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, συνέστησε ειδική Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, η οποία διατύπωσε μία σειρά αρχών και πρακτικών για τη σύγχρονη και αποδοτική εταιρική διακυβέ-

νηση (Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα [1999]). Οι πρωτοβουλίες αυτές μπορούν να συμβάλουν στη διαμόρφωση ενός πλαισίου συμπεριφοράς και λειτουργίας των επιχειρήσεων ικανού να ανταποκριθεί στις αυξημένες απαιτήσεις του ανταγωνιστικού περιβάλλοντος στο οποίο δραστηριοποιούνται και να ενισχύσει τη διαφάνεια και την αξιοπιστία των χρηματοοικονομικών και κεφαλαιαγορών. Ιδιαίτερα στην Ελλάδα, είναι ανάγκη να ανοίξει ένας δημόσιος διάλογος μεταξύ όλων των ενδιαφερομένων μερών για την εταιρική διακυβέρνηση, ώστε να αναδειχθεί η κρισιμότητά της στην αναδιάρθρωση και το μετασχηματισμό του χρηματοοικονομικού και παραγωγικού συστήματος της χώρας. Ήδη οι αρμόδιες αρχές έχουν αναλάβει σημαντικές πρωτοβουλίες στην κατεύθυνση αυτή. Βεβαίως, η εφαρμογή ενιαίων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης για όλες τις επιχειρήσεις δεν είναι πάντα εύκολη. Κάθε επιχείρηση θα πρέπει να υιοθετεί πρακτικές σύμφωνα με τις ανάγκες της, όπως αυτές προσδιορίζονται από τη φύση της δραστηριότητάς της, το μέγεθός της κλπ.

Στη χώρα μας, στο βαθμό που έχουν διατυπωθεί οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης, θα ήταν χρήσιμη η δημιουργία δεικτών αξιολόγησης και κατάταξης των εισηγμένων εταιρειών με βάση την προσαρμοστικότητά τους στις αρχές αυτές. Τέτοιοι δείκτες θα μπορούσαν να αποτελέσουν χρήσιμο εργαλείο καθοδήγησης των επενδυτικών αποφάσεων των θεσμικών και ιδιωτών επενδυτών, ενισχύοντας περαιτέρω τη διαφάνεια των επιχειρήσεων και την αποτελεσματικότητά της κεφαλαιαγοράς.

#### 4. Συμπεράσματα

Είναι φανερό, ότι η καλή εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να αποτελέσει ένα κρίσιμο συστατικό στην οικοδόμηση μιας υγιούς αγοράς και στην προσέλκυση μακροχρόνιων επενδυτικών κεφαλαίων. Οι ελληνικές επιχειρήσεις για να μπορέσουν να διακριθούν στο διεθνές ανταγωνιστικό περιβάλλον

οφείλουν να αναδιαρθρώσουν τις εσωτερικές δομές οργάνωσης και λειτουργίας τους, με βάση διεθνώς αποδεκτές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης. Οι όποιες αλλαγές και προσαρμογές, πέρα από νομοθετικές ρυθμίσεις, οφείλουν να προωθηθούν από τις ίδιες τις επιχειρήσεις για το δικό τους συμφέρον. Σε κάθε περίπτωση, από τη στιγμή που οι επιχειρήσεις αποφασίζουν να αντλήσουν κεφάλαια από το χρηματιστήριο και να αποκτήσουν μέτοχο μειοψηφίας, είναι υποχρεωμένες να προστατεύουν αποτελεσματικά τα δικαιώματα των μετόχων, δημιουργώντας τους κατάλληλους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης.

#### ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ

1. BLAIR, M. (1995). *Ownership and Control*. Washington, D.C.: The Brooking Institute.
2. BRANCATO, C. K. (1997). *Institutional Investors and Corporate Governance: Best Practices for Increasing Corporate Value*. Chicago, IL: Irwin Professional Publishing.
3. CEPS (1995). Corporate Governance in Europe. Center for European Policy Studies, *Working Party Report*, no. 12.
4. COASE, R. H. (1937), The nature of the firm, *Economica*, vol. 4, pp. 386-405.
5. COFFEE, J. C. (1999). The Future of History: The Prospects for Global Corporate Governance and its Implications. *Northwestern University Law Review*, pp. 641-708.
6. DAILY, C. M., JOHNSON, J. L., ELLSTRAND, A. E. and DALTON, R. D. (1996). Institutional Investor Activism: Follow the Leaders? Working Paper, University of Oregon.
7. Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, υπό το συντονισμό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, (1999). Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την Ενίσχυση της Αποτελεσματικότητας και του Ανταγωνιστικού Μετασχηματισμού της, Αθήνα.
8. FRANKS, J. R. AND MAYER, C. P. (1993). Capital Market and Corporate Control: A Study of France, Germany and the UK. *Economic Policy*, vol. 3, pp. 1-12.
9. GOERGEN, M. and RENNEBOOG, L. (1998). Strong Managers and Passive Institutional Investors in the UK. Published in: Barca, F. and Becht, M. (eds.). *Ownership and Control: A European Perspective*.
10. JENSEN, M. C. (2000). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Harvard Business School Working Paper*, no. 58. Also presented at the European Financial Management Association 2000 Conference, Athens-Greece, June 29.
11. MAHER, M. and ANDERSSON, T. (1999). Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth. OECD, *Draft*.
12. MONKS, R. (1995). Corporate Governance in Twenty-first Century: A Preliminary Outline. Manuscript, Lens Inc., Washington, D.C.
13. OECD (1999). OECD Principles on Corporate Governance, May.
14. OECD (1998). The Importance of Corporate Governance in Modern Economy, *Draft*, December.
15. SHLEIFER, A. and VISHNY, R. N. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, vol. 52, pp. 737-783.
16. TIROLE, J. (1999). Corporate Governance. CEPR Discussion Paper, no. 2086.
17. ZINGALES, L. (1998). Corporate Governance. Published in: Newman, P. (ed.). *The Palgrave Dictionary of Economics and Law*. London, Macmillan.

