ΤΕΙ ΚΡΗΤΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ



Η Ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης στις Ελληνικές Επιχειρήσεις
The Quality of Corporate Governance in Greek Companies

ΤΕΙ ΚΡΗΤΗΣ - ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ
Πτυχιακή Εργασία των :
Μηλιδώνης Γεώργιος του Στυλιανού Α.Μ. 8008
Κουκουράκης Μιχαήλ του Θεοδώρου Α.Μ. 7275

Επιβλέπων Εκπαιδευτικός κ.Παντελής Ζήσης

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ http://www.teicrete.gr

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η πτυχιακή εργασία με τίτλο *Η Ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης στις Ελληνικές Επιχειρήσεις* έχει σκοπό να παρουσιάσει την μελέτη και τη σε βάθος κατανόηση των μηχανισμών διοίκησης επιχειρήσεων, υπό το πρίσμα κανόνων για την εξασφάλιση της διαφάνειας και της λήψης αποτελεσματικών αποφάσεων.

SUMMARY

This Essay targets with the title *The Quality of Corporate Governance in Greek Companies* the presentation of the study and the in depth understanding of the mechanisms of the management, in light of the rules for the insurance of disclosure and the acknowledgement of effective decisions.

Περιεχόμενα

Μέρος 1ο Γενικό Περίγραμμα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Εισαγωγή 4

Α. Ορισμός και Ρόλος 5

❖ Ενδεικτικοί ορισμοί από διαφόρους ακαδημαϊκούς 5

Β. Συστατικά εταιρικής διακυβέρνησης 6

1. Το Διοικητικό Συμβούλιο 6

I. Λειτουργία ειδικών επιτροπών 9

II. Ο διαχωρισμός του προέδρου από την θέση του διευθύνοντος συμβούλου ... 9

III. Διαφάνεια, αποκάλυψη πληροφοριών και έλεγχος 9

2. Εσωτερικός έλεγχος 10

2.1. Είδη Εσωτερικού Ελέγχου 12

2.2 Οικονομικοί Έλεγχοι 13

2.3. Αρμοδιότητες Εσωτερικού Ελέγχου 15

2.4 Σκοπός Εσωτερικού Ελέγχου 17

2.5 Βασικές αρχές ενός συστήματος εσωτερικού ελέγχου (Σ.Ε.Ε.) 20

Γ. Συστήματα Εταιρικης Διακυβέρνησης (ΕΔ) 22

1. Γενικά 22

2. Μονιστικό και Δυαδικό Σύστημα ΕΔ 22

3. Εναλλακτικά Συστήματα ΕΔ 23

3.1. Γενικά 23

3.2. Το αγγλοσαξωνικό ή *εξωτερικό σύστημα* 23

3.3 Το Εσωτερικό Σύστημα 24

3.3.1 Ειδικότερα 24

3.3.2. Το Αμερικανικό Σύστημα ΕΔ 24

3.3.3. Το Γερμανικό και Ιαπωνικό Σύστημα ΕΔ 25

3. Εναλλακτικά Υποδείγματα ΕΔ 25

3.1 Το υπόδειγμα των μετόχων (Shareholders Model) 25

3.2 Το νέο υπόδειγμα των εταίρων (*New Shareholders Model*) 26

3.3 Το υποδειγμα εντολέα – εντολοδόχου (principal – agent model) 26

3.4 Η θεωρία των ατελών συμβολαίων 26

Δ. Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης 27

Ε. Οφέλη Εταιρικής Διακυβέρνησης 29

ΣΤ. Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλαδα 29

1. Γενικά 29

2. Ο Νόμος 3016/2002 Περί Εταιρικής Διακυβέρνησης 32
2.1 Γενικά 32
2.2 Συνέπειες παραβίασης του Νόμου 33
Ζ. Ενδεικτικές Μελέτες πάνω στην Εταιρική Διακυβέρνηση 33
3. Εμπειρικές Μελέτες της ΕΔ..... 33
3.1 Μελέτες της δομής της ΕΔ και των συστατικών της..... 34
3.3 Μελέτες της εταιρικής διακυβέρνησης και της χρηματοοικονομικής απόδοσης 36
3.4 Μελέτες της εταιρικής διακυβέρνησης και των επιδράσεων άλλων γεγονότων 39

Μέρος 2ο Ανάλυση Αποτελεσμάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης σε Δείγμα Ελληνικών Εταιρειών

Α. Ανάλυση Μεθόδου Βαθμολόγησης 42
Β. Επιλογή Δείγματος Ελληνικών Επιχειρήσεων 43
Γ. Ανάλυση Ποσοστών Ποιότητας με Βάση τις κατηγορίες του Βαθμολογίου ... 44
1. Κατασκευές Και Υλικά Κατασκευών 44
2. Τεχνολογία..... 46
Δ. Στατιστική Ανάλυση του Βαθμολογίου Συνολικά, και Συγκριτική Παρουσίαση των Αποτελεσμάτων 48
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΕΠΙΛΟΓΟΣ..... 49
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ..... 51

Ευχαριστίες

Με την υποβολή αυτής της πτυχιακής εργασίας θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε τον επιβλέποντα καθηγητή Παντελή Ζήση για τις συμβουλές και την πολύτιμη καθοδήγηση του, καθώς και τους καθηγητές κατά την διάρκεια των σπουδών μας στο Τ.Ε.Ι. Κρήτης.

Εισαγωγή

Η πτυχιακή εργασία με τίτλο *Η Ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης στις Ελληνικές Επιχειρήσεις* έχει σκοπό να παρουσιάσει την μελέτη και τη σε βάθος κατανόηση των μηχανισμών διοίκησης επιχειρήσεων, υπό το πρίσμα κανόνων για την εξασφάλιση της διαφάνειας και της λήψης αποτελεσματικών αποφάσεων. Η εργασία χωρίζεται σε δύο μέρη, το θεωρητικό και την μεθοδολογία.

Το πρώτο μέρος έχει να κάνει με την θεωρητική προσέγγιση γύρο από την εταιρική διακυβέρνηση, τα συστατικά, το σύστημα, τα οφέλη και τις αρχές από τις οποίες διέπεται. Παρουσιάζονται επίσης ορισμένες ενδεικτικές μελέτες πάνω στην εταιρική διακυβέρνηση και πιο συγκεκριμένα πάνω στην δομή, την χρηματοοικονομική της απόδοση αλλά καθώς και το πώς επηρεάζει την κοινωνία.

Στο δεύτερο μέρος βαθμολογείται το τυχαίο δείγμα εταιρειών, από δύο διαφορετικούς κλάδους, το οποίο επιλέχθηκε ούτος ώστε να απαντηθούν οι ερωτήσεις από το βαθμολόγιο το οποίο μας δόθηκε από τον επιβλέποντα καθηγητή. Στο συγκεκριμένο μέρος αναλύεται η μέθοδος βαθμολόγησης, του τυχαίου δείγματος επιχειρήσεων, καθώς επίσης απαντάται το κατά πόσο συμμορφώνονται οι επιχειρήσεις στους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης.

Μέρος 1ο Γενικό Περίγραμμα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Α. Ορισμός και Ρόλος

Εταιρική διακυβέρνηση είναι το πλαίσιο των κανόνων και πρακτικών από τα οποία το διοικητικό συμβούλιο εξασφαλίζει ευθύνες, δικαιοσύνη και διαφάνεια στις σχέσεις μιας εταιρίας με όλα της τα ενδιαφερόμενα μέρη της (χρηματοδότες, πελάτες, τη διοίκηση, εργαζόμενους, κυβέρνηση, και την κοινότητα). Ο ορισμός που χρησιμοποιείται πιο ευρέως είναι *το σύστημα από το οποίο οι εταιρίες διοικούνται και ελέγχονται*. **(Cadbury Committee, 1992)**

Πιο συγκεκριμένα, είναι το πλαίσιο με το οποίο τα διάφορα συμφέροντα των μετόχων βαθμολογούνται, ή, όπως αναφέρει το *IFC*, *οι σχέσεις μεταξύ της Διοίκησης , του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρείας, της ελέγχουσας πλειοψηφίας των μετόχων, των μειοψηφούντων μετόχων και των άλλων ενδιαφερομένων μερών*.

Το πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης αποτελείται από :

α) Ρητές συμβάσεις μεταξύ της εταιρείας και των ενδιαφερομένων φορέων για τη διανομή των αρμοδιοτήτων , τα δικαιώματα , και τις ανταμοιβές. β) Διαδικασίες για την συμφιλίωση των ενίοτε αλληλοσυγκρουόμενων συμφερόντων των ενδιαφερόμενων μερών, σύμφωνα με τα καθήκοντα, τα προνόμια , και τους ρόλους τους. **(Cadbury Committee, 1992)**

❖ Ενδεικτικοί ορισμοί από διαφόρους ακαδημαϊκούς

- Σύμφωνα με το Λουκά Σπανό (2007), μέλος του ΟΟΣΑ, ορίζει ως εταιρική διακυβέρνηση το σύστημα με το οποίο οι εταιρίες παρακολουθούνται και ελέγχονται. Το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης εξειδικεύει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των ομάδων ενδιαφερόντων (πχ μέτοχοι, διοίκηση, εργαζόμενοι, εξωτερικοί συνεργάτες κτλ) που αλληλεπιδρούν και αλληλοσυγκρούονται πιθανά μέσα στις δομές μιας εταιρίας. Ο στόχος της εταιρικής διακυβέρνησης, σύμφωνα με τον Σπανό, είναι να επιλεγούν οι ικανότεροι διαχειριστές της εταιρίας με σκοπό να μεγιστοποιηθούν τα κέρδη και η αποτελεσματικότητα ώστε να ικανοποιηθούν οι μέτοχοι που επένδυσαν σε αυτή την εταιρία έχοντας κάποιες συγκεκριμένες απαιτήσεις. **(Deakins D. – Freel M., 2007)**

- Ο Stijn Claessens, το 2006, αναφέρει ότι υπάρχουν δύο ομάδες ορισμών. Η πρώτη ομάδα ασχολείται με την πραγματική συμπεριφορά των εταιριών χρησιμοποιώντας όρους όπως

απόδοση, αποδοτικότητα, ανάπτυξη, οικονομικές δομές και μεταχείριση των επενδυτών και άλλων ενδιαφερόμενων μερών. Οι ορισμοί αυτής της κατηγορίας χρησιμοποιούνται σε μελέτες για συγκεκριμένες χώρες ή εταιρίες. Η δεύτερη ομάδα ορισμών έχει να κάνει με τη νομοθετική πλευρά του ζητήματος, δηλαδή τους κανόνες κάτω από τους οποίους λειτουργεί μια εταιρία είτε αυτοί προέρχονται από νόμους και κώδικες είτε από την ίδια αγορά χρήματος και εργασίας. Οι ορισμοί αυτοί χρησιμεύουν σε συγκριτικές μεταξύ διαφόρων αγορών και χωρών. **(Claessens S., 2006)**

Με μια προσεχτική ματιά στους ορισμούς, παρατηρούμε ότι υπάρχουν δύο πτυχές της έννοιας της εταιρικής διακυβέρνησης. Καταρχήν αναφέρεται στις *σχέσεις των εμπλεκόμενων μερών* (διοίκηση, μέτοχοι κ.τ.λ.) και δεύτερον στις *πρακτικές διοίκησης και διαχείρισης των θεμάτων* που αφορούν μια εταιρία. Είναι σαφές ότι ασχολείται με ιδιαίτερα σημαντικά ζητήματα, γεγονός που από μόνο του υποχρεώνει τους οικονομολόγους να ασχοληθούν σοβαρά και να μελετήσουν τη σημασία της.

Αν και είναι αναγνωρισμένο γεγονός ότι ο θεσμός της Εταιρικής Διακυβέρνησης πολύπλοκος εντούτοις μπορούμε όμως να αναφερθούμε στις αρχές στις οποίες βασίζεται. Αυτές οι αρχές – όπως η *διαφάνεια*, η *ευθύνη*, η *αμεροληψία*, η *τιμιότητα*, η *αξιοπιστία* – είναι καθολικά αποδεκτές στην εφαρμογή τους. Ο τρόπος με τον οποίο αυτές οι αρχές τίθενται σε ισχύ αποφασίζεται από εκείνους που είναι υπεύθυνοι να τις εφαρμόσουν.

Ο ρόλος που καλείται να διαδραματίσει η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι η εξισορρόπηση μεταξύ των οικονομικών και κοινωνικών στόχων, μεταξύ των προσωπικών, ατομικών και ευρύτερων επιχειρηματικών στόχων και συμφερόντων. Για το λόγο αυτό χρειάζεται στενή συνεργασία μεταξύ Εταιρείας, μετόχων και stakeholders (Πιστωτές, χρηματοοικονομικούς αναλυτές, Εποπτικές Αρχές κ.α.), χρειάζεται αμοιβαία εμπιστοσύνη, χρειάζεται διαφάνεια. **(Δούκας Π., 2002)**

B. Συστατικά εταιρικής διακυβέρνησης

Τα βασικά κριτήρια της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η βελτίωση της λειτουργίας του διοικητικού συμβουλίου και της εκτελεστικής διοίκησης, η αύξηση της διαφάνειας και του ελέγχου και η προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων. **(Ξανθάκης Μ., Τσιπούρη Λ., Σπανός Λ., 2003)**

1. Το Διοικητικό Συμβούλιο

Ο ρόλος του διοικητικού συμβουλίου σε μια επιχείρηση είναι πολύ σημαντικός καθώς εποπτεύει και ελέγχει τα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη, αλλά και να διαμορφώνει τη μακροχρόνια στρατηγική της εταιρείας. Η αύξηση της αποτελεσματικότητας του διοικητικού συμβουλίου προκύπτει από την υιοθέτηση και εφαρμογή μιας σειράς μηχανισμών και πρακτικών μέσα στην επιχείρηση. Αυτοί οι μηχανισμοί και οι πρακτικές αφορούν το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, τη συχνότητα των συνεδριάσεών του, τις διαδικασίες αξιολόγησής του, τη λειτουργία ειδικών επιτροπών, τη συμμετοχή μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο, ο καθορισμός των αμοιβών τους και οι ξεχωριστές συνεδριάσεις τους, καθώς και ο διαχωρισμός του προέδρου από τη θέση του διευθύνοντος συμβούλου. **(Ξανθάκης Μ., Τσιπούρη Λ., Σπανός Λ., 2003)**

Το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να είναι τέτοιο, έτσι ώστε να μην εμφανίζονται ούτε προβλήματα συντονισμού μεταξύ των μελών αλλά και ούτε φαινόμενα έλλειψης προτάσεων και ιδεών. Δεν υπάρχει κάποιο άριστο μέγεθος διοικητικού συμβουλίου.

Ο κώδικας του Συμβουλίου Θεσμικών Επενδυτών των Η.Π.Α. τονίζει ότι ο αριθμός των μελών του διοικητικού συμβουλίου πρέπει να είναι μεταξύ 5 και 15. Στον Βελγικό κώδικα συστήνεται ως ανώτατος μέγεθος τα 12 μέλη, στον Σουηδικό μεταξύ 6 και 9, στη Γαλλία ο νόμος ορίζει τον μέγεθος μεταξύ 3 και 12 ενώ στην Ελλάδα η Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα συστήνει 13 μέλη στο Διοικητικό Συμβούλιο.

Το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να εξετάζεται διεξοδικά από τις εταιρείες έτσι ώστε να ανταποκρίνεται στις ανάγκες και επιδιώξεις τους όπως αυτές διαμορφώνονται μέσα στον χρόνο. **(Ξανθάκης Μ., Τσιπούρη Λ., Σπανός Λ., 2003)**

Προκειμένου να ενισχυθεί η λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να εφαρμόζεται διαδικασίες αξιολόγησής του, τόσο συνολικά όσο και για κάθε μέλος ξεχωριστά.

Ένα ακόμα σημαντικό θέμα είναι η συχνότητα των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου. Ο αριθμός των συνεδριάσεων ποικίλλει από εταιρεία σε εταιρεία. Κύριο πρόβλημα είναι η έλλειψη χρόνου των μελών. Η πρόταση για το συγκεκριμένο θέμα είναι η αύξηση του χρόνου που διατίθενται για τις συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου, αλλά και να λαμβάνεται υπόψη, κατά τον προσδιορισμό των συνεδριάσεων, το κόστος των συνεδριάσεων με όλες του τις μορφές (χρόνος των μελών, έξοδα μετακίνησης, αποζημιώσεις μελών κτλ.).

Αποτελεί καλή πρακτική Εταιρικής Διακυβέρνησης το διοικητικό συμβούλιο να απαρτίζεται στην πλειοψηφία του από μη εκτελεστικά μέλη (*non – executive directors*) και να έχει σημαντικό αριθμό ανεξάρτητων μελών. Η πρακτική αυτή θεωρείται θεμελιώδης για την αποτελεσματική λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου. Τα ανεξάρτητα μέλη θεωρούνται πιο ικανά να παρακολουθούν τις αποφάσεις του διοικητικού συμβουλίου**(Ξανθάκης Μ., Τσιπούρη Λ., Σπανός Λ., 2003)**. Οι λόγοι που συνήθως προβάλλονται για την

αναγκαιότητα συμμετοχής των μη εκτελεστικών μελών και κατά προτίμηση ανεξάρτητων μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο είναι:

- **i.** Τα μη εκτελεστικά μέλη διευρύνουν το οπτικό πεδίο της εταιρείας, ενισχύουν τη δυνατότητα στρατηγικής σκέψης έξω από το καθιερωμένο πλαίσιο και ενημερώνουν τους εντός της εταιρείας για τις προσδοκίες της κοινωνίας,
- **ii.** Τα μη εκτελεστικά μέλη βοηθούν στην εξασφάλιση των συμφερόντων της εταιρείας και των μετόχων. Βοηθούν στην υπέρβαση συγκρούσεων συμφερόντων (όπως έχει αναφερθεί σε προηγούμενο κεφάλαιο) μεταξύ των ανώτερων στελεχών και των μετόχων για θέματα όπως οι αμοιβές των στελεχών, οι εξαγορές και η επενδυτική πολιτική.

- **iii.** Τα μη εκτελεστικά μέλη έχουν ένα ρόλο παρακολούθησης και αξιολόγησης του διευθύνοντος συμβούλου και της υπόλοιπης διοικητικής ομάδας. **(Μέκος Κωνστ. Ζ., 2003)**

Η συμμετοχή μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο συστήνεται από όλους σχεδόν τους κώδικες Εταιρικής Διακυβέρνησης. Στον κώδικα του ΟΟΣΑ αναφέρεται ότι τα διοικητικά συμβούλια θα πρέπει να εξετάζουν τη δυνατότητα εκλογής επαρκούς αριθμού μη εκτελεστικών μελών, ικανών να ασκούν ανεξάρτητα τα καθήκοντά τους, όταν δημιουργούνται προβλήματα σύγκρουσης συμφερόντων. Στο πλαίσιο αυτό κινούνται και οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης του Ηνωμένου Βασιλείου του Βελγίου της Ιρλανδίας της Γερμανίας και της Ελλάδας. **(OECD, 1999)**

Σημειώνεται εξάλλου ότι με βάση το νόμο για την εταιρική διακυβέρνηση (Ν3016/2002) ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, των εισηγμένων στο χρηματιστήριο Αθηνών εταιρειών, δεν θα πρέπει να είναι μικρότερος του 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών. Μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών ο νόμος ορίζει να υπάρχουν δύο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη. Η ύπαρξη ανεξάρτητων μελών δεν είναι υποχρεωτική, όταν στο Διοικητικό Συμβούλιο ορίζονται ρητά και συμμετέχουν ως μέλη εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετοχών. Στις ΗΠΑ, οι αρχές των δύο μεγάλων συνταξιοδοτικών ταμείων CalPERS (1998) και TIAA-CREF (2000) συστήνουν την ύπαρξη σημαντικής πλειοψηφίας ανεξάρτητων μελών στα διοικητικά συμβούλια των εταιρειών, ενώ το Συμβούλιο Θεσμικών Επενδυτών των ΗΠΑ συστήνει τουλάχιστον τα 2/3 των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου των εταιρειών να απαρτίζονται από ανεξάρτητα μέλη. **(Ξανθάκης Μ., Τσιπούρη Λ., Σπανός Λ., 2003)**

Η επιλογή των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να γίνεται με κριτήρια εμπειρίας, κύρους και καταξίωσης. Η αμοιβή των μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου δεν θα πρέπει να συνδέεται με την κερδοφορία της επιχείρησης, και να μην λαμβάνει τη μορφή δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών (*stock options*) ή συμμετοχής στο συνταξιοδοτικό πρόγραμμα της επιχείρησης. Καλή πρακτική θεωρείται η αμοιβή τους να λαμβάνει τη μορφή

απόκτησης μετοχών της εταιρείας και να συνδέεται με μακροχρόνιους εταιρικούς στόχους. Το μέτρο προσδιορισμού της αμοιβής τους είναι ο χρόνος που διαθέτουν στην εταιρεία. **(Ξανθάκης Μ., Τσιπούρη Λ., Σπανός Λ., 2003)**

I. Λειτουργία ειδικών επιτροπών

Η λειτουργία ειδικών επιτροπών βοηθάει ουσιαστικά στην αποτελεσματική εποπτεία της εκτελεστικής διοίκησης από το διοικητικό συμβούλιο. Σημαντικό χαρακτηριστικό είναι να απαρτίζονται αυτές οι επιτροπές από μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου έτσι ώστε να είναι ανεξάρτητες. Σημαντικότερες είναι η επιτροπή ελέγχου που διασφαλίζει την ανεξαρτησία του εσωτερικού ελέγχου, ο οποίος διασφαλίζει τις βασικές αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης, η επιτροπή καθορισμού αμοιβών και η επιτροπή διαχείρισης κινδύνων. **(Ξανθάκης Μ., Τσιπούρη Λ., Σπανός Λ., 2003)**

II. Ο διαχωρισμός του προέδρου από την θέση του διευθύνοντος συμβούλου

Ένα ακόμα σημαντικό ζήτημα που σχετίζεται με το διοικητικό συμβούλιο, είναι ο διαχωρισμός της θέσης του προέδρου από αυτή του διευθύνοντος συμβούλου. Ο ρόλος του προέδρου είναι να ελέγχει τη λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου και να παρακολουθεί τους εκτελεστικούς διευθυντές. Ο διαχωρισμός της θέσης εξασφαλίζει ότι ο πρόεδρος θα ασκεί ανεξάρτητα τις αρμοδιότητές του, εξυπηρετώντας τα συμφέροντα των μετόχων. Επίσης ο διαχωρισμός της θέσης σε μια επιχείρηση μειώνει το κόστος του προβλήματος του εντολέα-εντολοδόχου. Το σύστημα ηγεσίας λήψης των αποφάσεων ελέγχου δεν θα πρέπει να ελέγχεται από το σύστημα ηγεσίας λήψης των εκτελεστικών αποφάσεων. Όταν διευθύνων σύμβουλος κατέχει και τη θέση του προέδρου, έχει τη δυνατότητα να ελέγχει όλη τη πληροφόρηση που είναι διαθέσιμη στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, μειώνοντας έτσι τη δυνατότητα αποτελεσματικής εποπτείας. Συνεπώς ο αποτελεσματικός διαχωρισμός των εκτελεστικών αποφάσεων από τις αποφάσεις ελέγχου απαιτεί ο πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου να είναι διαφορετικό πρόσωπο από τον διευθύνοντα σύμβουλο. **(Ξανθάκης Μ., Τσιπούρη Λ., Σπανός Λ., 2003)**

III. Διαφάνεια, αποκάλυψη πληροφοριών και έλεγχος

Η πλήρης και έγκαιρη αποκάλυψη πληροφοριών που σχετίζονται με την εταιρεία αποτελεί θεμελιώδη παράγοντα για τη διασφάλιση διαφάνειας, την προστασία επενδυτών και την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς. Αποτελεσματικό επίπεδο αποκάλυψης πληροφοριών για τις δραστηριότητες και τη δομή της εταιρείας προσελκύει επενδυτές, οι οποίο επιθυμούν να έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες, έγκαιρα, αξιόπιστα και με λεπτομέρεια, ώστε να μπορούν να ασκούν επαρκώς ενημερωμένοι τα δικαιώματα ψήφου τους. Είναι εξάλλου καταγεγραμμένη η πρόθεση των θεσμικών επενδυτών για περισσότερη διαφάνεια, καθώς θέτουν ως προτεραιότητα για μεν τις εταιρείες

την έγκαιρη και ευρεία αποκάλυψη πληροφοριών , για δε τις ρυθμιστικές αρχές τη βελτίωση των λογιστικών προτύπων, βάση των οποίων καταρτίζονται οι λογιστικές καταστάσεις των εταιρειών. **(Ξανθάκης Μ., Τσιπούρη Λ., Σπανός Λ., 2003)**

Θεωρείται καλή πρακτική οι εταιρείες να γνωστοποιούν πληροφορίες που σχετίζονται με τις δραστηριότητες τους, να παρουσιάζουν στοιχεία που σχετίζονται με τις σχέσεις που αναπτύσσονται μεταξύ των φορέων τους (π.χ. σχέσεις σύγκρουσης μεταξύ εσωτερικών και εξωτερικών ελεγκτών, αποκάλυψη της αμοιβής των εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών) και να αναπτύσσουν αποτελεσματικά συστήματα διαχείρισης των κινδύνων που αναλαμβάνουν. Επιπλέον, πέρα από τη περιοδική δημοσιοποίηση πληροφοριών μέσω των ετήσιων, εξαμηνιαίων ή/και τριμηνιαίων οικονομικών καταστάσεων), είναι απαραίτητη η έγκαιρη δημοσιοποίηση κάθε πληροφορίας που έχει επίδραση άνω στην τιμή της μετοχής (για παράδειγμα, ένα σημαντικό εταιρικό γεγονός, όπως η εξαγορά ή η (συγχώνευση). Η ισότιμη και δίκαιη μεταχείριση των μετόχων, καθώς και η συστηματική ενημέρωση τους ενισχύει την εμπιστοσύνη τους προς τις επιχειρήσεις και την κεφαλαιαγορά.

Οι περισσότεροι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης αναφέρονται στην ανάγκη αποτελεσματικής ενημέρωσης των επενδυτών για τα εταιρικά μεγέθη και γεγονότα και για το ύψος των αμοιβών των ανωτάτων στελεχών και των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, καθώς και στην σπουδαιότητα της ύπαρξης αποτελεσματικού συστήματος διαχείρισης κινδύνων. **(Ξανθάκης Μ., Τσιπούρη Λ., Σπανός Λ., 2003)**

Στην Ελλάδα από το 2001 όλες οι εισηγμένες εταιρείες υποχρεούνται να δημοσιεύουν ετήσια έκθεση. Ο νόμος 2533/1985 υποχρεώνει τις εισηγμένες εταιρείες να δημοσιεύουν εξαμηνιαίες και τριμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις. Το πλαίσιο διαφάνειας και αποκάλυψης πληροφοριών έχει ενισχυθεί σημαντικά, ύστερα και από την απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς περί Κανόνων συμπεριφοράς των 17 εταιρειών που έχουν εισάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και των συνδεδεμένων με αυτές προσώπων' (απόφαση 5/204/2000).

Ως γενική αρχή ορίζεται ότι κάθε εταιρεία οφείλει να διασφαλίζει την έγκαιρη δημοσιοποίηση πληροφοριών ή γεγονότων που επέρχονται στη σφαίρα της δραστηριότητας της, τα οποία δεν είναι προσιτά στο κοινό και τα οποία δύναται, λόγω των επιπτώσεων τους στην περιουσιακή ή οικονομική της κατάσταση ή στη γενική πορεία των υποθέσεων της, να προκαλέσουν σημαντική διακύμανση των τιμών των μετοχών της. **(Ξανθάκης Μ., Τσιπούρη Λ., Σπανός Λ., 2003)**

2. Εσωτερικός έλεγχος

Ο Εσωτερικός Έλεγχος (*Internal Audit*) σύμφωνα με τον Μέκος Κων/νο, το 2003 και τον Φίλο Λ. Γ., το 2004, αποτελεί ανεξάρτητη Διεύθυνση

μίας επιχείρησης η οποία προσφέρει τις υπηρεσίες της εξετάζοντας και εκτιμώντας τις δραστηριότητες της τελευταίας. Στόχος του αποτελεί η συμβολή στην αποτελεσματική εκτέλεση των καθηκόντων των μελών της εκάστοτε επιχείρησης, προσφέροντας σε αυτά αναλύσεις, εκτιμήσεις, προτάσεις, συμβουλευτικές υπηρεσίες και πληροφορίες οι οποίες σχετίζονται με τα ελεγχόμενα αντικείμενα. Στα μέλη της επιχείρησης που αναμένονται να βοηθηθούν από τον εσωτερικό έλεγχο συμπεριλαμβάνονται και οι Διευθυντές καθώς και το Διοικητικό Συμβούλιο. **(Μέκος Κωνστ. Ζ., 2003 & Φίλος Λ. Γ., 2004)**

Η αδυναμία της Διοίκησης να επιβάλλει κανόνες ηθικής σε κάθε εργαζόμενο και να προσπαθεί να αλλάξει τη ανθρώπινη φύση ορισμένων, αντιμετωπίζεται μέσω του Εσωτερικού Ελέγχου, ο οποίος συμβάλλει τελικά στην καταπολέμηση της απάτης και της ατασθαλίας που μπορεί να λαμβάνουν χώρα μέσα στην επιχείρηση. **(Παπαστάθης Σ. Π., 2003)**

Ο εσωτερικός έλεγχος διαδραματίζει σπουδαίο ρόλο στην εφαρμογή των αρχών της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Οι αρχές αυτές διασφαλίζονται από τον εσωτερικό έλεγχο καθώς αποτελούν αναπόσπαστο τμήμα του συστήματος εσωτερικού ελέγχου. Η διαφάνεια, η συνέπεια και η λογοδοσία είναι στοιχεία που διέπουν τους αντικειμενικούς στόχους του εσωτερικού ελέγχου ο οποίος αξιολογεί και καταγράφει τις εσωτερικές διαδικασίες στην πράξη, επισημαίνει αδυναμίες και αποκλίσεις του συστήματος και παρέχει συμβουλές και προτείνει προσαρμογές. Σκοπός του εσωτερικού ελέγχου είναι η συμβολή του στην ανάπτυξη και εμπέδωση της εταιρικής κουλτούρας μεταξύ των τμημάτων και των στελεχών της εταιρείας και η προσαρμογή της εταιρείας στο ισχύον θεσμικό πλαίσιο. **(Παπαστάθης Σ. Π., 2003)**

Ουσιαστικά πρόκειται για έναν μηχανισμό επιτήρησης της εφαρμογής των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης, συμβάλλοντας κατά ένα μεγάλο ποσοστό στην προστασία της εταιρείας και στην διασφάλιση των συμφερόντων των μετόχων της. Ο εσωτερικός έλεγχος διασφαλίζει στη διοίκηση ότι κάθε τι λειτουργεί κατά τον τρόπο που προβλέπεται και εκτείνεται πέρα από τις λογιστικές και οικονομικές λειτουργίες καλύπτοντας όλο το πλάτος της εταιρείας καθώς άπτεται όλων των δραστηριοτήτων της οργάνωσης. **(Παπαστάθης Σ. Π., 2003)**

Η σημασία που προσδίδεται στον εσωτερικό έλεγχο και στην ύπαρξη της επιτροπής ελέγχου φαίνεται και από του κώδικες για την Εταιρική Διακυβέρνηση που έχουν θεσπιστεί σε όλες τις χώρες. Συγκεκριμένα στον κώδικα της επιτροπής *Cadbury*, πάνω στον οποίο βασίστηκαν οι περισσότεροι κώδικες Εταιρικής Διακυβέρνησης στον κόσμο, αναφέρει ότι οι εταιρείες πρέπει να θεσπίσουν Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου που θα απαρτίζεται κατά πλειοψηφία από μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου. **(Παπαστάθης Σ. Π., 2003)**

Στη **Λευκή Βίβλο** της επιτροπής για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα τονίζεται ότι το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να εξασφαλίζει προς τη γενική συνέλευση των μετόχων, ότι οι ασκούντες εσωτερικό (ανεξάρτητο) έλεγχο στην επιχείρηση έχουν την οικονομική και λειτουργική αυτονομία,

ώστε να επιτελούν το έργο τους με πληρότητα. Θα πρέπει επίσης το διοικητικό συμβούλιο να παρέχει όλα τα απαραίτητα μέσα τα οποία διευκολύνουν την άσκηση κατάλληλου και αποδοτικού εσωτερικού ελέγχου. Επίσης ενθαρρύνεται η σύσταση επιτροπή ελέγχου η οποία θα απαρτίζεται από μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου, των οποίων η εξουσία και τα καθήκοντα περιγράφονται ευκρινώς κατά των διορισμό τους από τη γενική συνέλευση των μετόχων. **(Παπαστάθης Σ. Π., 2003)**

Επίσης στο κείμενο αρχών του Συνδέσμου Ελλήνων Βιομηχάνων για την εφαρμογή Εταιρικής Διακυβέρνησης τονίζεται ότι η οργάνωση και λειτουργία εσωτερικού ελέγχου αποτελεί βασική προϋπόθεση της εταιρικής διακυβέρνησης. Τονίζει την ανεξαρτησία του εσωτερικού ελέγχου και περιγράφει τις αρμοδιότητές του. Τέλος για την αποτελεσματικότερη διοίκηση της εταιρίας συνιστάται εκτός των άλλων η σύσταση επιτροπής ελέγχου. **(Παπαστάθης Σ. Π., 2003)**

Στην 2577 πράξη της Τράπεζας της Ελλάδος, το 2006 με θέμα <<Πλαίσιο αρχών λειτουργίας και κριτηρίων αξιολόγησης της οργάνωσης και των Συστημάτων Εσωτερικού Ελέγχου των πιστωτικών και χρηματοδοτικών ιδρυμάτων και σχετικές αρμοδιότητες των διοικητικών τους οργάνων>>, αναλύεται μεταξύ άλλων, ο εσωτερικός έλεγχος των πιστωτικών ιδρυμάτων, και επισημαίνεται ότι οι βέλτιστες αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτελούν αναπόσπαστο τμήμα του ΣΕΕ των πιστωτικών και των χρηματοδοτικών ιδρυμάτων. **(Παπαστάθης Σ. Π., 2003)**

Βλέπουμε λοιπόν πόσο σημαντικό ρόλο παίζει ο εσωτερικός έλεγχος στην Εταιρική διακυβέρνηση. Η έννοια του εσωτερικού ελέγχου, σηματοδοτεί μια νέα επιχειρηματική αντίληψη που μέσα στο σύγχρονο και ανταγωνιστικό περιβάλλον δημιουργεί στρατηγικό πλεονέκτημα για την επιχείρηση. Τελειώνοντας, Την αναγκαιότητα του εσωτερικού ελέγχου τη δίνει με γλαφυρότητα και απλότητα με κλασσικό παράδειγμα ο Γάλλος Pierre A. Dussaulx, το 1970, ο οποίος μεταξύ άλλων αναφέρει:

> *…κάθε ζωντανός οργανισμός, κάθε μηχανή, είναι προικισμένοι είτε από τη φύση, είτε από τον κατασκευαστή τους, με ρυθμιστικές διευθετήσεις, προορισμένες να πειθαρχούν τις κινήσεις τους και να συγκρατούν τη συνοχή στις δομές του. Υπό ομαλό καθεστώς πορείας ή καλής υγείας ο αντανακλαστικός χαρακτήρας των οργάνων τούτων εγγυάται την ασφάλεια της πορείας και προφυλάσσει το σύνολο από περιπέτειες, υπό τον όρο, ότι από καιρό σε καιρό μια ευσυνείδητη παρέμβαση θα επιβεβαιώνει την καλή τους λειτουργία.* **(Pierre A Dussaulx, 1970)**

2.1. Είδη Εσωτερικού Ελέγχου

Ο εσωτερικός έλεγχος δεν αναφέρεται μόνο στα οικονομικά στοιχεία αλλά καλύπτει όλους τους χώρους. Ελέγχει όλες τις λειτουργίες, χωρίς να περιορίζεται σε αντικείμενα, και αυτό γιατί κάθε αντικείμενο ελέγχου στην

πράξη υπεισέρχεται σε άλλα ήδη ελέγχου. Τα είδη ελέγχου προέρχονται από τον διαχωρισμό των λειτουργιών σε γενικές κατηγορίες, με την παρατήρηση ότι κάθε λειτουργία εντάσσεται σε μία γενική κατηγορία. Από τα βασικότερα είδη του Εσωτερικού ελέγχου αποτελούν οι Διοικητικοί Έλεγχοι. Οι εν λόγω έλεγχοι ασχολούνται με τις μεθόδους που αφορούν στο διοικητικό τομέα της επιχείρησης και αξιολογούν την αποτελεσματικότητά του. **(Παπαστάθης Σ. Π., 2003)**

2.2 Οικονομικοί Έλεγχοι

Ο έλεγχος αυτός ασχολείται με τις ενέργειες της επιχείρησης που έχουν επίπτωση στην διασφάλιση της περιουσίας της επιχείρησης, στην λογιστική απεικόνιση των οικονομικών γεγονότων της επιχείρησης καθώς και στην δημοσιευόμενη οικονομική πληροφορία από την επιχείρηση. Ειδικότερα ενδιαφέρεται για την αξιοπιστία, την κανονικότητα και την ειλικρίνεια της λογιστικής και οικονομικής πληροφορίας

Οι οικονομικοί έλεγχοι (*Financial Audits*), στοχεύουν στην επαλήθευση της ακρίβειας, της ειλικρίνειας και της αξιοπιστίας των οικονομικών καταστάσεων και στοιχείων, στην εξασφάλιση της σωστής απεικόνισης των συναλλαγών, την εξακρίβωση της νομιμότητας, της αποδοτικότητας των οικονομικών πόρων, της σωστής διαχείρισης αυτών, μέσω διαδικασιών για συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

Οι έλεγχοι αυτοί διενεργούνται με κάθε λεπτομέρεια επί των οικονομικών στοιχείων, των επιμέρους δοσοληψιών –συναλλαγών και επί κάθε είδους οικονομικού φαινομένου, παρέχοντας τις ανάλογες πληροφορίες στην εκάστοτε διοίκηση για τη λήψη επιχειρηματικών αποφάσεων. Αφού γίνεται αναφορά στους οικονομικούς ελέγχους θα πρέπει να τονισθεί ιδιαιτέρως πως οι εσωτερικοί ελεγκτές δεν συντάσσουν ισολογισμούς, αντικείμενο που αφορά τον προϊστάμενο του λογιστηρίου. **(Παπαστάθης Σ. Π., 2003 & Παπαδάτου Θ., 2005)**

2.2.1 Διοικητικοί Έλεγχοι

Οι διοικητικοί έλεγχοι (*Management Audits*) κινούνται σε ένα ευρύτερο πεδίο δράσης, σε αντίθεση από τους οικονομικούς και λειτουργικούς ελέγχους, έχουν ευρύτερους αντικειμενικούς στόχους, οι οποίοι συνίστανται στο να εξετάζουν και να αξιολογούν, βάσει αντικειμενικών και επιστημονικών μεθόδων, την συνολική διοικητική αποτελεσματικότητα της επιχείρησης-φορέα, καθώς και τις επιμέρους διοικητικές λειτουργίες αυτής, σύμφωνα με τις τεχνικές – μεθόδους και τους αποδεχτούς κανόνες της διοικητικής επιστήμης.

Οι διοικητικοί Εσωτερικοί Έλεγχοι εξετάζουν το βαθμό διοικητικής αποτελεσματικότητας, οργάνωσης, συνεργασίας και επικοινωνίας όλων των διοικητικών ιεραρχικών επιπέδων του οργανισμού, καθώς επίσης τις ιδιαιτερότητες και τις αδυναμίες του τρόπου λειτουργίας των. Στοχεύουν στην αξιολόγηση του συστήματος διοικητικού Εσωτερικού Ελέγχου, στην

επισήμανση αδυναμιών και αιτιών που τις προκαλούν, καθώς και στις συνέπειες των αδυναμιών αυτών.

Διερευνούν, εξετάζουν και αξιολογούν την αποτελεσματικότητα του σχεδιασμού και τη στρατηγική του φορέα ως προς το βαθμό υλοποίησης και την επίτευξη των τεθέντων στόχων.

Οι διοικητικοί έλεγχοι εξετάζουν το κατά πόσο διαχειρίζονται κατά τον άρτιο τρόπο τα διαθέσιμα μέσα και πόροι. Εξετάζουν τους λόγους και τα αίτια αποχώρησης του εξειδικευμένου προσωπικού και τις επιπτώσεις των αποχωρήσεων αυτών.Επίσης, εξετάζουν τη συμμόρφωση των εργαζομένων προς τις εξουσιοδοτήσεις, τα σχέδια δράσης τις αποφάσεις της διοίκησης και γενικότερα την πολιτική διοίκησης της εταιρείας. Αποβλέπουν στη διερεύνηση του κατά πόσο το ανθρώπινο δυναμικό αξιολογείται και αξιοποιείται κατά τον καλύτερο δυνατό τρόπο, αν είναι προσηλωμένο και εγκλιματισμένο στο περιβάλλον που εργάζεται, αν είναι ενήμερο για τους στόχους της επιχείρησης και αν συμμετέχει ενεργά στην υλοποίηση αυτών. Επίσης, αν υπάρχει πολιτική κουλτούρας μέσα στο φορέα. Αν οι σχέσεις των εργαζομένων με τον φορέα, είναι σε καλό επίπεδο συνεργασίας και αν επιλύονται άμεσα τα προβλήματα των και αποβαίνουν σε βάρος και των δύο μερών. Γενικότερα, οι διοικητικοί έλεγχοι αξιολογούν την υπάρχουσα πολιτική διοίκησης προσωπικού, το κατά πόσο τα συστήματα διοίκησης λειτουργούν αποδοτικά, προκειμένου να συμβάλουν αποτελεσματικά στην επίτευξη συγκεκριμένων στόχων με το ελάχιστο δυνατό κόστος και με το μεγαλύτερο όφελος.

Εν κατακλείδι, οι διοικητικοί έλεγχοι καλύπτουν λειτουργίες που αφορούν άμεσα το λειτουργικό , διοικητικό σκέλος όλων των ιεραρχικών επιπέδων δίνοντας δυνατότητα στη διοίκηση να έχει γνώση της γενικότερης διοικητικής λειτουργίας της επιχείρησης. **(Παπαστάθης Σ. Π., 2003)**

2.2.2 Λειτουργικοί Έλεγχοι

Το είδος αυτό του ελέγχου προέρχεται από την εξέλιξη της έννοιας του ελέγχου μέσα στο χρόνο και περικλείει την ιδέα της ικανότητας να προσδιορισθούν οι σκοποί- στόχευσης επιχείρησης και να μετρηθούν τα επιτεύγματα. Θέτει επίσης το πρόβλημα του βέλτιστου τρόπου εκμετάλλευσης των χρησιμοποιουμένων πηγών.

Δεν ελέγχει απευθείας τα αποτελέσματα της επιχείρησης, αλλά τις διαδικασίες, τις μεθόδους που χρησιμοποιήθηκαν για να φθάσει σ' αυτά τα αποτελέσματα. Το σημαντικότερο όμως χαρακτηριστικό του είναι ότι εξετάζει τα επιτεύγματα της επιχείρησης σε σχέση με το περιβάλλον της (εσωτερικό και εξωτερικό).

Σε σχέση με το δεύτερο επίπεδο ελέγχου, αυτό της επαλήθευσης-αξιολόγησης, ο έλεγχος της διαχείρισης μπορεί να ορισθεί ως:

Η αξιολόγηση και κρίση των επιτευγμάτων της επιχείρησης βραχύχρονα και μακρόχρονα, σε σχέση με το περιβάλλον της (εσωτερικό και

εξωτερικό) και με *τον* τρόπο εκμετάλλευσης των χρησιμοποιουμένων πηγών. **(Παπαστάθης Σ. Π., 2003)**

2.2.3 Έλεγχοι Παραγωγής

Οι Έλεγχοι Παραγωγής ασχολούνται με το αν και κατά πόσο τηρούνται οι διαδικασίες παραγωγής που έχουν θεσπιστεί από τη διοίκηση, σε όλο το εύρος της παραγωγικής διαδικασίας. Συγκεκριμένα, ελέγχουν τις παραγόμενες ποσότητες, τη διαχείριση του μηχανολογικού εξοπλισμού, την καταλληλότητα του προσωπικού που εμπλέκεται στην παραγωγική διαδικασία, την διαδικασία έλεγχου των αποθεμάτων σε έτοιμα και ημικατεργασμένα, το επίπεδο τήρησης των προδιαγραφών ποιοτικού έλεγχου των προϊόντων κ.α.[1]

2.2.4 Έλεγχοι Διαχείρισης

Το είδος αυτό του ελέγχου προέρχεται από την εξέλιξη της έννοιας του ελέγχου μέσα στο χρόνο και περικλείει την ιδέα της ικανότητας να προσδιορισθούν οι σκοποί- στόχοι της επιχείρησης και να μετρηθούν τα επιτεύγματα. Θέτει επίσης το πρόβλημα του βέλτιστου τρόπου εκμετάλλευσης των χρησιμοποιουμένων πηγών. Δεν ελέγχει απευθείας τα αποτελέσματα της επιχείρησης, αλλά τις διαδικασίες, τις μεθόδους που χρησιμοποιήθηκαν για να φθάσει σ' αυτά τα αποτελέσματα. Το σημαντικότερο όμως χαρακτηριστικό του είναι ότι εξετάζει τα επιτεύγματα της επιχείρησης σε σχέση με το περιβάλλον της (εσωτερικό και εξωτερικό).

Σε σχέση με το δεύτερο επίπεδο ελέγχου, αυτό της επαλήθευσης-αξιολόγησης, ο έλεγχος της διαχείρισης μπορεί να ορισθεί ως: Η αξιολόγηση και κρίση των επιτευγμάτων της επιχείρησης βραχύχρονα και μακρόχρονα, σε σχέση με το περιβάλλον της (εσωτερικό και εξωτερικό) και με *τον* τρόπο εκμετάλλευσης των χρησιμοποιουμένων πηγών. **(Παπαστάθης Σ. Π., 2003)**

2.3. Αρμοδιότητες Εσωτερικού Ελέγχου

Είναι σημαντικό να προσδιοριστούν σε αυτό το σημείο οι αρμοδιότητες της Διεύθυνσης Εσωτερικού Ελέγχου κάθε επιχείρησης. Ο αριθμός των αρμοδιοτήτων αυτών είναι ιδιαίτερα υψηλός, λόγω της σημαντικής και καίριας θέσης που κατέχει ο Εσωτερικός Έλεγχος μέσα σε μία επιχείρηση. Παρακάτω αναφέρονται οι βασικότερες εξ αυτών έτσι όπως έχουν καταγραφεί από τους Καζαντζής Λ. Χ., (2006), Παπαδάτου, Κ.,(2005) και Παπαστάθης Σ. Ρ., (2003).

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει αυτές τις αρμοδιότητες σύμφωνα με τον Σ. Π. Παπαστάθη, 2003.**(Παπαστάθης Σ. Π., 2003)**

[1] Πρότυπα για την επαγγελματική εφαρμογή εσωτερικού ελέγχου του Ελληνικού Ινστιτούτου Εσωτερικών Ελεγκτών, (2001) : http://www.hiia.gr/

Αρμοδιότητες Εσωτερικού Ελέγχου		
1. Προσδιορισμός και περιοδική αναθεώρηση των ελεγκτικών αναγκών της επιχείρησης και η κατάρτιση ελεγκτικού χρονοδιαγράμματος.	7. Προστασία για την επαρκή φύλαξη των περιουσιακών στοιχείων από κλοπές, απώλειες και φθορές, καθώς και διαπίστωση της οικονομικής και αποτελεσματικής εκμετάλλευσης τους μέσω υποβολής και οικονομικής αξιολόγησης σχετικών προτάσεων για περιορισμό του κόστους.	13. Περιοδική επιβεβαίωση και κατά αντικειμενικό τρόπο πιστοποίηση της λειτουργίας της επιχείρησης και σύγκριση των αρχικών στόχων με το αποτέλεσμα.
2. Διενέργεια Εσωτερικού Ελέγχου σε όλα τα ελεγκτικά συστήματα και τις διαδικασίες της επιχείρησης καθώς και αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας και της επάρκειας τους.	8. Σύνταξη εκθέσεων για τα ευρήματα του ελέγχου και υποβολή προτάσεων βελτίωσης στην Επιτροπή Ελέγχου και τη Διοίκηση της επιχείρησης.	14. Μέτρηση απόδοσης του Management σε όλα τα επίπεδα, εξαιρουμένης αυτής της διοίκησης, που αποβλέπει στη σωστή διαχείριση των παραγωγικών μέσων και πόρων.
3. Επιβεβαίωση της εγκυρότητας των πληροφοριών και των στοιχείων μέσα από έλεγχο των μηχανογραφικών συστημάτων.	9. Διενέργεια κατασταλτικών ελέγχων σε όλες τις Υπηρεσίες της επιχείρησης, καθώς και ειδικών ελέγχων, ελέγχων ποιότητας, η διερεύνηση ειδικών θεμάτων, περιπτώσεων απάτης, κλπ.	15. Αξιολόγηση της απόδοσης των επενδυτών σύμφωνα με τον αρχικό σχεδιασμό.
4. Έλεγχος των συστημάτων πληροφορικής.	10. Συμβουλευτική συμμετοχή στην ανάπτυξη νέων διαδικασιών και συστημάτων, με στόχο την καθιέρωση αποτελεσματικών συστημάτων ελέγχου.	16. Αποφυγή ατασθαλιών, καταχρήσεων, κλοπών, φθορών, απόκρυψης στοιχείων, προσπορισμού οικονομικών οφελών, καθώς και αδιαφορίας των ιθυνόντων.
5. Συστηματική παρακολούθηση και αξιολόγηση του επιχειρηματικού κινδύνου καθώς και	11. Επικοινωνία με τους Εξωτερικούς Ελεγκτές για το συντονισμό του ελεγκτικού τους έργου.	17. Τήρηση των προδιαγραφών του ποιοτικού ελέγχου.

αποτελεσματική διαχείριση αυτού.		
6. Έλεγχος συμμόρφωσης όλων των υπηρεσιών της επιχείρησης με τους ισχύοντες Νόμους και διατάξεις.	12. Ύπαρξη επαρκούς συστήματος οργάνωσης σε όλα τα ιεραρχικά επίπεδα, καθώς και διαδικασιών και εξουσιοδοτήσεων που ρυθμίζουν τις σχέσεις συναλλαγών – συνεργασίας με τρίτους.	18. Αξιοποίηση και αποδοτικότητα των μέσων παραγωγής, συντήρηση του μηχανολογικού εξοπλισμού, διαχείριση των αποθεμάτων, καθώς και διάθεση των προϊόντων.

2.4 Σκοπός Εσωτερικού Ελέγχου

Η σύγχρονη λειτουργία του εσωτερικού ελέγχου παρέχει ουσιαστική βοήθεια στη λειτουργιά του management καθώς και στους εξωτερικούς ελεγκτές. Επιπλέον ο εσωτερικός έλεγχος παίζει ιδιαίτερο ρολό στη διασφάλιση επαρκών και αποτελεσματικών μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης. Ακόμη είναι πολύ σημαντικός καθώς περιλαμβάνει μεγάλο εύρος πιθανών ελέγχων που καλύπτουν πολλές λειτουργίες της επιχείρησης. Επίσης, ο εσωτερικός έλεγχος παρέχει ασφάλεια εκτιμώντας διαφορετικά θέματα και είναι η μοναδική λειτουργία στα πλαίσια ενός οργανισμού που εξασφαλίζει τόση ασφάλεια. **(Staciokas R. & Rupsys R., 2005)**

Ο σκοπός του συστήματος εσωτερικού ελέγχου είναι να παρέχει επαρκή εξασφάλιση στην διοίκηση του Οργανισμού σχετικά με:

- την αξιοπιστία και αρτιότητα των πληροφοριών
- τη συμμόρφωση των οργάνων προς τις πολιτικές, τα προγράμματα, διαδικασίες, τους νόμους και τις διατάξεις
- την οικονομική και αποτελεσματική χρήση των πόρων
- την διασφάλιση των περιουσιακών στοιχείων.

1. Το σύστημα εσωτερικού ελέγχου αποτελεί εργαλείο της διοίκησης για την υλοποίηση των στρατηγικών στόχων της, παρέχοντας τη δυνατότητα εκτίμησης και μέτρησης του αποτελέσματος και τη σύγκριση αυτού με τους αρχικούς στόχους. Επίσης, συμπεριλαμβάνει στη δομή του, εσωτερικό έλεγχο για την αξιολόγηση της λειτουργίας του ίδιου του συστήματος εσωτερικού ελέγχου αλλά και αποβλέπει στην θέσπιση συγκεκριμένων δικλείδων ασφαλείας ελέγχου, στο ίδιο το σύστημα προκειμένου να συμβάλλει στον συντονισμό και την αρμονική συνύπαρξη μεταξύ των λειτουργιών του. **(Παπαστάθης Σ. Π., 2003)**

Ο σκοπός του συστήματος εσωτερικού ελέγχου και ειδικότερα ο βαθμός της επίτευξης αυτού του σκοπού αποτελεί το βασικό σημείο ελέγχου του εσωτερικού ελέγχου, ως ανεξάρτητης λειτουργίας του οργανισμού διότι:

- Το σύστημα εσωτερικού ελέγχου περικλείει ένα υποχρεωτικό διοικητικό και λειτουργικό έλεγχο σε πρώτο επίπεδο, η εφαρμογή του οποίου σχεδιάζεται και επιβάλλεται από τη Διοίκηση του οργανισμού.
- Η λειτουργία του εσωτερικού ελέγχου αποτελεί ένα πρόσθετο, προαιρετικό, βοηθητικό εργαλείο της Διοίκησης, το οποίο χρησιμοποιείται σε δεύτερο στάδιο προκειμένου να επαληθεύσει αν υπάρχει το σύστημα εσωτερικού ελέγχου και αν εφαρμόζεται αποτελεσματικά.

Η σημασία του συστήματος εσωτερικού ελέγχου για τις επιχειρήσεις έχει αναγνωρισθεί από πολλών χρόνων. Το Αμερικανικό Ινστιτούτο Ορκωτών Λογιστών από το 1947 υποστήριξε ότι οι πιο κάτω παράγοντες συνεισέφεραν τα μέγιστα στη συνεχώς αυξανόμενη αναγνώριση της σημαντικότητας του εσωτερικού ελέγχου.

2. Ο σκοπός και το μέγεθος των οικονομικών μονάδων έχουν γίνει σύνθετοι και εκτενείς με αποτέλεσμα οι διοικήσεις τους να έχουν ανάγκη στοιχείων, αναλύσεων και εκθέσεων από τα επιμέρους συστατικά του εσωτερικού ελέγχου προκειμένου να τις διοικήσουν αποδοτικά και αποτελεσματικά. **(Παπαστάθης Σ. Π., 2003)**

3. Οι εγγενείς έλεγχοι και δοκιμασίες ενός καλού συστήματος εσωτερικού ελέγχου δημιουργούν μια ασπίδα προστασίας της οικονομικής μονάδας από τις ανθρώπινες αδυναμίες και μειώνουν την πιθανότητα πραγματοποίησης σφαλμάτων ή ανωμαλιών. Είναι ανεδαφικό για τους εξωτερικούς ελεγκτές να πραγματοποιούν ελέγχους εντός των οικονομικών ορίων των αμοιβών ελέγχου χωρίς να εμπιστεύονται το σύστημα εσωτερικού ελέγχου της ελεγχόμενης οικονομικής μονάδας. **(Παπαστάθης Σ. Π., 2003)**

Εξήντα περίπου χρόνια μετά την πιο πάνω δημοσίευση, η σημασία και η αναγνώριση του συστήματος εσωτερικού ελέγχου είναι ακόμη μεγαλύτερη.

Στη χώρα μας με το άρθρο 6 του Ν 3016/2002 περί εταιρικής διακυβέρνησης ορίζονται τα εξής:

Αρθρο 6 του Ν 3016/2002 περί εταιρικής διακυβέρνησης	
I. Προκειμένου μια εταιρία να εισαγάγει μετοχές ή άλλες κινητές αξίες της σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, κατά την υποβολή της αίτησης περί εισαγωγής πρέπει να διαθέτει Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας. Ο Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας καταρτίζεται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας.	
II. Το ελάχιστο περιεχόμενο του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας πρέπει να περιλαμβάνει:	**i.** Τη διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρείας, τα αντικείμενα τους, καθώς και τη σχέση των υπηρεσιών μεταξύ τους και με τη διοίκηση. Πρέπει να προβλέπονται τουλάχιστον υπηρεσίες Εσωτερικού Ελέγχου, Εξυπηρέτησης Μετόχων και Εταιρικών Ανακοινώσεων.
	ii. Τον προσδιορισμό των αρμοδιοτήτων των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.
	iii. Τις διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών της εταιρείας και στη συνέχεια αξιολόγησης της απόδοσης τους
	iv. Τις διαδικασίες παρακολούθησης των συναλλαγών των μελών του διοικητικού συμβουλίου, των διευθυντικών στελεχών και των προσώπων που, εξαιτίας της όχέσης τους με την εταιρία, κατέχουν εσωτερική πληροφόρηση σε κινητές αξίες της εταιρείας, ή συνδεδεμένων επιχειρήσεων κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ.5 του Κ,Ν.2190/1920, εφόσον αυτές είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, καθώς και από άλλες δραστηριότητες που συνδέονται με την εταιρία.
	v. Τις διαδικασίες προαναγγελίας και δημόσιας γνωστοποίησης σημαντικών συναλλαγών και άλλων οικονομικών δραστηριοτήτων των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή τρίτων στους οποίους έχουν ανατεθεί αρμοδιότητες του διοικητικού συμβουλίου, οι οποίες σχετίζονται με την εταιρία, καθώς και με βασικούς πελάτες ή προμηθευτές της.
	vi. Τους κανόνες που διέπουν τις συναλλαγές μεταξύ συνδεδεμένων εταιρειών, την παρακολούθηση των συναλλαγών αυτών και ην κατάλληλη γνωστοποίηση τους στα όργανα και τους μετόχους της εταιρείας.

(Παπαστάθης Σ. Π., 2003)

2.5 Βασικές αρχές ενός συστήματος εσωτερικού ελέγχου (Σ.Ε.Ε.)

Ο εσωτερικός έλεγχος στοχεύει στην προώθηση της εύρυθμης λειτουργιάς της επιχείρησης σε όλους τους τομείς αντιμετωπίζοντας την ως μια οργανωτική οντότητα που υπάρχει και λειτούργει για την υποβοήθηση της επίτευξης συγκεκριμένων στόχων. Ένα ορθολογικά σχεδιασμένο Σύστημα Εσωτερικού Ελέγχου, λαμβάνοντας υπόψη τις ιδιαίτερες συνθήκες της εκάστοτε επιχείρησης, πρέπει να πληροί κάποιους όρους, μερικοί από τους οποίους αφορούν στην εφαρμογή των γενικών αρχών και κανόνων του εσωτερικού ελέγχου. Οι αρχές και κανόνες αυτοί προκύπτουν ως συνέπεια των στόχων που καλείται να υλοποιήσει ο εσωτερικός έλεγχος.

Όσον αφορά στις βασικές αρχές του Σ.Ε.Ε. αναφέρονται τα εξής (Παραστάτης, 2003, Φάκος 2007)

1. Ο σαφής διαχωρισμός των τριών λειτουργιών της οικονομικής μονάδας, οι οποίες είναι, η συναλλαγματική, η διαχειριστική και η λογιστική
2. Η κατανομή αρμοδιοτήτων και ευθυνών του προσωπικού της οικονομικής μονάδας
3. Η διενέργεια φυσικών ελέγχων
4. Η διενέργεια αριθμητικών και λογιστικών ελέγχων
5. Η λήψη μέτρων προστασίας των περιουσιακών στοιχείων της,

(Παπαστάθης Σ. Π., 2003)

Εν κατακλείδι η γνώση των βασικών αρχών ενός Σ.Ε.Ε. είναι ιδιαίτερα σημαντική προκειμένου να μυηθεί κάποιος στην φιλοσοφία και στη δομή των λειτουργιών του ιδίου του συστήματος ώστε να αποκτήσει τις κατάλληλες εκείνες γνώσεις και ικανότητες για την καλύτερη αξιολόγηση των λειτουργιών και των διαδικασιών αυτού. Παρακάτω αναφέρονται ενδεικτικά δύο από αυτές όπως παρουσιάζονται από τους Καζαντής Χ. Ι., το 2006, και Παπαστάθης Σ. Π., το 2003, :

Κατάλληλη στελέχωση:

Η σωστή στελέχωση από εξειδικευμένο στελεχιακό δυναμικό, και ο ανάλογος αριθμός αυτού πρέπει να προσεχθεί ιδιαίτερα σε μια σύγχρονη επιχείρηση και ειδικά σε μια περίοδο με τάσεις διεθνοποιημένης αγοράς που δεν επιδέχεται πειραματισμούς για κακή επιλογή στελεχιακού δυναμικού. Ανάλογη προσοχή πρέπει επίσης να δοθεί στη σωστή αξιολόγηση και αξιοποίηση του εργατικού δυναμικού από τα στελέχη μέχρι και τον απλό και ανειδίκευτο εργαζόμενο. Η σωστή αξιολόγηση και αξιοποίηση του εργατικού δυναμικού αποτελεί εξάλλου έναν από τους κύριους συντελεστής επιτυχίας κάθε κρατικού ή ιδιωτικού φορέα. **(Παπαστάθης Σ. Π., 2003 & Καζαντής Χ.Ι., 2006)**

Αποκέντρωση της διοίκησης:

Λαμβάνοντας υπόψη το βαθμό της οργάνωσης και της σχετικής στελέχωσης, η διοίκηση, καθώς και κάθε τμήμα της επιχείρησης θα πρέπει ανάλογα να μεριμνούν, ώστε:

- Να λαμβάνονται μέτρα για την εκχώρηση όσο το δυνατόν περισσότερων αρμοδιοτήτων σε όλα τα ιεραρχικά επίπεδα.
- Το κάθε τμήμα στην περιοχή του να ασκεί όσο το δυνατόν περισσότερες εξουσίες, να έχει περισσότερες ευθύνες και να είναι απολύτως υπεύθυνο για τα αποτελέσματα των δραστηριοτήτων τόσο σε επίπεδο τμήματος όσο και σε επίπεδο ατόμων.
- Να γίνεται αξιολόγηση των ενεργειών και μέτρηση των αποτελεσμάτων τόσο των διοικητικών οργάνων όσο και των αρμοδίων τμημάτων και αναλόγως να λαμβάνονται μέτρα.
- Να υπάρχει σαφής διαχωρισμός καθηκόντων και ευθυνών, σε όλα τα επίπεδα της πυραμίδας. Επίσης, κανένα τμήμα, παραγωγική μονάδα ή άτομο δεν πρέπει να έχει την αποκλειστική γνώση και εξουσία για οποιαδήποτε σημαντική λειτουργία ή συναλλαγή. Οι σημαντικές αυτές εργασίες δεν επιτρέπεται να ολοκληρώνονται από έναν και μόνο υπάλληλο, αλλά η εργασία κάθε υπαλλήλου πρέπει να συμπληρώνεται, οπωσδήποτε, από την εργασία τουλάχιστον ενός ακόμα υπαλλήλου και να ελέγχεται από κάποιον τρίτο.
- Να υπάρχει διασφάλιση των συναλλαγών. Κάθε συναλλαγή, γεγονός της επιχειρηματικής δραστηριότητας θα πρέπει να γίνεται σύμφωνα με τις υπάρχουσες πολιτικές και διαδικασίες και τις κατευθύνσεις της διοίκησης. **(Παπαστάθης Σ. Π., 2003 & Καζαντής Χ.Ι., 2006)**

Ειδικότερα για το ζήτημα των συναλλαγών, κάθε μία από αυτές θα πρέπει να
ακολουθεί τέσσερα στάδια σύμφωνα με τον Τσακλάγκανο Α. Ά.,το 2005 :

1. Της εξουσιοδότησης. Να εκχωρούνται εξουσιοδοτήσεις σε συγκεκριμένα άτομα που θα χειρίζονται τις συναλλαγές σε όλες τις φάσεις και μέχρι ποιο ποσό.
2. Της έγκρισης. Κάθε συναλλαγή πρέπει να εγκρίνεται, πριν την εκτέλεση της. Κάθε έγκριση συναλλαγής εκ των υστέρων εγκυμονεί κινδύνους για την επιχείρηση και τους εργαζομένους.
3. Της εκτέλεσης. Για κάθε εκτέλεση πρέπει να προηγείται η διαδικασία της έγκρισης.
4. Της καταγραφής. Η άμεση καταγραφή της συναλλαγής, μετά την εκτέλεση, είναι μια δικλείδα ασφαλείας προς αποφυγή επανάληψης της ίδιας συναλλαγής και παροχή άμεσης εικόνας των συναλλαγών. **(Τσακλάγκανος Α. Α., 2005)**

3. Συστήματα Εταιρικης Διακυβέρνησης (ΕΔ)

1. Γενικά

Η ύπαρξη ισχυρών συστημάτων ΕΔ επιδρά με θετικότατο τρόπο στις επιχειρήσεις και την οικονομία κάθε χώρας. Περαιτέρω, έχει καταγραφεί θετική χρηματιστηριακή αντίδραση για εταιρείες που θιοθετούν κώδικες βέτλτιστης συμπεριφοράς, δηλαδή προτάσεις ενίσχυσης των συστημάτων ΕΔ **(Τραυλός Νικ. Γ., 2004)**. Αντίθετα, η έλλειψη αυτών αποτρέπει την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς. **(Τραυλός Νικ. Γ., 2003)**

2. Μονιστικό και Δυαδικό Σύστημα ΕΔ

Η ανάγκη αναδιάρθρωσης του ΔΣ εξετάζεται διαφορετικά στα *μονιστικά συστήματα* - μετάξύ των οποίων συγκαταλέγεται και η χώρα μας – απ' ό,τι στα *δυαδικά συστήματα*, όπου διακρίνεται ήδη ενα όργανο εκτελεστικό και ένα εποπτικό – μεταξύ οποίων συγκαταλέγεται η Γερμανία, η Ολλανδία και εν μέρει η Γαλλία -.**(Αθανασίου Λ., 2003)**

Το μονιστικό σύστημα (*one-tier system* ή *unitary system*), καρπός του αγγλοσαξονικού δικαίου, ακολουθείται απο τις περισσότερες ευρωπαικές χώρες, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγεται και η Ελλάδα. Σύμφωνα με το εν λόγω σύστημα, το ΔΣ ασκεί συγχρόνως τη γενική διεύθυνση, τον έλεγχο και τη διοίκηση της εταιρίας, ενώ η σωστή λειτουργία του προυποθέτει ένα υποκατάστατο του εποπτικού οργανου ελεγκτικό σύστημα, όπως είναι οι μηχανισμοί της καεφαλαιαγοράς και η αυτορύθμιση. **(Anastassopoulou I., 2005)**

Το δυαδικό σύστημα (*two-tier system*) εφαρμόζεται κυρίως στη Γερμανία και την Ολλανδία, είναι όμως γνωστό και στη Γαλλία. Στα πλαίσια του εν λόγω συστήματος υφίσταται διακριτό όργανο διοίκησης και εποπτικό οργανο. **(Anastassopoulou I., 2005)**

Η αντιπαλότητα των δύο συστημάτων ενισχύθηκε και με την παραχώρηση δικαιώματος επιλογής ενός εκ των συστημάτων αυτών, από τον υπ' αριθμόν 2157/2001 Κανονισμό για την Ευρωπαική Εταιρεία[2] **(Κανονισμός**

[2] Η δυνατότητα επιλογής μονιστικού συστήματος θεωρήθηκε επαναστατικό μέτρο σε χώρες, όπως η Γερμανία, στις οποίες παραδοσιακά ίσχυε το δυαδικό σύστημα διακυβέρνησης. Ειδικότερα στη Γερμανία, η νομοθεσία γνωρίζει μόνο το δυαδικό σύστημα διακυβέρνησης. Ωστόσο πλέον ο γερμανός νομοθέτης οφείλει να δημιουργήσει διατάξεις που να εισάγουν το μονιστικό σύστημα στη γερμανική νομοθεσία, ώστε να διανοιχθεί ο δρόμος στις γερμανικές ευρωπαικές εταιρίες, που επιθυμούν να

2157/2001 του συμβουλίου της 8ης Οκτωβρίου 2001 *Περί του καταστατικού της ευρωπαικής εταιρίας SE*, ΕΕ L. 294/1 της 10.11.2001). Ωστόσο, από μερίδα γερμανών θεωρητικών επεφυλάχθη θετική αποδοχή της εισαγωγής του μονιστικού συστήματος στη γερμανική νομική πραγματικότητα **(Merkt H., 2003).** Παράλληλα, η υψηλού επιπέδου ομάδα εμπειρογνωμόνων εταιρικού δικαίου[3] πρότεινε όλες οι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες, οι οποίες δραστηριοποιούνται εντός ΕΕ, να έχουν τη δυνατότητα να επιλέξουν μεταξύ μονιστικού και δυαδικού συστήματος διακυβέρνησης. Η Επιτροπή στο *Σχέδιο Δράσης 2003*[4] χαιρέτησε την εν λόγω ιδέα-πρόταση **(Hoffman – Becking M., 2004)**. Τέλος, η επιδιωκόμενη ενοποίηση των διαφορετικών συστημάτων διακυβέρνησης είναι περισσότερο εφικτή στα πλαίσια κανονιστικής ρύθμισης, που να χαρακτηρίζεται απο τη μεγαλύτερη δυνατή ευελιξία. **(Merkt H., 2003)**

3. Εναλλακτικά Συστήματα ΕΔ

3.1. Γενικά

Τα κύρια συστήματα ΕΔ , που έχουν καθιερωθεί είναι τα ακόλουθα : α) αγγλοσαξονικό ή *εξωτερικό σύστημα* και β) *εσωτερικό σύστημα*.

3.2. Το αγγλοσαξωνικό ή *εξωτερικό σύστημα*

Κύρια χαρακτηριστικά του συστήματος αυτού (τυπικά παραδείγματα αποτελούν οι ΗΠΑ και το ΗΒ) είναι η ύπαρξη μεγάλων και υψηλής ρευστότητας καεφαλαιαγορών, η μεγάλη διασπορά στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών και η ύπαρξη ενεργητικής αγοράς εταιρικού κεφαλαίου (επιθετικές εξαγορές). Η ύπαρξη μεγάλης διασποράς στα μετοχικά κεφάλαια των εταιρειών οδηγεί στην ανάδυση βραχυπρόθεσμων συμπεριφορών[5], τόσο από την πλευρά των μετόχων, όσο και από την πλευρά της διοίκησης.

υιοθετήσουν το μονιστικό σύστημα. Μάλιστα η αναφυόμενη υποχρέωση του γερμανού νομοθέτη χαρακτηρίζεται ως μέγιστη πρόκληση. **(Hoffman-Becking M., 2004)**

[3] Βλ. High Level Group of Company Law Experts : "*Report on a modern regulatory framework for company law in Europe",* Brussels, November 2002.

[4] Βλ. Ανακοίνωση της Επιτροπής στο Συμβούλιο και το Ευρωπαικό Κοινοβούλιο "*Εκσυγχρονισμός του εταιρικού δικαίου και ενίσχυση της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ευρωπαική Ένωση – ένα πρόγραμμα για την επίτευξη προόδου*", COM (2003) 284 τελικό.

[5] Η μεγάλη διασπορά του μετοχικού κεφαλαίου των εταιρειών, θέτει τους μέτοχους αντιμέτωπους με το πρόβλημα του «ελεύθερου επιβάτη». Με μικρό μερίδιο στην εταιρεία κανένας μέτοχος δεν είναι διαθετειμένος να αναλάβει το έργο της συστηματικής παρακολούθησης και ελεγχου των αποφάσεων της εκτελεστικής διοίκησης, καθώς και το κόστος μια τέτοιας διαδικασίας θα υπερβαίνει το προσδοκώμενο όφελος. **(Σπανός Λ., 2001)**

Η αδυναμία των μετόχων να παρακολουθούν αποτελεσματικά τη λειτουργία της εκτελεστικής διοίκησης, καθιστά την κεφαλαιαγορά ως το κυριότερο μηχανισμό πειθαρχίας. Έτσι κάθε φορά που η εκτελεστική διοίκηση δεν επιτυγχάνει αποτελεσματικά τα συμφέροντα των μετόχων, οι τελευταίοι επιλέγουν τη μαζική έξοδο από τη μετοχή της εταιρείας, επιφέροντας άμεση πτώση της τιμής της και δίνοντας με αυτόν τον τρόπο σήμα προς την εκτελεστική διοίκηση να μεταβάλλει τις πολιτικές της προς την κατεύθυνση της προαγωγής των συμφερόντων τους. Παράλληλα, οι επιχειρήσεις εκτίθενται στην απειλή των (επιθετικών) εξαγορών. **(Σπανος Λ., 2001)**

3.3 Το Εσωτερικό Σύστημα

Κύρια χαρακτηριστικά του συστήματος αυτού (τυπικά παραδείγματα αποτελούν η Ιαπωνία, η Γερμανία, η Γαλλία κ.α.) είναι οι συνήθως μικρές και χαμηλής ρευστότητας κεφαλαιαγορές, η υψηλή συγκέντρωση της μετοχικής ιδιοκτησίας ή των δικαιωμάτων ψήφου, καθώς και η συγκρουσιακή σχέση μεταξύ των ισχυρών μαγαλομετόχων με τους αδύναμους μετόχους της μειοψηφίας (*minority shareholders*). Στο σύστημα αυτό η πρακτική των επιθετικών εξαγορών είναι εξαιρετικά περιορισμένη, ενώ μεγάλα μερίδια μετοχών είναι συγκεντρωμένα στους ιδρυτές της εταιρείας, σε τράπεζες ή σε άλλα χρηματοπιστωτικά ή μη ιδρύματα. Τέλος, στα εσωτερικά συστήματα ΕΔ παρέχεται η δυνατότητα στους μετόχους, να ασκήσουν τον έλεγχο 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. **(Σπανός Λ., 2001)**

3.3.1 Ειδικότερα

Ένα μέρος του ενδιαφέροντος στα πλαίσια του θεσμού της ΕΔ εστιάζεται στις υφιστάμενες διαφορές ανάμεσα στο αμερικανικό συστημα ΕΔ και εκείνα της Γερμανίας και της Ιαπωνίας, των ισχυρότερων δηλαδή ανταγωνιστών των ΗΠΑ.

3.3.2. Το Αμερικανικό Σύστημα ΕΔ

Το αμερικανικό σύστημα ΕΔ χαρακτηρίζεται γενικώς ως σύστημα βασισμένο στην αγορά (*market-based system*). Παράλληλα, οι αμερικανικές κεφαλαιαγορές διακρίνονται για τη ρευστότητατους, ενώ παρατηρείται σχετική διασπορά στο μετοχικό κεφάλαιο των αμερικανικών εταιρειών. Τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη εποπτεύονται απο εξωτερική επιτροπή εταιρικού ελέγχου και από ΔΣ, τα οποία κατά κανόνα στελεχώνονται από ανεξάρτητα μέλη (*outsiders*). Σημειώνεται οτί οι ολοένα αυξανόμενες υποχρεώσεις, που επιβάλλονται στα μέλη του ΔΣ, ωθούν την ΕΔ των αμερικανικών τραπεζών προς την υιοθέτηση του γερμανικού μοντέλου ΕΔ, το οποίο ανέκαθεν πρέσβευε οτί οι υποχρεώσεις των διευθυντών της εταιρίας εκτείνονται πέραν των κελευσμάτων της ομάδας των μετόχων. **(Macey Jon R. – O'Hara M., 2003)**

3.3.3. Το Γερμανικό και Ιαπωνικό Σύστημα ΕΔ

Αντίθετα, το γερμανικό και ιαπωνικό σύστημα ΕΔ χαρακτηρίζονται ως συστήματα προσανατολισμένα στις εσωτερικές σχέσεις (*relationship-oriented systems*)[6]. Η ιδιοκτησία στη Γερμανία και την Ιαπωνία παρουσιάζει υψηλή συγκέντρωση, ενώ οι κεφαλαιαγορές των εν λόγω χωρών είναι συγκριτικά ρηχές. Τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη εποπτεύονται συνδυασμένα από τράπεζες, εταιρικούς μεγαλομετόχους, καθώς και από άλλου είδους ενδοεταιρικές σχέσεις, που διατηρούνται για μακρές χρονικές περιόδους. Οι περιπτώσεις ύπαρξης εξωτερικής επιτροπής ελέγχου είναι ελάχιστες, αν όχι ανύπαρκτες. Οι γερμανικές εταιρείες δεν είναι τόσο προσανατολισμένες στα βραχυπρόθεσμα κέρδη, όπως οι αμερικανικές εταιρείες, αλλά τείνουν να επενδύουν με μακροχρόνιο ορίζοντα. **(Μέκος Κωνστ. Ζ., 2003)**

3. Εναλλακτικά Υποδείγματα ΕΔ

3.1 Το υπόδειγμα των μετόχων (Shareholders Model)

Σύμφωνα με το εν λόγω υπόδειγμα στόχος της επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της. Ωστόσο, όταν υπάρχει διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου, οι διαχειριστές της εταιρείας ενδεχομένως να αποκλίνουν απο την επιδίωξη των αντικειμενικών τους στόχων και να

[6] Στα πλαίσια του συστήματος αυτού, υπάρχει κυβερνητική παρέμβαση για την χάραξη ενος εθνικού σχεδίου και κλαδικών πολιτικών, ενώ παρατηρείται η συγκέντρωση των μετοχών σε λίγους ιδιοκτήτες και η έλλειψη ρευστότητας των κεφαλαιαγορών. **(Μέκος Κωνστ. Ζ., 2003)**

επιδιώκουν τη μεγιστοποίηση της αμοιβής τους, την άμεση άνοδο της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής κ.τ.λ. **(Σπανός Λ., 2001)**

3.2 Το νέο υπόδειγμα των εταίρων (*New Shareholders Model*)

Το *νέο υπόδειγμα των εταίρων* προσδιορίζει με μεγαλύτερη ακρίβεια και σε στενότερα όρια, τα ενδιαφερόμενα προς την εταιρεία μέρη (εταίροι). Υπό την έννοια αυτή, ως εταίροι θεωρούνται όσοι έχουν συνεισφέρει στην επιχείρηση πόρους, υλικούς και άυλους, ανθρώπινους και μη. Στο πλαίσιο αυτό, κεντρική επιδίωξη της ΕΔ είναι η ενθάρρυνση της συνεργασίας μεταξύ των εταίρων για τη δημιουργία πλούτου, θέσεων εργασίας και υγιών οικονιμικά επιχειρήσεων. **(Σπανός Λ., 2001)**

3.3 Το υποδειγμα εντολέα – εντολοδόχου (principal – agent model)

Το εν λόγω υπόδειγμα μελετά τα προβλήματα, που ανακύπτουν απο τη σχέση εντολέα - εντολοδόχου[7], που υφίσταται κυρίως ανάμεσα σε μετόχους και διευθυντικά στελέχη, μετόχους και πιστωτές, τελος, μεγαλομετόχους και μικρομετόχους. Σε κάθε σύστημα που ο εντολέας παραχωρει αρμοδιότητες σε κάποιον άλλο φορέα (εντολοδόχο), προκειμένου ο τελευταίος να αναλαμβάνει πρωτοβουλίες και δραστηριότητες επ' ονόματι του. Τα συμφέροντα του εντολοδόχου συνήθως παρουσιάζουν ορισμένη απόκλιση απο τα συμφέροντα του εντολέα[8]. Η απόκλιση των σχετικών επιδιώξεων οδηγεί σε σύγκρουση συμφερόντων, που καθιστά αναγκαίο τον σχεδιασμό συστημάτων που διασφαλίζουν τα συμφέροντα των εντολέων. **(Τραυλός Νικ. Γ., 2004)**

3.4 Η θεωρία των ατελών συμβολαίων

Το πρόβλημα του *εντολέα – εντολοδόχου* αποτελεί βασικό στοιχείο της θεωρίας των *ατελών συμβολαίων* (*incomplete contracts*). Ιδανικά, ο εντολέας (μέτοχος – επενδυτής) και ο εντολοδόχος (επαγγελματίες διαχειριστές της εταιρείας) θα μπορούσαν να υπογράψουν ένα συμβόλαιο. Σε καθεστώς πλήρους και συμμετρικής πληροφόρησης, όπου οι κεφαλαιαγορές λειτουργούν τέλεια, θα ήταν πράγματι εφικτή η σύναψη πλήρων και τέλειων. Ωστόσο, τα περισσότερα μελλοντικά ενδεχόμενα είναι εξαιρετικά δύσκολο να προβλεφθούν και να περιγραφούν, με αποτέλεσμα να καθίσταται αδύνατη η σύναψη αυτου του είδους συμβολαίων. **(Τραυλός Νικ. Γ., 2004)**

---

[7] Προκειται για μια σχέση μεταξύ δύο ή περισσότερων οικονομούντων ατόμων, κατα την οποία ο εντολέας αναθέτει στον εντολοδόχο την επιτέλεση μίας οικονομικής δραστηριότητας, η οποία επηρεάζει άμεσα την οικονομική ευημερία του εντολέα. **(Ματθαίου– Φωτάκη Μ., Συργιόπουλος Θ., 2006)**

[8] Η απόκλιση ανάμεσα στο επιθυμητό και πραγματικό αποτέλεσμα των αποφάσεων των ανωτάτων διευθυντικών στελεχών ονομάζεται *κόστος αντιπροσώπευσης* (*agency cost*) και σε γενικές γραμμές είναι τόσο μεγαλύτερο όσο μικρότερη είναι η συμμετοχή των managers στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης. **(Τραυλός Νικ., 2004)**

4. Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης

Τα συστήματα ΕΔ που προαναφέραμε βασίζονται σε κάποιες βασικές αρχες ΕΔ. Δεν υφίστανται διεθνώς αποδεκτές αρχές, που να μπορούν να εφαρμοστούν στις δομές όλων τον επιχειρήσεων **(Rezaee Z., 2009)**. Οι αρχές ΕΔ έχουν αναπτυχθεί ως κατευθυντήριες γραμμές και όχι ως απαράβατοι κανόνες, οι οποίες μπορούν να χρησιμοποιηθούν από όλες τις χώρες και αγορές **(Gul, Tsui, 2004)**.

Ο Κώδικας Cadbury (1992)[9] προέκυψε ως αποτέλεσμα των εταιρικών αποτυχιών της δεακετίας του 1980. Σύμφωνα με αυτόν, είναι απαραίτητο να γίνουν αλλαγές στις δομές των επιχειρήσεων και των διοικήσεων τους, έτσι ώστε οι μέτοχοι να έχουν περισσότερη δύναμη στη διοίκηση της επιχείρησης, γεγονός που προέκυψε από την αύξηση των ανεξάρτητων διευθυντικών στελεχών, (δηλαδή χωρις να είναι μέτοχοι), στο διοικητικό συμβούλιο. Θα πρέπει, επίσης, να γίνει διαχωρισμός του προέδρου της εταιρείας και του διευθύνων συμβούλου (CEO) καθώς και την εισαγωγή επιτροπών δικοικητικού συμβουλίου **(Chowdary, 2002)**.

Το 1999 ο *Οργανισμός Οικονομικής Ανάπτυξης και Συνεργασίας, ΟΟΣΑ, (Organisation for Economic Co-Operation and Development, OECD)* με τον Κώδικα για την ΕΔ δημοσίευσε τις βασικές αρχές για την ΕΔ ύστερα από συζητήσεις με διεθνείς οργανισμούς, κυβερνήσεις και ιδιωτικό τομέα, ο οποίος αναδιατυπώθηκε το 2004, λαμβάνοντας υπόψη τα νέα δεδομένα, ώστε να μπορεί να είναι σε θέση να ανταποκριθεί στις σύγχρονες απαιτήσεις και στις ανάγκες των επιχειρήσεων. Στόχος τους ήταν να βοηθήσουν τις κυβερνήσεις των χωρών στην προσπάθειά τους να αξιολογήσουν και να βελτιώσουν το νομικό, θεσμικό και ρυθμιστικό πλαίσιο για την ΕΔ στις χώρες τους. Οι αρχές αυτές παρέχουν, επίσης, καθοδήγηση για την ανάπτυξη υγιούς ΕΔ στις ενδιαφερόμενες εταιρείες. Ακόμα, αν και υπάρχουν πολιτιστικές και θεσμικές διαφορές μεταξύ των χωρών, οι θεμελιώδεις αυτές αρχές αναπτύχθηκαν έτσι ώστε να εφαρμόζονται σε όλες. Βασικός γνώμονας των αρχών του ΟΟΣΑ, επίσης, είναι η δίκαιη μεταχείρηση των μετόχων, η υπευθυνότητα και η διαφάνεια. **(OECD ,2004)**

Οι αρχές του ΟΟΣΑ αναφέρουν :

Οι αρχές επικεντρώνονται στα προβλήματα διακυβέρνησης που προκύπτουν από το διαχωρισμό της κυριότητας και του ελέγχου. Ο βαθμός στον οποίο οι επιχειρήσεις τηρούν τις βασικές αρχές ορθής εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί ολοένα και πιο σημαντικό παράγοντα για τη λήψη επενδυτικών

[9] Βλ. Βιβλιογραφία "Cadbury Committee : The Financial Aspects of Corporate Governance (1992)"

αποφάσεων. Ιδιαίτερη σημασία έχει η σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και της αυξανόμενης ζήτησης διεθνών επενδύσεων[10]*.***(OECD, 2004)**

Οι αρχές που παρουσιάζει ο ΟΟΣΑ έχουν σχεδιαστεί για να προσαρμόζονται στις διαφορετικές συνθήκες, πολιτισμούς και παραδόσεις ανάμεσα στις χώρες παγκοσμίως **(Chowdary, 2002)**. Οι αρχές αυτές καλύπτουν πέντε τομείς οι οποίοι είναι :

- η προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων,
- η ισότιμη μεταχείριση όλων των μετόχων,
- η αναγνώρηση του ρόλου των μετόχων,
- η έγκυρη και ακριβής πληροφόρηση και η διαφάνεια
- και οι αρμοδιότητες του ΔΣ προς την εταιρεία, τους μετόχους και τους ενδιαφερόμενους φορείς. **(OECD, 2004)**

Αυτές οι αρχές στηρίζουν την ανάπτυξη ενός ισχυρού πλαισίου ΕΔ το οποίο προωθεί τη φιαφάνεια και την αποτελεσματικότητα των αγορών **(Chowdary, 2002)**. Οι αρχές του ΟΟΣΑ δημοσιεύτηκαν, όπως προείπαμε, το 1999 ως μη δεσμευτικές κατευθυντήριες γραμμές με στόχο να αποτελέσουν την βάση για την ΕΔ σε διάφορες χώρες **(Deegan, 2004)**.

Το 2006, ο ΟΟΣΑ εξέδωσε τη μεθοδολογία για την αξιολόγηση της εφαρμογής των αρχών του για την ΕΔ. Συγκεκριμένα αναφέρει :

...για να εξασφαλιστεί η βάση για μια αποτελεσματική ΕΔ, το πλαίσιο θα πρέπει να προωθεί τη διαφάνεια και την αποτελεσματικότητα των αγορών, να είναι συνεπές με το κράτος δικαίου και να εκφράζει με σαφήνεια την κατανομή των αρμοδιοτήτων μεταξύ των διαφόρων εποπτικών και ρυθμιστικών επιβαλλόμενων αρχών. **(OECD, 2006, p. 27)**

Οι αρχές αυτές εγκρίθηκαν από το Διεθνές Δίκτυο Εταιρικής Διακυβέρνησης (*International Corporate Governance Network, ICGN*), το οποίο ιδρύθηκε το Μάρτιο του 1995, και σκοπός των μελών του είναι η αξιολόγηση των επενδυτικών αποφάσεων. Το Διεθνές Δίκτυο ΕΔ επιβεβαιώνει, πέραν των οικονομικών κριτηρίων, ότι οι επενδυτές θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τα κριτήρια της διακυβέρνησης στις αποφάσεις τους να διαθέσουν κεφάλαιο **(ICGN, 2005)**.

[10] OECD (ΟΟΣΑ), 2004, σελ. 12-3

5. Οφέλη Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η αποτελεσματικότητα της ΕΔ εξαρτάται από την εφαρμογή των αρχών αυτών που προαναφέραμε, με τέτοιο τρόπο που να ωφελούνται τα ενδιαφερόμενα μέρη, καθώς και ευρήτερες βιομηχανίες και οικονομικοί φορείς. Τα οφέλη για τα ενδιαφερόμενα μέρη περιλαμβάνουντην την επίλυση αντικρουόμενων συμφερόντων, υποστηρίζοντας τους ενδοεταιρικούς ελέγχους και την αίσθηση ηθικής καθώς επίσης και την επιβολή και ενθάρρυνση της διαφάνειας.

Η ΕΔ προωθεί την αποδοτική χρήση του κεφαλαίου της επιχείρησης και την μεγαλύτερη οικονομία. Βοηθά, επίσης, τις επιχειρήσεις να προσελκύσουν επενδυτικά κεφάλαια χαμηλού κόστους μέσω της βελτίωσης της εμπιστοσύνης μεταξύ των επενδυτών και των πιστωτών, τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνές επίπεδο. Επίσης, αυξάνει την ανταπόκριση των επιχειρήσεων στην ανάγκη της κοινωνίας και οδηγεί σε βελτίωση της μακροπρόθεσμης απόδοσης των **(Gregory & Simms, 1999)**.

Η σωστή ΕΔ προωθεί την αύξηση της απόδοσης σε επιχερησιακό επίπεδο και την αντίστοιχη αύξηση στα κέρδη των επενδυτών. Επιπλέον η σωστή ΕΔ μπορεί να ωφελήσει μια επιχείρηση μέσω της καλύτερης ροής του κεφαλαίου, στην ευκολότερη πρόσβαση σε κεφάλαια χαμηλότερου κόστους, στην ισχυροποίηση των εσωτερικών ελέγχων και την πειθαρχία και έχει την ικανότητα να πετυχένει καλύτερη αξιολόγηση της πιστολητικής ικανότητας που οδηγεί σε μείωση του χρέους και αύξηση της τιμής της μετοχής της. Οι επιχειρήσεις που διοικούνται σύμφωνα με τις αρχές ΕΔ, υποστηρίζονται από διαφανείς και βαθιές χρηματοπιστωτικές αγορές, από ισχύρό νομικό σύστημα και έχουν αποτελεσματικότερη κατανομή των πόρων **(Banks, 2004)**.

Η καλή ΕΔ ακολουθάται από την καλύτερη διαχείρηση και συνετή κατανομή των πόρων της εταιρείας και ενισχύει την εταιρική απόδοση η οποία συμβάλει σημαντικά στην τιμή της μετοχής της, αυξάνοντας την αξία των συμμετοχών των μετόχων **(Keong LC, 2002)**.

6. Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλαδα

1. Γενικά

Στην Ελλάδα το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης έχει αναπτυχθεί κυρίως μέσω της υιοθέτησης υποχρεωτικών κανόνων, όπως ο Νόμος 3016/2002, που επιβάλει τη συμμετοχή μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στα ΔΣ των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών, τη θέσπιση και τη λειτουργία μονάδας εσωτερικού ελέγχου και την θιοθέτηση εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας. Επιπλέον, ένα πλήθος άλλων νομοθετικών πράξεων ενσωμάτωσαν στο ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο τις ευρωπαικές οδηγίες εταιρικού δικαίου, δημιουργώντας νέους κανόνες ΕΔ, όπως ο Νόμος 3693/2008, που επιβάλει τη σύσταση επιτροπών ελέγχου, καθώς και σημαντικές υποχρεώσεις γνωστοποίησης, όσον αφορά στο ιδιοκτησιακό καθεστώς και τη διακυβέρνηση μιας εταιρείας, και ο νόμος 3884/2010, που αφορά σε δικαιώματα των μετόχων και πρόσθετες εταιρικές υποχρεώσεις γνωστοποιήσεων προς τους μετόχους στο πλαίσιο της προετοιμασίας της Γενικής τους Συνέλευσης. Ο Νόμος 3873/2010, που ενσωμάτωσε στην ελληνική έννομη τάξη την οδηγία 2006/46/EC4[11] της ΕΕ, λειτουργεί ως υπενθύμιση της ανάγκης θέσπισης του Κώδικα και αποτελεί «θεμέλιο λίθο» του. Τέλος, στην Ελλάδα, όπως εξάλλου και στις περισσότερες άλλες χώρες, ο Νόμος περί ανωνύμων εταιρειών (Ν. 2190/1920, τον οποίον τροποποιούν πολλές από τις παραπάνω διατάξεις νόμων κοινοτικής έμπνευσης) περιλαμβάνει τους βασικούς κανόνες διακυβέρνησης τους.

Στο παρελθόν έγιναν σημαντικές προσπάθειες για την ανάπτυξη βέλτιστων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης στην ελληνική αγορά, πέραν από τις απαιτήσεις της νομοθεσίας. Το 1999, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς υιοθέτησε τις *Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα – Οδηγίες για τον Ανταγωνιστικό Μετασχηματισμό της*, γνωστή και ως *Γαλάζια Βίβλος*, με πρότυπο τις Αρχές του ΟΟΣΑ. Επίσης, ο ΣΕΒ συνέταξε γενικές αρχές εταιρικής διακυβέρνησης που δημοσιεύθηκαν το 2001.

Η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης πρωτοεμφανίστηκε στη χώρα μας το 1998-1999. Το έντονο ενδιαφέρον, κυρίως των μικρομετόχων, οδήγησε κάποιες επιχειρήσεις σε υπερβολικές συμπεριφορές, δημιουργώντας μεγάλες απορίες σχετικά με το που διοχετεύτηκαν τα κεφάλαια από το φούσκωμα των αγορών. Χωρίς αυστηρό θεσμικό πλαίσιο, αρκετές επιχειρήσεις έσπευσαν να εισάγουν τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, προκειμένου να διαφυλάξει το κύρος της αλλά και να προστατέψει τους μετόχους, σχημάτισε μια επιτροπή φορέων, η οποία εξέδωσε την Λευκή Βίβλο της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα (1999). Στην Βίβλο αυτή περιλαμβάνονται όλα τα ζητήματα που αφορούσαν σε διαφάνεια, προστασία μειοψηφούντων μετόχων, εταιρική ευθύνη προς τον κοινωνικό περίγυρο, εσωτερικό έλεγχο και αυτοέλεγχο των εταιρειών. Επρόκειτο για μια

[11] Βλ. Βιβλιογραφία : "Επίσημη Εφημερίδα της ΕΕ", 16.08.2006

προσπάθεια διαμόρφωσης ενός πλαισίου συμπεριφοράς των επιχειρήσεων που δεν θα είχε το χαρακτήρα άμεσα εφαρμοζόμενων υποχρεωτικών ρυθμίσεων.

Σύμφωνα με την επιτροπή, το τότε νομικό πλαίσιο – που κυρίως περιλαμβανόταν στο Ν. 2190/1920 - δεν ανταποκρινόταν πλήρως στις σύγχρονες ανάγκες διακυβέρνησης των εισηγμένων στο χρηματιστήριο επιχειρήσεων, αφού δεν προστάτευε επαρκώς τα δικαιώματα των μικρομετόχων στις εταιρείες πολυμετοχικής βάσης, δεν αποσαφήνιζε τις προϋποθέσεις συναλλαγών ευρείας κλίμακας (όπως συγχωνεύσεις και εξαγορές) και δεν διασφάλιζε ικανοποιητικά επίπεδα διαφάνειας στις εσωτερικές διαδικασίες.

Σε πολλά θέματα, η Επιτροπή ακολουθεί την λογική των αντίστοιχων βρετανικών. Για παράδειγμα γίνεται εκτενής αναφορά στην ανάγκη καθιέρωσης και λειτουργίας Επιτροπής Εσωτερικού Ελέγχου, η οποία θα απαρτίζεται από μη - εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου (τουλάχιστον τρία), θα διερευνά όλα τα ζητήματα που εμπίπτουν στις αρμοδιότητες της και θα ενημερώνει τακτικά το Διοικητικό Συμβούλιο[12]. Θεωρεί καλή πρακτική η πλειοψηφία του Διοικητικού Συμβουλίου να αποτελείται από μη εκτελεστικά μέλη ώστε να εξασφαλίζουν ανεξάρτητη κρίση κατά το μέγιστο βαθμό[13], ενώ προτιμά το διαχωρισμό των ιδιοτήτων του Διευθύνοντος Συμβούλου και του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου[14].

Η Επιτροπή θεωρεί ακόμη απαραίτητη την ύπαρξη μεταξύ των μη - εκτελεστικών μελών και ορισμένων που θα είναι ανεξάρτητοι από τα εκτελεστικά μέλη και τους μετόχους που έχουν την πλειοψηφία. Ως στοιχεία απαραίτητα για να είναι ανεξάρτητο κάποιο μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου αναφέρονται τα παρακάτω[15] :

1. δεν είναι εκτελεστικό διευθυντικό στέλεχος ή μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου άμεσα ή έμμεσα συνδεδεμένης επιχείρησης, ούτε ήταν κατά το προηγούμενο έτος.
2. δεν έχει συγγένεια με άλλα εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.
3. δεν είναι ταυτόχρονα μέλος της ομάδας των μετόχων που συγκεντρώνουν την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης, δεν έχει επιλεγεί ως υποψήφιος από αυτούς ούτε έχει δοσοληψίες με αυτούς.
4. δεν έχει άλλη σχέση με τη επιχείρηση η οποία από την φύση της μπορεί να επηρεάσει την ανεξάρτητη κρίση του, και συγκεκριμένα δεν είναι προμηθευτής αγαθών ή υπηρεσιών, που από τη φύση τους επηρεάζουν την ανεξάρτητη κρίση του. Ούτε είναι μέλος επιχείρησης που είναι σύμβουλος την εν λόγω επιχείρησης. Οι οποιεσδήποτε διαπραγματεύσεις με την εταιρεία θα πρέπει να περιορίζονται σε θέματα που αφορούν τη διαπραγμάτευση της αμοιβής του.

[12] Επιτροπή για την ΕΔ στην Ελλάδα. Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της. 1999.παρ.4.7.
[13] ibid.παρ.5.6.
[14] ibid.παρ.5.5.
[15] ibid.παρ.6.3.

Τέλος, η Επιτροπή προτείνει ως καλή πρακτική τα μη εκτελεστικά μέλη να μην εκλέγονται για πολλές θητείες.

Η Λευκή Βίβλος ήταν ο θεμέκιος λίθος στον οποίο βασίστηκε ο νόμος 3016/2002 για την ΕΔ.

Με την 5/204/14-11-2000 απόφαση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς εκδόθηκε ο Κανονισμός Συμπεριφοράς Εισηγμένων Εταιρειών. Εκεί καθορίζονται οι υποχρεώσεις των βασικών μετόχων τους, των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, των διευθυντικών στελεχών τους ή άλλων φυσικών ή νομικών προσώπων τα οποία συνδέονται με αυτές. Ακόμα περιέχει ισχυρές προβλέψεις υπέρ των μικρών ιδίως μετόχων. Έτσι, μεταξύ άλλων υπάρχει πρόβλεψη για :

- την υποχρέωση των εταιρειών να γνωστοποιούν συνεχώς σημαντικά εταιρικά γεγονότα που μπορεί να έχουν επίδραση επί της τιμής της μετοχής,
- την υποχρέωση των μελών του ΔΣ να γνωστοποιούν τις συνναλλαγές τους πριν την δημοσίευση των τριμηνιαίων και ετήσιων αποτελεσμάτων,
- την δημιουργία τμήματος εσωτερικού ελέγχου και τμήματος εξυπηρέτησης μετόχων και
- την δημοσίευση ετήσιου δελτίου απο τις εισηγμένες εταιρείες που περιέχει τους λογαριασμούς και τον πίνακα ταμειακών ροών.

2. Ο Νόμος 3016/2002 Περί Εταιρικής Διακυβέρνησης

2.1 Γενικά

Ο νόμος 3016 περί Εταιρικής Διακυβέρνησης, ήρθε να καλύψει το κενό που υπήρχε στην Ελληνική νομοθεσία γι αυτό το θέμα. Ο νόμος στηρίχθηκε πάνω στη Λευκή Βίβλο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τις αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Οι διατάξεις του νόμου εφαρμόζονται σε όλες τις ανώνυμες εταιρείες που έχουν εισάγει ή πρόκειται να εισάγουν μετοχές ή άλλες κινητές αξίες τους, σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά[16].

Ο νόμος αποτελείται από δύο κεφάλαια και το πρώτο κεφάλαιο που περιλαμβάνει 11 άρθρα αφορά την εταιρική διακυβέρνηση. Συγκεκριμένα το πρώτο κεφάλαιο χωρίζεται σε τρία μέρη. Το πρώτο μέρος αφορά το διοικητικό συμβούλιο, και συγκεκριμένα ορίζει τις υποχρεώσεις και τα καθήκοντα των μελών του[17], περιγράφει τη δομή του και τη σύνθεσή του[18] , αναλύει τη δράση

[16] Άρθρο 1 Ν.3016/2002
[17] Στο άρθρο 2 παρ.1,2,3,4 Ν.3016/2002
[18] Στο άρθρο 3 παρ.1,2 Ν.3016/2002

των ανεξάρτητων και μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου[19] και τέλος ορίζει τον τρόπο αμοιβής τους[20].

Το δεύτερο μέρος αφορά τον εσωτερικό κανονισμό λειτουργίας και τον εσωτερικό έλεγχο. Συγκεκριμένα ορίζει το ελάχιστο περιεχόμενο του εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας[21], την οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου[22], καθώς και τις αρμοδιότητες της υπηρεσίας του εσωτερικού ελέγχου[23].

Τέλος στο τρίτος μέρος ορίζεται τι γίνεται σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας με καταβολή μετρητών[24], καθορίζονται οι συνέπειες παραβίασης του νόμου[25], καθώς και οι μεταβατικές διατάξεις για τις εταιρείες που είχαν ήδη εισαχθεί στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών την ημέρα ψήφισης του νόμου[26].

Επίσης ορίζεται ότι οι διατάξεις του Ν. 2190/1920 εφαρμόζονται όταν δεν είναι αντίθετες με τις διατάξεις αυτού του νόμου.

2.2 Συνέπειες παραβίασης του Νόμου

Σε περίπτωση που κάποιος ασκεί αρμοδιότητες του διοικητικού συμβουλίου και δεν τηρεί τις υποχρεώσεις όπως αυτές ορίζονται στα άρθρα 3 έως 8 και 11 του νόμου 3016/2002 τότε ορίζεται ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, εφόσον διαπιστώσει αυτές τις παραβιάσεις επιβάλλει κυρώσεις που ορίζονται στην παράγραφο 4β του Ν.2836/2000[27].

7. Ενδεικτικές Μελέτες πάνω στην Εταιρική Διακυβέρνηση

3. Εμπειρικές Μελέτες της ΕΔ

[19] Στο άρθρο 4 παρ.1,2,3 Ν.3016/2002
[20] Στο άρθρο 5 Ν.3016/2002
[21] Στο άρθρο 6 παρ.2 Ν.3016/2002
[22] Στο άρθρο 7 παρ.1,2,3 Ν.3016/2002
[23] Στο άρθρο 8 Ν.3016/2002
[24] Στο άρθρο 9 παρ.1,2,3 Ν.3016/2002
[25] Στο άρθρο 10 Ν.3016/2002
[26] Στο άρθρο 11 Ν.3016/2002
[27] Άρθρο 10 Ν.3016/2002

3.1 Μελέτες της δομής της ΕΔ και των συστατικών της

Διάφορες έρευνες έχουν γίνει με στόχο το προσδιορισμό του βαθμού αλληλεπίδρασης μεταξύ των διαφόρων συστατικών της δομής της ΕΔ σε σχέση με το επίπεδο και την αξιοπιστία του ελέγχου. Μεταξύ αυτών, οι Anderson, James C., Dipak C. Jain και Pradeep K. Chintagunta το 1993 εξέτασαν το μίγμα των μηχανισμών ελέγχου που χρησιμοποιούνται από ένα δείγμα 105 αυστραλιανών εισηγμένων επιχειρήσεων. Οι ερευνητές προσδιόρισαν τον εσωτερικό έλεγχο, τον εξωτερικό έλεγχο και το διοικητικό συμβούλιο ως τους τρεις παράγοντες ελέγχου και υπέθεσαν ότι οι εταιρείες αυτές θα προχωρήσουν σε διορθωτικές κινήσεις (αντικατάσταση ή ανταλλαγή θέσεων των υπεύθυνων) μεταξύ αυτών των παραγόντων, ανάλογα φυσικά με το αντικειμένο της επιχείρησης και την επενδυτική τους συμπεριφορά (π.χ. επενδυσεις σε πάγια έναντι εισόδου σε νέες αγορές). Τα αποτελέσματα τους έδειξαν ότι το μέσο κόστος ελέγχου μειώνεται όσο αυξάνεται το μέγεθος της επιχείρησης, προφανώς λόγω οικονομιών κλίμακας. Όσον αφορά τις διορθωτικές κινλησεις μεταξύ των τριών παραγόντων ελέγχου οι Anderson et al. τόνισαν ότι οι εταιρείες με σχετικά μεγαλύτερη παγιοποίηση μείωσαν τόσο τον αριθμό των ανώτατων στελεχών που ήταν υπεύθυνοι για τον έλεεγχο όσο και τους εξωτερικούς ελεγκτες ενώ αύξησαν τις δαπάνες για την βελτίωση του εσωτερικού ελέγχου. Αυτά τα αποτελέσματα είναι σύμφωνα με την πρόταση που γίνεται από τις διάφορες έρευνες όπου το διοικητικό συμβούλιο και ο λογιστικός έλεγχος συμβάλλουν στο γενικό έλεγχο της επιχείρησης. Επιπλέον, αυτά τα αποτελέσματα υποστηρίζουν την άποψη ότι η επιλογή του τρόπου ελέγχου της κάθε εταιρείας εξαρτάται τόσο από το αντικείμενα της όσο και από την γενικότερη φιλοσοφία της **(Anderson, James C., Dipak C. Jain & Pradeep K. Chintagunta, 1993).**

Οι Bathala & Rao το 1995 εξέτασαν την αμοιβαία σχέση μεταξύ την σύνθεσης του ΔΣ και διαφόρων μεταβλητών που σχετίζονται με την αντιπροσώπευση και το οικονομικό μέγεθος της εταρείας. Οι ερευνητές υπέθεσαν ότι αφού το διοικητικό συμβούλιο είναι ένας από τους πολλούς διαθέσιμους μηχανισμούς ελέγχου της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των ανώτατων στελεχών και των μετόχων, η χρήση από την εταιρεία του ΔΣ με αυτήν την ιδιότητα (που μετριέται από ποσοστό των αξωτερικών μελών στην σύνθεση του ΔΣ) θα είναι σε συνάρτηση του βαθμού χρησιμοποίησης από την εταιρεία άλλων μηχανισμών ελέγχου. Η ανάλυση ενός διαστρωματικού (*cross-sectional*) δείγματος 261 εταιρειών έδειξε ότι το ποσοστό των εξωτερικών μελών είναι αντιστρόφως ανάλογο της κατοχής μετοχών από τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη, την καταβολή μερισμάτων και της δανειακής επιβάρυνσης, γεγονός που υποστηρίζει την αρχική υπόθεση της μελέτης **(Bathala C.T. & Rao R.P., 1995).**

Η μελέτη αυτή τεκμηρίωσε, επίσης, τις συστηματικές σχέσεις μεταξύ της σύνθεσης του ΔΣ και των θεσμικών επενδυτών (θετική συσχέτιση της άποψης ότι οι θεσμικοί επενδυτές ασκούν πίεση για αυξημένο έλεγχο), την αύξηση των πωλήσεων και την αστάθεια στα κέρδη (αρνητική συσχέτιση της προσέγγισης ότι τα υψηλίβαθμα στελέχη των εταιρειών που προτιμούν να αξιολογηθούν απο τα εσωτερικά μέλη του ΔΣ και όχι από τα εξωτερικά και τη διάρκεια παραμονής του Διευθύνοντα Συμβούλου στη θέση του (αρνητική συσχέτιση με την άποψη ότι η διατήρηση του Δ/ντα Συμβούλου στο αξίωμα του είναι σίγουρη όταν τα εξωτερικά μέλη του ΔΣ είναι λίγα). Η σύνθεση του ΔΣ δεν συσχετίζεται άμεσα με το μέγεθος της επιχείρησης. Τα αποτελέσματα αυτής της μελέτης υποστηρίζουν τις ερμηνείες της θεωρείας της αντιπροσώπευσης όσον αφορά τον ρόλο που διαδραματίζει στην δομή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος, καθώς και στην δομή της εταιρικής διακυβέρνησης. Αυτή κ μελέτη τεκμηριώνει επίσης την τάση του Δ/ντα Συμβούλου να χρησιμοποιεί την δύναμη του ώστε να ελέγχει το ΔΣ.

Οι Hermalin & Weisbach το 1988 εξέτασαν τρεις παράγοντες που υπέθεσαν ότι προκαλούν αλλαγές στη σύνθεση του ΔΣ και εξέτασαν τις προκύπτουσες αλλαγές στα ΔΣ 142 επιχειρήσεων εισηγμένων στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Οι ερευνητές υπέθεσαν ότι καθώς ο Διευθύνων Σύμβουλος μιας εταιρείας πλησιάζει στην ώρα της αποχώρησης του από την εταρεία, περισσότεροι εσωτερικοί διευθυντές θα προστεθούν στην λίστα των υποψηφίων για τη θέση του. Μια δεύτερη υπόθεση που έκαναν ήταν ότι, η κακή απόδοση των εσωτερικών διευθυντών οδήγησε στην αντικατάσταση τους από εξωτερικά μέλη. Και η Τρίτη υπόθεση στηρίζεται στην πιθανότητα ότι οι εξωτερικοί διευθυντές πιθανόν να έχουν την δυνατότητα καλύτερου ελέγχου της διαχείρησης της επιχείρησης. Τα αποτελέσματα τους υποστηρίζουν αυτές τις υποθέσεις, δείχνοντας ότι τα εξωτερικά και εσωτερικά μέλη του ΔΣ παρέχουν πολύ διαφορετικές υπηρεσίες στην επιχείρηση και ότι η σύνθεση του ΔΣ ανταποκρίνεται στην ανάγκη της εταιρείας για τις υπηρεσίες αυτές **(Benjamin E. Hermalin & Michael S. Weisbach, 1988)**.

Οι John & Senbet το 1998 προχώρησαν σε μια έρευνα όσον αφορά τους διάφορους μηχανισμούς της ΕΔ . Το πρώτο συμπέρασμα στο οποίο κατέληξαν είναι ότι αν και η σύνθεση του ΔΣ υποτίθεται ότι τουλάχιστον τυπικά έχει μια επίδραση στον βαθμό ανεξαρτησίας του, τα εμπειρικά αποτελέσματα της έρευνας τους δεν ήταν ξεκάθαρα όσον αφορά την σχέση αυτή. Δεύτερον, βρήκαν ότι ο περιορισμένος αριθμός των μελών του ΔΣ νελτιώνει την αποδοτικότητα του. Τρίτον, υποστήριξαν ότι η συμμετοχή εξωτερικών μελών στις ελεγκτικές επιτροπές (π.χ. ελέγχου, αμοιβών και αξιολογήσεων), βελτιώνει την αποτελεσματικότητα τους, σε αντίθεση με τις άλλες απιτροπές (π.χ. επενδύσεων, στρατηγικής και χρηματοδοτήσεων) που ωφελούνται περισσότερο

από την συμμετοχή μελών που προέρχονται από την επιχείρηση **(John K. & Senbet L., 1998)**.

3.3 Μελέτες της εταιρικής διακυβέρνησης και της χρηματοοικονομικής απόδοσης

Σημαντικές μελέτες της ΕΔ έχουν αξιολογήσει την αποτελεσματικότητα της δομής της ΕΔ από την άποψη της χρηματοοικονομικής απόδοσης της επιχείρησης. Ο Vance S. C., το 1978, εξέτασε τη σχέση μεταξύ 15 ιδιοτήτων των διοικητικών συμβουλίων και της χρηματοοικονομικής απόδοσης. Στο δείγμα της έρευνας του από 40 επιχειρήσεις του δείκτη Fortune 500 κατά τη διάρκεια της περιόδου 1957 – 1975, παρατήρησε ότι οι τεχνικές γνώσεις και η διοικητική εμπειρία ήταν κυρίαρχοι συντελεστές των ΔΣ που παρουσίασαν την καλύτερη απόδοση. Η έλλειψη μεγάλου ενδιαφέροντος για τους παράγοντες που αφορούν την κοινωνική ευθύνη των επιχειρήσεων και τα εξωτερικά μέλη του ΔΣ, υποδηλώνει ότι ο ρόλος των εξωτερικών μελών σχετίζεται πολύ λιγότερο με τη χρηματοοικονομική απόδοση από ότι με τον έλεγχο. **(Vance S. C., 1978)**

Οι Baysinger & Butler, το 1985, εξέτασαν τη σχέση μεταξύ της σύνθεσης των διοικητικών συμβουλίων και της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων (ROE), σε ένα δείγμα 266 μεγάλων αμερικανικών επιχειρήσεων, κατά τη διάρκεια της περιόδου 1970 – 1980. Οι ερευνητές ταξινόμησαν τα μέλη του ΔΣ σε τρεις κατηγορίες :

1. Τα εκτελεστικά μέλη, που είναι πρώην ή νυν υπάλληλοι της εταιρείας και οι οποίοι ευθυγραμίζονται πλήρως με τη διοίκηση και χρησιμεύουν ως σύμβουλοι στη λήψη σημαντικών αποφάσεων της εταιρείας,
2. τα ελεγκτικά μέλη ποθ είναι ανεξάρτητα και των οποίων ο κύριος ρόλος τους είναι ο έλεγχος της διοίκησης και
3. τα λειτουργικά μέλη που τοποθετούνται στο ΔΣ για λειτουργικούς λόγους πέρα από την συμβουλευτική και ελεγκτική υποστήριξη που μπορούν να προσφέρουν και συνήθως είναι δικηγόροι, εξειδικευμένοι χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι κ.α.

Οι ερευνητές διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις με τα καλύτερα οικονομικά αποτελέσματα στο δείγμα τους είχαν μικρότερο ποσοστό ανεξάρτητων μελών στη σύνθεση του ΔΣ. Το συμπέρασμα αυτό είναι σύμφωνο με την άποψη ότι ο ρόλος των εξωτερικών μελών είναι πρώτιστα ελεγκτικός και δευτερεύοντως εκτελεστικός. **(Baysinger B. & Butler H., 1985)**

Ο Weisbach M. S., το 1988, εξέτασε την αντίδραση των εσωτερικών και εξωτερικών μελών του ΔΣ, όσον αφορά την κακή χρηματοοικονομική απόδοση της επιχείρησης. Σε ένα δείγμα 367 εισηγμένων επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο της Ν. Υόρκης που πραγματοποίησαν αντικατάσταση του Δ/ντα Συμβούλου (CEO), κατά τη διάρκεια της περιόδου 1974 – 1983, σημείωσε ότι τα εξωτερικά μέλη ήταν πιο δεκτικά, σε σχέση με τα εσωτερικά μέλη, στο να προχωρήσουν στην αντικατάσταση Δ/ντα Συμβούλου λόγω κακών οικονομικών αποτελεσμάτων. Αυτά τα αποτελέσματα παρέχουν επιπλέον στοιχεία που ενισχύουν τον ρόλο των εξωτερικών μελών του ΔΣ, ως όργανα ελέγχου των ενεργειών των ανώτατων διοικητικών στελεχών. **(Weisbach M. S., 1988)**

Οι Rosenstein & Wyatt, το 1990, εξέτασαν την επίδραση που είχε στον "πλούτο" των μετόχων η προσθήκη ενός εξωτερικού μέλους στη σύνθεση του ΔΣ. Η μελέτη τους κατά τη διάρκεια των ετών 1981 – 1985, έδειξε ότι η προσθήκη αυτή είναι προς το συμφέρον των μετόχων δεδομένου ότι ακολουθήθηκε από μι αύξηση των οικονομικών αποτελεσμάτων της επιχείρησης **(Rosestein S. & Wyatt J., 1990)**. Ο Vafeas N., το 1999, εξέτασε τη σχέση μεταξύ της συχνότητας συνεδριάσεων του ΔΣ, και της κερδοφορίας της επιχείρησης. Στην έρευνα του, μεταξύ 307 εταιρειών κατα τη διάρκεια 1990 – 1994, εντόπισε μια αντίστροφη σχέση μεταξύ της συχνότητας συνεδριάσεων του ΔΣ και της αξίας της μετοχής της εταιρείας. Αυτά τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η δραστηριότητα του ΔΣ αυξάνεται μετά από μια πτώση στην τιμή της μετοχής και προτείνει ότι η συχνότητα συνεδριάσεων παρέχει πληροφορίες σχετικά με την δραστηριότητα του ΔΣ **(Vafeas N., 1999)**.

Άλλες μελέτες έχουν εξετάσε τη σχέση μεταξύ της δομής της ιδιοκτησίας και της χρηματοοικονομικής απόδοσης. Οι Morck, Shleifer & Vishny, το 1988, εξέτασαν τη σχέση μεταξύ της κατοχής μετοχών από τους εσωτερικούς διευθυντές και της αξίας της επιχείρησης. Μια έρευνα 371 επιχειρήσεων του Fortune 500, που έγινε το 1980, έδειξε ότι η σχέση μεταξύ της κατοχής μετοχών από μέλη του ΔΣ και της αξίας της επιχείρησης (Tobin's Q[28]) δεν ήταν σταθερή στα διάφορα ποσοστά κατοχής μετοχών. Οι ερευνητές διέκριναν μια θετική σχέση σε χαμηλά ποσοστά (λιγότερο από 5%), αλλά μια αρνητική σχέση όταν το ποσοστό υπερβαίνει το 5% του συνολικού αριθμού των μετοχών. Ίδια αποτελέσματα βρέθηκαν όταν έγινε διαχωρισμός μεταξύ εξωτερικών και εσωτερικών μελών του ΔΣ. Αξιολόγησαν ότι αυτά τα αποτελέσματα υποστηρίζουν την υπόθεση της σύγκλισης ενδιαφέροντος στα χαμηλά ποσοστά κατοχής μετοχών καθώς και της υπόθεσης ότι σε υψηλά επίπεδα ιδιοκτησίας μετοχών παρατηρείται μια περιφρούρηση των δικαιωμάτων των μελών. **(Morck R., Shleifer A. & Vishny R., 1988)**

[28] Ένας δείκτης αξίας ο οποίος μετράει την αξία αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων, δείχνει ότι τα χαμηλά της αγοράς απέχουν.

Οι McConnell & Servaes, το 1990, διεξήγαγαν μια έρευνα όσον αφορά την σχέση μεταξύ της αξίας της επιχείρησης και της μετοχικής σύνθεσης, παρόμοια με τη μελέτη των Morck et al. (1988) και ουσιαστικά επιβεβαίωσαν το γεγονός οτι η σχέση μεταξύ της αξίας της επιχείρησης και των μετοχών που κατέχουν τα μέλη του ΔΣ εξαρτάται από το ύψος του ποσοστού των μετοχών που κατέχουν. Οι ερευνητές εξέτασαν ακόμη και την επίδραση των θεσμικών επενδυτών στην αξία της επιχείρησης. Βρήκαν μια σημαντικά θετική σχέση μεταξύ της αξίας της εταιρείας, με δείκτη Tobin's Q, και του ποσοστου των μετοχών που κατέχουν οι θεσμικοί επενδυτές. **(McConnell J. & Servaes H., 1990)**

Οι Short & Keasey, το 1997, επίσης μελέτησαν το ρόλο του θεσμικού μετόχου στην δομή της ΕΔ. Σε ένα δείγμα 225 βρετανικών εταιρειών, εισηγμένων στο χρηματιστήριο του Λονδίνου, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι θεσμικοί επενδυτές – μέτοχοι είχαν μικρή επίδραση στην απόδοση της εταιρείας, αλλά η παρουσία των θεσμικών μετόχων φάνηκε να διατηρεί τον επιμερισμό των διοικητικών καθηκόντων με την ενίσχυση της θετικής σχέσης μεταξύ της χρηματοοικονομικής απόδοσης και της κατοχής μετοχών από τα μέλη του ΔΣ. **(Short H. & Keasey K., 1997)**

Άλλες μελέτες έχουν εξετάσει τη σχέση μεταξύ των συμβάσεων αμοιβών και της χρηματοοικονομικής απόδοσης. Ο Jensen, το 1993 και ο Murphy, το 1990, σε διαφορετικές έρευνες, παρουσίασαν μια στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ της αμοιβής και της απόδοσης της εταιρείας. Εντούτοις, οι ερευνητές σημείωσαν ότι η πρακτική σημασία της σχέσης ήταν πολύ μικρή, οδηγώντας τους στο συμπέρασμα ότι άλλοι παράγοντες μπορούν να επηρεάσουν την σχέση αμοιβής – απόδοσης. Πρότειναν ότι νομοθετικές ρυθμίσεις εκ μέρους της πολιτείας μπορεί να έχουν επιπτώσεις στον καθορισμό ανωτάτων αμοιβών. **(Jensen M., 1993 & Murphy K., 1990)**

Τέλος οι Ezzamel & Watson, το 1997, εξέτασαν τη σχέση μεταξύ εταιρικής χρηματοοικονομικής απόδοσης και της διοικητικής αμοιβής, αποκλείοντας τα διάφορα *bonus* και *stock options*, σε 199 βρετανικές επιχειρήσεις, κατά τη διάρκεια της περιόδου 1992 – 1993. Η στατιστική ανάλυση έδειξε ότι οι μεγάλες διακυμάνσεις στις αμοιβές των ανώτατων στελεχών οφείλονται κυρίως στο μέγεθος της εταιρείας, αν και η χρηματοοικονομική απόδοση συνδέεται επίσης σε μεγάλο βαθμό με την αμοιβή. Τόνισαν, επίσης, ότι τα χαρακτηριστικά της επιτροπής αμοιβών δεν έχουν καμία συστηματική επίδραση στην διακύμανση των αμοιβών, σύμφωνα με τα ευρήματα του υπό εξέταση δείγματος. **(Ezzamel M. & Watson R., 1997)**

3.4 Μελέτες της εταιρικής διακυβέρνησης και των επιδράσεων άλλων γεγονότων

3.4.1 Κοινωνική Ευθύνη

Διάφορες μελέτες έχουν εξετάσει τα χαρακτηριστικά των μελών του ΔΣ που έχουν επιπτώσεις στη δυνατότητα τους να διοικήσουν και να εξασφαλίσουν μια κοινωνικά αποδεκτή συμπεριφορά. Οι O'Neil, Saunders & McCarthy το 1989, χρησιμοποίησαν μια δομή τεσσάρων χαρακτηριστικών – ενδιαέρον για τα κέρδη, την ηθική, την νομιμότητα και την διακριτικότητα – για να μετρήσουν τον βαθμό ανταπόκρισης του εταιρικού κοινωνικού προσανατολισμού (*Corporate Social Responsiveness Orientation – CSRO),* αναλύοντας τις απαντήσεις 157 μελών ΔΣ. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι τα εξωτερικά μέλη είχαν γενικά ένα υψηλότερο κοινωνικό ενδιαφέρον από τα εσωτερικά μέλη. Επιπλέον, παράγοντες που επηρέασαν θετικά το ενδιαφέρον αυτό ήταν η ηλικία και το επίπεδο εκπαίδευσης, ενώ αρνητική επίδραση είχε η κατοχή μετοχών εκ μέρους των μελών του ΔΣ. Καμιά σημαντική σχέση δεν παρατηρήθηκε μεταξύ της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και του χρόνου παραμονής στο ΔΣ, της κοινωνικοοικονομικής θέσης ή της επαγγελματικής σταδιοδρομίας **(O'Neil H. M., Saunders Ch. & McCarthy A., 1989).**

Οι Ibrahim & Angelidis, το 1991 και το 1995, πραγματοποίησαν δύο σχετικές μελέτες για την εταιρική κοινωνική ευθύνη περιλαμβάνοντας στην έρευνα τους τέσσερεις τομείς ευθύνης των μελών του ΔΣ :

1. τον οικονομικό τομέα (μεγιστοποίηση του κέρδους),
2. τον νομικό τομέα (την λειτουργία της επιχείρησης μέσα στα όρια του νόμου),
3. τον ηθικό τομέα (ενεργώντας με δικαιοσύνη, ισότητα και αμεροληψία) και
4. τον διακριτικό τομέα με την έννοια των εθελοντικών φιλανθρωπικών δραστηριοτήτων.

Η πρώτη μελέτη τους το 1991 σχετικά με την επίδραση του φύλλου στον βαθμό της κοινωνικής ευαισθησίας των εταιρειών, έδειξε ότι ενώ στα νομικά και ηθικά ζητήματα δεν υπήρχαν σημαντικές διαφορές μεταξύ ανδρών και γυναικών, στα οικονομικά θέματαοι άνδρες ήταν πιο έντονα προσανατολισμένοι, ενώ οι γυναίκες έδειξαν περισσότερη ευαισθησία σε φιλανθρωπικές ενέργειες. Η δεύτερη μελέτη τους το 1995 εξέτασε τις διαφορές όσον αφορά την εταιρική κοινωνική ευθύνη σε επίπεδο εσωτερικών και εξωτερικών μελών του ΔΣ. Τα αποτελέσματα της νέας τους έρευνας δεν διέφεραν από την προηγούμενη (με παράγοντα το γένος) στους τομείς των νιμικών και ηθικών ζητημάτων. Εντούτοις, τα εξωτερικά μέλη στη μελέτη του 1995 ήταν λιγότερο προσανατολισμένα στο οικονομικό αποτέλεσμα και

περισσότερο σε φιλανθρωπικά θέματα από τα εσωτερικά μέλη του ΔΣ **(Ibrahim N. & Angelidis J., 1991 & 1995)**.

Ο R. Molz, το 1995, μελέτησε τις επιπτώσεις του πλουραλισμού της σύνθεσης του ΔΣ στην κονωνική πτυχή ευθύνης της εταιρικής διακυβέρνησης. Ένα πλουραλιστικό ΔΣ, σύμφωνα με τον ορισμό του, είναι ένα ενεργό ΔΣ που είναι υπεύθυνο πρώτα απέναντι στην κοινωνία, έπειτα απέναντι στους μετόχους και τελευταία απέναντι σταανώτατα στελέχη. Αντίθετα, ένα διοικητικά προσανατολισμένο ΔΣ, είναι υπό την "ομηρία" των υψηλόβαθμων στελεχών και η επιρροή του όσον αφορά την πορεία της επιχείρησης είναι περιορισμένη και ενεργεί ουσιαστικά μόνο σε περιπτώσεις που αναγκάζεται εκ των πραγμάτων να το κάνει. Σύμφωνα με τον Molz υπάρχουν δύο τέτοιες περιπτώσεις που το ΔΣ εξαναγκάζεται σε δράση :

1. την περίπτωση της επιθετικής εξαγοράς και
2. την περίπτωση της αντικατάστασης του Δ/ντα Συμβούλου.

Στην έρευνα του μεταξύ τυχαίου δείγματος 50 επιχειρήσεων του δείκτη Fortune 500 δεν βρήκε κάποια ιδιαίτερη σχέση μεταξύ της κατηγοριοποίησης του ΔΣ (πλουραλιστικό – διοικητικό) και της κοινωνικής ευθύνης και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η ύπαρξη πλουραλιστικού ΔΣ δεν βελτιώνει την κοινωνική παρουσία της επιχείρησης **(Molz R., 1995)**

3.4.1 Εταιρικές καταστάσεις κρίσης

Σημαντικός αριθμός μελετών έχει αξιολογήσει την δομή της εταιρικής διακυβέρνησης όσον αφορά το ρόλο της σε καταστάσεις κρίσης, όπως η πτώχευση και οι εχθρικές εξαγορές. Οι Gales & Kesner, το 1994, εξέτασαν το μέγεθος και τη σύνθεση του ΔΣ κατά το διάστημα πριν την πτώχευση, κατά τη διάρκεια των διαδικασιών της πτώχευσης και μετά την πτώχευση, σε ένα δείγμα πτωχευσάντων και μη εταιρειών του αντίστοιχου κλάδου. Υπέθεσαν ότι η δομή των ΔΣ των επιχειρήσεων που πτώχευσαν θα διέφεραν από αυτών που δεν πτώχευσαν. Τα αποτελέσματα τους έδειξαν οι εταιρείες που πτώχευσαν είχαν τα μικρότερα σε μέγεθος ΔΣ από τα αντίστοιχα ΔΣ των εταιρειών που δεν πτώχευσαν κατά τη διάρκεια της πτώχευσης, αν και δεν υπήρξε καμιά σημαντική διαφορά στη σύνθεση του ΔΣ αναφορικά με τα εξωτερικά μέλη. **(Gales L. & Kesner I., 1994)**

Οι Daily & Dalton, το 1994, μελέτησαν τα αποτελέσματα των εναλλακτικών δομών εταιρικής διακυβέρνησης σε σχέση με την πιθανότητα μιας επιχείρησης για πτώχευση. Μεταξύ άλλων, η έρευνα έδειξε ότι οι εταιρείες που την θέση του προέδρου του ΔΣ και του Δ/ντα Συμβούλου την είχε το ίδιο άτομο, και παράλληλα είχαν μικρό αριθμό εξωτερικών μελών στο

ΔΣ, είχαν περισσότερες μιθανότητες να αποτύχουν και να οδηγηθούν στην πτώχευση. **(Daily C. & Dalton D., 1994)**

Ο A. Shivdasani, το 1993, εξέτασε την επίδραση της σύνθεσης τόσο του ΔΣ όσο και του μετοχολογίου σε σχέση με τις προσπάθειες εχθρικών εξαγορών. Τα αποτελέσματα της έρευνας επιβεβαίωσαν ότι η εξαγορά από εξωτερικούς επενδυτές χρησιμεύει στην προστασία των μετόχων όταν ο εσωτερικός έλεγχος και το ΔΣ αποτυγχάνουν στο έργο τους. Παράλληλα έδειξαν ότι η συμμετοχή εξωτερικών μελών στη σύνθεση του ΔΣ δεν έχει καμία επίδραση στην πιθανότητα μιας προσπάθειας εχθρικής εξαγοράς.**(Shivdasani A., 1993)**

Τέλος, οι Coles & Hesterly, το 2000, εξέτασν την αξιολόγηση ενός ΔΣ όταν την θέση του προέδρου και του Δ/ντα Συμβούλου την κατέχει το ίδιο πρόσωπο (*δυαρχία*). Παρατήρησαν ότι ενώ υπάρχει η ανησυχία γαι τη δυνατότητα του ΔΣ να ελέγξει αποτελεσματικά τις δραστηριότητες αυτού του ισχυρού προσώπου, η βιβλιογραφία σε αυτό το θέμα έχει αποτύχει να καταλήξει σε οποιοδήποτε αξιόπιστο συμπέρασμα και υποστήριξαν ότι η αγορά αντιμετωπίζει το θέμα της δυαρχίας ως ένα παράγοντα που επιδεινώνει το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης.**(Coles J. & Hesterly W., 2000)**

Μέρος 2^{ο} Ανάλυση Αποτελεσμάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης σε Δείγμα Ελληνικών Εταιρειών

1. Ανάλυση Μεθόδου Βαθμολόγησης

Η μέθοδος βαθμολόγησης που χρησιμοποιήσαμε για να αξιολογήσουμε την εταιρική διακυβέρνηση στις εταιρίες που επιλέξαμε και που θα παρουσιάσουμε παρακάτω είναι η κάρτα αξιολόγησης ΕΔ για εισηγμένες εταιρείες στο ΧΑ (*The CG Scorecard for Publicly-listed Companies*). Αυτή η κάρτα με προσεκτικές ερωτήσεις, χωρισμένη σε πέντε μέρη με διαφορετική βαρύτητα το καθένα, μας επέτρεψε να αξιολογήσουμε σύμφωνα με τα οικονομικά δεδομένα που είναι αναρτημένα στις ιστοσελίδες των εταιριών και έτσι να βαθμολογήσουμε με τη μορφή ποσοστού % την εταιρική διακυβέρνηση των εταιριών του δείγματος.

Αυτή η κάρτα ΕΔ είναι ένα εργαλείο το οποίο δημιουργήθηκε από το ινστιτούτο εταιρικών διευθυντών στην ανατολική Ασία με σκοπό να μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τον οποιοδήποτε ενδιαφερόμενο του οποίου του παρέχονται οι κατάλληλες πληροφορίες με τις οποίες μαζί με αυτή την κάρτα αξιολόγησης να μπορεί να παρακολουθεί την συμμόρφωση μιας επιχείρησης-εταιρίας με τους κανόνες ΕΔ. Ανά τακτά χρονικά διαστήματα οι υπεύθυνοι φορείς αναβαθμίζουν αυτό το εργαλείο έτσι ώστε το αποτέλεσμα που παρέχει να αντικατοπτρίζει ολοένα και καλύτερα την πραγματική εικόνα των επιχειρήσεων σύμφωνα με τα δεδομένα ανά χρόνο.

Αναλυτικά η κάρτα αξιολόγησης που χρησιμοποιήσαμε ορίζεται σε πέντε μέρη όπως προαναφέραμε τα οποία είναι :

a. **Μέρος 1**. Τα δικαιώματα των μετόχων, το οποίο κατέχει βαρύτητα 20%. Το μέρος ένα χωρίζεται σε δώδεκα ερωτήσεις με κάθε μία να έχει ίση βαρύτητα με την άλλη και ορισμένες από αυτές χωρίζονται σε υπό ερωτήσεις.
b. **Μέρος 2**. Ισότιμη μεταχείριση των μετόχων, με συνολική βαρύτητα 20% το οποίο χωρίζεται με την σειρά του σε δώδεκα ερωτήσεις όπου ισχύουν όπως και παραπάνω τα ίδια.
c. **Μέρος 3**. Ο ρόλος των μετόχων στην ΕΔ, το οποίο κατέχει ποσοστό 10% στο σύνολο του ερωτηματολογίου και χωρίζεται και αυτό επίσης σε δώδεκα ερωτήσεις ίσης βαρύτητας.

d. **Μέρος 4**. Γνωστοποίηση και διαφάνεια, το οποίο κατέχει ποσοστό 25% και χωρίζεται σε δεκατρείς ερωτήσεις με ορισμένες από αυτές να έχουν υπό ερωτήματα.
e. **Μέρος 5**. Ευθύνη του ΔΣ, όπου κατέχει ποσοστό 25% και χωρίζεται σε δεκαοκτώ ερωτήσεις

Για κάθε ερώτηση σε αυτή την κάρτα αξιολόγησης παρέχονται δύο ή τρείς πιθανές απαντήσεις οι οποίες διαχωρίζονται σε *κακή-μέτρια-καλή* όπου σύμφωνα με το δεδομένα που παρέχονται για κάθε εταιρία αξιολογείται από τον ερευνητή και βαθμολογείται με 0% για *κακή*, 50% για *μέτρια*, και 100% για *καλή*. Έτσι σύμφωνα με αυτό μπορεί να αξιολογηθεί η ΕΔ των εταιριών για κάθε μέρος ξεχωριστά αλλά και το συνολικό ποσοστό συμμόρφωσης των εταιριών πάνω στους κανόνες ΕΔ.

2. Επιλογή Δείγματος Ελληνικών Επιχειρήσεων

Σύμφωνα με τα προαναφερθέντα η επιλογή του δείγματος στις ελληνικές εταιρίες έγινε βάση δύο διαφορετικών κλάδων επιχειρήσεων. Ο πρώτος κλάδος περιέχει εταιρίες από τον κλάδο *Κατασκευές και Υλικά Κατασκευών* όπως αναφέρεται στην επίσημη ιστοσελίδα του ΧΑ. Ο δεύτερος περιέχει εταιρίες από τον κλάδο *Τεχνολογία*. Έπειτα από κάθε κλάδο επιλέξαμε πέντε εταιρίες εισηγμένες στο ΧΑ τυχαία έτσι ώστε το δείγμα να είναι αντιπροσωπευτικό του κάθε κλάδου επιχειρήσεων.

Η επίλογή των δύο αυτών κλάδων έγινε βάση την πληθώρα αυτών των τύπων εταιρειών στην ελληνική αγορά, και επίσης την εύκολη πρόσβαση σε πληροφορίες σημαντικές ώστε να υπάρξουν πιο ακριβή αποτελέσματα.

Επιπλέον το δείγμα αναφέρεται σε αποτελέσματα χρήσης του έτους 2011, καθώς όταν έγινε η δειγματοληψία και ανάλυση των παρακάτω αποτελεσμάτων δεν ήταν διαθέσιμα πιο πρόσφατα αποτελέσματα.

Στην συνέχεια, όπως αναφέρεται παραπάνω, βάση αυτών των δύο τύπων εταιρειών επιλέξαμε το δείγμα τυχαία με επιπλέον δύο εταιρείες από κάθε κλάδο, ώστε να απαλείψουμε στην πορεία εταιρείες που δεν θα οδηγούσαν, τα δεδομένα που παρείχαν, σε ακριβή αποτελέσματα

Οι εταιρίες που επιλέξαμε είναι από τον κλάδο *Κατασκευές και Υλικά Κατασκευών* οι:

1. ΗΡΑΚΛΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ
2. Όμιλος ΤΙΤΑΝ
3. ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.
4. J&P Άβαξ
5. Όμιλος ΕΛΛΑΚΤΩΡ

Από τον κλάδο *Τεχνολογία* οι εταιρίες που επιλέχτηκαν είναι:

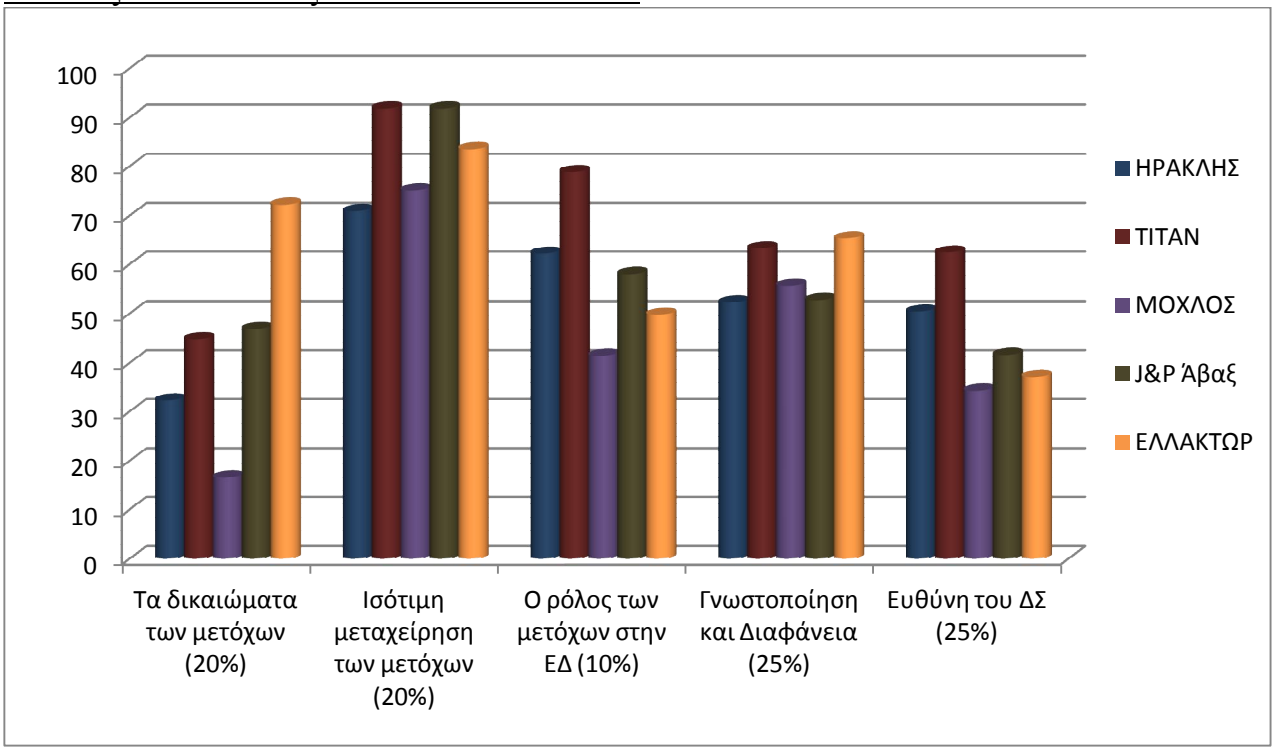
1. PLAISIO COMPUTERS J.S.C.
2. SPACE HELLAS A.E.
3. PROFILE S.A.
4. MLS Πληροφορική A.E.
5. IDEAL

3. Ανάλυση Ποσοστών Ποιότητας με Βάση τις κατηγορίες του Βαθμολογίου

1. Κατασκευές Και Υλικά Κατασκευών

Το παρακάτω διάγραμμα παραθέτει τα αποτελεσμάτα των εταιρειών του κλάδου *Κατασκευές και Υλικά Κατασκευών* βάση του δείγματος που επιλέχθηκε, αναλύοντας τις εταιρείες του κλάδου ξεχωριστά και βάση τον διαχωρισμό που προέρχεται από την κάρτα αξιολόγησης ΕΔ για εισηγμένες εταιρείες στο ΧΑ, ως παρακάτω.

Πινακας 1. Κατασκευές και Υλικά Κατασκευών



Το παραπάνω διάγραμμα όπως φαίνεται, χωρίζεται σε πέντε μέρη για κάθε εταιρία του κλάδου *Κατασκευές και Υλικά Κατασκευών* σύμφωνα με τα μέρη που χωρίζονται στην κάρτα αξιολόγησης.

Συγκεκριμένα για το Μέρος 1 *Τα δικαιώματα των μετόχων* το οποίο κατέχει το 20% του συνόλου των κανόνων συμμόρφωσης της ΕΔ παρατηρούμε ότι το σύνολο, σχεδόν, των εταιριών συμμορφώνεται κάτω του 50 %. Πιο συγκεκριμένα η εταιρία ΗΡΑΚΛΗΣ κατέχει ποσοστό περίπου 32%, η εταιρία TITAN κατέχει ποσοστό 45%, η εταιρία ΜΟΧΛΟΣ κατέχει ένα ποσοστό της τάξης του 17%, η J&P Άβαξ κατέχει 47% ενώ η εταιρία ΕΛΛΑΚΤΩΡ είναι η μόνη η οποία συμμορφώνεται σε ικανοποιητικό βαθμό με τους κανόνες ΕΔ κατέχοντας περίπου ποσοστό 72% για το Μέρος 1 *Τα Δικαιώματα των Μετόχων*.

Σύμφωνα με τα δεδομένα αυτά γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι οι εταιρίες σε αυτόν τον κλάδο σχεδόν στο σύνολο τους συμμορφώνονται με την ποιότητα ΕΔ σε μη-ικανοποιητικό βαθμό. Οι εταιρίες TITAN και J&P Άβαξ, αν και δεν είναι ικανοποιητικό το ποσοστό τους, δείχνουν να συμμορφώνονται κάπως, οι εταιρίες ΗΡΑΚΛΗΣ και ειδικότερα η εταιρία ΜΟΧΛΟΣ φαίνεται να έχουν σοβαρές ελλείψεις στα δικαιώματα των μετόχων τους. Εντούτοις η εταιρία ΕΛΛΑΚΤΩΡ φαίνεται να έχει συμμορφωθεί και να παρέχει αρκετά ικανοποιητικά δικαιώματα στους μετόχους της.

Από την άλλη πλευρά, όμως, όπως παρατηρείται οι εταιρίες αυτού του κλάδου συμμορφώνονται ικανοποιητικά στο Μέρος 2 της κάρτας αξιολόγησης για την ισότιμη μεταχείριση των μετόχων που αγγίζουν βαθμολογία από 70% και φτάνου μέχρι και την πολύ υψηλή βαθμολογία του 90%. Συγκεκριμένα η εταιρία ΗΡΑΚΛΗΣ στην οποία παρατηρείται η χαμηλότερη βαθμολογία για το Μέρος 2 φτάνει περίπου ποσοστό 71%, ο όμιλος TITAN φτάνει την υψηλότερη βαθμολογία με ποσοστό περίπου 92%, η εταιρία ΜΟΧΛΟΣ φτάνει ποσοστό 75% περίπου, η εταιρία J&P Άβαξ βαθμολογία 92% και ο όμιλος ΕΛΛΑΚΤΩΡ έχει ποσοστό 83,5%.

Οι εταιρίες του κλάδου αυτού ως προς το Μέρος 3 *ο Ρόλος των Μετόχων στην ΕΔ* που κατέχει ποσοστό βαρύτητας 10% του συνόλου αξιολόγησης παρουσιάζει σημαντικές διαφοροποιήσεις ανάμεσα στις εταιρίες. Συγκεκριμένα η εταιρία ΗΡΑΚΛΗΣ παρουσιάζει ποσοστό 62,25%, ποσοστό που μπορεί να κριθεί ικανοποιητικό. Η εταιρία J&P Άβαξ παρουσιάζει ποσοστό 58,1% το οποίο κρίνεται μέτρια-ικανοποιητικό, ο όμιλος ΕΛΛΑΚΤΩΡ παρουσιάζει ποσοστό 49,8% το οποίο κρίνεται μετρίως-ικανοποιητικό. Τέλος ο όμιλος TITAN παρουσιάζει ποσοστό 78,85% και κρίνεται αρκετά ικανοποιητικό και είναι η υψηλότερη βαθμολογία που βρίσκουμε στο συγκεκριμένο μέρος ενώ η εταιρία ΜΟΧΛΟΣ παρουσιάζει την χαμηλότερη βαθμολογία με ποσοστό 41,5% που κρίνεται μη-ικανοποιητικό.

Οι εταιρίες, ως προς το σύνολο τους για το Μέρος 4 *Γνωστοποίηση και Διαφάνεια το οποίο* κατέχει ποσοστό 25% του συνόλου αξιολόγησης, παρουσιάζουν μία σχετική ομοιομορφία. Συγκεκριμένα οι εταιρίες ΗΡΑΚΛΗΣ, ΜΟΧΛΟΣ και J&P Άβαξ παρουσιάζουν ποσοστά 52%, 56% και 53% αντίστοιχα. Ενώ οι όμιλοι TITAN και ΕΛΛΑΚΤΩΡ παρουσιάζουν σχετικά

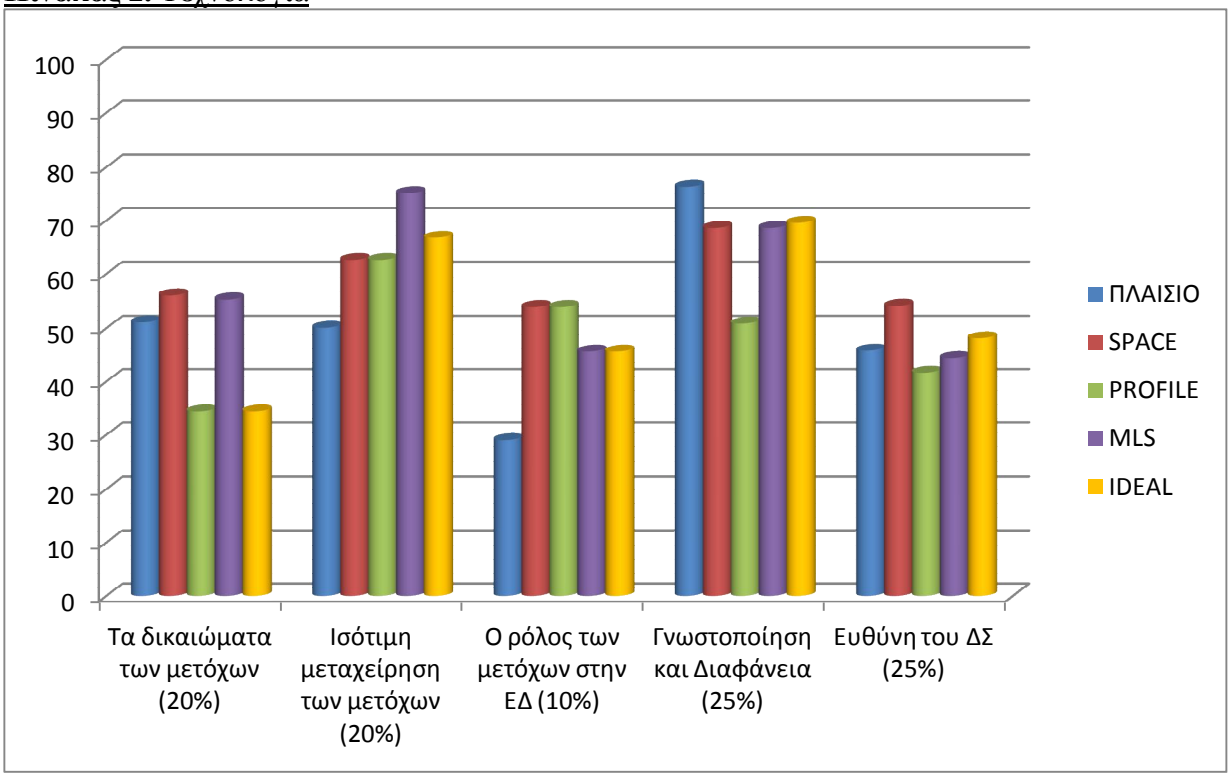
υψηλότερα ποσοστά της τάξεως του 63% και 61% αντίστοιχα, ποσοστά τα οποία θεωρούνται ίσως ικανοποιητικά.

Τέλος, για το Μέρος 5 *Ευθύνη του ΔΣ,* το οποίο κατέχει ποσοστό 25% στου συνόλου αξιολόγησης, παρουσιάζουν σχετικές αποκλίσεις μεταξύ τους. Συγκεκριμένα η εταιρία ΗΡΑΚΛΗΣ αξιολογείται με 50% περίπου, η εταιρία J&P Άβαξ παρουσιάζει ποσοστό 42%, ποσοστά που θεωρούνται μετρίως-ικανοποιητικά. Η εταιρία ΜΟΧΛΟΣ παρουσιάζει το χαμηλότερο ποσοστό με 34%, ο όμιλος ΕΛΛΑΚΤΩΡ παρουσιάζει ποσοστό 37%, ποσοστά που θεωρούνται μη ικανοποιητικά ενώ ο όμιλος TITAN παρουσιάζει ποσοστό 62,5% το οποίο κρίνεται ίσως ικανοποιητικό.

2. Τεχνολογία

Το παρακάτω διάγραμμα δείχνει τα αποτελέσματα των εταιρειών του κλάδου *Τεχνολογία* βάση του δείγματος που επιλέχθηκε όπως ομοίως γίνεται και στο παραπάνω διάγραμμα του άλλου κλάδου.

Πινακας 2. Τεχνολογία



Ομοίως το παραπάνω διάγραμμα παρουσιάζει την αξιολόγηση των εταιριών του κλάδου *Τεχνολογία*.

Για το Μέρος 1 *Τα δικαιώματα των μετόχων* οι εταιρίες παρουσιάζουν μέτριες ή κακές βαθμολογίες, και συγκεκριμένα η εταιρία PLAISIO, SPACE HELLAS και MLS παρουσιάζουν ποσοστά 51%, 56% και 55% αντίστοιχα ποσοστά τα οποία θεωρούνται μετρίως-ικανοποιητικά. Ενώ οι εταιρίες PROFILE και IDEAL παρουσιάζουν ποσοστό 34,5% περίπου και οι δύο το οποίο κρίνεται μη ικανοποιητικό.

Για το Μέρος 2 *Ισότιμη Μεταχείριση των Μετόχων* παρουσιάζουν κάποιες διαφοροποιήσεις τα ποσοστά τους. Η εταιρία PLAISIO παρουσιάζει ποσοστό 50 % η οποία είναι η χαμηλότερη βαθμολογία. Η εταιρία SPACE HELLAS και PROFILE παρουσιάζουν ποσοστό της τάξεως του 63% το οποίο θεωρείται μέτριο. Η εταιρία IDEAL παρουσιάζει 66,8% το οποίο είναι μετρίως ικανοποιητικό ενώ η εταιρία MLS παρουσιάζει το υψηλότερο ποσοστό της τάξεως του 75% περίπου το οποίο θεωρείται ικανοποιητικό.

Για το Μέρος 3 *Ο Ρόλος των Μετόχων στην ΕΔ* οι εταιρίες παρουσιάζουν μέτριες προς χαμηλές βαθμολογίες και πιο συγκεκριμένα το PLAISIO με ποσοστό 29% παρουσιάζει την χαμηλότερη βαθμολογία η οποία θεωρείται μη ικανοποιητική. Οι εταιρίες MLS και IDEAL κατέχουν ποσοστό 45,65% και οι SPACE και PROFILE οι οποίες κατέχουν ποσοστό 54% θεωρούνται μετρίως ικανοποιητικές.

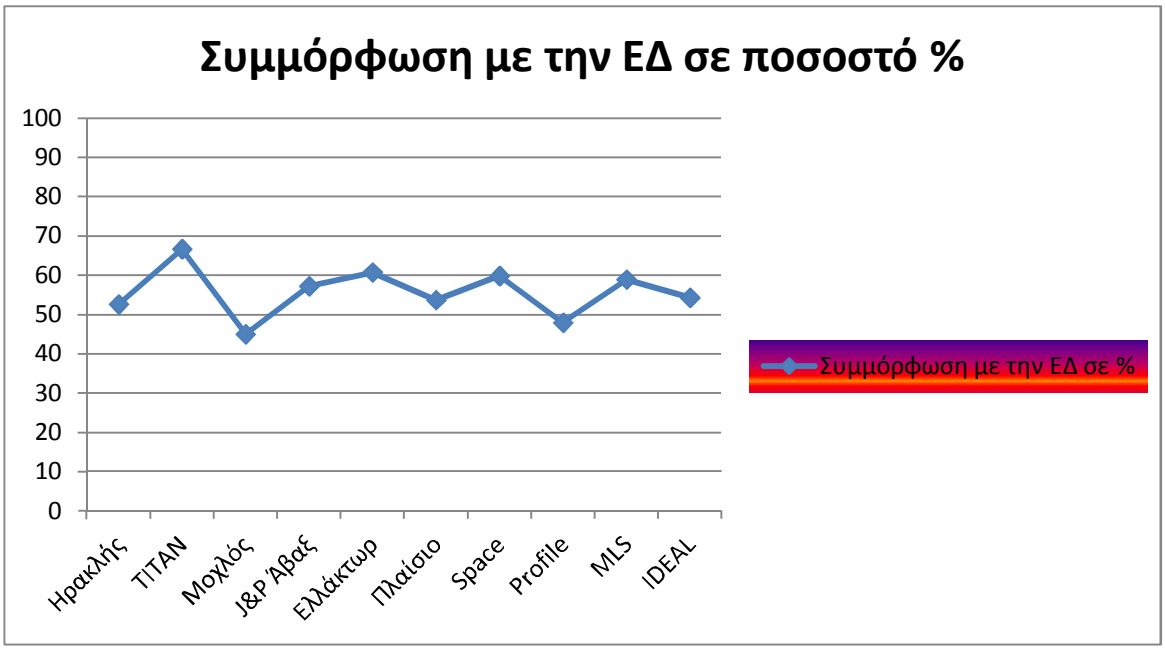
Για το Μέρος 4 *Γνωστοποίηση και Διαφάνεια* οι εταιρίες παρουσιάζουν μέτριες προς σχετικά υψηλές βαθμολογίες και αναλυτικά οι εταιρίες SPACE, MLS και IDEAL κατέχουν ποσοστό 69% περίπου που θεωρείται ικανοποιητικό. Η εταιρία PROFILE παρουσιάζει το χαμηλότερο ποσοστό με 51% και θεωρείται μετρίως ικανοποιητικό ενώ η εταιρία PLAISIO με ποσοστό 76% κατέχει την υψηλότερη βαθμολογία η οποία θεωρείται ικανοποιητική.

Τέλος για το Μέρος 5 *Ευθύνη του ΔΣ* οι εταιρίες παρουσιάζουν μέτριες προς χαμηλές βαθμολογίες και συγκεκριμένα η εταιρία PLAISIO έχει βαθμολογία 46%, η εταιρία SPACE 54%, η PROFILE 42%, η MLS 44% και η IDEAL 48% ποσοστά τα οποία θεωρούνται μέτρια.

4. Στατιστική Ανάλυση του Βαθμολογίου Συνολικά, και Συγκριτική Παρουσίαση των Αποτελεσμάτων

Το παρακάτω διάγραμμα δείχνει τα αποτελέσματα της συνολικής συμμόρφωσης των εταιρειών του δείγματος με τους κανόνες της ΕΔ, σε ποσοστό %, βάση του πίνακα *The CG Scorecard for Publicly-listed Companies*. Η επιλογή αυτού του τύπου διαγράμματος έγινε ώστε να δειχθεί η διακύμανση που υπάρχει ανάμεσα στις εταιρείες και να δείξει με όσο το δυνατον πιο πετυχημένο τρόπο, μέσα σε αυτό το μικρό δείγμα, τις διαφορές αλλά και ομοιότητες που μπορεί να έχουν οι ελληνικές εταιρείες στον τρόπο διακυβέρνησης τους.

Πινακας 3. Σύνολο Συμμόρφωσης με την ΕΔ σε Δείγμα Ελληνικών Εταιρειών



Όπως φαίνεται στο παραπάνω διάγραμμα το σύνολο του δείγματος των εταιριών των επιλεγμένων κλάδων παρουσιάζει μία σχετική ομοιομορφία, ειδικότερα στον κλάδο της *Τεχνολογίας* η βαθμολογία των εταιριών φαίνεται να είναι ομοιόμορφη καθώς η υψηλότερη και χαμηλότερη βαθμολογία παρουσιάζεται στον κλάδο *Κατασκευές και Υλικά Κατασκευών*. Η μόνη εταιρία όπως φαίνεται στο παραπάνω διάγραμμα η οποία συμμορφώνεται ως ένα βαθμό με τους κανόνες την ΕΔ είναι ο όμιλος TITAN ο οποίος παρουσιάζει συνολική βαθμολογία 66,69%. Οι υπόλοιπες εταιρίες παρουσιάζουν μία μέτρια συμμόρφωση με δύο από αυτές, την εταιρία ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε. και PROFILE S.A., να παρουσιάζουν ποσοστά της τάξεως του 45% και 47,94% αντίστοιχα, ποσοστά κάτω του 50% που σημαίνει ότι χρειάζεται να βελτιώσουν την ποιότητα της ΕΔ τους. Οι υπόλοιπες εταιρίες παρουσιάζουν ποσοστά ανάμεσα

σε 52,58% και 60,75% που σημαίνει μία σχετικά μετρίως ικανοποιητική συμμόρφωση με τους κανόνες της ΕΔ.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Έχοντας αναλύσει επαρκώς την έννοια, τον σκοπό αλλά και τους διαφορετικούς τύπους ΕΔ εύκολα συμπεραίνεται ότι η σωστή λειτουργία της στις επιχειρήσεις και τις κεφαλαιαγορές είναι κάτι παραπάνω από απαραίτητη. Πολλά συστήματα ΕΔ καλύπτουν τον ρόλο όλων των εμπλεκομένων σε μία επιχείρηση και σε συνεργασία με τους εκάστοτε νόμους και κανόνες της κάθε χώρας παρέχουν ασφάλεια και νομική κάλυψη σε αυτούς. Το παραπάνω προϋποθέτει όμως την τήρηση των κανόνων της ΕΔ και την ύπαρξη νόμων που να καλύπτουν επαρκώς το ρόλο και τις αρμοδιότητες του κάθε εμπλεκομένου. Επίσης η σωστή λειτουργία της ΕΔ σε κάθε εταιρία αποτελεί παράγοντα ο οποίος δείχνει ένα υγιές και επικερδές για τους στόχους της εταιρίας περιβάλλον. Βάση αυτού εταιρίες που συμμορφώνονται με τους κανόνες ΕΔ έχουν αντοχή στον χρόνο, είναι επικερδής και παρέχουν ιδανικό περιβάλλον για τους μετόχους τους για νέους μετόχους – επενδυτές αλλά και για τον κάθε εμπλεκόμενο φορέα, γενικά, σε αυτές. Εύκολα μπορεί να εννοηθεί ότι στις χώρες που υπάρχουν μηχανισμοί και νόμοι που αναγκάζουν τις επιχειρήσεις να συμμορφώνονται με τους κανόνες ΕΔ υπάρχει οικονομική σταθερότητα και ένα μοντέλο επιτυχημένου επιχειρησιακού πλαισίου.

Συγκεκριμένα στην ελληνική αγορά και στις ελληνικές επιχειρήσεις ως προς το σύνολο τους οι εταιρίες βάση του δείγματος που επιλέχθηκε δείχνει ότι χρειάζεται περεταίρω συμμόρφωση με τους κανόνες ΕΔ αλλά και κρατικούς μηχανισμούς ελέγχου που να αναγκάζουν τις εταιρίες να συμμορφώνονται σε αυτούς τους κανόνες. Στη σύγχρονη Ελλάδα υπάρχει το φαινόμενο της οικονομικής κατάρρευσης της χώρας και συνάμα μικρών και μεγάλων επιχειρήσεων. Πολύ παράγοντες οδήγησαν σε αυτό το φαινόμενο και όπως αποδεικνύεται ένας από αυτούς ήταν και η μη συμμόρφωση στους κανόνες ΕΔ. Το δείγμα των εταιριών που επιλέχτηκαν να αναλυθούν σε αυτήν την πτυχιακή εργασία μπορεί να μην αντιπροσωπεύει μεγάλο ποσοστό των ελληνικών επιχειρήσεων αλλά δείχνει ότι ακόμα και εταιρίες πολύ μεγάλες και επιτυχημένες στον κλάδο τους υστερούν στη συμμόρφωση πάνω στους κανόνες ΕΔ.

Εν κατακλείδι ως προς το σύνολο τους οι ελληνικές εταιρίες χρειάζονται άμεση βελτίωση στη συμμόρφωση με τους κανόνες ΕΔ ώστε να προστατεύουν τους μετόχους τους, να υπάρχει διαφάνεια και να προσελκύουν

νέους επενδυτές. Αυτό θα οδηγήσει στην οικονομική ανάπτυξη τους, στη σταθερή λειτουργία τους αλλά και θα έχει άμεσο αντίκτυπο στη βελτίωση της οικονομίας του κράτους.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Αρθρογραφία

- **Τραυλός Νικ. Γ., 2004 :** "Η επίδραση ισχυρών συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης στις δραστηριότητες και λειτουργική αποδοτικότητα των επιχειρήσεων", Athens Laboratory of Business Administration (ALBA), Απρίλιος 2004.
- **Τραυλός Νικ. Γ., 2004 :** "Θεσμικοί επενδυτές και εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα", ALPHA BANK.
- **Τραυλός Νικ. Γ., 2003** : "Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης – Τι είναι και τι επιτυγχάνουν", Athens Laboratory of business Administration (ALBA).
- **Τραυλός Νικ. Γ., 2003** : "Εταιρική Διακυβέρνηση – Έννοιες και εμπειρικά πορίσματα", Οικονομικός Ταχυδρόμος 01.02.2003 σελ. 62-66.
- **Αθανασίου Λ., 2003** : "Εισαγωγή με εκτελεστικών μελών στο ΔΣ εισηγμένων εταιριών : Υποχρεώσεις και ευθύνη", ΕεμπΔ 2003, σελ. 288-338.
- **Σπανός Λ., 2001 :** "Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης και σύγχρονη επιχείρηση", ΔΕΕΤ, δ' τριμηνία 2001, σελ. 57-63.
- **Ματθαίου-Φωτάκη Μ., Συργιόπουλος Θ., 2006** : " «Κλειδί» ανάπτυξης η εμπιστοσύνη των επενδυτών προς τους μάνατζερ", ένθετο MBA, Τα ΝΕΑ, 23/11/2006, σελ. 4/36-5/37
- **Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαικής Έννωσης, 16.8.2006 :** "Ι, ΟΔΗΓΙΑ 2006/46/ΕΚ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ".

Μονογραφίες

- **Μέκος Κωνστ. Ζ., 2003 :** "Η Εταιρική Διακυβέρνηση – Όψεις του προβλήματος και πιθανές απαντήσεις", Αθήνα : εκδόσεις Σάκκουλα, β' εκδοση.
- **Πέτρος Γ. Δούκας, 2002 :** "ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ & ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ", εκδόσεις Ι. Σιδέρης Ινστιτουτο Δημοκρατίας Κωνσταντίνος Καραμανλής 2002.
- **Φίλος Γιάννης Λ., 2004** : "ΣΥΣΤΗΜΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ", εκδόσεις IQ Group, 2004.

- **Παπαστάθης Στυλ. Παντελής, 2003** : "Ο Σύγχρονος Εσωτερικός Έλεγχος τ. Α & Β (Internal Audit) στις Επιχειρήσεις – Οργανισμούς & η Πρακτική Εφαρμογή του", εκδόσεις Παπαστάθης Παντελής, 2003.
- **Παπαδάτου Θεοδώρα, 2005** : "Εσωτερικός και εξωτερικός έλεγχος ανωνύμων εταιρειών - Εφαμοργές διεθών λογιστικών προτύπων: Έλεγχος της διαχείρισης: Σύστημα οικολογικής διαχείρισης και ελέγχου", εκδόσεις Σάκκουλα Α.Ε., 2005.
- **Καζαντής Χ.Ι., 2006** : "Ελεγκτική και Εσωτερικός έλεγχος", εκδόσεις Business Plus A.E., 2006
- **Τσακλάγκανος Ά. Άγγελος, 2005** : "Ελεγκτική", Εκδοτικός Οίκος Αλελφών Κυριακίδη, 2005.

Συλλογικά έργα

- **Μ. Ξανθάκης, Λ. Τσιπούρη, Λ. Σπανός, 2003** : "Εταιρική Διακυβέρνηση, Έννοια και μεθόδοι αξιολόγησης ", εκδόσεις Παπαζήση.

Ξένη Βιβλιογραφία

Συλλογικά έργα

- **Anastassopoulou I**., **2005** : "The approach to Corporate Governance reflected in thga domestic legal orders of continental European countries", στο συλλογικό τόμο : "Corporate Governance – Transparency and investors' protection in listed companies", XVI congress UAE, 13,14,15, June 2002, Chania, Bruxelles : Bruylant p.p. 99-109.
- **Pierre A. Dussaulx, 1970 :** "Le contro□le ou audit interne" εκδόσεις Dunod, Paris 1970.
- **Deakins David & Freel Mark, 2007** : "Επιχειρηματικότητα", μετάφραση Ρούσσος Νίκος, επιμέλεια Σπανός Λουκάς, εκδόσεις Κριτική 2007.
- **Rezaee Z., 2009** : "Corporate Governance and Ethics", εκδόσεις John Wiley & Sons, Inc, USA.
- **Gul F.A. & Tsui J.S.L., 2004** : "Governance of East Asian Corporations : Post Financial Crisis", εκδόσεις Palgrave MacMillan, New York.
- **Chowdary N.V., 2002** : "Corporate Governance : Principles and Paradigms", εκδόσεις ICFAI Press, Hyderabad India.
- **OECD, 1999** : "OECD Principles of Corporate Governance", Organization for Economic Co-operation and Development, Paris.

- **OECD, 2001** : "Corporate Governance and national Development", Technical papers No.180, Organization for Economic Co-operation and Development, Paris.
- **OECD, 2004 :** "OECD Principles of Corporate Governance", Organization for Economic Co-operation and Development, Paris.
- **OECD, 2006** : "OECD Principles of Corporate Governance", Organization for Economic Co-operation and Development, Paris.
- **Deegan C., 2004** : "Financial Accounting Theory", εκδόσεις McGraw-Hill, Australia Pty Ltd, NSW.
- **ICGN, 2005** : "ICGN Statement on Global Corporate Governance Principles", paper presented to Annual Conference in London, Λονδίνο.
- **Gregory H.J. & Simms M.E., 1999** : "Corporate Governance : What it is and Why it Matters", paper presented to the 9th International Anti-Corruption Conference, Kuala Lumpur, Malaysia.
- **Banks E., 2004** : "Corporate Governance, Financial Responsibility, Controls and Ethics", εκδόσεις Palgrave MacMillan, New York.
- **Keong L.C., 2002** : "Corporate Governance : An Asia-Pacific Critique", εκδόσεις Sweet & Maxwell, Asia, Hong Kong.
- **Jensen Michael C.** & **Meckling William H., 1976 :** "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure"
- **Benjamin E. Hermalin & Michael S. Weisbach, 1988 :** "The determinats of board composition"
- **Short H.** & **Keasey K., 1997 :** "Institutional shareholders and corporate governance", "In Corporate Governance : Responsibilities, risks and remuneration ed. Kevin Keasey and Mike Wright", Chichester, John Wiley & Sons.
- **Ezzamel M.** & **Watson R., 1997 :** "Executive remuneration and corporate performance", In Corporate Governance : Responsibilities, risks and remuneration, ed.

Αρθρα

- **Macey Jon R. – O'Hara M., 2003** : "The Corporate Governance of Banks", *FRBNY Economic policy review*, April 2003, p.p. 91-107.
- **Staciokas R, Rupsys R., 2005** : "Internal Audit and its Role in Organizational Government", Organizacijø Vadyba: Sisteminiai Tyrimai, pp.175.
- **Claessens S., 2006** : "Corporate governance and development, Oxford University", Vol. 21, Ppp. 91-122

- **Merkt H., 2003 :** "Die monistische Unternehmensverfassung für die Europäische Aktiengesellschaft aus deutscher Sicht[29]", *ZGR 5-6/2003*, S. 650-678
- **Cadbury Committee, 1992** : "Report on the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance", *Gee*, London.
- **Anderson, James C., Dipak C. Jain, and Pradeep K. Chintagunta., 1993 :** "Customer Value Assessment in Business Markets", J*ournal of Business-to-Business Marketing*
- **Bathala, C.T. and Rao, R.P., 1995 :** "The Determinants of Board Composition: An Agency Theory Perspective*", Managerial and Decision Economics*
- **John K. & Senbet L., 1998 :** "Corporate Governance and Board Effectiveness", *Journal of Banking and Finance* No.22
- **Vance S.C., 1978 :** "Corporate Governance : Assessing corporate performance by boardroom attributes", *Journal of Business Research*, Vol. 6
- **Baysinger B. & Butler H., 1985 :** "Corporate governance and the board of directors : Performance effects of changes of board composition", *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. (Fall)
- **Weisbach M.S., 1988 :** "outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20
- **Rosenstein S. & Wyatt J., 1990 :** "Outside directors, board independence and shareholders wealth", *Journal of Financial Economics*, Vol.26
- **Vafeas N., 1999 :** "Board meeting frequency and firm performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 7.
- **Morck R.**, **Shleifer A. & Vishny R., 1988 :** "Management ownership and market valuation : An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20
- **McConnell J. & Servaes H., 1990 :** "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27
- **Jensen M.**, **1993 :** "The modern industrial revolution, exit and failure of internal control system", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3
- **Murphy K.**, **1990 :** "Performance pay and top-management Incentives", *Journal of Political Economy*, Vol. 98
- **O'Neil H.M., Saunders Ch. & McCarthy A., 1989 :** "Board members background characteristics and their level of corporate social responsiveness orientation : A multivariate investigation", *Academy of Management Best Papers Proceedings*, 1989.

[29] Η μονιστική Εταιρική Διακυβέρνηση στις Ευρωπαικές Εταιρίες από γερμανική σκοπία.

- **Ibrahim N. & Angelidis J., 1991 :** "The corporate social responsiveness orientation of board members : Are there differences between inside and outside directors?", *Journal of Business Ethics*, Vol. 14
    - **1995 :** "The corporate social responsiveness orientation of board members : Are there differences between inside and outside directors?", *Journal of Business Ethics*, Vol. 14
- **Molz R., 1995 :** "The theory of pluralism in corporate governance : A conceptual framework and empirical test", *Journal of Business Ethics*, Vol. 10
- **Gales L. & Kesner I., 1994 :** " An analysis of board of director size and composition in bankrupt organizations", *Journal of Business Research*, Vol. 30.
- **Daily C. & Dalton D., 1994 :** "Corporate governance and bankrupt firm : An empirical assessment", *Strategic Management Journal*, Vol.15
- **Shivdasani A., 1993 :** "Board composition, ownership structure and hostile takeovers", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16
- **Coles J. & Hesterly W., 2000 :** "Independence of the chairman and board composition : Firm choices and shareholder value", *Journal of Management*, Vol. 26.